

我國成立主權基金之可行性研究

結案報告

研究主持人：洪茂蔚

協同主持人：盧陽正、王嘉緯、林士傑

研究員：張凱君、鍾銘泰、賴建宇、葉俊沂

研究助理：戴郁文、黃聆毓、黃若瑜

本報告內容係研究單位之觀點，不代表委託機關之意見

委辦單位：國家發展委員會

執行單位：財團法人台灣金融研訓院

計畫期間：一〇四年十一月廿五日至一〇五年九月廿四日

中華民國一〇五年九月

我國成立主權基金之可行性研究

受委託單位：財團法人台灣金融研訓院

研究主持人：洪茂蔚

協同主持人：盧陽正、王嘉緯、林士傑

研究期程：中華民國 104 年 11 月至 105 年 9 月

研究經費：新台幣壹佰肆拾萬元

國家發展委員會委託研究

中華民國一〇五年九月

(本報告內容純係作者個人之觀點，不應引申為本機關之意見)

摘要

本研究將政府出資之基金視為廣義的主權基金(或稱類主權基金)，探討我國成立主權基金的可行性。經由檢視比較國際上各主要主權基金之作法，並盱衡我國政經情勢之現狀，本研究認為我國應該設立主權基金，初期設立宗旨為提振國內潛力產業，中長期則可進一步納入海外策略性投資。

我國設立主權基金之可行途徑有三。短期內為求盡速協助國內企業進行創新以帶動產業升級，可由國發基金轉型或匡列部分金額成立類主權基金，與民間投資人以共同投資方式合作，針對國內企業進行直接投資。唯此種模式之資金用途受限制較多，在不涉及修法的前提下，中長期仍應考慮成立國家級投資公司，其資金來源可視預計設立之規模，兼顧我國財政現況編列預算，並搭配若干民間資金。在此官民合資的架構下，政府持股不過半，但須為最大股東。長期而言，為使國家資金做最有效率的運用，仍應以新設主權基金並設立專法為努力方向。

Abstract

In this research project we regard government-sponsored funds as generalized sovereign wealth funds (GSWF), and study the feasibility of establishing GSWF in our country. By examining and comparing the practices of global principal sovereign wealth funds, and assessing the current political situation and economic condition of our nation, we recommend establishing the GSWF in order to stimulate the developments of local industries with potential. In addition, GSWF may assist domestic small and medium enterprises to enhance their international competitiveness by means of strategic investments in the long-term.

There are three ways to establish the GSWF in our country. First of all, in the short run, to help domestic enterprises innovation and promote industrial upgrading as soon as possible, the National Development Fund can be transformed or set aside part of it to establish the GSWF. The use of funds, however, has more restrictions in this way. The alternative approach is to establish the national investment company. Part of the funds of the national investment company comes from the government budget, and part from private enterprises. Finally, in the long run, it should be better to establish a new sovereign wealth fund with the special law.

目 錄

目 錄.....	I
圖 目 錄.....	III
表 目 錄.....	V
第壹章 緒論	1
第一節 研究目的.....	1
第二節 研究方法.....	3
第三節 研究架構.....	5
第四節 相關文獻回顧.....	8
第貳章 全球主權基金之經驗	23
第一節 策略發展型主權基金：以新加坡、中國大陸為例.....	23
第二節 退休準備型主權基金：以挪威為例.....	53
第三節 外匯型主權基金：以香港為例.....	61
第四節 國家級投資公司或類主權基金：以日本為例.....	74
第參章 我國設立主權基金之可行性分析	84
第一節 我國設立主權基金之目標與定位.....	84
第二節 我國設立主權基金之課題與挑戰.....	94
第三節 我國是否設立主權基金之初步研析.....	103
第肆章 我國設立主權基金之建議作法	107
第一節 現有基金轉型成立(類)主權基金.....	107

第二節	成立國家級投資公司.....	113
第三節	新設主權基金.....	122
第五章	結論與建議.....	129
第一節	研究結論.....	129
第二節	建議彙整.....	133
參考文獻	136
附錄一、座談會會議記錄	140
附錄二、國外參訪報告	156

圖目錄

【圖 1-1】研究架構.....	5
【圖 1-2】主權基金成立時間趨勢圖.....	9
【圖 1-3】全球前 20 大主權基金之資產規模排名.....	10
【圖 1-4】主權基金規模走勢.....	11
【圖 1-5】主權基金之資金來源.....	12
【圖 1-6】主權基金各區域之分布情形.....	12
【圖 2-1】淡馬錫控股公司之投資組合淨值.....	25
【圖 2-2】淡馬錫控股公司成立以來之投資組合淨值.....	26
【圖 2-3】淡馬錫之組織架構.....	28
【圖 2-4】淡馬錫投資於各行業之比重.....	31
【圖 2-5】淡馬錫投資於發達經濟體與成長中區域之比重.....	32
【圖 2-6】淡馬錫各地區之投資比重.....	33
【圖 2-7】GIC 之資金來源示意圖.....	34
【圖 2-8】GIC 之組織架構.....	36
【圖 2-9】中國大陸之主權基金關係圖.....	41
【圖 2-10】CIC 之資產變化序列圖.....	42
【圖 2-11】中投公司董、監事會之組織架構.....	43
【圖 2-12】中投公司與其子公司之組織架構.....	44
【圖 2-13】NSSF 理事會之組織架構.....	51

【圖 2-14】 NSSF 之資產配置圖	52
【圖 2-15】 GPFG 之資產規模	55
【圖 2-16】 挪威主權基金之政府管理架構	56
【圖 2-17】 GPFG 之資產配置圖	58
【圖 2-18】 香港外匯基金資產組成分布	65
【圖 2-19】 香港外匯基金投資報酬率 (1994-2015)	72
【圖 2-20】 INCJ 組織架構圖	76
【圖 3-1】 我國設立主權基金可能架構之示意圖	94
【圖 3-2】 我國外匯存底剩餘	97
【圖 3-3】 國發基金歷年之解繳國庫金額	98
【圖 4-1】 挪威主權基金(GPFG)之三層治理結構	125

表 目 錄

【表 1-1】以設立動機劃分主權基金種類	13
【表 1-2】以資金來源劃分主權基金種類	14
【表 1-3】以政策目標劃分主權基金種類	15
【表 1-4】主權基金管理方式分類	16
【表 1-5】全球排名前 20 名主權基金之透明度指標一覽	19
【表 1-6】全球主要主權基金之資產配置策略	20
【表 2-1】淡馬錫董事會與各委員會之名單	28
【表 2-2】淡馬錫於全球各地區之投資比重	32
【表 2-3】GIC 之資產投資準則	38
【表 2-4】GIC 各類資產之配置比例	38
【表 2-5】GIC 之投資組合以地理分布	39
【表 2-6】淡馬錫與 GIC 職能比較表	40
【表 2-7】中投公司之投資資產概況	45
【表 2-8】中投公司境外投組合分布比例	45
【表 2-9】中投公司境外投組合以行業別分布比例	46
【表 2-10】中投公司境外投資淨收益率	47
【表 2-11】中央匯金控股、參股主要金融機構持股比例	47
【表 2-12】華安公司投資組合	49
【表 2-13】GPIFG 之資產配置(國家)	59

【表 2-14】香港外匯基金資產負債表摘要.....	70
【表 2-15】香港外匯基金投資狀況.....	71
【表 2-16】香港外匯基金投資報酬率（以港幣計算）.....	73
【表 3-1】近年經濟成長率	103
【表 4-1】四大基金簡介	108
【表 4-2】部分主權基金的收益率目標	126

第壹章 緒論

第一節 研究目的

「主權財富基金」(Sovereign Wealth Funds, SWFs)，簡稱主權基金，依據廣被接受的「聖地牙哥原則」(Santiago Principle)，其定義為「政府基於總體經濟之特殊目的發起並持有的投資基金，採取包括投資國外金融資產之各種投資策略，管理資產以求達成財務目標」。上述定義主權基金的文字中有三處關鍵：第一，主權基金之「所有權」必須屬於「政府」；第二，主權基金之「投資標的」必須包括「國外的金融資產」；第三，主權基金的「投資目標」是追求「財務目標」。

我國對於是否設立主權基金的議題討論已久，始終難有定論，主要原因有二：其一為主權基金之設立目的或定位難明，其二為資金來源懸而未決。

過去我國主張設立主權基金者，幾乎都是從資金來源的觀點切入，著眼於我國充裕的外匯存底，或是四大基金，認為應善加利用，設法獲取較高的報酬率；而外匯主管機關中央銀行則必然持保留看法，認為投資難保穩賺不賠，外匯存底首重安全性與流動性，不宜投入高風險性資產，四大基金的主管機關反應亦同。資金來源的問題既無法解決，主權基金的設立也就遙遙無期。

事實上，主權基金的設立目的應為首要考量。考察新加坡即可得知，該國有兩個主權基金，一為淡馬錫控股公司(Temasek Holdings)，一為新加坡政府投資公司 (Government Investment Corporate，簡稱GIC)，同屬新加坡政府擁有，但因兩者成立目的不同，運作模式大異其趣。由此可見，必須先決定主權基金之設立目的，才能繼續探討資金來源或可行作法等相關議題。

依據行政院主計總處預估，我國去(2015)年全年經濟成長率僅為0.85%，今(2016)年也僅有1.47%，月出口金額甚至曾連續13個月負成長，經濟表現未如預期。對此，各方分析咸認為應從強化投資力道、提高出口競爭力並加速產業升級等方向著手，以持續推動結構轉型、確保經濟穩健成長。行政院因此於2015年7月底公布「經濟體質強化措施」，其中為促進投資所採行之中長期措施，研議成立主權基金即為重點之一。另一方面，2016年5月就職之新政府團隊，亦提出研擬成立「國家級投資公司」，做為創新產業的財源之一，期望藉此擴大投資資金來源，引導國內外民間資金投入，促進產業升級與拓展出口，以提升國家整體競爭力。

因此，基於體察國內當前政經情勢與輿論所趨，擴大主權基金設立目的之選擇範圍，以使本研究之探討面向更為周延，我們略為放寬前述聖地牙哥原則定義之三點限制：第一、基金所有權未必完全屬於政府，接受官民合資之組成模式；第二、允許投資標的僅及於國內資產；第三、未必僅只於追求財務目標，可兼顧各式策略目標。我們將由政府(部分)出資之基金視為廣義的主權基金，或稱類主權基金，納入本研究的討論範疇。

主權基金設立風潮始於1996年挪威的全球政府退休基金，1990年代中期以降更由於原油價格上漲、全球外匯準備資產累積持續增加，中東地區石油出口國與亞洲開發中經濟體紛紛設立主權基金，以因應全球經濟情勢之動盪。2015年以來則是因為油價重挫、陸股劇烈波動，加上全球景氣未如預期樂觀，以主權基金模式穩定經濟、促進投資再度受到全球關注。

各國成立主權基金之目標與性質不盡相同，但態度皆相當積極，

甚至將主權基金視為國家發展藍圖之先鋒。¹伴隨著國際間主權基金的風起雲湧，我國應否設立主權基金之爭論迄今也未曾停歇。持贊成意見者認為，我國巨額外匯存底未善加利用甚是可惜，中央銀行應在兼顧流動性與安全性之考量下，運用外匯存底進行策略性投資。惟反對者表示，中國大陸、新加坡等國家設立主權基金之國情背景與我國仍有所差異，衡諸國內環境並不見得適合如此操作。而自 2008 年起雖陸續有相關研究，探討我國應否設立主權基金，惟結論仍舊莫衷一是未有定論。

因此，為針對我國設立主權基金可行與否，提供更為深入且多面向之探討，以期提供主管機關對於設立主權基金之政策建議與管理意涵，本研究將從目標定位、資金來源、法令規章、投資策略、監管機制與管理模式等角度，分析我國設立主權基金乃至於類主權基金之可行性，以及各種可能方案之建議作法。期望透過相關文獻回顧，同時參酌現今國際趨勢與他國經驗作法，研提相關具體建議，此則為本計畫之最主要目的。

第二節 研究方法

本研究之研究方法乃是在整體研究流程上，分階段進行以下項目，包含全球主權基金發展現況，並盤點各主要國家設立主權基金之目的、適用法規、運作與管理現況，以及如何運用主權基金促進投資與產業發展之作法。進而探討我國設立主權基金所可能遭遇之問題，並參酌他國經驗與我國政經環境，從法令制度、資金籌措與市場環境等面向，研析我國成立主權基金之可行性。針對上開流程，依其議題之屬性與

¹ 羅立群 (2015) 提到，中國大陸兩大執行政策發展藍圖的先鋒即為國有企業（競爭型地方企業）及主權基金。國有企業在國家的扶植下，取得較低廉資金、稅率及其他有利的競爭環境，國企的蓬勃發展造就中國大陸過去經濟的快速成長；而主權基金的規模龐大，位居世界第一，未來將幫助中國擴大全球影響力，協助企業海外發展。

資料之可行性，透過適當研究方法進行分析與探索，進而提出具體建議。

(一) 分析比較法

蒐集全球主權基金發展現況與管理規章等相關文獻，以及相關統計資料，並參酌國內外學者專家之論著、報章雜誌、相關主題之座談會或研討會之資料及專家意見，輔以相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。

(二) 座談提問法

針對本研究之重點議題，提出理論與實務上所可能遭遇問題與挑戰，透過專家訪談與座談會辦理等方式，嘗試尋求具體答案。特別是將在期末報告前，至少辦理一場次，以我國成立主權基金可行性為題之座談會。會中將邀集產官學界代表，包含國際經濟、金融市場、法律會計等專業領域，以廣泛地徵詢其見解。訪談與座談會過程均將做成紀錄並列入研究報告附件，紀錄內容並將利用文字探勘技術擷取重點、歸納摘要，以做為研擬發展策略與政策建議之參考。

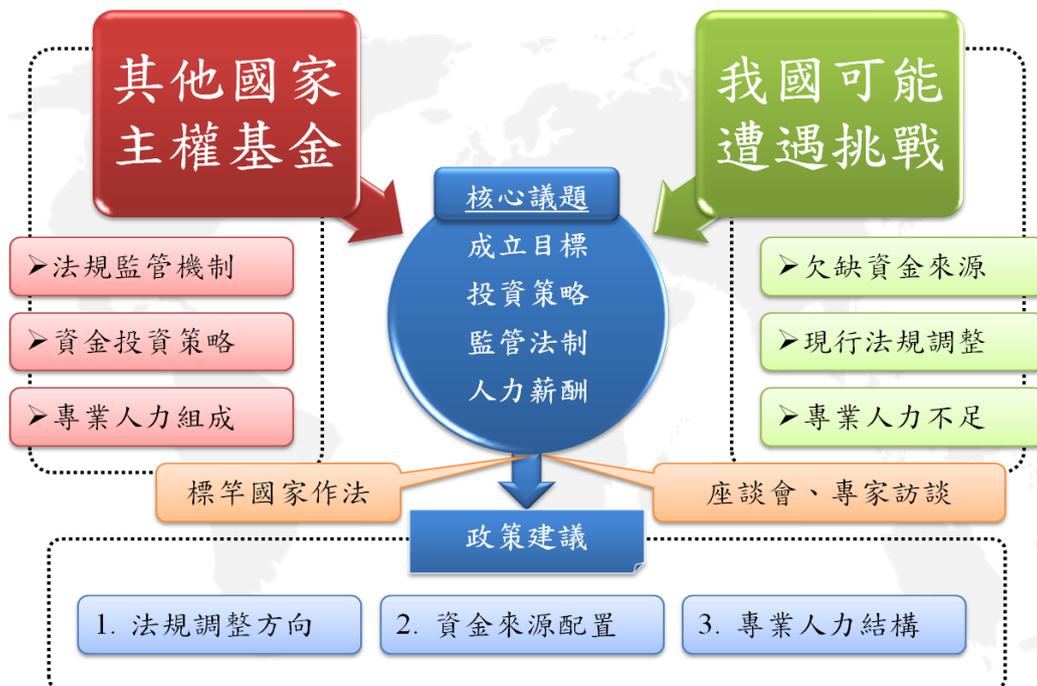
(三) 實地訪查法

彙整主權基金設立與實際運作之相關問題，並配合本研究之初步結論，依據我國主權基金之預擬設立目的，選擇具備成功經驗與參考價值的國家及機構參訪，聽取其意見後進行綜整分析。將考察結果融入研究內容，裨益於研析我國設立主權基金之可能方向與可行作法。

第三節 研究架構

一、研究架構

本研究係從內外兩角度來檢視設立主權基金此課題，研究架構如下圖 1-1 所示。對外係參考各國成立主權基金促進投資與產業經濟發展之作法經驗，特別將針對該些國家主權基金之法令架構與監管機制、資金配置與投資策略、人力資源組成等，有系統地蒐集彙整相關資訊。對內則是基於我國現行體制與市場環境之考量，探討我國如欲成立主權基金所可能遭遇的問題，由於此事涉及層面廣泛，因此討論將聚焦於籌措資金來源、現行法規障礙、人事薪酬制度等重要議題。進一步再以上述彙整資料與探討結論為基礎，深入剖析我國設立主權基金之可行性，核心議題包含成立目標、資金來源、投資策略、組織法制、監管機制、人事薪酬等，從而提出具體建議以精進現有政策內容，主要可分為 3 面向：適法性、可操作性、資金可得性，以供我國主管機關之參考。



【圖 1-1】研究架構

資料來源：本研究整理繪製。

二、章節架構暨預期研究成果

章節架構依據上開研究架構安排如如下：

第一章 緒論

第一節 研究目的

第二節 研究方法

第三節 研究架構

第四節 文獻回顧

第二章 全球主權基金之經驗

第一節 策略發展型主權基金：以新加坡與中國大陸為例

第二節 退休準備型主權基金：以挪威為例

第三節 外匯型主權基金：以香港為例

第四節 國家級投資公司或類主權基金：以日本為例

第三章 我國設立主權基金之可行性分析

第一節 我國設立主權基金之目標與定位

第二節 我國設立主權基金之課題與挑戰

第三節 我國是否設立主權基金之研析

第四章 我國設立主權基金之建議作法

第一節 現有基金轉型成立主權基金

第二節 成立國家級投資公司

第三節 新設主權基金

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

第二節 建議彙整

三、章節架構暨預期研究成果

各章節預期所能獲得之研究成果分別概述如下：第壹章為緒論，闡述研究目的與緣起、文獻回顧、研究方法、研究架構。第貳章為彙整其他國家成立主權基金之經驗與現況，資料蒐集重點將著重於法規制度、資金來源與人力組成，鎖定對象包含策略發展型、退休準備型與外匯型等三類主權基金，以及國家級投資公司或類主權基金，將分別檢視新加坡、中國大陸、挪威、香港與日本等標竿國家或地區。緊接著則於第參章分析我國設立主權基金之可行性，係從主權基金之成立宗旨，以及其定位與適宜位階；再從資金、人力、法規等面向切入，探討我國設立主權基金所可能面臨的挑戰，據以研析我國設立主權基金之可能性。第肆章再依據前述分析結果，分別針對設立新的主權基金、成立國家級投資公司與現有基金轉型成立主權基金等三種可能方案研擬建議作法，包含主權基金之資金來源、最適規模、投資策略與風險管理機制、監管與人事制度，以及相應之法規調整方向等。尤其將著重於能否以「國家級投資公司」之類主權基金位階運作，以產業與經濟發展布局為目的所能夠發揮之角色為何。最後在第伍章當中整合本研究結論並彙整建議，以供政府主管部門參考。研究計畫進行期間，如遇時事有與主權基金相關之議題，亦將其納入研究內容。

第四節 相關文獻回顧

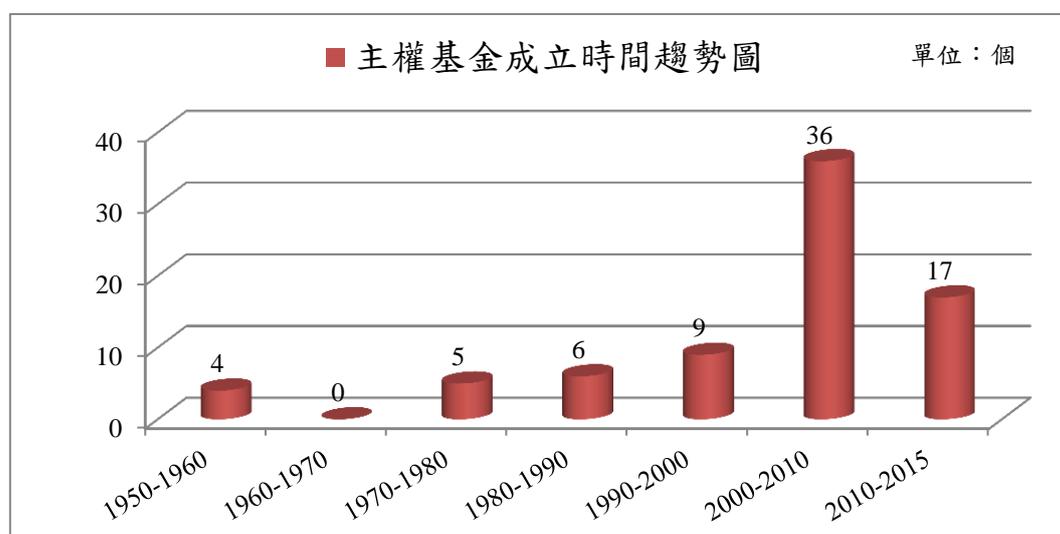
一、主權基金定義

根據「聖地牙哥原則」(Santiago Principles)，所謂主權基金，是指政府基於總體經濟之特殊目的發起並持有的投資基金，採取包括投資國外金融資產之各種投資策略，管理資產以求達成財務目標。另據國際貨幣基金 (IMF) 之定義，係指為政府擁有或控制之特殊用途基金或機構，以原油天然氣等能源收入、財政盈餘、預算編列、外匯準備、民營化收入或外來援助等作為資金來源，進行海內外投資活動。美國財政部則認為主權基金是政府所投資的外匯資產，且此資產的管理者係獨立於中央銀行的官方操控之外。換言之，主權基金之資產與貨幣當局的外匯準備係有所區隔。此定義與主權財富基金研究所 (The Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI) 相似，亦即中央銀行管理之外匯存底，含雇主與員工貢獻之退休基金，以及為個人創造的基金皆不屬於主權基金。

1952 年沙烏地阿拉伯設立沙烏地阿拉伯貨幣局，以國營石油企業之收益建立主權基金。隨後，科威特財政部於 1953 年成立一般準備基金 (General Reserve Fund, GRF) 與未來基金 (Future Generations Fund, FGF)，以管理出口石油所賺取之收益，並成立科威特投資局 (Kuwait Investment Authority, KIA) 掌管上述兩大基金，迄今兩基金規模為全球第五大，資產已達 5,920 億美元。另外，吉里巴斯所屬之吉爾伯特群島，因出產優質磷酸鹽肥料之原料，當地政府對其徵稅；並利用此稅收於 1956 年成立一基金 (Revenue Equalization Reserve Fund, RERF)，迄今 RERF 規模已達 6 億美元，而上述三者常被視為主權基金之濫觴。

Kern (2007) 指出，主權基金曾在兩段期間掀起風潮：第一段為

1970 年代，即 1974 年新加坡淡馬錫控股公司成立與 1976 年阿布達比投資局之設立；第二段為 1990 年代，伊朗成立石油穩定基金與卡達投資局成立等。時至今日，主權基金之設立更勝以往，尤其在 2000 年後如雨後春筍般成立。最受矚目即為 2007 年中國大陸成立中國投資有限公司，再加上既有之華安投資公司，以將近 1.2 兆美元的龐大規模傲視全球。探究其因，在於各國政府皆希望透過主權基金之設立，以達成其特殊之目的。

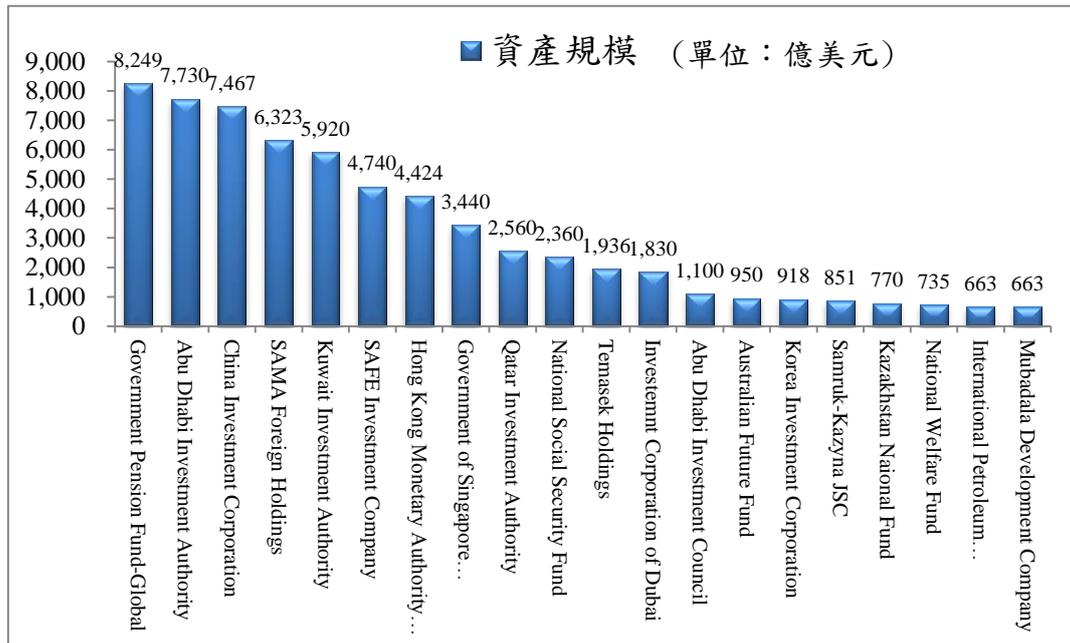


【圖 1-2】主權基金成立時間趨勢圖

資料來源：The Sovereign Wealth Fund Institute；本研究整理。

目前國際間主權基金已達 79 個之多，最大者應屬挪威的政府退休基金、規模達 8,249 億美元，其次為阿布達比的 7,730 億美元，再其次為中國大陸的中國投資有限責任公司排名第三，資產規模為 7,467 億美元。中國大陸有中國投資有限責任公司、中國華安投資有限公司、全國社會保障基金三檔主權基金名列前十，總資產規模高達 1 兆 4,567 億美元，若包含香港的外匯基金 (4,424 億美元)，則超過 1 兆 8,991 億美元。另外，向來受到我國各界關注的新加坡主權基金，包含新加坡政府投資公司 (Government of Singapore Investment Corporation, GIC) 與淡馬錫控股公司分列第八與第十一名，兩者合計

約為 5,376 億美元²。



【圖 1-3】全球前 20 大主權基金之資產規模排名

資料來源：The Sovereign Wealth Fund Institute；本研究整理。

二、主權基金之規模與資金來源

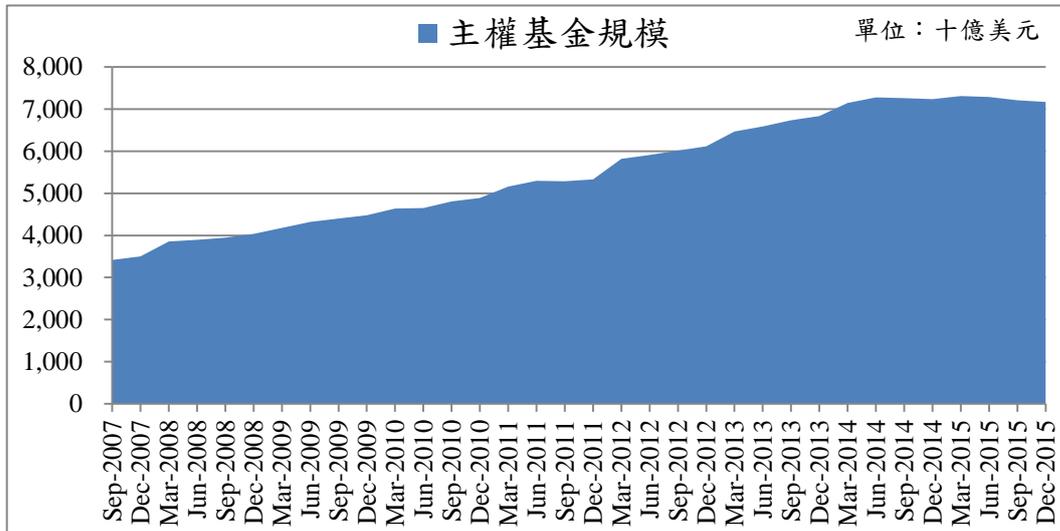
(一) 全球主權基金規模趨勢

根據 SWFI 之資料顯示，從 2007 年 9 月的 3 兆 4,170 億美元至 2016 年 2 月為 7 兆 880 億美元，主權基金之資產成長超過 2 倍，且自 2000 年迄今，超過 50 個主權基金成立³。圖 1-4 為自 2007 年第三季至 2015 年第四季主權財富基金規模之變化，圖形顯示主權財富基

² 資料來源為 SWFI；資料統計至 2016 年 2 月底。

³ 國際上對主權基金之研究單位所顯示之資料略有不同。根據 2014 年 Preqin 主權基金評論中說明，自 2008 年至 2013 年 10 月，各年成長率依序為 5.6%、11.5%、10.9%、16.1%與 16.5%。總結來說，自 2008 年迄今，成長超過 75%。

金之規模自 2008 年始逐年擴大，至 2015 年 3 月的 7 兆 3,080 億美元達到高峰，該年第四季之規模約為 7 兆 1,680 億美元。



【圖 1-4】主權基金規模走勢

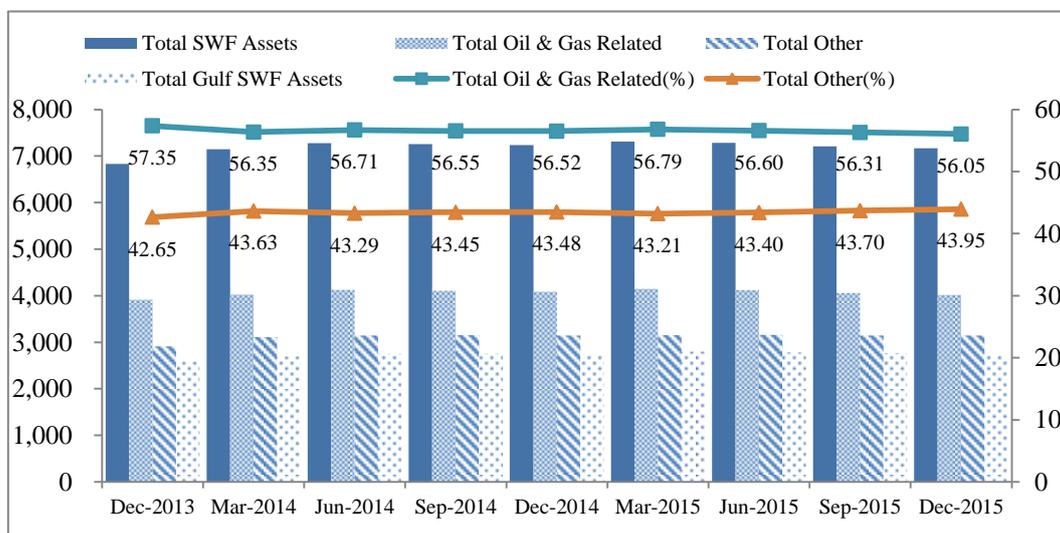
資料來源：The Sovereign Wealth Fund Institute；本研究整理。

(二) 全球主權基金來源分類

以 2015 年底為例，全球主權基金之資產規模以資金來源分類，石油與天然氣相關資金為大宗，為 4 兆 180 億美元 (佔 56.05%)，其他來源約為 3 兆 1,500 億美元 (佔 43.95%)；相關數據於 2013 年，分別為 3 兆 9,190 億美元 (佔 57.35%)與 2 兆 9,140 億美元 (佔 42.65%)，差異不大 (請參閱圖 1-5)。這樣的結果亦呼應圖 1-4，全球主權基金發展至 2013 年後即呈現停滯甚至衰退之局面，其發展並未如國際大型調研機構所預測般的持續擴大成長。探究其因，應與國際油價大幅跌落有關，以致產油國家之主權基金規模停滯。

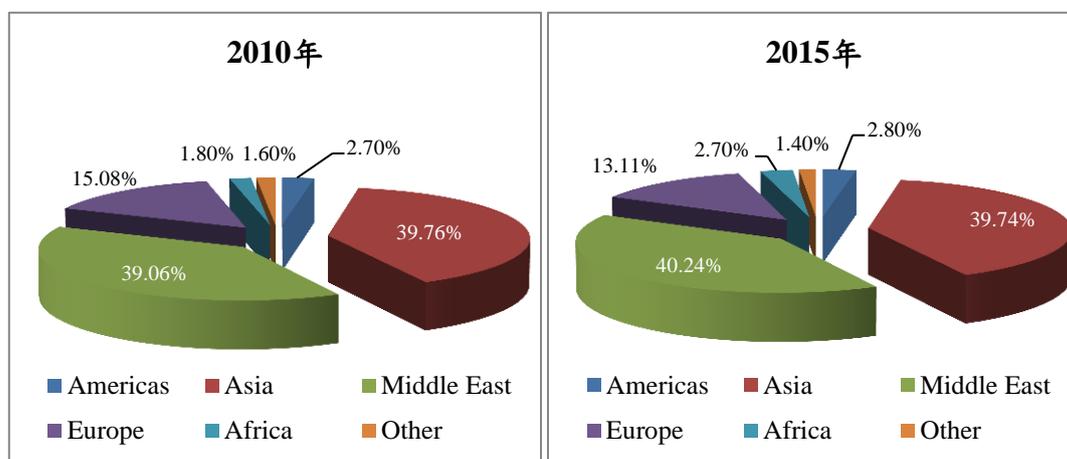
若以區域分類，主權基金主要集中於亞洲、中東以及歐洲等地區，比重分別為 39.74%、40.24%與 13.11%，其他地區僅占約 7%。與 2010 年之數據相比，各地所占比重雖互有漲跌，惟變化不大 (請參閱圖

1-6)。



【圖 1-5】主權基金之資金來源

資料來源：The Sovereign Wealth Fund Institute；本研究整理。



【圖 1-6】主權基金各區域之分布情形

資料來源：The Sovereign Wealth Fund Institute；本研究整理。

三、主權基金主要種類

(一) 依設立動機區分

主權基金依據其設立動機、資金來源或政策目標可進行不同的分類，首先依據設立動機可歸納為穩定型、沖銷型、儲蓄型、預防型與策略型等 5 類主權基金，彙整如表 1-1。各國設立主權基金之動機不盡相同，例如石油產出國設立主權基金之起心動念，在於防止自然資源終有枯竭之時，故設立主權基金是基於預防或儲蓄心理所致。其餘國家，則是為維持外匯存底穩定成長，或公共基金追求更高收益而設立。

【表 1-1】以設立動機劃分主權基金種類

種類	設立動機	國家
穩定型主權財富基金 (Stabilization-oriented Fund)	追求國家外匯收入的中長期穩健增長，以降低其短期波動對本國經濟的影響。	挪威
沖銷型主權財富基金 (Sterilization-oriented Fund)	幫助中央銀行分散外匯存底與干預外匯市場，以應付外匯流動性過剩的問題，而在外匯市場上所進行的沖銷操作。	香港
儲蓄型主權財富基金 (Savings-oriented Fund)	積蓄當代財富，以為後代子孫謀福。	沙烏地阿拉伯、阿聯大公國
預防型主權財富基金 (Preventive Fund)	預防國家、社會與經濟的危機，以促進經濟和社會的平穩發展。	科威特
策略型主權財富基金 (Strategy-oriented Fund)	尋求在全球的架構下優化資產配置，培育世界一流企業，以實現本國經濟和社會發展的策略目標。	新加坡

資料來源：范世平 (2009)；林宣君與林詠喬 (2007)；本研究整理。

(二) 依資金來源區分

若以資金來源來區分主權基金，可劃分為能源出口收入、持續外貿順差、公共基金與國際援助等四類，可詳見表 1-2。⁴國際上大多數主權基金以能源出口收入為主，約占所有主權基金的 60%，其他來源則占 40% 左右。

【表 1-2】以資金來源劃分主權基金種類

種類	資金來源	國家
能源出口收入	從天然資源的出口所獲致，包括石油、天然氣、銅與鑽石等。其中一種是由於國內金融體系無法吸納巨額的美元收入，所以利用貿易盈餘來成立；另一種是所謂的「創立平準基金」，在於避免因能源出口收入的大起大落，而造成對總體經濟的負面影響所成立。	第一種是以中東地區之產油國為主，而創立平準基金則以俄羅斯等國為主。
持續外貿順差	此類基金是以採取出口導向型經濟政策的東亞國家為主，其資金來源為外貿所產生的順差。	中國大陸、馬來西亞、韓國、香港
公共基金	政府為追求公共基金的更高收益而成立之基金，因此其資金來源為公共基金。	以挪威、新加坡為代表
國際援助	國際上對於貧困國家的經濟援助所成立之基金。	烏干達

資料來源：范世平 (2009)；陳世憲 (2008)；林宣君、林詠喬 (2007)；本研究整理。

(三) 依政策目標區分

IMF (2008) 視主權基金為一異質性的群體，而且具備各式各樣的政策目標，爰此將主權基金區分為穩定基金、儲蓄基金、外匯準備

⁴ 李儀坤 (2008) 依財源將主權基金劃分為兩類，一類為「資源類」，一類為「非資源類」。所謂「資源類」則以主權基金的資金來自於出口原油、天然氣等所獲得之外幣為財源；而「非資源類」，則以外匯準備、財政餘裕、國營企業股票釋出等資金為主。

投資公司、發展基金與退休準備基金等五種類型，彙整置於表 1-3。然而，主權基金設立目標通常為多樣、重疊且隨著時間改變，例如俄羅斯與波扎那之穩定基金，當累積準備金數目超過維持短期財政穩定之目的時，則轉變成以儲蓄為目的之主權基金。此外，尚有其他分類方式，例如將主權基金分類為國際儲備、公共年金基金、國營企業與主權財富基金 (Kimmitt, 2008)，或是將主權基金之資金運用態度分成「積極類」與「保守類」兩類等 (李儀坤，2008)。

【表 1-3】以政策目標劃分主權基金種類

種類	政策目標
穩定基金 (stabilization funds)	避免賴以出口的自然資源價格波動或政府資源波動對經濟的衝擊
儲蓄基金 (savings funds)	將非再生性資產轉換為多樣化資產，使子孫後代得以發展
外匯準備投資公司 (reserve investment corporations)	提高外匯存底的報酬率
發展基金 (development funds)	推動重大社會經濟發展方案，促進未來經濟成長
退休準備基金 (pension reserve funds)	追求較高收益以減輕政府支出壓力

資料來源：IMF(2008)；朱美智、鍾世靜 (2008)；陳世憲 (2008)；黃彥斌 (2009)；本研究整理。

承上所述，主權基金之目的相異，則投資標的範圍、投資準則與風險報酬替換關係也不同，將導致管理這些主權基金的方法也就截然不同。

四、主權基金之管理機制與公司治理

(一) 主權基金之管理

主權基金管理妥善與否至關重大。國際上關於主權基金之管理方

式分為兩類，一由財政部門委託中央銀行進行的被動管理，另一由財政部門成立專門的國家外匯投資公司進行主動管理，兩種方式各有優劣，表 1-4 闡明兩者之差異。以我國而言，中央銀行早已明確表示並無相關投資人才可負擔主權基金複雜的跨國投資。斟酌兩者，設立專門的外匯投資公司進行主動管理之形式，似乎較合乎我國目前國情，若我國成立主權基金或可考慮仿效新加坡或挪威等國之架構。

【表 1-4】主權基金管理方式分類

種類	管理方式	國家
由財政部門委託中央銀行進行的被動管理	歐美國家的外匯存底通常被視為國民財富，當期盈餘滿足必要之流動性與安全性後仍有剩餘時，由財政部門管轄。	美國、加拿大、澳洲、香港
由財政部門成立專門的國家外匯投資公司進行主動管理	這些投資公司通常根據公司法或特別之法律所設立，如此主權資金被置於獨立法人機構的管理之下，和政府保持若干距離。	新加坡、挪威、韓國與中國大陸

資料來源：林宣君、林詠喬 (2007)；本研究整理。

(二) 主權基金之公司治理精神與原則

主權基金之成立目的為追求利潤，應以商業化形式作為其運作與經營模式。以此前提，主管機關宜審慎評估以投資信託公司的形式成立主權基金 (郭冠甫，2014)。此外，GAPP (General Accepted Principles and Practices, GAPP) 規定主權基金應具備穩健的治理框架，應建立一個明確、有效的職責分工，以促進主權基金管理的課責制與操作獨立性，以實現其目標。⁵ 而主權基金必須強調其獨立性，管理階層應以主權基金最大利益為依歸，並賦予明確規範職責、充分授權與行使職能的能力。⁶ 因此，建置獨立之董事會與聘任專業經理人，貫徹所有權與經營權分離原則，亦符合公司治理之精神。職是之故，主權基

⁵ Principle 6, GAPP。

⁶ Principle 8, GAPP。

金的成立必須單獨制定專法以確保其獨立性，並建立透明的監理機制與委託專業經理人管理。順帶一提，為增加延攬誘因，專業經理人之薪酬必須謹慎研擬，避免與業界差異過大。

(三) 主權基金之行為準則

主權基金的發展雖已行之有年，其行為準則直到 2008 年才具體成形，2008 年 10 月 15 日 IMF 與世界銀行年會上所公布之「普遍接受之原則與作法」(GAPP)，俗稱「聖地牙哥原則」(Santiago Principle)，係為國際社會首次針對主權基金之行為提出具體規範。⁷其目標包含如下：(Thomas, 2014；蔡學儀，2012；游啓璋，2013)

1. 協助維護金融體系穩定，以及資金與投資的自由流動；
2. 遵守資金接受國家所有適用的監管與披露要求；
3. 從經濟與金融風險及相關收益考慮進行投資；
4. 制定一套透明、健全的治理結構，以便形成適當的操作控制、風險管理與責任義務歸屬。

(四) 主權基金之資訊透明問題與因應之道

由於主權基金之投資目的與意圖不明，欠缺透明化的資訊揭露，故其最令人詬病之處，即資訊不對稱所形成之政經風險，動輒影響國際金融市場與引發其他國家的猜疑 (范世平，2009)。職是之故，各國對主權基金之態度與作法大相逕庭。而為解決主權基金透明度不足之

⁷ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, “Sovereign Wealth Fund: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles,” October 2008.

