



毕马威

董事会工具箱之 -

投资管理



投资管理

对于资产和财富管理人（投资管理人和银行）、保险公司、健康基金、以履行短期和长期义务为目的从事基金投资的机构等实体而言，其任务是谨慎投资，同时在获得合理回报与管理投资组合的需求之间找到一个平衡点，以根据约定的风险偏好和风险承受能力进行运作。实现上述目标必须建立健全的风险管理报告机制，遵守适用的监管要求。

本篇可以为董事提供有效监督投资治理、运作及投资过程的指引。监管环境错综复杂，但考虑到行文的简洁性，本系列主要探讨投资治理优秀实践涉及的一般问题，而不是介绍具体的监管要求。

本章节包括

- 董事会的角色和作用
- 投资委员会
- 投资框架
- 风险偏好
- 风险承受能力
- 投资策略
- 资产配置
- 财务风险管理
- 投资政策
- 投资业绩和风险管理报告
- 外包——基金管理人和外部供应商

公司董事自评问题清单

1. 作为董事，是否确信董事与管理层对每种投资/财务风险的风险偏好保持一致？
2. 投资政策是否直观合理（包括是否说明制定特定投资策略的依据）？
3. 向服务供应商（如基金管理人）发出的投资指令是否与投资政策要求保持一致？
4. 是否制定相关流程用于监督遵守投资政策的情况，包括外包服务供应商的遵守情况？
5. 投资遴选过程是否由具备相应资质的投资业务管理人员记录和执行？
6. 聘用外部专家顾问就资产配置策略提供建议是否有用？
7. 托管人、基金管理人和资产顾问之间是否存在职责分离（例如，资产顾问最好不提供投资产品）？
8. 是否定期对投资管理业绩进行严格评审？
9. 投资管理业绩是否超过了相关业绩指标？因为如果没有超过，那么组织为什么要为“积极管理”支付额外费用？
10. 是否定期审查并定期根据市场情况测试投资管理费和托管费？
11. 对于投资风险，有哪些信息可供使用（如投资风险比率、风险价值、压力测试、交易对手风险）？

警示信号

1. 缺乏正式、成文且易于理解的投资政策。投资政策应是为具备胜任能力、但非技术领域的董事所能理解的。
2. 投资业绩基准要么被认为不适当，要么没有确立。
3. 未衡量或评审外部管理人的绩效。
4. 职责分离和控制措施似乎不够充分，违规行为报告过程不规范或不充分。
5. 各期间报告的业绩存在较大差异。
6. 没有对投资政策的执行或遵守情况开展独立验证。
7. 存在违反投资政策的行为（违规行为具有一惯性或未被及时发现）。
8. 管理层面对合理提问时表现得戒心重重，或管理层受到第三方（如审计师）的合理质疑时，表现得咄咄逼人。
9. 在资金管理方面高度依赖一位关键人物。
10. 投资委员会对各方（如资产顾问）提供的各种报告或建议的解读较为混乱。

董事会的角色和作用

投资管理的最终责任方还是董事会，包括管理整体投资理念、投资策略、投资政策以及相关的风险偏好和风险承受能力。

尽管董事会可以将这些责任全部或部分委托给董事会下属委员会（如投资委员会），也可以依赖资产顾问的建议，但投资管理的最终责任方还是董事会。

投资委员会

传统上，投资委员会往往是董事会下属委员会而非管理层下属委员会，并按照董事会的授权制定投资策略，此项职责包括监督投资业绩，根据其职权及授权范围审批投资决策或向董事会提出投资策略建议。

投资框架

投资框架是组织确立投资策略制定过程的依据。投资框架包含投资管理（含投资和财务风险管理）和投资管理监督的治理结构、政策、系统、流程和人员。

风险偏好

组织的集体风险偏好是构建投资组合的关键决定因素。虽然董事会和管理层的风险偏好需要保持一致（实际情况通常并非如此），但最终还是董事会的风险偏好为重中之重。

风险偏好的驱动因素很多，包括：

- 组织的价值观及其愿意和不愿意进行的投资类型；
- 可用于投资的资金数额（即数额越大，投资的选择就越多样化和复杂）；
- 可用资金的期限（通常情况下，短期低风险较低，期限越长，风险越大，但长期银行存款是例外，此类投资的长期风险通常较低）；
- 资金的用途（如资本支出、支持金融负债）；
- 承受投资组合收益波动的能力；
- 资本要求（即对于保险公司而言，投资的风险越高，资本等级要求越高）；
- 投资的复杂程度；
- 投资框架要求的能力和经历，包括人员要求；

- 向股份/单位持有人定期分红/分配的要求；
- 从道德、社会或环境风险考虑，投资特定资产类别的限制（例如烟草行业）；
- 投资组合多样性准则，包括投资交易对手方的最低信用评级。

风险承受能力

组织的风险承受能力与其风险偏好密切相关。风险偏好主要用于确立进行投资的界限，是关于组织在实现其投资目标的过程中愿意接受的风险大小的总体声明。风险承受能力，是指组织在其风险偏好参数范围内愿意接受的收益波动程度。

