

學術論文

各國主權基金的運作與管理

The Operations and Managements of Sovereign Wealth Funds

蔡學儀 *William Tsai*

醒吾技術學院國際貿易暨商務系教授

Professor of Department of International Trade and Business

Hsing-Wu College

摘要 / Abstract

隨著新興國家經濟快速成長，對外貿易蓬勃發展，能源和商品價格高漲，因此享有鉅額貿易出超，累積龐大的外匯資產，這樣的現象在中東石油出口國家和東亞新興國家尤其明顯。為了維持財政政策穩定，達到總體資產的最適化分配，或為了穩定天然資源出口價格在國際市場的波動對國內經濟所造成的衝擊，或為了降低對天然資源的依賴，同時考量資源枯竭之後的經濟持續發展，近十年來許多國家紛紛成立主權基金。由於主權基金的數量和規模不斷成長，而且投資動機和經營運作又不對外公開，因此引起許多國家擔心主權基金可能藉由經濟力量遂行政治利益。歐美國家質疑主權基金是新興國家的國家資本主義工具，在金融風暴期間趁火打劫，擴張戰略利益，危害自由市場的發展，因此呼籲針對各國主權基金提出一套管理規範。本文的目的在討論主權基金管理規範和機制的內容，以及相關之可能發展和影響。

With the fast economic growth, the newly industrialized countries (NICs), in particular China, and the Middle East countries, enjoy huge trade surplus from their commodities or energy exports with the west countries especially the US. In order to maximize the use of governments' foreign reserves for best investment returns, those countries found sovereign wealth funds (SWFs). Recent years, the numbers and assets volumes of SWFs expand fast. However, the situations raise great concerns from the West doubting that if the governments will make SWFs as political instruments to buy the West's assets. For the reason, the West calls for a guide on General Accepted Principles and Practices (GAPP). This article aims to discuss the contents of the GAPP, and the possible development and influences of the GAPP.

關鍵字：主權財富基金、中國投資公司、普遍接受的原則和作法、聖地牙哥原則

Keywords : Sovereign Wealth Funds, Chinese Investment Company, General Accepted Principles and Practices, Santiago Principle

壹、前言

隨著新興國家經濟快速成長，對外貿易蓬勃發展，能源和商品價格高漲，因此享有鉅額貿易出超，累積龐大的外匯資產，這樣的現象在中東石油出口國家和東亞新興國家尤其明顯，這些國家對美國經常帳順差大量增加，尤其 2006 年之後，順差總值每年幾乎都超過 7,000-8,000 億美元，大約是美國國內生產總值的 5-6%。為了維持財政政策穩定，達到總體資產的最適化分配，或為了穩定天然資源出口價格在國際市場的波動對國內經濟所造成的衝擊，或為了降低對天然資源的依賴，同時考量資源枯竭之後的經濟持續發展，近十年來許多國家紛紛成立主權基金。然而主權基金濃厚的政治色彩，加上在 2008 年金融風暴期間積極收購歐美大型金融機構的不良債權，引起西方國家關注和疑慮，擔心它們是否會被用於戰略目的，而非商業目的？由於主權基金的數量和規模不斷成長，而且投資動機和經營運作又不對外公開，因此引起許多國家擔心主權基金可能藉由經濟力量遂行政治利益。歐美國家質疑主權基金是新興國家的國家資本主義工具，在金融風暴期間趁火打劫，擴張戰略利益，危害自由市場的發展，因此要求國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）針對各國主權基金提出一套管理規範。歐美國家為何對主權基金感到疑慮和不安？目前國際社會針對主權基金管理有什麼機制和規範？這些機制和規範是否有助於降低歐美國家對主權基金的疑慮？以及是否有助降低主權基金對國際經濟體系影響，並讓國際經濟體系更合理公平地發展？我們將在以下進行討論。

貳、主權基金的運作

一、法律基礎

各國主權基金成立的法律依據並不相同，有的國家甚至將主權基金的

法律依據規範到憲法層次，譬如新加坡的淡馬錫控股公司（Temasek Holdings）。從主權基金國際工作小組（International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG）26 個會員國的主權基金來看，其中有一半的主權基金是獨立於政府之外的機構，該類型的主權基金通常是透過預算法、中央銀行法、公司法或專門法規而成立，至於沒有獨立於政府之外的主權基金，通常由財政部或中央銀行負責管理。¹黃彥斌指出，部份國家（尤其民主化程度較高的國家）以另立特別法的方式作為主權基金的法律依據，例如澳洲的「未來基金法」、紐西蘭的「紐西蘭養老基金及退休基金法」、愛爾蘭的「國家退休準備基金法」、韓國的「韓國投資公司法」、挪威的「退休基金法」，以及東帝汶的「石油基金法」。²

亦有部分國家根據既有的法律或既有法律的修訂規範主權基金，如波札那普拉基金（Pula Fund）依據「銀行法」，智利社會暨經濟穩定基金（Social and Economic Stabilization Fund, SESF）依據「財務責任法」，中國投資公司（China Investment Corporation, CIC）和新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation, GIC）依據「公司法」，俄羅斯國家福利基金（National Welfare Fund）依據「預算法」，至於千里達遺產暨安定基金（Heritage and Stabilization Fund, HSF）則依據「議會法」。民主化程度較低的國家的主權基金則多半依據國家元首的指令成立，如巴林 Mumtalakat 控股公司（Mumtalakat Holding Company）和卡達投資局（Qatar Investment Authority, QIA）。

儘管主權基金的成立都有其法律依據，但事實上主權基金就算作為獨立機關，也經常以公司的型態存在，主要目的在規避國會對主權基金預算審查和審計的限制，並且發揮一般公司的經營效率和彈性。許多主權基金的管理通常同時屬於財政部和中央銀行的權責，這些機關對於主權基金的

