

THE REGULATION OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND  
THEIR EVOLVING RESPONSE AND GOVERNANCE REFORM

# 主权财富基金的 监管因应与治理改革

## 以中投公司为例

China Investment Corporation and Beyond

郭雳◎著



北大法学文库



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

# 主权财富基金的 监管因应与治理改革

以中投公司为例

郭雳◎著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

主权财富基金的监管因应与治理改革:以中投公司为例/郭雳著. —北京:北京大学出版社, 2019. 5

ISBN 978-7-301-30415-0

I. ①主… II. ①郭… III. ①投资基金—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 053849 号

**书 名** 主权财富基金的监管因应与治理改革——以中投公司为例  
ZHUQUAN CAIFU JIJIN DE JIANGUAN YINYING YU  
ZHILI GAIGE——YI ZHONGTOU GONGSI WEILI

**著作责任者** 郭 雳 著

**责任编辑** 王 晶

**标准书号** ISBN 978-7-301-30415-0

**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>

**新浪微博** @北京大学出版社 @北大出版社法律图书

**电子信箱** law@pup.pku.edu.cn

**电 话** 邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672

编辑部 010-62752027

**印 刷 者** 三河市北燕印装有限公司

**经 销 者** 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 19.5 印张 310 千字

2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

**定 价** 56.00 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

## 前 言

主权财富基金应当具备如下要素或特征：(1) 由主权国家政府直接拥有；(2) 与国家其他财政或政治机构相区隔，能够独立投资和管理；(3) 主要承担的义务并非是明确现时的支付义务或流动性要求；(4) 为了追求商业回报而投资于多样化的资产组合；(5) 相当大一部分投资在全球分布。其法律定位首先立足于母国的相关规定，同时受到投资东道国监管的约束。于是，投资东道国和主权财富基金母国就此展开了一系列博弈，《华盛顿约定》《圣地亚哥原则》等国际治理规则纷纷出台。

主权财富基金的研究大致可以从两个维度展开：一是如何因应投资东道国的监管，二是主权财富基金如何改革、完善自身治理。

本书第二章至第五章主要围绕前一维度进行分析。总体而言，东道国对于主权财富基金的监管措施可类型化为信息披露机制、新设外资与国家安全审查、黄金股制度等三类由普遍到特殊的监管手段。具体而言，本书主要考察了美国和欧洲作为投资目的地对中投公司所设置的政策障碍和监管壁垒。美国对中投公司投资的监管，首先是针对所有外国投资者普遍开展的国家安全审查制度。2018年修法后，美国外国投资审查委员会的审查范围、权限大幅扩张，审核期限也得以延长，审查力度进一步加大。其次，美国将中投公司视为银行控股公司，对其施加行业性监管，随着颇为严苛的“沃尔克规则”落地，中投公司在美投资受到较大影响。欧洲方面的监管措施围绕着剥离或限制主权财富基金对东道国投资实体控制权展开，分别体现为：第一，出于反垄断、限制控制力或其他目的（例如金融市场的审慎管理等），事前采取限制控制程度的措施。第二，基于特定目的（如保护国防安全或公共秩序），要求进行信息披露，或直接进行国家安全审查。第三，对个别交易进行直接干预，如采取黄金股制度。典型如英国、德国、意大利，根据三国不同的监管倾向和具体措施，中投公司相应采取了股权直投、搭伙间投、组合投资等模式。究其根本，主权财富

