

金融 法苑

2010 总第八十一辑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 主权财富基金不应被特殊对待
- 法眼评说碳金融之一：碳金融是什么？
- 金融危机背景下我国企业年金基金投资安全检视
- 拟上市公司应对经常性关联交易审核的实践模式与借鉴



中国金融出版社

总第八十一辑 2010

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 执行主编：洪艳蓉
- 助理编辑：李诗鸿



中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2010 年. 总第 81 辑/北京大学金融法研究中心编. —北京：中国金融出版社, 2010. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5681 - 1

I. ①金… II. ①北… III. ①金融法—研究—丛刊
IV. ①D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 206826 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805412, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 5.75

字数 136 千

版次 2010 年 11 月第 1 版

印次 2010 年 11 月第 1 次印刷

定价 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5681 - 1/F. 5241

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目录

Contents

热点观察

- 1 主权财富基金不应被特殊对待——对规制
理论基础的研究 刘 庄
- 17 法眼评说碳金融之一：碳金融是什么？ 郭剑寒

专论

- 32 试论我国保险公司次级债制度的完善 吴 飞
- 43 金融危机背景下我国企业年金基金
投资安全检视 马伯寅
- 57 通胀预期管理与货币政策目标：
一个法律金融学的视角 李 妍 张建伟

公司与证券

- 68 拟上市公司应对经常性关联交易审核的
实践模式与借鉴 王玉珏

- 83 国际板财务信息披露适用会计准则探析 孙乃玮
- 96 从金融监管理念探析各国高管限薪规范之异同 赖琬妮
- 110 我国股指期货的涉税问题探讨 张春燕

银行法制

- 123 银行理财产品质押的法律问题与出路 李诗鸿
- 139 构建私人银行理财业务金融监管
机制的若干思路 胡春梅 沙文韬
- 149 信用卡违规套现的法律规制 段 锴

海外传真

- 165 控制股东与公司治理：比较
分类法的深化（上） 罗纳德·基尔森
(Ronald Gilson) 著
缪因知 译
胡春梅 校

热点观察

主权财富基金不应被特殊对待

——对规制理论基础的研究

刘 庄*

本文讨论国际社会对主权财富基金特殊规制的理论基础，着眼点在“特殊”二字：本文承认，主权财富基金是一种基金，需要遵守东道国适用于基金的法律法规和监管；但是，本文强调，主权财富基金也仅仅是一种基金，相比私募基金，它并不应该被特殊地规制。

实际上，近年来，主权财富基金受到了世界的关注，其带来的问题甚至引起基金投资东道国的焦虑和恐慌。^① 西方国家和国际社会正逐渐开始对主权财富基金进行不同于一般投资机构（如私募基金）

* 作者系北京大学法学院 2009 级硕士研究生。

① 2006—2007 年，美国对主权基金对国家安全的影响反应最强烈，其国会参众两院都为主权基金问题召开多次听证会，几乎每次都着重警告国家安全受到的影响。其中两个听证会直接将主权基金对国家安全的影响定为标题，多名议员认为主权基金可能控制美国重要的企业资产从而给国家安全带来威胁。参见杨鸿：《美国国家安全审查对主权基金的监管及其启示——结合美国国家安全审查相关规则最新改革的分析》，载《河北法学》，2009（6）。

的特殊规制,这种规制集中在要求主权财富基金提高“透明度”上。^①2008年10月,国际货币基金组织公布了《主权财富基金最佳行为准则》。^②中国投资有限责任公司(以下简称中投公司)作为提出此原则的工作组成员,自愿接受这一行为准则,在一定程度上披露信息。^③

我们观察到,世界范围内,大多数私募基金是不透明的,各国政府和国际社会目前对其也并无提高透明度的规制要求^④;与这些私人投资者相比,主权财富基金是否带着原罪,理应被特殊地规制呢?

