

【國際證券暨期貨市場簡訊】

淺談「主權財富基金 (sovereign-wealth funds)」

蘇俊銘 (證期局
稽核)

壹、前言

新加坡於 1974 年成立國有控股公司-淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)，專門經營和管理新加坡政府投入到各類國有企業資本的國家資產經營和管理公司，淡馬錫控股公司成立 30 年來，經營績效良好，淨資產收益率年平均超過 18%，給國家股東的年分紅平均超過 6.7%，令全世界很多國家政府都大為羨慕¹。近年來中東國家油元大幅成長，以及亞洲國家外匯存底快速增加，這些國家為提高外匯存底收益，紛紛仿效新加坡政府投資淡馬錫控股的做法，成立主權財富基金收購他國重要資產，尤其中國大陸亦於 2007 年 9 月 29 日宣布成立一家主權財富基金公司-中國投資有限責任公司，基金規模達 2,000 億美元 (超過淡馬錫控股公司規模)。惟 2006 年發生新加坡淡馬錫控股公司買下泰國前總理 Thaksin Shinawatra 持有的企業，引發泰國國內反政府示威，最終導致淡馬錫控股公司被泰國政府驅逐境外。隨著貿易全球化及金融自由化趨勢，亞洲新興國家累積龐大外匯存底，各國仿效紛設主權財富基金之數目迅速增加，且其投資觸角持續擴大，已引起國際社會關注與警戒

¹ 淡馬錫控股公司成立於 1974 年，是新加坡財政部全資擁有、新加坡最大的一家國有控股公司。專門經營和管理新加坡政府投入到各類國有企業資本的國家資產經營和管理公司；公司以控股方式直接管理著 23 家國有企業，間接管理或控制的企業達到 2000 多家，在金融、電信、傳媒、能源、公共事業、基礎設施與工程、運輸與物流等產業領域，都有較大的發展。其屬下的企業包括新加坡發展銀行、新加坡電信公司、新加坡航空公司、新加坡電力公司等一些知名的企業，其所控制公司的營業額佔新加坡國內生產總值的 13%。

，英、美等國中央銀行均提出警告，這將導致政治緊張，引發各國輿論要求政府採取保護主義措施的呼聲等。

貳、「主權財富基金」運作情形及所引發之隱憂

所謂主權財富基金（sovereign-wealth funds），是指那些由鉅額外匯盈餘或靠石油賺美元的國家所成立的基金。此類基金大都是由政府成立投資公司，資金來源為外匯存款，基金規模相當鉅大，常以投資他國政府企業或私人企業為手段。根據路透社資料，目前全球已有二十多個國家和地區設立了主權財富基金，全球排名前七大主權基金依序是阿聯大公國（A D I A）（6250 億美元）、挪威（3220 億美元）、新加坡政府投資局（G I C）（2150 億美元）、科威特（2130 億美元）、中國（2 千億美元）、俄羅斯（1280 億美元）、新加坡淡馬錫（1080 億美元）。另估計全球主權財富基金規模約 2.2 兆美元，約占全球金融資產（股市、債券與銀行存款）總額的 1.3%，基金規模已超過全球對沖基金的規模（約 1 兆至 1.5 兆美元），甚至超過國際私募基金規模（7 千億至 1.1 兆美元）。

早期設立之主權財富基金，大部分以購買美元債券或固定收益商品，或持有儲備資產以維護本國幣值穩定。近年來各國主權財富基金運作模式已不同於以往傳統運作模式，而是採取一種全新的專業化、市場化的積極投資策略，一方面希冀帶來更大的利益，一方面則發揮經濟的戰略目的，因各國主權財富基金大都由政府出資設立，擁有鉅額基金規模，為追求更高投資收益，紛採靈活投資策略，投資範圍也較廣大，主要以投資他國大型企業、銀行或國有企業（例如：石油、電力）為主要標的，如果主權財富基金的運作未維持一定的透明度及遵循商業法則，被用來收購他國戰略性資產，並取得他國重要資產主導權，這將對他國政治及金融環境穩定性，產生極重大影響。所以主權財富基金最令人擔憂的是投資策略不透明，容易招致地主國猜測與疑慮。