基金与既有监管体制的博弈应是一个双向去政治化的过程。主权财富基金可以在有限信息披露、国家安全审查、银行控股公司等方面对监管作出更从容的应对。

后一维度上的探讨体现在本书的第六章至第七章。主权财富基金除了对投资东道国监管加以应对外，自身治理制度的改革是其发展的重要基石。从理论角度看，内含于主权财富基金、融合了国家公共政策因素和国内外治理准则的协同治理框架，对传统公司/组织治理理论提出了质疑，国际规则引入、透明度要求撼动了传统私法体系下的股东至上理论。而对传统公私法划分、国际法有效性的挑战，对公平竞争的潜在冲击以及对关联交易可能风险的隐忧，则是主权财富基金作为公法主体参与市场所面临的理论难题。无疑，主权财富基金对当下国际社会普遍接受的公正法律治理状态，即“国际法治”，产生了一定的冲击。特别是随着世界范围内市场不确定性增加、金融保护主义盛行，主权财富基金活动正遭遇更多的疑问。

与此同时，主权财富基金的“自我规制”及其延伸功能，可以在“国际法治”的重构中发挥不可替代的作用。主权财富基金形成了复杂而协同的规则秩序，以国家作为关联点，先将国际准则转化为国内法律，再通过主权财富基金的市场力量将这些国内法重新国际化。在该过程中，这些基金使得母国的公共治理和私人或股东利益最大化有机结合，并变相推动了全球市场和投资东道国公共政策的发展。分析全球范围内最具特色和借鉴意义的主权财富基金（如挪威政府养老基金、新加坡淡马锡控股公司和政府投资有限公司、阿联酋阿布扎比投资局、科威特投资局）的治理经验，可以发现主权财富基金成功的关键因素有二：一是适度提高透明度，坚持有限披露；二是引入外部资产管理人。两者也是主权财富基金治理的关键因素。

具体到中国投资有限责任公司（中投公司），因应新常态下各国监管政策逐步明确化与自由化的趋势，借助大国战略（如“一带一路”倡议）所提供的新发展空间，中投公司应审视和处理自身存在的突出问题，如与其他主权投资类型机构的竞合、潜在行政干预、注资撤资机制与特殊的资金来源安排不明晰，以及政府监管、市场问责机制缺失等。在此基础上，中投公司有必要重新思考定位取向，实现目标澄清与功能剥离，以更严格的立法授权与规则制定为辅助，通过“国际法治”的协同治理模式发挥全球影响力。

# 目录

CONTENTS

- 导 语 /001
- 第一章 主权财富基金概述及界定 /004
- 第一节 主权财富基金概述 /004
- 第二节 主权财富基金的界定 /007
- 第三节 主权财富基金的法律定位 /031
- 第四节 中投公司概况与争议 /045
- 第二章 主权财富基金发展及受投资东道国监管概况 /050
- 第一节 主权财富基金的发展情况 /050
- 第二节 投资东道国监管措施的类型化总结 /058
- 第三章 中投公司在美国投资的控股公司路径 /075
- 第一节 中投公司在美投资及其监管框架 /075
- 第二节 美国国家安全审查制度 /076
- 第三节 中投公司的银行控股公司路径及其监管 /083
- 第四章 中投公司在欧洲投资的多样路径 /101
- 第一节 英国:开放导向与股权直投 /104
- 第二节 意大利:披露透明与组合投资 /113
- 第三节 德国:强监管审查与搭伙投资 /116
- 第五章 主权财富基金回应东道国监管的策略总结 /123
- 第一节 监管的本质及深层原因 /123
- 第二节 投资东道国监管措施反思及中投公司的应对策略 /128
- 第六章 世界主要主权财富基金的治理借鉴 /146
- 第一节 挪威政府养老基金 /146