¹ International Working Group of Sovereign Wealth Funds,
<http://www.iwg-swf.org/membersweb.htm>

² 黃彥斌，〈全球主權基金的發展及可能影響之研究〉，《經濟研究》，第 9 期（2009 年），頁 308。

管理運作如何協調，可以依據法律內容瞭解。

二、政策目標

自主權基金並沒有一致的組織責任，有些用來避免天然資源價格波動對總體經濟造成衝擊（穩定型基金），有些目的在累積未來財富（儲蓄型基金），有的負責協助達成社會經濟目標（發展型基金），有些用來作為退休金準備（退休儲備基金），也有部份扮演國家外匯資產投資管理角色（準備投資公司）。不同組織目的使得主權基金的投資策略有所差異，如作為退休儲備的主權基金，目的在滿足未來退休金支出，風險承受度較低，投資期程也較短。其他類型的主權基金，則因沒有特定政策責任，可採取較長期經營投資。不過，少數主權基金則是例外，可能用來作為特定政策或計畫所需的預算，或者是用來作為平衡政府財政的工具，這類的主權基金的投資操作通常採取短期策略因應，以隨時應付政府的政策需要。³

三、資金來源和撤回規則

主權基金的資金來源和撤回規則都有明文規定，譬如作為退休金準備的主權基金，都會透過法律明文每年由政府編列多少預算以作為基金所需財源。同樣地，退休儲備型主權基金的撤回規則也有明定規定，譬如基金資產若已經達到目標，在國會同意之下，可以將基金資產提領出來，或每年固定撥付多少比例的投資報酬，以充實國庫。⁴主權基金的資金來源和撤回規則和主權基金成立目的息息相關。穩定型基金通常以政府收支資產的結餘作為基金成立的資金來源，其資產提領則主要用在支應政府歲入短少而造成預算不足的時候。至於準備投資公司型態的主權基金，則以資產管

³ Cornelia Hammer et al., "Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices," *IMF Working Paper* (2008), pp.5-6.

⁴ Udaibir Das et al., "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations," *IMF Working Paper* (2009), pp.11-12.

理的角度經營，該類型基金會和委託者（政府）定期檢討委任責任的內容，就營運方針、資產配置、投資策略和績效目標等明確規範。

儘管各國主權基金都會公開成立的法律依據和管理組織架構，但並非所有的實際財務報表都會對外公開。有些運作透明度高的主權基金，譬如挪威政府退休基金（**Government Pension Fund Global, GPF**），會透過季報、年報出版、官方網站或大眾傳播媒體公開有關管理經營和投資績效等各項訊息，但多數資訊都不會公開。然而，不論是獨立於政府之外的主權基金與否，每年都必須向最高主管機關進行報告，內容包括成立目的、法令依據、公司章程、組織架構、董監事會成員、董監事會運作情形、重大決策檢討、投資策略、投資操作規範、委外經營安排、風險管理架構、審計財務內容、會計政策、資產配置情形、投資操作績效和年度計畫等，以便讓主管機關或負責人清楚掌握主權基金的實際運作情形。⁵

四、組織架構

各國主權基金的組織架構不一，某些國家由該國中央銀行控制，有的則由財政部負責管理，有的由政府最高機關負責，也有某些國家由元首（國王、總統或總理）等政治領袖直接管理。但無論採取哪一種模式，主權基金內部都有一個董事會或投資委員會負責實際經營管理和投資目標的決策，但成員則由政府指派，甚至多數由政府官僚成員出任，以方便政府對主權基金完全控制。有些國家為了讓主權基金更有效管理，會透過不同的組織設計，達到防弊的作用。譬如投資目標和經營績效可能分別由財政部或中央銀行等主管機關決定，這類基金往往是政府機關的一部分。當然這類主權基金主管機關的決策和管理，必須向國會報告和負責，每年至少一次，報告的內容主要包括審計財務報表和基金的管理經營決策。另一些獨立於政府之外的主權基金，雖然投資目標和經營績效是由內部董事會所決

⁵ Hammer et al., *op. cit.*, pp.12-13.

定，成員多數由政府任命，且出身政府官僚。董事會必須定期地將財務報表、經營管理決策和重大作為向指導機關報告並負責，指導機關可能是財政部長、中央銀行總裁（行長）、總統（州長）或國會（議會）。

此外，不論各國主權基金以何種型態存在，都有內部稽核的機制。主權基金依照政府所設定的投資經營目標和條件，分別設立不同的稽核指標，並以這些指標對主權基金內部的經營運作進行考核。部份透明度較高的主權基金，甚至有外部稽核機制，透過第三方會計公司或機構（往往是國際知名的會計事務所），對主權基金的運作和績效進行稽核檢查。在內部組織部份，基金會視組織運作的需要設計不同部門。多數獨立於政府機關之外的主權基金都仿效企業組織形式，尤其是突出董事會與專業投資委員會的核心決策職能與自主權。除了由政府指派的董事會之外，另外政府也會指定一名董事長或執行長，決定主權基金的重大決策。

董事長之外還會有負責投資、營運和財務等不同的執行長，分別帶領不同部門維持公司的發展運作。有些主權基金會設立顧問委員會，以作為董事會或投資委員會的諮詢機構，另外還有審計、風險管理、公司管理等不同部門。某些主權基金設有監督委員會，代表政府負責基金的管理和監督。一般而言，各國主權基金對於防弊措施的設計都大同小異，或透過個別立法、內部規章，或根據操作手冊規範基金管理和操作，每個主權基金的規範內容和細節程度都不一樣，但都會包括財務報告的內容、財務報表公開的時間、基金內部人員的道德要求等，並且設立承諾官員（compliance officer），確保基金運作符合所有法令、規則和標準等規範。⁶

五、投資政策

根據針對主權基金國際工作小組 26 個會員國其中的 21 個會員國的主權基金的分析指出，多數主權基金都有明確的投資目標，或由主權基金的

⁶ Ibid., pp.8-9.

