

# 本文章已註冊DOI數位物件識別碼

## ▶ 新加坡主權財富基金發展與影響的政治分析

A Political-Economic Analysis of the Development and Influences of Singapore's Sovereign Wealth Funds

doi:10.30390/ISC.201203\_51(1).0002

問題與研究, 51(1), 2012

Issues & Studies, 51(1), 2012

作者/Author : 范世平(Shih-Ping Fan)

頁數/Page : 37-68

出版日期/Publication Date : 2012/03

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.30390/ISC.201203\\_51\(1\).0002](http://dx.doi.org/10.30390/ISC.201203_51(1).0002)



*DOI Enhanced*

DOI是數位物件識別碼 (Digital Object Identifier, DOI) 的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



# 新加坡主權財富基金發展 與影響的政治分析

范世平

(國立台灣師範大學政治學研究所教授)

## 摘要

過去以來新加坡的主權基金，由於其卓越的經營績效與成功的管理模式，被視為全球主權基金的模範生。而不論是新加坡政府投資公司抑或是淡馬錫控股公司，這兩大新加坡主權基金都建構出不同的發展與投資模式，除了相輔相成地提昇了新加坡在國際間的政治經濟實力，而且將其收益還富於民。本文透過「相互依存」與「經濟激勵」的角度，分析新加坡主權基金發展迄今的意義，特別是在 2007 年美國發生次貸風暴而引發的全球金融危機後，其重要性與競爭優勢更被凸顯。但是不可諱言的是，當其資金大舉輸出與進行企業併購之後，也逐漸引發其他國家的防備。

**關鍵詞：**主權財富基金、新加坡、淡馬錫、相互依存、經濟激勵

\* \* \*

## 壹、前言

二次世界大戰後，若干產油國因石油出口，加上若干亞洲新興經濟體因採取出口貿易，使得這些國家擁有鉅額外匯存底。這些國家為使累積的外匯資產產生更高的經濟效益，設置專門的投資機構或基金進行投資，這種由政府所設置的特殊基金被稱之為「主權財富基金」(Sovereign Wealth Funds, SWFs)，或是「國家主權基金」(本文以下簡稱為主權基金)。基本上，該基金的所有者為政府，但又從事經濟上的投資，因此本文從政治與經濟的角度來進行探討。

新加坡雖然土地面積不大，建國歷史短暫，卻是全球重要的經濟體，且是成立最早的主權基金。該基金的資產規模不但在全球占有重要角色，更重要的是其經營績效與管理模式成為各國的仿效對象。但是另一方面，該基金也面臨了許多問題，因此值得深入探討。

由於主權基金是個新穎的研究議題，因此在學術著作方面較為有限；加上無法透

過實地調查與訪談獲得一手資料，以及許多資訊被視為商業機密而無法公開，所以必須藉由國際網路蒐集相關新聞報導之次級資料，以作為研究之素材。雖然研究者已盡查證之能事，但勢必仍有資料嚴謹性的問題，故此為本研究之限制。

## 貳、主權基金的意義

根據美國財政部的看法，所謂主權基金，是指政府所投資的外匯資產，而且這些資產的管理者是獨立在中央銀行的官方操控之外；至於國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）則將其定義為：政府為了長期目的而掌握外匯資產所創設及擁有之特殊投資基金。<sup>①</sup>因此，主權基金是指一個國家，隨著經濟、對外貿易、財政收支狀況的改善，其中特別是由於自然資源的收入，以及政府長期實施預算規畫與財政支出限制政策，使得國家財政盈餘與外匯存底盈餘不斷積累，<sup>②</sup>而針對此一過多盈餘所成立之基金；其多以專門投資機構來進行管理運作，使之與匯率或貨幣政策脫鉤，而追求較高的投資報酬率。因此，主權基金與私人財富是相對應的，由於是由政府所控制與支配，所以是屬於公共財富。

誠如科恩（Steffen Kern）所指出，主權基金發展過程中曾出現兩次高潮，一是 1973 至 1974 年的第一次石油危機後，以阿拉伯聯合大公國阿布達比投資局為代表，許多中東產油國擔心石油資源耗盡故成立此類基金；另一則是 20 世紀 90 年代以亞洲新興經濟體為主，因累積大量的外匯存底盈餘而成立。<sup>③</sup>當前已成立主權基金的國家約 28 個，其規模 IMF 認為已由 1990 年的 5,000 億美元增加至 2007 年的 2.5 兆美元，預估到 2012 年將達 10 兆美元。<sup>④</sup>

## 參、新加坡主權基金的發展過程與現況

早在 1974 年淡馬錫控股有限公司（以下簡稱淡馬錫）就已經成立，1981 年新加坡政府投資公司（以下簡稱 GIC）也隨之成立。IMF 在 2008 年所公布的數據顯示，目前全球的主權基金中 GIC 排名第三，淡馬錫排名第八。<sup>⑤</sup>

註① 金管會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會，[http://www.fscny.gov.tw/news\\_detail2.aspx?icuidem=3861125](http://www.fscny.gov.tw/news_detail2.aspx?icuidem=3861125)。

註② 所謂外匯存底盈餘是指在足夠支撐國際流動性與支付能力之上的超額外匯存底資產。

註③ Steffen Kern, *Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise* (Frankfurt: Deutsche Bank, 2007)。

註④ 同註①。

註⑤ 藍蔚迎、余慕薌、洪財隆，「東亞金融整合與主權財富基金」，臺灣經濟研究月刊（臺北），第 31 卷第 6 期（2008 年 6 月），頁 78-83。

## 一、新加坡主權基金的資金來源與投資情況

淡馬錫與 GIC 兩家公司的資金來源，主要是政府的財政盈餘，所謂財政盈餘是指國家財政收入減去財政支出後的剩餘所形成之「財政準備金」。

而 GIC 的另一主要資金來源是公共基金與外匯存底，所謂公共基金就是「中央公積金」(Central Provident Fund)，新加坡規定凡是工作者均應每月與雇主共同提撥基金費用，彙繳至中央公積金以作為未來退休生活保障之需；公積金提撥費率依受雇者的年齡不同而有差異，以 35 歲在私部門的工作者為例，提撥費率為薪資的 20%，雇主則負擔 14.5%，合計提撥 34.5%。<sup>⑥</sup>由此可見，GIC 成立之目的在於追求公共基金的更高收益，藉由此一「退休準備金」建立更穩定之社會安全制度。而在外匯存底方面，由於新加坡在 1971 年突破了 70 億美元，當時的總理李光耀認為外匯存底應該更有效率的管理，因此將原本只是淡馬錫子公司的 GIC 予以獨立出來。<sup>⑦</sup>時至今日，新加坡的外匯存底以 2012 年 1 月為例達到了 2,454 億美元，排名全球第 11 名。<sup>⑧</sup>基本上，淡馬錫與 GIC 的投資情況如下所述：

### (一) 淡馬錫投資對象國內與國外各半

淡馬錫可說是新加坡最大的國有控股公司，直接管理 23 家國有企業，間接管理或控股的企業達 2,000 餘家，所控制國內公司的總營業額占新加坡 GDP 的 13%，因此其主要目的在於對於新國的策略性產業進行控股管理，以提升新國企業的獲利水準與長期競爭力；<sup>⑨</sup>由於所持有之股票市價占新國股票市場約 47%，故對新國經濟具有強大的操控能力。<sup>⑩</sup>此外，也積極拓展海外的投資項目，根據 2007 年 8 月所公布的「淡馬錫 2007 年度回顧」顯示，其在新國的投資額約為總投資額的 38%，而在新加坡以外的亞洲市場（不含日本）則達 40%。<sup>⑪</sup>而在其投資組合中包括九大行業，其中金融產業為 38%、通信媒體為 23%、運輸為 12%、不動產為 9%、其他包括基礎建設與工業工程、能源與資源、科技、生物科學、消費與生活為 18%。<sup>⑫</sup>

註⑥ 傅沁怡、雷盈，「彭淮南：設主權基金可採星國模式」，經濟日報（臺北），<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN2/4548131.shtml>。

