



全球主權基金的發展及可能影響之研究

黃彥斌*

- | | |
|-------------|----------------------|
| 壹、前言 | 肆、全球主權基金的正面影響及可能風險分析 |
| 貳、主權基金的內涵 | 伍、主權基金發展對我國的啟示 |
| 參、全球主權基金的發展 | |

摘 要

近年來，新興經濟體受惠於經濟快速成長、商品價格高漲而享有鉅額貿易出超，累積龐大的外匯存底，提供全球主權基金規模快速成長的動力。主權基金對於其母國及被投資國的經濟影響，可謂一刀兩刃，端視其與各國主管機關的互動而定。而國際社會面對可能存在政治動機的主權基金之投資行為，邇來亦制定若干遊戲規則，具體規範主權基金及被投資國，以保障主權基金的合法投資利益，以及緩和金融保護主義的浪潮。至於我國是否設立主權基金曾引發廣泛討論，類似主權基金概念的國家發展基金之未來發展值得持續密切關注。現階段我國政府可以整合相關資金，成立支持策略性產業發展的主權基金，並檢討現行投資法令，參考國際相關規範，調整相關法制，以利於吸引外資來台參與重大建設，促進經濟發展。

* 經濟研究處科員。本文承洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、吳組長家興及評審委員提供寶貴意見，謹此致謝。文中倘有謬誤疏漏之處，當屬筆者之責。

A Study on the Current Development and Future Prospects of Global Sovereign Wealth Funds

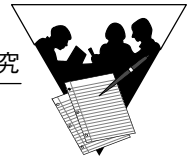
Yan-Bin Huang

Analyst

Economic Research Department, CEPD

Abstract

In recent years, newly industrialized economies have taken advantage of rapid economic growth and surging commodity prices to rack up large trade surpluses and accumulate huge foreign exchange reserves, which has fueled a speedy expansion in the scale of sovereign wealth funds (SWFs). The economic influence of SWFs in their homelands and invested countries may be seen as a double-edged sword, as ultimately determined by their interaction with the governing authorities in each country. In face of the potential for politically motivated investment by SWFs, the international community has set some game rules to regulate the behavior of both the funds and the countries in which they invest, with a view to safeguarding the funds' lawful investment benefits and curtailing financial protectionism. Whether Taiwan should establish an SWF has generated widespread discussion, and the future development of the SWF-like National Development Fund calls for continuing close attention. This study recommends that, at this stage, Taiwan can integrate related funds to establish an SWF that supports the development of strategic industries. Also, the government can review and adjust current investment laws, with reference to international norms, so as to help attract investment of foreign capital in major infrastructure projects, and thereby promote national economic development.



壹、前言

一、研究動機及目的

2007年以來，全球金融市場上受世人矚目的議題除信貸危機之外，莫過於主權財富基金(Sovereign Wealth Funds, SWFs，以下簡稱主權基金)。尤其2007年9月掛牌成立的中國投資公司於同年年底藉由收購在全球證券、資產管理及信貸服務市場中居於領導地位的美國摩根史坦利價值將近10%的股權，成為該公司第二大股東後，對於美國金融界產生相當震撼。此事件背後隱含一個令人無法忽視的事實，亦即諸如中國等新興經濟體已有能力透過其政府所主導的資金，衝撞歐美資本主義國家的金融市場結構。然而2008年以來，次貸風暴所引發的全球金融危機愈演愈烈，就連產油國、新興經濟體所設立的主權基金亦無法倖免。隨著全球股價、房地產價格不斷下滑觸底，在2008年上半年以前採取投資行動的主權基金，帳面損失慘重，加上無法掌握全球金融風暴何時劃下句點，相較於先前大舉收購歐美金融資產時的意氣風發，既有的主權基金紛紛調整投資腳步，對於投資國外資產態度轉趨保守。另一方面，法國日前則基於維護國家經濟安全之考量，避免具有戰略意義的大企業在此波全球金融風暴中陷入困境或可能遭外資收購，亦設立主權基金，扶植該國關鍵性產業。

主權基金的發展對於全球經濟的影響為何？對於目前搖搖欲

墜的全球經濟究竟是洪水猛獸還是救命仙丹(或救火隊，Salvaging Withering Franchises¹，亦簡稱 SWFs)? 本文將探討主權基金的發展及其影響，文末並做相關的政策建議。

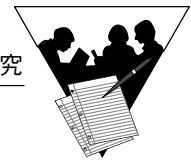
二、研究方法及限制

本文採取文獻回顧法，蒐集國內外針對主權基金議題探討的相關文獻，進行整理研析。在研究限制方面，本文係以宏觀角度解析主權基金的發展及可能影響，由於當前許多主權基金的相關資訊並未公開，因此就個別主權基金的發展情況無法取得第一手資料，僅能透過相關研究機構、個人所撰寫的報告作為撰寫時的參考資料。

三、本文架構

本文首先說明研究動機及目的、研究方法及限制，以及本文架構；其次就主權基金的內涵，包含主權基金的定義、分類為說明；接著就主權基金的發展，包含主權基金的發展原因、現況以及國際社會對主權基金的態度及因應之道為論述；再來就主權基金對於母國及全球金融市場的影響為解析；最後就主權基金發展對我國的啟示總結全文。

¹ 「讓強國戰慄的大富翁遊戲--主權基金改組全球金融版圖」，遠見雜誌，第 258 期，2007 年 12 月，頁 62，引用美國銀行(Bank of America)高級市場策略師 Joseph Quinlan 的說法。



貳、主權基金的內涵

一、主權基金的定義

熟悉資本市場者對於避險基金(hedge funds)、私募基金(private equity funds)等基金應不陌生。基金的核心概念在於募集基於獲利考量的資金，並交由專業經理人進行管理及操作。相對於前揭基金，主權基金最引人矚目的差異點在於存在政府的要素。由於主權基金使政府由資本市場管理者，轉變為兼具市場參與者的角色，加上不少主權基金與私募基金類似，具有資訊不透明的特徵，甚至從事具有政治意味的投資策略，更增添主權基金的敏感性及爭議性。