第二节 新加坡淡马锡控股(私人)有限公司 /153

第三节 新加坡政府投资有限公司 /161

第四节 阿联酋阿布扎比投资局 /166

第五节 科威特投资局 /173

## 第七章 主权财富基金运作引发的理论冲击和构造反思 /178

第一节 对传统公司治理理论的冲击 /178

第二节 主权财富基金治理中的关键因素 /186

## 第八章 世界经济新常态下主权财富基金的运行困境与规则重构 /206

第一节 新常态下主权财富基金面临的投资与治理难题 /206

第二节 主权财富基金与国际金融市场稳定——以石油输出国  
主权财富基金大规模撤资为背景 /212

第三节 主权财富基金与“国际法治”——以两个相反面向的涉案  
基金为例 /218

## 第九章 中投公司的机遇、问题与定位取向 /228

第一节 新常态下的机遇与大国战略下的定位选择 /228

第二节 中投公司所面临的难题 /237

第三节 中投公司的未来展望 /246

结 论 /263

表图索引 /266

主要术语翻译、缩略语目录 /268

参考文献 /271

词汇索引 /301

后 记 /305

## 导 语

回顾主权财富基金(Sovereign Wealth Funds, SWFs)不长的历史,自其出现到爆炸式发展,颇受人关注。近年来,主权财富基金无论是数量还是规模,均呈现快速增长态势,成为一类令人难以忽视的资产所有者和投资者,与全球金融市场的关联不断加深。

主权财富基金之所以引人关注,既在于其体量扩张迅猛,也在于其性质和作用独特。以主权作为支柱,主权财富基金的资金一般来源于国家积累的大量外汇储备或者自然资源收入。由于对资产的流动性要求较低,主权财富基金往往是长期投资者。此外,主权财富基金在晚近的发展实践中,逐渐显现出投资多样性的特征,它们或持有大量的股票,或在市场波动中进行反周期操作,还可以将资金投向多种类型的资产,尝试不同的投资模式。因此,主权财富基金被视作一种特殊的机构投资者,政策制定者、投资业界对其进行了专门的跟踪研究,而围绕它们的争议也甚嚣尘上。

过去十几年间,外界对主权财富基金的看法多有反复。21世纪伊始,它们常被视为外国入侵者或“门口的野蛮人”,动摇了资本市场的根基。2008至2010年间,又被当作金融危机时的救世主,成为金融交易中备受追捧的商业伙伴。较近的评论又指称它们具有系统性风险,将其与2015年的国际油价下跌和股市动荡联系起来。

主权财富基金作为一支日益重要的国际金融力量,其特殊性对监管提出了全新的挑战。对主权财富基金投资的研究大致可从两个维度展开:第一是投资东道国监管及主权财富基金的应对维度,落脚点在东道国监管逻辑的梳理和理论探讨,侧重于东道国国内监管框架的设置、监管重点的确立等主要内容,并分析研判投资东道国的各种政策障碍和监管壁垒。同时,研究应以现实监管环境为前提,对于主权财富基金(特别是中

投资公司)投资时应当注意的问题进行整理,提炼应对监管的有效方式,以资借鉴。第二个维度是主权财富基金自身的治理维度,即从主权财富基金自身建设与东道国监管逻辑出发,总结典型主权财富基金的成功经验,尤其是关于缓和与东道国之间紧张对立关系的经验,从而归纳出主权财富基金(特别是中投公司)的治理准则,作为实际应用的参考。

本书旨在总结中投公司及其他主权财富基金海外投资并购实际面临的监管环境和法律风险,归纳总结中投公司应注意事项和行为准则,并为我国未来主权财富基金监管立法提供比较法支持。试图有机结合上述两个维度,本书的研究框架及主要内容如下:

第一章从分类、要素、学科研究差异等不同角度来尝试界定主权财富基金,并由此对其作出限缩定义。在此基础上,本书对比主权财富基金在国内外法律制度下的定位,具体分析了中投公司在我国法域内的地位及其治理结构。

第二章展示了当前主权财富基金的发展现状,并抽象出其投资日趋多元、管理逐渐成熟等两大发展趋势。面对主权财富基金的蓬勃发展,投资东道国采取了相应的监管措施,主要包括信息披露要求、新设外资与国家安全审查制度、设置黄金股条款等。

第三章详细阐释了美国针对中投公司投资监管的两个主要方面——国家安全审查和对银行控股公司的特别监管。前者是美国对所有外国投资者普遍开展的审查,后者则是基于中投公司特殊架构而引发的行业性特殊监管。

