



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



全国博士后管理委员会

主权财富基金监管研究

Research on Regulation of Sovereign Wealth Funds

李虹著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

主权财富基金监管研究

Research on Regulation of Sovereign Wealth Funds

李虹著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

主权财富基金监管研究/李虹著. —北京: 经济管理出版社, 2014.10

ISBN 978-7-5096-3376-2

I. ①主… II. ①李… III. ①投资基金—基金管理—研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 211144 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜 梁植睿

责任印制: 黄章平

责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 16.75

字 数: 275 千字

版 次: 2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3376-2

定 价: 88.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：李 扬 王晓初

副主任：晋保平 张冠梓 孙建立 夏文峰

秘书长：朝 克 吴剑英 邱春雷 胡 滨 (执行)

成 员 (按姓氏笔划排序)：

卜宪群	王 巍	王利明	王灵桂	王国刚	王建朗	厉 声
朱光磊	刘 伟	杨 光	杨 忠	李 平	李 林	李 周
李 薇	李汉林	李向阳	李培林	吴玉章	吴振武	吴恩远
张世贤	张宇燕	张伯里	张昌东	张顺洪	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	罗卫东	金 碚	周 弘	周五一
郑秉文	房 宁	赵天晓	赵剑英	高培勇	黄 平	曹卫东
朝戈金	程恩富	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	蔡 昉
蔡文兰	裴长洪	潘家华				

(二) 编辑部

主 任：张国春 刘连军 薛增朝 李晓琳

副主任：宋 娜 卢小生 姚冬梅

成 员 (按姓氏笔划排序)：

王 宇 吕志成 刘丹华 孙大伟 曲建君 陈 颖 曹 靖
薛万里

序 一

博士后制度是 19 世纪下半叶首先在若干发达国家逐渐形成的一种培养高级优秀专业人才的制度，至今已有一百多年历史。

20 世纪 80 年代初，由著名物理学家李政道先生积极倡导，在邓小平同志大力支持下，中国开始酝酿实施博士后制度。1985 年，首批博士后研究人员进站。

中国的博士后制度最初仅覆盖了自然科学诸领域。经过若干年实践，为了适应国家加快改革开放和建设社会主义市场经济制度的需要，全国博士后管理委员会决定，将设站领域拓展至社会科学。1992 年，首批社会科学博士后人员进站，至今已整整 20 年。

20 世纪 90 年代初期，正是中国经济社会发展和改革开放突飞猛进之时。理论突破和实践跨越的双重需求，使中国的社会科学工作者们获得了前所未有的发展空间。毋庸讳言，与发达国家相比，中国的社会科学在理论体系、研究方法乃至研究手段上均存在较大的差距。正是这种差距，激励中国的社会科学界正视国外，大量引进，兼收并蓄，同时，不忘植根本土，深究国情，开拓创新，从而开创了中国社会科学历史上最为繁荣的时期。在短短 20 余年内，随着学术交流渠道的拓宽、交流方式的创新和交流频率的提高，中国的社会科学不仅基本完成了理论上从传统体制向社会主义市场经济体制的转换，而且在中国丰富实践的基础上展开了自己的

伟大创造。中国的社会科学和社会科学工作者们在改革开放和现代化建设事业中发挥了不可替代的重要作用。在这个波澜壮阔的历史进程中，中国社会科学博士后制度功不可没。

值此中国实施社会科学博士后制度 20 周年之际，为了充分展示中国社会科学博士后的研究成果，推动中国社会科学博士后制度进一步发展，全国博士后管理委员会和中国社会科学院经反复磋商，并征求了多家设站单位的意见，决定推出《中国社会科学博士后文库》(以下简称《文库》)。作为一个集中、系统、全面展示社会科学领域博士后优秀成果的学术平台，《文库》将成为展示中国社会科学博士后学术风采、扩大博士后群体的学术影响力和社会影响力的园地，成为调动广大博士后科研人员的积极性和创造力的加速器，成为培养中国社会科学领域各学科领军人才的孵化器。

创新、影响和规范，是《文库》的基本追求。

我们提倡创新，首先就是要求，入选的著作应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料、新方法和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们不提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过科学论证，而且能够被证实或证伪的论点。对于那些缺少严格的前提设定，没有充分的资料支撑，缺乏合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数来路模糊的资料和数据，便一下子导出几个很“强”的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

