主权财富基金对外投资的合作伙伴选择

潘荣翠　韩跃红　熊永莲

（昆明理工大学管理与经济学院　昆明　650093）

【摘要】作为对全球经济有巨大影响力的投资实体，我国的主权财富基金（SWFs）自成立以来一直强调多元化投资，而投资多元化不仅意味着投资标的分散化，而且投资方式可以多元化，如合作伙伴多元化。本文着重分析了以下三种合作模式的可行性和具体的合作方式：一是与国外成熟的SWFs合作；二是与跨国公司合作；三是与东道国政府合作。

【关键词】主权财富基金　合作模式　国外SWFs　跨国公司　东道国政府

主权财富基金（SWFs）是由一国政府拥有和管理、以外汇储备和商品出口收入作为主要资金来源、主要面向海外投资并以收益最大化为主要目标的长期投资机构。作为我国SWFs的主要来源，外汇储备截至2011年一季度已经突破3万亿美元。从投资情况来看，我国SWFs的三分之二投资于国内的金融机构，另外三分之一用来进行对外投资，主要投资于低风险、低收益、高流动性的发达国家市场的国债和机构债，其占对外投资比例高达90%左右，近几年也逐渐投资一些资源类大宗商品。有些学者提出SWFs可以基于产业需求进行对外资产配置。债券是金融产品，过分投资这类证券化资产脱离了实体经济发展的需要，而且由于其他经济原因，债券的收益减少、风险加大，因而会提高SWFs的机会成本。

SWFs在对外投资中的几次巨额亏损引起了广泛关注。如中投于2007年5月斥资30亿美元，以每股29.605美元认购黑石集团1.01亿股无投票权股份，截至2010年8月5日收盘，黑石集团股价为11.51美元/股，在三年多时间里，这笔投资浮亏超过60%约18亿美元。另外，SWFs由于政府背景，许多国家认为我国SWFs投资一定有很强的政治目的，因此在对外投资时还面临着东道国政府的政治警惕性。

可见，SWFs在进行对外直接投资时面临着一系列的政治、经济风险。许多学者和专家提出了投资多元化的设想，但一般都是指在资本市场投资时要分散化，还有一些学者提出了SWFs在对外投资时可以与国外成熟的SWFs合作，但很少有学者对SWFs对外投资时引入合作机制并筛选合作伙伴这一系列问题作系统研究。笔者认为，SWFs在进行对外投资运作中，可以选择以下三类合作伙伴。

一、与国外成熟的SWFs合作

根据Stephen Jen的研究，SWFs的来源有三种：一是来自石油出口形成的主权财富基金（以挪威、科威特为代表）；二是非石油商品净出口盈余（资本账户盈余）积累形成的主权财富基金（以新加坡为代表）；三是由于资本流入形成大量储备而设立的主权财富基金（以印度为代表）。我国的SWFs主要来源于出口贸易盈余形成的外汇储备，可见我国的SWFs与新加坡等国外的SWFs有相同的投资偏好，所以我国SWFs与国外SWFs之间达成合作的可能性很大。

我国SWFs在与国外成熟的SWFs合作时，不仅可以学习国外的投资管理经验、风险管理方法，而且可以有效规避风险。国外成熟的SWFs有对外投资的专业人才、丰富的投资管理经验，其对投资方式的选择以及风险管理都有系统的研究，因而选择国外成熟的SWFs相当于增加了风险主体个数，可以有效避免信用风险。另外，国外成熟的SWFs进行对外投资时对投资国的政治、经济、法律制度及文化有充分的了解，尤其与东道国SWFs合作时，这一优势尤为明显。我国SWFs可以学习国外成熟的SWFs，积极参与国际投资规则的制定，以确保有良好的投资环境。因此有效利用国外成熟SWFs的知识外溢，可提高国内SWFs的投资管理水平。新加坡的主权财富基金和阿联酋的主权财富基金曾在早些时候与美国财政部达成了相关规则的协议就是一个很好的例子。

在与国外成熟的SWFs合作时有两种具体方式：①共同入股国外大型的投资银行或者购买环球投资基金，例如同时购买摩根斯坦利的股票，虽然我国SWFs曾经亏损过，但是与国外成熟的SWFs合作，建立信息共享机制（如共享一些投资分析报告等），会有助于提高股票或者基金的收益；②建立合作联盟，例如我国SWFs可以与国外成熟的SWFs共同开发资源，前者的收益取决于股票或基金的收益，后者的收益取决于联盟的收益，用各自对联盟的贡献来分配利润。

二、与跨国公司合作

SWFs与国有跨国公司一样，都是主权国家根据国家利益需要划拨国有资产而设立的，都是进行战略性投资的大型国有投资实体。虽然跨国公司更多的是参与实体投资，而SWFs更多的是参与证券投资，但是SWFs与国有跨国公司有着相同的战略目的，所以二者有合作的条件。SWFs最大的优势是资金优势，根据我国SWFs近几年开始偏向于资源获取型投资的情况，所以SWFs在帮助跨国公司参与对外投资时可以更多地参与到实体投资中，服务于国内实体经济的发展。

SWFs与跨国公司合作，有以下几点好处：首先，SWFs可

以利用其资金优势帮助跨国公司搭建融资平台，跨国公司在对外投资时需要资金，一般采用发行股票、债券以及借款等方式，当SWFs与跨国公司合作时就提高了跨国公司在融资时的议价能力。其次，SWFs可以学习跨国公司丰富的投资管理经验，一般而言跨国公司的经营时间较长，有专业的投资管理人才，公司治理结构较为规范，与其合作可以实现人才互补。再次，SWFs与跨国公司可以相互监督，当SWFs入股跨国公司时，SWFs作为股东，有权力监督跨国公司的经营活动。