註⑦ 陳家峯、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，財稅研究（臺北），第 41 卷第 2 期（2009 年 3 月），頁 163-174。

註⑧ 「外匯存底」，Stock Q.org 網站，<http://www.stockq.org/economy/reserve.php>。

註⑨ 蘇俊銘，「淺談主權財富基金」，證券期貨月刊（臺北），第 26 卷第 1 期（2008 年 1 月），頁 43-47。

註⑩ 唐玉麟、陳洛薇、林上祚，「動用外匯，府建議成立主權基金」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100104,00.html>。

註⑪ 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，廣東金融學院學報（廣州），第 23 卷第 6 期（2008 年 11 月），頁 91-100。

註⑫ 李儀坤，「各國主權基金概況」，臺灣經濟金融月刊（臺北），第 44 卷第 7 期（2008 年 7 月），頁 45-64。吳麗魯，「全球化前瞻策略：新加坡淡馬錫經驗」，臺灣東南亞學刊（南投），第 5 卷第 2 期（2008 年 10 月），頁 53-64。



## (二) GIC 投資對象以國外為主

至於 GIC，其投資組合也相當多元，包括股票、固定收益證券、貨幣市場工具、外匯、原物料與不動產等，其中股票約占 40%、債券占 30%、私募股權基金與中級房貸 (alternative loan) 占 30%。<sup>13</sup>基本上，GIC 的投資對象是以海外市場為主，遍及全球 30 多個國家的 2,000 多家上市與未上市公司；其中約有一半的資金投資在美國及加拿大，四分之一在歐洲，另外四分之一則在日本與東南亞國家。<sup>14</sup>基本上，GIC 的海外投資金額達到 3,300 億美元，僅次於阿布達比投資局。<sup>15</sup>由於 GIC 的資金來源包含退休準備金，為保障廣大退休民眾的生活，因此在投資策略上較為保守，以尋求穩定的報酬。<sup>16</sup>

## 二、新加坡主權基金的運作方式

基本上，當前全球主權基金依據其管理方式，如表 1 所示可以分為兩種。

表 1 主權基金管理方式分類表

種類	管理方式	國家
由財政部門委託中央銀行進行的被動管理	歐美國家的外匯存底通常被視為國民財富，當其盈餘滿足必要之流動性與安全性後仍有剩餘時，由財政部門管轄	美國、加拿大、澳洲、香港
由財政部門成立專門的國家外匯投資公司進行主動管理	這些投資公司通常根據公司法或特別之法律所設立，如此主權資金被置於獨立法人機構的管理之下，和政府保持若干距離	新加坡、挪威、韓國與中國

資料來源：整理自林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，證交資料（台北），第 548 期（2007 年 12 月），頁 57-69。

主動管理相較於被動管理來說，在進行投資時對於市場的瞭解和遵循市場制度的程度，均較後者為佳，因為這些獨立於國家外匯管理局以外的外匯投資公司，一方面採用較為積極的投資方式，對不同的資產進行管理以拓展投資管道，進而提高投資決策的靈活性；另一方面其多元化的經營資產，有利於分散風險，可提高風險承受能力，以進行風險資產的最優組合，進而獲得較高的報酬率。

在新加坡的外匯管理制度中，金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 持有貨幣資產部分，主要用於管控匯率走勢、公開市場操作與作為新加坡幣發行的保證，其職能與其他國家的中央銀行相同；至於投資的部分則交由淡馬錫與 GIC 負責。<sup>17</sup>由此可見，新加坡政府是這兩家企業的唯一股東，這兩家企業則是受財政部與

註 13 李儀坤，「各國主權基金概況」，頁 45-64。

註 14 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，國際金融參考資料（臺北），第 55 輯（2008 年 6 月），頁 1-31。

註 15 關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，中國人民大學學報（北京），2008 年第 5 期（2008 年 10 月），頁 72-79。

註 16 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1-31。

註 17 孫明德，「中國對外直接與主權基金投資之成效與展望」，臺灣經濟研究月刊（臺北），第 31 卷第 5 期（2008 年 5 月），頁 64-69。

金融管理局協議委託作為受託人，而對基金進行管理的企業，至於這兩家企業在性質上則都屬於「私人公司」(private company)。基本上，淡馬錫與 GIC 的投資與運作模式如下：

### (一) 淡馬錫的獨立運作模式

淡馬錫雖是由財政部全資成立的公司，但政府並不直接介入其商業決策，而是透過董事會對其進行監控，董事會則每年向財政部提交業績報告與支付股息。<sup>18</sup>其中董事會的運作模式與職能如下：

#### 1. 董事多為民間與兼職身分

董事會的成員雖由財政部遴選，但除了一位為財政部常務秘書是官方成員外，其餘均為民間身分；<sup>19</sup>且除了「執行董事」(兼任總裁)為專職外，其餘均為兼職。<sup>20</sup>

#### 2. 專門委員會為董事會幕僚單位

董事會下設有 6 個專門委員會，包括執行、審計、薪酬、提名、預算、風險，其中以執行與審計委員會最為重要，前者負責公司的經營與監督，後者負責財務報告、內部控制、財務風險與法規制度的監督檢查。<sup>21</sup>基本上，董事雖為兼職，但仍兼辦各專門委員會的業務，而專門委員會則負責提供董事會決策時的資訊與意見。<sup>22</sup>

#### 3. 總裁由董事會授權負責實際經營

董事會不負責具體的經營業務，其透過授權予總裁，來領導企業的經營，並藉由總裁與董事會所簽訂有關經營目標的契約，來達成此一授權。而總裁則是在授權的範圍內進行管理，其具有充分的經營自主權，包括員工聘用、薪資發放與投資項目選擇等。<sup>23</sup>

### (二) GIC 主導轄下子公司運作

GIC 也是由政府全資成立的資產管理公司，政府同樣不過問具體經營，只設定基金管理目標，並對經營績效進行評估。<sup>24</sup>因此，GIC 與淡馬錫的運作模式相近，董事會也是最高的決策部門，公司的日常管理亦由「執行董事」負責。但是與淡馬錫不同的是，董事會除了由星國內閣部長與知名企業代表所組成外，<sup>25</sup> GIC 各主要部門的主管也同時兼任董事，後者除具有實際的操作權力外，也參與重大決策，<sup>26</sup>故負責具體之經營業務。

註 18 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1-31。

註 19 吳胤魯，「全球化前瞻策略：新加坡淡馬錫經驗」，頁 53-64。

註 20 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

註 21 陳家葵、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 22 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

註 23 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

註 24 陳家葵、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 25 陳家葵、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 26 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

而 GIC 爲了分散風險與進行專業分工，在其下設置了不同投資標的子公司，例如 GIC Public Markets 負責投資公開市場，GIC Real Estate 負責投資房地產，GIC Special Investments (GICSI) 則負責企業的直接投資。<sup>註 27</sup>至於淡馬錫旗下也有 21 家子公司，<sup>註 28</sup>但與 GIC 不同的是，其與子公司是相互獨立，集團不干涉子公司的運作，子公司的管理是依據「公司法」而與一般商業公司相同，但是 GIC 高層卻是直接參與子公司的決策。<sup>註 29</sup>

基本上如表 2 所示，淡馬錫與 GIC 在職能與發展方面，具有相當的差異。

表 2 淡馬錫與 GIC 職能比較表

	淡馬錫	GIC
員工人數	300人	900人
資金來源	財政盈餘	財政盈餘、退休基金與超額外匯存底
投資對象	國內與國外兼顧	以國外爲主
投資策略	進行較高風險的投資	進行低風險投資
投資目的	1.獲得較高投資報酬 2.增進本國企業的競爭力	獲得穩定之報酬
董事會的董事職權	董事爲兼職，負責各專門委員會的業務，不負責具體的經營業務	董事除由內閣部長與知名企業代表兼任外，亦包括GIC各主要部門主管，後者負責具體的經營業務
與子公司的關係	不介入子公司運作	直接參與子公司運作

