

## 壹、前言

主權財富基金（Sovereign Wealth Funds，簡稱SWFs或主權基金）最近成為熱門話題，不僅日前在總統府財經諮詢小組的建議下研擬成立，而引發各界的關注和廣泛的討論。

主權基金會受到矚目，主要是因為成長快速、在良善管理下獲利頗佳，而蔚為新興市場國家競相成立的熱潮。在20世紀末葉10年，全球主權基金興起一陣風潮，尤其是進入新世紀後更是快速成長。自上世紀中葉至今，全球已約有四十個主權基金，大多是石油出口國和亞洲貿易順差的開發中國家，金額高達2.5兆美元，高於全球對沖基金（Hedge Fund）總額的兩倍，佔全球金融資產的2.5%。由於產油國的中東國家和非石油商品出口國的中國、印度等新興市場國家的外匯儲備不斷地增加，主權基金估計每年還以五千億美元的速度成長。摩根史坦利和《經濟學人》預估到2015年，主權基金將膨脹到12兆美元，佔全球金融資產比提升到12.5%；渣打銀行（Standard Chartered）估計，如果全球經濟在今後10年能夠順利成長，屆時主權財富基金的資產有望達到13.4兆美元。

回到馬政府提出主權設立的討論上，從府院不同調、行政院內各部會出現正反立場、中央銀行也反對動用外匯存底成立，到提出討論動用銀行公股或公司債募集資本單獨成立、立法編列預算單獨成立和擴大行政院國發基金成立等三種模式，再到央行總裁彭淮南於本月六日表示支持以公債和獨立立法的新加坡主權基金發展模式作為借鑒的談話，可以看出政府已逐漸整合歧見凝聚出成立主權基金的共識。

問題是：在飽受政府擴權、黑箱作業、虧損風險、投資績效尚未知等眾多質疑，以及至今還未有清楚的法律和運行架構對社會說明的情況下，台灣的主權基金是否該成立？而馬政府有意採取新加坡模式成立主權基金，若是如此，台灣的主權基金的運行機制是什麼？此等問題我們透過了解新加坡主權基金運作的模式，尋求進一步釐清的機會。

## 貳、新加坡主權基金發展模式與內容

新加坡政府旗下有兩支頗負盛名且以良好績效著稱的主權基金，分別是新加坡政府投資公司（Government Investment Cooperation, GIC）和淡馬錫控股（Temasek Holding Pte），都屬於戰略型主權基金類型（Strategy-oriented Fund），設立的目的是支持國家發展戰略，在全球化經濟體系下優化資源的配置，培育境內企業的競爭力，以提升國家的競爭力。

### 一、新加坡政府投資公司

新加坡於1965年獨立後，在政府積極作為並導引產業發展下，經濟成長快速，外匯快速增加。為管理不斷成長的外匯，1970年頒布《金融管理局法》，並於次年成立新加坡金融管理局（MAS），以匯率政策來管理外匯。至1981年以分流外匯政策，將固定投資和匯率管理流動性業務留給MAS，並將另一部分的外匯分流出來，用以投資具有高收益的長期資產。為了實現兩者者的分流，根據《公司法》在1981年成立GIC專責管理外匯投資。1986年GIC建立了自己的固定收入和外匯投資部，稍後又建立了股權投資部門。此時營運所需的儲備財源主要來自財政部、貨幣委員會和貨幣管理局。除了外匯儲備之外，還有政府的財政盈餘和新加坡作為政府養老金計畫的中央儲備基金（CPF）。後一部分資金與外匯儲備並無直接關係，但目標都是獲取更高長期回報。GIC完全投資於海外，投資方式上主要以證券投資為主。

在法律上，GIC只是一家資產管理公司，和其他一般的資產管理公司一樣，並不擁有其所管理的資金，而是作為受託者代為管理基金和投資。此外，基金被要求需具有透明性和可監督性。GIC既由MAS和財政部協議委託，受命管理外匯的一部份，因而必須向總統提交財務和績效報告，並受國會監督，預算也須經總統和國會認可，總統也有權隨時要求提供有關投資和公司的相關訊息，公司的盈利需受《公司法》的規範。董事會或經營團隊還須向公眾報告營運現狀和未來可能運用方式。