問題，國際上有數個機構編製透明度指標，例如 SWFI 為衡量主權基金透明程度，採用 Linaburg-Maduell 透明度指標 (Linaburg-Maduell Transparency Index)，表徵各主權基金之資訊揭露程度。⁸另如 The Revenue Watch Institute 所公布的資源治理指標 (Resource Governance Index)，該指標衡量全球 58 國石油、天然氣與礦業部門之治理品質；⁹國際透明組織 (Transparency International) 亦揭露貪腐印象指數 (Corruption Perception Index)。¹⁰表 1-5 為全球排名前 20 名主權基金之透明度指標一覽，可發現挪威的政府退休基金其透明度在各項指標項下數值皆最高，顯示透明化程度最佳，其次為新加坡與澳洲。而中東石油產出國、中國大陸、俄羅斯、阿爾及利亞與哈薩克斯坦等國之透明度指標則普遍表現欠佳。

五、投資準則

主權基金之投資績效評估與投資策略擬訂關乎國民財富，至關重要，故主權基金的操作管理應獨立執行其策略，並與明確定義的責任保持一致性。¹¹

⁸ Linaburg-Maduell 透明度指標為 Carl Linaburg 與 Michael Maduell 於 2008 年提出計算主權基金透明度的一種評估基準，最高為 10，最低為 0。

⁹ 資源治理指標係評估各國對自然資源部門之透明度與課責性，依據 4 項關鍵成分，其中包括機關與立法環境、報告作業、保護措施和品管與授權環境。

¹⁰ 貪腐印象指數係針對世界各國公部門貪腐情況進行評比。該指數旨在探測人們對於各國公務人員與政治人物貪腐程度的實質感受，反映主觀印象評價，主要調查對象是外商人士、專家學者、民眾等人。2012 年以前指數滿分是 10 分，分數愈高愈清廉。2012 年開始改採全新的計分方式，統計和計算方法改用百分制，以 0 (0 分代表被評價最貪腐) 到 100 分評價 (100 分被評價最廉潔)，更能精確反映各國得分的變化。

¹¹ Principle 9, GAPP。

【表 1-5】全球排名前 20 名主權基金之透明度指標一覽

排名	國家	主權基金名稱	Linaburg-Maduell Transparency Index (1)	Resource Governance Index (2)	Corruption Perceptions Index (3)
1	挪威	政府退休基金	10	98	87
2	UAE-阿布達比	阿布達比投資局	6	n.a.	70
3	中國	中國投資公司	8	43	37
4	沙烏地阿拉伯	SAMA 外匯控股	4	34	52
5	科威特	科威特投資局	6	41	49
6	中國	華安投資公司	4	43	37
7	香港	香港投資局	8	n.a.	75
8	新加坡	新加坡政府基金	6	n.a.	85
9	卡達	卡達投資局	5	26	71
10	中國	國家社保基金	5	43	37
11	新加坡	淡馬錫控股公司	10	n.a.	85
12	UAE-杜拜	杜拜投資公司	5	n.a.	70
13	UAE-阿布達比	阿布達比投資局	n/a	n.a.	70
14	澳洲	澳洲未來基金	10	85	79
15	南韓	南韓投資公司	9	n.a.	56
16	哈薩克斯坦	哈薩克斯坦主權基金	n/a	57	28
17	哈薩克斯坦	哈薩克斯坦國家基金	2	57	28
18	俄羅斯	國家福利基金	5	56	29
19	UAE-阿布達比	國際石油投資公司	9	n.a.	70
20	UAE-阿布達比	Mubadala 開發公司	10	n.a.	70

資料來源：SWFI，February 2016；RGI，2013 Annual Report；CPI，2015 年；本研究整理。

根據 IMF (2007^b)、李榮謙 (2007)、朱美智與鍾世靜 (2008) 之研究，主權基金之投資策略與資產配置，通常主要考量有二：其一為基金未來現金流量之累積與贖回原則，其二為基金之目標。根據上述考量，制定出資產配置策略 (Strategy Asset Allocation, SAA)，該策略亦反映出基金之報酬目標、風險承受度與可能之限制。因此，不同屬性之主權基金，其投資布局與資產配置策略必然呈現巨大差異 (全球主要主權基金之資產配置策略彙整如表 1-6)。

【表 1-6】全球主要主權基金之資產配置策略

國別	基金名稱	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略(SAA)
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局 (ADIA)/ 阿布達比投資委員會(ADIC)	阿拉伯聯合大公國所擁有，自 1976 年起 ADIA 係將石油盈餘投資海外；最近，以建立另一獨立的法人機構 ADIC，據以鼓勵其與 ADIA 競爭。阿拉伯聯合大公國的盈餘目前配置在 ADIA 與 ADIC。	全球大型投資機構；投資策略及資產配置不明。
挪威	全球政府退休基金	1996 年成立，政府所擁有，並由挪威央行旗下的投資管理公司負責管理。	全球資產配置：40% 投資在股權；60% 投資在全球固定收益證券。
沙烏地阿拉伯	SAMA Foreign Holdings	沙烏地貨幣管理局管理外匯資產：2250 億美元握持在自身的資產負債表上，部分係視為外匯存底，510 億美元係代理各政府當局管理。	全球大型投資機構。雖然知道資產規模，但僅大致瞭解投資策略與資產配置。
科威特	科威特投資局 (KIA)、一般準備基金 (GRF) 及未來世代基金 (FGF)	KIA 成立於 1953 年，是具自主性的政府部門，代理科威特政府管理 GRF 及 FGF。	GRF 投資在當地、阿拉伯及國際金融市場；FGF 則在經 FGF 理事會允許下，根據投資指令進行全球資產配置。
	政府投資公司(GIC)	獨立的投資公司，成立於 1981 年，政府全資擁有。	在全球配置資產。
新加坡	淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)	淡馬錫控股成立於 1974 年，持有及管理以前主要股東-財政部的投資。	SAA 權重不清楚。地區性的分配(31% 投資於新加坡；41% 新加坡以外的亞洲地區；28% 其他地區)
中國	中國投資公司	政府所擁有，成立於 2007 年 9 月。	以投資黑石集團 30 億美元；並以 1250 億美元收購中國的

國別	基金名稱	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略(SAA)
			中央匯金投資公司股權。
俄羅斯	準備基金及國家福利基金	成立於 2003 年，政府所擁有，由俄羅斯央行管理。	大部分投資在固定所得資產，其中 44% 為美元；46% 為歐元；10% 為英鎊。
香港	投資組合(香港金融管理局)	成立於 1998 年。	
利比亞	利比亞投資公司準備基金	NA	
澳大利亞	澳大利亞政府未來基金	成立於 2006 年；政府所擁有，並由未來基金管理局管理；成立目的在承諾支付政府的未來退休金負債。	
卡達	卡達投資局(QIA)國家準備基金/平衡基金	成立於 2000 年。	
阿爾及利亞	準備基金/收入管理基金	NA	
美國	阿拉斯加永久準備基金	阿拉斯加州政府所擁有；成立於 1976 年；由州政府所有的阿拉斯加永久基金公司管理。	SAA 包括 53% 的股權；29% 的固定所得；10% 的不動產；8% 為其他資產。
汶萊	汶萊投資局一般準備基金	成立於 1983 年，政府所擁有，並由汶萊投資局管理。	大部分投資在全球金融及不動產投資組合。SAA 並未公開。
哈薩克	哈薩克國家基金	成立於 2000 年。	
南韓	韓國投資公司	成立於 2005 年，受託管理 200 億美元的外匯存底，其中 170 億來自南韓央行；30 億來自政府。	計畫投資於全球資產配置。SAA 上無法獲悉。
馬來西亞	國庫控股公司	成立於 1993 年。	
加拿大	亞伯達傳統基金	成立於 1976 年，亞伯達省政府所擁有，由亞伯達省財政廳管	投資於全球的 SAA，其中 30% 為

國別	基金名稱	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略(SAA)
		理。	固定所得；45%為股權；10%為不動產；15%為其他資產。
奈及利亞	過剩原油帳戶	成立於 2004 年。	
伊朗	石油穩定基金	成立於 1999 年。	
智利	經濟暨社會穩定基金	成立於 2006 年；政府所擁有，並由智利央行代為管理。	SAA 包括 72%於政府債券及 28%於貨幣市場工具(以美元、歐元及日圓計價)。
	退休準備基金	成立於 2006 年；政府所擁有，並由智利央行代為管理。	
波札那	普拉基金	由政府及波札那央行共同擁有。政府對普拉基金的持股帳列波札那央行資產負債表。	投資在工業化經濟體的公開上市股票及固定所得工具。由於新興市場可能高度依賴初級產品，該基金不在新興市場進行投資。
亞塞拜然	國家石油基金	成立於 1999 年。	
阿曼	國家一般穩定基金	成立於 1980 年。	
東帝汶	東帝汶石油基金	成立於 2005 年。	
委內瑞拉	總體經濟穩定投資基金	成立於 1998 年。	
千里達及托巴哥	收入穩定基金	NA	
吉里巴斯	收入平衡準備基金	成立於 1956 年。	
烏干達	貧困援助基金	成立於 1998 年。	

資料來源：IMF(2007^a)；IMF(2007^b)；IMF(2008)；Kern(2007)；本研究整理。

第貳章 全球主權基金之經驗

IMF(2008)依政策目標將主權財富基金區分為穩定基金、儲蓄基金、外匯準備投資公司、發展基金與退休準備基金等五種類型(參見表 1-3)。本章依據此一分類，分別介紹中國大陸與新加坡的策略發展型主權基金(第一節)，挪威的退休準備型主權基金(第二節)，香港的外匯準備型主權基金(第三節)。

另外針對國家級投資公司(或稱類主權基金)，我們介紹日本的產業革新機構(第四節)。

第一節 策略發展型主權基金：以新加坡、中國大陸為例

一、新加坡之主權基金

新加坡地小人稠，缺乏天然資源與礦產，建國歷史尚稱短暫，卻是世界上重要經濟體之一，其 2015 年平均每人 GDP 高達 47,565 美元。¹²新加坡是全球最早成立主權基金的國家之一，鑑於其良善之經營績效與卓越之管理機制，被公認是世界上主權基金之典範。新加坡主權基金有二，一是淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)，一是新加坡政府投資公司 (Government Investment Corporate，簡稱 GIC)。以下就淡馬錫與 GIC 兩者之成立宗旨與法源依據、資金來源與資產規模、組織架構、公司治理以及投資準則與標的等面向，作一詳實之介紹與剖析。

(一) 淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)

1. 成立宗旨與法源依據

新加坡透過國際貿易及出口低階產品累積龐大外匯存底，為求國

¹² 資料來源為 IMF International Financial Statistics (IFS)之預估值。

家永續發展、維護國民權益，藉由海外投資爭取獲利，以妥善運用過去累積的國民公共財富。在此背景下，新加坡政府遂主導成立主權基金，以提高外匯存底保值、增值能力之有效途徑（林宣君與林詠喬，2008）。

淡馬錫成立於 1974 年 6 月 25 日，遵循《新加坡公司法 (Singapore Companies Act)》之規定而成立的商業性投資公司，為新加坡財政 100% 全資成立之公司（范世平，2010）；根據《新加坡財政部長(成立)法》第 183 章規定，財政部長為法人團體，更精確的說，淡馬錫是由新加坡財政部長全資擁有。

2. 資金來源與資產規模

淡馬錫之資金來源主要以政府的財政盈餘為主，即財政收入扣除財政支出之餘絀（范世平，2010）；尚包括政府企業的上市與出售利益及配息收入等，並憑此向中央銀行買入外匯儲備在國內外進行投資（李儀坤，2008）。

淡馬錫為策略發展型之主權基金，成立目的係負有推動產業政策之任務使命。該公司持有新加坡最重要且高獲利之戰略性產業，如新加坡電信、新加坡航空、新加坡發展銀行、新加坡保險公司、新加坡國際港務集團 (PSA International Pte Ltd) 等公司，掌握新加坡關鍵之經濟命脈。新加坡政府透過國家可控制之企業進行投資，引導戰略性產業持續成長，以延續經濟發展並擴大其產業版圖，淡馬錫的貢獻不言而喻。

成立之初，淡馬錫從新加坡財政部所移轉之投資組合共有 35 個標的¹³，其投資組合淨值合計 3.54 億新元。經過逾四十載之戮力經營，

¹³ 包括 Acma Electrical Industries Ltd、食益補新加坡私人有限公司、遠東化學工業有限公司、新加坡發展銀行有限公司、Instant Asia Cultural Shows Pte Ltd、新加坡保險公司、International Development and Construction Corporation、國際貿易有限公司、裕廊飛禽公園私人有限公司、裕

至今其投資組合規模已成長至 2,660 億新元，與成立初期相較，成長逾 750 倍。圖 2-1 為淡馬錫自 2005 年迄今之投資組合淨值。



【圖 2-1】淡馬錫控股公司之投資組合淨值

資料來源：淡馬錫年報

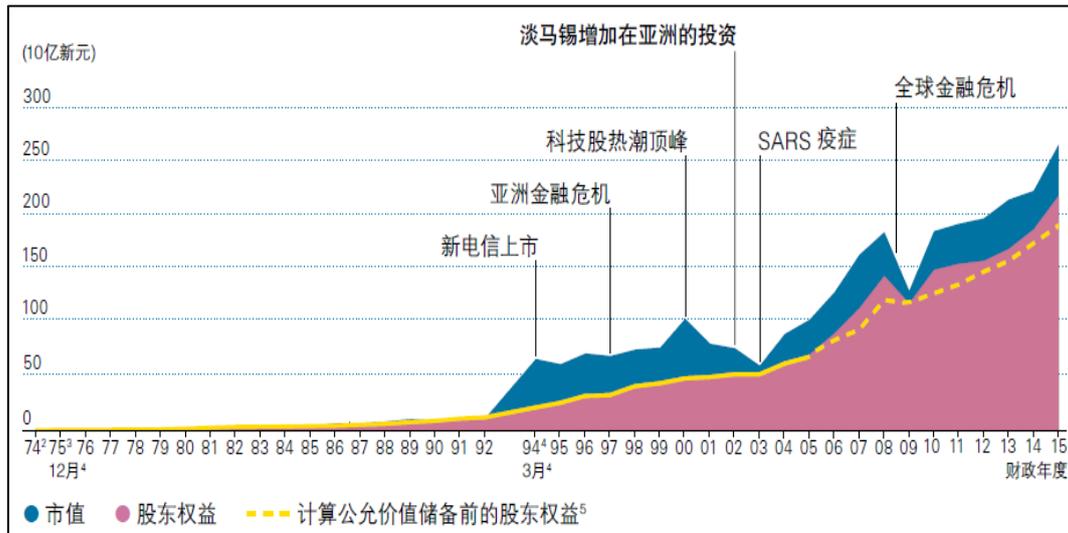
另從圖 2-2 可更清楚顯示淡馬錫自設立至今投資組合淨值之變化。1974 年至 1992 年間，淡馬錫之投資組合淨值幾乎沒有更動。自 1992 年後始有明顯增加，雖歷經多次金融風暴，卻仍持續成長，迄今達 2,660 億新元。儘管如此，淡馬錫之投資並非一帆風順、毫無挫折。觀察下圖，淡馬錫僅出現兩次大幅虧損時期，一為網路科技泡沫與 SARS 疫情接連影響下，其淨值發生大幅下滑；另一次則發生於 2008 年次貸風暴期間，乃因投資美林證券失敗認賠 40 億美元出場¹⁴與資產

廊控股私人有限公司、裕廊造船私人有限公司、裕廊船廠私人有限公司、Metrawood Pte Ltd、明閣酒店有限公司、三菱新加坡重工業私人有限公司、National Engineering Services Pte Ltd、National Grain Elevator Ltd、新加坡大眾鋼鐵廠有限公司、海皇輪船有限公司、Primary Industries Enterprises Pte Ltd、勝寶旺控股私人有限公司、新加坡航空公司、Singapore Airport Duty-Free Emporium Pte Ltd、新加坡纜車私人有限公司、Singapore General Aviation Service Company Pte Ltd、新加坡國立印務館私人有限公司、Singapore Offshore Petroleum Services Pte Ltd、Singapore Textiles Industries Ltd、Singapore Treasury Building Pte Ltd、新加坡動物園、Singmanex Pte Ltd、Sugar Industry of Singapore Ltd、聯合工業有限公司與 United Vegetable Oil Pte Ltd。

¹⁴ 陳祈典，他山之石/新加坡淡馬錫基金避險有方，經濟日報，2015 年 8 月 31 日。

價格大幅崩跌所致。

根據主權財富中心 (Sovereign Wealth Center，簡稱 SWC) 之數據顯示，目前淡馬錫之資產管理規模估計約 1,938.7 億美元；另參考 SWFI 之資料可知，截至 2016 年 2 月底該公司之資產總額為 1,936 億美元，為全球排名第 11 大之主權基金。



【圖 2-2】淡馬錫控股公司成立以來之投資組合淨值

資料來源：淡馬錫年報

3. 組織架構¹⁵

淡馬錫雖為政府全額出資，惟新加坡政府並不直接干預其公司之商業運行，而是透過董事會對其進行監督，董事會則需要每年向財政部提交業績報告與支付股息 (范世平，2010)。

目前董事會由 13 名董事組成，大多為非執行獨立董事，均來自民營企業。董事會每季召開會議一次，每次歷時兩天。如有必要，可臨時召開。另外，董事會對整體長遠戰略目標、年度預算、年度經審計的法定財務報表、重大投資與出售建議、重大融資建議、首席執行

¹⁵ 此部分根據淡馬錫 2015 年報改寫。

長的委任及繼任計畫與董事會變動等重大事項則具有保留決策權。

董事會轄下分別設立執行委員會、審計委員會以及領袖培育與薪酬委員會，各委員會之主席由非執行董事擔任，並賦予特定之任務與權力，分述如下：

- (1) 執行委員會：被賦予在既定限額內批准新的投資與出售決策，超過限額之交易則交由董事會審議批准。委員會作成之決議將提供會議紀錄供董事會成員傳閱。
- (2) 審計委員會：全部由獨立董事組成，其職責包括審核內控體系、財務報告流程、審計流程以及法律條例合規性的監控流程等，以協助董事會履行其監督職責。審計委員會亦審核外部審計的範疇與結果，以及外部審計師的獨立性。為確保內審部門之獨立性，在履行職務的過程中，內審部門在職務上向審計委員會報告，在行政上則向首席執行長辦公室報告。為了有效地履行職務，內部審計有權不受限制接觸所有記錄、財產和人員。除了所有辦公室的定期審計外，內審部門可能在董事會、審計委員會或管理階層的要求下進行特別審計。
- (3) 領袖培育與薪酬委員會：負責向董事會推薦董事名單及管理階層的領袖發展計畫，包括董事及首席執行長的繼任計畫，以及提供有關業績衡量與薪酬計畫的指導方針與政策。

圖 2-3 為淡馬錫之組織架構圖，其詳細之董事會與各委員會之成員名單與職務臚列於表 2-1。



【圖 2-3】淡馬錫之組織架構

資料來源：淡馬錫年報

【表 2-1】淡馬錫董事會與各委員會之名單

姓名	董事會	執行委員會	審計委員會	領袖培育與薪酬委員會
林文興	董事長	主席		主席
鄭維強	副董事長	委員		
柯逢豹	董事		主席	
陳育寵	董事		委員	
吳友仁	董事		委員	委員
何晶	執行董事兼 首席執行長	委員		委員
連宗廉	董事		委員	委員
黃志祥	董事			
張銘堅	董事	委員		
Peter R Voser	董事			
Marcus Wallenberg	董事			

姓名	董事會	執行委員會	審計委員會	領袖培育與 薪酬委員會
黃魯勝	董事		委員	委員
Robert B Zoellick	董事			

資料來源：淡馬錫年報

淡馬錫為追求經營效率與獲利極大化，其管理階層負責執行董事會所設定之戰略與方向，並在授權範圍內進行投資、出售與相關營運事務。管理階層現由何晶擔任首席執行長，其轄下設有戰略、投資組合及風險管理委員會 (SPRC)、出售和投資高級委員會 (SDIC) 與高級管理委員會 (SMC)，以協助負責執行董事會之決議。

在人員聘用上，為引進國際優秀人才，淡馬錫強調多元化人才聘用之精神，根據 2015 年報淡馬錫之員工全球共計 529 名，新加坡籍及與其他國籍者趨近各半。

4. 公司治理

鑒於淡馬錫是《新加坡憲法》第五附表機構¹⁶，董事會有責任保護過去所累積的儲備金。職是之故，淡馬錫必須在《新加坡憲法》與《新加坡公司法》之既有框架下進行營運與投資活動，擁有與管理旗下龐大之資產與投資組合。根據《新加坡公司法》之規定，淡馬錫完全由董事會負責統御，但淡馬錫自成立以來至 2004 年 9 月以前，未曾向公眾公布過財務報表，故該公司財務資訊不透明常為人所詬病。惟自 2004 年 10 月，該公司首度揭露 2003 年財務報表，此舉被認為是為籌備首次發行公司債所做之事前準備工作。

根據《淡馬錫憲章》之規定，淡馬錫的投資、出售或其他商業決

¹⁶ 根據《新加坡憲法》第五附表所列之法定機構及政府公司總共包括，新加坡政府投資公司（負責管理新加坡政府的儲備金）、淡馬錫控股公司、中央公積金局、新加坡金融管理局、建屋發展局和裕廊鎮管理局等。

策由該公司之董事會和管理階層執行。即便如新加坡總統或該公司股東的新加坡政府均不得參與淡馬錫之商業決策，賦予其超然獨立性。另根據《新加坡公司法》之規定，政府身為淡馬錫之股東，有權委任或撤換董事會成員，惟須經新加坡總理同意；董事會對首席執行長之任免亦同（張永河與羅玉君，2014）。此舉是為了保障正直、有能力、在保護資產方面可以被信任的個人被指派至董事會，不受其它外力干預影響其行使職權。

5. 投資準則與標的

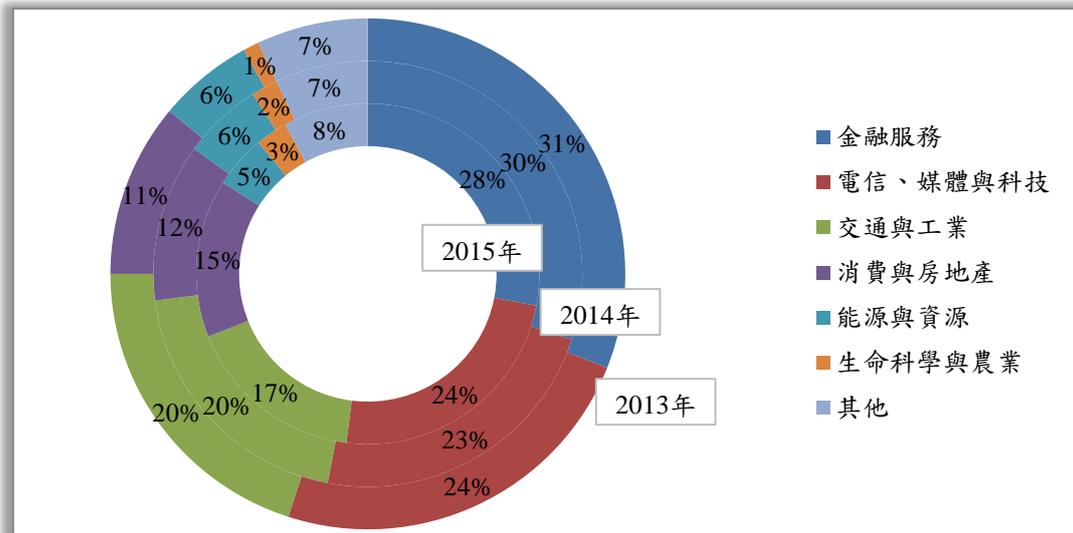
淡馬錫最初成立之主要目的在於對新加坡之策略性產業進行控股管理，以提升新加坡企業之獲利能力與長期之競爭力（范世平，2010）。1974年至2001年間，淡馬錫之投資組合幾乎沒有太大調整。2002年是淡馬錫在經營策略上很重要之轉捩點，開始增加在亞洲地區之投資佈局，並開始涉獵海外之投資標的，投資全球各大企業。

淡馬錫採取「三頭馬車」策略，即以新加坡、新加坡以外的亞洲地區及 OECD 國家企業各占三分之一為目標，以達分散區域風險之目的¹⁷。而亞洲地區之曝險約占全部的七成，世界其他地區則僅占三成；另外，投資對象以國內與國外企業之投資比重約略為 3:7。

淡馬錫之主要投資領域為金融服務、電信、媒體與科技、交通與工業、消費與房地產、能源與資源、生命科學與農業，以及其他等七大領域，尤其喜好投資於金融服務、電信媒體與科技，以及交通與工業等產業。以 2015 年為例，分別占 28%、24%與 17%，三者合計約占 70%，其餘各年亦超過七成。投資範疇集中於上述產業，主要原因為銀行在驅動經濟成長上扮演資金中介之重要角色，而電信媒體及交通工業可提供長期穩定之收益，符合其戰略目標。此外，消費與房地

¹⁷ 同註 3。

產比重亦不低，超過 10%；而能源與資源產業投資約 6%。細究該公司之投資組合，新加坡電信為最大之單一投資，占整體投資組合的 13%，低於 2005 年的 26%。圖 2-4 為淡馬錫 2013 年至 2015 年投資於各行業之比重。



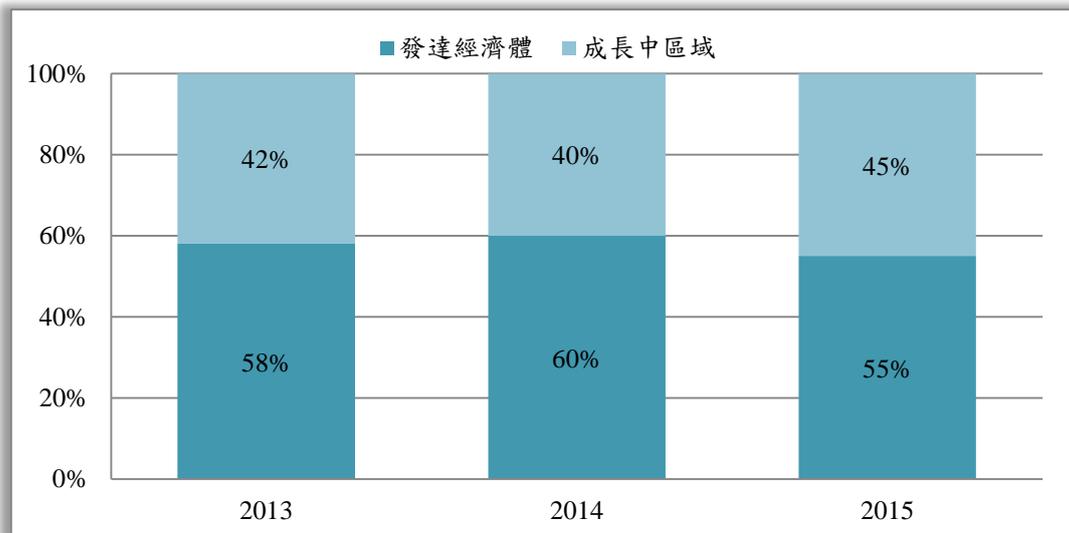
【圖 2-4】淡馬錫投資於各行業之比重

資料來源：淡馬錫年報

若以地區之發展程度劃分，從過去三年資料可知，淡馬錫之投資比重較偏重於發達經濟體¹⁸，超過半數，比重為 55%~60% 左右；投資於成長中區域¹⁹之比重則落於 40%~45% 之間。

¹⁸ 新加坡、日本及韓國、北美洲及歐洲、澳大利亞與紐西蘭。

¹⁹ 亞洲地區(不包括新加坡、日本及韓國)、拉丁美洲、非洲、中亞及中東。



【圖 2-5】淡馬錫投資於發達經濟體與成長中區域之比重

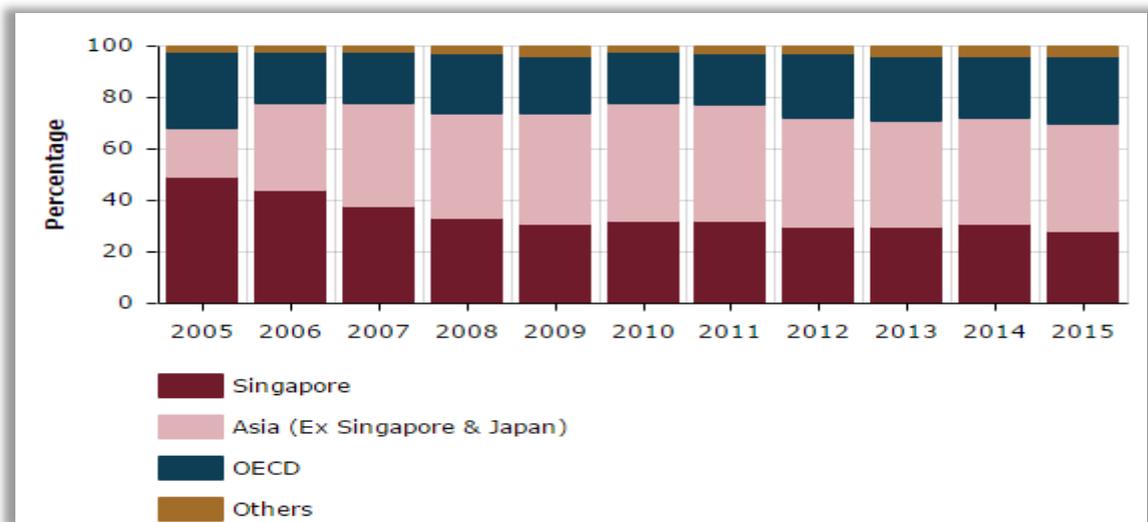
資料來源：淡馬錫年報

表 2-2 彙整近五年淡馬錫之投資組合分散於全球各地之投資比重。從表中可知，若以地區劃分，淡馬錫之投資對象國內外之比重約為 3:7；其中三成投資於新加坡當地企業，另七成則主要投資於亞洲地區(未包含新加坡)、北美洲及歐洲、澳大利亞及紐西蘭，其餘地區比重甚微。以 2015 年為例，亞洲地區(未包含新加坡)約占 42%，其中中國大陸即占 27%；新加坡占 28%；北美洲與歐洲占 17%，為近年最高；澳大利亞及紐西蘭微幅下降至 9%；其餘地區比重合計小於 5%。反觀 2005 年數據，當時之投資組合淨值為 1,030 億新元，投資於新加坡之比重近半，高達 49%；而新加坡以外的亞洲地區為 20%，世界其他地區為 31% (請參閱圖 2-6)。

【表 2-2】淡馬錫於全球各地區之投資比重

項目	2011	2012	2013	2014	2015
投資組合總額 (單位：億新元)	1,930	1,980	2,150	2,330	2,660
新加坡以外的亞洲地區	45%	42%	41%	41%	42%
新加坡	32%	30%	30%	31%	28%
北美洲及歐洲	8%	11%	12%	14%	17%
澳大利亞及紐西蘭	12%	14%	13%	10%	9%
拉丁美洲	1%	1%	2%	2%	2%

資料來源：淡馬錫年報。截至各年 3 月 31 日。



【圖 2-6】淡馬錫各地區之投資比重

資料來源：SWC

(二) 新加坡政府投資公司(Government of Singapore Investment Corporate Private Ltd，簡稱 GIC)

1. 成立背景與法源依據

GIC 成立於 1981 年 5 月 22 日，係為新加坡的外匯儲備保值與增值，以維國家與人民之財富，是屬於政府全資成立的資產管理公司(邱至平與王韻晴，2013)。GIC 原為淡馬錫旗下子公司，後獨立出來，目前為新加坡資產規模最大之國際投資機構，主要目的為負責管理新加坡政府大部分之海外資產。

