

国际经济法论丛

主权财富基金 双边规制研究

ZHUQUAN CAIFU JIJIN SHUANGBIAN GUIZHI YANJIU



胡晓红 张建军 李煜 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

主权财富基金 双边规制研究

ZHUQUAN CAIFU JIJIN SHUANGBIAN GUIZHI YANJIU



胡晓红 张建军 李 煜 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

主权财富基金双边规制研究/胡晓红,张建军,李煜著. —北京:北京大学出版社,2017.8

(国际经济法论丛)

ISBN 978-7-301-28533-6

I. ①主… II. ①胡… ②张… ③李… III. ①对外投资—研究
IV. ①F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 172643 号

- 书 名** 主权财富基金双边规制研究
Zhuquan Caifu Jijin Shuangbian Guizhi Yanjiu
- 著作责任者** 胡晓红 张建军 李 煜 著
- 责任编辑** 罗 玲
- 标准书号** ISBN 978-7-301-28533-6
- 出版发行** 北京大学出版社
- 地 址** 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址** <http://www.pup.cn>
- 电子信箱** law@pup.pku.edu.cn
- 新浪微博** @北京大学出版社 @北大出版社法律图书
- 电 话** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
- 印 刷 者** 北京大学印刷厂
- 经 销 者** 新华书店
- 650 毫米×980 毫米 16 开本 17.25 印张 282 千字
2017 年 8 月第 1 版 2017 年 8 月第 1 次印刷
- 定 价** 42.00 元



未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

目 录

导论	1
第一章 主权财富基金法律特征	7
第一节 主权财富基金发展概况及其产生的理论根据	9
第二节 主权财富基金的资产性质	17
第三节 主权财富基金的法律特征	30
第二章 主权财富基金规制现状	35
第一节 主权财富基金规制基本问题	37
第二节 东道国主权财富基金的规制	47
第三节 母国对主权财富基金的规制	61
第四节 多边国际软法对主权财富基金的规制	68
第三章 主权财富基金双边规制的应然性	77
第一节 主权财富基金单边规制的困境	79
第二节 主权财富基金多边规制的困境	81
第三节 主权财富基金双边规制之必要性	90
第四章 主权财富基金双边规制的路径选择	95
第一节 双边投资协定模式为主权财富基金双边规制提供 参考依据	97
第二节 主权财富基金双边软法规制的经验	104
第三节 主权财富基金国际软法与硬法规制的效果	108

第五章 主权财富基金双边规制内容	115
第一节 双边软法规制的主要内容	117
第二节 双边硬法规制的主要内容	121
第三节 主权财富基金双边硬法规制内容新发展	137
第四节 主权财富基金双边硬法规制的效应	148
第六章 中国主权财富基金规制存在的问题及解决路径	153
第一节 中国主权财富基金发展现状	155
第二节 中外国际投资协定文本分析	178
第三节 中国主权财富基金海外投资风险	203
第七章 中国主权财富基金双边规制的展望	215
第一节 国际投资中的中国国家角色定位	217
第二节 明确中国主权财富基金的私人投资者地位	228
第三节 中外投资协定内容选择	235
第四节 主权财富基金的双边软法治理	244
结论	245
附录	249
主要参考文献	261
后记	271

导 论

一、主权财富基金国际规制背景

主权财富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF)是指政府所拥有的、具有特殊目的的投资机构或安排,通常其资产来源于外汇储备或商品(主要是石油、天然气、矿产资源等)出口收入。具有当代意义的主权财富基金自20世纪50年代成立以来,以“神秘”“低调”“追求稳健投资收益”而未引起太多国家的关注,直至2008年金融危机爆发时其充当起“消防员”角色,方引起许多国家的焦虑:一方面主权财富基金投资的主要发达东道国希望主权财富基金为稳定国际金融市场发挥作用,另一方面这些东道国担忧主权财富基金作为一国财政政策工具可能肩负的其母国的政治使命会影响东道国国家安全。于是,诸多西方国家呼吁通过多边国际合作强化对主权财富基金监管。