新加坡政府投資公司規定其投資目標是增加新加坡政府儲備的國際購買力，長期實現高收益率，在中期階段完成投資的戰略佈局。至目前為止，GIC是亞洲最大的主權基金，擁有約3300億美元的資產，它雖是新加坡兩支基金中較年輕的一支，其投資戰略較為保守，只購買所投資公司的少數股權，避免成為控股股東，引起被投資公司的反感。若將GIC與大學捐贈基金進行比較，GIC的投資策略可說是以美國的哈佛和耶魯等大學為範本。

為了實現政府儲備的長期價值目標，GIC把主要三大工業國家（G3，指美、日、歐盟）的通貨膨脹率設定為衡量業績的基本參照標準，並在資產配置、地區佈局、貨幣構成等方面進行了精心的設計，以追求利潤，避免風險。在資產配置方面，儲備管理的基本原則是要改變以外國政府證券和貨幣等低收益率儲備資產為主的資產配置，通過多元化的資產組合，追求儲備資產的保值增值成長和長期回報。GIC稱其在股權、債券和其他資產的配比上始終保持50%：30%：20%，20年來平均回報率為4.5%。在投資的項目裡，GIC傾向於大宗的投資，且主要集中于金融和房地產領域。

從地區分佈來看，GIC非常重視投資的地區分佈。其投資分佈戰略的一大特點是所有的投資都在海外。這主要基於以下考慮：（一）投資國內會造成國內貨幣供應量的增加，導致通貨膨脹；（二）投資國內需兌換成本國貨幣，從而導致新幣的升值，而新幣的升值不僅將削弱本國的出口競爭力，還會產生不利的收入分配效應；（三）外國資本市場具有更強的流動性和更大的市場規模，有利於大規模儲備投資獲取較高回報；（四）海外投資不僅能夠適當地降低外匯儲備水準，更有助於獲取難以在國內逐步積累的關鍵性市場、資源和技術，提高企業的國際競爭力。管理的資產是新加坡政府的戰略儲備基金，投資於世界其他地方，在本國發生緊急事態時可以即時變現以備急需。

投資佈局主要著眼於分散風險和提高收益兩個目標。截至目前，在美國、歐盟和日本的投資仍占主導地位，其中在美國的投資占到總資產的45%，歐盟20~25%，日本約為10%。

從幣種構成上看，外界對GIC投資的幣種構成所知甚少，但是從其投資區域分佈判斷，美元計價資產的比重應該在左右。在GIC內部，外匯投資部門統籌貨幣配置，負責從整個公司的層面控制貨幣風險，降低對沖成本，提高公司總體回報。

## 二、淡馬錫控股公司

作為新加坡主權基金元老的淡馬錫，於1974年依據《公司法》成立，由新加坡財政部投資司監管，專門經營和管理國營企業的資本，是新加坡財政部的全資國有控股公司。成立之初旗下有35家公司，業務僅限於本土，資產總計僅3.5億新元。近年來淡馬錫的營業額占新加坡GDP約13%至15%，持有的股票市價占約整個新加坡股票市場的一半，目前擁有約1080億美元資產。淡馬錫直接參股的有23家企業，其中14家是獨資子公司，7家上市公司，業務集中在金融、電信、電力、交通、傳媒以及各類基礎設施等行業；通過產權投資，直接和間接參股的企業約2000家。淡馬錫已經掌控了包括新加坡電信、新加坡航空、星展銀行、新加坡地鐵、新加坡港口、海皇航運、新加坡電力、吉寶集團和萊佛士飯店等幾乎所有新加坡最重要、營業額最大的企業。也

因此，新加坡的經濟模式被稱作是「國家資本主義」，即通過國家控制的私人企業來進行投資，主導以民營企業為主的資本市場。

淡馬錫因其專業化的管理，從成立至今的投資組合成長了460倍，平均每年收益率為18%，超過了同期的民營企業經營績效，標準普爾與穆迪投資等著名資信機構都給予它最高信用評級，在優異的獲利和管理能力下備受肯定，成了其他新興國家主權基金學習的標竿。

作為戰略投資，淡馬錫規定公司的投資範圍主要有四：與進行經濟轉型或經濟發展目標有關的產業部門、中產階級有所需求的公司與產業、具有潛在比較優勢和利益的公司、同產業中最好的公司。此外，淡馬錫作為戰略性主權基金一個顯著的特點是，作為政府調節行業政策和投資導向的手段，凡是民營企業可以做的產業、不具有戰略性的或是不需要政府主導的行業，淡馬錫就會逐漸淡出或退出。淡馬錫常常率先進入民營企業尚不成熟的、戰略性的、風險比較高的行業，但是一旦行業成熟到民營企業可以進入時就退出該產業。