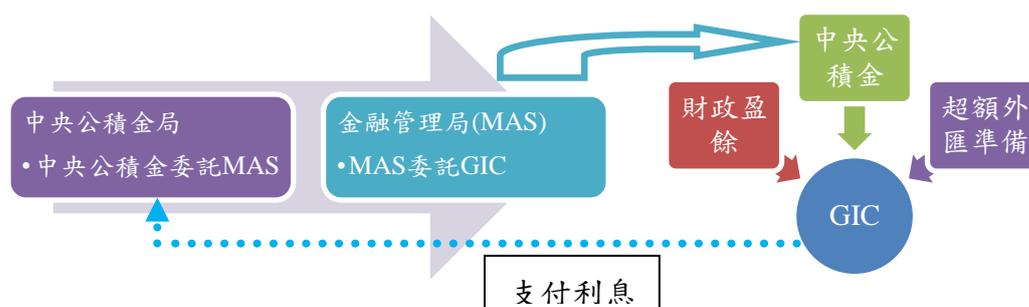
GIC 與淡馬錫相同，皆依《新加坡公司法》之規定據以成立。GIC 為新加坡政府全資成立，故 GIC 每年須向財政部提出投資組合風險及績效報告，財政部則代表政府，設定投資組合之投資目標、風險參數及投資期間。此外，GIC 亦須向新加坡總會計師(Account-General) 提供投資操作之月報及季報，包含交易報表、銀行

帳戶餘額表、績效及風險分析報表等²⁰。

2. 資金來源與資產規模

GIC 之資金來源主要是以財政盈餘、新加坡政府之中央公積金與超額外匯準備為主（范世平，2010；小森正彥，2009；朱美智與鍾世靜，2008）。其中，中央公積金是由中央公積金局交付新加坡金融管理局（簡稱金管局），而金管局則將資金及其他資產交給 GIC 進行投資，以獲得孳息。因此，GIC 投資之獲利，須將部分獲利提撥支付給特別政府公債之利息。

GIC 之角色為政府基金管理者，主要替新加坡財政部與金管局管理政府資產，並非資產擁有者。其管理之資產，包括財政部所發行之新加坡政府債券、特別政府債券、國有土地出售(出租)之收益與金管局之外匯存底等資產²¹。根據 SWC 之數據顯示，GIC 目前之資產管理規模總額為 3,426.4 億美元；而另一由 SWFI 公布之資料顯示，截至 2016 年 2 月底 GIC 之資產規模為 3,440 億美元，為全球排名第 8 大之主權基金。



【圖 2-7】GIC 之資金來源示意圖

資料來源：本研究自行整理

3. 組織架構

²⁰ GIC 年報。

²¹ 同註 11。

GIC 之董事會為其最高權力機關，負責核准政策長期資產配置策略與投資組合之績效。GIC 之董事會僅負責核准政策投資組合，不負責審核個別投資案²²。目前董事會主席為新加坡總理李顯龍。

董事會旗下設有五個委員會，包括投資策略委員會 (Investment Strategies Committee)、投資審議委員會 (Investment Board)、風險管理委員會 (Risk Committee)、稽核委員會 (Audit Committee) 與人力資源與組織發展委員會 (Human Resource and Organization Committee)。各委員會專司與職掌不同，以下分述之：

- (1) 投資策略委員會：主要任務在於審視管理階層提出的資產配置建議，並且管理階層須提報給該委員會關於整體投資組合之績效。惟委員會不得針對個別或特定投資案審核。
- (2) 投資審議委員會：主要任務為協助 GIC 的董事會監督與評估投資流程，特別是大型、個別的投資案。但不涉及資產配置之決策，因是 GIC 董事會的職責。
- (3) 風險管理委員會：主要任務為對 GIC 董事會提出風險事項之建議，並提供風險管理政策與做法並進行監督。
- (4) 稽核委員會：審查與評估內部控制機制，包括財務、營運、調整措施與風險管理與程序等系統之適當性與有效性；監督與評估內部審計職能之有效性；審核財務報表之可靠性。
- (5) 人力資源及組織發展委員會：評估與改善組織內部之

²² 同註 11。

相關事務，如薪酬制度、人才培訓、管理與升遷，與監督組織之發展。

另設置國際諮詢委員會 (International Advisory Board)，聘請國際級投資專家，提供 GIC 中長期之投資建議，以洞悉全球市場投資趨勢，佈局新興的資產標的與新的成長機會。圖 2-8 為 GIC 之組織架構圖。



【圖 2-8】GIC 之組織架構

資料來源：GIC 2014/2015 年報

GIC 設有公司總管理部 (Corporate Headquarters) 掌管公司之日常經營運作與投資管理部門 (Investment Group)，專門負責投資策略之制定及執行、建構投資組合，投資屬性偏重積極性管理模式。旗下依據投資標的之不同分設子公司：GIC 財產管理公司 (Public Markets)、GIC 不動產投資公司 (Real Estate) 與 GIC 特殊投資公司 (Special Investments)，此三家附屬公司依據 GIC 之投資準則進行投資組合之佈局。為因應擴大投資海外市場之需求，分別在紐約、舊金山、倫敦、北京、孟買、首爾、聖保羅、上海、東京等地設有海外辦事處。

4. 公司治理

GIC 雖為新加坡政府之全資公司，財政部代表新加坡政府委託 GIC 從事海外策略性投資。GIC 為一獨立機構不受財政部或金管局之監督，惟 GIC 管理部份之外匯準備，須受新加坡國會之監督，並向新加坡總統提交財務報告，其預算亦須經總統認可，總統有權隨時要求 GIC 提供有關公司之所有資訊 (張永河與羅玉君，2014)。另外，

其董事會或經營團隊尚須向社會大眾提出營運報告。惟 GIC 網站上僅公布自 2008 年後迄今之年報資料，資訊揭露有限。雖說 GIC 可不受財政部或金管局監督，但若翻開 GIC 之財務報告可知，其董事會成員近半數為政府官員，可主導 GIC 之投資策略與方向。

5. 投資準則與標的

GIC 已有三十多年之投資經驗，旗下員工逾 1,200 人。GIC 係以低風險投資為主，其投資項目相當多元，包括股票、固定收益證券、貨幣市場工具、外匯、原物料、不動產與現金等 (李儀坤，2008)，投資標的佈局超過 40 個國家。GIC 在 2012 年重新檢視其投資架構，並於 2013 年起採行新的投資架構作為未來投資準則，更重視長期報酬及投資彈性。以下茲說明新的投資架構：

(1) 參考投資組合 (Reference Portfolio)

參考投資組合係 GIC 希望建構一套永續性的投資方法，以追求長期投資報酬，全面地分散投資組合以提供投資彈性，以在許多市場中尋求機會的優點。參考投資組合乃採消極方式建構投資組合 (passive portfolio)，以 65% 投資於全球股票市場，35% 投資於全球債券市場。

(2) 政策投資組合 (Policy Portfolio)

政策投資組合乃由投資管理部門提出投資建議，並經董事會核准之各種投資項目可行之配置比重，採積極主動式管理方式。其目標旨在長期獲得比參考投資組合更高之報酬率，以適度反應及控制市場系統性風險(systematic risk)²³。政策投資組合之投資項目有六類，包括已開發市場權益證券、新興市場權益證券、名目債券及現金、抗通膨

²³ 同註 11。

債券、不動產與私募權益證券。下表為 GIC 之政策投資組合中六類資產之配置比重，其中權益證券類之比重約占 46%-65%，固定收益債券及現金之比重為 29%-36%，不動產則為 9-13%。

【表 2-3】GIC 之資產投資準則

資產類別	設定配置比重 (%)
已開發市場權益證券	20-30
新興市場權益證券	15-20
名目債券及現金	25-30
抗通膨債券	4-6
不動產	9-13
私募權益證券	11-15

資料來源：GIC 2014 年年報

表 2-4 彙整 GIC 自 2013 年至 2015 年之各類資產之配置比例。表中顯示，GIC 各類資產之配置比例大至依據上述投資準則，權益證券之比重為 56%~61%，其中以已開發市場權益證券為重，占近半數；其餘則佈局於新興市場與私募權益證券。固定收益債券及現金之比重為 31%~37%，不動產之投資比重為 7%~8%。值得一提的是，GIC 投資組合之比重維持相對穩定，反映出 GIC 之政策投資組合屬於長期資產配置，較不會有短期劇烈變動之調整，亦較不受景氣循環或短期市場因素所影響。

【表 2-4】GIC 各類資產之配置比例

資產組合	2015/3/31	2014/3/31	2013/3/31
已開發市場權益證券	29	29	36
新興市場權益證券	18	19	17
名目債券及現金	32	31	29
抗通膨債券	5	5	2
不動產	7	7	8
私募權益證券	9	9	8
合計	100	100	100

資料來源：GIC 年報

單位：%

GIC 主要以從事海外投資為主 (范世平, 2010; 張永河與羅玉君, 2014)。表 2-5 乃將 GIC 之投資組合依地理分布計算其投資比重。從表中可知, GIC 之投資組合以歐洲與美洲等先進國家為主, 比重約略七成, 亞洲比重則接近三成。就單一國家而言, 美國佔大宗, 達 34%; 其餘如歐洲各國、英國、日本與北亞之比重分別為 12%、7%、10% 與 15%。

表 2-6 將新加坡淡馬錫與 GIC 兩個主權基金進行比較。相較之下, GIC 之資產規模較大於淡馬錫, 相差近乎一倍; 而兩者之資金來源與成立目的迥異, 故其投資策略亦明顯不同, GIC 以海外市場為主, 淡馬錫則以國內、國外市場配置比重約為 3:7。另外, 就董事會成員而論, 兩者存在極大不同, 淡馬錫董事皆為民營企業主兼職, 不負責具體經營業務, 委由管理階層管理公司, 並不介入子公司之運作; 反觀 GIC, 其董事會成員大多為政府官員與知名企業主兼任, 亦將直接參與子公司之運作。

【表 2-5】GIC 之投資組合以地理分布

地理分布		2015/3/31		2014/3/31		2013/3/31	
	美國	34		34		36	
美洲	拉丁美洲	3	43	4	42	4	44
	其他	6		4		4	
	英國	7		8		8	
歐洲	歐洲	12	25	14	29	11	25
	其他	6		7		6	
	日本	10		10		10	
亞洲	北亞	15	30	14	27	13	28
	其他	5		3		5	
大洋洲諸國		2	2	2	2	3	3
合計		100	100	100	100	100	100

表註：

1. 北亞包含中國大陸、香港、韓國與台灣；
2. 大洋洲諸國泛指澳洲、紐西蘭以及附近南太平洋諸島。

資料來源：GIC 年報 單位：%

【表 2-6】淡馬錫與 GIC 職能比較表

項目	淡馬錫	GIC
成立時間	1974/6/25	1981/5/22
員工人數	529 人	超過 1,200 人
資產規模	1,936 億美元	3,440 億美元
資金來源	財政盈餘	財政盈餘、公共基金與超額外匯存底
董事會人數	13 人	15 人
董事會的董事職權	董事為兼職，負責各專門委員會的業務，不負責具體的經營業務。	董事除由內閣部長與知名企業代表兼任外，亦包括 GIC 各主要部門主管，後者負責具體的經營業務。
董事會召開次數	每季召開一次，每次兩天，如有必要，可增加召開次數。	
與子公司的關係	不介入子公司運作	直接參與子公司的運作

資料來源：范世平 (2010)與作者自行整理。

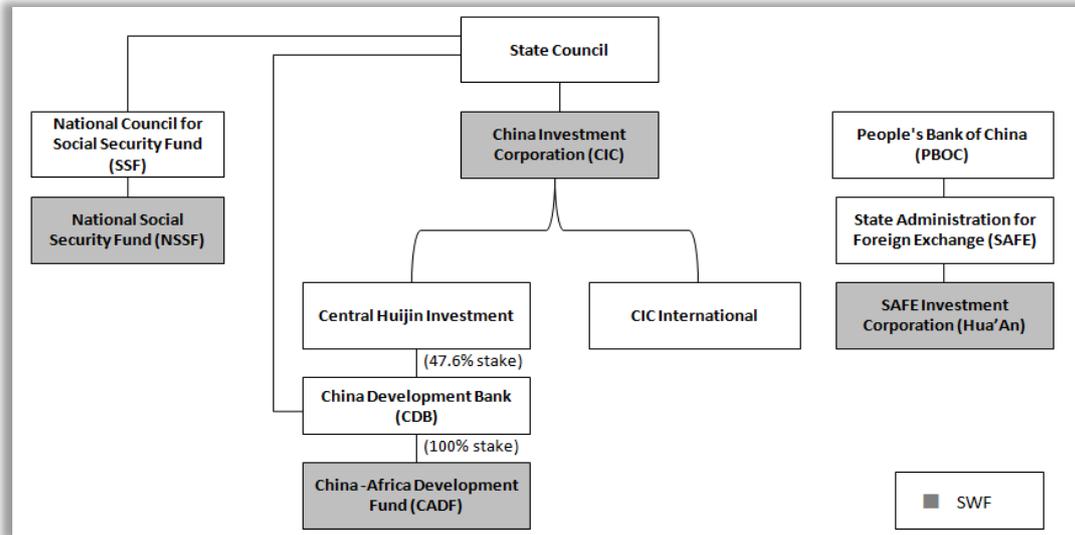
二、中國大陸之主權基金

依 SWFI 之定義認定，中國大陸之主權基金目前共有 4 個²⁴，分別為中國投資有限責任公司（簡稱中投公司）、中國華安投資有限公司（簡稱華安公司）、全國社會保障基金（簡稱社保基金）與中非發展基金（China-Africa Development Fund）。其中，中投公司、華安公司與社保基金之資產規模皆超過 2,000 億美元以上；而中非發展基金之資產規模較小，僅 50 億美元。此 4 個主權基金總資產規模將達 1 兆 4,617 億美元，占全球主權基金總資產規模 7 兆美元的 20.6%。²⁵在此，由於中非發展基金之成立目的與資金用途偏離本研究主題，故本研究將

²⁴ 在此，未將香港納入計算，將於本章第 3 節另行介紹。

²⁵ 詳細數值請參考 SWFI 網站。

其略之。謹將上述前三者機構之成立宗旨與法源依據、資金來源與資產規模、組織架構、公司治理，以及投資準則與標的詳加說明於後。



【圖 2-9】中國大陸之主權基金關係圖

資料來源：Iacob N. Koch-Weser and Owen D. Haacke (2013)

(一) 中投公司 (China Investment Corporation，簡稱 CIC)

1. 成立宗旨與法源依據

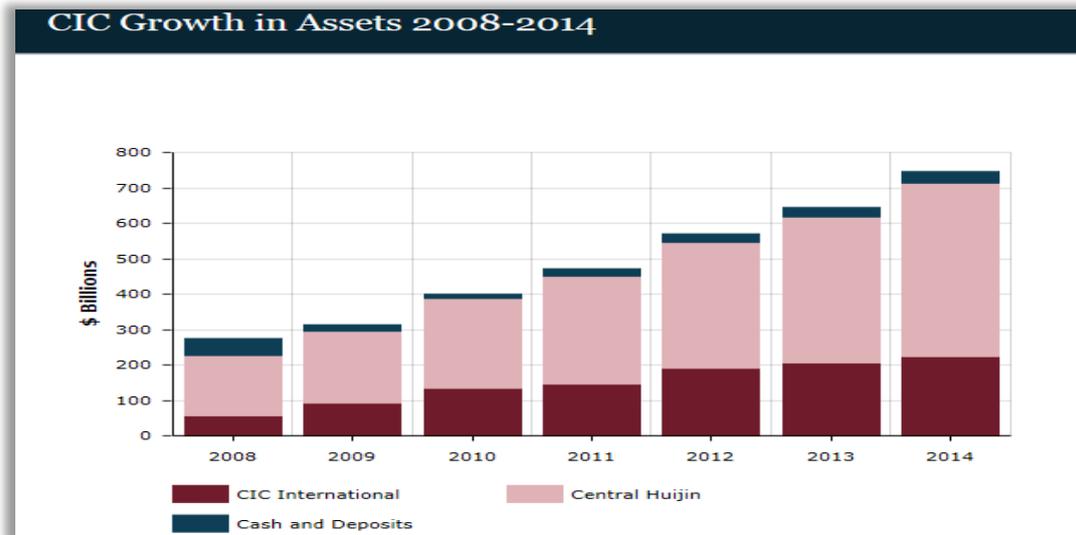
中投公司成立之初衷，即以仿效新加坡淡馬錫之模式，成立國家外匯投資公司，擴大對海外金融資產與實體資產之投資（蔡學儀，2010）。職是之故，中投公司之成立宗旨為實現中國大陸外匯儲備多元化運用，在風險可控範圍內實現股東權益最大化，以協助總體經濟發展與深化金融體制改革之需要（郭秋榮，2015）。

中投公司遵循《中華人民共和國公司法》於 2007 年 9 月 29 日設立，隸屬於中國大陸財政部，為從事外匯資金投資管理業務的國有獨資公司，註冊資本為 1.55 兆元人民幣 (2,000 億美元)。

2. 資金來源與資產規模

中投公司之註冊資本 1.55 兆元人民幣主要來自財政部發行特別

國債的方式籌集，再向中國人民銀行購買 2,000 億美元的外匯儲備資產，作為中投公司之註冊資本，為當時外匯儲備資產總量 (1.4 兆美元) 的 15%。根據 SWFI 之數據顯示，截至 2016 年 2 月底止，中投公司之資產規模已逾 7,467 億美元。另參考 SWC 之資料可知，中投公司之資產規模為 7,467.3 億美元，兩者相差無幾。



【圖 2-10】CIC 之資產變化序列圖

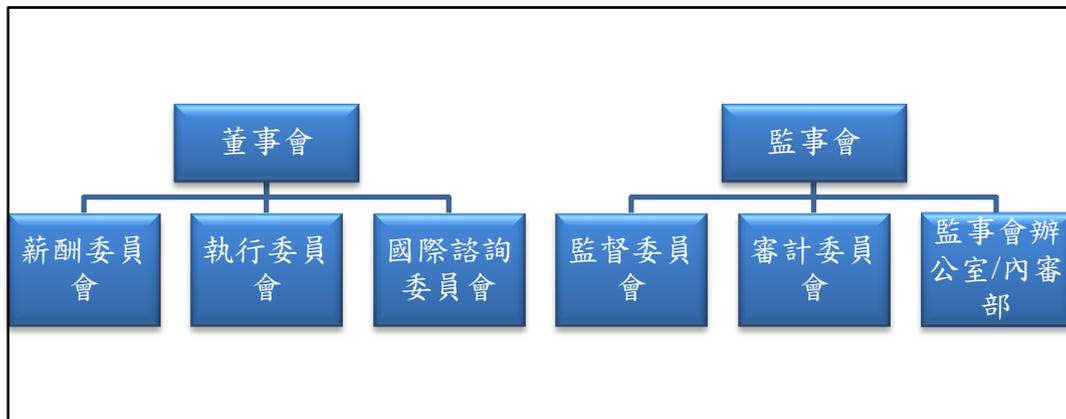
資料來源：SWC

3. 組織架構

中投公司依據《中華人民共和國公司法》設立董事會與監事會，中國國務院代表中國大陸政府行使股東權利。其公司組織架構為董事會、監事會與執行委員會。董事會其主要職責為負責指導與監督公司之營運活動，並對重大事項進行決策。董事會下設有薪酬委員會與執行委員會，薪酬委員會負責協助董事會審定公司人力資源之配置與薪酬制度之設計，而執行委員會則負責執行董事會之決議，並針對公司日常運作之重大問題進行研究與決策。目前董事會成員共有 8 位董事，董事長為丁學東。

監事會主要任務為負責監督公司董事與高階管理階層之經營行

為與職業操守，確保公司內部監督機制之完善。監事會底下設有監督委員會與審計委員會。目前監事會共計 5 人，監事長為郭浩達。



【圖 2-11】中投公司董、監事會之組織架構

資料來源：中投公司網站

中投公司轄下設置 3 個獨立子公司，分別為中投國際有限責任公司（簡稱中投國際）、中投海外直接投資有限責任公司（簡稱中投海外）與中央匯金投資有限責任公司（簡稱中央匯金），依序簡述如下：

(1) 中投國際：

中投國際成立於 2011 年 9 月，成立目的旨在專門負責境外投資和管理業務，完全繼承了中投公司原有境外投資業務及其經營原則、運作模式，並設有投資決策委員會、風險管理委員會兩個具有決策職能之組織。

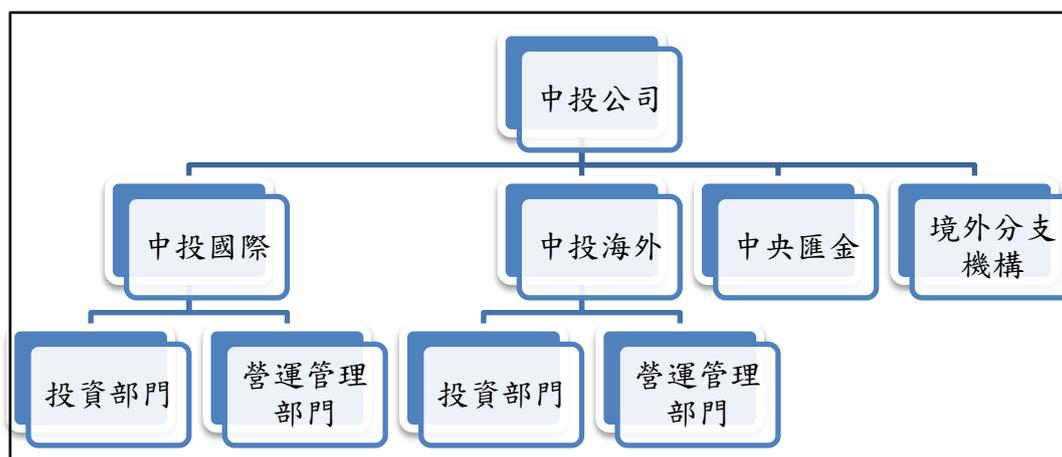
(2) 中投海外：

中投海外於 2015 年 1 月成立；現階段，中投公司的境外投資與管理業務統籌交由中投國際和中投海外共同承擔。

(3) 中央匯金：

中央匯金乃依中國國務院授權，對國有重點金融機構進行股權投資，惟以出資額為限。主要業務係因中國大陸金融體制改革所需，依

法對中國工商銀行、中國銀行及中國建設銀行等國有重點金融機構進行股權投資，藉由投資人行使之權利與履行之義務，並按照公司治理原則進行股權管理，維繫中國大陸政府在大型金融機構的控股地位，並促進國有金融資產增值。



【圖 2-12】中投公司與其子公司之組織架構

資料來源：中投公司網站

4. 公司治理

董事會為中投公司之最高權力機關。按照中投公司之公司章程規定，董事會由 11 名董事所組成，包括 3 名執行董事、5 名非執行董事、2 名獨立董事和 1 名職工董事等。其中，執行董事指在公司同時擔任高階管理者之董事；同理可知，非執行董事則未於公司擔任高階管理者，該董事分別由中國大陸發展改革委、財政部、商務部、中國人民銀行與外匯管理局各提名 1 位人選。董事會設置董事長、副董事長各 1 人，皆由國務院指派且董事之任免皆須經由國務院批准。

5. 投資準則與標的

中投公司之投資範圍廣泛，包括境內外幣債券等外幣類金融商品投資、境外債券、股票、基金、衍生性金融工具等金融商品投資、境內外股權投資、對外委託投資、委託金融機構進行貸款、外匯資產受

託管理、發起設立股權投資基金及基金管理公司，以及中國大陸有關部門批准之其他業務。另外，透過中央匯金之管道參股境內金融機構；而非金融機構之企業參股，除購買境外上市公司股票、被動持股或經中國大陸有關單位批准之外，並不主動參與境內非金融機構之參股。表 2-7 為中投公司之投資資產類型。

【表 2-7】中投公司之投資資產概況

資產類型	內容
公開市場股票	對上市公司的股權投資
固定收益證券	包括國債、公司債、機構債等各種債券產品
絕對收益	包括對沖基金策略、風險分散策略等
長期資產	包括泛行業直接投資、泛行業私募基金、資源/大宗商品、房地產和基礎設施等
現金產品	包括現金、隔夜存款和短期、長期美國國債等

資料來源：中投公司年報

觀察表 2-8 可知，近三年來委託投資比重皆將近七成，而自營投資比重則超過三成，互有增減。以 2014 年底之資料來說，中投公司境外投資組合委託投資占 67.7%，自營投資則占 32.3%。境外投資組合主要投資於公開市場股票占 44.1%，而此部分比重有逐年上升趨勢；主要以美國股票為主，接近 50%，另以非美發達國家之股票與新興國家股票則逾半數。其次為長期資產占 26.2%，比重則從三成漸趨下滑。而比重第三大者為固定收益證券，比重從 19.1% 逐年下降至 14.6%；主要投資於發達國家之主權債為主，逾半數，其餘則以投資級公司債為輔。其它如絕對收益資產，則占 11.5%，現金資產比重為 3.6%。

【表 2-8】中投公司境外投組合分布比例

單位：%

境外投資組合		2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/31
委託投資		67.7	67.2	63.8	57.0
自營投資		32.3	32.8	36.2	43.0
合計		100.0	100.0	100.0	100.0
投資資產種類		所占比重	所占比重	所占比重	所占比重
公開	美國股票	45.6	46.1	49.2	
市場	非美發達股票	33.5	44.1	36.8	40.4
股票	新興股票	20.9	17.1	23.0	27.8
	發達主權債	57.4	44.1	54.7	32.0
固定	新興主權債	17.7	14.6	26.8	17.5
收益	投資級公司債	24.9	26.5	17.0	19.1
	通貨膨脹掛勾債	0	2.6	2.7	21
絕對收益		11.5	11.8	12.7	12
長期資產		26.2	28.2	32.4	31
現金		3.6	2.6	3.8	11

資料來源：中投公司年報

另外，中投之境外投資以行業分布，以金融、可選（彈性）消費品、信息科技、必需（非彈性）消費品、工業、醫療衛生、能源、原材料、電信服務、公用事業與其他等多種行業。以 2014 年底之資料顯示，金融產業為大宗，比重為 22.6%；可選（彈性）消費品以 14.3% 居次；而信息科技位居第三，比重為 12.0%，其它如必需（非彈性）消費品與工業皆逾一成。各年之排名與比重迥異，然變化不大（請參閱表 2-9）。

【表 2-9】中投公司境外投組合以行業別分布比例

行業別	單位：%			
	2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/31
金融	22.6	22.9	22.3	19
可選(彈性)消費品	14.3	12.5	10.7	10
信息科技	12.0	12.1	11.6	10
必需(非彈性)消費品	10.8	10.2	10.4	10
工業	10.2	10.2	9.1	9
醫療衛生	9.5	9.9	8.2	7
能源	7.5	8.5	10.2	14

原材料	5.1	5.5	6.5	9
電信服務	3.6	3.6	3.9	4
公用事業	3.1	2.6	2.7	3
其他	1.3	2.0	4.4	5
合計	100	100	100	100

資料來源：中投公司年報

以 2014 年為例，中投公司境外投資組合投資業績之年度淨收益率為 5.47%，自成立以來的境外投資累計年化淨收益率 5.66%（請參見表 2-10）。另外，本研究將中央匯金公司依其任務導向持有主要金融機構之持股比例彙整於表 2-11，即可發現中央匯金之持股比例幾無變動，亦可反映出中國大陸國有金融機構進行民營化之改革步調緩慢，甚至停滯不前。

【表 2-10】中投公司境外投資淨收益率

單位：%							
境外投資淨收益率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
年度	-2.1	11.7	11.7	-4.3	10.60	9.33	5.47
累計年化	-2.1	4.1	6.4	3.8	5.02	5.70	5.66

資料來源：中投公司年報

【表 2-11】中央匯金控股、參股主要金融機構持股比例

單位：%				
金融機構名稱	2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/31
國家開發銀行	47.63	47.63	47.63	47.6
中國工商銀行	35.12	35.33	35.46	35.4
中國農業銀行	40.28	40.28	40.21	40.1
中國銀行	65.52	67.72	67.72	67.6
中國建設銀行	57.20	57.26	57.21	57.1

資料來源：中投公司年報

(二) 華安公司 (SAFE Investment Company)²⁶

1. 成立宗旨與法源依據

華安公司係中國國家外匯管理局 (The State Administration of Foreign Exchange, 簡稱 SAFE) 設立之全資子公司，於 1997 年 6 月 2 日成立於香港，註冊資本 1 億港元 (約 200 億美元)。

中國國家外匯管理局設立華安公司之原始目的源於亞洲金融風暴期間，為維持人民幣及港幣匯率之穩定而設置。基金主要投資外國股票市場，以獲取較高利益。2007 年轉投資中投公司，直接投資於風險較高但符合國家利益的投資標的。

2. 資金來源與資產規模

華安公司之資金來自於 SAFE 管理之外匯儲備資產。根據 SWFI 之數據顯示，截至 2016 年 2 月底止，華安公司之資產規模為 4,740 億美元；而另一調研機構 SWC 僅顯示 SAFE 之資產規模已逾 5,995.1 億美元，並未直接揭露華安公司之數據。另根據中國國家外匯管理局 2014 年年報之資訊可知，其旗下之事業單位中央外匯業務中心設有駐外機構，包含華安、華新、華歐、華美等四家投資公司，分別設於香港、新加坡、歐洲與美國。各基金主要以投資各國股票市場，以獲取較高之投資收益。據媒體報導，四家公司之管理資產規模或超過 10,000 億美元，委託貸款規模約 3,000 億至 4,000 億美元。

3. 組織架構

華安公司為一家私營投資公司，其董事來自於 SAFE。

²⁶ 根據王永中、張明與潘圓圓 (2015)指出，中國大陸之國家社會保險基金(National Social Security Fund)、中非發展基金 (China-Africa Development Fund)、中國華安投資有限公司 (SAFE Investment Company)等三個機構是否屬於主權基金，國際上存在看法各異。然而，本研究採 SWFI 之分類方式，將華安投資公司與 NSSF 視為主權基金。

4. 公司治理

華安公司性質雖為獨立私人投資公司，但受中國大陸政府嚴格監督，董事會成員皆由政府指派。

5. 投資準則與標的

根據華安公司之章程顯示，可投資於各種金融項目，包括國內外之股權資產、外匯和固定收益證券等多種投資工具，代理外匯管理局管理外匯儲備及經外管局所授權批准的其他所有相關貨幣財務事宜；在全球範圍內管理投資基金，以及管理國家外匯儲備或從事其他經中國人民銀行授權批准之業務。²⁷自 2009 年起，華安公司海外直接投資組合已經超過國內投資組合（請參閱表 2-12）。

【表 2-12】華安公司投資組合

單位：億美元

投資組合	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
海外直接投資	645	906	1160	1857	2458	3108
國內投資組合	1167	2652	2846	2525	2428	2571
-權益類證券	0	15	196	214	546	630
-債權類證券	1167	2637	2650	2311	1882	1941
合計	1812	3558	4006	4382	4886	5679

資料來源：SWFI。

(三) 全國社會保障基金²⁸ (National Social Security Fund, NSSF)

1. 成立宗旨與法源依據

中國國務院於 2000 年 8 月成立全國社會保障基金（簡稱全國社保基金）。該基金之成立宗旨為因應未來高齡化社會，建立年金制度，

²⁷ MBAlib 智庫百科。

²⁸ 中國的養老金體系分為兩大範疇：一為公共領域，包括養老金保護基金與全國社會保障基金（中國第三大主權 財富基金）；另一為民營領域，含人壽保險與企業年金。

以維未來社會保障需要。該基金由中央部會層級的全國社會保險基金理事會負責管理，並由國務院直接管轄（蔡學儀，2010）。

全國社保基金理事會依據中國國務院批准的《全國社會保障基金投資管理暫行辦法》和其他相關法令，對全國社保基金進行管理與運作（全國社保基金理事會章程第七章第十四條）。

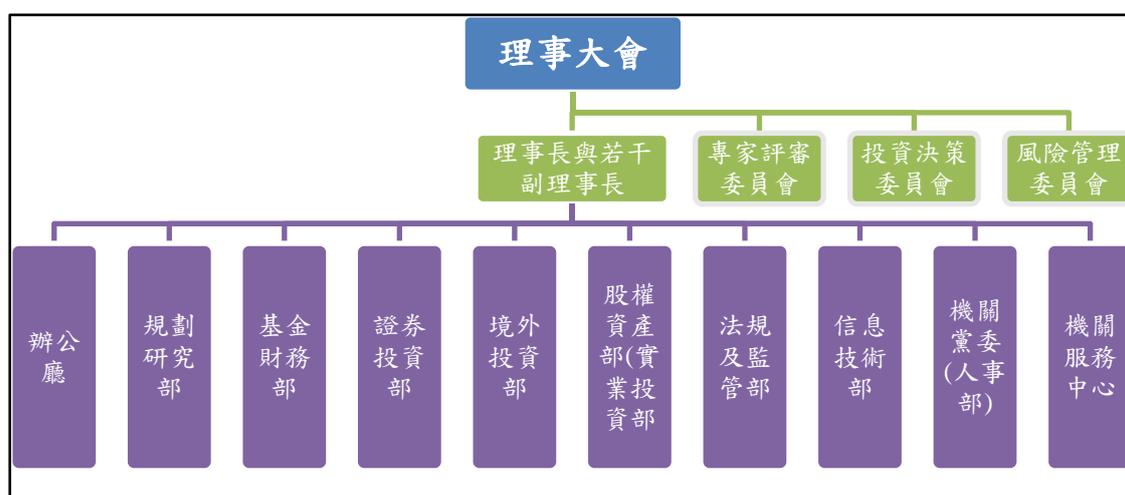
2. 資金來源與資產規模

NSSF 之資金來源包括國營事業釋股、政府財政預算、公債和彩券發行所籌措的財源與中國國務院批准之其他方式籌措等（蔡學儀，2010）。

根據 SWFI 之數據顯示，截至 2016 年 2 月底止，NSSF 之資產規模為 2,360 億美元；而 SWC 之數據指出 NSSF 之資產規模為 2,474.1 億美元。

3. 組織架構

理事大會乃由全體理事所組成，為全國社保基金之最高權力機構。NSSF 之理事會設有秘書處，以處理全國社保基金日常運作之機構。理事大會轄下有三個非常設機構，包括專家評審委員會、投資決策委員會與風險管理委員會。



【圖 2-13】NSSF 理事會之組織架構

資料來源：NSSF 網站

4. 公司治理

理事會之職責為負責管理全國社保基金，其設有理事長 1 名、副理事長 4 名，皆由中國國務院任命。理事乃由國務院聘任，任期三年，任期屆滿則由國務院重新聘任。而理事大會每年召開一至兩次。

5. 投資準則與標的

NSSF 之投資標的在不同階段策略迥異。在成立初期，僅對中國境內進行投資，惟近年來開始向海外佈局投資，主要以新興市場和歐洲為主，海外投資金額大約佔總資產的 20%。投資標的與中國投資公司類似，包括公債、公司債、股票與投資信託等（蔡學儀，2010）。

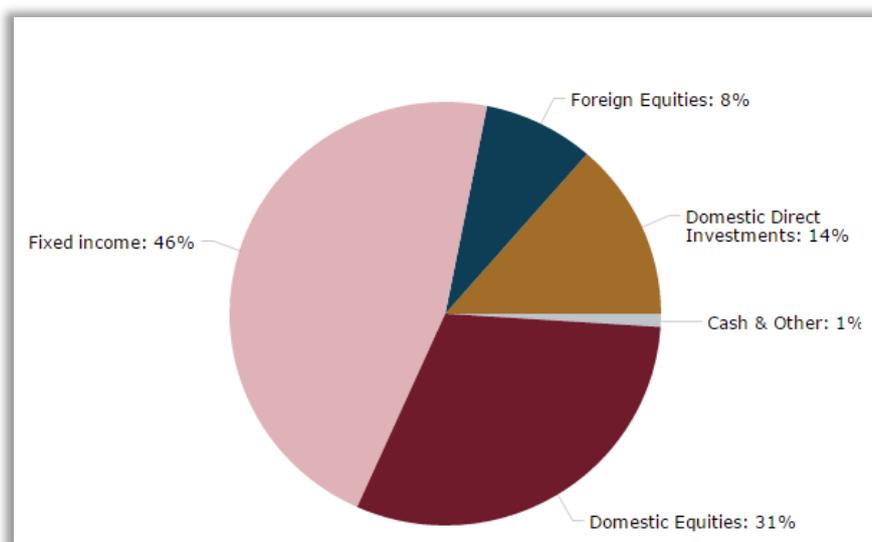
根據 NSSF 之年報顯示，其投資準則乃依據下列原則佈局其投資組合：存款、國債及金融債投資比例不低於 40%；企業債投資比例不超過 10%；股票及基金投資比例不超過 40%；境外投資比例不超過 20%；直接股權投資比例不超過 20%；股權投資基金投資比例不超過 10%；以及信託投資比例不超過 5%。

從 NSSF 年報描述，該基金之運作方式採直接投資與委託投資雙軌並行方式進行。直接投資由全國社保基金理事會直接管理，主要包括銀行存款、信託貸款、股權投資、股權投資基金、轉持國有股和指數化股票投資等。而委託投資則由社保基金理事會委託投資管理人管理運作，主要包括境內外股票、債券、證券投資基金，以及境外用於風險管理的金融交換、遠期契約等衍生性金融商品等。委託投資則委由專業經理人進行操作。