相較於國有企業(state owned enterprises)、公共退休基金(public pension funds)等主權投資機構(sov​​ereign investment vehicles)，主權基金係政府持有或控制，更重視專業化及市場化的投資機構，追求更大的投資報酬，以達成多元化的成立目標。在投資策略方面，往往更多元化，具有更強的風險承受能力。投資標的則包含長期政府債券、資產抵押證券(asset-backed securities)、公司債、股票、商品、不動產、衍生性金融商品(derivatives)、另項投資(alternative investment)²，並藉由分散投資標的以降低風險。近年來，主權基金亦涉足歐美的重要行業，如銀行、港口、股票交易所及能源公司等。

² 另項投資係指運用各種投資策略，運用套利、買進或賣出股價遭到低估的證券、期權或債券，以及投資在市場中任何可藉由低風險獲取高報酬的投資機會。

關於主權基金的意涵，目前並無一致的定義。綜觀全球主權基金的特徵，本文將主權基金定義為：基於多種的總體經濟目的³，由一國或一個地區政府⁴所持有或控制，以原油、天然氣等資源收入⁵、政府財政盈餘、外匯準備⁶、政府編列預算、發行公債或外援⁷等作為資金來源，並交由特定機構從事國內、外投資活動的基金。

二、主權基金的分類

主權基金大抵可依據其設立目的、投資策略及標的等予以區分：

(一) 設立目的：主權基金其實是一個異質化的群體(heterogeneous group)，依據其設立的主要目的，大致可區分為⁸：

一 穩定基金(stabilization funds)：仰賴原油或商品銷售收入的經濟體，通常易受全球商品價格巨幅波動的影響。此類主權基金的設立目的在於處理價格或匯率的波動，例如透過協助央行縮小

³ 如穩定財政及經濟情況、協助社會經濟發展等，詳見(一)主權基金成立目的之說明。

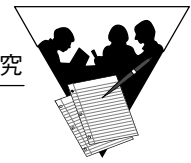
⁴ 通常是實施聯邦制國家的地方政府，如美國阿拉斯加州、加拿大亞伯達省。

⁵ 如中東產油國、俄羅斯所成立的主權基金。

⁶ 如東南亞新興經濟體所成立的主權基金。

⁷ 如非洲烏干達所成立的主權基金。

⁸ 參閱 Steffen Kern(2007), "sovereign wealth funds-state investments on the rise," Deutsche Bank Research; 林宣君、林詠喬(2007), 「淺述主權財富基金」, 證交資料, 第 548 期, 頁 58-59 引用中國中央匯金公司就主權基金設立動機的報告內容; IMF(2008), "Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda," pp.4-6。



為了處理外匯流動性過剩而在外匯市場進行沖銷之規模，使財政及經濟狀況不受到商品(如原油)價格短期波動的影響。

- 儲蓄基金(savings funds)：此類主權基金的設立目的在於將不可更新的資產(如天然資源)轉換成更多樣化的資產組合，並運用配置的資產為未來世代創造財富，以公平方式，將天然資源所創造的投資報酬分配給不同世代，緩和所謂荷蘭病(Dutch disease)⁹的效應。
- 準備投資公司(reserve investment corporations)：非仰賴商品收入的經濟體通常持有超過正常所需的準備資產，為增加準備資產的報酬而成立主權基金，而主權基金管理機構的資產通常被計算在準備投資資產範疇內。
- 發展基金(development funds)：該類主權基金之設立目的通常用以協助達成社會經濟目標或重建及促進國內產業發展，以提升該國的經濟成長。
- 偶發性退休準備基金(contingent pension reserve funds)：該類主權基金之設立目的在於就偶發性、非特定性的退休金債務提供資金來源。

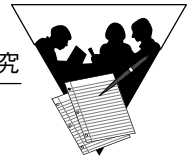
實際上，主權基金成立的目的不僅是多重、重疊，且往往可能隨著時間、需求的改變而調整。以非洲波札那的穩定基金為例，

⁹ 所謂荷蘭病，係指藉由天然資源出口致富導致一國貨幣幣值勁揚，卻衝擊因升值而失去競爭力的該國其他產業，在能源產業發展的正面效益無法彌補其他產業所遭受的損害之情況下，產生大量失業人口，對該國經濟成長產生損害。

當其累積準備金額度超過維持短期財務穩定的金額時，已轉型為儲蓄目的之主權基金。

(二) 投資策略及標的：主權基金基於掌握特定資源或關鍵設施、推動國家產業政策、堅守社會道德等因素考量，而採取不同的投資策略，可區分以下幾類：

- 一 基於掌握特定資源、關鍵設施：對於能源需求一向龐大的中國，近年來對於油源的掌握一向不遺餘力。例如中國所屬的中海油公司曾於 2005 年配合國家能源安全政策，企圖收購美國第九大石油公司尤尼科，以掌握海外油源。此外，中國配合油品稅費改革，將仿效挪威石油基金的模式，計劃於 2009 年成立政府石油穩定基金，透過在石油儲備、石油企業的對外合作，以穩定該國的石油供需，保障經濟安全。阿聯所屬的杜拜港口世界公司則透過收購英國半島東方航運公司，企圖接管美國六大港口的營運權。
- 一 推動國家產業政策：以新加坡主權基金的代表—淡馬錫控股公司為例，該公司掌握新加坡最重要、營業額最高的企業，包含新加坡電信、新加坡航空等產業，透過國家控制的企業進行投資，引導策略性產業發展，以繁榮新加坡經濟。
- 一 基於社會道德的考量：以挪威政府退休基金為例，該基金基於社會責任、道德綱領考量，排除諸如菸草、軍火等特定企業的投資。



參、全球主權基金的發展

事實上，主權基金並非新的事物，早在 1953 年所成立的科威特投資委員會(Kuwait Investment Board)¹⁰，即當前科威特投資局(Kuwait Investment Authority, KIA)的前身，其成立宗旨在於藉由原油收益進行投資，為未來提供資金，並減少對於單一有限資源(指原油)的依賴，因此被視為當今主權基金的開山始祖¹¹。至於目前全球規模最大的主權基金為阿聯 1976 年成立的阿布達比投資局，資金規模約達 8,750 億美元；東亞規模最大的主權基金則為 1981 年自新加坡淡馬錫控股公司獨立出來的新加坡政府投資公司，其資金規模約 3,300 億美元；至於有主權基金模範生之稱，基金運作最透明的挪威政府退休基金，規模亦超過 3,000 億美元¹²。