诚然,根据联合国贸易和发展会议(简称贸发会)发布的《2013年世界投资报告》统计,全球国有跨国公司数目从2010年的650家增至2012年的845家。它们的直接外资流量为1450亿美元,几乎占全球直接外资的11%。2012年收购外国资产的国有企业多数来自发展中国家,所涉收购多数出于寻求战略资产(技术、知识产权、品牌)和自然资源的动机。2012年,来自主权财富基金的直接外资仅为200亿美元,不过,这一数字与前一年相比仍翻了一番;来自主权财富基金的累积直接外资估计为1270亿美元,其中大部分投向

了金融、房地产、建筑和公用事业等行业和部门。从地域分布来看,2012年,主权财富基金的直接外资70%以上投向发达经济体。2012年,全球73个获认可的主权财富基金的合并资产价值约为5.3万亿美元,这是发展融资可加以利用的巨大资金库。因而,国际社会强化对主权财富基金的监管显属必要。但拥有大部分主权财富基金的发展中国家和接受主权财富基金大多数投资的发达国家之间对于主权财富基金规制的国际法模式形成对峙,于是乎,在国际货币基金组织(IMF)协调下、在其所辖国际工作组(IWG)努力下,经大部分公认的主权财富基金认可,国际货币基金组织于2008年10月公布了《主权财富基金普遍接受的原则与做法》(Sovereign Wealth Fund Generally Accepted Principles and Practices,也称《圣地亚哥原则》,Santiago Principles,或GAPP),该《原则与做法》明确督促主权财富基金强化国内规制框架、完善公司治理以及增加透明度;经济合作与发展组织(OECD)在2008年6月通过了《主权财富基金与接受国政策宣言》,确立了主权财富基金透明度要求;而美国财政部则率先于2008年3月与新加坡、阿联酋主权财富基金达成《华盛顿约定》,昭示主权财富基金需完善公司治理和提高透明度。

二、主权财富基金国际规制模式

长期以来,主权财富基金在东道国的投资领域主要是金融领域。2008年金融危机后,其投资领域迅速得到扩展:既投资东道国债券市场,也投资东道国股票市场;既认购上市公司股票,也投资私募股权基金;既投资金融领域,也投资基础设施、房地产、交通、通讯、矿产资源开发、零售业等。这种投资领域和投资方式的扩张,显然是一般投资基金公司、私募股权基金和国有企业等的投资无法比拟的,使主权财富基金成为典型的国际投资领域公认的“私人投资者”。按照“私人投资者”范畴轨迹查寻,不难找寻到规范外国私人投资者投资的法律规范——国际投资法。

众所周知,国际投资法由国际法和国内法构成,国际法主要是指国际投资协定,主要包括双边投资保护协定、自由贸易协定(该类协定根据缔约方主体数量和区域可以分为双边自由贸易协定和区域自由贸易协定);国内法则表现为一国所有与投资行为相关的公法规范和私法规范。当代双边投资保护协定和自由贸易协定的主要功能在于投资者私人利益与东道国公共利益之平衡。主权财富基金归属国际投资协定规范范畴,有利于其投资在东道国享受非歧视待遇。然而,据贸发会议统计,截至2016

年年末,国际社会共达成国际投资协定 3304 部,其中 2946 部为双边投资保护协定,358 部为“其他国际投资协定”。翻阅其中 140 余部中国与其他国家和地区签订的双边投资保护协定和双边自由贸易协定,会发现其中有诸多的不同规定,这些不同文本的不同表述反映出国际投资协定内容的侧重从投资者私权保护到投资者社会责任承担变迁的规律,但这些不同表述可能会对中外主权财富基金的投资保护产生负面影响。同时,以美国为代表的少数引进外资和对外投资大国签订双边投资保护协定和双边自由贸易协定的数量较少。因而,主权财富基金国际投资行为规则除了主要依赖国际投资协定和国内立法以外,还需要通过诸如国际货币基金组织国际工作组、经济合作与发展组织和美国的规制模式,利用国际软法规则的自觉效力,规范主权财富基金的公司治理和信息披露行为。这种利用国际投资协定、国内法和国际软法纪律的规制模式能有效推动“软法”和“硬法”功能的互动,提升主权财富基金作为国家财政政策工具的非政治性作用。