參、美國國內反制聲起及相關因應措施

近年來，隨著國際貿易發展及石油價格持續上漲，亞洲新興國家及中東產油國，經濟成長迅速且累積上兆以上美元，各國積極成立主權財富基金，不斷將其持有的美元資產轉換成投資基金，在美國等地區收購大型企業、銀行及房地產等資產，2006 年杜拜港口世界公司（DP World）向航運巨頭英國半島東方航運公司（P&O）收購 6 個美國港口經營權，激起美國國會以“國家安全”為由的抗辯後，該公司放棄此購併案。美國國內已開始擔心跨國投資可能演變成跨國國有化，進而影響金融市場安定或引發政治反彈。

美國於去（2007）年 7 月，通過了《2007 年外商投資與國家安全法案》（Foreign Investment and National Security Act of 2007，以下簡稱 FINSAs），新法案對外資併購的審查，訂出更為複雜的程序規定，並擴大了審查的範圍和強度。茲就

FINSA 相關規定簡述如下：

- (一) 法案源由：美國曾因外國企業大肆併購其國內公司，致對其國家安全的衝擊，而於 1988 年制定 Exon-Florio provision，以維護其國家安全；嗣後受 911 攻擊事件及杜拜主權基金收購美國港口股權事件影響，在 Exon-Florio provision 規範基礎下，再增訂條款重新制定 FINSA 法案。美國總統 Bush 於 2007 年 7 月 26 日簽署公布該法案，並於 90 天後生效（即 2007 年 10 月 24 日）。
- (二) 法案主要內容：
 1. 更嚴格立法限制外國投資商之投資行為，要求外國公司進行併購美國公司案，須經美國政府下屬的一個跨部門機構——美國外國投資委員會（Committee on Foreign Investment in the United States，以下簡稱 CFIUS）審查。CFIUS 是設於財政部下，原由國家安全理事會、司法部、國防部、聯邦調查局等 12 個部會共同組成，本次新增能源部及允許總統任命另外的行政辦公室當 CFIUS 成員。
 2. 外國公司自己決定是否提出收購美國公司之意向書，但收購人需注意 CFIUS 或其他機關可對其收購案展開調查。CFIUS 於收到外國公司收購意向書，需於 30 天內決定此交易是否威脅美國國家安全，國家調查組組長需於 20 日內完成此報告。CFIUS 另需決定是否提出修改交易之建議。另本法強調收購人若撤回自願性意向書，需經 CFIUS 同意，且 CFIUS 要持續追蹤撤件案件，並將此資訊送國會。
 3. 外國公司提出申報 30 天後，若 CFIUS 認為併購交易不威脅國家安全，則併購交易案完成；若有潛在威脅國家安全，則可與收購人協商，修改相關交易條件，作以准駁之依據。
 4. 若 CFIUS 認為交易損害國家安全，則需再 45 天以完成制式國家安全調查，最後提請總統審查，總統有 15 天審核期，並應依 CFIUS 之建議作決策，在考量國家安全情況下，獨自決定同意、凍結或強制撤銷。
 5. 本法案另賦予 CFIUS 新職權，即併購交易申報案通過後，當一方違反協定或虛偽不實或送件誤導他人或有遺漏，CFIUS 可要求再審核先前核准之交易申請。

美國頒佈 FINSA 新法案後，有下列規定事項須特別注意：

- (一) 外國公司跨境併購案之申報採自願制，並不強制向 CFIUS 申報，但主動申報案件，其審查期限有一定限制（若無損國家安全案件，原則 30 天，若涉威脅國家安全案，原則增加 60 天審查期間），如不申報，CFIUS 可以申請隨時審查跨境併購案，且沒有時間限制。
- (二) 與收購人有協商機制：若跨境併購案有潛在威脅國家安全，CFIUS 可與收購