主管機關公佈（如果主權基金屬於政府機關的一部分），或由主權基金自己公佈（如果主權基金獨立於政府之外）。其中 6 個會員國的主權基金明定每年的投資報酬目標，9 個會員國提出相對報酬指標，而另外的 6 個會員國則強調長期投資，沒有訂定投資報酬率。⁷

不同的主權基金對於投資策略擬定也有所差異，通常作為政府機關一部分的主權基金的投資策略較為傳統，風險承受度也較低，但對於那些獨立於政府機關之外的主權基金，風險承受度較高，投資策略和投資標的相對也較靈活和有彈性。唯一相同的是，這些主權基金都會定期，甚至經常檢討投資績效，以確保經營績效最後能夠符合設定目標。黃彥斌指出，投資策略主要依據主權基金的風險承受度和成立目的有所不同。至於投資收益的運用則視主權基金的成立目的有所不同，有的著重於支持該國或地區的社會經濟發展所需，或支援特定部門產業之發展，如亞塞拜然的國家石油基金（State Oil Fund）、加拿大亞伯達省的傳統儲蓄信託基金（Alberta's Heritage Fund）、利比亞投資局（Libyan Investment Authority, LIA）、新加坡淡馬錫控股公司等。⁸另外，有些主權基金的財務目標和投資管理，甚至與政府預算直接連結，以作為平衡財政收支之用，挪威政府退休基金、俄羅斯國家財富基金、新加坡政府投資公司等都是例子。

六、資產配置

主權基金的策略性資產配置（Strategic Asset Allocation, SAA），通常需要考慮「基金的成立目標」以及「基金未來現金流量的累積和取用規則」這兩項因素而決定，而策略性資產配置則反映投資報酬目標、風險承受度及已知的限制因素，例如流動性需求與融資需求、投資標的期限和法律與管制要求等。⁹因此，不同類型的主權基金因追求的目標與所受的限制

⁷ Ibid., pp.12-13.

⁸ 黃彥斌，前引文，頁 309。

⁹ 朱美智、鍾世靜，〈主權財富基金的興起及其影響〉，《國際金融參考資料》，第 55 期（2008

不同，可能實行不同的資產配置策略。穩定型基金的資產配置策略一般較為保守，投資標期限較短，且追求較低風險的報酬。儲蓄型基金可能較能調節資產報酬的短期波動，屬於追求長期目標的基金。儲蓄型基金及退休儲備基金亦著眼於保留最低的實質資本，以確保基金的購買力。¹⁰

近年來，主權基金的策略性資產配置逐漸從傳統以規避風險為目的之流動性管理模式，朝向更多元化和風險承受能力更強的模式發展。這使主權基金能夠在有效風險控制的前提之下，架構更有效率的投資組合，進而獲取更高的投資報酬，所以資產分佈不再集中於安全性高、流動性佳的歐美主要國家的主權公債，而著眼於包括股票、各國長期公債、資產擔保證券、公司債、商品期貨、對外直接投資和非傳統投資（諸如房地產、對沖基金、私募股權基金）等全球性多元化資產組合。¹¹當執行策略性資產配置時，有些主權基金純粹投資於公開上市的金融資產，有些投資涉及所有主要資產類別，包括收購企業等。有些主權基金會依據市場指數進行證券投資，有時訂定個別公司最大持股比例，以確保投資多樣化。有些進行長期投資，爭取它們認為有利可圖的企業的較大股權，以便使得絕對報酬最大化。有些強調遵循社會責任或道德準則，投資標的排除不符合社會責任與道德目標的特定行業，諸如煙草及軍事等。¹²

七、風險管理

風險管理的目的不僅要把純粹風險的不利性減到最小，也要把投機風險的收益性達到最大。由於主權基金所擁有的資產都相當龐大，因此風險管理就有相當重要性。各國管理目標一般都由主管機關決定，但具體的風險管理指標和操作依據則由風險管理部門所訂定。風險管理通常包括信譽

年)，頁 16-17。

¹⁰ IMF Global Financial Stability Report (October 2007),
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/index.htm>

¹¹ Das et al., *op. cit.*, pp.14-18.

¹² 朱美智、鍾世靜，前引文，頁 16-17。

評價 (credit rating)、風險值模型 (value-at-risk, VaR)、誤差追蹤 (tracking error)、存續時間 (duration) 和貨幣重量 (currency weight) 等方法。¹³除了風險管理之外，主權基金的資產配置和投資工具都有限制。多數基金並不被允許使用槓桿操作策略，但部份可以投資某些使用槓桿操作的資產配置，譬如私募基金和對沖基金，以保障基金資產價值或投資報酬。部份主權基金對於資產配置內容甚至相當程度予以規範，明文規定投資地區或標的限制，或資產持有貨幣比例等。各國都有不同的風險管理方法，目的都在確保基金操作不至於出現重大錯誤，甚至造成不可彌補的損失。

八、外部經理人

多數主權基金都會委託外部經理人進行操作，但也有少數主權基金沒有託付外部經理人。當主權基金內部沒有足夠的投資人才，或者認為培養內部足夠投資人才以及相當專業能力人才所付出的成本過高，或不便直接出面在國際市場競購資產，就會委託外部經理人。外部經理人所提供的投資研究報告、市場情報資訊和投資管理經驗等，以及對於投資報酬和資產風險分散的管理能力，也能相當程度減少主權基金所面臨的市場風險。外部經理人往往有助於較高投資報酬的實現。¹⁴儘管如此，各國對外部經理人的篩選和委託外部經理人操作的資產比例都有很嚴格的規範。外部經理人不僅需要董事會通過聘任，並且也要依據董事會所規範的投資規範、程序和規定進行投資操作。除了操作績效之外，外部經理人的組織、團隊成員、投資哲學等，都是主權基金董事會決定遴聘或解聘的考量指標。至於外部經理人的酬勞（包括紅利或獎金）可以經過協議給予固定的費用，也可以根據投資績效決定，或者同時採用兩項方法。各國主權基金對於外部經理人的管理都有一套制度和規定，但詳細內容並不會對外公開。

¹³ Hammer et al., *op. cit.*, pp.15-16。

¹⁴ Das et al., *op. cit.*, pp.11-12.