一、主權基金發展的原因

(一) 新興經濟體受惠於經濟成長、商品價格高漲而享有鉅額貿易出超，累積龐大的外匯存底

主權基金的快速成長與自 1990 年代中期以來全球總體經濟失

¹⁰ Kuwait Investment Board 可視為目前 Kuwait Investment Authority(KIA)的濫觴，係於 1950 年代初期成立於英國倫敦金融城(the city of London)。KIA 則成立於 1982 年，接管原先由科威特王國財政部管理的國家資產。關於 KIA 的歷史，請詳見其官方網站，網址為 <http://www.kia.gov.kw>。

¹¹ 另有部分文獻指出，英國殖民政府於 1956 年在現今吉里巴斯共和國(Republic of Kiribati)所在地的吉爾伯特(Gilbert)群島針對磷酸鹽的出口課徵特別捐，並將課徵所得成立平準基金，為歷史悠久的主權基金之一。

¹² 參閱群益證券研究部專題報告，「華爾街風暴衝擊各國主權基金」，2008 年 10 月 14 日。

衡有著密不可分的關係。美國經常帳逆差自 1992 年以來即持續擴大，截至 2006 年，逆差已超過 8,000 億美元，此逆差的增加反映在東亞新興經濟體及中東石油出口國的經常帳順差增加。

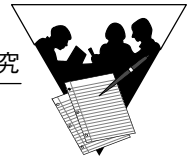
(二) 次貸風暴導致歐美金融資產價格崩跌，新興經濟體趁機而入

美國於 2007 年 8 月爆發次貸風暴，造成全球金融市場危機，歐美國家的金融資產價格大幅滑落，提供前開新興經濟體及產油國伺機撿便宜的機會。由於美國次貸風暴持續擴大，許多歐美金融業者出現資產減損，在資本適足率及現金準備不足的情況下，主權基金趁勢收購受到次貸風暴波及的金融業者的股份，中東產油國、東亞新興經濟體主權基金同時亦積極尋求投資因次貸風暴而虧損的金融機構(參見表 1)。事實上，不少歐美金融業者在坐困

表 1 近年來主權基金挹注資金至主要金融機構情形

金融機構	主權基金	持股比例 (%)	投資金額 (億美元)	投資形式
花旗	阿布達比投資局	4.9	75	可轉換股權
	新加坡政府投資公司	3.7	68.8	可轉換股權
	科威特投資局	1.6	30	可轉換股權
美林	科威特投資局	3	20	可轉換股權
	韓國投資公司	3	20	可轉換股權
	淡馬錫控股公司	9.4	44	普通股
摩根史坦利	中國投資公司	9.9	50	可轉換股權
巴克萊	淡馬錫控股公司	1.8	20.05	普通股
瑞士銀行	卡達投資局	1	6.03	普通股
	新加坡政府投資公司	9.8	97.5	可轉換股權
	沙烏地阿拉伯貨幣局	2	18	可轉換股權

資料來源：Sovereign Wealth Fund Institute (截至 2008 年 1 月底)



愁城之際，相當歡迎這些主權基金所帶來的救急基金，因為這些主權基金原則上均採取長期投資策略，與短進短出引發股價劇烈波動的對沖基金不同。

(三) 基於策略性目的考量

有些主權基金基於國家戰略性考量而成立，2008年10月所成立的法國主權基金即為顯例。近期全球金融風暴所產生的景氣蕭條，造成許多國家的企業不支倒地，為避免具戰略重要性的企業遭外資收購，法國政府成立定位為「公共干預基金」的主權基金，大規模介入特定企業的併購行動，挽救陷入財務困境、對資金需求孔急且具重要戰略價值的企業，此舉將為該國建立一套產業投資政策的新模式。該基金由既有的國家干預基金及公營企業股份合併組成，並由國有投資控股公司負責管理，並透過市場籌資，藉由持有相關企業股份賺取資本收益。此外，如前所述，對於能源需求大的新興經濟體如中國，基於全球能源經濟戰略的考量，亦計劃成立政府石油穩定基金。

二、全球主要主權基金的現況¹³

主權基金的發展可謂方興未艾，不少國家均躍躍欲試，為瞭解既有的主權基金的發展模式，以作為處理主權基金投資以及我國倘另成立主權基金的參考，以下謹就既有具代表性的主權基金

¹³ 參考主權基金國際工作小組於2008年10月所發布的主權基金公認原則及常規報告。

的現況，依據成立依據、治理架構、資訊揭露及投資策略，以及基金運用情形等方面，簡要分析如次：

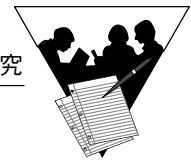
(一) 成立依據：多數民主化程度較高的國家多以另立特別法的方式作為主權基金的規範，例如澳洲依據「未來基金法」；紐西蘭依據「紐西蘭養老基金及退休基金法」；愛爾蘭依據「國家退休準備基金法」；南韓依據「韓國投資公司法」；挪威依據「退休基金法」；東帝汶依據「石油基金法」。亦有部分國家以既有法律或其修訂版規範主權基金，如波札那依據「銀行法」，智利依據「財務責任法」、中國大陸及新加坡依據「公司法」、俄羅斯依據「預算法」、千里達多巴哥依據「議會法」。民主化程度較低的國家多依據國家元首的指令成立，如巴林、卡達等國依據王室或國王指令成立。

(二) 治理架構：多數主權基金設立獨立的董事會進行相關投資決策，董事會成員包含政府資深官員、私部門的專家學者等。至於基金的實際運作則交由央行¹⁴、財政部¹⁵、公有專責投資機構¹⁶等負責。