三、中国主权财富基金规制路径

反观国际社会对主权财富基金监管强化的呼声背景,我们不能忽略的事实是,这些呼声的出台恰值中国投资有限责任公司成立不久。尽管国际主权财富基金研究机构认为中国主权财富基金有四只:中国投资有限责任公司、中非发展基金、全国社保基金以及中国国家外汇管理局投资公司^{〔1〕},但是,认真分析这四家机构的股东结构和资本来源,只有中国投资有限责任公司才完全符合主权财富基金的基本法律特征。中国投资有限责任公司注册资本为 2000 亿美元,是目前公认的主权财富基金中注册资本规模最大的一只主权财富基金,其成立伊始的两笔投资资金总和为 80 多亿美元,而国际主权财富基金研究机构对其透明度指数打分居中,因此,许多国家对它的组建宗旨产生质疑。

相较多数主权财富基金组建的专门立法授权,对比挪威、哈萨克斯坦、俄罗斯制定的专门规范本国主权财富基金的法律、法规体系,中国投资有限责任公司的成立和我国吸引大量外国主权财富基金投资的事实凸显了我国立法准备的不足——国内法律、法规之间协调性的欠缺以及中

〔1〕 参见 Sovereign Wealth Fund Rankings, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 最后访问日期 2017 年 1 月 20 日。

外双边投资保护协定和双边自由贸易协定文本的非一致性。主权财富基金具有独立机构投资者身份是因法律的承认,正如萨维尼所言,自然人才是权利义务的主体;法人只不过是出于需要,法律将其拟制为自然人以确定团体利益的归属,其只存在于法律世界,存在于人们的观念之中。因而可以说,中国投资有限责任公司设立和运营的正当性需要国内法的支持,协调国内法律、法规之间就公司治理、国有独资公司的信息披露、投资行为等的规定,使其真正成为既符合股东利益诉求也符合现代公司治理标准的国有独资公司,亦为当前亟待解决的法律问题之一。具体讲,按照现行《外汇管理条例》的规定,中国投资有限责任公司不具有外汇储备经营权;作为全资子公司的中投国际有限责任公司以及中投海外直接投资有限责任公司没有独立的经营管理机构,违背了我国《公司法》对子公司的法人人格认定制度;《公司法》与《企业国有资产法》对国有出资人管理机构的规定有细微差距,中国投资有限责任公司的公司治理应当遵循《公司法》规定;从现实考察,中国投资有限责任公司董事会、监事会成员均直接、间接与政府部门保持密切联系,可能会影响公司效率,亦与经济合作和发展组织颁布的《国有企业公司治理指引》所列标准和其他国家主权财富基金公司治理模式有异。对于这些问题,必须从完善法律制度和强调主权财富基金设立和运营符合法律规定入手,才能得以解决。更为重要的是,西方国家特别关注主权财富基金透明度问题。从范畴解释学角度看,透明度与信息披露为同一外延。至2016年9月,中国投资有限责任公司已经对外公布了8部年度报告,这些年度报告披露了该公司部分直接投资数据和组合投资比例。该信息披露内容与其他国家公布的年度报告数据资料相比有明显不足,与该公司国有独资公司身份十分不符。按照我国《企业国有资产法》“国有资产属于国家所有即全民所有”的规定,中国投资有限责任公司公布年报其实是向作为公司所有人的“全民”披露公司财务、投资信息,因而从防范国有企业腐败和维护股东对公司权益的角度讲,通过专门立法规范主权财富基金强制性信息披露制度具有现实意义。

同时,我国应特别重视在主权财富基金投资环境中明确我国的国家地位,利用国内立法和国际投资协定加强中外主权财富基金的社会责任规制,在坚持国家主权原则的基础上,遵循联合国贸易和发展会议倡议的“可持续发展投资政策框架”。尽管“可持续发展投资政策框架”为倡议性政策,但从国际投资协定和中外投资协定文本的发展趋势研判,可持续发