如新加坡定位發展為「金融中心」，但由於本國的金融業很開放，因此淡馬錫不必左右金融業。為此，新加坡唯一的國有銀行星展銀行上市後，淡馬錫只持有其28%的股份。不過新加坡為城邦國家嚴重缺乏淡水，所以水就成為其戰略行業。再如航空業，航線需要國家出面和國外合作，民營企業辦不了航空公司，因此新航最早是新加坡全資子公司。後來，當民營企業從資本到技術都可以進入時，政府就把非核心業務轉給民營，新航遂上市成為公眾公司。現在，淡馬錫在新航的股份已經從最初的100%降到56%左右，持股持續下降中。

在2000年以前，淡馬錫在新加坡國內的投資占78%，到2007年這一數字已降到38%，在經濟合作與發展組織（OECD）國家的投資占三成，亞洲地區（除日本和本國外）占25%，其他地區只有1%。而淡馬錫的長期目標為「三三三配置」，即三分之一投資在新加坡本國，三分之一在OECD，三分之一在亞洲地區。自新世紀以來，淡馬錫公開交易額的60%都是在OECD以外的市場，其中主要在國內，佔45%，海外地區包括中國（37%）、泰國（6%）、印尼（5%）等周邊國家和地區。淡馬錫投資地域的分散或多元化，主要是基於它對該地區經濟體發展趨勢、投資經驗和政治風險等瞭解，而形成了投資組合的參考。

淡馬錫的董事會由10名董事組成，其中4位為政府公務人員，另外6名為企業界人士。文官代表政府的利益並執行國家戰略，另外6位企業人士則保證了企業在市場競爭中的經營效率。在運作的透明度方面，以商業化運作的模式，定期公佈投資標的和績效，並致力於掃除被投資國家的政治疑慮。

### 三、新加坡主權基金模式的成功之處

從上述的敘述可得知，GIC不同於淡馬錫，完全投資於海外，淡馬錫則是從國營事業的控股公司轉為符合國家利益的全球性戰略控股公司，除了這個最大的區別之外，新加坡這兩個主權基金之所以成功，具有底下幾個特點：

#### （一）獨特而完善的法人治理結構：

完善的法人治理結構是新加坡主權基金成功的基礎，而健全的法制架構、政府的充分授權與監督和董事會制度更是完善的法人治理結構的核心。

#### （二）充分有效的約束機制：

新加坡主權基金的約束機制包括外部監督約束、內部監督約束和所有權約束三方面，使得公司朝著正確的方向發展。首先，外部監督約束主要是來自產品市場、資本市場和經理市場競爭的約束

。主權基金控股企業的經營法則是依循市場法則來進行公平的競爭，若企業經營不善也將面臨著倒閉的危險。其次是內部監督約束，主要指產權代表機構對經理人的監督和約束。政府透過過任免董事會人員及總經理來進行有效的監督。最後是所有權的約束，以淡馬錫為例，透過國家控股的方式擁有眾多上市和非上市公司的股份，和一般企業類似，國家作為股東擁有財產所有權、剩餘索取權和控制權，特別之處只是國家股權並不隸屬於特定的自然人或者法人，而是由行政機構確定的產權代表代為管理。

### （三）價值與透明導向的企業化經營：

以企業化經營追求營運績效和股東利益最大化，而不是以政治為考量進行投資佈局。以作為全資國營企業的淡馬錫為例，考慮政府產業政策的前提下，以市場為導向、以盈利為經營目的和績效指標。同時，淡馬錫也是挪威全球養老基金（GPF）以外全球最透明的主權基金，透過公開交易資訊和投資戰略，消除「資訊不對稱」的成本，降低了在其他國家可能出現的政治議題和阻力，提高了交易的成功機率。

### （四）注重風險意識的多元化投資：

除了注重高收益之外，特別留意分散風險，以及高度的風險意識。GIC在資產配置、地區佈局、貨幣構成等方面進行投資佈局，並設立投資委員會和風險委員會進行監管，讓收益和風險相匹配。淡馬錫有一套風險控制的體系，將風險分為戰略風險、金融風險與運營風險，並根據不同風險來源進行應對。戰略風險包括基金的流動性風險、投資國的政治風險、產業風險等；金融風險包括投資風險、市場風險和信用風險；營運風險指人員、過程、系統和法律風險等，淡馬錫對每一種風險都有方法去應對。