本文的发现是:一国用国内制度,如国家安全审查制度、公司治理制度,完全可以制止主权财富基金可能带来的任何政治、经济问题;而提高透明度,则会使主权财富基金盈利能力下降,不利于

① 如OECD的部长宣言:2008年6月,经合组织(OECD)发表了关于主权财富基金部长级宣言,重申了东道国不应为外国投资设立障碍。值得我们关注的是,其明确表示:1.(第一条)欢迎基于商业目的的投资。2.(第二条)若投资基于政治目的,则要特别关注。3.(第五条)要加强主权财富基金的治理,增强其透明度。又如国际货币基金组织《主权财富基金最佳行为准则》。也有学者提出其他建议。如斯坦福大学法学院和哥伦比亚大学法学院的两位教授提出:要求主权财富基金“放弃对所投资企业的控制权”,是最好的规制方式。但目前还没有国家采用这种规制要求。参见 Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008.

② 这一准则并不具有强制效力,仅指导主权财富基金按照此原则行为。其值得注意的条款为:1.关于透明度的第1、2、4、16、17、18条等条。要求披露主权财富基金的:法律框架、与国家其他部门的法律关系(第1条),政策目的(第2条),资金来源(第4条),治理框架、管理方式(第16条),财务信息(第17条);2.对主权财富基金内部治理的一些要求。我国中投公司是IMF这一工作组成员,参与了这一原则的制定,并自愿接受此原则。

③ 中投公司在官方网站上公布了《2008年工作报告》,其中包括2008年资产负债表、损益表等;在其网站的“资讯”一栏,还披露了2008年至2009年的多笔投资。

④ 当然,美国议会正在审议 Hedge Fund Transparency Act (Senate 344, Congress 111th),其中要求部分符合条件的私募基金进行注册登记,但遇到国内相关团体极大的反对。参见郭雳:《美国私募基金规范的发展及其启示》,载《环球法律评论》,2009(4)。

其投资回报。^① 要求私人投资组织和主权投资组织进行不同程度的信息披露,保持不同的透明度,这本身是一种不公平的待遇。

一、主权财富基金不会带来政治问题

西方世界对主权财富基金最大的担忧在于它可能带来政治上的问题,主要是国家安全问题,因而提出主权财富基金应提高透明度以防止出现这些问题。但是,通过仔细考察我们会发现,透明度的提高并不是保障东道国国家安全的必要条件。

(一) 可能带来的政治问题

主权财富基金的规模已经不小了。根据国际货币基金组织的统计,2008年,主权财富基金的规模在1.9万亿美元至2.9万亿美元间。^②联合国贸发会甚至估计2007年主权财富基金的规模已达到5万亿美元。^③ 摩根士丹利的研究估计其规模在2015年将达到12万亿美元

① Donghyun Park, Capital Outflows, Sovereign Wealth Funds, and Domestic Financial Instability in Developing Asia, ADB Economics Working Paper Series No. 129, p. 16. 文章指出了透明度给主权财富基金造成的不利影响。主要包括:1. 提高透明度、披露信息后,基金投资策略很可能被“搭便车”。这样,相比不透明的基金,透明的基金显然将处于不利的竞争地位。2. 透明度会使公众舆论过于关注基金,使基金管理者为了回应短期的政治压力趋向于短期策略。但从长远的投资目光来看,如果忽略短期波动,基金往往能取得更好的投资效果。

② 2008年,全球金融资产的总额达到190万亿美元,主权财富基金占据1%左右的份额。其中,对冲基金的资产数额就达1.5万亿美元,而其他成熟的市场机构的资产总额达到53万亿美元。Robert M. Kimmitt, Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Funds and the World Economy, 87 Foreign Affairs 2008, p. 121.

③ 需要注意的是,所有统计数字都与统计机构对主权财富基金的定义相关联。IMF和联合国贸发会在统计口径上存在很大的差异。见联合国贸发会《2008年世界投资报告》第7页:全球外国直接投资的一个新特征是主权财富基金作为直接投资者的出现……这些基金管理资产达5万亿美元。但是无疑,这些数据都说明主权财富基金规模的巨大。