資料來源：筆者自行整理。

但另一方面對於新加坡政府來說，淡馬錫與 GIC 又有相當的互補性，特別是淡馬錫的投資對象包括國內與國外，一方面可以提供新加坡國內產業的龐大資金挹注，另一方面亦可藉由海外投資引進國外的先進技術與資源，進而提升本國產業與企業的競爭優勢，例如新加坡近年來積極發展的製藥、生物科技、石化、綠色能源、數位媒體，以及包括高階晶圓、IC 設計、封裝等半導體產業，以擴大新加坡在國際的政經影響力。而 GIC 則是完全針對國外企業進行專業性的投資，由於境外投資的困難度與複雜度較高，因此 GIC 的員工人數與組織規模，遠遠凌駕於淡馬錫。但是這種「一對內、一對外」的經營模式，卻也能達到相互分工與優勢互補的效果。

其次，淡馬錫的投資策略是進行風險較高的投資，以圖獲得較高報酬；至於 GIC 則是進行低風險的投資，以獲致穩定的報酬。顯示兩家公司「一積極、一穩健」的投資模式，對於新加坡來說既能進攻，又能守成。在這「一攻一守」的投資策略巧妙運用下，使得新加坡主權基金的投資行爲極具彈性。

第三，淡馬錫由於投資標的多有風險與爭議，在「樹大招風」的情況下，往往成爲媒體報導的焦點，但卻也成爲新加坡展現經濟影響力的櫥窗，以及綜合國力的象

註 27 陳家峯、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 28 吳鯤魯，「全球化前瞻策略：新加坡淡馬錫經驗」，頁 53-64。

註 29 陳家峯、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

徵；至於 GIC 的投資風格則是低調而專業，因此也蒙上了較為神秘的色彩，但卻增加其投資行為上的方便性。因此這種「一高調、一低調」的行事作風，卻也顯示兩家公司在企業文化上的差異。

第四，從董事會的組成與運作來看，在政府參與的程度中，淡馬錫遠遠低於 GIC，這使得淡馬錫更貼近民間企業的性質。而對於子公司運作的介入程度上，淡馬錫則是完全不參與，GIC 卻是直接掌控，顯示這種「一放任、一介入」的不同管理方式。

## 肆、新加坡主權基金的政治影響

基本上，新加坡的主權基金發展迄今，所產生的政治影響包括國內與國際兩個層面，分別敘述如下：

### 一、新加坡主權基金對於國內的政治影響

新加坡主權基金對於國內所造成的政治影響，目前來看多是呈現正面，分別敘述如下：

#### （一）政府減少干涉而尊重專業經營

一般國家的主權基金，由於在組織與運作上接近國營企業，因此政府多數是直接介入，包括人事安排、投資對象、投資策略等等；特別是因為牽涉利益龐大，往往為政治鬮庸的重要工具。但是誠如前述，新加坡的主權基金所採取的「私人公司」運作方式，將政府介入降到最低的程度，使得主權基金的經營得以避免政治力干涉，誠如下三點所述：

##### 1. 堅持商業化的經營原則

所謂商業化，即主權基金的相關章程必須規範得非常明確，其只追求純粹的商業目標，即長遠投資價值的最大化，而不摻雜其他非商業的政治性或社會性目標，進而能夠以專業立場進行獨立性的判斷。由於主權基金的背景，極容易受到各方面的政治性影響與政府官僚干預；而該基金大部分投資於海外資產，本來在政治上就極為敏感，因此如果某主權基金缺少足夠之商業性與運作獨立性，就有可能被認為是政府的政策工具。誠如前述，新加坡主權基金的特點，就是新加坡政府不過問公司的具體經營，而只問業績，要求其年終不得少於一定的報酬率。

##### 2. 明確與股東、政府、子公司間的關係

為確保商業化、專業化與獨立化，主權基金必須要在公司章程中明確訂立該基金及其董事會，與其他單位間的關係，這包括與股東間；與中央銀行、財政部、金融監管部門間；與政府非金融部門間；與旗下投資對象，特別是子公司間之關係。因為任何含糊不清的關係，都將導致對於該基金的不必要干預。誠如前述，當前新加坡的

主權基金是以「私人公司」的身分，透過「公司法」來明確規範與財政部、金融管理局與子公司間的關係。

### 3.組織與員工強調專業性

主權基金的內部組織架構、治理模式與管理團隊如何建立也甚為重要，因為此攸關該基金的經營績效。例如 GIC 與淡馬錫，都盡量採取國際金融市場上私人投資公司的組織，避免採取政府行政機關的架構。<sup>30</sup>其中，特別是去凸顯董事會與專業投資委員會的核心決策權及自主權，並強調組織精簡與決策效率，否則主權基金若淪為政府機關而非商業機構，勢必會採用官僚行政模式而壓抑專業精神與商業文化，導致組織的僵化而不利於高效率運作。也因此新加坡的主權基金員工中極少有公務員，而是在國際金融市場中網羅一流的國際金融人才，甚至 GIC 與淡馬錫的許多基金經理與首席投資官都具有外國籍。

## (二) 良好經營績效獲得民眾肯定

淡馬錫長期以來，一直以其獨特的運作模式與優異業績，獲得全球投資者的肯定，該公司管理的投資組合淨值，已從成立之初的 3.54 億新幣增加到 2007 年時的 1,640 億新幣，增加幅度高達 460 多倍；<sup>31</sup> 2008 年更增加到 1,850 億新幣（相當於 1,340 億美元），年增率高達 13%。<sup>32</sup>此外，淡馬錫從 1974 到 2007 年的投資報酬率，每年平均超過 18%，<sup>33</sup>股東的年平均報酬率也超過 6.7%。<sup>34</sup>至於 GIC，從 1981 年以來，平均年投資報酬率為 9.5%，扣除通貨膨脹因素後的平均實質投資報酬率為 5.3%。<sup>35</sup>由此可見，新加坡主權基金的經營績效相當優異，而淡馬錫因為採取風險較高的投資，因此投資報酬率也高於 GIC。

這種良好的經營績效，讓新加坡民眾對於政府與其所管理的主權基金，充滿信心與信賴感。基本上，新加坡主權基金的良好經營績效與風險控制得當，與以下四點有相當密切的關聯性，而這四點正是新加坡政府對於主權基金「掌而不控」的基本態度與要求。基本上，這種「掌而不控」的模式，一方面其仍屬國營企業，仍受政府的掌控，並有經營績效的壓力；另一方面，政府不直接進行企業經營上的干涉，使其在運作上具有彈性與積極主動性。

註 30 MBA 智庫，「主權財富基金」，MBA 智庫百科，<http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=%E4%B8%BB%E6%9D%83%E8%B4%A2%E5%AF%8C%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。

註 31 葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，信報財經月刊（香港），第 367 期（2007 年 10 月），頁 32。

註 32 「淡馬錫下蛋蛋，新加坡政府屢發紅包」，MSN 新聞網，2008 年 8 月 27 日，請參考 <http://news.msn.com.tw/news928421.aspx>。

註 33 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1~31。

註 34 余凌霄，「觀念平台：主權基金的重點」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110514+112008100500054,00.html>。

註 35 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1~31。

## 1. 採取策略性管理而具積極主動性

根據每個國家成立主權基金之目的，可以區分為以下五種類型，詳如表 3 所示：

表 3 主權基金成立目的分類表

種類	對象	目的
穩定型主權基金 (stabilization-oriented fund)	多屬將豐沛自然資源出口以換取外匯的國家，如挪威。	1. 為避免資源枯竭後可能影響政府的穩定收入。 2. 追求外匯收入的中長期穩健增長，以降低其短期波動對本國經濟的影響。
沖銷型主權基金 (sterilization-oriented fund)	具有高額外匯存底的國家，如香港、中國。	1. 可將高額外匯存底分流，以降低名目上的外匯數量，進而減少貨幣升值的壓力，藉此維持匯率穩定。 2. 在外匯市場上進行沖銷操作。
儲蓄型主權基金 (savings-oriented fund)	中東國家藉由國際投資，以緩解高齡化社會所帶來的沉重財政負擔，並因應自然資源收入下降對養老金體系帶來的衝擊，如沙烏地阿拉伯、阿聯。	在於積蓄當代財富，以為後代子孫謀福，進而尋求代際間更公平的財富分配。
預防型主權基金 (preventive fund)	擁有巨額外匯存底的亞洲國家，為因應潛在的社會經濟危機和發展的不確定性，如科威特。	促進經濟和社會的平穩發展
策略型主權基金 (strategy-oriented fund)	國家的投資行為強調積極而主動，希望追求經營績效，如新加坡、中國。	尋求在全球的架構下優化資源配置，培育世界一流企業，以實現本國經濟和社會發展的策略目標。