截至 2104 年底，基金資產總額為 15,356.39 億元人民幣，其中直

接投資金額為 7,718.12 億元人民幣，占基金資產總額的 50.26%；委託投資金額為 7,638.27 億元人民幣，占 49.74%。另外，若以境內外區分，境內投資金額為 14,050.61 億元人民幣，占 91.50%，境外投資金額 1,305.78 億元人民幣，占 8.50%。另外，觀察 NSSF 2014 年之投資績效，基金權益投資收益額為 1,424.60 億元人民幣，投資收益率為 11.69%。其中，已實現收益額為 883.84 億元人民幣（已實現收益率為 7.45%），交易類資產公允價值變動額為 540.76 億元。全國社保基金自成立以來的年均投資收益率為 8.38%，累計投資收益額為 5,611.95 億元人民幣。

另可由 SWC 網站資料可知，NSSF 之投資標的有股權資產（39%，投資於國內佔 31%，投資於國外者佔 8%）、固定收益資產（46%）、國內直接投資比例為 14%，僅 1% 是以現金及其他方式持有。



【圖 2-14】NSSF 之資產配置圖

資料來源：SWC

第二節 退休準備型主權基金：以挪威為例

挪威(Norway)地處北疆，其國名原係歐洲大陸北方通道之意，歷史上曾先後被丹麥與瑞典統治，至西元 1905 年始得獨立。挪威國土南北狹長，相當部分位於北極圈以北，荒涼不毛，所幸天然資源豐富，特別是自 1969 年發掘北海原油成功，並於 1970 年代起因北海原油開採而國富大增，使挪威由二十世紀初的貧窮小國一躍而成舉世最為富裕的福利國家之一。

一、成立宗旨與法源依據

挪威政府籌設主權基金，最初是基於兩個主要考量²⁹。首先，當 1970 年代北海石油開採興起時，位處西歐的荷蘭亦因其岸外天然氣井的開發與出口，豐厚的收入造成消費(進口商品)的能力大增，使其國內經濟蓬勃發展，看似情勢大好，孰料未久即由於大量外資湧入，本國貨幣升值，使得天然資源以外的出口部門喪失國際競爭力，造成荷蘭經濟狀況陷入困境，上演了一齣從繁榮步入衰退的經濟悲劇，「荷蘭病」的名號於焉產生。有鑒於此，挪威政府也對如何處理日益增長的石油外銷收入展開討論，而為避免此類「資源詛咒」，傾向不將石油營收直接投入國內經濟建設。

另一方面，挪威政府評估發現，來自石油領域的收入在未來 10 年利潤將會逐漸下降，同時國際油價的波動幅度甚大，不容忽視。為了緩衝油價的波動對經濟造成的影響，以及石油資源的不可再生性，復考慮日後該國人口老齡化問題逐漸浮現，挪威國會遂於 1990 年訂立特別法：「政府石油基金法」，並於 1996 年起注入首筆資金三億美元開始運作，稱為挪威政府石油基金(Norwegian Government Petroleum Fund，簡稱 GPF)。到了 2006 年，挪威政府察覺北海原油

²⁹ 參見 Clark, G. L., A. D. Dixon, and A. H. B. Monk (2013)。

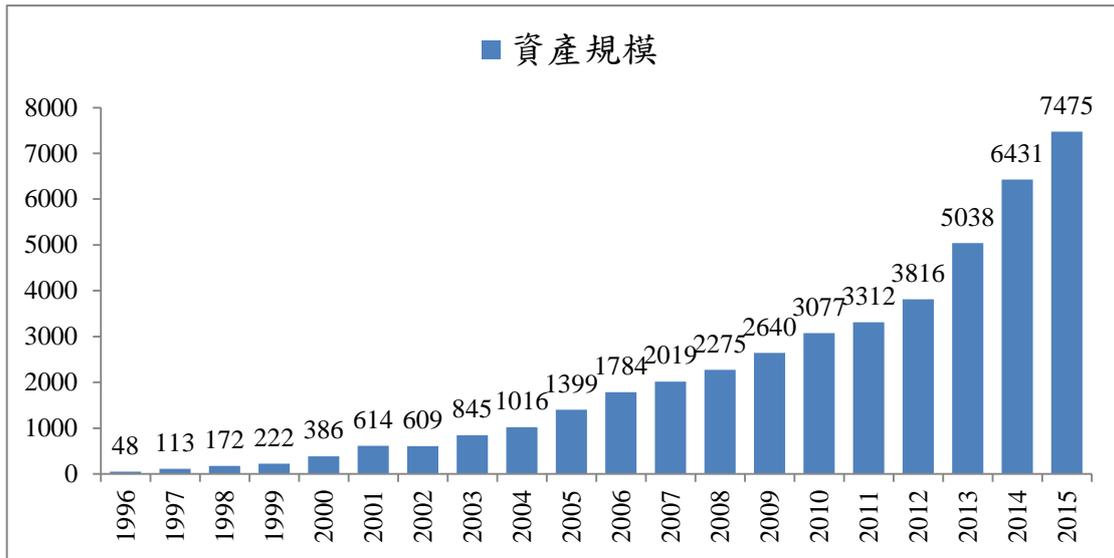
開採已過頂峰，於是再將石油基金改組為「政府全球退休基金」(Government Pension Fund - Global，簡稱 GPFG)，意在利用石油產業的收益為未來世代儲蓄與投資，作為全體挪威人民不時之需的準備。GPFG 從石油基金成立以來即採取主權財富基金形式對外投資，增益國庫，挹注財政。該基金每年允許動支基金總額的 4%，用於年度社會福利和公共建設等非石油相關的預算，不僅緩解政府財政壓力，並且為未來世代積累財富。

二、資金來源與資產規模

GPFG 的名稱中雖有「退休基金」(Pension Fund)一詞，但其並非一般定義下的退休基金，不過儘管 GPFG 並不直接參與到養老分配中，但作為挪威政府社會福利支出的保障，是提高福利政策的堅實後盾。

GPFG 的資金也並非來自其國內勞工的退休準備金，其資金來源主要為挪威從石油產業產生的盈餘，並包括公司稅收和勘探牌照的收費等。

儘管 1990 年時「政府石油基金法」經國會立法通過，但肇因於 1989 年起始的一波全球景氣衰退，直到 1995 年，挪威政府之預算赤字轉為盈餘，因此 1996 年時第一筆資金約 480 億挪威克朗才注入 GPF，隨後基金的市值不斷增加(參見圖 2-15)，2012 年後之增幅且有擴大趨勢，至 2015 年市值已達 74750 億挪威克朗。

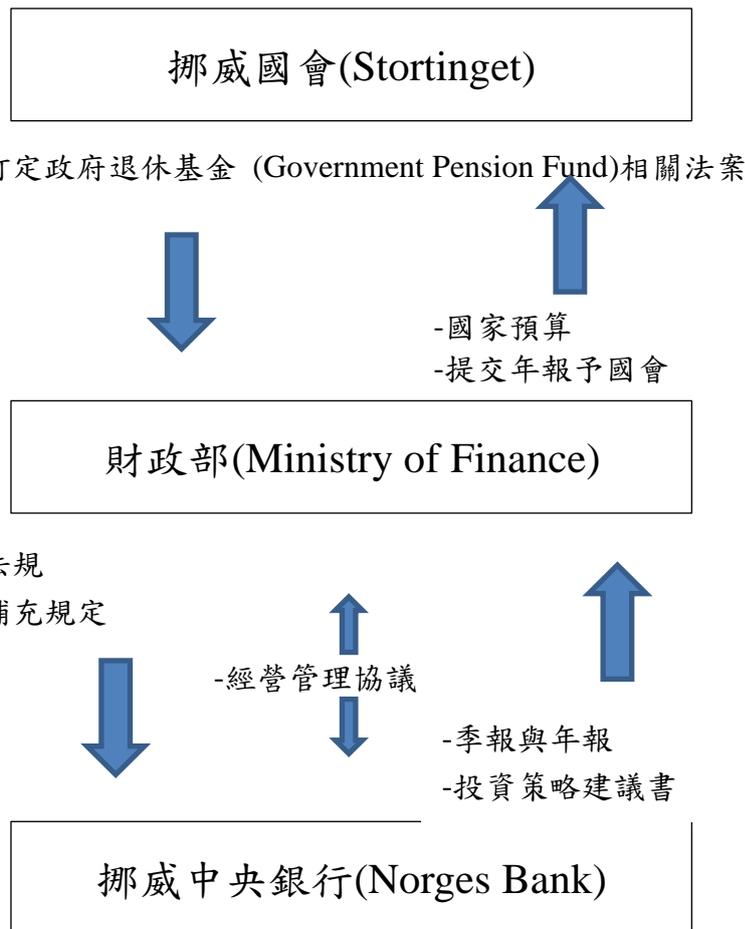


【圖 2-15】GPFG 之資產規模

資料來源：GPFG 年報；單位:10 億挪威克朗

三、組織架構與公司治理

GPFG 隸屬於挪威中央銀行（挪威銀行，Norges Bank），由其下另設的專責單位投資管理公司(Norges Bank Investment Management，NBIM)負責運作，投資組合以季報和年報方式公布。NBIM 每季要向財政部匯報並提出投資調整建議。與挪威主權基金相關的幾個政府單位參見圖 2-16。



【圖 2-16】挪威主權基金之政府管理架構

資料來源：Clark, G. L., A. D. Dixon, and A. H. B. Monk (2013)

NBIM 近年有系統的逐步擴建一支國際投資團隊，團隊對於「精確」與「品質」的要求採取高標準，成員必須擁有全球性的視野與經驗，以符合 GPFG 跨國投資策略之所需。2015 年持續招募股市、債市與不動產市場的投資主管與分析師，但主要是在海外分部。至 2015 年底，NBIM 的編制內人員已達 518 位，來自 35 個國家，其中 44.4% 是在紐約、倫敦、新加坡與上海的辦公室。

NBIM 的管理高層有一位總經理(CEO)，一位副總經理兼管理長(Chief Administrative Officer)，三位投資長，分掌股市策略、資產策略與配置策略，以及一位風控長，一位營運長，一位督察長。基於進

軍不動產市場之野心及其投資管理之需求，2014 年時，不動產投資部(Norges Bank Real Estate Management)自 NBIM 獨立出來，規模雖較小，但有自己的總經理與一位風控長，一位營運長，一位督察長以及一位管理長。

四、投資準則與投資標的

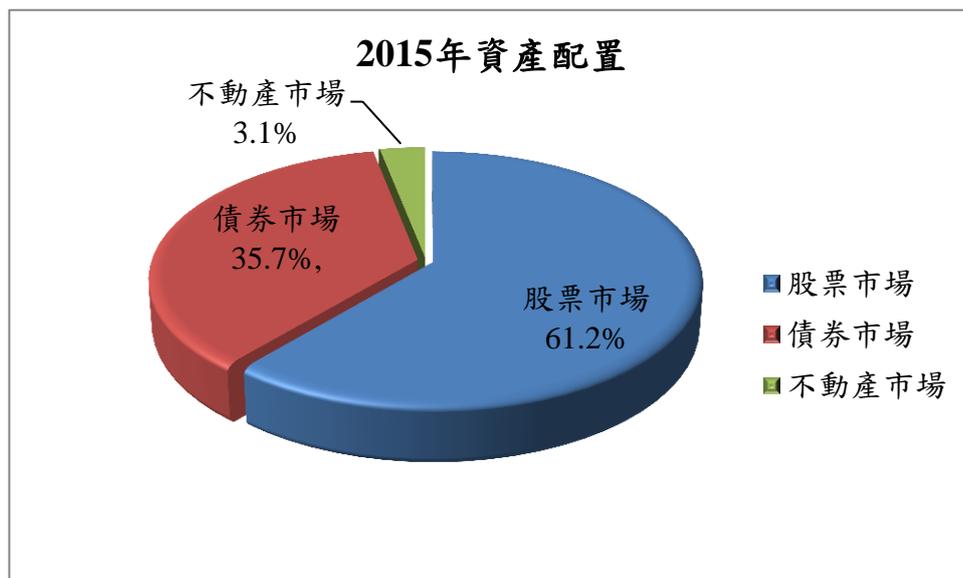
按照 NBIM 官方網站的說明，GPF 的投資標的遍及全球(但不包括挪威本土)的國家、公司與資產，在適當控制風險的前提下盡力尋求最高的投資報酬率。1998 年起，挪威政府放寬對股票投資的限制，允許 GPF 將投資組合中約一半的資金投資於全球股票市場，自此投資策略隨著國際金融體系的演變而逐漸寬廣，進行包括債券、股票、固定收益工具、房地產、私人股本、衍生性金融商品等等多種資產的投資，獲利越來越可觀。2005 年這支基金的投資成績相當出色，投資報酬率達 11.1%。

目前的資產配置大致遵循權益資產 60%、固定收益資產 35%至 40%、不動產不超過 5%的比例。每種投資標的皆有其參考指標，例如股市投資以金融時報指數為基準，債市投資基準則參考巴克萊固定收益產品指數。地區方面，約有四成投資於北美，四成投資於歐洲，兩成投資於亞洲，並期望基金的投資報酬率要以超越全球經濟成長率為目標。基金近年有減少債券投資的傾向，是因為評估將有一段長時間內投資債券的風險高於回報，投資價值下跌。至於未來則將增加亞洲的投資比重，包括進軍東南亞的投資項目，並會大幅提高房地產的投資比重。

GPF 在 2015 年的之全球投資報酬率為 2.7%，相當於 3340 億挪威克朗。收益率未如預期主要受債市投資績效不彰影響，報酬率僅 0.3%，股市投資報酬率為 3.8%，惟兩者合計之報酬率仍高於其設定之基準指標 0.5%；而不動產之投資報酬率則高達 10%。倘若自 1998

年算起，迄今該基金之年報酬率為 5.6%，略高於基準指標 0.26%。總的來說，由於基金規模龐大，市值波動幅度不小是難以避免的，但投資報酬率幾乎都能維持在一定水準，殊為不易。

據 2015 年年底的統計，該基金全球資產配置的比例分別為股市 61.2%，債市 35.7%，不動產 3.1%。若依地區區分，則美國佔 34.5% 最多，英國 10.2% 次之，日本 8.9% 第三，接下來是幾個歐陸的國家，中國大陸僅占 2.2% 排在第八(參見表 2-13)。總的來說，該基金將投資標的盡量分散，一方面降低非系統風險，一方面寄望盡量獲取經濟成長帶來的利潤，2015 年底時，該基金在股市投資了遍布 67 國的 9050 家公司；在債市則投資了橫跨 32 種幣別的 4824 種債券；至於不動產則因涉足之程度尚淺，目前以美國為主，佔 48.9%。



【圖 2-17】GPF 之資產配置圖

資料來源：GPF 年報

【表 2-13】GPFG 之資產配置(國家)

國家	總計	股票	債券	不動產
美國	34.5%	21.5%	11.8%	1.2%
英國	10.2%	7.1%	2.5%	0.6%
日本	8.9%	5.8%	3.1%	0.0%
德國	7.2%	3.6%	3.5%	0.1%
法國	4.9%	3.2%	1.5%	0.2%
瑞士	3.9%	3.3%	0.6%	0.0%
加拿大	2.5%	1.1%	1.4%	0.0%
中國大陸	2.2%	1.8%	0.4%	0.0%
澳洲	2.1%	1.2%	0.8%	0.0%
瑞典	2.1%	1.2%	0.8%	0.0%

資料來源：GPFG 年報

GPFG 的投資策略相當明確，對外投資沒有政治戰略目的，不試圖取得對投資標的企業的控制權，不操縱單一公司的股票市場價格。根據挪威政府規定，對單一公司總股本的最高持股為 3%，對單一公司內有投票權的股份持有比例也不能超過 3%。其投資組合比例和投資報酬情形都以季報和年報的方式定期公開揭露，資產流向也全都列在網站上，透明度遠遠超過其他主權財富金。

GPFG 的治理是目前為止最符合透明公開運作原則，並實踐社會責任的特例。此外，挪威財政部之下還設有倫理規範委員會，設定並監督執行與投資倫理相關的事務，比如投資要滿足環保、人權等要求，但挪威財政部明訂基金投資不用於外交目的。

GPFG 少見的履行社會防衛的治理原則，將企業社會責任列入投資決策的要求。原則有二，首先基金的宗旨在將石油創造的財富儲存增值供後代子孫分享，當代挪威人有義務以正確的方式來嘉惠後世；第二，違反基本人道原則、違反人權、重大貪污或嚴重污染環境等重大倫理問題，可能造成無法接受的倫理風險，GPFG 對之不能視而不

見。

因此挪威政府於 2004 年底引進「道德綱領」，由 GPF 旗下設置的倫理規範委員會（Graver Commission）負責，委員會中的聘任委員替基金投資標的進行預警調查與把關的工作。目前委員會中包括由一位哲學家、一名人權律師、一名產品安檢專家、一名經濟學家，以及一名國際法專家。凡是 GPF 投資的企業違背挪威國人一般認可的道德規範，例如從事武器生產、違反人權、重大貪污或嚴重污染環境者，道德規範委員會就會向財政部建議。當挪威官方做成決定，就中止對該企業的投資。不過為避免影響該公司的股價，會等股票釋出後再公告此一消息。

過去幾年許多如製造彈藥、地雷、核武的製造公司都被 GPF 列為首要嚴禁投資標的。譬如在 2006 年年初，挪威財政部宣布該基金已經處分聯合科技（United Technologies）、波音（Boeing）、諾斯洛普（Northrop Grumman），原因是這三家公司生產洲際彈道飛彈，而漢威聯合（Honeywell International）與另外三家公司則因提供核武相關產品及服務遭除名。之後包括洛克希德馬丁（Lockheed Martin）、空中巴士母集團 EADS 等九家公司也被列入不再投資的名單，理由都和武器製造有關。

2006 年夏天零售商龍頭沃爾瑪（Wal-Mart）的對勞工過次嚴苛的管理政策遭輿論抨擊，Wal-Mart 因而以涉及侵害勞工基本權利遭 GPF 撤資 4.15 億美元，並拒絕再投資。

第三節 外匯型主權基金：以香港為例

一、成立目的與法源

(一) 目的

依據「外匯基金條例」，香港外匯基金主要目的在於直接或間接影響港幣匯價，且用於維持香港貨幣金融體系穩定，以及保持香港國際金融中心地位。

(二) 法源暨沿革

1. 港府金融資產集中存放於外匯基金

外匯基金在 1935 年依據「貨幣條例」(後被「外匯基金條例」取代)成立，以支持香港銀行貨幣之發行。1976 年香港政府一般收入帳目大部分外幣資產、香港財政儲備，以及硬幣發行基金(存放因發行硬幣所得款項)全部資產均轉撥至外匯基金，並獲發債務證明書作為交換。³⁰港府將財政儲備轉撥至外匯基金，係為避免財政儲備需承擔來自於外幣資產投資之匯兌風險，以及集中政府金融資產的管理。但財政儲備並非永久撥作外匯基金之用，在有需要時仍會付還予港府一般收入帳目，用作滿足一般收入帳目之用途。

2. 積極管理財政儲備

1998 年 4 月以前，財政儲備係以港幣存款形式存放於外匯基金，以減低市場風險。但由於官方財政儲備逐年大幅增加，港府當局決定以較積極方式，管理存放於外匯基金之財政儲備，以爭取較高的長期實質報酬。因此，自 1998 年 4 月 1 日起，以往作為港幣存款存入外匯基金之財政儲備改採積極方式管理，其報酬率與整體外匯基金之報

³⁰ 1978 年 12 月 31 日，外匯基金與硬幣發行基金合併。

酬連結掛鈎。且自 2007 年 4 月 1 日起，港府就存放於外匯基金之財政儲備收取費用，收費標準係按照每年 1 月就該年釐訂之固定比率計算，該比率係指外匯基金投資組合過去 6 年的平均投資報酬率，或過去 1 年 3 年期外匯基金債券之平均年收益率，兩者取較高者為準。

3. 土地基金儲備併入外匯基金

1998 年 11 月 1 日，約達 2,114 億港幣之土地基金資產存入外匯基金，並按存入外匯基金之其他財政儲備相同方式管理，外匯基金之規模與功用得以進一步擴大。

二、管理機制

(一) 外匯基金管理授權機制

香港財政司司長對於外匯基金掌有控制權，經過諮詢外匯基金諮詢委員會後，有權決定投資合適的證券或其他資產。而香港金管局則依據財政司司長所轉授權力，以及按照轉授權力條款，就外匯基金運用與投資管理向財政司司長負責。

(二) 外匯基金管理運作

金管局依據外匯基金之法定目的，代表香港民眾管理外匯基金，不僅要確保基金履行其法定功能，尚須積極管理基金資產，包含外幣有價有息證券與股票，以及部分港幣證券以支應港府運作需求。而外匯基金在管理運作層面又可分為 3 項組合分別如下：

1. 「支持組合」：提供港幣貨幣支持基礎；
2. 「投資組合」：用以保持外匯基金之長遠購買力；
3. 「策略性資產組合」：包含港府基於策略性目的於外匯基金

帳目所持有的股份。

(三) 金管局對於外匯基金之投資管理

1. 雇員直接投資

全數「支持組合」連同「投資組合」其中一部分，合計共約占73%的外匯基金資產，係由金管局聘僱內部職員直接管理。而為達到外匯基金所設定之投資目標，內部投資經理須持續密切觀察全球金融市場，以物色投資機會，並妥適地配置資產以爭取潛在收益或對沖虧損。

2. 外聘投資經理

除透過內部職員管理資產之外，金管局亦僱用外聘投資經理；外聘投資經理分布於各國際金融中心，負責管理外匯基金約27%的資產，包含外匯基金所有股票組合與其他特別資產。

(1) 雇用外部投資經理以避免相關利益衝突

金管局作為香港金融市場之監管機構，若直接投資於民營企業（例如香港當地銀行），可能會產生利益衝突的疑慮。因此，藉由將所有股票組合轉交外聘投資經理管理之機制，並且在銀行業管理與儲備管理等部門之間實行職能分隔，將有助於金管局避免引起潛在的利益衝突。

(2) 從中學習較新投資技術

雇用外部投資經理管理外匯基金的部分資產，可讓金管局能夠接觸市場目前較新的專業投資技術，尤其是有關於較特別之資產類別，外匯基金資產也因此有機會更多元化配置。此外，金管局內部投資專業人員也可望因此更深入瞭解不同的金融市場，並掌握最新的市場發展趨勢。換言之，聘僱外部投資經理有其策略性功用，有助於外匯基

金資產配置多元化，並藉此爭取更高的長期報酬率。再者，金管局亦聘用託管人，為外聘投資經理管理之組合提供託管服務，託管人必須負責託管組合資產並協助計算資產價值。

(3) 徵聘程序

金管局徵聘外部投資經理時，會考慮多項可量化與質量的因素。在確定投資需求後，金管局會邀請具適當資格之投資經理提交申請，以供金管局高層所組成之甄選委員會審核。金管局會針對挑選出來的候選經理人進行嚴格的審核面試程序，然後再與排名較前面的候選人商議定出投資指引、收費模式與委任條款，最後以完成委任程序。

(4) 相關費用

外聘投資經理之相關支出，包含基金管理與託管費、交易費、預扣稅以及其他稅項，該些支出受市場因素影響每年皆有所不同。

三、投資策略與程序

1. 投資策略與運作原則

外匯基金之投資形式與策略，基本上與同類的中央銀行或金融管理機構相當接近，同時也符合設立與管理外匯基金之法定目的，惟金管局仍會定期檢討其投資策略與運作。原則上，金管局所採取的是適用於長期基金之投資策略，其中包含推行投資基準模式、長期資金市場，此外外匯基金投資亦涉及多種貨幣與工具。³¹

為能更妥善地管理風險與提高基金中長期報酬，金管局以審慎、

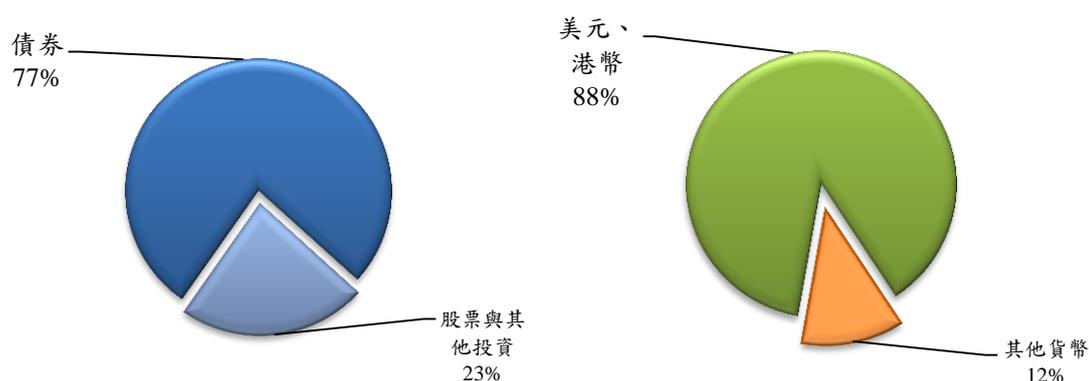
³¹ 投資基準係用於規範投資組合之長線投資策略，以及評估其投資報酬之標準。投資基準參考相關投資組合可承受之風險，定出一個長期而言最理想的資產與貨幣配置模式；並將投資組合實際報酬與投資基準報酬相比較，藉以評估投資經理表現之優劣。

循序漸進方式將外匯基金的部分資產，分散投資到較多元化的資產類別，包含新興市場與中國大陸股票與債券、私募基金，以及海外不動產投資。新興市場與中國大陸股票與債券由投資組合持有，私募股權基金與不動產投資則由長期增長組合持有，長期增長組合的淨資產值上限，需維持在外匯基金累計盈餘的 $\frac{1}{3}$ 水平。

2. 外匯基金所持資產與負債

(1) 資產

外匯基金資產可以港幣、外幣、黃金或白銀之形式持有，或港府財政司長經諮詢外匯基金諮詢委員會意見後，認為適當之證券或資產形式持有。外匯基金採取長線的資產分配策略，而該策略受財政司長經諮詢外匯基金諮詢委員會後核准之投資基準所規範。投資基準考量外匯基金所能承擔之風險、流動性需要，以及所設定之長期投資報酬率。目前外匯基金基準資產大致分布於前述之「支持組合」與「投資組合」，兩組合整體債券與股票之長期目標分布比重如圖 2-18 所示，約為 77%、23%；若以目標貨幣比重衡量，88%的資產分布於美元與港幣，其餘 12%分布於其他貨幣。



【圖 2-18】香港外匯基金資產組成分布

資料來源：香港金融管理局 2014 年年報；本研究整理。

由於外匯基金（尤其是投資組合）的總投資報酬，包含所有資產因為市場價格變動所帶來的回報，以及利息或股息等其他收益，因此金管局在計算外匯基金資產價值時係以市價為準，以確保價值能夠與市場現況更契合。³²特別是外匯基金肩負其法定目的，其資產可能需要極短時間內被套現，以支撐港幣匯價穩定，按市價計算之方法尤顯重要。

(2) 負債

外匯基金主要負債有二，其一為貨幣基礎、其二為港府財政儲備。前者包含負債證明書（用於提供發鈔銀行發行的流通紙幣）、已發行硬幣、銀行體系在金管局所持結算帳戶結餘，以及外匯基金票據與債券。³³後者係存放在外匯基金，作為外匯基金其中一部分之形式管理；在投資管理過程中，存放在外匯基金的財政儲備不會與外匯基金其他資金來源有所區別。

3. 依據組合類別差異而有不同的投資策略

誠如前述，為達到保障資本、提供流動資金以維持金融與貨幣穩定，以及取得足夠的長期報酬目標，外匯基金投資管理分為各個獨立組合。

- (1) 「支持組合」所持資產為流動性高且信用狀況極佳之美元資產（例如美國國庫券），該些資產需按 7.75 港幣兌 1 美元履行強方兌換保證、或按 7.85 港幣兌 1 美元履行弱方兌換保證，以確保在任何時點均能為貨幣基

³² 「按市價計值」係指按照當前市價來計算某證券或某組合之價值，此方法符合國際會計準則，為目前獲得普遍採用的資產估價方法。

³³ 外匯基金票據與債券為金管局所發行的港幣債務證券，屬於香港特區政府記入外匯基金帳目的直接、無抵押及無條件的一般負債，並與香港特區政府所有其他無抵押負債享有同等地位，外匯基金票據與債券皆由外匯基金支償。

礎提供十足支持。³⁴

- (2) 「投資組合」為保障外匯基金資產價值與長期購買力，以維護香港民眾之利益，主要係投資於 OECD 成員國之股市與債市。其中由內部管理的部分為多幣種組合，投資於主要定息市場，另亦採用衍生性金融工具管理市場風險，以及執行外匯基金的投資策略。
- (3) 「策略性質資產組合」於 2007 年設立，以持有港府基於策略性目的，而為外匯基金帳目購入之香港交易及結算所有有限公司股份。由於此組合性質獨特，因此外匯基金投資表現評估並未將其包含在內。

4. 投資程序

外匯基金的投資程序以策略性資產分布與戰略性資產分布為基礎，所謂策略性資產分布，即為投資基準所反映出的分布狀況，顯示外匯基金為達到投資目標而可以作出的最佳長期資產分布。外匯基金以策略性分布為指引，對資產進行戰略性配置規劃，以爭取超越基準的回報。因此，實際分布往往會與基準分布（亦即策略性分布）有所偏離，而實際與基準分布之間的差距即稱之為「戰略性偏離」。財政司司長經諮詢外匯基金諮詢委員會後制定投資基準與戰略性偏離之限度，金管局再藉此獲得授權以決定如何配置戰略性資產，投資組合經理可在戰略性偏離之限度內適當操盤，從短期市場變動中獲利。

³⁴ 依據香港貨幣發行局設計，港幣兌美元即期匯率觸及強方或弱方兌換保證時，金管局將進行市場干預，兌換保證承諾一旦匯率觸及上下限，金管局將以固定匯率買賣港幣或美元。在強方兌換保證方面，金管局承諾在 7.75 的價位向持牌銀行買入美元；而弱方兌換保證方面，金管局承諾在 7.85 賣出美元。

四、風險管理與監理機制、基金透明度

(一) 設有管控措施與投資指引

金融市場日益波動，益發凸顯風險管理與監理機制在投資過程中之重要性，而香港金管局為外匯基金內部與外部投資經理管理的投資組合，皆設有嚴格的管控措施與投資指引，並隨時密切關注對相關規範之遵守情形。例如為控制外匯基金之流動性風險，金管局設有限制以防止投資過度集中於個別債券或發債機構。³⁵此外，金管局亦採用風險管控工具，例如風險值分析及壓力測試，以評估外匯基金在不同市場情境下所能承受之風險。

(二) 評估投資表現

金管局同時也謹慎評估內部與外部投資經理之投資表現，包含依據投資基準來衡量個別組合的投資結果，並從中比較分析兩者出現差距之原因。該些分析結果累積若干時日，可顯示個別投資經理之專長投資領域，以及能否穩健地發揮其投資技術。金管局也會參考該些分析結果充分利用各投資經理的投資專長，並藉以進行適當的資產配置。

(三) 外匯基金透明度

1992 年以前外匯基金帳目係為保密，但港府為配合提高透明度政策，自 1992 年以降開始公布外匯基金的年度帳目；1995 年 6 月起改為每半年公布一次，及至 1997 年 1 月，更每月公布外匯儲備的主要數字。而從 1999 年起，金管局亦按月公布外匯基金資產負債表摘要與貨幣發行局帳目。金管局同時按照 IMF 的公布數據特殊標準，每月底公布香港國際儲備與中央銀行分析帳目；2000 年由於國際儲

³⁵ 流動性風險係指因某市場或資產類別的變動，導致外匯基金流動性降低。

備及外匯流動性數據範本的推行，也進一步提高透明度，有助於公開揭露基金外幣資產與負債之相關資訊。公民營金融機構也可望因此，得以更迅速、準確與全面性地掌握全球金融市場資訊，藉以做出更明確之決策。

五、營運現況

(一) 資產負債現況與近期變動概述

1. 資產

表 2-14 列載截至 2016 年 1 月底為止，外匯基金資產總額約為 3 兆 5,273 億港幣，其中將近 95% 為外幣資產，僅約 5% 為港幣資產。資產部分較 2015 年 12 月底增加 985 億港幣，其中外幣資產增加 746 億、港幣資產亦增加 239 億。外幣資產增加，主要是因為已購入但未結算之證券交易增加與發行負債證明書；港幣資產增加，主要是因為來自財政儲備的存款增加，但相關增幅因香港股票投資之市值下跌而被部分抵銷。另一方面，外匯基金存放於境外的資產，至 2016 年 1 月底共計 3 兆 474 億港幣，較 2015 年 12 月底略減 47 億港幣。³⁶

2. 負債

負債部分如前所述主要可分為兩部分，一為貨幣基礎，按金額高低依序分別為外匯基金票據與債券、負債證明書、銀行體系帳戶結餘、港府發行的流通紙幣與硬幣。此部分截至 2016 年 1 月底為止，共計 1 兆 6,129 億港幣，較 2015 年 12 月底增加 212 億港幣、增幅為 1.3%；貨幣基礎增加，主要是由於負債證明書總額增加，以及反映農曆新年

³⁶ 境外資產不包含存放在香港銀行的外幣存款，以及香港銀行所發行的外幣存款證明。

前後對紙鈔之季節性需求。³⁷ 負債另一部分則包含財政儲備帳、特區政府基金及法定組織存款與其他負債，其中尤以財政儲備為大宗。至於對外負債之總額約為 4.38 億港幣，主要為必須支付給外匯基金外聘經理之費用，較前月增加 1.76 億。³⁸

【表 2-14】香港外匯基金資產負債表摘要

單位：百萬港幣

	2016/1/31	2015/12/31
資產		
外幣資產	3,347,538	3,272,988
港幣資產	179,830	155,924
資產總額	3,527,368	3,428,912
負債及基金權益		
負債證明書	380,048	357,863
港府發行的流通紙幣及硬幣	12,129	11,335
銀行體系結餘	363,438	391,343
已發行外匯基金票據及債券	855,329	827,792
銀行及其他金融機構存款	60,664	66,907
財政儲備帳	878,693	833,548
香港特別行政區政府基金及法定組織存款	281,527	280,846
其他負債	171,636	114,091
負債總額	3,003,464	2,883,725
累計盈餘	523,904	545,187
負債及基金權益總額	3,527,368	3,428,912

資料來源：香港金融管理局；本研究整理。

(二) 投資表現

³⁷ 另依據香港貨幣發行局所公布之數據，2016 年 1 月底的支持資產總額（主要為指定美元資產的投資與應收利息）約為 1 兆 7,252 港幣，據此計算支持比率約為 106.96%，與 2015 年 12 月底之 106.33 相比略有提高。

³⁸ 對外負債除外聘經理之費用外，尚包含在回購協議下之負擔、現金抵押之證券借款等。

相較於先前 4 個年度的投資皆能累計盈餘，香港外匯基金在 2015 年的投資呈現虧損狀態，全年累計 183 億港幣投資虧損，如表 2-15 所載主要為第三季之股票投資以及全年外匯部分所致。檢視各投資項目表現，債券收入尚有 159 億港幣，房地產與私募股權基金報酬亦有 83 億港幣，其他市場股票投資也有 74 億港幣，惟仍無法抵銷外匯與香港市場股票投資所累計近 500 億港幣之虧損。若再加上 48 億港幣的利息與其他支出，香港外匯基金 2015 年淨虧損共達 229 億港幣，與 2014 年淨收入 397 億港幣相比呈現較大落差。

【表 2-15】香港外匯基金投資狀況

單位：億港幣

	2011	2012	2013	2014	2015	Q1	Q2	Q3	Q4
香港股票 ^a	-242	307	101	65	-50	91	97	-307	69
其他股票	-122	428	718	337	74	185	20	-341	210
債券	719	331	-191	473	159	122	-77	118	-4
其他投資 ^b	7	64	168	99	83	17	66	0	n/a
外匯 ^c	-91	-14	16	-527	-449	-332	81	-108	-90
收入或虧損	271	1116	812	447	-183	83	187	-638	185