元。^① 而 IMF 估计在 2012 年其规模就将达到 12 万亿美元。^②

这些国有的、带有主权性质的庞大投资机构, 如果进行带有政治意图的投资, 将会破坏东道国国家安全。^③ 在具体的做法上, 一国可以通过主权财富基金, 以各种方式 (如通过控股、附带控制权的债权) 控制占据东道国国家安全重要地位的企业, 如资源、电力、电信、航空行业的企业。另外, 主权财富基金可以控制企业为母国的政治或社会目标服务, 如获得资源、技术, 或控制企业在母国开设分支机构以解决本国就业问题等。在美国, 有议员指责美国对主权财富基金的开放是“出卖国家安全”。^④

(二) 一个辩护: 主权财富基金取得控制权的投资非常少

事实上, 主权财富基金带有控制权的投资非常少, 几乎不可能带来上述的国家安全问题。

在主权财富基金发展历史上, 间接投资一直是其主要投资方式。根据联合国贸发会的统计, 以 2007 年、2008 年的情况来看: 2007 年, 全球主权财富基金共管理资产中仅 0.2% 与外国直接投资有关,

① Morgan Stanley Research, How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015. http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504_Fri.html#anchored3a90be-419e-11de-alb3-c771ef8db296. Visited on December 5, 2009.

② Gerard Lyons, Standard Chartered Bank, State Capitalism: the Rise of Sovereign Wealth Fund 3 (2007). http://banking.senate.gov/public/_files/111407_Lyons.pdf. p. 6.

③ Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism, 60 Stan. L. Rev. 2007-2008, p. 1347. See also Anthony Wong, Sovereign Wealth Funds and The Problem of Asymmetric Information: The Santiago Principles and International Regulations. 34 Brook. J. Int'l L. 2008-2009, p. 1085.

④ Dr. Peter Morici 在听证会上的书面陈述, 参见 Hearing on Implications of Sovereign Wealth Fund Investments on National Security. U. S. - China Economic and Security Review Commission, 2nd Session, 110th Congress, Washington, February, 2008. http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/hr08_02_07.php.

其他均为间接投资。^①其 2008 年的直接投资比 2007 年增长了 16%，但比起间接投资，直接投资份额仍然非常小。

当然，综合来看，主权财富基金的外国直接投资正在兴起，这几年快速增长：二十年来在海外直接投资 390 亿美元，其中 310 亿美元是 2006—2008 年投资的。^②初级商品的出口收入通常为主权财富基金提供资金，2008 年，尽管初级商品价格下降，其外国直接投资仍呈上升之势。跨国并购是主权财富基金进行外国直接投资的主要形式，其 2008 年的跨国并购额比 2007 年增长了 16%，达到 200 亿美元。该增长与全球外国直接投资整体下滑之势逆势而行。^③

尽管增长迅速，但主权财富基金有控制权的投资仍然非常小（过去三年总和为 310 亿美元^④）；而基金其他的投资均为间接投资，是不可能通过控制权而引起国家安全问题的。

最后值得指出的是，主权财富基金之所以不愿意做带有控制权的投资，是由其自身属性决定的：若进行带有控制权的投资，很容易被认为抱有政治目的，其资产可能被东道国政府冻结或强制执行。这样投资的风险非常巨大，理智的投资者是不愿这样行事的。

（三）另一个辩护：国家安全审查制度可以很好地解决这一问题

主权财富基金与传统国有企业带来的国家安全问题的区别何在呢？似乎没有人能指出。

① 联合国贸发会：《2008 年世界投资报告》，7 页。资料来源：http://www.unctad.org/ch/docs/wir2008overview_ch.pdf，2010 年 4 月 5 日访问。

② 联合国贸发会：《2008 年世界投资报告》，7 页。资料来源：http://www.unctad.org/ch/docs/wir2008overview_ch.pdf，2010 年 4 月 5 日访问。

③ 联合国贸发会：《2009 年世界投资报告》，9 页。资料来源：http://www.unctad.org/ch/docs/wir2009overview_ch.pdf，2010 年 4 月 5 日访问。

④ 请注意，这是联合国贸发会的统计口径。贸发会认为 2008 年主权财富基金总额达 5 万亿美元，其口径比 IMF 等机构大得多，但统计出来的直接投资数额仍这么少。