資料來源：整理自林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，頁 57-69。

劉傑中，「資訊透明、不投資軍火、不道德產業，清清白白也能賺大錢，挪威主權財富基金」，DIGITIMES 科技網，[http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000081870\\_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH](http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000081870_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH)。

「香港聯繫匯率制度」，維基百科，<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E8%81%AF%E7%B9%AB%E5%8C%AF%E7%8E%87%E5%88%B6%E5%BA%A6>。

誠如表 3 所述，新加坡所採取的就是策略型主權基金，相較於上述四種類型，其運作更為積極主動，投資具有未來發展前景與潛力的企業，並且強調追求高額的績效。

## 2. 風險管理作為慎密嚴謹

主權基金在追求高報酬的同時也伴隨著風險的提高，例如在 2005 至 2006 年之間，淡馬錫鑑於中國建設銀行與中國銀行即將在香港上市的利多因素而增加持股，但隨即在 2007 年 10 月脫售而獲利了結，然而在高獲利下所伴隨的卻是高風險。因此，主權基金的相關管理機構必須規避不適當的風險，使得高報酬和高風險間能取得平衡，並使投資組合的潛在報酬得以最大化。

當前，淡馬錫會根據不同的風險類型，制定針對性的風險控制策略，分別是策略、財務與經營風險。其中針對策略風險，淡馬錫調整投資組合，並進行跨地域、跨

行業和跨時段的投資平衡組合：針對財務風險，其內部風險控制部門每月評估集團的投資風險，每日評估下屬基金公司的投資風險；針對經營風險，其內部審查部門每 18 個月會輪流審查公司的各部門，法律部門則負責監督各部門的違規情況。<sup>37</sup>至於 GIC，為規避風險其對單一資產占總投資比重均不超過 10%，因此 GIC 的投資國家多達 40 多個，並且涵蓋各主要國家貨幣；而其對於資產與負債部分的持有也採取「免疫策略」，納入不同幣別與存續期間（duration），這使得單一國家或幣別資產之非系統風險，可以有效的分散。而即使是發生風險，也可透過部分對沖以減少損失，因此這種投資策略與一般以營利為目的之民間企業來說並無差異，卻與政府部門「防弊重於興利」的立場卻大相逕庭。<sup>38</sup>

### 3. 善於利用委外投資

除了自行操作外，新加坡的主權基金也將部分資產委託給外部法人機構代為管理，或者與外部機構合作管理，這使得投資決策更為靈活而多元，也可使新加坡對於相關投資法人機構具有一定的影響力。

### 4. 採取併購模式降低投資風險

一般企業的海外投資模式基本上可以分成三類，分別是併購、新興投資（即獨資）與合資，而從新加坡主權基金來看，多以併購為主。併購在字義上來看可以包括「合併」（merger）與「收購」（acquisition），是指一家企業用現金或有價證券去購買另一家企業的股票或資產，以獲得對該企業的全部或部分資產的所有權或控制權。相較於新興投資與合資來說，併購由於不需創造新的企業實體，所以風險較低，因為其投資標的是既存之企業，其長期的經營績效與資訊可以輕易獲得。另一方面，從主權基金的併購模式來說，通常是先購買某國某企業小部分的股權，以避免「資訊不對稱」所可能產生的風險，由於投入資金較為有限，故即使投資失利，對該主權基金的影響較小；等到充分瞭解該企業與受資國的實際情況，再逐漸增加持股。而不論新興投資還是合資，都是創造新的企業，獨資是指該企業由單一出資者所投資成立，該資金掌握企業全部股權；合資則是由兩位出資者共同投入資本所成立的企業，分別擁有部分股權，並共同分享利潤、支出、風險、及對該公司的控制權。<sup>39</sup>不論新興投資或是合資都必須面對許多不可知的未來，包括受資國當地的政策法令、市場規模、上下游產業與競爭者等，加上投入金額龐大，且必須直接進行操作與管理，因此風險較高；此外，合資還往往牽涉到與另一合資對象的合作與運作模式，倘若雙方因意見紛歧或利潤分配不公，則失敗的可能性甚高。

另一方面，透過對某外國企業進行「蠶食式」的增加持股，此一併購較不會受到受資國政府與媒體的關注；而若進行新興投資與合資，因為金額龐大而成為外界關注的焦點，將使得投資行為受到較多限制與干預。有關併購、新興投資（即獨資）與合

註 37 同註 30。

註 38 孫明德，「中國對外直接與主權基金投資之成效與展望」，頁 64-69。

註 39 Michael R. Czinkota, Ilkka A. Ronkainen, and Michael H. Moffett, *International Business* (Ohio: Thomson/South-Western, 2002), p. 296-297.

資模式的比較，詳見表 4 所示。

表 4 併購、新興投資與合資模式比較表

	投資模式	投資比例	投資風險	受資國關注程度
併購	投資既存之企業	某企業投資另一企業的全部或部分資產	較低	較低
新興投資	創造新的企業	單一出資者所投資成立之企業	高	高
合資	創造新的企業	兩位出資者共同投入資本所成立的企業	高	高

資料來源：筆者自行整理。

### (三) 還富於民增加政府支持度

淡馬錫在 2007 年的獲利達到 182 億新幣 (約 128.13 億美元)，<sup>㉑</sup>是前一年 91 億新幣的一倍多，<sup>㉒</sup>如此使得新加坡的財政盈餘屢創新高，2008 年初新國決定退稅給全民。<sup>㉓</sup>總理李顯龍提撥 18 億新幣 (約 12.67 億美元)，<sup>㉔</sup>在 2008 年 4 月和 10 月分兩次發給，換算成新台幣一個人大約可分 6,740 元，若屬於弱勢族群或老人則每人可獲約 1 萬元新台幣；2008 年 8 月，又再提撥 2.5 億新幣 (約 1.76 億美元)。<sup>㉕</sup>季南 (Patrick J. Keenan) 就批評如阿爾及利亞、奈及利亞與利比亞等國，其國內人民尚有發展與社會福利的需求，甚至同時還接受其他國家的金援，但仍成立主權基金對外投資；因此他提出「社會債款」(social arrears) 的概念，其認為國家若執政不佳或無法提供民眾福利，就等於對人民產生債款，因此應該比照債務人對債權人一樣的處理模式，利用主權基金來償還此一社會欠款。<sup>㉖</sup>因此，新加坡今天不但藉由主權基金償還了此一「社會債款」，甚至還進一步還富於民，如此自然增加民眾對政府與人民行動黨的支持。因此，新加坡內閣資政李光耀在 2011 年所出版的新書新加坡賴以生存的硬道理 (Lee Kuan Yew: *Hard Truths to Keep Singapore Going*) 一書中指出，新加坡長期以來都是由人民行動黨執政，「接下來 10 至 20 年新加坡還不會換黨執政，但或許會有這麼一天」；他認為當人民認為執政黨素質下降或反對黨派出實力相當的團隊，則選民會說「我們換個人吧」。<sup>㉗</sup>

由此可見，李光耀認為新加坡在 20 年內不會政黨輪替，此一自信來自於人民行動黨執政迄今的傲人政績，其中主權基金「還富於民」的讓民眾獲得退稅，是最具體而

註 ㉑ 約值新台幣 4 兆多元。

註 ㉒ 同註 ㉑。

註 ㉓ 謝錦芳，「郭明鑑：台灣應效法星運用外匯存底」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300244,00.html>。

註 ㉔ 相當於 404 億新台幣。

註 ㉕ 同註 ㉑。

註 ㉖ Patrick J. Keenan, "Sovereign Wealth Fund and Social Arrears: Should Debts to Citizen be Treated Differently than Debts to Other Creditors?" *Virginia Journal of International Law*, Vol. 49, No. 2 (June 2009), pp. 432-472.