¹⁴ 例如智利、波札那。挪威的主權基金則是部分由央行負責操作，另一部分則委外操作。

¹⁵ 例如俄羅斯。

¹⁶ 例如加拿大亞伯達省的亞伯達投資管理公司、愛爾蘭的國庫管理局、南韓的韓國投資公司、紐西蘭的紐西蘭養老金守護者、新加坡的淡馬錫控股公司及政府投資公司、中國大陸的中國投資公司、東帝汶的銀行及支付局、科威特的科威特投資局、利比亞的利比亞投資局、卡達的卡達投資局、阿聯阿布達比的阿布達比投資局。



- (三) 資訊揭露：民主化程度較高的國家就其主權基金訊息的揭露程度較高，除向監督行政部門施政的國會提報資料外，亦出版季報、年報或透過官方網站、大眾傳播媒體公開其營運績效、資產配置及投資策略等相關資訊。其中挪威的主權基金之所以被外界讚譽為「主權基金的模範生」，主要在於具有高度透明度及充分揭露訊息的特徵。
- (四) 投資策略及基金運用情形：投資策略主要依據主權基金的風險承受度、成立目的而有所不同，甚至明文限制投資標的¹⁷。整體而言，傾向採取多元化的投資策略，投資流動性較高的投資標的。至於投資收益的運用則依據主權基金的成立目的有所不同，有的著重於融通該國(地區)社會經濟發展之所需，挹注相關的公共建設計畫、支援特定部門產業之發展，如亞塞拜然的國家石油基金、加拿大亞伯達省的傳統儲蓄信託基金、利比亞投資局、新加坡淡馬錫控股公司等。有些主權基金預算甚至與該國政府預算直接連結，作為平衡財政收支之用，如挪威政府退休基金(全球)、俄羅斯準備基金及國家財富基金、新加坡政府投資公司等。先前曾引發國內外媒體廣泛報導的新加坡增長紅利措施，即在新加坡政府投資公司將投資收益挹注新加坡國庫的前提下，得以執行。

¹⁷ 例如挪威的挪威退休基金不投資未符合該基金道德指導綱領的企業；愛爾蘭的國家退休準備基金不得投資該國政府債券或取得企業的控制權利益；波札那的普拉基金、千里達多巴哥的傳統及穩定基金僅投資外幣計價的資產。

三、國際社會對於主權基金的態度及因應之道

由於現有主權基金的持有國多數仍非屬成熟的民主國家¹⁸，加上這些國家所掌控的主權基金的財務狀況多缺乏透明度¹⁹，因此歐美國家對主權基金投資行為所可能影響其利益的情勢變遷多表達關切，並要求制定相關行為守則來規範主權基金的行為，另一方面，為避免金融保護主義興起影響資金的自由流通，亦呼籲對於主權基金投資行為的限制應符合比例原則。

(一) 對主權基金的態度²⁰

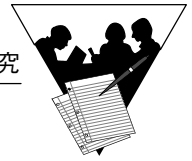
長久以來受惠於自由貿易的英國、義大利等國對於主權基金多抱持較正面的態度，不特別針對主權基金採取設限的措施，惟仍強調相關投資行為應該站在互惠立場，而非侵占他國利益，或採取短線投機炒作造成市場的動盪。

至於德國、法國等國傾向認定主權基金投資行為常有非經濟動機，因此對於主權基金的投資案抱持較謹慎的態度，特別調整國內關於外資交易的法令，針對諸如運輸、通訊、軍事、能源等

¹⁸ 根據 Sovereign Wealth Fund Institute 採用 Economist 的民主化指標進行評等顯示，既有主權基金持有國之中，除西歐、美、澳、紐等屬於民主國家以外，其他多屬有缺陷的民主國家或專制國家。參見 <http://www.swfinstitute.org/research/democracy.php>。

¹⁹ 參見 Edwin M. Truman, A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds,發表於 the Conference on China's Exchange Rate Policy, October 19, 2007, Peterson Institute 關於主要國家主權基金透明度的評價說明。

²⁰ Deutsche Bank Research(2007), "Sovereign wealth funds—state investment on the rise," September 2007。



關鍵性產業進行更嚴密的規範，甚至考慮設立主權基金，投資前揭重要產業，以避免外資(含主權基金)的惡意入侵。

(二) 對主權基金發展的因應之道

關於國際社會對於主權基金發展的因應之道，以下分別就對於主權基金行為之規範，以及對於接受主權基金投資國之要求予以說明：

1. 對主權基金行為之規範

國際社會對於主權基金原則上採取開放的態度，惟要求制定指導主權基金行為的規範。以國際貨幣基金(IMF)為例，該組織曾於2008年4月30日至5月1日期間舉行會議，並組成國際工作小組(International Working Group of SWFs)擬定關於主權基金的自願行為守則²¹，與會代表曾達成以下共識：主權基金將從經濟、金融風險及相關的投資收益的出發點從事相關的投資行為，並參考現行相關的原則及做法，擬定一套主權基金的自願行為守則，以協助維護自由的跨國投資及開放且穩定的金融體系。該工作小組在歷經新加坡、智利的聖地牙哥等會議後，正式簽署關於主權基金的公認原則及常規(General Accepted Principles and Practices,

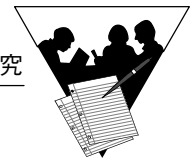
²¹ 參見 IMF, 2008年5月1日, 08/97號新聞稿，網址為 <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr0897.htm>。參與主權基金國際工作小組的國家包含澳洲、亞塞拜然、巴林、波札那、加拿大、智利、中國、赤道幾內亞、伊朗、愛爾蘭、南韓、科威特、利比亞、墨西哥、紐西蘭、挪威、卡達、俄羅斯、新加坡、東帝汶、千里達、阿拉伯聯合大公國、美國、越南等24國。至於沙烏地阿拉伯、經濟合作暨發展組織、世界銀行則以永久觀察員身分參與。

GAPP)，並簽署所謂聖地牙哥原則(Santiago Principle)²²，此乃國際社會就主權基金行為所共同制定的第一套自律公約。前揭公認原則及常規的指導目標及相關內涵主要針對行為動機、遵守規範、治理架構等項目分別規範：