參、國際社會對主權基金的態度

2008年全球金融風暴期間，中東產油國和亞洲新興國家透過主權基金積極收購歐美大型金融機構的股票，雖然對全球金融市場的穩定和經濟復甦有重要的幫助，但由於基金控制在政府手中，且資金規模龐大，加上投資動機和財務資訊都不透明，可能造成全球金融市場的不穩定，並影響他國國家利益和安全，因此歐美國家對於主權基金多半抱持懷疑態度。Gerard Lyons 指出，來自於中東和亞洲新興國家（尤其中國）的主權基金在過去一段時間，透過所擁有的豐沛資金，刻意與那些全球化連結較低或對西方國家保有距離的發展中國家建立往來，以獲取或掌握戰略資源和商品，或收購西方國家關鍵產業，譬如電信、能源、媒體和金融等，因此將主權基金視為國家資本主義的具體表現。¹⁵K. S. Diwan 也認為，中東產油國家和亞洲新興國家主權基金明顯都扮演一定程度的政策角色，包括藉由對西方國家的關鍵產業或企業的投資，取得相關技術、知識和人才，以協助國內相關產業發展；透過主權基金協助國內基礎建設；協助國有企業（stated-owned enterprises, SOEs）和國內重點產業的重整和再造；協助政府向外爭取戰略資源和大宗物資。¹⁶更為甚者，過去歐美國家經常利用資本作為武器，在全球橫行無阻，汲取政治和經濟資源及利益，當新興國家利用天然資源出口或持續貿易順差所累積的龐大外匯資產成立主權基金，並且在全球金融風暴期間趁機收購那些發生問題的大型金融機構的不良資產，當然會引起歐美國家的疑慮和不安。¹⁷

Adnan Hassan 指出，歐美國家對主權基金的疑慮主要來自於幾個原

¹⁵ Gerard Lyons, "State Capitalism: the Rise of Sovereign Wealth Funds," http://banking.senate.gov/public/_files/111407_Lyons.pdf

¹⁶ K. S. Diwan, "Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds," *Geopolitics*, Vol.14, No.2 (2009), pp.345-359.

¹⁷ 陳世憲，〈次貸風暴延燒，新興國家主權基金趁勢崛起〉，《臺灣經濟研究月刊》，第31卷，第6期（2008年），頁56-57。

因。首先，主權基金的資訊透明度不足，使得歐美國家懷疑主權基金是否淪為特定國家介入國際市場的工具。尤其主權基金背後都有很深的政府色彩，加上那些缺乏透明度的主權基金多半屬於非民主國家，而且傳統上和歐美國家的立場不同（尤其中國和中東），這更讓歐美國家擔心國內的重要資產落入於這些主權基金國家。¹⁸其次，資金接受國家擔心主權基金可能採取策略性投資，針對重要產業進行入股或策略聯盟，除了爭取投資報酬之外，亦趁機取得相關技術知識，因而危害或威脅資金接受國的國家利益甚至國家安全。不僅如此，主權基金是否提供政府或私人公司的情報人員進行有目的的行為，同樣也讓資金接受國家感到疑慮。再者，隨著主權基金的資產規模不斷擴大，影響力也越來越高，一旦主權基金改變資產配置，或是市場進出的謠言，往往可能造成價格波動，如果被國際投機客有心利用，對於全球金融市場將會有很大傷害。此外，由於主權基金通常都是採取長期且消極的投資策略，目的不在控制所併購公司的經營權，卻因此可能讓公司經營者因為不需要直接面對主權基金股東的壓力，因此疏於經營績效的表現。某些主權基金將部份資金投入私募基金或避險基金，已經造成公司併購的白熱化，不但影響公司體系的秩序，也間接造成就業者的工作穩定和權益。

由於主權基金對於資金接受國可能帶來的衝擊和影響，就算是主張全球貿易投資自由化，強調自由市場的歐美先進國家，對於主權基金投資國內重要產業的態度仍相當謹慎。

1988年科威特投資局（Kuwait Investment Authority, KIA）收購全球最大的石油公司之一的英國石油公司（British Petroleum Company, BP）逾20%的股權，由於英國石油公司是全英公司資產規模最大的企業，同時掌握重要的石油資源，因此該項交易引起英國政府擔憂，唯恐影響國家利益，因此施壓科威特政府將購股比例減少到9.9%。爾今，科威特投資局雖然仍為

¹⁸ Adnan Hassan, *A Practical Guide to Sovereign Wealth Funds* (London: Euromoney Institutional Investor, 2009), pp.77-82.