展已经成为指导国际投资的一项重要原则,无论是新订还是修订中外国际投资协定都需要吸收该原则于文本中。此外,我国应当特别注意的是,在国家层面制定中外双边投资保护协定和双边自由贸易协定中的投资内容的统一范本,应将主权财富基金归置于“投资者范畴”,扩大“投资方式”,采用国民待遇、最惠国待遇、最低待遇标准模式,明确放弃主权财富基金豁免权,实行负面清单格式样版,全面引入投资者与东道国投资争端通过解决投资争端国际中心(International Center for the Settlement of Investment Dispute, ICSID)解决的机制;并且,当前中美战略和经济对话机制中就主权财富基金双方所做的承诺也是双边规制主权财富基金的有效路径之一,应当予以保持。

通过国内法完善及中外双边投资保护协定和双边自由贸易协定、双边软法机制的有效配合,可以从规制层面降低国外对中国投资有限责任公司的“神秘感”及对其作为政治性投资政策工具的“忧虑”。

综上,主权财富基金当前的规制模式具有多元化特点,但鉴于其投资的跨国性导致国内法的单边规制的局限性及全球多边性国际投资条约达成的现实困难性,虽然目前有《主权财富基金普遍接受的原则和做法》这一多边软法,但该软法的约束范围和约束效力不足,因而,国际社会仍应当高度关注规制主权财富基金的双边模式——双边投资保护协定和双边自由贸易协定的硬法模式以及美国与阿联酋、新加坡主权财富基金的《华盛顿约定》或中美战略与经济对话承诺的双边软法模式。两种双边模式的互动可以提高中外主权财富基金投资效率,而且该两种模式可以通过制度和组织结构“把市场活动联结起来,把有相似历史以及互补经济需要和观点的国家结合在一起”^{〔1〕}。在双边模式成熟且被国际社会广泛接受的条件下,国际社会必然会达成全球性的多边投资国际条约以统一规制主权财富基金及其投资行为。

〔1〕〔美〕弗朗切斯科·迪纳:《自由贸易的社会构建:欧洲联盟、北美自由贸易协定及南方共同市场》,黄胜强、许铭原译,中国社会科学出版社2009年版,第194页。

第一章 主权财富基金法律特征

人们不仅希望富有，而且希望比他人更富有。

——〔英〕约翰·穆勒(John Stuart Mill)

第一节 主权财富基金发展概况及其产生的理论根据

一、主权财富基金发展概况

主权财富基金的发端可以追溯到 19 世纪初,法国早在 1816 年就设立了主权财富基金。^{〔1〕} 1854 年美国得克萨斯未来学校基金(Texas Permanent School Fund)成立,1876 年得克萨斯未来大学基金组建。^{〔2〕} 而 1953 年科威特投资署的成立,则拉开了现代意义上国家主权财富基金的序幕。^{〔3〕} 1953 年科威特在伦敦成立了科威特投资委员会(the Kuwait Investment Board, KIB)^{〔4〕},将大量的石油收入进行投资。^{〔5〕} 此后,又分别于 1960 年和 1976 年成立了一般储备基金(GRF)和未来基金(FGF)。这两只基金由在伦敦的科威特投资委员会(KIB)负责管理,只有科威特国王和少数助手了解基金具体情况。正因为如此,萨达姆占领科威特后也无法动用在伦敦的基金,而这也成为科威特王室流亡期间的费用来源。^{〔6〕} 1982 年根据《第 47 号法案》科威特财政部成立科威特投资局。^{〔7〕} 将上述基金及其他一些财产一起信托给科威特投资局,资金规模约 2000 亿美元;但科威特投资局只是资产管理者,基金所有权属科威特国家所有。^{〔8〕}

1956 年,英国殖民地吉尔伯特群岛(Gilbert Islands)(1979 年成立

〔1〕 关雪凌、刘西:《全球主权财富基金:现状、原因与影响》,载《中国人民大学学报》2008 年第 5 期。

〔2〕 Fund Rankings, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 最后访问日期 2015 年 11 月 20 日。