对国家安全问题的担忧,就其本质而言,是对他国政府控制本国经济命脉的担忧。这种担忧一直存在,也是国家安全审查机制产生的原因和制定的目的。我们可以看到,在美国,国家安全审查制度可以很好地处理外国投资中涉及的国家安全问题,保护其国家安全。学界对这一问题已多有论述。^① 值得特别提出的是,到目前为止,在世界范围内,主权财富基金并没有开展过对国家安全进行威胁的投资。^② 另外,在美国,一些其他规则也足以配合国家安全审查制度保障国家安全,如限制外国对特定行业企业进行控制法案(如对航空业^③和核能业^④的限制)。

解决国家安全问题,最根本在于限制外国政府或企业对本国经济命脉行业企业的控制。问题的核心在于“控制权”。各个国家都可以建立自身的国家安全审查制度以审查外国投资,这足以解决控制权问题。而主权财富基金自身的透明度,与东道国的国家安全是没有直接联系的。提高透明度本身并不能解决国家安全问题。当然,提高透明度,对信息进行披露,可以更有利于公众和政府了解主权财富基金的情况,似乎更便于保护东道国的国家安全。但是,实际上,在国家安全审查的过程中,政府是有权力知悉与国家安全问题相关的基金的一切信息的。而要求基金在接受审查前就将信息披露,对解决国家安全问题而言毫无必要,也是不符合行政法上的比

① 比较详细的论述,参见杨鸿:《美国国家安全审查对主权基金的监管及其启示——结合美国国家安全审查相关规则最新改革的分析》,载《河北法学》,2009(6);又见 Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtue of Going Slow*, 76 U. Chi. L. Rev., 2009, p. 128.

② Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtue of Going Slow*, 76 U. Chi. L. Rev., 2009, p. 130.

③ 49 U. S. C. A. 40102, 41102 (2008).

④ 42 U. S. C. A. 2133 (d) (2008).

例原则的。

以国家安全为理由来要求主权财富基金提高透明度，其说理似乎站不住脚。

二、主权财富基金不会带来经济问题

另一种担忧是，主权财富基金会对东道国经济带来各种问题，因此要提高基金的透明度，以遏制这些问题。以下对各种问题分别表述。

（一）经济问题之一：损害所投资公司其他股东的利益

主权财富基金可能损害所投资公司其他股东的利益，这是人们对其最大的质疑。

1. 可能的情况：以其他股东不能的方式获利

可能带来的经济问题首先表现为：基金作为有控制权的股东对公司的支配和滥用，将损害其他股东的利益；特别是，主权财富基金由国家所有，投资时，抱着投资收益最大化以外的其他目的，可能带来一系列经济和政治相掺杂的复杂问题。^① 这被解释为是因为公众公司的经济逻辑：在公众公司中，公司的行为只能通过股份的价值影响股东利益，而不能直接增益或减损股东利益，如一般不能向股东提供贷款、担保等，即不能以不公允的价格向股东转移资产。在这种情况下，股东一致希望公司的商业行为使公司利益最大化，进而使其股份收益最大化。但是，如果一个股东可以以其他股东所不能的手段从公司处获益，则这一经济逻辑就被颠覆了。

主权财富基金的投资，其目的可能并不仅在于使其股份收益最

^① Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism, 60 Stan. L. Rev., 2007-2008, p. 1345.

大化,而在于使其国家整体政治、社会、经济利益最大化。基金将通过控制权驱使公司做非以股东利益最大化为目的的行为,比如,在母国开设工厂以解决本国就业问题、向母国出售技术等。^①而若公司作出这些非以利润最大化(进而股份价值最大化)为目的的行为,将会损害其他股东通过股份获得的收益。