英國石油公司前十大股東之一，但持股已經降到 1.74% 以下。2005 年新加坡淡馬錫以 38 億美元收購泰國新集團(Shin Corporation) 96.12% 的股權，該集團大部分股份原本是由泰國總理戴克辛(Thaksin Shinawatra) 家族持有，該集團控制泰國最大電信公司和衛星，以及泰國亞洲航空等大型企業，因此戴克辛家族把持股賣給淡馬錫時，遭反對派人士抗議，被指控出賣泰國資產，並因此引發政治風暴，後來成為戴克辛下台的導火線之一。儘管淡馬錫不願屈服泰國反對人士的壓力放棄該項交易，但仍然宣佈將透過增加少數股東持股比例方式，減少對該集團所掌握的股份。

2005 年中國海洋石油公司(CNOOC) 宣佈將以 185 億美元現金高價收購美國前八大石油公司之一的優尼科公司(Unocal Corporation)，但此項計畫公佈之後，引起美國政府內部的中國威脅論者的反彈，輿論也表示反對。The Wall Street Journal 公佈一項民意調查結果指出，高達 73% 的美國民眾反對中國海洋石油公司購併優尼科。面對這樣的壓力，中國海洋石油公司宣佈放棄競標優尼科，並轉由美國另一家石油集團雪佛龍(Chevron Corporation) 以 175 億美元併購。值得一提，中國海洋石油公司之所以有意收購優尼科公司，主要目的在維持國內市場的競爭優勢，並擴大海外市場。再者，優尼科公司主要的石油和天然氣資產位於印尼、泰國和緬甸等國，收購優尼科之後有助於中國海洋石油公司獲得東南亞地區的部份石油資源。另外，優尼科擁有石油探勘和開採的最新技術，有助於中國海洋石油公司相關技術的取得和提昇。¹⁹

2006 年阿拉伯聯合大公國控股的杜拜港埠世界公司(Dubai Ports World, DPW) 以 68 億美元收購英國半島東方航運公司(Peninsular Oriental Steam Navigation Company, P&O)，並藉此取得美國巴爾的摩、紐約、邁阿密、紐澤西、紐奧良和費城等六大港口的經營權。雖然稍早美國投資委員會(Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS) 曾經批准

¹⁹ Lixia Loh, *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World* (Kent: Stylus Pub, 2010), p.101.

此項交易，但後來還是引起國會強烈反對，擔心危害國家利益和安全。面對美國國內強大的壓力，杜拜港埠世界公司宣佈將所獲得的經營權全數轉讓給美國機構。

上述案例反映，即使是倡導全球貿易投資自由化的歐美先進國家，對於來自於充滿官方色彩的主權基金的投資，還是會以保護國家利益為優先考量。主權基金的投資可能引發部份國家防禦性反應，如果任其發展，將造成主權基金國家和資金接受國之間的衝突以及保護主義，如此對全球金融和貿易發展將帶來不可彌補的傷害。²⁰

歐美各國為了保護自身利益不受主權基金危害，對於外國投資有特定的態度和作法。以美國來說，原則上歡迎外來資金投資美國企業，但對於他國政府或主權基金的投資則採取較嚴格的審查。德國及法國的態度和美國大致相同，但特別關切主權基金對於關鍵產業的投資。英國對於主權基金抱持較正面的態度，但強調跨國投資應基於互惠的立場，且不應以侵佔他國利益或短期投資操作為目標。至於歐盟並不特別針對主權基金投資設限，但考慮引進類似「黃金股」機制，²¹以避免外資輕易取得境內企業的控制權。²²此外，歐美各國對於外國資金進出都有管制，立法限制外國資金投資國內關鍵產業或公司，而非完全放任，而這些法律正可以用來監督主權基金是否有不當投資。在美國方面，主要法源包括「2007年國防產業法和海外投資與國家安全保障法」(Foreign Investment and National Security Act of 2007)，審查重點為國家安全保障，審查交易對象為取得普通股10%以上之投資，審查業別為所有業別，主管機關為投資委員會(CFIUS)，但採取事後管制。

²⁰ Philipp Hildebrand, "The Challenge of Sovereign Wealth Funds," Lecture at International Center for Monetary and Banking Studies, December 18, 2007.

²¹ 黃金股的設計起始於英國1984年「電信法」修正案所加入的黃金股條款，該條款最主要目的，是希望在國營事業民營化後，政府為了避免民股股東可能從事利益輸送等有害本業經營之行為，而訂定出的防範機制。

²² 林宣君、林詠喬，〈淺述主權財富基金〉，《證交資料》，第548期（2007年），頁65。

在德國方面，針對外資進入訂定「對外經濟法」，針對可能對國家安全、國民生活和對外關係有危害的產業（譬如軍事武器、能源）之投資，且投資目的在取得普通股 25%以上之交易予以限制，主管機關為經濟勞工部，管制方式為事前申請。法國則有「通貨金融法」，就有害公共秩序和國防治安之相關產業的投資，包括運輸、能源、國防軍事、電信通訊等，且投資目的在取得普通股 33.3%以上的交易，要求事前向經濟財政部提出申請，獲准之後方得進行。

英國對於外資進入訂有「企業法」和「對外貿易法」，就可能威脅國家利益的投資（包括所有業別）進行審查，但採事後管制方式。至於鄰國日本，頒布有「外匯及外貿法」，就可能有害國家安全保障、公共秩序和經濟影響的投資，包括與安全保障和農魚礦業的投資，且投資目的在取得普通股 10%之交易，要求事前向主管機關財政部提出申請。²³

俄羅斯對外國投資，也採取立法進行約束，要求外國政府和企業不得對俄羅斯的核能、天然資源與武器等影響國家安全的產業進行直接投資。澳洲甚至考慮明文禁止中國企業對澳洲礦物資源相關企業持有一定比例以上的股權，藉此規避中國主權基金對澳洲天然資源的控制，以保護國家的經濟安全。²⁴