第四章对中投公司另一重要投资目的地——欧洲进行分析,选取了三个代表不同监管环境的国家予以研析,分别为英国、德国、意大利。根据三国不同的监管倾向和具体措施,中投公司相应采取了股权直投、搭伙间投、组合投资等模式,取得了不错的效果。

第五章将东道国对于主权财富基金的监管措施进一步抽象,发现监管的实质在于逐渐剥离或限制主权财富基金对东道国投资实体的控制权;而监管的根源在于对主权财富基金政治或战略目标的疑虑。基于此,本章从有限信息披露、国家安全审查、银行控股公司等方面对以中投公司为代表的主权财富基金之监管应对策略作出反思。

第六章回归到主权财富基金的自身治理,选取了全球范围内最具特色和借鉴意义的若干主权财富基金加以剖析,包括挪威政府养老基金、新

加坡淡马锡控股公司和政府投资有限公司、阿联酋阿布扎比投资局、科威特投资局等。

第七章围绕主权财富基金,就融合了国家公共政策因素和国内外治理准则的协同治理框架对传统公司治理理论的冲击,作了集中探讨。结合前述各大主权财富基金的治理经验及国际规则,本章对主权财富基金的两大治理关键因素——透明度和外部资产管理人引入做了进一步分析。

主权财富基金对当下国际社会普遍接受的公正法律治理状态,即“国际法治”,产生了一定的冲击。特别是随着世界范围内市场不确定性增加、金融保护主义日益盛行,主权财富基金遭受到更多的质疑。另一方面,主权财富基金的“自我规制”及其延伸功能,又可以在“国际法治”的重构中发挥不可替代的作用。第八章即围绕这一逻辑,解析了世界经济新常态下主权财富基金面临的挑战及可能出路。

第九章再次聚焦中投公司,展望其在新常态下的机遇与大国战略为其所提供的新发展空间。审视和处理各种发展难题和制约因素,本章建议中投公司有必要重新思考定位取向,实现目标澄清与功能剥离,以更严格的立法授权与规则制定为辅助,通过“国际法治”的协同治理模式实现全球影响力。

# 第一章 主权财富基金概述及界定

## 第一节 主权财富基金概述

### 一、主权财富基金的概念辨析

尽管围绕主权财富基金的争议不断,但学界一直没有对其概念作出统一界定。“主权财富基金”这一名词最早由美国道富银行经济学家安德鲁·罗扎诺夫(Andrew Rozanov)提出。<sup>①</sup>国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)认为,主权财富基金是广义政府出于宏观经济目的而创建、拥有的特殊目的投资基金或安排。它们为实现金融目标而持有、经营或管理资产,并使用一套包括投资于外国金融资产在内的投资战略。主权财富基金的成立资金通常来源于国际收支顺差、官方外汇业务、私有化收入、财政盈余和/或初级商品出口收入。<sup>②</sup>中国人民银行研究报告给出的定义是:“主权财富与私人财富相对,通常指一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的,由政府控制与支配的,一般以外币形式持有的公共财富。主权基金是为管理主权财富而由政府设立的专业资产管理机构。”<sup>③</sup>主权财富基金国际工作组(International Working Group of Sovereign Wealth Funds)所制定的《圣地亚哥原则》(Santiago Principles)指出,主权财富基金是指中央及

---

① ROZANOV ANDREW. Who Holds Wealth of Nations [J]. Central Banking Journal, 2005, 15 (4): 3.

② The International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Press Release No. 08/06 (c) [EB/OL]. [2017-03-22]. <http://www.iwg-swf.org/pr/pdf/chn/pr0806c.pdf>. 转引自郭雳、张涛. 中投境外投资并购的监管环境与模式选择 [J]. 清华法学, 2010 (5): 1.

③ 中国人民银行上海总部国际金融市场分析小组. 2007年国际金融市场报告[M]. 北京: 中国金融出版社, 2008: 5.