2. 几个辩护:公司治理制度的作用和其他理由

一名股东迫使公司违背自身最大利益而经营,从而损害其他股东利益,这在现实中是很难实现的。这是因为成熟的公司治理不允许公司这样做,或者说,现有的公司治理制度已经可以防止这种问题:其一,如前所述,主权财富基金带有控制权的直接投资非常少,即其在公司中一般持有的股份较少,难以成为控股股东。这样,基金就难以通过控制股东会作出损害其他股东的行为。其二,公司的高管人员具有信义义务,这是公司法的基本原则。在没有控制权的前提下,主权财富基金作为小股东,很难说服公司高管违背自身法定义务而为其服务。即使高管人员这样做了,其他股东也可以通过法律手段(直接诉讼或派生诉讼,或大陆法系国家的代表诉讼)纠正这样的行为。也就是说,现有的公司法和公司治理对公司高管的要求也完全可以遏制这样的可能性。^②其三,在极少的情况下,主权财富基金成为控股股东,或者以其他方式对公司取得了控制权。这时,其他小股东在大股东侵害其利益时,完全可以起诉大股东以补偿,《公司法》上很多制度就是为了这种情况而设置的。另外,小股东也可以“用脚投票”,离开公司。最终股价下降的损失,是会落在

① Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, 60 Stan. L. Rev., 2007-2008, p. 1362.

② Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtue of Going Slow*, 76 U. Chi. L. Rev., 2009, p. 124.

作为控股股东的主权财富基金头上的。

另外还有一种说法，认为主权财富基金对投资企业的影响，不仅限于其股份，还在于其母国的资源和市场优势：它可能影响企业，使其朝着母国引导的方向作出一定行为，比如，更倾向于与母国的企业合作等。^①但这种说法也有失偏颇。一国当然可以凭借资源和市场优势引导企业，也可以以这些优势制裁企业，问题是，一国并不需要通过主权财富基金的控股来达到这样的目的——它可以直接去做。同时，以资源和市场优势引导企业，企业若对这种激励产生回应，说明了如此行为是符合企业利益最大化的目标的。相反，母国通过主权财富基金投资于该企业后，成为企业的股东，其制裁反而会间接损害自身利益。

（二）经济问题之二：损害公众投资者利益

有一些人提到，主权财富基金还可能损害公众投资者利益。

1. 可能的情况：导致内幕交易，降低市场效率

透明度的缺失，其自身也可能会损害其他投资者的利益，并从长远上损害市场的效率。美国证券交易委员会主席曾特别针对主权财富基金指出：若缺乏透明度，信息的自由流动将受影响，企业对市场的滥用行为，如内幕交易等行为，将会被隐藏。如果这种情况广泛发生，则会提升资本市场的融资成本，因为投资者对市场的信心下降了。^②

2. 一个辩护：为何区分一般私募基金和主权财富基金

这个说法似是而非。美国《证券法》、《证券交易法》及一系列

① Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, 60 Stan. L. Rev., 2007-2008, p. 1363.

② Kara Scannell, *Cox Cites Concerns over Sovereign Wealth Funds*, WALL ST. J., Oct. 25, 2007, at A8.

判例规定了私募基金的注册豁免,因而在证券市场上,私募基金基本上是不透明的机构。那么,为什么它们就不影响市场的效率呢?请注意,上面讲到的企业对市场的滥用、内幕交易等,与基金属私人或主权所有并无关系——若是要滥用,两者都能滥用。

实际上,美国1934年《证券交易法》第13(d)条设定了持股数超过5%的股东要向证券交易委员会报告、进行披露的制度。其功用很多,其中一种就是用于防止内幕交易等行为,保障市场效率。这一制度对主权财富基金同样适用。而持股数5%以下的股东,证券法则不论其身份、性质——因为这些小股东几乎是不可能通过内幕交易等形式达到政治目的的,他们只可能是以股息收益为目的的商业性投资者。另外,值得指出的是,很多投资者并不单纯以收益为目的,如养老基金、大学基金,其投资带着道德色彩,但美国多年的实践已经证明,这对资本市场没有什么影响。

(三) 经济问题之三:对金融体系产生系统性影响

还有一些人认为主权财富基金可能对金融体系产生系统性影响。

1. 可能的情况:规模庞大和快进快出

主权财富基金规模庞大,而且可能在市场上快进快出,这会造成系统性风险。

第一,近年来主权财富基金开始增多,它们拥有大量资金并朝着更大规模发展。^①这一点前文已经提供了数据。第二,主权财富基金的投资不同于传统的外汇资产投资,它一般进行以收益为目的投

^① Robert M. Kimmit, *Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Funds and the World Economy*, 87 *Foreign Affairs* 2008, p. 121. See also Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response To the New Mercantilism*, 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1354.