- (1) 行為動機：此為國際社會對於主權基金的首要基本要求。主權基金的投資行為須基於經濟、財務風險及獲利等動機，盡量排除政治上的考量。倘投資決策係基於經濟及財務以外因素之考量，則須於投資政策中說明並公開揭露。
- (2) 遵守規範：主權基金須遵守所有被投資國的相關規範及訊息揭露的要求，以確保全球金融體系的穩定及防杜金融保護主義²³的崛起。須揭露的訊息包含：主權基金的政策目的、融資、提款及支出行為之運作的政策、規則、程序及安排(含該基金的資金來源、提款及代表政府的支出行為)、治理架構、目標、財務訊息、處理上市企業中有投票權證券的一般方法(引導其行使所有權的關鍵因素)以及獨立營運的管理方式。又主權基金不應尋求或利用特許的訊息或政府不當的影響力與私有企業競爭。此外，主權基金亦應參與或派代表參加對公認原則及常規的施行之定期審查過程。

²² 詳細內容請參見 IWG 官方網站，網址為 <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>。

²³ 主權基金挑戰當前關於全球資本市場運作的原則，在此過程中，其投資決策面對來自成熟資本市場啟動防禦性機制的風險，亦即所謂金融保護主義(financial protectionism)，此將對於全球經濟的發展產生一定程度的衝擊。

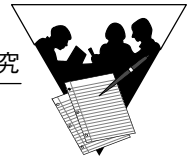


(3) 治理架構：主權基金應制定一套透明且健全的治理結構，並建立明確、有效的角色及責任分工，俾利管理責任的釐清及運作的獨立性，以追求其目標；關於資產及投資績效之統計資料應及時向其所有人通報，或依要求納入適當的總體經濟資料集合，並應將股東所有權視為其股權投資價值的基本要素。倘主權基金選擇行使其所有權，應採取與其投資政策一致的方式，並保護其投資的財務價值。亦須建立一套完善的法律架構(含該架構能確保該基金本身及其相關交易的法律健全性)，並能支持該基金的有效運作及實現其既定的目標。此外，主權基金應具備辨識、評估及管理其營運風險的架構，該架構應包含可靠的訊息、在可接受的水準的範圍內，確保對相關風險具備足夠的監督及管理與及時通報制度、控管及誘因機制、行為準則、業務持續性計畫以及獨立審計功能。

2. 對於接受主權基金投資國之要求

國際社會除對主權基金行為有所規範之外，亦對於接受主權基金投資國有所要求。以經濟合作及發展組織(OECD)為例，該組織於2008年4月曾表示，希望其會員國不要以國家安全為由，將主權基金拒於門外，畢竟許多主權基金在此波全球信貸危機中，及時向金融機構挹注大筆資金，而這些基金亦非屬於來源不明或不法的資金。該組織於2008年10月24日正式宣布就涉及國家安全事項時，投資接受國投資政策的指導綱領，相關內容摘要如次：

- (1) 非歧視原則：各國政府在接受包含主權基金等外來投資時須本於非歧視原則。一般而言，各國政府應對於相同形式的外來投資給予相同的對待。而相關措施倘被認定不足以保障國家安全，則政府須基於個別投資對國家安全產生威脅的特定情況下，對於該投資採取特定措施。
- (2) 透明度或可預測性：關於規範標的及常規應盡可能透明化，以增加規範效果的可預測性，具體做法包含：法規法典化並且公開、預先告知、諮詢利益關係者的意見、審查程序的公正性及可預測性、投資政策行動的揭露。
- (3) 規範須合乎比例原則：對於投資的限制及交易的條件不應超過保護國家安全所需。倘有其他足以保障國家安全的既有措施時，應該避免採取相關的限制或條件，具體做法包含：涉及國家安全的事項由國家自行判斷、審查焦點須限縮、具備適切的專業審查技術、相關投資措施應就特定投資案所產生的特定風險予以制定、作為最後手段。
- (4) 課責性：政府內行政、立法、司法各部門的監督、定期管制影響評估，以及重大投資決策(包含禁止投資的決策)須經政府高層決定，以確保投資措施決策的責任歸屬，具體做法包含：對民眾負責、積極參與相關國際機制、提供外資尋求協助之管道、重要決策的最終權力須置於較高的層級，以及有效的公部門管理。



肆、全球主權基金的正面影響及可能風險分析²⁴

一、對母國經濟的影響

(一) 正面影響：主權基金倘能妥善經營，並與母國的財政、貨幣主管機關密切配合，將對母國經濟產生一定程度的穩定力量：

1. 穩定當期財政，並儲蓄未來資源：基於穩定、儲蓄目的所成立的主權基金所產生的投資收益可以挹注國庫，使國庫除租稅、規費等收入外，獲取額外的收入，作為政府推動重大建設所需的財源。又面對高齡化社會的趨勢，為減輕未來年輕世代的扶養壓力，定位為退休準備基金的主權基金將可藉由所創造的收益，提供更多的老年人口照顧服務。
2. 引進專業管理機制，降低持有閒置資金的機會成本：一般國家貨幣當局通常對於外匯存底的投資採取較為保守的態度，以致於未符合最適外匯存底的衡量基準²⁵。主權基金能協助政府將最適外匯存底額度以外的資金妥善運用，提升資金投資的報酬率，降低持有外匯存底的機會成本。又主權基金的經營團隊聘有政府部門以外的專才，透過專才引進新的投資、管理知能，並改善政府部門的資產負債表管理，確保主權基金資產管理策

²⁴ 主要參考朱美智、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，第五十五輯，中央銀行出版，頁 18-23。

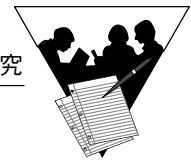
²⁵ 包含所持有的外匯存底應等於短期外債的規模、所持有的外匯存底須能支應三個月的進口值。

略與母國經濟的財政目標相呼應。

3. 避免匯率的過度波動，並維持國際收支帳的穩定：主權基金在國外投資所賺取的報酬，在匯回國內時，倘能與貨幣政策主管機關密切聯繫，可防止匯率的大幅波動，減少貨幣政策主管機關公開市場操作的困難。又由於主權基金對於國際收支帳的穩定性可能產生重大影響，因此倘欲維持開放經濟體系國外部門的穩定性，主權基金的國外資產部位就必須與母國的產業結構發展的方向互相搭配。