人協商，要求修改相關併購交易條件，作以准駁之依據。

(三) 申報核准廢止權：併購交易申報案通過後，當一方違反協定或虛偽不實或送件誤導他人或有遺漏，CFIUS 可要求再審核先前核准之交易申請。

肆、各國倡言訂定規範準則以提高主權財富基金透明度

主權財富基金不同一般基金，不單純以獲利為目的，常兼有國家政策，目前持有之資產額度已超過 2 兆美元，並且每周持續上升，各國主權財富基金投資觸角擴大，逐漸注重他國上市股票和其他主流投資對象，其在全球金融市場發揮著越來越重要的作用，尤其俄羅斯及中國大陸分別先後成立主權財富基金，基金規模均達 1,000 億美元以上，積極參與國際大型併購案，諸如：俄羅斯收購德國輸油管及能源基礎設施，中國大陸之中國投資有限責任公司藉由轉投資全球第二大私募基金黑石基金（取得 Blackstone 近 10% 的股權），購併美、英等國大型銀行。但這些基金投資策略相當不透明，國際社會已開始擔憂某些國家挾其豐沛外匯存底，藉由主權財富基金的形式，轉化為一種對外積極擴張的力量，逐步強化其對世界金融市場的影響。另此類基金規模龐大且集中，為追求更高投資收益，對於風險偏好增加，短期大額匯入或匯出，可能破壞國際金融市場安定。國際上除美國制訂《2007 年外商投資與國家安全法案》（Foreign Investment and National Security Act of 2007，FISIA），加強對於外資併購案件的審查外，日本亦於去（2007）年 10 月頒布新規定，從嚴審查跨國併購案，特別是可能危害國家安全的敏感性產業，日本政府將擁有否決該類跨國併購案的權利。另歐盟正研擬主權財富基金相關規範，將要求此類基金公布它們希望投資的資產類別、投資決策的標準，以及它們的投資分布。

2007 年 10 月 19 日全球七大工業國（G7）財政部長和中央銀行總裁齊聚美國華府開會，主權基金的透明度首次成為討論的議題，美國於會中提出訂定嚴格規定限制主權財富基金，並要求該類基金揭露更多資訊（例如：披露投資海外資產比例），讓他國政府更能審查該類基金購併行動等建議。G7 會後發表聯合聲明中，就針對中國、俄羅斯與中東國家主權基金的盛行議題作成決議，將研訂一套「最佳實務準則」（Code of best practice），以要求這些主權基金揭露更多資訊，確保主權基金的投資策略明確且符合健全商業標準，不會有特殊的政治目的，並呼籲主權財富基金所有國應基於商業考量操作基金的投資，不要以該基金之名做政治目的投資，或企圖影響其他國家或控制敵對國家的某個產業。繼七大工業國家財長會議後，國際貨幣基金組織(IMF)和世界銀行（World Bank）2007 年 10 月 20 日所召開年會，與會代表對於主權財富基金其投資政策應有完善的公開措施均有共識，並認為 IMF 以其目前所扮演的全球金融指導的角色，具有獨特的地位，可以找出主權財富基金共同規則（ground rules）與運作規範（code of practice）。

伍、結語

主權財富基金存在已數十年，其資金來源主要為外匯儲備盈餘、自然資源出口盈餘和國際援助基金等，過去各國政府對外匯存底的應用，大都以穩定幣值與資金利率為主。隨著全球貿易自由化及原油價格長期走高、亞洲新興國家及國際主要產油國累積鉅額外匯存底，主權財富基金數目迅速增加，據估計目前各國主權基金掌控多達 2.5 兆美元（約新台幣 81.5 兆元）資產，實力相當可觀。近年來各國主權財富基金運作模式已不同於以往傳統運作模式，而是採取一種全新的專業化、市場化的積極投資策略，一方面希冀帶來更大的利益，一方面則發揮經濟的戰略目的，常常積極參與投資他國大型企業、銀行或國有企業，但主權財富基金的運作未維持一定的透明度，導致全球各國擔憂此類基金將影響其政治及金融環境穩定性。但從另一方面觀之，近來主權財富基金的快速興起，拜全球化與貿易自由化發展之效應，為全球資本市場注入一股新能量，助益提昇他國債券、股票或房地產價格，對於財務亮紅燈的基金與企業提供緊急紓困資金等，投資國及他國可藉此機會共同繁榮雙方經濟發展，所以主權財富基金對於全球經濟影響不全然只存在弊端。綜上，主權財富基金雖存在政治領導人適格性及是否危害公共利益等兩大潛藏問題，令他國擔憂其影響政治及經濟穩定，惟未來可藉由維持此類基金運作透明度，及引導其遵循商業法則，主權財富基金亦可為具有建設性及負責任的國際金融體系參與者。美、歐各國已提議透過國際性獨立組織（如：國際貨幣基金會）研擬規範主權財富基金的相關準則，協助新成立的類似基金，在如何作出穩健的決策及如何運作等方面，提供多元的引導，藉以降低任何潛在的系統性風險，冀望利用此全球化跨國投資與貿易自由化所帶來的機會，繁榮全球經濟發展。

參考資料：

1. 路透社（<http://cnt.reuters.com/>）
2. 鉅亨網(<http://www.cnyes.com/>)
3. 聯合新聞網（<http://udn.com/NEWS/>）
4. 中時電子報（<http://www.money.chinatimes.com>）
5. CORPORATE LAW ALERT(Adams and Reese LLP.August 2007)