我们提倡创新，还表现在研究方法之新上。这里所说的方法，显然不是指那种在时下的课题论证书中常见的老调重弹，诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类；也不是我们在很多论文中见到的那种敷衍塞责的表述，诸如“理论研究与实证分析的统

一”等等。我们所说的方法，就理论研究而论，指的是在某一研究领域确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用研究而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体模型、技术、工具或程序。众所周知，在方法上求新如同在理论上创新一样，殊非易事。因此，我们亦不强求提出全新的理论方法，我们的最低要求，是要按照现代社会科学的研究规范来展开研究并构造论著。

我们支持那些有影响力的著述入选。这里说的影响力，既包括学术影响力，也包括社会影响力和国际影响力。就学术影响力而言，入选的成果应达到公认的学科高水平，要在本学科领域得到学术界的普遍认可，还要经得起历史和时间的检验，若干年后仍然能够为学者引用或参考。就社会影响力而言，入选的成果应能向正在进行的社会经济进程转化。哲学社会科学与自然科学一样，也有一个转化问题。其研究成果要向现实生产力转化，要向现实政策转化，要向和谐社会建设转化，要向文化产业转化，要向人才培养转化。就国际影响力而言，中国哲学社会科学要想发挥巨大影响，就要瞄准国际一流水平，站在学术高峰，为世界文明的发展作出贡献。

我们尊奉严谨治学、实事求是的学风。我们强调恪守学术规范，尊重知识产权，坚决抵制各种学术不端之风，自觉维护哲学社会科学工作者的良好形象。当此学术界世风日下之时，我们希望本《文库》能通过自己良好的学术形象，为整肃不良学风贡献力量。

李扬

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2012年9月

序 二

在 21 世纪的全球化时代，人才已成为国家的核心竞争力之一。从人才培养和学科发展的历史来看，哲学社会科学的发展水平体现着一个国家或民族的思维能力、精神状况和文明素质。

培养优秀的哲学社会科学人才，是我国可持续发展战略的重要内容之一。哲学社会科学的人才队伍、科研能力和研究成果作为国家的“软实力”，在综合国力体系中占据越来越重要的地位。在全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的历史进程中，哲学社会科学具有不可替代的重大作用。胡锦涛同志强调，一定要从党和国家事业发展全局的战略高度，把繁荣发展哲学社会科学作为一项重大而紧迫的战略任务切实抓紧抓好，推动我国哲学社会科学新的更大的发展，为中国特色社会主义事业提供强有力的思想保证、精神动力和智力支持。因此，国家与社会要实现可持续健康发展，必须切实重视哲学社会科学，“努力建设具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学”，充分展示当代中国哲学社会科学的本土情怀与世界眼光，力争在当代世界思想与学术的舞台上赢得应有的尊严与地位。

在培养和造就哲学社会科学人才的战略与实践上，博士后制度发挥了重要作用。我国的博士后制度是在世界著名物理学家、诺贝



尔奖获得者李政道先生的建议下，由邓小平同志亲自决策，经国务院批准于1985年开始实施的。这也是我国有计划、有目的地培养高层次青年人才的一项重要制度。二十多年来，在党中央、国务院的领导下，经过各方共同努力，我国已建立了科学、完备的博士后制度体系，同时，形成了培养和使用相结合，产学研相结合，政府调控和社会参与相结合，服务物质文明与精神文明建设的鲜明特色。通过实施博士后制度，我国培养了一支优秀的高素质哲学社会科学人才队伍。他们在科研机构或高等院校依托自身优势和兴趣，自主从事开拓性、创新性研究工作，从而具有宽广的学术视野、突出的研究能力和强烈的探索精神。其中，一些出站博士后已成为哲学社会科学领域的科研骨干和学术带头人，在“长江学者”、“新世纪百千万人才工程”等国家重大科研人才梯队中占据越来越大的比重。可以说，博士后制度已成为国家培养哲学社会科学拔尖人才的重要途径，而且为哲学社会科学的发展造就了一支新的生力军。

哲学社会科学领域部分博士后的优秀研究成果不仅具有重要的学术价值，而且具有解决当前社会问题的现实意义，但往往因为一些客观因素，这些成果不能尽快问世，不能发挥其应有的现实作用，着实令人痛惜。

可喜的是，今天我们在支持哲学社会科学领域博士后研究成果出版方面迈出了坚实的一步。全国博士后管理委员会与中国社会科学院共同设立了《中国社会科学博士后文库》，每年在全国范围内择优出版哲学社会科学博士后的科研成果，并为其提供出版资助。这一举措不仅在建立以质量为导向的人才培养机制上具有积极的示范作用，而且有益于提升博士后青年科研人才的学术地位，扩大其学术影响力和社会影响力，更有益于人才强国战略的实施。