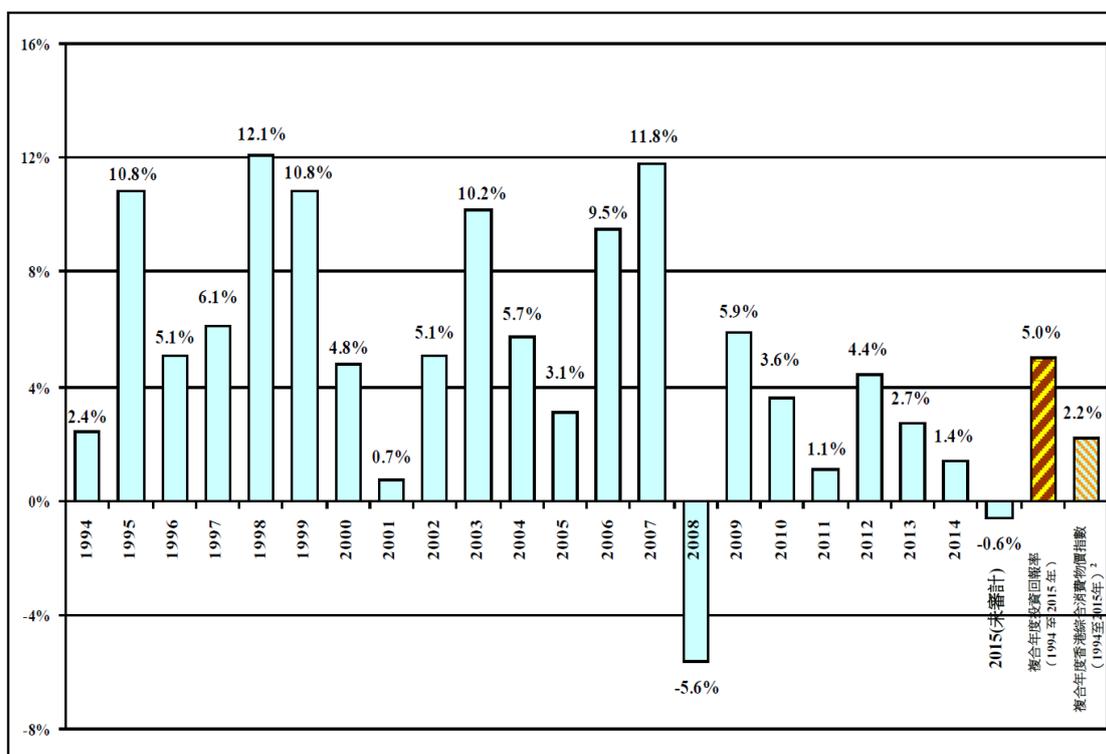
表註：

- a. 不包含策略性資產組合之估計價值變動；
- b. 包含外匯基金投資控股附屬公司持有的私募股權以及房地產投資之估計價值變動，表中數據為截至 2015 年 9 月之計算結果，尚未反映第四季狀況；
- c. 主要為非美元的外幣資產在扣除匯率對沖部分後換算至港幣所產生之估計價值變動。

資料來源：香港金融管理局；本研究整理。

外匯基金 2015 年的投資報酬率（不含策略性資產組合）為-0.6%，如圖 2-19 所列外匯基金由 1994 至 2014 年的年度報酬率，表 2-16 則顯示外匯基金在 2015 年的投資報酬率，以及不同年期的平均投資報酬率。外匯基金在過去 3 年的平均報酬率為 1.2%、過去 5 年為 1.8%、過去 10 年為 3.3%，以及由 1994 年起為 5.0%。而為提高外匯基金之

中長期報酬，香港金管局也自 2008 年起增設「長期增長組合」，將部分基金分散投資到私募股權基金與房地產等更多的資產類別（亦即上表 2-15 之其他投資），及至 2015 年底此組合市值共計約 1,393 億港幣，年投資報酬率自開始投資到 2015 年底約有 12%。



【圖 2-19】香港外匯基金投資報酬率 (1994–2015)

圖註：

1. 投資報酬率計算不包含策略性資產組合內的資產；
2. 綜合消費物價指數以 2009/2010 年為基期。

資料來源：香港金融管理局；本研究整理。

【表 2-16】香港外匯基金投資報酬率 (以港幣計算)

年度期間	投資報酬率
2015 年	-0.6%
3 年平均 (2013 年至 2015 年)	1.2%
5 年平均 (2011 年至 2015 年)	1.8%
10 年平均 (2006 年至 2015 年)	3.3%
1994 年迄今平均	5.0%

表註：

3. 2001 年至 2003 年的投資報酬率以美元計；
4. 投資報酬率之計算不包含策略性資產組合內的資產；
5. 不同年期的平均數係以複合年度方式計算。

資料來源：香港金融管理局；本研究整理。

第四節 國家級投資公司或類主權基金：以日本為例

日本產業革新機構(Innovation Network Corporation of Japan, INCJ)於 2009 年 7 月 27 日以臨時法人實體成立，成立主要目的是透過推動開啟創新的哲學，以提升日本企業的競爭力，並透過公私合作，提供資本以及管理支持來創造下一代企業，以發展新的科技。本節即以「日本產業革新機構」為案例說明國家級投資公司或類主權基金的運作經驗，主要資料來源為黃齊元(2014)。

一、成立宗旨與法源依據

日本產業革新機構(INCJ)的成立宗旨有三：第一、革新日本產業，拓展全新視野；第二、發展與提升日本產業創新能力；第三、開創寬闊革新整合平台。

日本國內的市場已臻成熟，在市場規模並未擴大的狀況下，許多產業都出現了重複且過度投資的情形，結果日本企業在國內市場過度競爭，降低利潤，因而削弱其國際競爭力。有鑑於此，日本政府希望仿效當年韓國在亞洲金融風暴後所進行的產業整併，希冀在整併過後的新公司，能夠在世界舞臺上擁有一席之地。INCJ 設立的主要目的即在於以「開放式創新」(open innovation)³⁹的觀念，結合企業技術人才、民間資金、創投與大學研究能力，對具有創新價值的企業提供財務、技術與管理支援，並積極參與先進核心技術之開發，創建各產業領域中多元化技術製程與服務，以及單一平台企業之新型商業模式，成為日本中小型企業共同合作進入全球市場之成功經營模式。如此不

³⁹ 「開放式創新」為美國加州大學教授與開放式創新中心主任 Henry Chesbrough 於 2006 年正式提出，其基本觀念為在全球高度競爭環境下，不能僅依賴本身內部的研究發展成果，而應引進外部新觀念與技術成果，也就是突破企業以往自行研發的封閉疆界，透過購買、授權、合併等方式，從外界引進更多、更豐富的元素與能量，結合本身的技術成果，以促進產業與產品創新。

僅可扶持日本國內產業發展，更有機會走出日本布局全球，提升日本在全球產業的地位。

日本政府為使日本經濟發展能因應當前國際經濟現況之結構性變化，相關產業活動有進行革新之必要，提出「促進我國產業活動革新之產業活力再生特別措施法等法律部分修正案」，該修正案於 2009 年 4 月 22 日經日本國會立法通過，同月 30 日公布，並於同年 6 月 22 日施行。

在修正案中的「產業活力再生特別措施法」(簡稱「活產法」)，主要修正處為日本政府將出資，與民間合作成立「產業革新機構」股份有限公司，以利結合公私資源，投資創新活動，並集結最尖端之基礎技術，協助產業進入應用開發階段，並建立連結創投資本、新創企業與將技術事業化之大企業機制，將有優勢之技術加以組合，並集中投入人力及資金以發揮價值。

依法 INCJ 之設立期限為 15 年，在此存續期間內，該機構以投資方式協助民間企業進行生命科學、生物科技、環境能源、機械零件等產業技術研發，並在支援民間企業進行產業創新之同時，兼顧該機構營運之安定。INCJ 主要獲利是來自於扶植企業上市後，將其股份出賣之所得，並將投資所產生之資本利得回饋於國民。如此一來不但達成促進產業發展的功能，亦可藉此機制獲利並回饋於國家的其他建設發展。

INCJ 由經濟產業省監管。

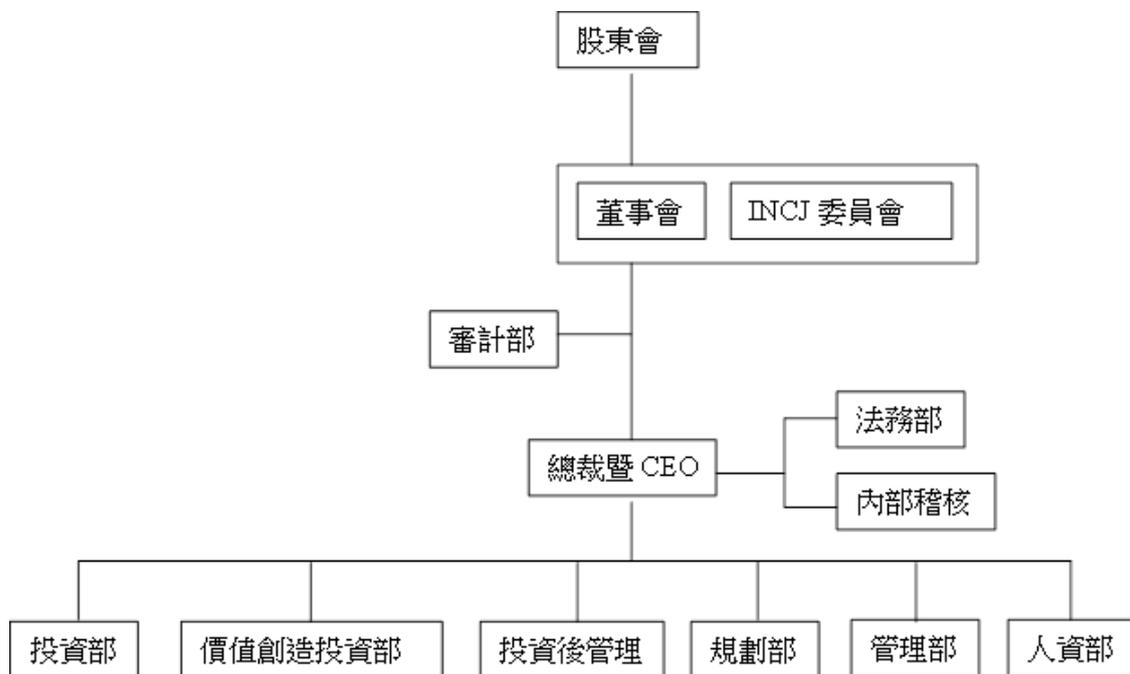
二、資金來源與資產規模

2016 年九月底時 INCJ 資本額為 3,000.1 億日圓，其中政府提供資金 2,860 億日圓，其他 26 家民間企業提供 140.1 億日圓。2013 會

計年度最終獲利 360 億日圓(約 3.5 億美元)，是 2009 年成立以來首度出現盈餘⁴⁰。

三、組織架構與公司治理

INCJ 主要由政府出資，藉由公私部門合作關係，建構以營利為目的之公司組織，其股東即為出資的日本政府及民間企業，民間企業主要為日本大型電子公司與金融機構。董事會下設執行長及營運長掌理組織營運狀況(INCJ 之組織架構參見圖 2-20)。



【圖 2-20】INCJ 組織架構圖

資料來源：黃齊元(2014)

INCJ 採用扁平式組織管理，員工背景多元，包含來自私募股權、創業投資及銀行界之專業人士，以及來自製造業、學術界及政府機關之人員。INCJ 管理階層之報酬係與其投資績效相連結。

⁴⁰ 陳韋君，2015 年 10 月 14 日 digitimes。

另外，INCJ 的每一項投資計畫依法均須由「產業革新委員會」之委員進行審查並作成投資與否的決議，是投資決策的決定者。委員的背景來自實務界及學術界，包括工程、鋼鐵、醫學、傳產、IT 之專才，並有財務專家(即 INCJ 社長)及律師各一位，及一位審計委員，並無任何政府代表。

值得注意的是，INCJ 是半官半民投資機構，日本政府雖為主要出資者，然其僅扮演出資者角色，投資決策權並非由政府掌握，而由沒有政府背景的產業、財務及法律專家決定，營運模式比照民間企業經營，以獲利為其首要目標，同時強調收益率、可操作性，以及影響力(指投資期間外對日本產業與日本經濟造成的長期影響力)。若不符合上述投資原則，該機構將不會進行投資。INCJ 的社長一再強調，該機構僅投資能使其獲利之企業；INCJ 營運長甚至曾表示，日本大藏省和經產省派了兩位官員進入 INCJ 董事會，目的是要「排除並抵抗日本政府的干預」，而不是監督執行團隊的一舉一動。

四、投資準則

INCJ 採取類似私募股權基金及創投(Venture Capital, VC)之操作模式，尋求長期投資標的，以分析調查篩選具發展潛力且可獲利之投資標的，對該標的進行直接投資管理，並以出售持股等常見機制退場。但 INCJ 之目標不在短期的投資利益，且不追求純粹的財務報酬，通常進行 5-7 年的投資，這相較於通常僅 3-5 年的私募股權基金，投資期間比較長。

INCJ 考慮符合下述三項條件的企業做為潛在投資標的：第一，可促進整體社會福祉，例如可處理能源、環境問題、提升健康或人類壽命及促進國家經濟發展等；第二，具成長潛力，意指可創造新附加價值，或私人企業機構願意提供資金之援助，或可取得之股份具有高度流動性；第三，具創新性，意指專注於研發尖端科技及該科技技術

之應用，或專注於創業投資資源之管理及應用，或針對特定科技技術之企業重組及整合，或具運用日本以外地區之海外資源之能力。

INCJ 期望成為其投資標的之技術或產品，必須能經得起全球市場激烈競爭的考驗，或能有助於打開新興市場；其次，該機構一定選擇投資反應最快且挑戰精神最強之企業合作，強調市場的先佔性，哪一家企業反應最積極最具挑戰精神，該機構就優先考慮。

INCJ 之投資組合中包含對初期新創公司之投資、對現存企業之整併以及運用海外資源之企業。該機構注重投資之多元性，並無對特定投資產業偏好，奉行之準則為投資具有高度社會需求、高成長、革新性的企業為主，換句話說，即投資具有核心技術或於未來發展有利之明星產業。目前 INCJ 投資之產業大致可分類為以下九種：材料/化學、電子裝置、工業設備、能源、運輸/汽車、消費/零售、生命科學、資訊科技以及基礎建設，該機構欲藉由廣泛投資不同領域的計畫，使其開放性創新理念得以實現，故其投資標的亦包含海外非日本公司。

INCJ 於篩選投資標的初期，會請第三方機構(如會計師事務所、法律事務所、投資銀行或管理顧問公司)針對投資標的進行實地查核(Due Diligence)，決議投資後之投資及管理手段，包括提供資金、技術及人才，並通常以指派董事席次之方式直接參與投資標的之公司管理。

具體而言，日本產業創新機構重視以下三類事業體：第一、對於擁有低度運用狀態專利或智慧財產權的大學或民間企業，提供資本與管理資源，成立新公司，以將該類專利或技術商業化；第二、對擁有技術的民間創業投資公司，或提供諮詢與建議，或共同合作，以創造更大的價值；第三、鼓勵或協助具未來前景技術的民間企業，進行企業再造，使其所擁有的技術，能夠充分運用。

INCJ 的著名投資個案包括 2012 年整合成立日本顯示器公司 (Japan Display Inc. ; JDI) ; 2013 年重整全球最大的微型控制器製造商瑞薩電子(Renesas Electronics) ; 以及 2014 年 1 月 8 日和美國投資業 Wil GP 共同成立新創企業育成基金，最多投資 1 億美元(約 105 億日圓)，支援日本的通信與媒體相關產業進軍海外市場等等。下文將詳述 INCJ 整合成立 JDI 的案例。

五、投資案例：日本顯示器公司(Japan Display Inc.)⁴¹

日本面板產業在韓、臺、陸廠崛起後，退居第四，各大廠商皆嚴重虧損。INCJ 耗時兩年半，成功說服日本三大電子廠打破成見，放棄主導權，共同合作，交流技術、資金及人才。2011 年 11 月，INCJ 與日立(Hitachi)、索尼(Sony)、東芝(Toshiba)三大企業簽訂協議，決議以 2,000 億日圓合資成立 Japan Display，即日本顯示器公司。從技術來看，三家日廠在高階面板技術上各有所長：日立擁有當紅的 IPS 廣視角和 MENS 等技術，東芝是 LTPS 面板龍頭，而索尼在 AMOLED 面板上擁有很多技術和專利。INCJ 希望通過整合日本現有面板優勢資源，以中小尺寸面板為突破口，重新謀求更高的產業地位以應對韓國廠商之威脅。因此日本顯示器公司之成立目的即在於整合日本中小型面板產業發展，包括整合各面板產業的設計、生產、行銷等面向，並希望使其成為日本面板產業的整合發展平臺。該公司於 2012 年 4 月正式營運，現為全球市占率最高之中小尺寸面板廠。

此一面板產業整併計畫之發想早在 2009 年秋天便已被提出，發想者是一名任職於大型電機廠商液晶面板子公司之員工。當時，日本大型電機廠商旗下的液晶面板子公司受金融危機的影響，業績持續惡化，並且正在採取關閉工廠等重組措施。該名從業人員認為中小型液

⁴¹ 引述自黃齊元(2014)。

晶面板市場的競爭規則隨著智慧手機之普及而發生變化，而在高精細化技術方面具有優勢之日本企業已經迎來重新奪取霸權的機會。該名從業人員將此想法傳遞給 INCJ 常務董事谷山浩一郎，希望能借助該機構之力量籌措發展資金。

谷山先生開始諮詢該領域之專家，並逐漸認同該名從業人員的想法。日本各大型電機廠商分別在不同的技術領域擁有優勢，確實有望通過重組獲得綜效。最後，谷山先生制定了將日立、索尼、東芝之業務合併的策略，以爭取日本面板產業重回龍頭位置，並從 2010 年春天開始持續向各家公司探訪合併業務之意願。協調過程中所遭遇最大的困難是與日立之談判。由於 2010 年底世界第一大的電子產品代工服務商鴻海精密工業考慮收購日立顯示器，使得三家公司之合併業務談判延宕。但最後日立考量與其他兩家日本大廠合作除了可得到資金以外，更重要的是能取得技術上的共同開發合作，終於在 2011 年 8 月，三家公司對業務整併取得共識，並於 11 月正式簽訂協議。

日本顯示器公司之資本額為 2,300 億日幣，其中 INCJ 出資 2,000 億日幣，並取得 70% 股權，其餘三家公司各出資 100 億日幣，分別取得 10% 股權。三家大廠之股權相當，而 INCJ 持股最多，取得主導權，全權領導重整計畫。

在公司的人事安排上，為避免新公司之社長是三家子公司的人馬，易讓公司陷入派系糾纏，因此在前爾必達社長坂本幸雄之建議下聘請前爾必達營運長大塚周一擔任社長。大塚周一 1951 年生，畢業于佐賀大學理工學部。1980 年進入日本德州儀器 (TI)，並從夜班工人做到了廠長位置。1998 年進入 Sony，曾指揮影像處理半導體生產線之建設。2002 年進入爾必達記憶體，2004 年開始在社長兼首席執行官坂本幸雄手下擔任營運長。由於爾必達曾經歷多次之整併，因此大塚

周一具有管理整併後組織的豐富經驗。公司的組織採用扁平式架構，並自原本三家子公司各延攬一名高級主管擔任部長。

完成整併後，日本顯示器公司先以 200 億日幣買下 Panasonic 位於千葉線茂原市原本用於生產 TV 面板用之第六代玻璃基板(G6)工廠。該工廠因臨近 Hitachi 中小尺寸面板廠，利於技術轉移，深獲 INCJ 青睞。收購完成後，INCJ 追加投資 1,000 億日幣，將其轉換為生產中小尺寸面板之先進工廠。2013 年 6 月該工廠已正式量產，主要產品為低溫多晶矽(LTPS)TFT 液晶面板，主要應用於高端智慧手機和平板電腦的高性能高品質顯示器。

由於日本顯示器公司是合併三家大廠所成立，集三家公司技術之大成，在研發上已累積多年經驗，亦不若夏普存在財務危機，截至目前已發表多項兼具創新性及實用性之面板技術。例如在 iPhone 5 面板生產初期，該公司是唯一良率可達八成，且穩定供貨之廠商；另外，在被視為次世代顯示技術主角之 AMOLED 面板之開發上，該公司亦被視為除三星以外最值得關注之廠商。

六、其他政策金融機構：日本政策投資銀行與日本國際協力銀行

除前述日本產業革新機構之外，日本尚有兩家重要的政策性金融機構，分述如下。

日本政策投資銀行(Development Bank of Japan，簡稱 DBJ)的前身為日本開發銀行，成立於 1954 年。1999 年，日本開發銀行與北海道東北開發金融公庫合併成立了 DBJ。原本日本開發銀行成立的主要目的是協助日本戰後重建工業體系，並促進本國經濟的多元化。其成立的依據是該國「開發銀行法」。隨著政府產業政策的變化，日本開發銀行的業務重點不斷調整，特別是亞洲金融危機爆發後，為了渡過難關，日本政府要求開發銀行向富有生命力的企業提供貸款，使開發銀

行用於恢復經濟的貸款占當年貸款總量的 42%。DBJ 成立後，其主要政策目標轉變為支援提高人民生活品質、改善基礎設施建設；節約能源，改善和保護環境；調整經濟和產業結構等。

DBJ 主要依靠財政投融资計畫獲得資金來源，資金絕大部分來自於郵政儲蓄，已占全部資金來源超過八成；僅有很少一部分來源於海外資本市場發行的債券，而且這種債券也是由政府擔保的，這部分資金來源占比不到一成。DBJ 在每年年初要制定收入和支出的預算呈送財務省，由財務省和國會對當年的融資計畫進行審批，然後作為投融资計畫和政府財政預算的一部分頒佈實施。日本目前仍不允許政策性銀行在國內資本市場發行債券，其目的是為了避免與國內商業性的長期信貸銀行爭奪資金來源。DBJ 除由日本政府撥付資金外，還在預算中設立公積金，用於補償由於不可預見的原因導致的虧損。公積金從年度決算後的利潤中提取。

日本國際協力銀行(Japan Bank for International Cooperation，簡稱 JBIC)，成立於 1999 年 10 月，是日本對外實施政府開發援助的主要執行機構之一，其前身是成立於 1952 年的日本輸出入銀行和成立於 1961 年的海外經濟協力基金。JBIC 屬於政策性銀行，全額負責官方發展援助中的日元貸款部分，其他形式的合作援助由日本國際協力機構等負責。

日本國際協力銀行及其前身，為戰後各個歷史階段日本國民經濟發展和國內外政策的需求提供協助，配合政府的經濟發展戰略，充分展現「政府的銀行」之特色。在成立之初，主要是提供資金為船舶、車輛等出口項目提供長期信貸。後來，日本的經濟重點逐步由單純出口導向轉向海外投資，日本政府綜合採用出口信貸與對外發展援助相協調的方式，為日本企業培植海外市場。尤其在 1997 年亞洲金融危機期間，日本政府與國際貨幣基金組織（IMF）配合，通過國際協力

銀行大量增加向泰國、馬來西亞等受金融風暴衝擊較大的東南亞國家提供不附加條件貸款，以穩定亞太國家的金融體系和經濟狀況，從而減輕了對日本經濟造成的衝擊。

從日本國際協力銀行的產生發展過程看，其在每一個歷史階段的業務演變都充分體現並配合日本經濟和政治發展的需要，既集出口信貸和開發援助為一體，又集支持進口和海外投資為一身。

從日本國際協力銀行的資金來源結構看，政府為銀行提供了充足的資本和穩固的業務融資管道。此外，該行還可享受免稅優惠，從而確保了政策性銀行的低成本運營，可為本國企業提供優惠利率貸款。

從日本國際協力銀行的運行方式看，其經營目標不以盈利為目的，而是以支援出口、開發資源、開拓市場、扶持戰略資源進口、穩定周邊關係等國家利益為己任。監管方式則由業務的經營目標決定，以國家經濟利益為目標的業務由財務省監管，以國家政治利益為目標的業務由外交委員會監管，銀行業務財務預算由內閣審議批准後執行。

第叁章 我國設立主權基金之可行性分析

本章首節先研析我國成立主權基金之成立宗旨，以及其定位與適宜位階；再從資金、人力、法規等面向切入，探討我國設立主權基金，可能的機會與挑戰（包括成立國家級投資公司或由目前國內類似性質基金轉型）；然後對於我國是否設立主權基金作建議。

第一節 我國設立主權基金之目標與定位

一、目標

盱衡我國當前的產業發展與經濟金融情勢，主權基金所能協助追求的政策目標至少有下列數端：第一，提振國內潛力產業；第二，海外策略性投資；第三，累積國家財富。分述如下。

(一) 提振國內潛力產業

據彭博新能源數據資料庫（2013）研究統計指出，各式各樣產業創新科技的發展流程可與不同的資金來源進行搭配，第一階段為技術研究，此階段以透過科學探討，來累積相關領域的知識為主要目的，科技的創新往往不是一蹴可及，而且這些技術研究最終不一定能實際應用至日常生活中，因此需透過政府或部份對這些全新技術有興趣之私人資本的資金投入，逐步將這些技術進行更深入的研究，成為往後技術發展的基石。第二階段為技術發展，此階段為在先前技術研究後，科學家能對目前所研究之創新技術有更深入了解，此時的技術也可能從先前模糊概念，轉為有整體理論架構，同時可實際應用於群眾生活中之專業技術，此時因這個技術已成形，企業或私人投資人可透過申請專利或相關應用，可獲取相對應的報酬，來回收先前投入之成本，因此政府研發投資將逐漸退出，並且吸引更多私人資金加入，不過因

技術可能有其獨特性，一般投資大眾可能無法瞭解此項創新技術內含之風險，故仍不適合導入一般投資人之資金。到了第三階段製造量產與第四階段公司上市時，技術則完全成熟，可應用於大規模生產上，並形成一整個完整產業鏈。在這後兩個階段中，投資大眾也對此項技術瞭解更深入，因此可透過股份公開發行，開放一般投資大眾進行投資，同時金融業者對這項產業也有深入瞭解，而透過授信方式，提供資金予以廠商。

根據上述的創新科技發展流程，居於起點的第一階段技術研究需要大量資金投入，但礙於此階段失敗的風險甚高，且即使是專業投資人亦不易判斷投資計畫日後的成敗機率，因此倘若某類產業攸關國計民生與國家未來發展，創新科技之研發勢在必行，則由政府出資或集資以挹注該類產業之創新研發，應屬適當與必要。鑒於能源短缺問題恐成我國未來經濟發展隱憂，接下來我們且以綠能產業為例進一步剖析。

就經濟發展歷史軌跡觀之，可看出經濟發展對能源之依賴程度甚深，而確保能源之穩定供應，亦是各國經濟發展政策中之重要環節。當面臨供應短缺之風險升高，或是購買成本大幅增加，將使經濟發展得以維持一定成長目標之難度增加。我國除高度依賴能源進口外，尚須面對國際要求減碳之壓力，因而電力多元化及發展潔淨能源乃勢所必然，特別是當前核四廠停工封存，核一、核二及核三廠自 2018 年至 2025 年若如期除役，未來勢必面臨尋找替代能源彌補供電缺口之問題。

為達成國家永續發展目標，尋求持續性能源供應為主要發展方向，可提供綠色能源之再生能源產業，成為眾所矚目之焦點。順應此一世界發展趨勢，我國再生能源產業之產值規模，以及國內再生能源之目標亦持續擴大與成長。然推動再生能源並非易事，主要是現有傳統能

源取得價格較低，而再生能源之使用效率及經濟效益，吸引廠商投入大量成本開發尚屬有限，特別是資金籌集上仍有一定難度。目前我國再生能源產業之資金取得管道以間接融資為主，直接融資為輔，亦即再生能源業者向銀行申請貸款，在銀行利用授信原則評估後，將貸款金額撥付以滿足資金需求。但受限於再生能源與一般產業之差異，銀行難以適當事前評估其授信風險，造成在融資經常面臨多重限制，較難取得足夠資金以拓展本身業務。

若我國擁有主權基金可供運用，則對於注入資金提振綠能產業將大有著力之處，因為主權基金可扮演投/融資銀行的角色。此類政策性金融機構(或稱政策銀行)中，英國綠色投資銀行(Green Investment Bank, GIB)的經驗可供借鏡。GIB 由英國政府出資約新台幣 1500 億，於 2012 年正式成立，內部又細分為幾個投資目標不同之子基金。GIB 可搭配外部資金投資，事實上，GIB 銀行可視為英國再生能源產業資金的導入平台，除吸引國內民間資金的投入，同時亦可吸引國際長期性資金的投入。部份投資專案予以出售以回收資本，投資報酬可支付營運成本及提供資本報酬。截至 2014 年底，英國 GIB 銀行累計投資案件數達 26 件，總投入金額為 13.03 億英鎊，吸引私人部門投入金額為 35.09 億英鎊，帶動整個再生能源產業之累計投資金額為 48.12 億英鎊。GIB 及私人部門平均投資比率為 1：3。

值得注意的是，英國政府強調 GIB 不與民爭利，主要功能為帶頭引入民間資金，而政策方向不只限於綠色發電，另外能源效率改善、新型態綠色能源引入也是重點。

另一個案例是中國大陸的中國開發銀行。中國開發銀行為中國大陸國家戰略的中長期投/融資銀行，中國開發銀行將光電行業作為重點支持領域。在 2010-2012 年，中國開發銀行在光電發電貸款餘額增長率達到 135%，截至 2013 年 8 月底，已累計發放貸款 481 億元，其

中支持上游設備製造企業建設光電發電項目貸款餘額達 190 億元，佔全部光電發電貸款餘額的 46%，有效地緩解了上游製造企業產能過剩的局面。貸款支持的光電發電裝機容量占大型併網光電裝機的 60% 以上。中國開發銀行在 2013 年 9 月新規定，在貸款年限上，原則上不超過 15 年，根據專案實際可延長 3-5 年，即最多長達 20 年；貸款利率方面會在人民銀行同期同檔次基準利率基礎上，對國家能源局認定的專案給予利率優惠。

總而言之，以主權基金對國內的策略性產業進行控股管理或融資服務，以提升企業的獲利水準與長期競爭力，可視為我國成立主權基金的目標之一。

(二)海外策略性投資

全球經濟體加速競合，產業鏈大幅整併，國際間「國家資本主義」愈來愈明顯，大舉支持主權基金進行國際併購。當前我國面臨紅色供應鏈崛起的強大威脅，且我國經貿長期以來過於倚賴中國大陸。倘若由政府出面整合資源，並以主權基金的形式在中國大陸以外的國家或地區，提供資金協助我國企業於海外取得工程承包、併購及建廠等業務，或針對我國企業海外併購業務另外提供跨境併購或槓桿融資等金融服務，則對於改善我國產業體質，增加我國在海外市場的影響力，必有相當助益。

事實上，我國營造與工程產業均具備海外工程顧問與海外營造之相關經驗，並長期關注 ADB、EBRD 對受援國貸款及技術援助等案件，但在赴海外發展上仍存在通案問題。例如資訊蒐集落後以致投標準備不及、參與海外標案較欠缺橫向或垂直產業鏈整合策略觀念、海外投標與履約週轉之資金籌措不易等等，而與資金周轉與籌措相關的問題，恰好可由主權基金協助解決。

以政府資金從事海外策略性投資的著名案例當屬新加坡。新加坡政府財政部擁有淡馬錫控股公司（Temasek Holdings）100%的股權，投資超過1.8兆星幣（約7兆台幣）於港口、飯店、紐西蘭奶粉公司、巴西天然氣公司以及跨國重要物資，顯具戰略性目的。

從事海外策略性投資的地區，我們以中國大陸「一帶一路」沿線之國家為例。這些新興經濟體人口結構年輕，擁有龐大勞動力而造就人口紅利。目前「一帶一路」沿線國家仍多以低度開發或開發中國家為主，例如跨境高速公路、鐵路、輸電網、電信光纖、油氣管線、加工出口區或工業園區等相關之基礎設施相對較缺乏，主要需求部門在於電力、運輸與通訊，需求地區則以東南亞、南亞為主。若政府能提供資金協助我國企業來此發展，將有益於海外市場布局、提升專業能力、培育國際人才等長期發展重點。

「一帶一路」中的「絲綢之路經濟帶」所經過的中亞國家，其位居中俄歐三大區域之樞紐地帶，也富含天然資源，經濟潛力逐漸受到重視，或可做為我國順應「一帶一路」考慮海外策略性投資時，除東南亞與日韓之外的另一考量。後續在「一帶一路」及中亞各國經濟政策帶動下，基礎工程與能源設施建設等商機開始日趨蓬勃。例如塔吉克90%的面積為高山地區，即便其存在能源匱乏、交通不便、資金人才短缺、產業結構單一等問題，但塔吉克水力蘊藏量卻是世界第八，加上人口稀少，因此人均水資源為世界第一，但應用率只有3%，是以背後隱藏著龐大的水力發電基礎建設商機。唯中亞五國的國家風險相對而言較高，是其可慮之處。

未來對於「一帶一路」沿線國家基礎設施建設的投融資，可望產生一定的經濟外溢效果，並帶動周邊相關經貿投資機會，促成我國企業與他國企業更多的合作機會。而我國企業在爭取跨境業務的同時，亦將藉此與亞洲區域市場產生更緊密之連結，且與「一帶一路」沿線

國家之政府或許將有更多的接觸機會，有益於我國拓展海外的能見度與影響力。

另外，亦有專家指出⁴²，2017年是印度、印尼及緬甸等亞洲新興市場開放的最後年限，這些市場是台灣金融業跨向海外的最後機會，早些年開放的泰國、馬來西亞等，台灣已幾乎沒有機會併購銀行了。日本為了拿到一張緬甸外銀執照，日本首相安倍親自到訪緬甸並提供基建資金，以政府力量幫助日本瑞穗實業銀行，也穩住日本企業掌握緬甸市場。我國金融業為深入新興市場，恐亦須政府助一臂之力。因此，我國若能在2017年之前先形成一個以金融為主的主權基金，協助國內金融業到東南亞地區併購銀行，對於未來確切掌握金融市場的話語權應有極大助益。

做為海外策略性投資的資金來源，上述主權基金的部分功能似與輸出入銀行重疊，但主權基金的投/融資行為理應更具彈性。另外，主權基金除可提供資金協助我國企業向海外擴張，亦可針對我國重點發展之策略性產業，直接投資海外相關公司控股管理，以汲取經驗與技術，必要時甚至可以購買專利讓本國企業使用，並可伺機參與國際間的重要投資計畫，這些都是以主權基金從事海外策略性投資的可行手段。

(三) 累積國家財富

成立主權基金最原始的目的之一，就是為了累積國家財富，為國家的財富尋找寄放處，以備將來使用，同時盡可能賺取高投資報酬率。

挪威的主權基金(GPFG)是以累積國家財富為目的之案例的個中

⁴² 安侯建業聯合會計師事務所資深會計師馬國柱於2015年5月28日以「探討主權基金趨勢對台灣金融產業發展的影響」為題發表演講。

翹楚。挪威從岸外石油獲取龐大財富，但是政府和人民都不想花掉出口收入，因為這麼做的話，會使挪威貨幣克朗的匯價大漲，不利挪威的國內產業發展。為了維持經濟穩健，不能只是把龐大的石油收入花掉，而是將那些收入以另一種貨幣的形式放在海外，然後慢慢動用。挪威政府每年允許動支基金總額的 4%，大約就是基金的期望報酬率，用於社會福利和公共建設等支出。

主權財富基金的積極管理是以資產的長期投資價值為主要考量，對於資產價格的短期波動並不過份關注，但針對投資組合的資產配置、貨幣構成、風險控制等都有嚴格要求⁴³。主權財富基金會依照資產種類、貨幣、國別、產業、風險承受水準等項目進行策略性配置。在過去，此類基金的管理方式較為被動保守，對於本國與國際金融市場的影響也有限，但近年越來越多主權基金採取更為專業化與市場化的運作手段，管理方式日趨積極與多元，基本上已將規避風險為目的的流動性管理模式，轉為具有更強風險承擔能力的資產管理模式，以謀求長遠投資，並獲取較高收益。

以挪威主權基金為例，1996 年以前幾乎全部投資於有擔保的政府債券，到了 1998 年，挪威央行放寬 GPF 對股票投資的限制，近年更逐步開放基金投資房地產。科威特投資局的投資策略更為積極，投資組合中股票與房地產合佔約六成。

因此普遍而言，以增加國家財富為主要目的的主權基金，其資產配置不再聚焦於高等級政府公債或公司債，而演變為包括股票、外國房地產、私募股權、商品期貨、避險基金等風險性資產在內的全球性多元化的投資組合。這一方面使得主權財富基金在國際金融市場中扮演更活躍的角色，一方面也使基金在有效進行風險控制的前提下，

⁴³ 參見范世平(2010)。

建構更具績效的投資組合，進而獲取較高的投資報酬。

二、定位

主權基金應採取何種模式設立，不僅須考量我國國情之適切性，更重要者應明確賦予主權基金之定位，以發揮其最大作用與成效。

國際上主權基金之組織架構有採取基金之模式或投資公司之模式進行(張佳縈, 2009)。一部分學者認為主權基金可以基金模式設立(李儀坤, 2008)；另一部分學者認為若我國欲成立主權基金，可以採取設立一獨立於中央銀行之外的投資機構法人，負責基金之管理與投資策略(朱美智與鍾世靜, 2008；郭冠甫, 2014)。

(一) 主權基金

按照主權財富基金(較為狹義)的定義，此一基金是指政府所投資的外匯資產，而且這些資產的管理者獨立於中央銀行的操控之外；或是政府為了長期目的而掌握外匯資產所創設及擁有之特殊投資基金。進一步來說，主權財富基金是指一國憑藉出口順差與財政收支狀況的改善，或自然資源的收入，使得國家財政盈餘與外匯存底不斷累積，而針對此一財政與外匯存底盈餘所成立之基金。此基金之運作與一國的匯率政策及貨幣政策完全脫鉤，由專門投資機構進行管理，以投資海外資產為主，投資標的遍及全球，而以追求較高的投資報酬率為主要目標。