〔3〕 关雪凌、刘西:《全球主权财富基金:现状、原因与影响》,载《中国人民大学学报》2008 年第 5 期。

〔4〕 Overview, <http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx#>, 最后访问日期 2017 年 5 月 22 日。

〔5〕 谢平、陈超:《谁在管理国家财富?: 主权财富基金的兴起》,中信出版社 2010 年版,第 152 页。

〔6〕 关雪凌、刘西:《全球主权财富基金:现状、原因与影响》,载《中国人民大学学报》2008 年第 5 期。

〔7〕 Overview, <http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx#>, 最后访问日期 2017 年 5 月 22 日。

〔8〕 关雪凌、刘西:《全球主权财富基金:现状、原因与影响》,载《中国人民大学学报》2008 年第 5 期。

基里巴斯(Kiribati)共和国)建立了收入平衡基金(RERF),基金主要来源于磷酸盐开发收入。该基金成立后,至2007年资产规模达到6亿澳元,约为基里巴斯GDP收入的9倍,投资回报达GDP的33%。^{〔1〕}这一基金成为该国收入的主要来源,并实现了投资多元化。

从1956年吉尔伯特群岛成立收入平衡基金之后,按照成立时间顺序,主权财富基金经历了三个发展阶段^{〔2〕}:第一阶段是20世纪70年代至80年代。1971年新加坡成立金融管理局,1974年新加坡淡马锡控股公司成立;1976年阿联酋投资局成立;1976年加拿大Albert继承基金成立;1980年阿曼成立国家一般储备基金;1981年新加坡政府投资公司成立;1974年美国阿拉斯加养老基金、怀俄明永久矿业信托基金成立;1984年阿联酋阿布扎比成立国际石油投资公司;1985年美国成立亚拉巴马信托基金;1986年美国成立路易斯安那教育质量信托基金。^{〔3〕}第二阶段出现在20世纪90年代。1990年挪威政府成立石油基金,1998年挪威银行资产管理部成立;1994年博茨瓦纳成立货币基金;1999年伊朗成立石油稳定基金和外汇储备基金;1998年加蓬成立加蓬主权财富基金;1993年马来西亚成立国库控股公司;1998年委内瑞拉成立FEM;1999年秘鲁成立财政稳定基金;1999年阿塞拜疆成立国家石油基金。第三个发展阶段则是进入21世纪以来。按照主权财富基金研究机构资产规模排序统计,78家主权财富基金中有47家主权财富基金组建于21世纪。

二、主权财富基金产生的理论根据

(一) 国际资本流动理论

1. 费雪的国际资本流动理论

早期的国际资本流动理论主要是研究国际资本流动的动因,认为利润是国际资本流动的主要原因,而利率则是利润的主要表现形式,即资本是为了追逐利润而在利率不同的两国间流动,国际资本流动的结果是消除了各国之间的利率差异。提出这一理论的是20世纪初美国的经济学家

〔1〕 谢平、陈超:《论主权财富基金的理论逻辑》,载《经济研究》2009年第2期。

〔2〕 关雪凌、刘西:《全球主权财富基金:现状、原因与影响》,载《中国人民大学学报》2008年第5期。

〔3〕 Fund Rankings, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 最后访问日期2015年11月20日。

家欧文·费雪。^{〔1〕}

然而各国设立主权财富基金的目标是追求投资收益最大化、确保国家财富的增值。除非国内经济金融政策调整有需要,主权财富基金一般倾向于长期在海外进行投资,主权财富基金海外投资已经成为长期国际资本流动的新形式。一方面,利率差异并不是主权财富基金跨国投资的主要动因,这与短期投资的“热钱”不一样——只要目标国升息,“热钱”就会大量涌入,赚取升息带来的额外利润后马上撤出,从而对目标国的金融稳定带来不利影响;而主权财富基金追求的是长期稳定的利润回报,不会主动追求一国升息或货币升值所带来的短期利润回报。这样看,主权财富基金的投资与短期私人投资有明显区别,费雪的国际资本流动的动因理论并没有得到很好的印证,进而体现出主权财富基金投资资金较之私人投资的特殊性。但另一方面,主权财富基金大多数投资集中在东道国的金融部门,通过股权投资来间接影响其金融市场,这样来讲,东道国的升息或货币升值会对其投资构成一定的影响,这一点又和私人资本的跨国投资一致。而且,为了有利于追求长期的高额收益,绝大多数主权财富基金并没有明显的负债,这一特征类似于私人资产管理公司。从这个角度看,国际资本流动的动因理论也会反映在主权财富基金的跨国投资,主权财富基金投资资金也具有一般私人资本的性质。