今天，借《中国社会科学博士后文库》出版之际，我衷心地希望更多的人、更多的部门与机构能够了解和关心哲学社会科学领域

博士后及其研究成果，积极支持博士后工作。可以预见，我国的博士后事业也将取得新的更大的发展。让我们携起手来，共同努力，推动实现社会主义现代化事业的可持续发展与中华民族的伟大复兴。

王岐山

人力资源和社会保障部副部长
全国博士后管理委员会主任

2012年9月

摘 要

2007 年秋天至今，拥有政府背景、透明度低、规模巨大且快速增长的主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWFs）及其投资行为引起了东道国和母国的关切，引发了监管层和学术界的广泛重视。在此过程中，主权财富基金通常被视为非商业投资者，其政治性投资可能对全球金融市场、对东道国国家利益和经济安全、对目标公司治理等带来负面影响。主权财富基金监管问题进而被高度政治化。2008 年金融危机的爆发导致主权财富基金的投资亏损惨重，这一境况部分地消除了东道国的情绪化反应或阴谋论论调，表明主权财富基金的潜在危害被夸大了，同时也激起了母国对主权财富基金功能定位和发展前景的担忧。

主权财富基金是初始资本源于外汇资产的、为获得超出无风险回报率的、政府所有的投资工具或资本集合。主权财富基金的形成根源于全球经贸的持续不平衡和国际货币体系的内在缺陷。以中国为代表的新兴市场国家设立主权财富基金的主要目的是降低超额外汇储备的持有成本，力争实现全球资本利得的公平分配，是对主要国际储备货币即美元泛滥的适应性调整。由于缺乏良好的公司治理架构和规制体系，主权财富基金进入全球金融市场意味着超额外汇储备的保值增值将面临更大的风险暴露。同时，主权财富基金的兴起打破了全球资本流动的传统格局，展现出了新兴经济体日益突出的重要性和国际金融监

管的体制性缺陷。主权财富基金引发的深层次焦虑，反映了全球经济的结构性失衡问题，反映了公权力主体以私法人方式深度介入市场给传统国际法治带来的严峻挑战。总体来看，当前国际社会在主权财富基金规制问题上存在着明显缺陷，即缺少母国视角，忽视了主权财富基金形成与投资过程中的东道国责任与母国利益，在很大程度上形成了对主权财富基金投资的限制性或歧视性待遇。

有效监管主权财富基金是促进全球经济健康均衡发展、推动全球金融监管合作的重要突破口。主权财富基金监管的基本取向是“去政治化”，即通过一系列制度安排，将主权财富基金变成公认的中性的市场投资者。“去政治化”的实现需要大力推进两个转变，即监管主导者从东道国向母国转变；监管重心从投资者身份向投资行为转变。转变监管主导者要求母国以透明有效的方式将政府的股东或控制者角色与监管者功能区分开来，用法律和市场问责代替政治问责机制，减少政治干预，划清公私权力的界限。转变监管重心要求东道国和国际社会在投资者身份问题上坚持监管中性原则，即不因投资者的所有权或决策者而改变监管措施，减少对主权性投资的歧视，防止仅因投资者的政府背景而对其实施特别或额外限制措施，而仅基于投资行为本身制定监管规定。

在具体实施步骤上，我们提出了完善主权财富基金规制的“有限修补”方案。建议母国“先行一步”，首先完善本国的制度框架和主权财富基金的治理结构，实现母国股东角色与监管者角色的有效分离，着力培养主权财富基金的“自生能力”。在此基础上，东道国需要厘清“国家安全”、“关键基础设施”等法律制度，厘清主权豁免例外的适用情形，并建议采用单独实体排除规则和行为性质判定相结合的标准来具体分析主权财富基金的行为是否构成主权行为。

在国际法层面，通过扩大双边投资协议中对投资的界定，将国际投资法延展适用于主权财富基金。建议采取以双边为基础的以资本利得为对象的税收信息共享机制，并基于市场投资者与系统重要性测试对主权财富基金分类规制。对不具有市场投资者地位，但具备系统重要性的主权财富基金，由金融稳定理事会监管。对具有市场投资者地位的主权财富基金，则遵循私法自治原则进行处理。这个方案坚持“去政治化”或法治化方向，旨在促使东道国和国际法对主权财富基金的监管重点实现从“身份”到“契约”的转变。