前文述及之新加坡政府投資公司、中國華安公司、挪威政府退休基金等，均可視為此種定位之主權基金。

(二) 國家級投資機構法人

國家級投資機構法人，又稱「國家級投資公司」，或有專家學者稱「類主權基金」者，文獻上的定義並不明確，特別是其與廣義的主

權基金之間的界限模糊難辨。此處我們暫且將中央政府出資(全額或部分)，但形式上為一獨立之機構法人，而以國內產業為主要投資標的者稱之。

在此定義下，「日本產業革新機構」(Innovation Network Corporation of Japan, INCJ)堪稱其中範例。

此外，「中國大陸積體電路產業投資基金」亦是引人關注的案例。該基金設立之緣起，肇因於中國大陸政府注意到其內需之積體電路晶片極度仰賴進口，以 2013 年為例，中國大陸積體電路晶片進口額為 2322 億美元，甚至超過原油 2196 億美元的進口額。由於資訊產品的核心元件仍然需要大量進口，中國大陸政府認為這會威脅國家資訊安全。

有鑑於此，中國大陸政府於 2014 年 6 月 24 日發佈「國家積體電路產業發展推進綱要」，將發展半導體產業提高到國家戰略高度。此一綱要強調設立領導小組，「設立國家產業基金」，加強金融支持，範圍則涵蓋「設計-製造-封測-裝備/材料」全產業鏈，同時鼓勵設計和封測環節兼併重組，強調製造環節的基礎作用。

2014 年 9 月 26 日，依據「國家積體電路產業發展推進綱要」，「中國大陸積體電路產業投資基金」正式成立。該基金主要目標在支持中國大陸積體電路產業的發展，促進產業鏈上下游生態系統的整合。2015 年 2 月，中芯國際與中國大陸積體電路產業投資基金達成投資協議，後者向中芯國際注資 30.99 億元人民幣，股份占比為 11.58%，幫助中芯國際發展技術和擴充產能。

另一個頗值我國借鏡的案例來自德國。德國是一個高工資高福利國家，又存在發達國家普遍面臨的問題：人口高齡化（德國的人口高齡化比例僅次於日本和義大利）、能源供給不足、失業、經濟結構轉

型和消費者信心不足等問題。德國經濟要想保持全球領先水準就必須以更快的速度發展科技，並在德國境內迅速將其轉化為產品或製造流程。為此，梅克爾政府於 2006 年制定了「高科技戰略」，以統一協調包括教育研究、經濟、環保等面向在內的政策，使科技創新能夠更順暢的轉化為生產力，實現 2010 年研發投入占國內生產總值 3% 的目標。

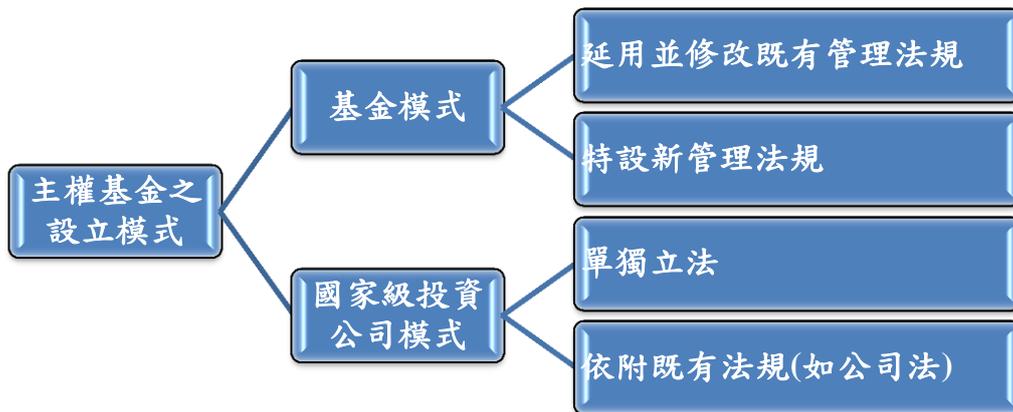
在此背景下，德國政府啟動了「高科技創業基金」，於 2006 至 2009 年間，政府投入了 250 億歐元，以彌補德國企業在創建初期的融資不足。該基金主要通過參股方式扶持新成立的、以研發為基礎的企業，單項最高參股金額可達 100 萬歐元。該基金還可為企業提供商業和管理方面的技術支援。「高科技創業基金」是以「公私合營模式」運作，除經濟部和具有國家背景的政策性銀行—復興信貸銀行外，一些大型企業如德國電信和西門子公司也提供資金。當時的德國經濟部長曾經公開表示，歡迎其它工業投資者提供資金和技術。

此一模式本質上是由政府和大企業提供資金支持，扶持中小企業科技創新。德國政府很清楚，為達成「高科技戰略」所需之資金甚為龐大，政府無法獨力負擔，因而設法調動社會各方面的力量，最初規劃大約三分之一的金額來自公部門，另外的三分之二來自產業界。此外政府的適當投入也可以引導產業界的科技投入，刺激企業投入科研經費進行研發。

綜上所述，倘若我國成立主權基金，究應採取何種定位，一方面與成立主權基金之目的密切相關，另一方面亦須考慮設立主權基金所可能遭遇的困難，我們在下一節討論此一議題。

第二節 我國設立主權基金之課題與挑戰

承前所述，我國主權基金之設立可考慮基金與國家級投資公司兩種模式進行探討。圖 3-1 為我國設立主權基金可能架構之示意圖。以下依管理規範、主管機關、人力資源與資金來源等四個方面進行檢視。



【圖 3-1】我國設立主權基金可能架構之示意圖

資料來源：本研究自行整理

一、設立主權基金

(一) 法源依據

若干文獻認為台灣早已有主權基金，即國家金融安定基金（簡稱國安基金）（李儀坤，2008；范世平，2009；張佳瑩，2009）與國家發展基金（簡稱國發基金）（黃彥斌，2009）。事實上，各國主權基金標榜國家主義，除投注資源於國內企業外，也在國際市場上大舉投資。例如淡馬錫控股與中投公司皆以扶植國家產業，培養國際專業人才，提升國家的總體國力，以達到國家資本主義之目的（羅立群，2015）。

政府若以基金模式成立主權基金，可考慮以既有政府基金（如國發基金）轉型為主權基金，僅需修改相關管理辦法，如《行政院國家發展基金收支保管及運用辦法》；或另新設一基金，直接量身訂製新管理條例。惟前者受《預算法》與《產業創新條例》所束縛，後者則受《預算法》之規範，甚至受立法院或其他利益團體所羈絆。因此，如何讓主權基金具有其超然地位，是必須深思的。

（二）主管機關

若以現行政府基金（如國發基金）轉型設立主權基金，則主管機關與管理機關仍為行政院與國家發展委員會。若採新設一基金，則主管機關應屬行政院，管理機關之歸屬乃視資金來源與用途以決定之。參考國外經驗，新加坡的淡馬錫與 GIC 之主管機關皆為財政部；挪威政府退休基金之主管機關則為該國之中央銀行；中國之中投公司與全國社保基金為國務院轄下之財政部、華安公司為中國人民銀行轄下之國家外匯管制局；香港則為金融管理局。

（三）人力運用

以國發基金為例，根據《行政院國家發展基金管理委員會民國 103 年年報》所揭露之資訊，國發基金管理會由財經相關部會首長與學者專家 11 人共同組成，旗下專職人員共計 35 名（公務人員 14 名，約聘僱人員 21 名），另有 13 名其他機關現職公務人員分兼業務。上述數據與各國主權基金之人力配置差異頗大（請參閱表 2-6）。

由於國發基金之組織架構與人員，皆為政府官員與公務人員兼任，若主權基金以基金模式成立，則管理委員會與組織成員皆為公務人員，受《公務人員任用法》與《公務人員服務法》所規範。反觀國外主權基金皆為吸引國外專業經理人加入，其人員晉用與薪酬制度皆頗具彈

性，而我國若以基金之模式設立，受制於《公務人員任用法》第 28 條規定，無法聘用外籍專業人士擔任，即便以約聘僱人員方式聘任，其薪酬水準亦難與民營企業相比擬。故在人才聘用上，仍需政府加速鬆綁國際人才之准入條件，以維國家與產業之競爭力。

(四) 財源

若根據前述以基金模式設立主權基金，以既有政府基金轉型為例，其資金來源受限於《預算法》之規定，納入特種基金之管理。若採新設一基金模式，其主管機關為行政院，仍受限《預算法》規範，以匡列預算作為資金來源，此舉與原有政府基金並無二致。不同之處僅在於，主權基金之投資佈局應以海外市場為主，不應只侷限國內市場。

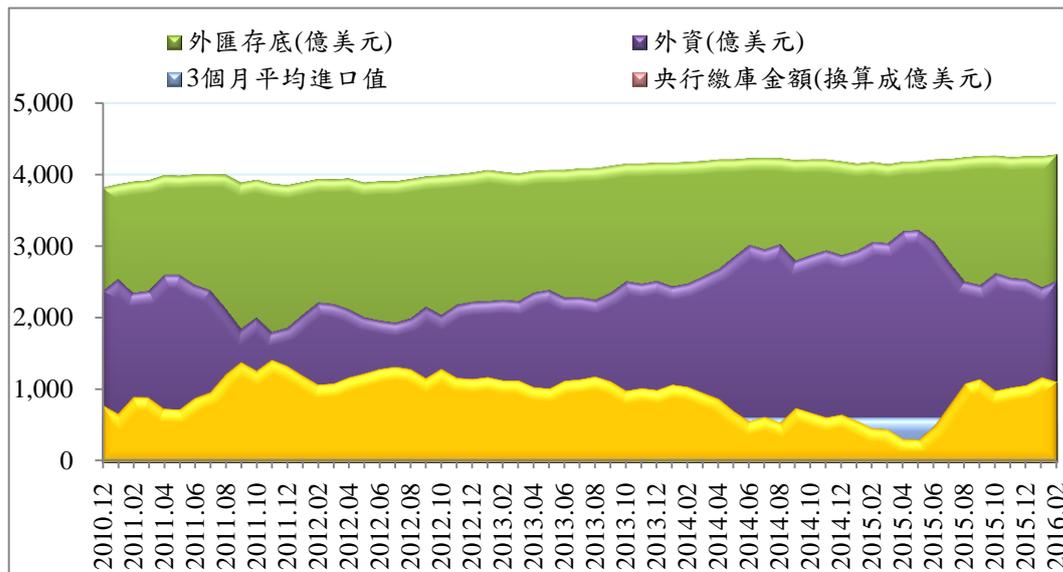
另外，根據過去文獻建議，我國主權基金之資金來源，不外乎以四大基金、國發基金、國安基金與我國外匯儲備為主。李儀坤 (2008) 認為可有效運用我國外匯存底，惟需注意利率風險與外匯風險。截至 2016 年 2 月底，我國之外匯存底金額為 4,288 億美元，其中外資持有國內股票、債券與新台幣存款，折合 2,522 億美元，扣除熱錢後可動用之外匯存底為 1,766 億美元。另為維持外匯流動性所需，根據國貿理論外匯準備以維持 3 個月進口額，約 600 億美元即可⁴⁴；再考量中央銀行每年有上繳國庫之壓力，預估為新台幣 1,800 億元 (折合約 55 億美元)⁴⁵。因此，將上述可動用之外匯存底扣除進口額與上繳國庫之金額，則外匯存底剩餘為 1,111 億美元 (可參考圖 3-2)。從圖 3-2 觀察可知，自 2010 年 12 月始，外匯存底剩餘平均為 966 億美元，最高為 1,388 億美元，最低為 310 億美元。惟中央銀行認為外匯存底的投資標的首重安全性與流動性，與主權基金之投資目標不盡相同，因此

⁴⁴ 根據財政部統計處「進出口貿易統計」之資料顯示，104 年之進口貿易總值為 2,372.19 億美元，加以計算後，3 個月平均進口貿易值為 593 億元，故本文取 600 億美元。

⁴⁵ 換算日期為 105 年 3 月 11 日，換算匯率為 1 新台幣 = 0.03032 美元。

對於將(部分)外匯存底納入主權基金之資金來源持保守看法。

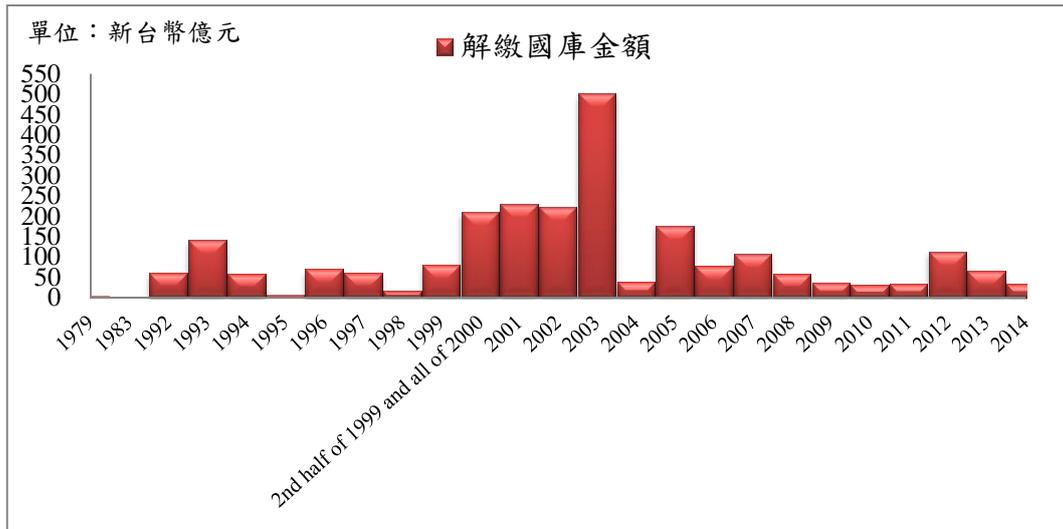
另一種作法，如朱美智與鍾世靜 (2008)認為可以與政府相關部門協議，籌募本國貨幣之資金，例如以強制性退休準備金，繼而在外匯市場購買投資國外所需之外幣。惟我國各種政府基金之成立宗旨與設立目的皆有所不同，若強加合併或整合，似有困難。



【圖 3-2】我國外匯存底剩餘

資料來源：中央銀行，本研究自行整理與試算。

另外，現行之國發基金自 1979 年至 2014 年之歷年賸餘累積繳庫數額為新台幣 2,425.92 億元 (請參閱圖 3-3)。但主權基金之規模應逐步擴大，上述兩種基金模式，依《國營事業管理法》第 13 條規定需將年度盈餘解繳國庫，這樣之做法與主權基金以營利為目的相違背。職是之故，應於管理條例中規定可豁免盈餘繳回國庫，以積累足夠資金，進行更大規模之投資佈局。



【圖 3-3】國發基金歷年之解繳國庫金額

資料來源：《行政院國家發展基金管理委員會民國 103 年年報》

另需考慮的是，若我國主權基金之設立目的係為國家永續發展，妥適運用過去累積的國民公共財富，以維國民權益，則主權基金之用途將以尋求國外投資機會為主，扶植國內產業為輔。參考國外做法，新加坡淡馬錫國內外之投資比例為 3:7，GIC 則以海外市場為主體。若由國發基金或其他政府基金轉型，勢必將面臨扶植國內產業發展與升級之資源將被瓜分。事實上，我國現已無工業銀行，中小企業銀行亦僅存一家，現今政府意欲扶持新創或文創產業，甚至是戰略性產業，政策立意雖好，惟承貸之商業銀行擔心風險過高，仍視之為畏途。

最後，國外之主權基金主要由董事會制定投資策略，再由管理部門負責執行，並先透過內部投資部門主動積極評估或委由專業投資機構尋求可行之投資標的進行投資。反觀以國發基金為例，主要以投資、融資、創投與專案投資為主要業務，運作情況為被動等待有需求之民間企業來申請投資或融資為主，再透過內部投資或融資機制審核；或是透過經濟部工業局與專業創投機構合作挹注資金，投資於國內策略性產業。兩種基金之運作模式與積極程度截然不同，最終呈現之經營

績效與成果亦存在明顯差異。

二、成立國家級投資公司

(一) 政府出資過半或全額出資

1. 法源依據

國營事業係指政府獨資經營，或政府與人民合資經營，政府資本超過50%之機構（國營事業管理法第3條），其資金來源由國庫撥付，如經政府核准，亦得發行指定用途之公司債。全球知名國家級投資公司之淡馬錫控股（Temasek Holdings），由新加坡財政部全資股權控制並主管之投資公司，其主要目標在追求盈利之際，兼顧國家產業政策之落實。我國國營事業係以促進經濟建設、便利人民生活為主要設立目的，以政府出資成立國家級投資公司於法有據，而為擴展投資輻射範圍，更可進一步將投資觸角延伸至海外，包括東南亞、拉丁美洲等具開發前景之國家。應注意者，國營事業除適用國營事業管理法外，亦須符合公司法之相關規定。

2. 主管機關

國營事業之主管機關，係依行政院各部會署組織法之規定（國營事業管理法第7條），包括經濟部部屬事業之台灣電力、台灣中油、台灣糖業、台灣自來水公司，以及財政部主管之台灣菸酒公司、財政部印刷廠。而由財政部所全資持股之臺灣金控、台灣土地銀行及中國輸出入銀行，則依據其業務性質，該目的事業主管機關劃歸由金管會擔任。由此觀之，擬成立之國家級投資公司所從事業務性質，主要是對選定產業之企業以參股或控股方式經營，並兼顧新創產業發展政策之任務，性質類似與專業經營對被投資事業直接提供資本之創業投資公司，爰該政府全資控股位階之國家級投資公司，隸屬於經濟部主管較為妥適。

3. 人力運用

國營事業人事任用方面，除特殊技術及重要管理人員外，以公開甄試方式為限，並由該主管機關擬訂辦法用以人事管理，包括經濟部所屬事業機構人員進用、考核、退休撫恤及資遣等辦法。同時應準用公務員服務法不得經營或投資於其所從事之同類企業，以及公務人員任用法之關係人任用迴避等規定。整體而言，國營事業之人事進用係按照現行法規聘任，在未有所有權與經營權分離概念之前提下，人力資源運用較欠缺彈性，可能無法有效提升營運效益。

誠如前述，淡馬錫控股公司係由新加坡財政部所全資股權控制並主管，然其董事會之構成除財政部官員外，亦延攬經驗豐富之企業家及全球各地優秀之專業經理人。且新加坡財政部與淡馬錫間，係保持分層監理之關係，財政部主要事務包括任免重要人事、審核重大投資專案、審閱財務報表，以及參與特定關係企業之併購或出售決策，而不干預其日常經營決策，賦予相當大之經營自主權。由於我國之創投機構及市場環境較小，國發基金規模亦有其限制，即具有規劃以公司模式成立主權基金之誘因，且新國家級投資公司與現有國發基金可以併存，不會影響其原有之功能。

(二) 政府出資未過半

1. 法源依據

政府以帶動民間資金投入方式，與民營公司成立其持股未過半之國家級投資公司，非屬國營事業管理法所定之國營事業，依據公司法即可為發起人設立股份有限公司，並向經濟部商業司申請登記。回顧2008年1月，為有效推動都市更新事業，國發會及內政部徵求民間投資人共同籌組「台灣都市更新公司」，該公司資本額60億元，其中公股（國發基金）及民股比例分別為40%、60%，即非國營事業之民營

公司。但以官辦民營形式成立之國家級投資公司，在引導民間資金之投入挹注上，應審慎評估資金來源及對象，避免產生圖利特定人士之負面影響，並減少機構業務之不確定性。

2. 主管機關

政府出資持股未過半之國家級投資公司，依據公司法設立登記，在經營管理上毋須適用國營事業管理法，且其主要業務是對選定產業之企業以認購股權方式經營，與專業經營對被投資事業直接提供資本之創業投資公司類似。爰參照一般股份有限公司，主管機關可劃歸為經濟部。但在資金來源方面，如是來自國發基金、銀行業、證券業、保險業、公民營退休基金或保險基金者，則須先由中央主管機關出具推薦函後，送交目的事業主管機關審核之。

3. 設立資金來源

有別於政府全資持股之國家級投資公司，非國營事業之資金來源並非全由國庫撥付，半數以上係來自民間資金投入，包括國發基金、公民營退休基金或保險基金，或透過資本市場以股權（上市）、債權（公司債）之形式集合資金，甚至在資金運用上較有餘裕，而限制較少之保險業（僅得財務性投資，無法出任董事席次）等。應注意者，不論成立主權基金或國家級投資公司，均應設專責條例規範財務、業務、人事等重點事項，且審慎評估民間資金來源及對象，以及國家級投資公司之投資觸角延伸至海外時，而可能備受關注之本國資金流出投資他國等問題，以降低圖利特定人士及民眾之疑慮。

4. 人力運用（非公務人員、外籍人士聘用）

政府出資持股未過半之國家級投資公司非國營事業，其人事任用方面，毋須主管機關擬訂辦法用以人事管理，亦得不準用公務員服務法及公務人員任用法之相關規定，使其在人力資源調度上較靈活。換

言之，該公司董事會擁有重要人事任免權，得依其經營決策聘用外籍專業經理人。此外，非國營事業可略除多重考核目標，改以股東利潤極大化為導向之績效評價制度，且充分授權專業經理人及其團隊負責公司營運，定期向股東報告確保投資品質即可。

第三節 我國是否設立主權基金之初步研析

一、資金來源的考量

我國近年來的經濟成長受國際情勢所拖累，相較於其他亞洲國家乃至於往昔的四小龍，常略顯疲態(參見表 3-1)。因此遂有成立主權財富基金之倡議，可用以投資外幣資產，為我國增加財富，而主權基金的財源則可優先考慮投資績效不彰的外匯存底與四大基金⁴⁶。此說雖不無道理，但亦有若干可堪商榷之處。

【表 3-1】近年經濟成長率

國家	2012	2013	2014	2015
中華民國	2.06%	2.20%	3.92%	0.75%
新加坡	3.70%	4.70%	3.30%	2.00%
韓國	2.30%	2.90%	3.30%	2.60%
香港	1.70%	3.10%	2.60%	2.40%
中國大陸	7.70%	7.70%	7.30%	6.90%
泰國	6.50%	2.90%	0.70%	2.50%
印尼	6.30%	5.60%	5.00%	4.70%
菲律賓	6.80%	7.20%	6.10%	6.00%
馬來西亞	5.60%	4.70%	6.00%	4.70%
越南	5.20%	5.40%	6.00%	6.50%

資料來源：IMF International Financial Statistics，行政院主計處，中華人民共和國國家統計局
2015 年之經濟成長率為 2015 年 12 月之預期值。

首先，央行可運用的外匯存底尚須扣除外資持有國內股票及債券市值，因此比帳面所見要少許多，且央行持有外匯存底除須顧及流動性，尚須考慮匯率政策與貨幣政策之執行，如再思及央行肩負繳庫任務，可動用的外匯存底更少。所以若以外匯存底總量為分母計算投資報酬率，是明顯低估了央行操作外匯的投資績效。

⁴⁶ 如陳世憲(2008)，林建甫與彭思遠(2014)等。

四大基金亦有類似的情況，不論是郵儲基金、勞保基金、勞退基金、或退撫基金，本於其設立宗旨，資產的安全性與流動性皆至關重要。例如若以人民的退休金投資(高)風險性商品，恐引發極大爭議。

綜上所述，一味以追求投資報酬率為標準要求央行外匯存底與四大基金的操作並不公允。且依照外匯存底與四大基金資產之特性，即使部分納入主權基金財源，亦非長久之計，終有退場之一日，但為此而須修改之相關法規牽連甚廣，可謂治絲益棼，得不償失。因此我國主權基金的資金來源，暫時不宜考慮外匯存底與四大基金。

二、我國設立主權基金之考量

造成我國經濟成長不如預期的因素很多，但不可諱言的，我國的產業結構似已面臨轉型的關鍵時刻。即使姑且不論投資虧損的可能性(2008 金融海嘯時全球主權基金虧損約六千億美元)，以主權基金投資外幣資產為我國增加財富，長期而言雖有改善政府財政之功，卻不能真正解決經濟發展面臨的瓶頸。在財源有限的情況下，當務之急或許是由(類)主權基金提供產業整併與發展所需的資金。

例如前文提及，中國大陸已設立「中國大陸積體電路產業投資基金」，以支持中國大陸積體電路產業的發展，促進產業鏈上下游生態系統的整合。如此一來，中國大陸對積體電路晶片進口的依賴減少，直接就衝擊我國半導體產業對中國大陸的出口，且日後勢將成為半導體產業中強勁的競爭對手，瓜分其他各出口國的市場，更不用說紅色供應鏈始終對整併我國科技業廠商虎視眈眈。此時我國政府實應以國家級的戰略性思維出發，協助國內相關產業因應此一變局。

除了鞏固我國既有的優勢產業之外，許多在發展初期極需研發資金的前瞻性產業，例如綠能產業與生技產業，亦頗需政府關注並援以一臂之力，特別是初期研發的失敗風險甚高，一般來說籌資殊為不

易。

以協助產業發展而論，國發基金的貢獻有目共睹，舉其近者，今(2016)年3月29日甫通過投資中華開發優勢創投基金3600萬美元，(中華開發優勢創投基金)規劃透過投資協助我國具「Smart、Green」創新元素之中小型企業進行整併，並提高企業經營效率。國發基金之設立宗旨本就在於加速產業創新增值，促進經濟轉型及國家發展，為協助我國產業創新增值、研究發展及自創品牌，經由投融資方式或協助中央各目的事業主管機關辦理有關計畫以完成「產業創新條例」第30條所定用途事項。由此觀之，國發基金是現行體制下最接近產業發展型之類主權基金者。

政府現在設立基金協助產業發展還有另一個潛在的好處。目前我國游資過於浮濫，因此央行自去(2015)年八月起，每月標售的二年期定期存單，金額由200億元提升為300億元，亦即每月多沖銷掉100億元資金。金管會於今(2016)年三月底的統計，二月份國銀放款總額25.42兆元，較上月減少518億元，兩個月共減少1207億元，放款額持續下滑，存放款差額達9.155兆元，連續三個月破9兆元，存放比再降到73.5%，續創新低。市場資金如此充沛，若無適當去處，恐有助漲物價，製造金融泡沫之虞。倘若政府成立(類)主權基金採取官民合資模式，將可導引市場資金進入策略性產業，可謂事半功倍，一舉兩得。

三、初步小結

總結上述論點，本研究針對是否成立主權基金，提出以下初步建議：

第一，我國應該設立主權基金，但設立初期性質與傳統主權基金略有差異，而較近似於背負政策目的的「類主權基金」，其設立宗旨

應包括協助產業整併、升級與發展，基本功能與日本產業革新機構(INCJ)類似。日後隨基金規模漸趨龐大，或可朝新加坡淡馬錫模式轉型，投注部分資金於海外資產，追求該部分投資之報酬率極大化。

第二，設立主權基金(或類主權基金)的資金來源暫時不宜考慮外匯存底與四大基金，而應視預計設立之基金規模，兼顧我國財政現況編列預算，並搭配若干民間資金。

設立主權基金(或類主權基金)的可行模式，考量本章所分析之財務、法規等現實條件限制，新成立國家級投資公司，或由國發基金轉型為類主權基金應當相對可行，至於相關細節則是我們下一章分析的重點。

第肆章 我國設立主權基金之建議作法

根據我國當前政經情勢與前章之研析，已初步獲致我國應設立主權基金之結論，且設立初期應以協助產業整併、升級與發展為主要目的。本章將分別針對「現有基金轉型成立(類)主權基金」、「成立國家級投資公司」及「設立新的主權基金」等三種可能方案，提出具體建議作法。

第一節 現有基金轉型成立(類)主權基金

一、由何種基金轉型

目前國內被冠以「基金」之名，且有「部分」(類)主權基金之實者，包括郵儲基金、勞保基金、勞退基金與公務人員退撫基金（以上四者通稱四大基金），以及國家金融安定基金（簡稱國安基金）與國家發展基金（簡稱國發基金）。

四大基金之簡介參見下表 4-1。首先注意到，四大基金性質互異，例如郵儲基金與勞保基金為營業基金，其中郵儲基金為管理存款戶的存款，而勞退基金與退撫基金則屬信託基金。其次，四大基金規模不等，郵儲基金的規模最大，新制的勞退基金次之，退撫基金最小，尚不及郵儲基金的十分之一。另外，從管理與監督機關來看，可知四大基金並不隸屬單一機構，而是分別隸屬交通部、勞動部與銓敘部，不易達成資源整合。最重要的一點，基於四大基金的設立宗旨，資產的安全性與流動性必須優先考量。若政府以協助產業創新轉型為目的，用人民的保險或退休基金扮演創投角色投資新創事業，或扮演私募股權基金的角色投資未上市公司，顯然風險過高，極易引發爭議。由此可見，四大基金不論是由其中的單一基金轉型，或由各基金聯合出資，都不是適當可行的做法。

【表 4-1】四大基金簡介

基金名稱	郵儲基金	勞保基金	勞退基金(舊制)	勞退基金(新制)	公務人員退撫基金	
成立時間		1950年	1984年	2005年	恩給制(1995年以前)；共同提撥制(1995年以後)	
基金性質	營業基金	營業基金	信託基金		信託基金	
成立依據		勞工保險條例	勞動基準法	勞工退休金條例	公務人員退休撫卹基金管理條例	
管理機關	交通部	勞動部	勞動部	勞動部	銓敘部	
基金運作單位		勞動基金運用局			退撫基金管理委員會	
基金規模	59,741億元 (2016/2)	6,767億元 (2016/3)	6,851億元 (2016/3)	15,436億元 (2016/3)	5,565億元 (2016/3)	
員工人數		135人(2015年年報)			84人(2014年年報)	
經營方式	委外金額	-	1,870億元	2,983億元	8,069億元	2,195億元
	委外比例	-	27.65%	43.54%	52.27%	39.45%
	自營金額	-	4,896億元	3,868億元	7,367億元	3,370億元
	自營比例	-	72.35%	56.46%	47.73%	60.55%

資料來源：取自各基金之網站與年報。

接下來檢視國安基金，成立於西元 2000 年，規模約新台幣五千億元，主管機關為行政院，下設基金管理委員會。其成立宗旨為維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定。具體而言，因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心，致資本市場及其他金融市場有失序或有損及國家安定之虞時，得經委員會決議，動用可運用資金於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券，或於期貨市場進行期貨交易，或辦理其他經主管機關核准之事項。依過去經驗，國安基金最主要還是扮演穩定股市的角色，通常在股票市場出現大幅崩跌情況下進場，因此投資標的以國內上市股票為主。考其設立宗旨與資金用途，實與協助產業創新轉型相去甚遠。

至於國發基金，則早在西元 1973 年即已成立，規模約新台幣三

千億元，主管機關亦為行政院，下設基金管理委員會。國發基金之設立宗旨在於加速產業創新增值，促進經濟轉型及國家發展。為協助我國產業創新增值、研究發展及自創品牌，可經由投融資方式協助中央各目的事業主管機關辦理有關計畫以完成「產業創新條例」第 30 條所定用途事項。具體資金用途則包括投資於產業創新、高科技發展、能資源再生、綠能產業、技術引進及其他增加產業效益或改善產業結構有關之重要事業或計畫；融貸資金於產業永續發展、防治污染、節約能源、降低溫室效應及其他增加產業效益或改善產業結構有關之輔導計畫；協助各中央目的事業主管機關辦理有關計畫之投融資或技術合作支出；協助各中央目的事業主管機關為經濟發展、農業科技發展、社會發展、文化創意發展、引進技術、加強研究發展、發展自有品牌、培訓人才、改善產業結構及相關事項所推動計畫之支出；以及其他經行政院專案核准者。

由此觀之，國發基金之成立宗旨與資金用途，原本即與協助產業創新轉型之目的甚為貼近，且其頗具歷史，專業與經驗兼具，因此若論由現有基金轉型為(類)主權基金，以協助國內企業轉型、促進投資與創造就業，則捨國發基金其誰？唯考量國發基金長期肩負重要政策任務，不宜遽爾完全轉成(類)主權基金，因此初期宜自基金中提撥相當金額，針對特定目的加以運用。

二、基金轉型之作法

若設立(類)主權基金之目的為協助國內現有企業進行創新轉型，帶動我國產業升級，創造就業機會，則由於與國發基金之設立宗旨與資金用途吻合，因此甚至不須修改管理條例，僅需另訂作業要點即可轉型上路，堪稱最為快速有效的作法。

但僅以國發基金獨擔重任，其規模是否足夠支撐政策目的則是堪慮之處。國發基金目前規模大約新台幣三千億，若匡列四分之一到三

分之一，亦不過一千億元上下，因此朝官民合資一途規劃，應可縮小資金缺口，更為務實可行。

我國國內長期投資似承供需失衡狀態，以去年(2015)為例，國外資金投入股市的規模超過2000億美金，但直接投資金額僅50億美金，相去甚遠。另一方面，今年六月底金管會統計，我國銀行存放比已跌破73%，有高達新台幣九兆元的資金留置於銀行體系。此時若由國發基金轉型的(類)主權基金結合民間資金共同投資，則不但有助於促進國內長期投資，亦可導引部分游資進入策略性產業。

有鑑於此，我們建議由國發基金匡列新台幣八百億元至一千億元的額度成立(類)主權基金，由具有創新轉型需求之國內企業向(類)主權基金提出申請⁴⁷，審核通過後再與民間投資人以共同投資方式，協助我國企業進行合併、收購、或其他有助於企業創新轉型之投資計畫。

短期內由國發基金轉型或匡列額度成立之(類)主權基金因規模有限，即使引進民間資金合作，對單一個案之累計投資總金額仍應訂立上限。不過如此一來，(類)主權基金與民間資金合作時未必擔任主導性投資人，而可能僅扮演跟投角色，此時必須慎選民間資金合作者，例如需曾管理股權投資基金達相當規模者，或曾於近期內參與企業合併、收購、分割或其他有助於企業創新轉型投資之經驗者。

在投資管理方面，此一由國發基金轉型或匡列額度成立之類主權基金，應設置基金投資審議委員會，針對投資申請案先進行政策評估，審查是否符合政策方向，通過後即進行實質審查，必要時委託外部之技術、財務、稅務、法務及鑑價等專家或專業機構協助評估。投資申

⁴⁷ 投資申請案除可由有轉型創新需求之企業自行提出，亦可由國發基金主動拜訪企業，鼓勵其創新轉型；或由民營之創投或私募股權基金推薦。

請案通過後，可視情況委請共同提供資金之民營投資合作者執行被投資事業之後續投資管理事宜，原則上應於一定期間內(例如五年)，透過被投資事業股票公開上市上櫃、或以約定期限屆期售回民間投資人、其他投資人或經營團隊，或企業清算等方式退場。

普遍而言，官民合資的模式有何影響或成效，或許可從 Brander，Du and Hellmann (2015)看出一些端倪。該文檢視全球橫跨美洲、歐洲、亞洲及大洋洲共計 25 個國家或地區⁴⁸的案例，含括 20,446 家於西元 2000 年至 2008 年間接受創投資金的企業，並追蹤其經營狀況至 2012 年，經實證分析探討政府出資之創投所帶來的影響與成效，希望回答下述兩個問題：第一，政府出資之創投是否會排擠民間資金？第二，政府出資之創投其投資計畫之執行績效如何？

該文實證發現，同時接受政府資金及民營創投資金的企業，其總融資金額大於僅接受民營創投注資的企業；更有甚者，同時接受政府資金及民營創投注資的企業，其由民營創投所提供的融資金額大於僅接受民營創投注資的企業。實證結果並未顯示政府資金排擠民間資金。事實上，由於政府出資之創投的加入擴大了市場，民營創投亦因而受益。

至於政府出資之創投其投資計畫之執行績效又是如何？依該文定義，若所投資之企業最終得以初次公開發行(IPO)或由其他企業併購，則視為投資計畫執行成功。實證顯示，由政府出資之創投與民營創投合作之投資計畫績效最佳，純由民營創投提供資金之投資計畫次之，純由政府出資之創投提供資金的投資計畫績效殿後。

當然，該文的結論皆立基於實證分析，反映的是一種平均狀況，

⁴⁸美國、加拿大、巴西、英國、法國、德國、瑞典、西班牙、芬蘭、丹麥、比利時、愛爾蘭、荷蘭、義大利、瑞士、南韓、中國大陸、印度、日本、以色列、新加坡、香港、馬來西亞、澳洲、紐西蘭。

對於個案而言未必都是如此。但研究結果至少不會否定，由政府出資之創投與民營創投合作，是協助企業成長發展的可行模式。

由國發基金轉型或匡列額度成立類主權基金之模式，可於短期內執行並達成相當程度促進經濟發展的效果，但囿於其資金規模不大，難以主導投資，且資金用途受限制較多，僅適合階段性任務。因此中長期的規劃，還是應該朝向成立國家級投資公司，或者新設一(類)主權基金的方向努力。慮及新設(類)主權基金牽涉修法問題，時程難以逆料，因此成立國家級投資公司應是兼顧彈性與務實的選擇，我們將在下一節進一步研析。

第二節 成立國家級投資公司

一、成立國家級投資公司之作法

我國成立國家級投資公司所涉及之相關規範已詳述於第三章，摘要如下。

根據國營事業管理法第3條，國營事業係指政府獨資經營，或政府與人民合資經營，政府資本超過50%之機構。國營事業除適用國營事業管理法外，亦須符合公司法之相關規定。根據國營事業管理法第7條，國營事業之主管機關，係依行政院各部會署組織法之規定。例如由財政部所全資持股之臺灣金控、台灣土地銀行及中國輸出入銀行，據其業務性質，該目的事業主管機關劃歸由金管會擔任。國家級投資公司所從事之業務，若為對選定產業之企業以參股或控股方式經營，並兼顧新創產業發展政策之任務，則性質類似於專業經營對被投資事業直接提供資本之創業投資公司，因此該政府全資控股位階之國家級投資公司，隸屬於經濟部主管似較為妥適。