2. 麦克杜格尔的国际资本流动理论

麦克杜格尔的国际资本流动理论,是一种用于解释国际资本流动的动机及其效果的理论,是由英国经济学家麦克杜格尔于1960年提出。^{〔2〕}该理论的主要内容是:各国利率和预期利润率存在差异是国际资本流动的基本原因,由于各国的产品和生产要素市场是一个完全竞争的市场,资本可以自由地从资本充裕国向资本短缺国流动,资本流入一个国家增加了东道国的资本存量,而母国的资本存量则相应减少。在其他条件不变的情况下,会给两国都带来利益,从而实现资源的合理配置,对世界经济增长起推动作用。^{〔3〕}

〔1〕 巴曙松、李科、沈兰成:《主权财富基金:金融危机后的国际监管与协作新框架》,载《世界经济与政治》2010年第7期。

〔2〕 See G. D. A. MacDougall, The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach, 36(73) *Economic Record* 13(1960).

〔3〕 巴曙松、李科、沈兰成:《主权财富基金:金融危机后的国际监管与协作新框架》,载《世界经济与政治》2010年第7期。

用这一理论分析具体的国际投资行为,可以得出如下三个结论^[1]:一是在各国资本的边际生产率相同的条件下,开放经济系统里的资本利用效益远高于封闭经济系统里的资本利用效益,并且总资本能得到最佳的利用。二是在开放经济系统里,资本流动可为资本充裕国带来最高收益;同时,资本短缺国也因输入资本使总产出增加而获得新增收益。三是资本在世界范围内可重新进行资源配置,世界总产值增加并达到最大化,从而推动了全球经济的发展。

主权财富基金的跨国投资具有长期性,这就意味着主权财富基金会在很长一段时间内综合看待其投资行为和业绩表现,而不仅仅是聚焦某一时点、某一单笔的具体投资,加之其投资行为本身就具有稳定性,主权财富基金的跨国投资将会更有利于稳定国际市场。随着规模的不断扩大,主权财富基金的投资越来越成为稳定推动全球经济增长的一支重要力量。根据麦克杜格尔的国际资本流动理论,主权财富基金在全球范围内追求高回报,而其中海外投资占了较大比重,与其他跨国投资一样,主权财富基金的海外投资使资本得到了最佳利用。而较之一般的私人投资,主权财富基金更能在全球范围内配置投资资本,资本利润率趋于平均化,使资源得到更有效率的配置。同时,主权财富基金的投资也使得东道国因资本的输入保持了经济增长的活力或阻止了经济的继续恶化。主权财富基金的投资也符合国际资本流动的一般理论,这与私人跨国投资并没有区别,只不过其对资本的配置作用优于私人资本罢了,主权财富基金资金的独立性特点得以体现。

3. 资产组合理论

资产组合理论认为,风险因素对国际资本流动也有重大的影响;采用“风险——收益考察法”分析认为,选择投资于多种证券的组合可以提高收益的稳定性,降低投资风险。因为组合中不同资产的收益不完全相关,可以分散风险,投资者会选择不同国家各种资产作为投资对象,从而引起资本在国际间的流动。^[2]这一理论是由美国学者马科维茨于20世纪50年代首先提出的。资产组合理论提倡多种资产形成最佳组合,这样可以使投资收益一定时,风险最小;或投资风险一定时,收益最大。“不要把所

[1] 参见苗迎春:《主权财富基金发展及跨境投资理论研究》,载《财政研究》2010年第8期。

[2] 李成、郝俊香:《国际资本流动理论的发展与展望》,载《西安交通大学学报(社会科学版)》2006年第3期。