SWFs与跨国公司合作的方式主要是帮助国内企业走出去，投资于技术发达的国家，也帮助跨国企业搭建投资平台，促成合作成功。因为SWFs有政府背景，其在对外投资签订合作协议时可以把跨国公司引入其中。例如SWFs参与资源开发投资时可以把国内有开发资源实力的企业介绍给第三方参与者。近年来我国企业加大了对非洲的投资力度，向非洲国家转移适用技术、参与非洲资源开发，SWFs可以抓住这个机会，与企业组成战略联盟，在与跨国公司的合作中实现双赢。

三、与东道国政府合作

SWFs与东道国政府合作是消除东道国政府政治警惕性最好的方法。发达国家对SWFs投资的限制较为严格，有些国家专门制定针对外国SWFs投资的原则，例如，美国修正了其相关立法，强调对外国政府控制或者影响其国家安全的项目进行审查，强调投资母国和东道国的责任；澳大利亚于2008年颁布了利用外资的6项原则，外国SWFs将面临严格的审查；欧盟发表联合公告，表示支持欧洲地区国家采取统一行动应对SWFs等。以上表明，我国SWFs在对外投资时，在发达国家市场可能会面临更多的限制。鉴于发达国家对外资的严格管制，所以本文所说SWFs与东道国政府合作，更多的是强调与新兴国家和欠发达地区政府进行合作。

SWFs在选择与东道国政府合作时，首先应选择与我国政府具有稳定的政治、经济关系的国家作为投资对象。目前我国已经与110多个国家和地区签订了投资保护协定，这些协定可以保护我国的海外投资。SWFs与东道国政府合作有以下几点好处：首先，政局稳定的东道国政府可以保障SWFs享有正当的权益，有效避免信用风险的发生。其次，可以享受一些特殊政策，一些欠发达国家和地区为了吸引外资发展经济，往往会制定许多优惠政策如税收优惠政策等。再次，SWFs投资于新兴国家市场可以获得新兴市场经济增长带来的好处，其经济增长会使得投资回报率提高，即使是仅仅持有其货币，也会因为经济增长引起的货币增值而带来收益。

以投资非洲国家为例，非洲国家近年来为发展经济，普遍采取了吸引外资的政策，积极改善投资环境，为中国的投资者创造了良好的条件。中国政府与非洲一些国家签订了一系列合作协议，SWFs可以此为契机，积极承揽中国政府和国际组织的援助项目，树立良好的公关形象，同时进一步学习、了解被投资国家政治经济、人文历史以及市场情况，融入当地文化中，进一步打消非洲国家的顾虑。另外，SWFs还可以和东道国的养老基金、私募基金以及其他机构投资者建立合作关系。当然，SWFs为了树立良好的公关形象，让东道国更愿意接受其投资，还应积极帮助当地政府进行基础设施建设、保护环境以及为当地居民创造更多的就业机会等等。

以上三种合作模式的重点是如何分配利润的问题，基于此，我们可以用合作博弈的思想来解决这个问题。夏普利值是合作博弈最重要的解决方法之一，是夏普利等人于1953年提出来的。夏普利值已经得到了广泛的研究，并在经济和政治领域得到了广泛的应用。其最主要的应用就是解决合作联盟中的收益分配和成本分摊问题。

夏普利值的求解思想是：参与人i所应承担的成本或所获得的收益等于该参与人对每一个他所参与的联盟的边际贡献的平均值，用公式可以表达为：

$$\phi_i(v)=\sum_{S\subseteq N\setminus i}\frac{s!(n-s-1)!}{n!}(v(S\cup\{i\})-v(S))$$

式中：s表示联盟S中的参与者人数。

夏普利值的一个前提假设就是所有参与人都有充分参与合作的可能性，上述模式满足这个假设。

以第一种合作情况为例，若我国SWFs与国外成熟的SWFs构成了简单的两人合作博弈，假设国外成熟的SWFs和我国SWFs分别为参与人1、参考人2，则国外成熟的SWFs的夏普利值所能分得的利润为：

$\phi_1(v)=v(1\cup2)-v(2)$

则我国的SWFs的夏普利值所能分得的利润为：

$\phi_2(v)=v(1\cup2)-v(1)$

其中，$v(1\cup2)$一定大于$v(1)+v(2)$。

四、结论

我国的SWFs成立时间较短，其投资途径及投资方式因投资经验不足而受到限制，但随着理论研究和实践的深入发展，相比成立之初，其投资回报率已有很大提高。通过对以上三种合作模式的分析可以看出，SWFs在选择合作伙伴时有较大的选择余地，既可以与某一方合作，又可以参与多方合作。本文主要研究了SWFs选择投资的三种合作方式及其利润分配问题。本文的意义在于提出合作的可能性，至于SWFs对外投资引入合作机制的问题还需进一步研究。

【注】 本文系云南省哲学社会科学研究基地课题(项目编号：14078165)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 宋玉华，李锋.主权财富基金的新型“国家资本主义”性质探析.世界经济研究，2009；4

2. 张海亮，吴冲锋，邹平.基于产业需求的外汇储备实物资产配置.财经研究，2009；4

3. 谢平，陈超，柳子君.主权财富基金、宏观经济政策协调与金融稳定.金融研究，2009；2

4. 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.财贸研究，2009；6

5. 苗迎春.主权财富基金的对外投资与中国海外利益的维护.中国发展观察，2009；2

6. 董保民，王运通，郭桂霞.合作博弈论.北京：中国市场出版社，2004