註 ㉗ 「專訪集結出書，李光耀：新加坡還不算國家」，聯合新聞網，2011 年 1 月 23 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WOR3/6112281.shtml>。



實際的展現。而李光耀也指出，當民眾認為執政黨的素質下降，就有可能引發要求政黨輪替的呼聲，也因此人民行動黨惟有不斷地改進，不斷地讓民眾肯定，才有可能永續執政；而主權基金也就必須持續增加經營績效，繼續讓民眾享受退稅，才能夠達到此一目標。由此可見，新加坡主權基金的持續獲利，已經不是單純的國營企業經營績效問題，而是攸關人民行動黨是否能永續執政的政治議題。

#### (四) 完善退休制度有利社會穩定

誠如上述，GIC 的主要資金來源是「中央公積金」，是新加坡民眾退休金的來源，因此當 GIC 的經營績效卓著，民眾的退休金獲得保障，並能享有完善醫療保險，就能使民眾在退休之後無後顧之憂。這種「老有所終」的社會福利制度，是許多社會主義國家都無法達到的理想，也使得新加坡社會因而更為祥和而穩定。事實上，近年來新加坡已經成為全球各國中，民眾最想移民的國家，根據美國蓋洛普民調「2010 最想移民的國家調查」顯示，新加坡位居第一，而住民人口數，也從 1990 年的 274 萬人，增加到 2010 年的 377 萬人，<sup>47</sup>其中相當重要的原因就是政府所安排的完善退休制度。

## 二、新加坡主權基金對於國際的政治影響

新加坡主權基金對於國際所造成的政治影響，亦有正面與負面的不同層面，分別敘述如下：

#### (一) 提高新加坡的國際政經地位

當新加坡的主權基金成為許多跨國公司的大股東後，使其在國際間的政治與經濟影響力大幅增加，這無形中提升了新國的國際地位。誠如艾普斯坦 (Richard A. Epstein) 與羅斯 (Amanda M. Rose) 所述，主權基金的投資，不但提振了景氣，也透過資金挹注於次貸風暴中體質不佳的機構與私人公司。<sup>48</sup>特別是從 2008 年開始，淡馬錫加重於新加坡以外的投資比重，並且積極布局於美國、拉丁美洲與俄羅斯，這使得淡馬錫首次在亞洲以外市場的投資淨額達到 100 億新幣 (約 70 億美金)，而在亞洲以外市場的投資比例，也從 2008 年之前的 22% 增加到 26%。<sup>49</sup>如此，淡馬錫的投資與影響層面也從原本的新加坡本土，擴展到美洲與歐洲。

#### (二) 新加坡成為金融危機下重要支柱

從 2007 年美國爆發次貸風暴後引發全球的金融危機，在全球投資者信心下降與市場不佳的情況下，根據統計從 2007 年 3 月到 2008 年 4 月的 14 個月中，全球主要的 8

註 47 所謂住民包括公民與取得永久居留權者。彭澁漪，「新加坡第一的秘密」，遠見雜誌 (臺北)，第 294 期 (2010 年 12 月)，頁 313-317。

註 48 Richard A. Epstein and Amanda M. Rose, "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow," *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76 (Winter 2009), pp. 111-134.

註 49 同註 48。

家主權基金對美國華爾街的 6 家金融機構進行了 11 筆投資，金額達到 449 億美元，而新加坡占其中投資總額的 57%，達到 417 億美元而名列全球第一，超過居於第二的阿布達比投資局之 107 億美元，以及第三的中國投資有限責任公司（以下簡稱中投公司）之 80 億美元。<sup>50</sup> 由此可見，當全球爆發金融風暴，許多國家的企業都需要資金挹注時，新加坡主權基金猶如救世主般的提供資金。這對於許多國家的企業來說，解除了燃眉之急的危機；另一方面，由於這些企業在各國中都舉足輕重，因此也有助於該國經濟的穩定。

### （三）新加坡主權基金受監督程度仍被國際質疑

主權基金可說是政府直接管理或委託管理的特殊類型公共基金，因此其投資通常結合了一個國家的政治與經濟目的，如此使得資訊披露和透明度方面都較為欠缺。所以，就市場與投資者來說，在資訊不對稱的情況下，很難充分瞭解各種不同基金的決策程序、策略目標、投資原則，也不知如何確定與調整其投資組合，對於基金的激勵與約束機制也欠缺資訊。因此，國際間開始擔心主權基金可能會增加國際金融架構的體系性風險。特別是近年所發生的美國次貸問題，就顯示出金融商品從設計、信用評比、發行和交易等一系列環節都可能出現缺陷，使得外界與投資者很難進行有效的評估。

#### 1. 新加坡主權基金的結構、治理與方針仍有不足

新加坡主權基金在對外資訊不充分的情況下，造成投資者的風險增加。事實上，根據學者杜魯門（Edwin M. Truman）的研究，其針對主權基金的四個面向：結構（structure）、治理（governance）、課責與透明度（accountability and transparency）、行為方針（behavioral guidelines），訂定出一套評價的標準。滿分為 25 分，但目前沒有一個國家達到，紐西蘭與挪威則分居第一、二名，至於淡馬錫的分數為 13.5 分，排名僅為第 11，似乎並不理想；在四項指標中「結構」是 4 分，在平均分數 4.8 分以下；「治理」是 1.5 分，「課責與透明度」為 8 分，行為方針為 0 分。至於 GIC 的分數僅為 2.25 分，位於平均分數 10.27 分以下，排名僅為第 30；在四項指標中「結構」是 1.5 分，「治理」是 0 分，「課責與透明度」為 0.75 分，行為方針為 0 分，均在平均分數以下，甚至還低於中國的中投。<sup>51</sup> 由此可見，新加坡主權基金不論在結構、治理與行為方針上的表現，都明顯受到質疑。

#### 2. 非民主政體使主權基金政商關係難以徹底分離

新加坡迄今並未被歸類為完全自由民主的國家，根據美國「自由之家」（Freedom House）針對全球 193 個國家的「政治權利」及「公民自由」程度，每年所進行的評

註 50 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。劉鳳元，「主權經濟的發展與監管」，經營與管理（天津），2008 年第 7 期（2008 年 7 月），頁 66-67。

註 51 Edwin M. Truman, "The Management of China's International Reserves: China and a Sovereign Wealth Fund Scoreboard," presented for Conference on China's Exchange Rate Policy (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 19 October 2007), pp. 1-34.