(二) 可能風險：主權基金倘經營不善，且未能配合母國財政、貨幣政策目標，則對於母國經濟將產生失分的效果：

1. 資產管理效率存在風險，衝擊投資報酬率，影響基金財務的穩定度：倘主權基金的專業團隊就投資決策產生判斷錯誤的情形，情形輕微者，可能因資產配置不當，無法達到預期的報酬率目標；情況嚴重者，在未妥善做好風險管理的情況下，可能面臨投資損失，在採取發債籌資型態的主權基金，將可能面臨償債的壓力。
2. 增加主管機關貨幣政策操作的複雜性：主權基金的國外資產在轉換成國內資產時，倘未與貨幣政策主管機關充分溝通，就逕行大量匯回時，除引發匯率過度波動外，更將衝擊國際收支帳的穩定性，使貨幣政策主管機關從事政策操作時遭遇困難。



二、對全球金融市場的影響

(一) 正面影響

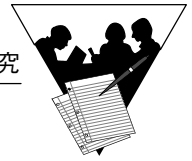
主權基金在全球化的浪潮下，將投資的視野投射到具發展潛力的區域，其長期且多元化的投資決策將對於全球金融市場的穩定性及流動性具有一定的貢獻，並帶動投資標的區域之經濟發展：

1. 穩定市場秩序：多數主權基金屬於長期且多元化的投資者，通常觀察投資標的之長期獲利能力，以決定其投資決策，不必像一般基金須面對基金投資人不理性的贖回潮，且調整投資組合時，係採取漸進式的調整模式，有效降低金融市場的波動性。又在近期金融風暴中，主權基金適時提供資金挹注該等遭受波及且具指標性的跨國企業，及時紓解該等企業的經營困境，對於全球金融市場的穩定，提供一定程度的助益。
2. 增進資金流動性：隨著主權基金規模的持續擴大，基於分散投資風險的考量，主權基金的投資佈局將更趨近於全球化，加上資產管理模式日益多元，投入市場的資金將創造更多金融商品的需求，帶動全球資本市場資金的流動性。
3. 促進區域金融市場發展：國際貨幣基金(IMF)於 2007 年所制定「會員國匯率政策監理新架構」倘能有效執行，則新興經濟體的政府必然減少匯率的操縱，使相關新興經濟體貨幣匯率變得更有彈性，而吸引主權基金的投資，促進當地金融市場的發展，並帶動相關產業、經濟的成長。

(二) 可能風險

由於主權基金規模龐大，倘其投資團隊具高度風險偏好，採取高槓桿操作模式，將擴大全球金融市場的波動。又部分主權基金的投資決策可能參雜非商業性的目的，受到被投資國的關切，引發金融保護主義：

1. 規模龐大的主權財富基金倘涉及高度風險投資行為，將引發全球金融市場的波動：主權基金由於持有的資金部位龐大，加上投資決策透明度不高，有些中東產油國的主權基金甚至參與同樣缺乏操作透明度之私募基金的投資，由於私募基金的有限合夥人要求最低投資內部報酬率，可能導致私募基金採取短期投機風險的交易，對於國際資本流動性影響甚大，引發全球金融市場的波動，提高爆發金融危機的或然率。
2. 過度集中投資於特定區域可能助長當地的資產泡沫化：主權基金的投資金額通常相當龐大，倘集中於某特定市場，而該特定市場無法吸收過多資金時，將助長當地的資產泡沫化。
3. 非商業性投資目的之投資決策將引起金融保護主義：新興經濟體及中東產油國的主權基金，對於歐美先進國家具代表性的金融產業進行投資，形同衝撞歐美資本主義國家的金融市場結構，已引起歐美先進國家的高度注意。這些主權基金多數由專制政權所掌控，投資內容透明度往往不足，包括美國、德國等



近期均透過修法，提高對於外資的審查密度，形成新一波金融保護主義，將不利於全球資金的流動性。

伍、主權基金發展對我國的啟示

一、設立主權基金的討論及具體行動

(一) 我國設立主權基金的討論

面對此波全球主權基金的發展，加上全球股災及經濟衰退隱憂升高的背景下，近期我國政府高層提出設立主權基金的構想，一時之間引起廣泛迴響。

贊成者主要由國家經濟發展的觀點主張，由於當前國庫所持有的官股、存放在央行的外匯存底均採較被動式的管理模式，又國內民間閒置資金太多、投資率太低，並未被有效管理。為避免資金閒置成本，藉由妥善管理相關資金並進行投資，能創造投資報酬，如同新加坡政府透過淡馬錫控股公司創造政府額外的收入挹注國庫，並對於國內長期經濟發展將有所貢獻。此外，依據所謂危機入市的概念，趁著目前國外投資標的價格便宜，正好可低價收購具有發展潛力的產業，俾利本國產業的全球佈局。

反對者則主要由國家經濟安全的角度主張，無論資金來源來自外匯存底抑或國庫另外核撥，倘進行國外投資，均存在相當大的投資風險。又揆諸當前國內政治生態，不僅在投資過程中可能

遭致不當干預，一旦投資失利，將面對排山倒海的撻伐，甚至是相關責任的追究。此外，我國當前國際處境艱難，一方面，主權基金進入國際社會，主權概念易遭受挑戰，不易突破，另一方面，一旦受到類似當前金融危機的衝擊，使國家經濟安全亮起紅燈時，欲獲得國際社會奧援，可能難如上青天。

其實無論是贊成或反對的意見，共同焦點在於關注國家經濟前景，此亦為當前政府全力以赴的任務。

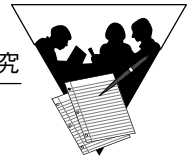
(二) 我國關於設立主權基金的具體行動

實際上，從廣義的主權基金定義觀之，目前我國已有類似主權基金的行政院國家發展基金(簡稱國發基金)。政府高層先前亦強調，我國成立主權基金的精神在於整合既有的資源，作為政府未來推動產業發展及重大建設的籌碼，該基金與國外主權基金的操作模式將有所區隔，亦不拘泥於主權基金的名稱。在此政策構想的引導下，國發基金於2008年10月23日管理會議中曾通過「有關加強行政院國家發展基金功能與轉型案」²⁶，內容摘要如次：