地方政府出于宏观经济目的而建立的一种特殊的投资基金或机构设置,其拥有、管理和支配一部分国民资产,并运用一套包括投资国外金融资产在内的投资战略来实现其财务目标。一般而言,主权财富基金通常来源于国际收支盈余、官方外汇操作、私有化进程、财政盈余或商品出口收入。<sup>①</sup>

上述各定义的侧重点不尽相同,但均包含了三个基本要素:第一,所有权归属。各定义均强调主权财富基金为国家或政府所有,即强调“主权”要素,这不可避免地使主权财富基金带上政治属性。第二,资金来源。主权财富基金的资金来源于外汇资产,即政府以外币的形式注资该基金,这强调的是“财富”要素。由于资金来源对投资目标往往具有决定性影响,其决定了主权财富基金的使用意图与风险偏好。因此,“财富”要素深深影响着其他要素的取舍与界定。第三,机构性质。对主权财富基金的界定多将其限定为资产池或者投资工具,或者界定为投资机构,这里强调的是“基金”要素。

除了上述三个基本要素,多数机构或学者还结合主权财富基金的其他要素进一步对主权财富基金的定义加以阐述,这些要素包括投资目的、投资策略、投资期限、风险偏好等。

## 二、主权财富基金的分类

学界对主权财富基金的分类方式众多,比较有代表性的有:

### (一) 根据主权财富基金设立的目标分类

陈超(2006)根据设立目标将主权财富基金分为五类:第一类是用于跨期平滑国家收入,减少意外收入波动影响的稳定型基金;第二类是用于协助中央银行分流外汇储备,干预外汇市场的冲销型基金;第三类是用于跨代平滑国家财富,为子孙后代积蓄财富的储蓄型基金;第四类是用于预防国家社会经济危机,促进经济和社会平稳发展的预防型基金;第五类是用于支持国家发展战略,在全球范围内优化资源配置的战略型基金。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> The International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices-Santiago Principles[R]. Washington, DC: IWGSWF, 2008: 3.

<sup>②</sup> 陈超. 主权财富基金全球兴起[J]. 当代金融家, 2006(10):10.

与之类似,国际货币基金组织(2007)根据投资目的不同,将主权财富基金分为五类:稳定基金(Stabilization Fund)、储蓄基金(Savings Fund)、储备投资公司(Reserve Investment Corporation)、发展基金(Development Fund)和养老储备基金(Pension Reserve Fund)。<sup>①</sup>

### (二) 根据主权财富基金的资金来源分类

Lowery(2007)根据资金来源不同,将主权财富基金分为商品型基金(Commodity Funds)和非商品型基金(Non-Commodity Funds)。<sup>②</sup>商品型基金主要是指资金来源于资源型商品出口收入的主权财富基金。国家或地区通过出口自然资源,如石油、天然气、矿产等,获取大量的外汇收入,再将这些收入作为资金建立主权财富基金。石油输出国组织(Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC)成员国、智利、俄罗斯等国的主权财富基金是这一类型的代表。非商品型基金主要是指资金来源于非资源型商品出口、财政盈余、公共盈余的主权财富基金。中国、韩国、新加坡、澳大利亚等国的主权财富基金是这一类型的代表。

### (三) 根据主权财富基金的法律形式分类

李虹(2014)提出,根据主权财富基金存在的不同法律形式,将主权财富基金大致分为两类:第一类是“行政机关法人式”主权财富基金,第二类是“国有企业法人式”主权财富基金。“行政机关法人式”主权财富基金是指,主权财富基金由其母国的某一政府部门直接经营,构成了独立的行政机关法人。这一类国家的代表有挪威、俄罗斯以及一些石油输出国组织成员国。对于“国有企业法人式”主权财富基金,国家将其外汇资产交由国有投资公司或基金管理公司进行市场化运作。在法律上,第二类主权财富基金是政府独资的企业法人。尽管政府仍然对主权财富基金的投资策略有较大的影响力,但这一形式的主权财富基金对市场更为敏感,更加适合商业化运作。<sup>③</sup>

① International Monetary Fund. World Investment Report 2007: Financial Market and Turbulence: Causes, Consequences and Policies [R]. Washington, DC: IMF, 2007: 3.