例如，组织的风险偏好声明可能表明，其不接受可能导致“收入重大损失”的风险，那么，其风险承受能力声明会相应定义该风险范围内可接受的具体收益波动程度（例如，组织只接受在某期限（例如一年）内某一资产类别收入损失10%的风险）。

因此，组织在制定风险承受能力声明时需要考虑的问题，与制定风险偏好声明时需要考虑的问题存在内在关联。

投资策略

投资策略是设定战略投资目标的关键文件，也是经董事会确认的与

组织宏观运营战略相适配的指引框架和原则。投资策略主要包括下列要素：

- 投资目的，以及投资策略中融入的组织价值观（例如“道德”投资的原则）；
- 资产配置原则，例如如何构建投资组合以满足风险/收益预期；
- 风险管理指引，包括明确的风险偏好和风险承受能力目标；
- 总体政策声明，包括监督框架（含监督内容说明）以及具体的业绩跟踪措施。

资产配置

组织在将投资策略落地的过程中，应制定一个含有健全的尽职调查程序的资产配置流程。资产配置涉及将投资组合划分为不同的资产类别。这是确保所选投资符合组织投资目标（包括风险偏好和风险承受能力）的关键环节。

尽职调查过程中应考虑特定资产类别的历史回报以及不同时间段内投资工具回报/价值的波动性（即风险）。考虑这些因素可以提供有价值的信息，并有助于组织识别资产之间的相关性，同时有助于消除对各种资产的常见成见。例如，有的资产被认为是回报率较低，但从长期来看，它们的表现良好，收益波动性较低，

不妨作为一种“保本”投资。

资产配置的另一例子是，短期内存在资金需求，不能容忍损失。因此，资产应合理配置于防御性资产，如现金、定期存款、短期固定息证券等，所有这些都影响可实现的回报。

大量研究和学术论文表明，投资回报的关键驱动因素是资产配置，而不是对股票或证券的选择，因此，组织需要制定健全的资产配置框架和流程。

资产配置完成后，组织还应制定实施相应措施，对投资策略进行持续管理和监测。根据投资规模，相关安排可能包括资产配置再平衡流程、风险敞口管理安排（即衍生品和货币）、投资过渡安排、投资监测流程和估值程序。投资监测报告框架需要及时向董事提供有用信息。

财务风险管理

董事在监督投资过程时，不仅要关注资产配置决策，而且还要注意与投资过程相关的财务风险。

组织需要建立和实施健全的风险管理框架，以应对投资行为伴随的

风险。有关风险包括：

- 流动性风险（确保在需要时投资能够轻易变现而不会产生重大损失，或者确保投资组合中持有足够现金）；
- 信用风险（因交易对手方违约而造成损失的风险）；
- 市场风险（由于利率、股票价格、汇率、大宗商品价格等变动的不利影响而导致投资价值损失的风险）；
- 操作风险（由于交易处理过程有误、控制环境故障或系统错误、故障而导致损失的风险）；
- 声誉风险（由于投资性质或投资价值损失对组织声誉造成损害的风险）；
- 社会和环境风险（由于未能满足道德、社会和环境期望，导致企业价值因利益相关者的激进行动而发生损失，以及组织的业务被认为与更广泛的社会价值观不符的风险）。

财务风险管理安排通常包括一系列与组织的投资相称的风险计量和分析工具，比如，压力测试和情境分析，组织借此可以识别和评估可能对投资目标实现有不利影响的潜在风险敞口。压力测试应作为对可能的风险因素的前瞻性评估，同时，压力测试的结果应有助于董事做出明智决策，加强投资组合管理，提高回报，降低财务风险。

投资政策

在有效确定投资理念、目标、策略、风险偏好、风险承受能力和财务风险管理方法后，下一步则是把这些要素通过投资政策反映。

投资政策之所以必需的根本原因在于，它是组织实现投资目标（即投资策略中设定的目标）的框架，能最大程度避免产生不可接受的结果。投资政策有助于确保组织的投资活动体现其风险偏好和投资理念。

投资政策旨在为总体投资目标的设定和用于实现投资目标的策略的制定提供指引，同时确立控制管理层行为及减少决策中的偏向和潜在错误的机制。

投资政策应包括有关下列关键领域的规范指引：

- 投资目标、理念、风险偏好和风险承受能力，包括投资策略符合价值观导向/道德要求的明确指令（例如，不投资赌博、烟草等行业）；
- 资产配置策略和制定此类目标的理由；
- 投资风险和投资期限管理；

- 交易对手风险敞口限额管理；
- 流动性要求；
- 相关投资必须遵守的投资指令，以及集合投资的投资管理人遴选和签约流程，以及相关流程规定如何与组织发出的投资指令保持一致；
- 社会责任投资和禁止投资领域；
- 投资项目及投资管理人业绩评估基准；
- 未上市交易或流动性差的投资的估值方法；
- 用于确定和披露代理投票决策的方法；
- 必须呈交投资委员会和董事会的报告；
- 董事会、投资委员会、管理层等各利益相关者的责任。