## 參、結語：從新加坡模式看台灣主權基金

從馬政府有意成立主權基金作為救市或健全資本市場的手段來看，匆促的決策令人驚訝。若與新加坡主權基金運行的架構和機制做一對照，台灣主權基金大概除了「慫膽」的膽識不缺之外，其他諸如資金、法制、投資策略、委託機關、治理原則、監督制度、風險控管、績效考核等無一不缺。

事實上，新加坡主權基金的成功，除了上述台灣尚缺的各項條件之外，還在於新加坡是個廉能兼具的政府，且支持政府運作的是高度有效率的文官體系。這些是台灣政府和官僚體系長期被詬病的地方。當主權基金不能擺脫官僚顛預、特權干預、政商勾結等「看得見的手」介入所造成的弊端時，主權基金有過多的營運風險須要面對，要孕育出手人肯定的主權基金是緣木求魚的。例如以具有廣義主權基金概念的退撫基金而言，即因投資不當造成今年上半年嚴重虧損300億，不僅傷害82萬軍公教人員權益，官僚卻不需為此負責，這更顯見制度的失能。而四大基金除了退撫基金之外的基金（中華郵政、勞退、勞保基金）長年以來委託代操績效亦很少打敗股市指數大盤，更也說明了當前「準主權基金」運作績效的不良與弊端重重。這是對主權基金的愁。

其次，主權基金涉及高風險的經濟環境和金融運作模式，具有高度的不確定性，管控不當的結果全民的財富將無情的風險吞噬，或可視為對主權基金的怨。以中國主權基金中國投資有限公司（China Investment Corp.，簡稱中投）為例說明。從次貸風暴引發的華爾街危機到當下的全球金融風暴，以及中國主權基金從去年入股危機波及的銀行到今日巨額的損失，亦提醒我們需又高度的風險意識。尤其近日中投公司及其下屬的公司在對摩根史坦利（Morgan Stanley）、百仕通集團（Blackstone Group，亦稱黑石集團）和巴克萊集團（Barclays）等公司的大筆投資出現嚴重虧損（單就摩根史坦利部分就有100億美元的赤字），呈現了主權基金的高風險面貌，這些虧損不僅備受輿論批評，也引發了中國內部是否該有主權基金以及如何管理和利

用主權基金的激烈討論。

再者，以央行總裁彭淮南的發言來看，擬成立的台灣主權基金，似乎以像早年的淡馬錫一樣，以對內投資策略性產業為主，和一般以彰顯「主權」或「主權國家」(Sovereign state)的對外投資有所不同。對內投資的模式，是政府把手伸進市場，接受投資或注資的企業或有受到政策保護的質疑，也對未被投資的企業形成了不公平待遇，並干擾了市場的運作。這可稱為對主權基金的哀。

總之，從馬政府想要設立主權基金角度看，馬政府和台灣社會又走到了對立面。社會上反對的聲音並不是「妖魔化」主權基金，而是反映了他們內心深處對政府設置主權基金一事的疑慮。這些批評和疑問除來自於對政府廉能和信心的不足之外，主要還來自於主權基金的政府背景和干預市場的特性，以及這兩者的交互作用，讓論者認為現在成立主權基金不適宜。尤其，主權基金可視為是「國家資本主義」(State Capitalism)的新變種政策工具，以政府擴權、集資、決策和支配的方式遂行「大政府的國家意志」，若有高度和長遠戰略性國家發展遠見的支持，以及一個兼具廉能、透明和效率等優點政府來配合，主權基金或許還有戲可唱，對外投資也可以彰顯台灣作為主權國家的意義，但是在連政府決策體系對於成立的目的、來源、用途等還不清晰下急就章推出，加上對原有「準主權基金」運作弊端尚未根除，當然無法換取人民和社會對此政策的支持。也就遑論人民對過去政府決策黑箱作業、四大基金或出現嚴重虧損或績效不佳、新近他國主權基金投資失敗陰影等恐懼了。

從新加坡經驗來看，主權基金的有效運行需要一個廉能和深受人民所信任的政府，以及與主權基金配套的架構和運行機制等，少了這些充要條件，主權基金是個時機未到位的假議題，不僅對台灣經濟沒有實質幫助，還會折傷馬政府的威信，甚至還會把國家財富付之東流。成立主權基金，在時機與條件未到位、還未準備好之前，萬萬不可。

作者吳芳銘為北京清華大學經濟學博士候選人

(本文僅代表作者個人意見，不代表本智庫之立場)

版權所有 ©2008 台灣新社會智庫 Taiwan SIG. All Rights Reserved.