歐美國家為了降低主權基金可能引起的危害，要求國際社會制定行為守則規範主權基金的投資行為。2007年，七大工業國（Group Seven, G7）財政部長和中央銀行總裁在美國首府華盛頓舉行集會，首度針對主權基金的透明度進行討論，會中並達成應就主權基金訂定世界共通的行動方針，並與設有主權基金的國家代表舉行會談，就主權基金的體制、風險管理、透明度及權責制方面制定一套自願遵守的行為準則。稍早之前（2007年6月），美國財政部主管國際事務的代理次長 Clay Lowery 也呼籲國際貨

²³ 李儀坤，〈各國主權基金概況〉，《臺灣經濟金融月刊》，第44卷，第7期（2008年），頁61-62。

²⁴ 范世平，〈主權財富基金發展與影響的政治經濟分析〉，《問題與研究》，第48卷，第3期（2009年），頁84-85。

幣基金與世界銀行對各國主權基金的管理發展一套原則和規範。在七大工業國集會同時，國際貨幣基金和世界銀行也舉行年會，強調主權基金的投資政策應有完善的公開措施，並認為國際貨幣基金以其所扮演的全球金融指導角色，可以肩負制定主權基金共同規則與實施規範的責任。另一方面，經濟合作暨發展組織（OECD）則在 2008 年 4 月公佈《主權基金和出資國政策報告》，對各國主權基金運作提出基本規範，但在限制主權基金營運活動同時，也強調根據互惠待遇原則，要求資金接受國對主權基金的投資平等對待。2008 年 10 月，經濟合作暨發展組織針對主權基金管理再次提出建議，除了呼籲各國主權基金提高透明度和可預測性之外，並且呼籲各項投資應強調課責性，以確保責任歸屬。²⁵

除此之外，美國也積極推動主權基金行為準則的設立。2008 年 3 月，美國與阿拉伯聯合大公國（United Arab Emirates, UAE）和新加坡政府代表就主權基金的經營管理和投資規範達成三方協議，包括針對主權基金的準則以及資金接受國的準則兩部份。²⁶針對主權基金的準則如下：

- （一）主權基金投資決策應該本於商業利益，不能直接或間接推動有害他國利益或安全的政治投資，此為最基本的投資管理原則。
- （二）主權基金應該尊重資金接受國的法規，遵守當地所有監理規定。
- （三）主權基金應披露更多資訊，包括投資目的、投資標的、財務資訊（尤其資產配置），這有助於降低主權基金對金融市場可能帶來的不確定性，增進資金接受國的信任。
- （四）主權基金應該擁有完善企業治理、內部控制及經營和風險管理體系。
- （五）主權基金應該與私部門公平競爭。

²⁵ Joshua Aizenman and Reuven Glick, "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?" FRBSF Economic Letter, No.2007-38.

²⁶ U.S. Department of the Treasury, "Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi," <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp881.htm>

針對資金接受國的準則包括：

- (一) 接受主權基金投資的國家在投資政策不應該歧視外國投資者，應該給予和國內投資者一樣的待遇。
- (二) 接受主權基金投資的國家不應該對外國直接投資或是股權投資設立歧視或障礙。
- (三) 接受主權基金投資的國家應確保投資政策規範的可預期性，相關投資資訊應詳盡公開，並有完善的法律規範。
- (四) 接受主權基金投資的國家應該尊重主權基金的投資決策，更不能試圖影響主權基金的投資決策，任何基於國家安全的限制投資行為必須出於真實的國家安全風險考量。

從上述協議內容來看，可以發現所列的基本準則嘗試解決主權基金從事政治目的投資，而非商業原因投資的疑慮，其重點不外要求主權基金應該提高資訊透明度，揭露更多資訊，與當地私部門公平競爭，並且遵守當地的法令要求等。上述協議內容也強調，接受主權基金投資的國家不應該針對各國主權基金設置投資障礙或採取歧視性的管制措施，更不應該試圖左右主權基金的投資決策。

美國智庫彼得森國際經濟研究所 (Peterson Institute for International Economics, PIIE) 為主權基金管理發展出一套「主權基金從事跨國投資的國際標準」，包括目標與投資策略 (objectives and investment strategy)、治理 (governance)、透明度 (transparency) 及行為 (behavior)。瑞士國家銀行副行長 Philipp Hildebrand 則呼籲國際社會在討論主權基金的行為準則時，應就主權基金對外國私有公司進行股權投資的上限作出規定。²⁷

另外，德意志銀行 (Deutsche Bank) 針對各國對於主權基金的管理提出三項建議。在開放態度與市場對等原則方面，建議各國針對主權基金所

²⁷ Hildebrand, *op. cit.*, pp.1-17.

為之投資，應抱持開放的態度，避免過度保護與本位主義。就避免政治力的介入而言，提出除非對於國家安全與利益真正有影響者，否則各國政府不應介入主權基金之投資，所有外來投資與本國企業應有公平且自由的競爭。惟，各國應及早建立一般性的管理原則，針對一定以上金額的大型投資，相關的審查程序則是必要的。至於在資訊揭露規範的部份，主張為維持金融市場的穩定，全球對於主權基金應有一致性的規範，特別是在基金規模、管理原則與投資目標等資訊的揭露。²⁸

肆、主權基金的國際監理

面對歐美國家不斷呼籲國際貨幣基金應就主權基金的成立目的、組織運作、風險管理、透明度及權責制方面制定一套自願遵守的行為準則，並發揮監督的作用，國際貨幣基金於 2007 年起開始積極與經濟合作暨發展組織及世界銀行協調有關主權基金監理的相關規範，並於 2008 年 3 月討論一份有關主權基金的準備文件。該文件要求國際貨幣基金執行董事會批准國際貨幣基金著手準備一套主權基金最佳實施規範（a set of best practices for sovereign wealth funds）。