1. 資金規模

鑒於近期國際經濟變化劇烈，嚴重衝擊國內經濟及金融局勢，國發基金因現有規模有限，考量未來可能擴充功能，例如加強投資國內重要策略性產業及優質公司以協助改善企業體質與產業結構，並協助推動國內重大經濟發展措施，已決定將該基金的

²⁶ 參見行政院國家發展基金2008年10月23日新聞稿，網址：<http://www.df.gov.tw>。



資產規模由新台幣(以下同)2,000 億元，視實際需求逐步擴充至 1 兆元。

2. 資金來源

國發基金將透過融資方式吸收郵政儲金等民間閒置資金，並以現有轉投資公司股利確保償還郵政儲金貸款本息，期能提高閒置資金的利用效率，並避免損及郵政儲金存戶權益。至於加強投資所需未來擴大規模、功能之融資以及投資作業，均依據現行法令規定辦理。

3. 投資決策管理機制

國發基金未來除依循原作業程序進行投資審議之外，另將視實際需要成立專案投資評估審議會，邀集相關產、官、學界等專業人士，針對投資申請案嚴格審核，並報經行政院專案核准後參與投資，以確保投資品質及效益。

4. 基金組織調整

國發基金未來將進一步研議透過立法程序成立公司。若能公司化則資金來源更多元化，以協助健全國家經濟發展。

未來國發基金倘成立投資公司，仍可參考 IMF 公布的「主權基金的公認原則及常規」，就資訊揭露、組織治理等要求，揭諸於公司章程中，並落實執行，在公開、合法的前提下進行相關的投資行為，尤其要注意公平競爭的精神，避免形成與民爭利的印象。

二、對於國外主權基金來台投資的因應做法

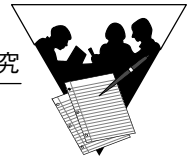
(一) 我國對於國外主權基金來台投資的現行審查措施

目前國外主權基金等外資進入我國資本市場的途徑大致可區分為兩類，其一為從證券次級市場購買股票以尋求獲取報酬；其二為取得特定企業的經營權或策略性持股，如新加坡淡馬錫控股公司取得我國玉山金控公司 15%的股權及董事席次。在行政管理方面，我國現行法令規定，前者投資人須依程序登記，先取得境外機構投資人的資格及身份，才能進入我國市場進行交易，且相關交易資訊及資金匯出匯入情形均受到金管會及央行的監控。至於後者則屬直接投資，投資前須先備妥相關文件，依不同情況，經金管會、經濟部投審會、經濟部加工出口區管理處、國科會科學園區管理局等主管機關事前審核通過方得為之。政府主管機關在採取事前審查時，將確認不影響國家、其他投資人之權益，加上目的事業主管機關對於國家關鍵設施產業，諸如通信、運輸、公用事業等均有設定外資持股上限，原則上應可避免具敵意的國外主權基金掌控我國重要產業，兼顧國家安全。

(二) 相關審查措施的檢討

1. 規範透明度

現行法令並未明文規定主管機關審查外資併購案件的期限，主管機關經濟部投審會亦未公布其內部審查標準，外資無法合理預測主管機關之准駁決定及期限，將影響其投資權益。



基於規範明確性的要求，主管機關可參考 OECD 發布的投資接受國投資政策指導綱領，明定審查的遊戲規則，增加投資法規的透明度、可預測性，對於重大投資案採取例外管理，以提高外資的投資意願。

2. 審查權責歸屬

關於外資來台從事併購案件的審查機關，目前除了經濟部投審會以外，採公開收購者，尚須向金管會提出申報；若投資標的屬於金融或通信產業者，則須向金管會或國家通訊傳播委員會提出申報；倘符合公平交易法須事前申報門檻的結合案件，尚須向公平交易委員會提出申報，基於課責性的要求，主管機關可參考 OECD 發布的投資接受國投資政策指導綱領，強化現行審查外資的跨部會協調機制²⁷，簡化行政流程，受理外資來台投資案件，落實監督機制，將可減少相關弊端，並有助於外人投資意願。

三、總結及建議

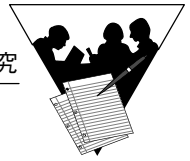
近年來全球主權基金的發展，所帶來的資金流對於全球經濟及金融的影響，如同「水能載舟，亦能覆舟」，有利亦有弊，須

²⁷ 根據經濟部投審會組織規程，投審會委員會議成員包含財政部、外交部、交通部、內政部、國防部、僑務委員會、中央銀行、行政院經濟建設委員會、金融監督管理委員會、大陸委員會、勞工委員會、農業委員會、國家科學委員會、衛生署、環境保護署等中央機關副首長以及臺北、高雄市兩直轄市政府建設局長。惟由於外人投資案件可能涉及通信傳播產業、競爭秩序，必要時宜邀請國家通信傳播委員會、行政院公平交易委員會指派相當層級人員出席，以強化跨部會協調機制。

仰賴國際社會成員共同合作，導引這股龐大的資金流，帶動全球經濟的發展。隨著 IMF 及 OECD 陸續發布針對主權基金的行為規範，以及接受主權基金投資國的指導綱領，國際社會對於主權基金的投資行為應可朝向正面態度來對待，在鼓勵資金自由流通及維護國家利益之間尋求平衡點。

面對全球主權基金的發展及此波全球金融風暴，謹提出以下幾點建議，供我國政府制定主權基金相關政策時的參考：

- 一 整合既有資源，成立支持策略性產業發展的主權基金：按當前我國資金並無不足的問題，而是缺乏適當的引導，政府倘能整合包含民間資金等資源，挹注相關產業，效法法國、新加坡等國的主權基金運作模式，當可立下產業投資政策的新模式。我國主權基金的發展，初步構想係朝向以國發基金為基礎，未來將立法成立公司，整合相關資金，投入國家經濟發展建設。面對當前嚴峻的經濟情勢，此立意可謂良善。惟所謂「錢要用在刀口上」，在資源有限的情況下，宜先為我國在全球化的經濟體系中尋求發展利基及適當定位，選定若干具發展潛力的產業，投入資金，全力提升我國相關產業的國際競爭力。又此波金融風暴在全球各地爆發企業倒閉潮，進而引發失業潮，尤其是金融業人才流落街頭，亞洲國家如中國卻趁此機會大量招募華爾街金融人才，彌補自身在管理職能方面的不足。所謂危機亦是轉機，主權基金的運作需仰賴包含金融、產業等各方面的人才，我國政府應善用此千載難逢的機會，尋覓價廉物美的人