关键词：主权财富基金监管 去政治化 中投 公司治理 投资争端解决

Abstract

The emergence of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and their investment have attracted attentions from both host and home countries and have become a hot-debated topic among regulators and academics since 2007, resulting from SWFs' governmental ownership, opaque transparency as well as huge and rapidly growing scale. In the process, SWFs have been controversially perceived as non-commercial investors and their politics-based investment should be a threat to or a negative impact on the global financial market, the safety of host countries' national interests or domestic economy as well as the quality of the invested corporation governance. Therefore SWFs regulation has been highly politicized. Until the financial crisis erupted in 2008 and led to SWFs' more-than-hundreds-billions-loss, the emotional reaction or conspiracy argument from host countries were partly eliminated, while not surprisingly, this situation testified eloquently that the potential hazards of SWFs were exaggerated and also aroused home countries concerns about SWFs' function and prospects.

SWFs are defined by the author as investment tools or capital pools owned by government, initiated with foreign exchange assets and aiming to obtain rational financial return beyond the risk-free rate. The rise of SWFs is rooted of global trade long-standing

imbalance and the inherent defects of the international monetary system. The specific purpose of setting up SWFs in the emerging countries such as China is to reduce holding cost for excessive foreign exchange reserves and to achieve an equitable distribution of global capital gains in the world, which can be viewed as an adaptive adjustment to abuse of dollar's reserve currency status by the United States. Due to lack of sound corporate governance structure and corresponding regulation system, SWFs' rush into global financial markets implies a greater risk exposure of excessive foreign exchange reserves. Meanwhile, the rise of SWFs takes a great change to traditional pattern of global capital flows, suggesting the growing importance of the emerging countries in global economic landscape as well as drawbacks of international financial supervision system. Moreover, the deep anxiety raised by SWFs reflects the problem of global macroeconomic imbalances and the great challenge brought to traditional international law by public power's embedding into market in the private law way as SWFs investment. Overall, the response of international society to SWFs has a significant deficiency, i.e., lack of perspective from home countries, leading to that potential threat of the funds has been exaggerated, and the responsibility neglected by host and home countries. So the SWFs have been treated restrictively and discriminatorily.

Effective regulation for SWFs is a critical breakthrough to promote global economy to develop healthily and steady and to enhancing world-wide financial regulation cooperation. The best way forward is to depoliticize SWFs regulation and make SWFs become typical or generally be accepted neutral market investors. Accordingly, two big transitions are needed, i.e., the home rather than host

countries should exert most regulatory function and the investment behavior rather than identities or ownership of the investors should be topped among supervisory targets. Primary regulator transition requires home countries to erect transparent firewalls between their role as shareholders and as watchdogs of state-owned capital-exporting, and to employ legal/market accountability instead of political accountability to reduce improper governmental interference and draw the clear boundaries of public and private power. Supervisory target transition requires international society, especially host countries, adhere to regulatory neutrality principle, regardless of investors' ownership, meaning the regulators make decisions and rules only based on investment behavior itself, rather than investors' owners, and take efforts to reduce discriminatory treatment with SWFs.

In terms of specific measures, the author proposes a three-step functional approach to regulate SWFs. The home countries should firstly improve corporate governance of SWFs and make the funds viable, i.e., the funds are capable to obtain the normal market profit without policy allowance and administrative subsidiary. And then host countries need to review and amend the degree and scope of sovereign immunity exception, national security review mechanism and the key infrastructure protection system. A comprehensive judgment based on separate entity exclusion and nature of activity is recommended when analyzing whether the SWFs' investment is the sovereign activity.

The international law should clarify and redefine concepts of investment in bilateral investment agreements and then the international investment law should apply to SWFs under the definition. It is recommended to build a bilateral-based capital gains tax information

sharing mechanism and to impose classified supervision on SWFs in accordance with the test result of market-based investor and importance of system. Financial Stability Board should assume responsibility for regulating the SWFs which are systemically important without market investor status, while the SWFs with market investor status should be treated in line with the principle of private autonomy. This strategy keeps to depoliticizing SWFs investment and will make the focus of international regulation and law about SWFs transformed from identity (who it is) to contract (what it has done).

Key Words: Sovereign Wealth Funds Regulation; Depoliticization; China Investment Corporation; Corporate Governance; Investment Dispute Settlement