「最佳實施規範」的目的在要求各國主權基金公開更多資訊，確保基金的投資策略必須明確符合商業標準，而不會有特殊的政治目的，或企圖影響或控制他國的關鍵產業或資源。根據國際貨幣基金《Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda》指出，「最佳實施規範」有助於主權基金國家強化內部政策架構，有助於主權基金從國際金融市場獲益，並有助於降低國際社會對主權基金的疑慮。²⁹所謂「最佳實施規範」包括幾個條件：

²⁸ 林宣君、林詠喬，前引文，頁 64。

²⁹ International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda," available online at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

- (一) 最佳實施規範應該基於各國主權基金的實際運作情形，以及國際社會對於跨國投資的規則或指導方針，包括國際貨幣基金和國際經濟暨合作組織的相關規定，以確保主權基金國家願意自願性地遵守。
- (二) 根據國際貨幣基金的使命而言，最佳實施規範應該關注主權基金的管理、組織設計和透明度。
- (三) 最佳實施規範能夠使得主權基金國家，不論是已經成立或者準備成立，從其他主權基金運作的經驗得到學習的經驗，以避免錯誤管理。
- (四) 最佳實施規範能夠使得國際社會對主權基金如何運作有更清楚的瞭解，不僅可以減少國際社會對於主權基金的疑慮，也有助於全球金融體系的開放。
- (五) 對於主權基金的管理而言，最佳實施規範應該是在獨立自主的前提下運作，不管是投資決策、功能運作，還是從政治的感覺而言。
- (六) 最佳實施規範要求主權基金公開成立目的、組織架構和規劃、投資管理（資產規模、資產配置、投資報酬和風險指標）等相關資訊。
- (七) 最佳實施規範的形成是一個協同合作的過程，不僅國際貨幣組織，尤其主權基金國家和主權基金機構，都應該參與其中。³⁰

在國際貨幣基金獲得執行董事會批准針對主權基金提出行為準則之後，國際貨幣基金於2008年4月30日至5月1日期間召開會議，並組成國際工作小組（International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG），由來自26個擁有主權基金的國家組成，與會代表同意主權基金應該從經濟、金融風險及相關投資收益的出發點從事投資行為，並參考現行相關的原則及作法，擬定一套主權基金的自願行為守則。

工作小組在歷經華盛頓、新加坡和智利聖地牙哥等會議後，簽署關於主權基金的「普遍接受的原則和作法」（General Accepted Principles and

³⁰ Ibid.

Practices, GAPP), 即所謂「聖地牙哥原則」(Santiago Principle), 此套行為準則於 2008 年 10 月 15-18 日國際貨幣基金與世界銀行年會 (Annual Meetings of the Board of Governors of the International Monetary Fund and World Bank Group) 被公佈, 此乃國際社會就主權基金行為所共同制定的第一套自律公約。具體目標包括:

- (一) 幫助維護一個穩定的全球金融體系以及資金和投資的自由流動;
- (二) 遵守資金接受國家所有適用的監管與披露要求;
- (三) 從經濟和金融風險及相關收益考慮進行投資; 以及
- (四) 制定一套透明和健全的治理結構, 以便形成適當的操作控制、風險管理和責任義務歸屬。³¹

「普遍接受的原則和作法」包括三個部分, 第一部份為原則內容, 共有二十四條。第二部份對「普遍接受的原則和作法」進行討論, 每一條普遍接受的原則和分項原則都附帶注釋, 這些注釋詳細說明有關原則的基本道理和目標, 以及各項原則在某些國家實施的情形。第三部份為附錄和參考資料, 包括主權基金的定義、工作小組成員國的主權基金的背景資訊、專業文獻參考及其他國際標準和準則, 其中部分適用於主權基金。³²

「普遍接受的原則和作法」的內容和注釋, 對目前和未來的主權基金的各種活動提供指導, 最重要的是按照投資目標進行專業化投資, 並為相關的法律和體制改革提供依據。作為投資機構, 主權基金在誠信基礎展開運作, 並從經濟和金融風險以及相關收益考慮出發進行投資。因此, 它們遵循母國以及資金接受國適當的監管和披露要求。「普遍接受的原則和作法」包括法律框架和目標、宏觀經濟政策的協調、體制框架和治理結構, 以

³¹ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, "Sovereign Wealth Fund: Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles," available online at: http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg_santiago_principles_oct2008_en.pdf

³² Ibid.

及投資和風險管理框架等關鍵領域的作法和原則。這些作法和原則為主權基金擁有一個穩健的體制框架和治理結構奠定基礎，促進適當投資策略的形成。一個將所有者、治理機構與管理層功能分離開來的穩健治理結構，可促使主權基金管理具有操作的獨立性，使投資決定和投資操作免受政治影響。明確的投資政策可以表明主權基金對有約束的投資計畫和作法的承諾。一個可靠的風險管理框架，將使得主權基金有更好的投資操作和更明確的課責制。

主權基金國際工作小組認為，「普遍接受的原則和作法」可以為主權基金根據政策目的和目標而制定的制度框架、治理和投資操作提供支持，不但有助於改善本國和資金接受國對於主權基金的瞭解，從而為穩定全球金融體系，減少保護主義壓力，以及幫助維持一個開放而穩定的投資環境做出貢獻。「普遍接受的原則和作法」將能夠幫助主權基金，特別是新近設立的主權基金制定、評估或強化其組織、政策和投資作法。此外，主權基金國際工作小組主張，「普遍接受的原則和作法」是一套得到工作小組成員支持的自願性原則和作法，各成員已經遵循或希望實行這些原則。「普遍接受的原則和作法」代表一般的原則和作法，處於任何經濟發展水準的國家都有潛力實施這些原則和作法。「普遍接受的原則和作法」受制於政府間協議規定以及法律和監管要求，所以每一條原則之實施，都要遵循適用的母國法律。

值得一提的是，工作小組瞭解國際資本流動具有不斷變化的性質，也清楚某些主權基金仍在創建的過程之中，因此已經存在或未來將成立的主權基金，仍有可能出現其他形式的主權投資安排。特別是對於那些新近設立的主權基金，實施「普遍接受的原則和作法」可能具有挑戰性，需要一段時間的過渡期。換言之，該法在制定上是相當寬泛的，它們可以適應目前不同國家的政治體制、憲法和法律環境。³³

³³ Ibid.