國營事業人事任用方面，除特殊技術及重要管理人員外，以公開甄試方式為限，並由該主管機關擬訂辦法用以人事管理。整體而言，國營事業之人事進用係按照現行法規聘任，在未有所有權與經營權分離概念之前提下，人力資源運用較欠缺彈性。

政府以帶動民間資金投入方式，與民營公司成立其持股未過半之國家級投資公司，非屬國營事業管理法所定之國營事業，依據公司法即可為發起人設立股份有限公司，並向經濟部商業司申請登記。政府出資持股未過半之國家級投資公司，依據公司法設立登記，主要業務是對選定產業之企業以認購股權方式經營，可參照一般股份有限公司，主管機關可劃歸為經濟部。在資金來源方面，如是來自國發基金、銀行業、證券業、保險業、公民營退休基金或保險基金者，則須先由中

央主管機關出具推薦函後，送交目的事業主管機關審核之。

有別於政府全資持股之國家級投資公司，非國營事業之資金來源並非全由國庫撥付，半數以上係來自民間資金投入，或透過資本市場以股權、債權(公司債)之形式集合資金。政府出資持股未過半之國家級投資公司非國營事業，其人事任用方面，毋須主管機關擬訂辦法用以人事管理，亦得不準用公務員服務法及公務人員任用法之相關規定。公司董事會擁有重要人事任免權，得依其經營決策聘用外籍專業經理人。非國營事業可略除多重考核目標，改以股東利潤極大化為導向之績效評價制度，且充分授權專業經理人及其團隊負責公司營運，定期向股東報告確保投資品質即可。

綜上所述，國家級投資公司之成立無須修法或另立新法，所需考量之關鍵在於政府出資是否過半。由於政府一旦出資過半，則國家級投資公司除須遵循公司法，尚須符合國營事業管理法之規範，於人事聘用及考核目標均受較多限制。

因此我們認為，成立國家級投資公司，其資金來源可視預計設立之規模，兼顧我國財政現況編列預算，並搭配若干民間資金，且政府出資不宜過半。另一方面，由於國家級投資公司肩負政策任務，政府持股雖未過半，但仍應為最大股東。

另外，既然政府出資未過半之國家級投資公司非屬國營事業，年度盈餘不須解繳國庫，因此可考慮循日本政策投資銀行(DBJ)模式設立備援基金，亦即在預算中設立公積金，用於補償由於不可預見的原因導致的虧損，公積金可從年度決算後的利潤中提取。此外亦可考慮將國營事業盈餘做為備援基金的來源，但須先修訂管理條例，豁免盈餘解繳國庫之規定。另外也可考慮歲入不多但穩定累積的日常性稅收，做為中長期備援體系的資金來源。不過一但做為備援基金的政府資金逐次以資本入股，將會使「國家級投資公司」之政府股權比例逐漸增

長，則為維持政府持股不過半，仍應優先考慮從國家級投資公司年度決算後的利潤中提取公積金為備援基金；若不得不以政府資金備援增資時，事後應尋求相等金額之民間資金入股。

二、政府對國家級投資公司之監管

國家級投資公司透過控股的方式擁有眾多上市或未上市公司的股權，國家(或組成國家的全體國民)為其最大股東擁有控制權，政府代表最大股東對國家級投資公司的監管可透過兩種方式：一是委派官員進入董事會以影響和監督公司的重大決策；二是於必要時，得聲請法院選派檢查人，檢查公司業務帳目及財產情形，可避免政府為非公開發行公司股東時，不得同時當選或擔任董事及監察人，而無法以監察人職責對公司執行檢查業務權之窘境。

細究其監管方式，又可分為內部監督與外部監督。內部監督和約束主要指股東及董事會對經理人的監督和約束。國家級投資公司在合乎政府政策的前提下，經營目的就是營利以實現資產價值，國家作為股東投資的目的是得到長期收益。為了保證國家利益不受侵害，政府通過任免董事會人員及總經理來實行有效的監督。

觀察淡馬錫控股，其內部監督職能由董事會承擔，所以沒有設立專門的監事會，而是通過董事會內設審計委員會，專門負責公司的財務審計，以這種形式來體現監督的職能。公司運作特大型項目時，如本公司資金不足而需要政府注入新的資本時，須報請財政部審批。很顯然，採取這樣的審批制度，就是為了確保公司所授權經營的國有資產的管理和營運處於董事會和政府的監控之下，從而盡量避免發生重大項目投資決策的失誤。

國家級投資公司對其直接投資之對象的監控可包括以下幾個方面：

第一，審批重要領導人的任免。國家級投資公司下轄企業的董事長和總經理之任免，須報請國家級投資公司批准，並訂定任期。下轄企業的董事會規模大小可由企業自定，但必須保留有一定比例的外部董事，最好能從全球物色優秀的管理經營專家加盟。

第二，控制其業務範圍。國家級投資公司下轄企業在開拓新的業務時，須經國家級投資公司的審核批准。

第三，考核其業績。業績考核指標因行業不同而有所區別，具體指標高低可由國家級投資公司與其下轄公司協商確定。

第四，定期對下轄企業進行業績分析，獎優懲劣。業績不理想者，助其分析原因，提出對策，如是否應集中核心業務、調換高層管理人員或調整業績考核指標等。

外部監督和約束主要是來自政府、商品市場、資本市場和經理人市場的競爭。若新聞媒體多關注國家級投資公司的重大舉措，讓其經常見諸報端或在電視上披露，自可提升輿論監督的力道。

三、成立國家級投資公司之可能挑戰與因應

政府出資未過半之國家級投資公司，其運作存在著不少潛在挑戰，接下來我們檢視此一課題並尋求因應之道。

國家級投資公司既為「公司」型態之組織，自有公司治理的議題需要探討；而「國家級」的位階，以「投資」活動為主要營運項目的特質，都使得公司治理議題益形複雜。

本研究歸納目前輿論所見，針對關於成立國家級投資公司之疑慮，提供初步的因應建議。

1. 若採取官民合資，如何選擇與哪些民間企業合作？

若採取官民合資之出資模式，須規避圖利財團之物議，故在前期出資規劃應慎重考量。本研究預擬相關篩選準則，以供參酌：

第一，民間企業之資產規模要大且體質較為健全者：民間企業應為該產業之前段班(例如：資產規模前 20%)，用意為規模愈大者，相對體質較為健全，餘裕資金較足。由於國家級投資公司之投資目的係以促進產業升級與發展，其成效非短期可見，應以穩定之長期資金作為資本較為適宜。

第二，民間企業之出資額必須有最高與最低出資額度之限制：出資來源應予以單純化，出資最低額度之限制可避免出資門檻過低，造成股東過多；出資最高額度限制為避免民間企業股東持股過高，造成圖利或維護特定產業之可能。故出資額度之限制乃為維護國家級投資公司之設立目的而設計。

第三，特定產業之選擇：例如可適度引入銀行業、保險業等金融機構之資金，透過國家級投資公司將國內儲蓄類資金導入民間投資，如此不僅可去化我國金融業者與民間資金游資充斥之問題，亦可對我國實體經濟與產業發展提供長遠貢獻。實務操作上，因受銀行法第 74 條對銀行轉投資非金融相關事業之規範，以及保險法第 146 條對保險業資金運用與投資項目之限制，欲直接導引銀行業及保險業之資金至國家級投資公司，恐怕還是難以避免修法。然而一但修法，允許商業銀行與保險公司持有國家級投資公司之股權，而國家級投資公司又持有民間企業股權，如此一來，將違背商業銀行與產業分離原則，以及保險與產業分離原則。產金分離原則係為防範不公平競爭及利益衝突、避免過度暴露於不易掌控之風險，並確保金融機構流動性，防止系統性風險發生。爰以金融機構專注金融本業之經營，建立與產業區隔之防火牆而降低經營風險為出發，違背產金分離原則，有可能影響金融市場的安定。因此由國家級投資公司發行債券，再由銀行與保

險公司購入，似為可行性較高之方案。

此處必須強調，官民合營雖然可以避開公營事業法規限制，但與之合資的民間股東所扮演的角色，會影響未來董事會的決議機制，與監督的稽核制度。如果合資股東只是「資金提供者」(例如創投基金或引導銀行的閒置放款資金)，則制度設計比較單純，執行團隊可較為獨立，董事會權利也有合理的規範，同時較能適用公司法裡的某些特別機制；但如引進的是「產業投資者」，則可能產生利益衝突與法規適用的爭議⁴⁹。另外關於官民合資之精神，則不獨限於國家級投資公司本身，亦適用於國家級投資公司之投資標的。以德國主權基金為例⁵⁰，其強制規定被投資標的中主權基金持股加上泛官股不得超過總股權 40%，堪稱貫徹真正的官民合資，並以民間力量為主導。

2. 如何維持投資決策的超然獨立與專業性？

國家級投資公司以「投資」活動為主要營運項目，即使肩負政策任務，維持投資決策的超然獨立與專業性仍然是最主要的考量之一，本研究嘗試從下述面向處理此一議題。

首先，為促使所有權與經營權分離，國家級投資公司的股權結構不宜過度集中，乃至於出現控制股東，因此我們認為，可採取官民合資，而政府出資不宜過半。以此模式成立之國家級投資公司非屬國營事業已如前述，在人事任用上較富彈性，決策上亦較易遵循專業導向，必要時甚至可聘用外籍的專業經理人。不過考量國家級投資公司尚須肩負策略性投資的任務，因此政府出資雖未過半，仍應為最大股東。

其次，為利於國家級投資公司本於專業獨立運作，應強化其董事會(或最高決策單位)的功能，並限制官股董事在董事會的比例。以新

⁴⁹引述自馬國柱會計師於民國一〇五年九月三十日之發言。

⁵⁰同前註。

加坡淡馬錫為例，其董事會被全權委託管理淡馬錫公司所有業務。一般公司的治理原則為董事會向所有股東負責，而管理階層向董事會負責。此原則亦應用在政府和淡馬錫之間、淡馬錫和旗下公司之間。根據黃齊元(2014)，淡馬錫董事會由政府官員、子公司企業高階人員、民營企業人員共十一名董事組成，董事一任三年並得連選連任。十一名董事中，有四名是財政部提名，由總理批准，不在企業領取薪酬；七名獨立董事來自私人企業的商業領袖，提供全面性的戰略指導和指示商業政策，並負責董事會中專業委員會的工作。

韓國的主權基金「韓國投資公司」(Korea Investment Corporation, KIC)亦有類似做法，其最高決策單位為「委員會」，含委員會主席共有九名成員，其中包含六位專業人士，分別出身學術界、法律界，及投資營運專家(各兩人)，由總統任命；另三名成員為戰略與財政部部長、韓國銀行行長及韓國投資公司總裁。

觀察淡馬錫與韓國投資公司，董事會(或委員會)中政府代表均為少數(日本產業革新機構的董事會中政府代表甚至在十一席董事中只占兩席)。若將官股董事的主要任務限縮為傳達政府政策規劃，並代表政府監督公司運作，而非主導投資決策，此種機制設計當能適度維持投資決策的超然獨立與專業。

必須附帶說明的是，實務上在政府出資不過半，但維持最大股東的情形下，若不依照一般股東會公司治理運作模式選出董事，而要限制官股董事比例，目前似尚無前例可循。可能的作法有兩種，皆須將國家級投資公司設計為公司法 356 條所稱之閉鎖型公司⁵¹。第一種作法，是讓民股成為特別股之股東，則可根據公司法第 356 條之 7 第 5 款，針對特別股股東選舉董事或監察人之權利事項作特別約定。不過

⁵¹引述自王志誠教授於民國一〇五年九月三十日之發言。

因經濟部對於該特別約定尚無明確解釋，所以仍可能發生爭議。第二種作法，則是由股東之間簽訂經營主導權的契約。此類契約被臺北地方法院認定為有表決權拘束契約的性質，但目前最高法院仍認為表決權拘束契約無效。如果將國家級投資公司設計為閉鎖型股份有限公司，或許可根據公司法第 356 條之 8，約定表決權拘束契約或表決權信託契約。

3. 如何決定投資何種產業與公司？

國家級投資公司應將資金投注於何種產業，事涉國家的產業政策，中央政府自有其策略性考量，不屬於本研究的範疇。然而投資的產業決定之後，如何選擇該產業的標的企業，應有專業的決策單位與明確的投資準則。

基於國家級投資公司的部分資金來自於全體人民，公司管理者應善盡管理及保護全民財富的義務，在兼顧國家產業政策的前提下，以市場為導向，以盈利為經營目的和績效指標，合理控管投資風險並追求適當投資報酬率。也就是說，原則上應依循民營公司之治理精神，以提升股東(包括全民及出資企業)價值為目標進行投資操作。

以日本產業革新機構為例，「產業革新委員會」是最後投資決策的決定者。該機構每一項投資計畫依法均須由「產業革新委員會」之委員進行審查，並決議是否投資。委員會目前共有八位委員，委員的背景來自實務界及學術界，包含工程、鋼鐵、醫學、傳產、IT 之專才，並有財務專家(即社長)及律師各一位，及一位審計委員，並無任何政府代表。

如同本研究第二章所述，INCJ 之營運模式比照民間企業經營，以獲利為其首要目標，同時強調收益率、可操作性，以及影響力(指投資期間外對日本產業與日本經濟造成的長期影響力)。若不符合上

述投資原則，該機構將不會進行投資。INCJ 的社長一再強調，該機構僅投資能使其獲利之企業，包括具成長潛力，可創造新附加價值的企業；以及具創新性，專注於研發尖端科技及該科技技術之應用，或專注於創業投資資源之管理及應用，或針對特定科技技術之企業重組及整合，或具運用日本以外地區之海外資源之能力的企業。總的來說，INCJ 期望成為其投資標的之技術或產品，必須能經得起全球市場激烈競爭的考驗，或能有助於打開新興市場；其次，該機構一定選擇投資反應最快且挑戰精神最強之企業合作，並強調市場的先佔性。

除了組成專業決策單位與建立明確投資準則外，尚可考慮若干外部治理機制，以確保股東權益。例如，重大的投資決策與人事任用需由主關機關或行政首長核准；以及提高投資與經營的透明度，以加強輿論監督。

第三節 新設主權基金

我國新政府為解決經濟衰退、投資不振等問題，已相繼提出扶持五大創新產業、天使基金等若干短期措施，以期由政府引領社會餘裕資金挹注在活絡實體經濟與協助產業發展上。但長期來說，設立主權基金實有諸多優點，不僅可有效增加資金運作效率、增加國際金融市場之廣度與深度，發揮穩定市場之力量與增加國際能見度外，或可透過主權基金所產生之投資收益，以解決迫在眉睫的年金破產風險，不失為可行之道（郭冠甫，2014）。再加上，新設主權基金，可避免將舊有的政府基金疊床架屋拼裝而成，足堪發揮其應有之目的與功能。

本小節以新設主權基金為本進行討論，規劃該基金可行之法律定位、組織架構、公司治理模式、投資準則與風險管理等關鍵架構，以供屆時設置主權基金之參考依據。

一、 法律定位

過去我國雖已累積多個政府基金之運作經驗，但其目的、功能與成效與主權基金截然不同。為正本清源，務必先端正主權基金之設立目的，應以商業化與營利為導向，追求利潤與提升國民福祉。繼而，設置主權基金，第一要務則是建立主權基金之法律定位以及明確且完備的法律架構。此舉，不僅希望主權基金可規避政治目的之干擾，亦讓接受國際瞭解我國之主權基金不受不良政治意圖影響，而是以國家發展或商業營利為導向之投資主體。

主權基金應設專法規範，主要原因為若對現行公司法或相關法律規章進行修法，須排除適用的法條散佈於多處，曠日廢時。另外，原法律架構很難針對主權基金之特性，為其設計透明度、治理架構與課責性等規範，設計這些制度之目的，不單為規範主權基金，另可與國際之 GAPP 對接，向外宣示臺灣之主權基金符合國際公認之原則與標

準，有利於完備我國主權基金之治理。因此，主權基金應量身訂製設立專法，以確立主權基金之獨立性(郭冠甫，2014)，應是較為妥適之安排。

二、 組織架構與參與成員

新設主權基金依循其設立宗旨與目的，量身訂製適宜之組織架構，發揮設立該基金之功能與預期效益，以符合政府管理機關、國際監管組織與一般社會大眾之期待。事實上，主權基金組織架構與參與成員之設計攸關基金運作之成敗。以下針對組織架構、人員聘任、公司治理與監督機制等方面依序探討：

(一)組織架構：

前述主權基金應為獨立之公司法人機構，故亦須符合公司法之相關規定。例如，董事會設置若干獨立董事，由於主權基金應具超凡獨立地位，董監事須以社會賢達或國外專業人士擔任，以符合其獨立運作不受其他外力影響。董事會每季至少應召開一次會議，若有臨時議案亦可安排隨時開會。董事會下設若干委員會，應設置包含執行委員會、審計委員會、薪酬委員會、風險管理委員會等，委員會成員應具備投資與財務專長者，以符合主權基金之商業導向。

另設管理部門以統籌日常庶務工作之運作，管理部門應設置執行長一職，負責執行董事會決議之事項。管理部門下轄若干部門，各司其職，以順利運行投資相關事宜。

(二)人員聘任：

宜以專業化為優先考量。參考阿聯與新加坡的主權基金的員工中，兼有公務人員及國際金融投資專家(范世平，2010)。

當然，適當之激勵措施或薪酬制度，有助於主權基金招募專業人

才。舉例言之，在本案專家訪談過程中，經常提到我國聘用外籍人才面臨法規與稅務之限制，導致我國在招募國際人才時，相較他國落於下風。例如，與鄰近的香港比較，香港之稅率為 16%；而新加坡對於非居民之外國人在新加坡就業所需繳納之所得稅分為兩類：60 天或以下無須繳稅，此點不適用於娛樂界人士、公司董事以及執行專業人士（專家、外國演講、諮商師與教練等）。61 天或以上為 15% 或比照新加坡居民所得稅率至 20% 不等計算，以較高者為準。公司董事收入、諮商費收入等稅率為 20%。

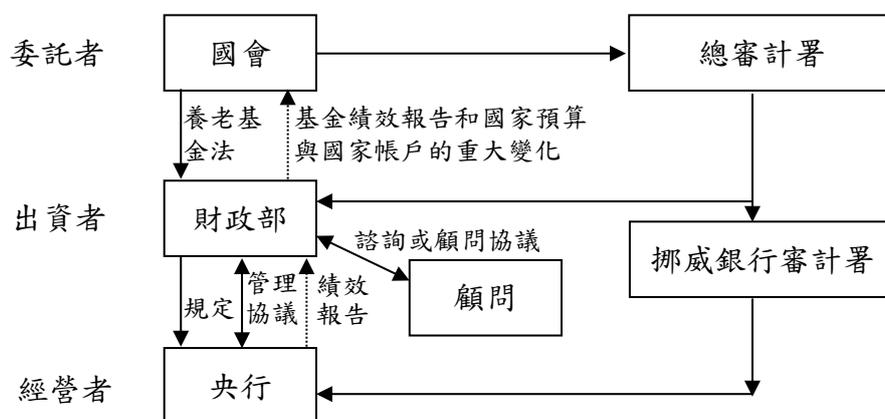
顯然亞洲鄰近各國與我國稅率差異甚大，在稅制上我們面臨極大挑戰，勢必影響我國未來之長遠發展與國際競爭力，爰建議主管機關能在稅制上著手，盡速克服與改善延攬跨國人才之障礙。

三、 公司治理與監督機制：

新設主權基金特立專法管理，除受《預算法》所規範，亦可能受立法院或其他利益團體之羈絆與遊說，如何建立防弊興利之監督機制是規劃階段最為關鍵之處，端賴公司治理與監督機制之設計是否完善，以規避上述弊端。

盱衡我國公司治理之法治規章已相當完備，應足以規範主權基金。為達到公司治理之規定，主權基金應設置獨立董事，以符合《證券交易法》第 14 條之 2 之規定，公開發行公司得依章程規定設置獨立董事之規範，但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於 2 人，且不得少於董事席次 1/5。尤有甚者，以主權基金之高度，應以更高門檻之標準自我規範，以杜絕可能人為之操弄，其相關運作方式可參考新加坡淡馬錫。另外，我國自 2012 年起主管機關強制上市櫃公司應設立薪酬委員會。除須符合國內法律規範外，理應提高標準以符合國際監理標準 GAPP。

透明度是市場機制有效運作的基本前提，如何增加透明度，是建立互信與有效問責機制的重要基礎。參考透明度相對較高的主權基金，如新加坡、韓國與挪威等，其治理結構往往具備三層結構（委託者—出資者—經營者）(參見圖 4-1)。以挪威政府全球退休基金為例，其基金所管理之資產歸屬挪威全體國民所有，由財政部履行出資者責任，由挪威央行投資銀行部負責具體之市場營運。如此結構，雖可同時兼具區隔與制衡之功能。但此模式，並不適合我國國情，無法完全套用。主要是因為挪威之 GPF 是隸屬於中央銀行底下之資產管理部 (Norwegian Bank Investment Management，簡稱 NBIM)，若我國援例將主權基金設置中央銀行之下，由中央銀行管理一家以商業為導向之投資主體，遑論該基金內部皆為民間專業人士，似乎頗為衝突，故將主權基金設於中央銀行轄下機構之可行性較低。本研究遂建議將主權基金定位與中央銀行類似位階之獨立公司法人，或許是較為可行之作法。



資料來源：李虹 (2014)。

【圖 4-1】挪威主權基金(GPF)之三層治理結構

四、投資準則與風險管理機制

主權基金之投資策略與機構投資者之相似度頗高，通常其收益目

標以現行市場指數為基礎，可藉由投資組合中的收益率表徵各主權基金之投資風格與布局策略之差異所在。彙整部分主權基金之收益率目標於表 4-2。觀察表 4-2 可發現幾點特殊事項：第一，這些主權基金以明確的財務收益為目標，但投資組合之目標範圍與準則存在顯著差異（亦可參考表 1-6）；第二，投資標的之屬性不同，存在不同的收益率目標或基準；第三，大多數收益率目標或基準是以最常見的市場指標而定。

【表 4-2】部分主權基金的收益率目標

名稱	權益性投資	固定收益投資
中國投資公司	超過 MSCI 全球指數 300 個基點；超過 MSCI-EAFE 指數 200 個基點；超過 MSCI 綜合亞太指數 300 基點	超過 JPM 新興市場債券指數 150 個基點
科威特投資局	優於 MSCI 全球指數	
挪威養老基金	目的國的 FTSE 中大型權益指數	
沙烏地阿拉伯貨幣署	S&P500、MSCI 歐洲和全球指數、日經指數	JPM 全球債權指數、三月期 Liber 指數
韓國投資公司	MSCI 全球股票指數	巴克利全球債券指數
新加坡投資公司	MSCI 全球股票指數	巴克利全球債券指數

美國阿拉斯加永久基金	S&P500、Russell 1000 指數、MSCI-EAFE 指數以及新興市場指數	
------------	---	--

資料來源：李虹 (2014)。

鑒於投資準則涉及主權基金對外投資之佈局與運用，須審慎考慮投資標的之配置準則，是否增進國民福祉才是投資準則之關鍵所在。參酌前述國外主權基金之投資準則，預擬我國主權基金之投資準則與風險管理機制設計如下：

若新設主權基金，應以對外長期投資為優先，積極布局海外市場與產業，以獲取長期收益。舉例，新加坡淡馬錫控股公司之投資策略為投資新加坡市場、亞洲開發中國家與已開發中國家，各佔三分之一(范世平，2010)。投資產業以金融服務業、電信、媒體與科技業以及交通與工業等產業為主，近期則著重布局於生物科技產業。而挪威的GPFG之全球資產配置的比例，股市、債市與不動產約為60:35:5；若依地區劃分，歐美兩洲幾乎佔全部的八成以上，其餘僅占二成不到(參見表2-13)。借鏡於此，主權基金之投資標的選擇，可參考淡馬錫與GPFG。

另外，目前我國新政府積極推動發展五大創新產業之產業政策，未來設置主權基金後，若想以主權基金挾國家之力，積極滲透各國相關先進製程，布局符合我國產業命脈與走向之戰略性資源與關鍵技術，執行上似乎較為困難。肇因為主權基金執行跨國性投資時，一旦意圖與動向不明，容易引起接受國之防禦機制，遭致投資計畫流於失敗。因此，主權基金之較好方式應成為接受國之「金融性投資」，而非以戰略性目的之投資行為，才可能降低國際投資之障礙。

鑒於 2008 年之金融危機，主要為激勵措施、內部控制與風險管理三方產生結構性的失衡，以致引發系統風險。當時全球主權基金共虧損 6 千億美元之譜，獨模範生挪威的 GPF 就虧損 907 億美元，達基金部位之四分之一。因此，主權基金風險管理機制之設計，應以風險分散為考量，布局於多樣化的投資標的種類與地域，有效降低非系統風險，避免招致損失，其次才是獲利多寡。

五、 可能遭遇之困難

新設主權基金可能面臨以下困難：

1. 法制地位：新設主權基金，必須另立專法以排除適用預算法、人員任用與薪資等相關規定。由於我國立法機關立法時程較長，立法過程中各方利益團體亦可能介入，除非社會各界體認設立主權基金的急迫性，否則冗長的等待恐不可免。
2. 資金來源：國外主要主權基金之資金來源，大抵皆由財政盈餘或政府發行公債支應。倘若政府面臨財政拮据，資金捉襟見肘，或舉債額度已接近法定上限，則不易籌措足夠規模之基金部位。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

依據廣被接受的「聖地牙哥原則」(Santiago Principle)，主權財富基金(Sovereign Wealth Fund, 簡稱主權基金)的定義為「政府基於總體經濟之特殊目的發起並持有的投資基金，採取包括投資國外金融資產之各種投資策略，管理資產以求達成財務目標」。上述定義主權基金的文字中有三處關鍵：第一，主權基金之「所有權」必須屬於「政府」；第二，主權基金之「投資標的」必須包括「國外的金融資產」；第三，主權基金的「投資目標」是追求「財務目標」。然而體察國內當前政經情勢與輿論所趨，本研究略為放寬上述三點限制：即基金所有權未必完全屬於政府，接受官民合資之組成模式；同時允許投資標的僅及於國內資產；且未必以追求財務目標為主，可兼顧各式策略目標。因此我們將由政府(部分)出資之基金視為廣義的主權基金，或稱類主權基金，納入本研究的討論範疇。

主權基金的設立目的至關重要。考察新加坡即可得知，該國有兩個主權基金，一為淡馬錫控股公司(Temasek Holdings)，一為新加坡政府投資公司 (Government Investment Corporate, 簡稱 GIC)，同屬新加坡政府擁有，但因兩者成立目的不同，運作模式大異其趣。由此可見，必須先決定主權基金之設立目的，才能繼續探討資金來源或可行作法等相關議題。

採取上述廣義的觀點，(類)主權基金所能協助追求的目標至少有以下三者：第一，提振國內潛力產業；第二，海外策略性投資；第三，累積國家財富。略加說明如下。

以政府資金提振國內潛力產業的國外案例甚多，包括日本產業革

新機構(INCJ)、德國高科技創業基金(High-Tech Gründerfonds)、中國大陸積體電路產業投資基金、英國綠色投資銀行(GIB)，而其定位各異，有國家級投資機構，有基金，亦有政策銀行；財源有全由政府出資者，亦有採行官民合資模式者。但其宗旨皆同：政府觀察到國內出現經濟面或產業面的特定需求，因此擬定國家級政策，再配合政策導向出資協助民間企業或創新、或轉型、或升級。

若以政府資金從事海外策略性投資，則有幾種具體作法，最直接的是由內而外，提供資金協助我國企業向海外擴張；或者由外而內，針對我國重點發展之策略性產業，直接投資海外相關公司控股管理，汲取經驗與技術，再反饋國內企業。較間接者例如購買國外專利供本國企業使用，或參與國際間的重要投資計畫，帶動周邊相關經貿投資機會，促成我國企業與他國企業更多的合作機會。以政府資金從事海外策略性投資的著名案例當屬新加坡。新加坡政府財政部擁有淡馬錫控股公司 100% 的股權，投資超過 1.8 兆星幣（約 7 兆台幣）於港口、飯店、紐西蘭奶粉公司、巴西天然氣公司以及跨國重要物資，顯具戰略性目的。

至於累積國家財富，則是成立主權基金最原始的目的之一，簡言之，就是為國家財富保值增值，將國家目前持有的財富尋找寄放處，以備將來使用，同時盡可能賺取高投資報酬率。普遍而言，以增加國家財富為主要目的的主權基金，其資產配置不再聚焦於高等級的政府公債或公司債，而演變為包括股票、外國房地產、私募股權、商品期貨、避險基金等風險性資產在內的全球性多元化的投資組合。這一方面使得主權財富基金在國際金融市場中扮演更活躍的角色，一方面也使基金在有效進行風險控制的前提下，建構更具績效的投資組合，進而獲取較高的投資報酬。挪威的主權基金 GPF 是以累積國家財富為目的之案例的個中翹楚，挪威政府每年允許動支基金總額的 4%，大

約就是基金的期望報酬率，用於社會福利和公共建設等支出。

盱衡我國當前的產業發展與經濟金融情勢，國發會公布的景氣訊號燈已經連續超過一年保持藍燈或黃藍燈，同一時期的出口也呈現大幅衰退。造成我國經濟成長不如預期的因素很多，但不可諱言的，我國的產業結構似已面臨轉型的關鍵時刻。以主權基金投資外幣資產為我國增加財富，長期而言雖有改善政府財政之功，卻不能真正解決經濟發展面臨的瓶頸。在財源有限的情況下，我國設立(類)主權基金的首要目標，應該是提供產業整併與發展所需的資金，協助國內現有企業進行創新轉型，帶動我國產業升級，創造就業機會。

我國政府若欲設立(類)主權基金，則在現行體制暨法律規範下，可考慮之模式有二：基金模式與國家級投資公司。

若採取基金模式，則可由現有基金轉型，或新設一基金。前者視該基金之設立宗旨與資金用途，而有可能必須修改管理條例；後者則必定需要另立新管理條例。由於我國立法機關立法時程較長，立法過程中各方利益團體亦可能介入，除非社會各界體認設立主權基金的急迫性，否則冗長的等待恐不可免。

若採取國家級投資公司模式，則不必碰觸修法立法問題，但需考慮政府出資是否過半。若政府出資過半，則國家級投資公司除須遵循公司法，尚須符合國營事業管理法之規範，於人事聘用及考核目標均受較多限制。

若設立(類)主權基金之目的為協助國內現有企業進行創新轉型，帶動我國產業升級，創造就業機會，則由於與國發基金之設立宗旨與資金用途吻合，因此由國發基金轉型或匡列相當額度成立(類)主權基金，針對國內企業進行直接投資，是最為快速有效的作法。

鑒於目前國發基金規模不大，若(類)主權基金確由國發基金轉型

或匡列相當額度成立，則應考慮與民間投資人以共同投資方式合作，一方面增加資金調度能力，一方面消化部分游資。此種官民合資模式，將同時擁有政府提供的安全穩定資金，及民間投資人的專業與彈性。投資標的之產生，可由有創新轉型需求之企業自行提出申請案，亦可由國發基金主動拜訪企業，鼓勵其創新轉型，或由民營之創投或私募股權基金推薦，再由(類)主權基金下設之投資審議委員會審核評估。

由國發基金轉型或匡列額度成立類主權基金之模式，因其資金規模不大，且資金用途受限制較多，僅適合階段性任務(例如直接投資國內企業協助其創新轉型)，日後一旦考慮其他手段協助產業發展時(例如直接投資重點產業之國外公司，令其至本地設點以補足產業鏈缺口)，則勢須涉及修法問題。因此中長期的規劃，還是應該朝向成立國家級投資公司的方向努力。

不論是成立國家級投資公司或新設主權基金，為維持其長期穩定，必須建立合理的監理制度。以新加坡主權基金淡馬錫為例，只要投資案超過一定金額，則須外聘第三方專業團隊評估，且須經過全面性的實地查核，再將評估結果提報給執行委員會；如果投資案超過某個更高的金額，則在執委會通過後尚須呈報董事會議決；方案稽核與績效考評則分由獨立單位執行。長期而言，為使主權基金有效運作，仍以設立專法為宜。

第二節 建議彙整

根據本研究所得之結論，我們提出以下三點建議：

第一，我國應該設立主權基金，但設立初期其性質與傳統主權基金略有差異，而較近似於背負政策目的之「類主權基金」，其設立目的應為協助國內現有企業進行創新轉型，帶動我國產業升級，創造就業機會。

第二，為盡速達成上述目的，短期內可先以國發基金轉型或由國發基金匡列相當金額成立(類)主權基金為規劃方向。分項詳述如下：

(一)為促進國內長期投資，導引游資進入策略性產業，並彌補國發基金規模不足的問題，可考慮採取官民合資模式，與民間投資人以共同投資方式合作，對國內有轉型升級需求企業進行直接投資。

(二)此一(類)主權基金成立初期，與民間資金合作時不須擔任主導性投資人，僅扮演跟投角色即可；但須慎選民間資金合作者，例如需曾管理股權投資基金達相當規模者，或曾於近期內參與企業合併、收購、分割或其他有助於企業創新轉型投資之經驗者。

第三，就中長期而言，仍應考慮成立國家級投資公司。成立國家級投資公司不涉及立法修法，時程較易掌握；同時其投資標的可更為廣泛，資金用途更具彈性，可賦予之策略目標亦更多元。其資金來源可視預計設立之規模，兼顧我國財政現況編列預算，並搭配若干民間資金。分項詳述如下：

(一)國家級投資公司宜採官民合資，且政府持股不過半，但須為最大股東。除前述促進國內長期投資及導引游資等考量外，政府出資不過半，則不受國營事業管理法規範，於聘用人事與薪給

制度皆有較大空間，有益於延攬國際專業人才，組成陣容堅強的投資管理團隊。考量國家級投資公司尚須肩負策略性投資的任務，因此政府出資雖未過半，仍應為最大股東。

- (二) 國家級投資公司的民間企業合資對象，應尋找資產規模夠大且體質較為健全者，期望其提供穩定之長期資金作為資本。再者，民間企業之出資額必須有最高與最低出資額度之限制。出資最低額度之限制可避免出資門檻過低，使出資來源單純化，避免股東過多；出資最高額度限制可避免民間企業股東持股過高，造成圖利或維護特定產業之可能。
- (三) 國家級投資公司以「投資」活動為主要營運項目，必須維持投資決策的超然獨立與專業性。為達此目的，應促使所有權與經營權分離，亦即國家級投資公司的股權結構不宜過度集中，乃至於出現控制股東。同時，為利於國家級投資公司本於專業獨立運作，應強化其董事會(或最高決策單位)的功能，並限制官股董事在董事會的比例。原則上，官股董事的主要任務為傳達政府政策規劃，並代表政府監督公司運作，而非主導投資決策。
- (四) 國家級投資公司應組成專業決策單位與建立明確投資準則。基於國家級投資公司的部分資金來自於全體人民，公司管理者應善盡管理及保護全民財富的義務，在兼顧國家產業政策的前提下，慎選標的企業，並以市場為導向，以盈利為經營目的和績效指標，合理控管投資風險並追求適當投資報酬率。也就是說，原則上應依循民營公司之治理精神，以提升股東(包括全民及出資企業)價值為目標進行投資操作；同時可考慮若干外部治理機制，以確保股東權益，例如提高投資與經營的透明度，以加強輿論監督。
- (五) 隨著國家級投資公司之規模漸趨龐大，或可朝新加坡淡馬錫模

式轉型，投注部分資金於海外資產，追求該部分投資之報酬率極大化；或協助中小企業拓展國際業務，鼓勵私募資金之投入以擴大中小企業之融資能力，並提升中小企業之國際競爭力。

參考文獻

- 中央銀行 (2003)《中華民國中央銀行之制度與功能 (92 年版)》，台北市：中央銀行。
- 中央銀行 (2014)「2014 年 6 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料 (增修版)」，2014/7/18。
- 朱美智、鍾世靜 (2008)「主權財富基金的興起及其影響」，《國際金融參考資料》，第 55 輯，頁 1-31。
- 李儀坤 (2008)「各國主權基金概況」，《台灣經濟金融月刊》，第 44 卷，第 7 期，頁 45-64。
- 林宣君、林詠喬 (2007)「淺述主權財富基金」，《證交資料》，第 548 期，頁 57-69。
- 范世平 (2009)「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，頁 123-154。
- 范世平 (2010)《中國大陸主權財富基金發展的政治經濟分析》，一版，台北市：秀威資訊科技。
- 張佳縈 (2009)「國家主權基金現況與分析」，《台北海洋技術學院學報》，第 2 卷，第 2 期，頁 161-181。
- 郭冠甫 (2014)「我國因應年金危機建立主權財富基金之法律探討」，《靜宜人文社會學報》，第 8 卷，第 1 期，頁 117-166。
- 郭秋榮(2016)「從全球主權財富基金發展看我國可行之道」，《信用合作社》，中華民國 105 年 1 月 20 日，第 127 期。
- 陳世憲 (2008)「次貸風暴延燒，新興國家主權基金趁勢崛起」，《台灣經濟研究月刊》，第 31 卷，第 6 期，頁 53-59。

- 游啓璋 (2013) 「主權財富基金：過去、現在與未來」，《當代財政》，第 35 期，頁 42-52。
- 黃彥斌 (2009) 「全球主權基金的發展及可能影響之研究」，《經濟研究》，第 9 期，頁 297-328。
- 黃齊元 (2014) 「政府透過資金方式協助產業發展之研究」，國發基金委託研究案。
- 楊政郎、簡仲德與顏厚棟 (2010) 「台灣最適外匯準備持有量之評估」，《經濟論文》，第 38 卷，第 4 期，頁 579-618。
- 蔡學儀 (2010) 《中國的全球戰略與主權基金》，初版，台北市：五南圖書出版股份有限公司。
- 蔡學儀 (2012) 「各國主權基金的運作與管理」，《全球政治評論》，第 37 期，頁 135-158。
- 羅立群 (2015) 「國家資本主義興起，影響金融市場」，陳泰隆與張豐榮主編，《關鍵大未來：2015~2025 台灣金融十大趨勢》，台北市：台灣金融研訓院。
- Calvo, G. A. (1996), "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons," *International Journal of Finance and Economics*, 1(3), 207-223.
- Clark, G. L., A. D. Dixon, and A. H. B. Monk (2013), *Sovereign Wealth Funds*, New Jersey: Princeton University Press.
- Brander, J. A., Q. Du and T. Hellmann (2015), "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence," *Review of Finance*, 19, 571-618.
- Frenkel, J. A. and B. Jovanovic (1981), "Optimal International Reserves:

- A Stochastic Framework,” *Economic Journal*, 91(362), 507-514.
- Greenspan, A. (1999), “Currency Markets and Debt,” Remarks at the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, DC.
- Guidotti, P. (1999), “Remark at G-33 Seminar in Bonn,” Working Paper, Bonn, Germany.
- Hamada, K. and K. Ueda (1977), “Random Walks and the Theory of the Optimal International Reserves,” *Economic Journal*, 87(348), 722-742.
- Heller, R. (1966), “Optimal International Reserves,” *Economic Journal*, 76(302), 296-311.
- IMF (2007^a), “Box 1.3. Sovereign Wealth Funds,” *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Oct..
- IMF (2007^b), “Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds,” *Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence-Causes, Consequences, and Policies*, Sept..
- IMF (2008), “Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda,” *IMF Survey Magazine*, March.
- Jeanne, O. and R. Rancière (2011), “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications,” *Economic Journal*, 121(555), 905-930.
- Kern, S. (2007), *Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise*, Frankfurt: Deutsche Bank.
- Kimmitt, R. M. (2008), “Public Footprints in Private Markets; Sovereign

Wealth Funds and the World Economy,” *Foreign Affairs*, 87(1), 119-130.