比，他們將評比等級分成 1 至 7，1 代表自由度最高，7 代表最低，而共分為「自由」、「部分自由」與「不自由」三個層級；2010 年 1 月所發布的「2009 年世界自由度」(Freedom in the World 2009) 調查報告中顯示，新加坡的「政治權利」被評為 5，「公民自由」被評為 4，被列為「部分自由」的層級；<sup>註 52</sup> 2011 年所公布的調查報告中評比成績相同，並無任何的進步。<sup>註 53</sup> 由於政治領導階層的權力關係，使得新加坡主權基金在所有權與經營權的區分上並不徹底，其雖然聘請了許多專業人士甚至是外國人士擔任要職，但真正決策者與人民行動黨的領導高層，及其相關親族之間的關係甚為緊密。特別是 2002 年 5 月，原任職於新加坡科技集團的何晶，轉而擔任淡馬錫的執行董事，其夫婿為新加坡總理李顯龍，此舉就備受國際質疑。季南即指出，由於若干掌有主權基金的國家，並非民主體制，政治人物或領導者必須藉由尋租 (rent-seeking) 方式保持權力，甚至利用賄賂來獲得權力。<sup>註 54</sup> 相形之下，號稱是「主權財富基金模範生」的挪威政府退休養老基金 (The Government Pension Fund of Norway)，由於在民主政體的運作與充分監督下，使該基金在透明度與商業道德上，獲得外界的高度肯定。

### 3. 主權基金是否受到外界監督說法不一

新加坡的主權基金是否受到國會、政府與民意的監督，由於資訊有限，因此眾說紛紜。以 GIC 為例，有學者認為，因為該公司受委託管理的部分是外匯準備，因此仍受國會的直接監管，並且必須向總統、總理提交財務報告，預算也須經總統認可，總統有權隨時要求 GIC 提供公司的所有資訊；此外，GIC 的營利是受到新國「公司法」的規範，故董事會與經營團隊必須向公眾提出營運報告。<sup>註 55</sup> 但另一方面，也有學者認為 GIC 是依據憲法所成立的政府全資公司，因此不必向民眾與國會公布業績與投資策略，只需向總理與董事會報告，因為董事會包括星國內閣部長與知名企業所組成，具有足夠的內部控制能力。<sup>註 56</sup> 由此可見，新加坡主權基金的決策透明度仍然是眾說紛紜，如此也增加了外界與投資者對於未來發展的不確定性。

## (四) 外向投資造成東南亞鄰國直接威脅

2002 年 5 月初任淡馬錫執行董事的何晶，宣布將淡馬錫的投資對象大幅轉向海外，並宣稱投資標的將放在三大領域：全球網絡型企業、亞洲服務型企業與東協國家資源企業，<sup>註 57</sup> 此舉隨即引發東協各國的高度緊張，擔心自身產業會被新加坡併購與壟

註 52 Freedom House, 「Freedom in the World」, Freedom House 網站, <http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=363&year=2009>。

註 53 Freedom House, 「Freedom in the World」, Freedom House 網站, <http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=363&year=2010>。

註 54 Patrick J. Keenan, "Sovereign Wealth Fund and Social Arrears: Should Debts to Citizen be Treated Differently than Debts to Other Creditors?" pp. 432-472.

註 55 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1-31。

註 56 陳家榮、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 57 吳鯤魯，「全球化前瞻策略：新加坡淡馬錫經驗」，頁 53-64。

斷，甚至埋下了日後衝突的引爆點。由此可見，雖然東南亞十國已經在 1999 年成功整合為東南亞國協（Association of Southeast Asian Nations，簡稱 ASEAN），但由於新加坡在十國之中的經濟實力最強，政治影響力最大，因此其一舉一動都備受鄰國矚目，甚至成為鄰國的威脅。根據瑞士洛桑管理學院公布的 2010 年國家競爭力排名中，新加坡的總體排名世界第一，其中政府效能表現名列第二，企業效能表現全球第一；2010 年國內生產毛額（GDP）成長率為 13-15%，超過中國與印度而排名世界第一；人均 GDP 在 2010 年已經超過 42,000 美元，<sup>58</sup>這些數字與東協鄰國的差距猶如天壤之別，更加深鄰國的擔憂。

例如 2006 年淡馬錫以 19 億美元的高價，收購泰國前總理戴克辛家族經營的電訊公司 49% 股權；雖然戴克辛家族依法無須在交易中繳稅，卻仍遭反對陣營嚴厲批判，最終導致戴克辛遭政變推翻，<sup>59</sup>這除了引發泰國政局的激烈動盪外，也使得新加坡與泰國之間的關係蒙上陰影。誠如艾爾森（Anthony Elson）的觀點，由於主權基金所掌有的資金過於龐大與可能之政治意圖，使得受資國產生疑慮，甚至衝擊其政權的穩定，因此主權基金的發展有賴於良好的國際投資環境，其中特別是經濟開放。<sup>60</sup>由此也可以發現，當淡馬錫掌握戴克辛家族電訊公司的 49% 股權時，由於金額過大遭到泰國政府與媒體的高度關注，認為新加坡可能藉此掌控泰國的電信產業，結果是此項投資宣告失敗。

又例如 2008 年淡馬錫持有「印尼流動電信公司」35% 和「印尼衛星公司」42% 的股權，由於此兩家公司占印尼行動電話市場的 75% 而遭檢舉涉及壟斷市場，經「印尼商業競爭管理委員會」調查後，判定違反印尼「商業競爭法」，後經法院判決需支付約 160 萬美元的罰款。<sup>61</sup>

由此可見，東南亞鄰國對於新加坡的主權基金可謂是充滿矛盾，一方面希望獲得其資金的挹注，另一方面又擔憂自身經濟與產業安全受到威脅而頗具戒心。

## （五）歐美國家與國際組織擔憂新加坡主權基金

由於近年來新加坡主權基金投資美國金融業過於積極，造成美國國會反對聲浪四起，美國政府為免後患，2008 年 3 月與阿聯、新加坡就主權基金的投資原則，達成了「華盛頓協議」，強調阿、新兩國的主權基金，在美國的投資決策應基於商業而非地緣政治目的，應公布更多資訊，應完善企業治理與風險管理體制、應與私部門公平競爭、應尊重受資國的法規與監理要求。<sup>62</sup>這也使得淡馬錫被迫公開宣稱，其投資各國指

註 58 彭澧漪，「新加坡第一的秘密」，頁 317。

註 59 孫明德，「中國對外直接與主權基金投資之成效與展望」，頁 64-69。

註 60 Anthony Elson, "Sovereign Wealth Funds and the International Monetary System," *The Whitehead Journal of Diplomacy and International Relations*, Vol. IX, No. 2 (Summer/Fall 2008), pp. 71-82.

註 61 康世人，「認定淡馬錫不當競爭，印尼最高法院駁回上訴」，中央社，<http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/080912/5/156y.html>。

註 62 陳世慈，「次貸風暴延燒，新興國家主權基金趁勢崛起」，*台灣經濟研究月刊*（臺北），第 31 卷第 6 期（2008 年 6 月），頁 53-59。王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

標公司時，不再取得控制性持股，而只擔任單純投資人。

誠如瑞士國家銀行副行長希爾德布蘭德（Philipp M. Hildebrand）指出，由於具有主權基金的國家，大量投資他國的私營企業，而其資本是從過去被視為邊陲的國家向中心國家流動，其背後的非經濟因素，讓許多已開發國家對此持保守態度，甚至產生保護主義。<sup>63</sup> 金米特（Robert M. Kimmitt）也認為，主權基金對於受資國的好處多寡，取決於這些投資在經濟目的上的程度，而非政治目的之達成。<sup>64</sup> 因此，主權基金的投資行為往往引起受資國猜疑，甚至是公開的敵意。

### 1. 各國對於主權基金的防範

吉爾森（Ronald J. Gilson）與米爾霍波特（Curtis J. Milhaupt）就指出，主權基金此一國家資本主義猶如新重商主義，許多國家面對此一危險性與威脅性，採取積極的防衛措施。<sup>65</sup> 因為許多西方國家擔憂的是，若干主權基金無法確定其真實目標與資產數額，其投資目的可能不只在於為民牟利，而是透過戰略性收購來增強自身的政治與經濟權力。例如美國前總統布希在 2007 年 7 月簽署了「2007 年外商投資與國家安全法案」（Foreign Investment and National Security Act of 2007），該法案規定任何外國公司投資或併購美國企業的案件，都必須經過「美國外國投資委員會」（Committee on Foreign Investment in the United States）進行審查，重大案件甚至需送交總統審查；<sup>66</sup> 因此艾普斯坦與羅斯指出，目前在美國，主權基金必須如國內投資般地遵守商事法、反托拉斯法及國家公司法等規範，美國政府更密切觀察其投資的每個環節。<sup>67</sup> 德國也調整了「外資交易收支法案」（Foreign Trade and Payments Act）的規定，針對電信通訊、軍事後勤、郵政與能源等產業的外來投資予以規範，並提高外資收購本國公司的門檻；法國也重新審定了「國家利益」的定義，並調整了外資持股比例的限制。<sup>68</sup>

### 2. 國際組織對於主權基金的防範

在國際組織方面，2007 年 10 月全球七大工業國（G7）財政部長和中央銀行總裁齊聚美國華府，美國於會中要求訂定嚴格規定來限制主權基金，要求該基金公開更多資訊。IMF 和世界銀行也於 2007 年 10 月所召開的年會中，決議找出主權基金的共同規則（ground rules）與運作規範（code of practice）。<sup>69</sup> 至於 OECD 則在 2008 年 10

註 63 Philipp M. Hildebrand, "The Challenge of Sovereign Wealth Funds," *Lecture at International Center for Monetary and Banking Studies* (Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 18 December 2007), pp. 1-17.