② LOWERY CLAY. Lowery at Barclays Capital's 12th Annual Global Inflation-Linked Conference [EB/OL]. (2008-02-25) [2017-03-22]. <http://www.treas.gov/press/releases/hp836.htm>.

③ 李虹. 主权财富基金监管研究[M]. 北京:经济管理出版社, 2014: 46—48.

## 第二节 主权财富基金的界定

自主权财富基金的概念被提出后,定义上的争议,导致该术语在使用上出现混乱,进一步导致学界在对基金规模、性质、增长预期等方面进行统计或研究时出现不同结果。<sup>①</sup>

### 一、经济学界定与法学界定

对于主权财富基金定义的争论多集中在经济学界,除了基本的所有权归属、资产来源、机构性质三个要素,机构和学者对其他要素的定义五花八门。相较之下,法学界尽管意识到定义不统一的问题,但对主权财富基金的具体定义多援引国际货币基金组织或主权财富基金研究中心(Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI)等机构的定义,对问题往往未予具体讨论。

事实上,经济学研究解决的是主权财富基金应否投资以及投资何种产品的问题,而法学的研究视角则是在投资东道国的既有法律和不确定政策的外在约束条件下,主权财富基金是否能够投资以及如何合法有效投资。法学上对主权财富基金诸多要素的定位直接关系到其在母国和投资东道国适用何种法律。例如不常为经济学界所讨论的机构性质问题,直接关系到主权财富基金的外观问题。

关于主权财富基金的定义,经济学界的讨论主要集中在2007年至2009年间,法学界的讨论则相对较少,表1.1将经典的观点按不同要素予以罗列:

表 1.1 不同机构或学者对于主权财富基金的定义

机构或学者名称	所有权	资产来源	投资目标	投资策略	机构性质
美国财政部 (2007年6月)	国家政府	外汇储备,但区别于货币当局管理的官方储备			投资工具

<sup>①</sup> ROZANOV ANDREW. Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds [J]. Asian Journal of International Law, 2011 (1): 250.

(续表)

机构或学者名称	所有权	资产来源	投资目标	投资策略	机构性质
德意志银行 (2007年9月)	国家	公共部门的多余的流动资金,源于政府部门的财政盈余与/或中央银行的官方储备		广泛的多样化资产	金融工具或公共基金
麦肯锡(2007年10月)	国家	央行储备	在某些风险边界的范围内追求金融回报的最大化		
Stephen Jen (2007年10月)	主权性	高外汇敞口;无明确负债		高风险容忍度;长期投资(五年以上)	
Edwin Truman (2007年11月)	政府		多样化的经济和金融目的	有时也持有国内资产	国际资产池
OCED(2007年11月)	政府	外汇资产	资产多元化;让储备获得更好的收益;为将来提供养老金;为资源耗竭后的后代储蓄;稳定价格和经济;促进工业化;实现战略和政治目的		投资工具
福布斯网站的投资辞海 (2007年12月)		中央银行从预算和贸易盈余,甚至从自然资源出口中获得的储备资产	使国家经济和人民获益		资金池
中国人民银行发布的《2007年国际金融市场报告》(2008年)	政府	通过特定税收与预算分配、可再生资源收入和国际收支盈余等方式积累形成			公共财富/专业资产管理机构

(续表)