另一方面，工作小組承認，持續地針對「普遍接受的原則和作法」進行更多的研究，對各國主權基金的經營管理會帶來好處，包括就主權基金過去、現在和未來的活動、投資操作所面臨的潛在風險，以及資產負債表提供全面和可靠的資訊。其次，為了因應主權基金投資對全球和個別國家的總體經濟及金融穩定所造成的影響，以及各國主權基金今後的發展，需要不斷地對「普遍接受的原則和作法」的內容進行檢討。再者，就各國主權基金共同感到興趣的問題，在國際層面進行協調和磋商也是必要的。

為便利上述工作，工作小組打算成立一個永久性常設組織，對「普遍接受的原則和作法」給予適當審議，並促進宣導、適當理解和實施，它還將作為各國主權基金相互之間，以及主權基金和資金接受國之間持續溝通交流的場合，並收集、提供和解釋有關主權基金操作的各種資訊，以利各國主權基金參考。基於歐美國家對主權基金所採取的法律限制和規範，主權基金國家也擔心資金接受國是否會針對主權基金投資設置障礙和歧視，影響主權基金投資利益的獲得，甚至引起彼此之間的貿易和投資衝突。為避免金融保護主義興起影響全球資金的自由流通，進而傷害全球經濟發展的長期利益，主權基金政府呼籲歐美國家對於主權基金投資行為的限制應符合比例原則。

經濟合作暨發展組織針對主權基金致力協調行為準則的同時，也呼籲歐美國家對主權基金投資應該和國內企業一視同仁。該組織於 2008 年 4 月表示，希望其會員國不要以國家安全為由，將主權基金拒於門外，畢竟許多主權基金在 2008 年全球金融危機期間，及時向歐美企業挹注大筆資金，對於穩定全球金融秩序有莫大的貢獻，這些基金都不是來源不明或不法的資金。經濟合作暨發展組織於 2008 年 10 月 24 日正式宣布就涉及有關國家安全事項資金接受國投資政策的指導綱領，包括「非歧視原則」、「透明度或可預測性」、「規範須合乎比例原則」和「課責性原則」。

在非歧視原則方面，主張各國政府在接受主權基金等外國投資時，應本於非歧視原則給予和國內企業相同的對待，除非投資內容確實有害國家

安全，否則政府不應該對主權基金的投資採取特定措施。

在透明度或可預測性方面，主張對於外來資金的規範法源和內容應盡可能透明化，以增加規範效果的可預測性，具體作法包含法規公開、預先告知、諮詢利益關係者的意見、審查程序的公正性及可預測性、投資政策行動的揭露。

在規範須合乎比例原則方面，要求對投資限制和交易條件不應超過保護國家安全所需，倘若有其他足以保障國家安全的既有措施時，應該避免採取相關的限制或條件，具體作法包含涉及國家安全的事項由國家自行判斷、審查焦點必須限縮、具備適切的專業審查技術、相關投資措施應就特定投資案所產生的特定風險予以制定等。

在課責性原則方面，強調政府各部門對外來資金的監督、定期管制影響評估，以及重大投資決策（包含禁止投資的決策），都需要經過高層決定，以確保投資措施決策的責任歸屬，具體作法包含積極參與相關國際機制、提供外資尋求協助之管道、重要決策的最終權力須置於較高的政府層級，以及有效的政府部門管理。³⁴

伍、結論

2007年起美國次級房貸危機開始引爆，隨後不但造成美國房地產和股市重挫，美元疲軟，部分金融機構甚至瀕臨破產，引發全球金融市場的波動。歐美大型金融機構幾乎無一倖免。然而，多來自於中東產油國和亞洲新興國家的主權基金卻趁機大量收購歐美大型金融機構的不良債權，使得歐美國家對於主權基金的投資行為感到疑慮和不安。

理論上，資本在全球自由流通以尋求最適風險調整後最大報酬率的投資機會，是開放的全球資本市場基本前提之一，主權基金大量投資在其他

³⁴ 黃彥斌，前引文，頁313-314。

國家的私有公司，引發資金接受國的政府懷疑它的投資動機可能摻雜非經濟的成分。尤其在歐美國家發生金融危機之際，主權基金大舉收購大型金融機構的股權，更讓歐美國家懷疑主權基金國家有趁火打劫的政治企圖。

在各國主權基金之中，以中國的主權基金最受到歐美國家關切。一方面，近二十年來中國經濟快速發展，實力大幅提昇，並且帶動軍事和社會現代化與進步，雖然目前中國的經濟發展水平和歐美先進國家仍有一段距離，但以中國經濟未來的發展前景和潛能，已經足以影響全球經濟發展的走向和體系的穩定，而中國的崛起也威脅到歐美國家長期以來對全球政治和經濟事務的優勢和主導地位。特別是中國不但是美國最大的公債持有國，尤其在 2008 年全球金融風暴期間，中國投資公司大肆收購歐美各國發生問題的金融機構和企業的股權，同時憑藉其龐大的外匯資產，在世界各地積極投資和開發與能源礦產相關產業，這些動作被視為是中國全球戰略的一部分，也引起地緣政治緊張，這正是中國主權基金成為歐美國家首要針對目標的原因，因此透過各種途徑給予限制，以降低中國主權基金可能帶來的危害和影響。