註 64 Robert M. Kimmitt, "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy," *Foreign Affairs*, January/February 2008 (February 2008), pp. 119-130.

註 65 Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism," *Stanford Law Review*, Vol. 60, No. 5 (March 2008), pp. 1345-1369.

註 66 該委員會成員包括：國家安全理事會、司法部、國防部、聯邦調查局、能源部等 13 個部會共同組成。

註 67 Richard A. Epstein and Amanda M. Rose, "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow," pp. 111-134.

註 68 林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，*證交資料*（臺北），第 548 期（2007 年 12 月），頁 58-69。

註 69 蘇俊銘，「淺談主權財富基金」，頁 43-47。

月，提出主權基金的投資應強調「課責性」，以確保責任歸屬。<sup>70</sup>

## 伍、新加坡主權基金政治影響的理論探究

著名的國際政治經濟學學者吉爾平 (Robert Gilpin) 曾說「現代國家與市場的共存與相互作用產生了政治經濟學，而沒有國家與市場即無政治經濟學」，<sup>71</sup>基本上國際政治經濟學所包含的範圍比政治經濟學更為廣泛，因為其涉及到國與國之間的關係，故複雜性多過單一國家內部所發生的國家與市場問題。當前新加坡主權基金的發展，正牽涉到國與國之間的國家與市場關係，因此亦可透過相關學說進行探究。本文一方面從相互依存的角度探討具有主權基金的國家 (以下簡稱「投資國」，從本文角度來說即是新加坡)，與接受基金投資之「受資國」間的關係；另一方面，從經濟激勵的面向探討投資國到受資國進行資金挹注的效果。

### 一、新加坡主權基金與受資國間的「相互依存」關係

60 年代隨著美蘇冷戰的緩和，貿易保護主義抬頭，加上對於現實主義產生懷疑，使得人們重新思考國家間的關係；其中特別是國家間在經濟上的日益相互依存，以及跨國公司和區域經濟統合的興起。庫柏 (Richard N. Cooper) 在 1968 年所出版的著作正式將相互依存列為研究主題；<sup>72</sup> 1977 年基歐漢 (Robert O. Keohane) 和奈伊 (Joseph S. Nye) 發表了權利與相互依賴 (*Power and Interdependence: World Politics in Transition*) 一書，使得相互依存逐漸成為完整之學說，直到二十一世紀儘管國際政治經濟情勢已有所改變，此書仍然與時俱進地不斷修正與再版。「相互依存」之概念，認為所謂「依存」是指國家間或不同國家行為體間相互影響的情形，而此一相互影響是國際交往所產生的結果，包括貨幣、商品、人員及資訊等跨國界的流通；<sup>73</sup> 當前新加坡的主權基金，其所造成之影響也是跨國性之流通。

現實主義在 20 世紀 40 年代末期到 60 年代，曾經主導國際關係的研究，但是基歐漢和奈伊並不認同其論述，因此針對當時的重要學者摩根索 (Hans J. Morgenthau) 進行批評，這也成為相互依存概念發展的基石，基本上從相互依存理論的角度來看，新加坡主權基金的意義如下：

註 70 黃彥斌，「全球主權基金的發展及可能影響之研究」，頁 297-328。

註 71 Robert Gilpin, *The Political Economy of International Relations* (New Jersey: Princeton University, 1987), p. 7.

註 72 請參考 Richard N. Cooper, *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community* (New York: McGraw-Hill, 1968)。

註 73 Robert O. Keohane and Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition* (New York: Longman 2001), p. 7.

### (一) 淡馬錫與 GIC 象徵非國家行為者的影響力

現實主義認為國家是國際政治最重要的行為體與決定因素，而相互依存概念則認為社會聯繫是多種管道的，可以分為三種：國家之間的關係，即政府官員正式與非正式的活動；跨政府的關係，這包括非政府權勢人物間的非正式關係；以及跨國家關係，即包括跨國公司與跨國銀行。其中，「非國家行為者」(non-state actors) 將逐漸取代國家主權行為者，在國際體系與實際國際政治操作中扮演重要的角色，這包括了國際政府組織 (International Governmental Organization, IGO)、國際非政府組織 (International Non-Governmental Organization, NGO)、跨國公司、公民團體等。<sup>註 74</sup>基本上，新加坡主權基金即是以跨國公司的模式經營，其與政府則保持相當程度的距離，因此屬於「非國家行為者」，並且也投資其他國家的跨國公司，例如淡馬錫近年來積極布局於海峽兩岸，一方面投資中國的中國建設銀行，並協助中國的銀行在海外上市，另一方面也投資台灣的玉山金控集團；<sup>註 75</sup>此外，國際政府組織也開始介入主權基金的運作，包括 IMF、世界銀行 (World Bank) 與經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) 都擬定了有關準則，<sup>註 76</sup>其中新加坡也是受到關切的對象，此將於之後再予以詳述。

### (二) 新加坡主權基金顯示經濟力的重要性

現實主義認為國際領域是無政府狀態，缺乏如國內政治般具有一個至高無上的權威，因此軍事力量是最有效的手段，是行使權力最有效的工具。<sup>註 77</sup>而相互依存概念則認為，軍事力量的作用甚為有限，最重要的是要解決盟國間的經濟問題。因此誠如前述，新加坡以一個彈丸之島，藉由主權基金的經濟影響力，在國際上扮演舉足輕重的角色，重要性甚至超越許多軍事大國。特別是在美國爆發次貸風暴後，全球遭遇金融風暴，企業倒閉風潮不斷，這使得新加坡主權基金的龐大資金，影響力更為顯著。例如淡馬錫近年來積極投入中國的科學園區與土地開發，從 2010 年開始旗下的吉寶置地參與新川科技創新園區、中新蘇州工業園、天津生態園與廣州新知識城等開發案，凱德置地則投入廣州市番禺區 50 萬平方公尺的土地開發案，對於中國的高新科技發展提供龐大資金。<sup>註 78</sup>

註 74 Robert O. Keohane and Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, pp. 21-22.

註 75 陳家榮、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 76 潘勛、尹德瀚，「主權基金傾國威脅，國際擬規範」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

註 77 Stefano Guzzini, *Realism in International Relations and International Political Economy* (London: Routledge, 1998), p. 27.