机构或学者名称	所有权	资产来源	投资目标	投资策略	机构性质
IMF(2008年2月)	广义政府	国际收支顺差、官方外汇业务、私有化收入、财政盈余和/或初级商品出口收入	出于宏观经济目的而创建,拥有特殊目的	投资于外国金融资产	投资基金或安排
IWGSWF(GAPP,2008年9月)	中央及地方政府	国际收支盈余、官方外汇操作、私有化进程、财政盈余或商品出口收入	出于宏观经济目的而创建	投资于外国金融资产	投资基金或机构设置
Sovereign Wealth Funds Institute	国家	国际收支顺差、官方外汇储备、商品出口收入			投资基金或实体
谢平、陈超(2009年2月)	中央政府	外汇储备、商品出口收入	收益最大化	向海外投资;长期投资	投资机构
李虹(2008年7月)	政府	外汇资产	获得超出风险回报率的收益		投资工具或资本集合
周晓虹(2012年6月)	政府		宏观经济目的		投资基金
张瑾(2014年6月)	政府	国家储备			投资实体

综合上述定义,可以发现所有的定义首先明确的都是主权财富基金的所有权要素。其后,多数定义会强调主权财富基金的“基金”要素,即其机构性质。不管是最广义的还是狭义的定义,几乎所有的定义都包含了上述两方面要素。除此之外,对于其他要素的不同理解产生了不同的定义方式,即多数学者采用“主权+投资机构+其他具体特征”<sup>①</sup>的方式来界定主权财富基金。

整体而言,经济学的界定均以“主权”“财富”“基金”三大基本要素为

<sup>①</sup> 李虹. 主权财富基金监管研究[M]. 北京:经济管理出版社,2014:30.

基础展开讨论,对于投资目的或投资策略两个要素则各有偏重,最大的分歧集中在资产来源的范围上。而法学界(列表中的后三个定义)几乎完全借鉴经济学界定对主权财富基金进行定义,不仅未做细致界分,偏于笼统,也未注意到经济学和法学在界定上侧重点的不同。

## 二、主权财富基金的要素分析

### (一) 所有权要素

五花八门的定义中,所有权要素是学界的普遍共识,即主权财富基金为政府或国家所有或控制,这是主权财富基金区别于其他投资机构的最主要特征。

最广义的定义来自于埃德温·杜鲁门(Edwin Truman),他认为主权财富基金是政府所有或控制的独立资产池,资产池里包括投资于国外的资产。<sup>①</sup> 这一定义即是以政府所有或控制作为唯一的界定标准,广泛地囊括了政府养老基金、发展银行、政府金融或非金融公司等能够为“主权财富”带来收益的投资工具。而其他相对狭义的定义则往往在此基础上增设要素,对主权财富基金的内涵和外延加以限缩。显然,单一的所有权要素标准并不能很好地将主权财富基金与其他国有机构区分开来,主权财富基金的界定还需辅以其他要素。

目前主权财富基金大多由国家或政府完全持有,国家或政府往往也对投资决策有最终控制权。学界对“国家”的理解相对统一,但对于“政府”的界定又产生了分歧,例如主权财富基金能否被地方政府所有,学界存在不同看法。“政府”的范围涉及一国国家结构形式等问题,如有学者认为美国主要的主权财富基金均为州政府所有,而在中国方面,香港金融管理局利用所持外汇资产组成的投资基金被普遍认为是主权财富基金。在《圣地亚哥原则》的定义中,“政府”被界定为广义政府,即包括中央政府和各级地方政府,财政稳定基金、储蓄基金、储备投资公司、发展基金以及没有显性养老金负债的养老储备基金等全部被纳入其中。<sup>②</sup>

不管对于“政府”的理解如何分歧,“主权”这一所有权要素的强调,决

<sup>①</sup> TRUMAN EDWIN M. A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices [R]. Washington, DC: The Peterson Institute for International Economics, 2008: 1.

<sup>②</sup> The International Working Group of Sovereign Wealth Funds. generally accepted principles and practices—Santiago Principles[R]. Washington, DC: IWGSWF, 2008: 3.