案例研究：负责任投资

负责任投资，是指将环境、社会和治理（ESG）因素纳入投资决策和积极所有权的战略和实践，已成为当下全球投资管理领域的热点话题。由于意识到风险和回报会受到ESG因素影响，客户不断要求组织提高投资透明度¹。

1. 参阅负责任投资原则：什么是负责任投资？
<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

不负责任的投资可能会产生不利的投资结果。2014年2月，一家在澳大利亚和新西兰开展业务的基础设施维护服务公司决定扩大业务范围，投资涉足拘留中心管理服务。由于当地政府就其拘留中心授予的管理服务合同金额较大，董事会认为这个领域大有可为。他们估计，此类合同最终将贡献公司总收入的15%至20%（继资源行业衰退造成收入损失之后），公司股价将上涨140%。

然而，在做出该投资决定仅仅一年半的时间里，该公司便出现了一个重大问题——股东因拘留中心被指控虐待拘留人员而纷纷撤资。受制于政府合同的保密条款规定，该公司无法回答投资者关于虐待指控的种种问题，关于此类拘留中心的运营披露很难做到公开透明。

由于披露不透明，再加上舆论及政治压力，参议院举行听证会，调查相关指控，公司股价下跌45%。

虽然从商业角度来看，该项投资决策是合理的，符合董事会的投资指标，并对股东价值产生了短期的积极影响，但该公司未全盘考虑相关社会、政治和合同条款的影响，最终为此付出了代价，主要股东撤资还可能对公司的财务和声誉造成重大损害。

投资业绩和风险管理报告

在执行投资策略后，还要完成投资业绩和风险管理报告，以根据相关投资目标和基准衡量投资活动的业绩表现，具体包括把投资项目及投资管理人的业绩表现与约定的基准指数进行比较。其他考虑因素包括：

- 报告的频繁程度（通常至少每月报告一次）；
- 记录——报告过程中的每个步骤应保有记录；
- 具体内容（如管理人绩效、合规性、投资组合价值、信用风险和其他风险）；
- 报告格式，例如使用《投资报告模板》；
- 报告职责分配（即执行管理层、中台/合规职能部门、投资委员会等）。

外包——基金管理人和外部供应商

根据可用投资资金规模，组织可以把一些业务外包，包括把投资活动外包给基金管理人，委托资产管理顾问确定资产配置策略，以及委托托管人结算和记录投资交易。然而，业务外包同样存在需要予以识别和管理的风险。

进行业务外包和委任外部供应商时还应考虑下列事项：

- 结合内部员工的能力和投资的复杂程度，考虑将投资管理外包出去的好处；
- 投资资产类别；
- 投资规模；
- 外包安排所需的支持系统；
- 采用指数基金还是主动投资管理基金；
- 外部管理人的评估、遴选和监督流程；
- 托管和投资管理要求。

另外，向投资服务供应商（尤其是基金管理人）发出的“投资指令”还应与投资政策要求保持一致。投资政策明确禁用衍生品而基金管理人仍然使用衍生品的情况并不罕见，原因是向基金管理人发出的投资指令并未禁用衍生品。

需要注意的是，组织的投资活动可以外包，但法律责任不可以外包。关于业务外包，董事及投资委员会成员还应参考国际证券委员会组织《市场中介机构金融服务外包原则》（适用于香港证监会持牌公

司）或香港保险业监管局《外包指引》（GL14）（适用于获授权保险公司）中的具体指引。

参考文献

- Certain industries are subject to various regulatory requirements relating to the management of investment funds. For example, insurance entities are regulated by Insurance Authority and fund managers are regulated by SFC.
- Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries (2005), published by the International Organization of Securities Commissions and endorsed by SFC
https://www.sfc.hk/web/doc/EN/general/general/press_release/05/05pr31_iosco_pr.pdf
- Guideline on Outsourcing (GL14), Insurance Authority
https://www.ia.org.hk/en/legislative_framework/files/GL14.pdf
- What is responsible investment?, Principles for Responsible Investment
<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>



毕马威

Frank Mei

梅放

风险管理咨询
主管合伙人
毕马威中国
frank.mei@kpmg.com

Johnson Li

李斌

治理、风险与合规服务
内地主管合伙人
毕马威中国
johnson.li@kpmg.com

Lee Alva

李懿玲

治理、风险与合规服务
香港主管合伙人
毕马威中国
alva.lee@kpmg.com

Vera Li

李迪

治理、风险与合规服务
合伙人
毕马威中国
vd.li@kpmg.com

Kelvin Leung

梁安超

治理、风险与合规服务
合伙人
毕马威中国
kelvin.oc.leung@kpmg.com

May Gao

高原

治理、风险与合规服务
合伙人
毕马威中国
may.gao@kpmg.com



kpmg.com/cn/socialmedia

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2024 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司 — 中国有限责任公司，是与英国私营担保有限公司— 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。