资, 使得其投资风险加剧。^① 这也是事实: 长期以来, 主权财富基金的投资较为保守, 主要投资组合始终是信用等级非常高的固定收益类产品, 以及国际金融市场上公开交易的中等流动性权益工具, 较少涉及股票投资, 更不用说私募投资等。但近年来, 主权财富基金的投资变得更为进取和多元化, 其投资组合已经扩展到股票投资、房地产投资、私募投资等。如新加坡政府投资公司的投资组合包括了债券、股票、房地产、股权投资等各类资产。科威特投资局的投资组合中, 房地产基金占 34%, 直接投资基金占 17%, 股票基金占 38%, 债券基金占 11%。^② 即便最保守的挪威政府养老基金, 也将证券投资提升了一倍, 在其资产组合中由 40% 提升至 60%。^③ 阿布扎比投资局甚至在金融危机爆发后购买了花旗银行 4.9% 的股份。^④ 我国的中投公司, 其成立以来购买了黑石公司、摩根士丹利公司的股份。^⑤ 第三, 市场上的对冲基金, 经常作出快进快出的投机行为, 危害经济稳定。主权财富基金的不透明程度与其相似, 规模也大体相当, 若作出这样的行为, 将极大地危害金融系统和经济安全。

2. 几个辩护: 为什么作特殊要求

以上的陈述确属事实。但是, 仅是数额大、存在商业风险, 就

① Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1354. See also Anthony Wong, *Sovereign Wealth Funds and The Problem of Asymmetric Information: The Santiago Principles and International Regulations*, 34 *Brook. J. Int'l L.*, 2008-2009, p. 1083.

② 苏鑫:《主权财富基金的法律问题研究》, 3~5 页, 厦门大学法学院 2009 年硕士论文。

③ Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response To the New Mercantilism*, 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1348.

④ 新浪网:《花旗同意向阿布扎比投资局出售 75 亿美元股份》, 资料来源: <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20071127/15084222034.shtml>, 2009 年 12 月 12 日访问。

⑤ 资料来源: 中投公司网站, <http://www.china-inv.cn/>, 2009 年 10 月 29 日访问。

是要求提高透明度的足够的理由吗？

首先，在金融市场上，私募基金和对冲基金的规模明显大于主权财富基金，而且后者臭名昭著的高负债、高杠杆是本次金融和经济危机的元凶之一。在不要求这些基金进行治理和披露的情况下，有什么理由单独对主权财富基金进行规制呢？其次，实际上，保障私募基金和对冲基金的不透明，以便利其投资，是市场经济的必然逻辑。为何这种逻辑到了主权财富基金身上就要改变呢？这是对类似市场主体的不公平对待。最后，主权财富基金的资金来源是外汇盈余和商品出口所获外汇，其自身根本不对外负债，不存在杠杆，是很难造成严重的系统风险的。

美国财政部副部长金米特在文章中提出，主权财富基金和私募基金、对冲基金是不一样的，不能在透明度问题上进行比较。但在具体论述这个问题时，却语焉不详。他的基本逻辑是：对冲基金是私人部门的实体，它只要向其投资者、债权人、交易对手方和监管者披露信息即可降低系统风险。而主权财富基金是公共部门，管理着公共财产，并且不一定以追求利益最大化为主要目标，因而其内部情况应该向公众披露。这是减轻系统风险的最佳措施。^①

金米特的这种说法是值得怀疑的。尽管公司法上有对 Stock holder 和 Stake holder 的争论，也有很多关于公司社会责任（CSR）的论述，但从根本上说，一个机构的信息披露是为了保护投资人利益。如上市公司的信息披露，是因为其投资者是不特定人群，为保护投资者，使股价充分反映公司实际情况，其信息要向公众披露；私募基金之所以注册豁免而不需要强制性信息披露，是因为政府相信私

① Robert M. Kimmit, Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Funds and the World Economy, 87 Foreign Affairs 2008, p. 128.