Thomas, N. (2014), “Regulating Sovereign Wealth Funds through Contract,” *Duke Journal of Comparative and International Law*, 24, 459-476.

Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.

附錄一、座談會會議記錄

我國成立主權基金之可行性研究

「產業創新轉型新戰略之資金配套」座談會

一、舉辦目的

隨著國家資本主義大行其道，各國政府紛紛成立主權財富基金 (Sovereign Wealth Funds, SWFs，簡稱主權基金)，以整合國家資源，遂行其經濟目的或政治目的，例如新加坡淡馬錫控股公司及日本產業革新機構，均為國際知名的箇中翹楚。

近來我國執政者體察國內政經局勢，已規劃成立「產業創新轉型基金」，以求挹注資金於策略性產業，並協助國內企業轉型，促進投資，創造就業，加速經濟結構調整升級。為能廣泛收集產官學各界的看法，包括此一基金與民間合作之方式、如何維繫基金投資決策之獨立性與專業性、投資準則與投資對象之擇定標準，以及監督與管理機制等諸多議題，本院特舉辦「產業創新轉型新戰略之資金配套」座談會，邀請專家學者分享專業見解與建言。探討面向涵蓋我國成立產業創新轉型基金之定位與功能、治理與監理、展望與挑戰等等。冀能匯聚各方意見，透視潛在問題並尋求解決方向，以供各界參考。

二、指導單位：行政院國家發展委員會

三、主辦單位：台灣金融研訓院

四、舉辦時間：105年8月10日下午2：00至5：00

五、舉辦地點：台灣金融研訓院401室（台北市羅斯福路三段62號4樓）

六、會議議程：

時 間	議 程 內 容	洽 邀 講 座
14:00-14:20	報到	
14:20-14:30	開場致詞	洪茂蔚 (台灣金融研訓院董事長)
14:30-15:00	專題演講一： 政府成立基金協助 產業轉型之可能模式	黃齊元 (藍濤亞洲有限公司總裁)
15:00-15:30	專題演講二： 官民合資基金之 投資決策與監管機制	黃翠慧 (創投公會理事長)
15:30-15:50	Coffee Break	
15:50-17:00	綜合座談	<p>主持人： 洪茂蔚 (台灣金融研訓院董事長)</p> <p>與談人： 1. 林啟超(國泰世華銀行首席經濟學家) 2. 黃齊元(藍濤亞洲有限公司總裁) 3. 黃翠慧(創投公會理事長) 4. 張明輝(資誠聯合會計師事務所所長)</p> <p>※與談人謹依姓氏筆劃順序排序</p>

七、會議記錄：

專題演講一：政府成立基金協助產業轉型之可能模式

1. 主權基金是由政府所控制，通常是以外幣的形式持有，主權基金的特色：1.長期投資。2.跟國家長期的策略發展相關。3.形式類似私募股權基金。4.投資金額較大，通常在一億美元以上。5.以被

動式投資為主，不同於傳統私募基金。

2. 亞洲很多國家都用主權基金配合政府政策的拓展，且大多拓展海外市場，台灣企業無法國際化不是因為缺錢而是因為缺乏金融工具。
3. 外資投資台灣以短期的股票為主，很少有長期的投資。台灣吸引外資的比例偏低，2015年的FDI(外商直接投資)約50億美金，FDI是長期投資對國家很重要，會創造就業機會，但因台灣有五缺(缺水、缺電、缺工、缺地、缺人才)、環保、勞工抗爭等問題，不只外商不投資本國企業也不投資。
4. 亞洲大部份國家是用外匯存底成立主權基金，支應國家在海外的發展，台灣的外匯存底很多且足夠成立主權基金，但中央銀行反對用外匯存底來成立主權基金。
5. 主權基金為國家資本主義，牽涉到產業政策，國家對於投資要有主見。馬政府執政時期，台灣是自由經濟，產業政策不明確，新政府上任後提出了五個創新產業政策，包括生技、綠能、亞洲矽谷、智慧機械、國防工業，不評論他是否為正確產業政策，但至少認識到政府應該要有一個工具來支持金融的發展，這是成立基金的背景。
6. 亞洲最有名的主權基金是新加坡淡馬錫，新加坡有兩個主權基金一個是淡馬錫另一個是新加坡政府投資的GIC，新加坡從1970、1980年代就開始成立主權基金，其優勢是格局大，可投資不同國家、資產、幣別。
7. 主權基金通常扮演策略投資者。淡馬錫原有投資台灣的玉山銀行，後放棄投資台灣金控，他們認為因台灣金融業受政府干預，是亞洲唯一無法賺錢的國家。2008年李光耀(前新加坡總理)投資瑞銀及

花旗等上市公司，但金融海嘯後股價還是慘跌，李光耀仍堅持投資十年，台灣政府缺乏這樣的擔當與膽識。

8. PE是指私募股權基金privet equity，通常有三種類型：創投、成長、併購，一個公司有四個階段：1.草創期2.成長期3.成熟期4.衰退期，創投是投資第1.2.階段，成長是投資第2.階段，併購是目前全世界在做且台灣缺乏的，如果要改革，當你只是一個公司20%的小股東，無法去改變公司的命運，這就是目前轉型基金的設計。
9. 轉型基金第一個重點是產業再造，重新整合產業的秩序、產業的升級、全球的布局、海外的併購，台灣從以前的國發基金到現在的轉型基金，都沒有很明確的產業政策，全球八大未來科技的產能，台灣大部分都沒有，產業政策不明確也會影響基金的投資。
- 10.併購基金的三大投資主軸：企業傳承、產業整合、全球併購，產業整合在台灣很難操作，較適合做海外的併購，因為台灣國內併購很容易政治化。
- 11.投資一般基金的考量，現在很多基金在看的是最新的技術例如阿里巴巴、UBER，台灣與其去投資一個中小企業倒不如去加入全球的產業生態鏈，但台灣沒有這樣的胸襟跟能力。
- 12.目前台灣的產業基金基主要抄襲INCJ，INCJ由日本政府成立，政府資金約90%、民間資金約10%，INCJ的總經理是哈佛大學的企管碩士，之前擔任凱雷日本的總經理10年的時間，其最有名的投資是Japan Display和瑞薩電子(日本最大汽車電子公司)，瑞薩是日本的汽車電子，當年(5.6年前)KKR出了壹仟億日幣要併購這間公司，但日本政府認為這是若這間公司被美國併購，將來汽車會受制於其他國家，所以INCJ就出了壹仟伍佰億日幣買下這家公司。台灣政府應該整合產業，形成一個產業聯盟，但台灣的問題是容易政

治化。

- 13.淡馬錫1974年就成立，投資比重較重的是電子跟金融，近年轉向投資醫療，淡馬錫很多是參股不是控股，但是具有影響力的股東。
- 14.GIC是新加坡最大的國際機構，遍佈在美國及亞洲地區，主要投資區域性公司。
- 15.馬來西亞的Khazanah1994年成立，最有名的交易是2012年亞洲最大的IPO，併購了新加坡最大的連鎖醫院Parkway，組成醫療控股公司在馬來西亞重新上市。
- 16.台灣主權基金應朝打造生態系方向發展並做跨地域資源整合，一個國家並不只是整合自己國家的產業，可以併購其他國家的公司、跨洲資產配置也可以引進其他的財務投資人。
- 17.中國大陸的CIC早期以投資能源、礦業、金融為主，近年投資很多金融、IT、消費品、醫療，因世界變動很快，需要比較穩定的收入，故加大對基礎設施、房地產等穩定收益類資產的投資力度。
- 18.IQ義大利卡達爾為拯救義大利精品而成立，義大利政府及卡達爾主權基金各出資10億。
- 19.中國大陸跟比利時在2004年成立了中比基金、中國大陸為拓展一帶一路成立中非發展基金。台灣跟紐西蘭在2012年成立了台紐共同創業投資基金，雖沒有造成影響力，但與其他國家成立跨國基金是可行的。
- 20.台灣主權基金投資方向可以新興科技為主，目前大陸已跨入主權基金投資，台灣是否與中國合作成為主要問題，台灣可以思考海外市場例如郭台銘買夏普，但可惜的是目前政府基金鎖定跟投(Co-investment)，需要由別人主導。

21. 政府最近成立國發會的三駕馬車產業創新轉型基金，規模1000億新台幣，投資對象以中小企業為主，只要企業想轉型、結構改造、併購可引發新投資不需立法即可立刻啟動，但問題是1000億金額等於30億美金，台灣中小企業的定義是8千萬，需要投資非常多的案子，而且併購基金通常自己主導，不會跟投，如果要跟投應打世界盃。
22. 台灣其實有很多問題，電子業需要整合、規模不夠大等。現在是成立主權基金的好時機，如果台灣不用外匯存底成立主權基金，政府應思考要成立主權基金還是產業基金、是政府基金還是政府/民間基金、VC還是併購基金。
23. 目前最大的問題是目標不夠清楚，創新跟轉型是相牴觸的。目前台灣主權基金目標投資國內、希望民間出比較多的錢、新創轉型兩者兼顧、不是併購是VC。站在對台灣好的立場，很希望台灣的產業轉型基金能夠成功。

專題演講二：官民合資基金之投資決策與監管機制

1. 產業轉型基金規劃要點已公布，裡面有幾個問題，第一在壹仟億的架構裡面，一個案例不能超過基金規模的十分之一，又限制不能超過資本額20%，類似的案件有多少個？第二在整個轉型基金的模式下，目前都是以個案的方式申請，在國外很多IT的併購是用換股或換股加現金，但因為部分上市櫃公司的準則裡，無法用換股方式來進行海外的併購，錢對成長型的公司來講需求很大，要去聘請更好的人員或是去做R&D等等，但轉型基金只佔公司資本額的20%，不管產業是否要轉型，我們看到的技術應該是非常吸引人的技術，這種技術不只台灣要其他國家也要，國發基金有競爭

力嗎？第一你的狀態可能比人家差，第二如果提供的只是錢也沒有其他的知識，有什麼誘因介紹國發基金進去？當然國發基金也可以扮演階段性的貸款，如果案子急需資金，金融機構無法快速取得資金，也許國發基金可以階段性的先進來，之後再出場。另外幾個決策上的問題，第一國發會不像GIC或淡馬錫一樣行之有年，而且在新加坡政府官員拿的薪水比民間還要高，台灣厲害的投資人才，不一定會進國發基金，就連GIC在十年前，有很多團隊都到中國去了，如果你有很強大的市場、有很大的資金，其實是在跟國際型機構爭取人才，如果我們在國發會裡沒有很強的團隊去篩選好的案子，做起來會很困難。

2. 轉型、新創有很大的案子也有很小的案子，小型的案子轉型不需要花太多的錢，每個案子如果最多兩三億，那壹仟億需要投資多少個案子？目前國內的政府基金很多有與創投公司配合，如果創投公司自行管理的基金投資的案件，可以建議政府基金也進行投資，這是共同基金的概念，建議在轉型基金的部分應除了個案以外，不排除用基金的模式來處理比較小的案子。
3. 投資決策分兩個部分：投資前評估、投資審議。須先通過內部審核後才能報到投審會，投審會通過後同意參與共同投資及撥款，並簽訂投資協議書。

投資前評估：由透過政府書面及口頭程序篩選的專業管理公司評估案源，包括投資目的、所營事業資本形成、投資金額、技術、財務及市場可行性等投資效益分析、風險分析、產業專家意見等，做成投資評估報告。評估報告應先通過內部審議程序，再申請各專案基金(例如工業局服務業基金)參與共同投資。

投資審議：附上投資評估報告及相關申請表等資料送請各專案基金參與共同投資，在專業管理公司正式召開投資審議會前，先召

集相關單位，具體了解該投資案相關細節：該投資案是否符合政策要性之審查及釐清投資案各項細節。

4. 實際上創投在評估這個案件會看人才、技術、產品／服務、市場、爆發力，每一個在過程裡都非常關鍵。

人才：以自身經驗，和通1987年成立，已經投資600件案子，人才方面是最重要的，一個案子的關鍵人物離開影響非常大，如何讓團隊緊密結合將是獲勝的關鍵，IC設計產業的成功主要是人可以跟著市場轉變。另外董事會的組成也非常重要，主要的董事離開了，接手的董事有可能不再支持，投資時的合作夥伴非常重要，並且要與合作夥伴維持良好關係，才能在董事會上有所作為。

技術：技術也非常重要，未來人工智慧、VR、AR等很有前景，但台灣缺乏好的投資標的，技術對VC來說是最具挑戰的，看到一個前端的技術，第一要快速累積此技術的知識，第二要快速了解產業運作模式，還有在不同市場裡一樣的題材有誰在做。台灣很多新創團隊在做的技術海外很早就有了，海外做得早、市場大，台灣缺乏競爭力，所以知己知彼百戰百勝，要多了解海外情況才知道自己站在什麼地位，現在產品可以很快的世界化、國際化，這是我們需要注意的。

產品/服務：包括硬體跟軟體，現在很多硬體跟軟體是連結再一起的，銷售模式也混和在一起。

市場：如果各方面都好但市場受到限制會影響公司發展。

爆發力：一個公司小成和大成的不同取決於爆發力，供給創造需求，例如寶可夢，真正將AR結合生活，AR很多會運用在醫學，但醫學非一般大眾市場，寶可夢有很多獲利模式，可吸引人潮。

5. 積極的投資準則包含經營團隊的誠信、技術的IP、產業趨勢、預期

市場的規模。

6. 監管機制：除了拓展新案，控管也很重要。

甲、 定期或不定期前往被投資事業實地訪查，以了解其經營情形。第一步以金額分級、第二步瞭解公司目前狀況，訪查重點宜視實際需要，就技術、生產、銷售、財務、人事等方面對其進行建議與協助。

乙、 就被投資事業經營概況營運規劃或財務數據之變化等提供分析說明，創投公司本身隨時都要了解投資標的的狀態，同時每季要向政府提出書面報告。

丙、 董事會等重要會議之參與，如果屬於早期的公司，可能每個月都會開經營管理會，創投會很積極參與重要決定，倘有重大議案如涉及股東權益等(如合併、增資、減資等)，必要時得邀請相關領域學者專家召開重大事件溝通會議，並提出相關說明及建議。

7. 附加價值的提供：應致力輔導被投資事業在人才延攬、技術與業務諮詢以及財務融資等協助，協助其健全營運體質，拓展國內外市場通路等。例如雷軍之前主要做軟體，後來成立了小米，以服務及軟體取勝，詢問台灣供應鏈，並帶著google中國及微軟中國的高階主管來台灣接洽，這件事對於後續台灣IC產業有非常大的影響，錢如何投到對的地方並能提供附加價值才是創投公司致勝的關鍵。

綜合座談

張明輝(資誠聯合會計師事務所所長)

1. 目前台灣基金的目的及功能很模糊，創新或轉型、投資標的的大小不明確。
2. 轉型要找大公司，小型要找創投公司，小型公司約8000萬，不能超過股本20%，1千億要投資很久。政府應與民間合作，成立投資公司投資小型案子，有些案子需要保密、有些案子有時效性，時間不宜太長，由投資公司處理較有效率，且政府投資民間投資公司也不會超過20%。大型的案子由個案處理，政府要慎選民間合作對象，政府基金希望每個案件都有主導投資人，政府人員主要做政策擬定，因為術業有專攻，由主導投資人來做是最有效率的，政府DD案件超過100萬要公開招標，時間會拖很長，這種案件最好由主導投資人來做，所以合作對象要慎選，第一民間投資機構，第二要跟國內產業協會合作，第三跟律師會計師券商合作。
3. 投資不一定要投資新的東西，台灣的電子業、金融業是最需要轉型的公司，需要變大、國際化，可以投資企業買品牌、通路、技術，協助國內企業走出去。
4. 國發基金投資時如何避免出錯，必須有排除不適合及價格問題的機制，應私下找德高望重的人，審議委員會找更德高望重的人來壓制，當案件不適合，一群德高望重的人可協助排除。

林啟超(國泰世華銀行首席經濟學家)

1. 如果看美歐日主要上市企業，現在的現金比(現金/總資產)大概是這幾年來最高點，代表現金股會變多、全世界庫藏股越來越明顯、

公民活動，所以在公民活動越來越興盛的時候，好的企業不用等產業發展基金，大家都想要。

2. 德高望重的人本身會有自己的企業或某些企業的股票，甚至有直接投資的部份，很容易會有內線交易的問題。假設他本來就有投資的案件覺得政府也可以去投資，這樣人家會覺得你用國家隊去幫你抬轎，利益衝突或利益迴避的問題會是這個基金最大的爭議。黃理事長提到的，其實銀行一直在講轉型，Fintech在全世界一定有比台灣更好的技術，如果在對岸這部分要不要投資？所以台灣以外的地方都應列入考慮。
3. 創投是非常以人為主的，再來是技術問題，人跟技術是一定會面臨的問題，台灣不是錢的問題，經濟學的生產要素是勞動、土地、資本、創業家精神，前面兩個問題比資本嚴重，勞動的情勢像目前一例一休的問題，土地的部分可以將水電放在一起，這些生產要素對企業來說是更重要的基本建設，台灣缺乏人力資本，這個基金最後至少要做到創造就業的目的，政府基金要找誰評估？
4. 從寶可夢得到四個心得：1.刷變電箱，平常要累積能量，在評估案子時平常對人脈跟技術有沒有在涉略。2.開始抓寶可夢，這麼多的案子每個都要看，要增加自己的經驗值。3.道館通常會挑戰失敗，創投10個案子可以成功一兩個已經很了不起，假設一個案子要投資五年，我們總統一任四年，政府或民間可不可以接受一個案子投資五年或十年？4.GPS要開，定位是什麼，不是單純投資者而是策略投資者。
5. 主權基金一開始是要為一個國家創造收益，所以通常不是策略性投資，而是以創造國家收益為主，但我們現在要做策略發展基金想法會不太一樣，比如KPI是什麼，假如我是國發會要評估案子的人，對我來說最好不要投資，因為贏了不會有人記得我，但輸一

定會說是我的錯，如果是民間企業帶政府進去投資，贏了也沒有什麼，分紅機制會不會放在產業發展基金的制度上？人才很多人在搶，人才在哪更重要，政府要扮演什麼角色？如果是政府評估的，最後的KPI是什麼？這些都會影響到產業發展基金的設計？

黃齊元(藍濤亞洲有限公司總裁)

1. 目前產業發展基金主要是跟投，所以一定要有一個主投，國發基金主要是站在配合的角色，台灣有很多基金，現在也正在轉型，因為台灣過去是創投基金，將來才要走向PE，其實台灣和南韓不同，南韓發展非常大的PE基金，韓國一方面是政府支持另一方面有很活絡的PE環境，台灣主要還是在VC的角度，台灣的PE都是外資，像高勝、KKR、凱雷，台灣其實是有經過PE的洗禮，台灣三大有線電視都是被PE買走的，但PE過去被認為是禿鷹基金，本次成立的基金是在幫PE去汙名化，現在亞洲都有主權基金、策略發展基金，以前是外資在做，現在是政府在做，所以第一個問題是台灣的PE沒有像南韓一樣成氣候。
2. 案源：國發會希望不要太多賠錢的案件，一個長期投資的概念，不要期待短期獲利，很好的案子會有很多人追，不會需要轉型基金，所以通常都是風險比較大的案子，可能牽涉到下世代的技術，轉變為VC基金，KPI要有長期獲利的觀點，要容忍失誤。
3. 如何操作：幾個方向1.國發會強調創新轉型，創新就是投資下個世代的科技，為什麼拉國家投資？一是為了台灣，二是國家要支持民間，鼓勵民間產業做新的東西。2.全球併購，像鴻海併購夏普，但規模不用這麼大。3.生態系，像uber、菜鳥網等，以前的新創企業是投資一兩百萬，現在的新創企業第一輪就投資100億人民幣，

為什麼？這是打造行業標準，但很難倚賴民間，要靠政府

黃翠慧（創投公會理事長）

抱持樂觀看法：

1. 目前轉型基金主要針對國內，但我認為需要有些國外的，因為台灣產業轉型的關鍵很多都是新創的技術，這些技術有可能在其他國家，不應自我侷限，應開放對國外投資。一些技術的投入，如果台灣一些凋零的產業再不轉向，不只產業本身，可能連借錢的銀行都會倒，希望國發基金站在國家前進的立場上，開放對國外的投資，不用自我設限在投資台灣。
2. 目前機制裡說不能領投、不能超過20%我認為也是有問題的，因為往往一個基金本身，有人願意帶頭但不一定像國發這麼有錢，台灣PE/PC的規模不夠大，不可能把資金全部用掉，所以不能排斥國發當基金的領頭，在投資裡可以佔50%以上，但主導者可以是專業投資人，只是要解決超過50%要到立法院報告的問題。
3. 剛有提到創新轉型基金應該要有兩個模式，一個是直接投資較大案件，另一個是比較小的案件以成立基金的方式與有經驗的管理人做搭配，國發不要當唯一投資人，讓專業管理人募資，這樣會比較簡單，大案件在國發如何審核，有人建議做諮詢報告，可以善用台灣有經驗的退休人員做諮詢報告。
4. 案源的介紹，需要有分潤機制，如果沒有足夠誘因，好的案子為什麼要交給國發基金？
5. 台灣有少數具整合能力的人，產業轉型本身非常複雜，整合需要注意很多事情，做過中國跟矽谷案件的人很多案件都是談出來的，

較具有整合能力能支持產業轉型。

6. 資本市場方面，如果是大型公司可能已經上市櫃了，目前上市櫃公司要併購非上市櫃公司有些困難，被併購的對象本身要符合上市櫃的資格且併購後NAV不能低於原來的NAV，但新的技術前五年一定賠錢，併購NAV會被拉下來，除非併的公司很小，轉型應該正向思考產業升級要考慮什麼。
7. 資本市場思維方向也要改變，要讓公司勇於做別人不做的事，要有創新的思維能夠看好有潛力的公司並給他合理的投資。

Q&A

1. 問：目前辦法簡略，Fintech在民營機關執行上是否能有法規上的進步？如果要把PE在國內深耕，是否有明確方向？

黃齊元總裁：

其實台灣的基金過去一直不斷調整：

國發基金：直接投資案件，關鍵字創投、DC。

國發會併購基金辦法(200億)：投資到基金，目前規畫中，關鍵字MMA。

轉型基金：關鍵字轉型、PE。

仔細思考中間其實有重疊，如何避免重疊？

轉型基金標的有四種案子：1.產業整合，台灣應多成立產業控股公司；2.投資新技術；3.全球併購；4.家族傳承。馬政府時代兩種類型：1.創業拔萃方案(1億2千萬)，投資四個基金，每個基金3仟萬美金；2.台矽計畫(6仟萬)，台灣與矽谷的結合。看起來基金很多，

但案子沒有很多，這是需要思考的地方。

資本市場的重點，台灣主管機關非常怕企業下市，這個觀念是錯的，台灣存在很多殭屍企業，沒有成交量，應將其重組、下市才是再上市的開始，為何不能保持上市地位？因為當一個公司在上市地位時，要去做很多併購、重組等，就會有剛才說的內線交易、消息走漏、股價波動，影響到小股東的權益，證交所現在開放公司去併購沒有獲利的新公司(無論國內外)，台灣的資本市場要做一個大變動，在上市時重組容易造成內線交易，這是我們要注意的。

黃翠慧理事長：

如果資本市場沒有彈性的整合，事實上PE很難做，這要歸到剛說普通股及特別股的問題，雖已通過閉鎖型公司法(一間公司新創時期，投資人可以與基金先約定)但閉鎖型公司如果要公開發行或上市上櫃就要回復成一般的公司，是非常麻煩的事，創投公會有建議金管會，希望閉鎖型公司法的內容可以適用到一般公司特別股，讓PE的空間可以更大，會有更多誘因成就本土更好的PE。

Fintech是台灣的機會，過去銀行過多，且站在保護存款人立場，很多金融商品都不是台灣人設計而是由國外機構設計，所以台灣無法成就很厲害的金融人才，但不見得國外機構就不會倒、不會賠錢，Fintech是個機會，可以跨到各個領域，問題在於金管會要開放應制定什麼規範，不妨多召開公聽會看看國外案例來討論一些可能的陷阱、地雷。

林啟超首席經濟學家：

最近新加坡大學畢業典禮找外交部長做演講，講了一段話「希望全世界的人都可以在新加坡發展Fintech，完全不用擔心法律的問題，當有一天新加坡的MMS找上你的時候，你就知道你已經發展

夠大了」。

2. 問：剛提到產業創新轉型基金規模跟中小企業規模不同等的問題，產業創新轉型基金要點已在7月公布，雖然有投資五年的限制，但也有在申請資格裡提到除了自己有意願做產業創新轉型的企業外，另外像要協助企業創新轉型的機構或民間投資人也有申請資格，如果就創業者的立場來看，這個部分能否幫助中小企業取得資金？

黃翠慧理事長：以企業為出發點，應該是可以的，只是企業要經過這些程序是否知道如何跟國發基金談，如果有找到基金管理者可以協助這個企業來跟國發基金談目前是可行的，就目前辦法看來其實沒有一個中介者的角色，整個辦法看來比較針對企業，但企業沒有跟國發基金溝通的經驗，有中介者會比較好些。

黃齊元總裁：台灣因為市場太小不太會做設計，中國大陸有一個模式可參考，策略投資者加財務投資者即企業加PE的角色，他們稱為併購基金，PE收購再放入上市公司，雖然是法律灰色地帶，但台灣可以思考，說不定可以形成全民運動，提升經濟成長及競爭力。

附錄二、國外參訪報告

一、調研考察對象

為配合行政院國家發展委員會委託研究計畫「我國成立主權基金之可行性研究」之需求，本院金融研究所前往新加坡進行調研考察活動，此次拜訪單位細目如下：

星展銀行黃炳欽董事總經理

南洋理工大學商學院財金系主任 Lau Sie Ting 教授

新加坡花旗銀行消費者創新實驗室何永豪策略長

駐新加坡台北代表處經濟組陳永乾組長

Life.SREDA (創投業者)合夥人 Vladislav Solodkiy

QUOINE(科技新創公司)副總經理 Eddie Chng

二、調研考察目的

我國對於是否應該設立主權基金的討論由來已久，過去由於對成立主權基金之目的與定位不明，資金來源亦難有共識，因此主權基金之設立似乎遙遙無期。本院研究團隊針對此一議題深入研究後發現，考慮我國經濟發展現況，實已面臨產業轉型升級的關鍵時刻，而近年國內長期投資不足，金融機構內游資充斥，此時正是政府挹注資金予有轉型升級需求之企業，並導引民間資金進入策略性產業的適當時機。新政府所見略同，正著手規劃由國發基金匡列部分金額，結合民間業者共同提供資金，協助我國企業創新轉型。至此我國主權基金之設立目標明確，資金來源的問題亦已解決，可謂諸事齊備。

然而此一舉措本身在我國亦屬創新，並無前例可循。與我國並稱亞洲四小龍的新加坡，則有若干可資借鏡之處。舉世知名的淡馬錫控股公司，即為新加坡政府之主權基金。但考慮淡馬錫目前幾乎完全以追求高投資報酬率為目標，且投資標的七成在海外，其營運目的與運作模式顯然與我國目前所規劃之(類)主權基金不盡相同。為能更符合我國設立主權基金之宗旨，本院研究團隊特別選擇訪談過去由淡馬錫出資協助，如今已成業界翹楚的成功案例：星展銀行。此外，研究團隊亦針對政府提供資金協助產業之一般可行作法，就教於新加坡當地之創業者與新創事業負責人，南洋理工大學學者，以及我國駐新加坡代表處經濟組。盼能藉由本次調研觀察新加坡以政府資金協助產業發展之相關做法，做為我國研擬(類)主權基金促進經濟發展之參考。

三、調研考察內容與心得

(一) 主權基金協助國內企業發展的案例

星展銀行前身為成立於 1968 年之新加坡發展銀行 (Development Bank of Singapore, 簡稱 DBS)，主要任務為提供當時一般金融機構在經濟發展過程中，所無法滿足的資金需求，或因利潤較低、風險較高而不願承作的業務，例如產業中長期資金的籌措、投資參股關鍵基礎產業、為經濟發展提供融資 (建設基金) 或保證等。新加坡發展銀行設立之初係規劃為資本額 1 億新加坡幣的上市公司，認股分為兩階段：第一階段由新加坡政府認股 48.7%，另外由新加坡本國銀行以及設點於新加坡的外國銀行認購 24%；第二階段將剩餘的 27.3% 股權開放其他國內外金融機構、保險公司、民營企業或個人認購，最後是由歐洲 9 家金融機構認購 1.9%、新加坡國內金融保險機構認購 7.6%，以及民營企業與個人認購 17.8%。檢視其股權結構，因為新加坡政府握有近半股權，故需背負著一定政策任務，但也因此給予若干特別優惠，

例如不受銀行法在投資、放款與購買不動產之限制。

1970 年代開始新加坡陸續進行組織改造，成立數個控股公司型態的法人組織，包含淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)、新加坡科技控股公司 (Singapore Technology Holdings)、國家發展部控股公司 (MND Holdings)、醫療保健控股公司 (Singapore Health Holdings)，新加坡政府也在此時將新加坡發展銀行股份轉移至淡馬錫控股與國家發展部控股公司底下。此後歷經 30 餘年的公開交易、增資、整併與轉投資，其組織日漸龐大、投資漸趨多元、策略益趨彈性，及至 1999 年新加坡發展銀行改制為金融控股集團型態，由銀行控股集團 (Development Bank of Singapore Holdings，簡稱 DBSH) 100% 持股新加坡發展銀行。依據 1999 年 DBSH 年報，國家發展部控股公司持有 DBSH 股份的 17.09%，淡馬錫則持有 15.49%，兩者合計股權比重約為 32.58%，換言之新加坡政府仍為 DBSH 改制後最重要的股東。2003 年再基於淡化新加坡國有背景考量，避免擴張海外市場版圖時，平添鄰近馬來西亞或中國大陸之多餘戒心與反感，將集團中文名稱更換為今日所熟知的「星展銀行」集團迄今。

依據 2015 年年報，淡馬錫與旗下子公司 (例如 Maju Holdings Pte. Ltd) 已持有星展銀行共 29.66% 之股權，國家發展部控股公司則逐漸淡出，亦即淡馬錫為代表新加坡政府之最大股東，持股比例雖未過半，但實際掌握星展銀行董事會與人事經營權。然而，淡馬錫並不干涉星展銀行之日常營運與業務決策，交由星展銀行董事會與專業經理人團隊營運管理，充分實施監督與經營權分離的管理模式。亦即在強調商業擴張與利益導向的原則下，新加坡政府雖握有星展銀行之控制權，但管理上卻予以適度鬆綁空間。由於所有權與經營權清楚分割，星展銀行不僅有國家資金為後盾，同時可聘請專業經理人以商業獲利導向經營運作，無須遵從公務人員體系規範，經理人亦無至國會備詢之義

務。因此經營靈活度與投資操作空間皆優於一般國有銀行，這也反映在星展銀行海外布局所採取之擴張策略，以及近年來在亞洲金融市場扮演區域性銀行所獲得之成果。

由於星展銀行經營管理係以商業獲利為導向，加上新加坡政府政策支持引進國外專業人才，因此星展銀行員工目前約有 10% 為外籍人士。甚至聘用海外專業經理人擔任重要職位，充分授予管理權力，例如前任 CEO 戴國良 (Jackson Tai) 即為美籍華裔，在此之前曾任 J.P. Morgan 高級區域總監兼亞太區投資銀行負責人；現任 CEO 高博德 (Piyush Gupta) 則為印度籍，在加入星展銀行之前曾任職花旗銀行亞太區執行長。即便星展銀行背後為新加坡政府實際持有，但受惠於外籍金融專業人才的引入，不僅能藉此提升星展銀行整體人員素質，更有助於即時掌握各區域市場特性，進而採取相對合適的策略與決策以切入各個市場。

總的來說，淡馬錫集團扮演統籌管理新加坡國有企業的角色，以所有權、經營權確實獨立分割的公司治理模式，以及強調商業市場利潤導向之經營原則，並提供一定程度的資金奧援，協助星展銀行奠定今日亞洲區域銀行之地位。

(二) 主權基金協助國內企業創新轉型的可行作法

政府以資金挹注我國企業協助其創新轉型，除了持有公司股權直接投資外(例如新加坡政府透過主權基金淡馬錫掌握星展銀行近三成股權，新加坡貿工部標新局 (SPRING) 亦與民間共同設立「SPRING SEEDS 種子基金」，協助新創企業發展)，尚有其他做法值得思考。

新加坡政府為促進該國金融科技的創新，於新加坡金融管理局 (MAS, 即新加坡中央銀行) 設有一筆新幣兩億兩千五百萬元(約合新台幣 56 億元)，為期五年的專款，用來補助金融科技新創業者成立實驗

室的人力資本。程序上先由企業支付研發人員薪津，再向政府申請專款補助，亦即由政府(部分)負擔科技創新研發人員的薪資成本。這種做法的優點，是直接將資金投入創新的關鍵要素—人力資源上。但若以主權基金行此模式，則須與投資企業另訂契約以分享利潤。

此外，政府挹注資金直接投資的對象，未必一定要限於本國企業。新加坡政府長期監控景氣循環，觀察國際潮流，擬定重點發展產業，針對產業鏈中的缺口，以提供資金或租稅優惠(例如將區域總部或國際總部設在新加坡的跨國公司，可適用較低的企業所得稅稅率)，吸引外國企業進入新加坡，以建立重點發展產業之完整在地產業鏈，這種協助產業發展的戰略性思維，頗值我國政府借鏡。當然，對於以主權基金投資進入我國的外國企業，政府對其應有若干規範，例如其生產要素至少應有部分由本地廠商提供，其產品應以合理價格優先供應本地廠商等等。

再者，政府協助產業創新轉型的資金未必一定要直接進入企業。我國高等教育發達，大學中有博學深思的研究人員，可立足於既有知識基礎上，剖析社會現況，探究產業面對的挑戰；同時大學也是人才培育機構，大批年輕的研究生正在學習、成長，投入創造性或研究性的專案。因此大學理應挾其豐沛的研發能量成為社會與產業進步的引擎。政府可在擇定當前重點發展之產業別後，針對該產業之需求，與本國優質學研機構合作進行研發，由政府提供資金供其聘用國際級學者專家或博士後研究人員，或高額獎學金吸引國內外一流的博士生，及其他研發所必需之軟硬體設備，而研發成功之專利權則歸屬於政府所有。如此一舉數得，是值得考慮的方向。