才，組成主權基金的經營團隊。先前政府已表示將投入資源，結合製造及服務業，推動跨領域整合，推動知識密集服務產業、製造服務業，有此目標，加上透過主權基金的成立，投入相關資金、人才，我國產業必能真正脫胎換骨，在此波全球金融風暴過後，重新展翅高飛。

- 成立主權基金應符合國際規範：當前國際已就主權基金的行為制定相關準則。我國未來倘成立主權基金，應參考相關國際規範，以強化資訊揭露、組織治理，在公開、合法的前提下進行相關的投資行為，尤其要注意公平競爭的精神，避免形成與民爭利的印象。
- 檢討相關外資投資規範，吸引友善的主權基金來台參與重大經濟建設：至於我國面對主權基金的態度方面，宜參考國際機構所制定的規範，使相關投資審查法規與國際接軌。就市場導向的主權基金，應以平常心看待，持續推動法規鬆綁，吸引外資來台參與重大公共建設；就具有潛在敵意的主權基金，則以謹慎態度因應。

參考文獻

1. 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。
2. 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。
3. 林宣君、林詠喬(2007),「淺述主權財富基金」, 證交資料, 第 548 期。
4. Deutsche Bank Research(2007), “Sovereign wealth funds—state investment on the rise,” September 2007.
5. Edwin M. Truman(2007), “A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds”, in the Conference on China’s Exchange Rate Policy, October 19, 2007, Peterson Institute.
6. IMF(2008), “Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda”.
7. Sovereign Wealth Fund Institute(2008a), Fund Ranking, Largest Funds by Assets Under Management, <http://www.swfinstitute.org/funds.php>.
8. ____ (2008b), *Generally Accepted Principles and Practices—Santiago Principles*, <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>.
9. Steffen Kern (2007), “sovereign wealth funds-state investments on the rise,” Deutsche Bank Research.



附表 全球主要主權基金

主權基金名稱 (成立時間)	資產規模 (單位：10 億美元)*	基金來源	管理機制	資產規模 占外匯存 底比例 (單位：%)	Linaburg- Maduell 透明度 指數**
挪威政府退休基金—全球(1990)	301	石油收益	由該國央行所屬投資公司管理，部分委外經營	7.1	10
紐西蘭養老金基金(2003)	9.1	非商品收益	由紐西蘭養老金守護者管理	0.8	10
愛爾蘭國家退休準備基金(2001)	22.8	非商品收益	由該國國庫管理局管理	36.6	10
美國阿拉斯加永續基金(1976)	29	石油收益	由該州所有的基金公司管理	0.5	10
加拿大亞伯達傳統儲蓄信託基金(1976)	16.6	石油收益	由該省財政廳所屬投資管理公司管理	0.4	9
澳洲未來基金(2004)	43.8	非商品收益	由該國基金管理局管理	1.8	9
韓國投資公司(2005)	30	非商品收益	由該公司託管該國外匯存底	0.1	9
亞塞拜然國家石油基金(1999)	10.2	石油收益	n.a	0.6	9
新加坡淡馬錫控股公司(1974)	134	非商品收益	由該公司管理新加坡財政部的對外投資	0.9	8
智利經社穩定基金(1985)	21.3	銅收益	由該國央行管理	0.9	7
東帝汶石油基金(2005)	3.2	石油、天然氣收益	由該國銀行及支付局管理	n.a.	6
中國投資公司(2007)	200	非商品收益	由該公司管理中國外匯資金投資	0.1	6
科威特投資公司(1953)	264.4	石油收益	由具自主性的科威特投資局管理	12.7	6
新加坡政府投資公司(1981)	330	非商品收益	由該公司管理該國的外匯存底	1.9	6
千里達多巴哥傳統穩定基金(2000)	2.4	石油收益	n.a.	n.a.	5

附表 全球主要主權基金(續)

主權基金名稱 (成立時間)	資產規模 (單位：10 億美元)*	基金來源	管理機制	資產規模 占外匯存 底比例 (單位：%)	Linaburg- Maduell 透明度 指數**
卡達投資局 (2003)	60	石油收益	n.a.	8.6	5
俄羅斯聯邦穩定 基金(2008)	189.7	石油收益	由該國央行管理	0.3	5
馬來西亞 國庫控股公司 (1993)	25.7	非商品收 益	n.a.	0.3	4
阿布達比 投資局(1976)	875	石油收益	由該國投資委員會管 理	29.5	3
利比亞投資局 (2006)	50	石油收益	由該局董事會管理	0.8	2
吉里巴斯收入平 衡準備基金 (1956)	0.4	磷酸鹽收 益	n.a.	n.a.	1
委內瑞拉國家發 展基金(1998)	0.8	石油收益	n.a.	n.a.	1
波札那 普拉基金(1966)	6.9	鑽石、礦 產收益	由該國央行負責管理	0.7	1
阿曼國家一般儲 備基金 (1980)	8.2	石油、天 然氣收益	n.a.	0.3	1
伊朗石油穩定基 金 (1999)	12.9	石油收益	n.a.	0.2	1
汶萊投資局 (1983)	30	石油收益	由該局董事會管理	n.a.	1
阿爾及利亞收益 管制基金(2000)	47	石油收益	n.a.	0.3	1

註：* 截至 2008 年底資料。

** 該指數依據各主權基金公告的資料(如創立原因、資金來源、治理結構、經
獨立審查後之財報公布情形、投資持股情形、資產市值、報酬率、投資政策、
策略、經營團隊等)詳細程度決定，指數介於 1 至 10，指數愈高，基金操作
透明度愈高。

資料來源：SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/funds.php>。