註 78 吳父鄉，「淡馬錫設農銀，涉炒地」，經濟日報，<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MA13/6226080.shtml>。

### (三) 新加坡主權基金造成受資國非軍事安全之疑慮

現實主義認為世界政治中的問題有等級之分，以軍事安全為首。但相互依存概念認為，問題等級之分已經消失，軍事安全不再成為世界首要的問題，國內政策的相關事物也會影響國際，國內問題與對外問題之間的區別日益模糊。事實上，早在 1994 年美國政府首次將「經濟安全」列入「國家安全戰略」報告，並將其作為國家安全的基礎，這使得「國家經濟安全」成為重要的議題，也使得軍事安全的重要性下降；對於不同的國家而言，經濟安全具有不同的意涵，已開發國家對於經濟安全的維護措施是屬於「進攻型」，而開發中國家則屬於「防守型」。<sup>79</sup>例如 GIC 在 2008 年時於全球 10 個國家設有專門投資的經理人，投資遍及 30 多個國家，<sup>80</sup>然而對於受資國來說固然是資金的來源，卻也可能危害經濟安全；因此 GIC 的投資策略不但要考慮新加坡國內的政經因素，也必須考慮國際與受資國的政經環境。基本上，相互依存理論認為，隨著全球政治經濟情勢的變遷，國家之間的相互依存也同時存在著衝突、競爭、不平等與不穩定。

#### 1. 新加坡主權基金與受資國產生衝突

相互依存理論認為，並不是所有國家間的往來都是相互依存的，事實上只有當往來時必須付出某些代價才可稱得上是相互依存；其次，相互依存並不代表著互利，也不代表著沒有國際衝突，國際衝突反而會以新的形式出現，甚至會增加；第三，傳統自由主義認為相互依存的各方會共同收益，但相互依存概念則認為，相互依存的雙方只存在相對的收益和分配，即相對的受益和相對的受損，因此並非沒有衝突。由此可見，基歐漢和奈伊認為相互依存是有條件的、是必須付出代價的、是會產生衝突的、是沒有絕對獲利的。<sup>81</sup>事實上，當前的主權基金對於他國的投資，既非互利也可能與受資國產生利益上的衝突，特別是許多主權基金缺乏透明度，造成若干西方國家的保護主義有抬頭之勢，誠如愛森門 (Joshua Aizenman) 與格力克 (Reuven Glick) 認為，主權基金要採取「互惠原則」，也就是投資國與受資國之間均開放自由投資，事實上並不可行。<sup>82</sup>由此可見，在這種「自利」的心態下，所謂「互利互惠」只是一種理想。誠如前述從 2007 至 2008 年，當淡馬錫不斷以資金挹注美林證券後，使其持股逼近 10%，然而根據美國政府規定，外資在美國企業的持股若超過 10% 時，將展開國家安全層級的調查，<sup>83</sup>所以淡馬錫投資美林證券一案，讓美國擔憂是否會造成經濟安全上的危害，甚至可能形成新加坡與美國在金融產業上的利益衝突。

註 79 王遙、劉笑萍，「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」，頁 91-100。

註 80 林上祚，「淡馬錫整合官股股權規模越滾越大」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300245,00.html>。

註 81 Robert O. Keohane and Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, pp. 8-10.

註 82 Joshua Aizenman and Reuven Glick, "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?" *FRBSF Economic Letter*, 2007-38 (December 2007), pp. 1-3.

註 83 吳慧珍，「美林壽資，淡馬錫再送炭 34 億美元」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,120504+122008073100418,00.html>。



## 2. 新加坡主權基金與受資國間的零合競爭

過去認為，國際政治就是零合政治，經濟上相互依存就是非零合政治；但事實上，經濟相互依存也存在著零合競爭，特別是由於在主權基金的投資中，往往事涉龐大的商業利益。誠如前述，新加坡主權基金積極投資東協各國，造成鄰國擔憂自身產業遭致併購與壟斷，甚至造成產業發展上的零合競爭。

## 3. 新加坡主權基金的不平等海外投資

相互依存的定義，不應該侷限於相互間平等的依存，事實上在行為體的交往中，往往存在著不對等的狀況。事實上，許多強勢而積極的主權基金，不斷收購經濟較為落後國家的企業。誠如前述，新加坡主權基金對於泰國與印尼電信產業的鉅額投資，但泰國與印尼卻因為經濟實力懸殊而無法平等地進入新加坡，使得泰國與印尼兩國不得不作出反應以求自保。又例如 2010 年 8 月，淡馬錫投資中國最大線上視訊網站的「土豆網」(Tudou.com)，金額達 3,500 萬美元，<sup>註 8</sup>顯示新加坡希望積極參與正快速增長的中國線上視訊市場，其中特別是廣大的手機用戶。但是另一方面，中國的主權基金要進入新加坡的網路市場也相當困難，如此亦形成不平等的投資模式。

## 4. 新加坡主權基金造成與受資國的不穩定關係

從權力的角度來看，相互依存仍然充滿著「敏感性」與「脆弱性」，這其中包括了經濟、政治與社會等不同層面。誠如前述，由於許多主權基金投資國與受資國之間的關係並非基於互利，一方面投資國可能因為經濟損失而懷疑受資國從中破壞或設下投資陷阱；而受資國也可能擔心投資國會產生與本國產業的零合競爭，因而加以反對或干預，所以此一投資行為就隱藏著政治與經濟上的「敏感性」與「脆弱性」。例如在 2008 年初，新加坡的主權基金曾透過外商銀行大舉匯入資金進入臺灣，準備逢低布局台股，但因金額太大，結果造成臺灣匯市的大幅波動，<sup>註 9</sup>也因而引發台灣與新加坡之間政治經濟關係的「敏感性」。

## 二、新加坡主權基金對受資國資金挹注的「經濟激勵」

誠如前述，新加坡主權基金在全球化與貿易自由化的情況下迅速發展，為全球資本市場注入了一股新的能量，也提升了受資國在債券、股票或房地產等方面的價格，對於財務亮紅燈的基金與企業提供了緊急紓困資金。此一經濟效果，從相互依存的角度來說，顯示經濟力與非國家行為體的重要性；另一方面則可以藉由格里科 (Joseph M. Grieco) 與伊肯博里 (John Ikenberry) 所提出的「經濟激勵」(economic incentives) 來加以解釋。所謂經濟激勵就是某一「主導國」(initiator state) 承諾或實際給予某一「接受國」(target state) 經濟上的利益，以使其服膺於主導國的要求。

註 8 吳瑞達，「土豆網再增資，淡馬錫力挺」，工商時報，<http://news.chinatimes.com/mainland/0,5245,50504426x122010080600215,00.html>。

註 9 羅兩莎，「主權基金危機中小額登台」，聯合報，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN4/4559684.shtml>。

### (一) 新加坡主權基金對於受資國的直接經濟利益

經濟激勵在手段方面，可以分成三種，分別是主導國直接給予接受國經濟利益、主導國對於接受國進行市場開放、主導國准許接受國加入國際經貿組織等三大類。<sup>86</sup>從本研究來說，新加坡所扮演的是主導國的角色，而受資國則是本文之前所談論的主權基金接受國，而從主權基金的資金挹注效果來說，應是屬於第一類的直接給予利益。

### (二) 新加坡藉由主權基金與受資國形成策略聯盟

對於主導國來說，經濟激勵的目的則有四個，包括與接受國形成策略聯盟 (strategic alignments)、形成軍事盟國、維持戰時聯盟與防止友邦轉向敵對國家，<sup>87</sup>從新加坡對接受國進行資金挹注的模式來說，基本上是屬於第一類，也就是藉此增進與其他國家的經貿整合與緊密聯繫，進而形成策略聯盟，但實際成果往往並不公開。

### (三) 新加坡與受資國的條件影響經濟激勵效果

有關經濟激勵的效果，歸納格里科、伊肯博里與哈斯 (Richard N. Haass)、歐蘇立文 (Meghan L. O'Sullivan) 等學者的觀點，認為與以下三點有密切關係：<sup>88</sup>

#### 1. 接受國的特徵

倘若接受國的經濟問題極為嚴重，其容易接受經濟激勵；而當接受國與主導國之間的關係良好，接受國將更能滿足主導國的期待。德斯 (Dilip K. Das) 也指出，主權基金的發展攸關三個面向，首先是該基金的發展層次；其次是接受國的經濟水準；第三是國際機構之角色。<sup>89</sup>因此，當某一國家對於新加坡的資金需求越是殷切時，就越受到此經濟激勵的箝制。例如當前中國的中小企業、微型企業和農戶正值快速發展期，在不斷擴展規模的情況下貸款需求甚大，但是中國金融機構卻認為此一風險太高而興趣不足，只願意貸款給大型企業。另一方面，由於近年來中國的通貨膨脹壓力增加、人民幣升值與緊縮貨幣政策等因素，擠壓了中小企業的獲利空間，根據浙江工業大學企業戰略研究所在 2011 年對於 257 家中小企業的調查顯示，超過九成缺乏資金；特別是從 2011 年開始，人民銀行已經提高了存款準備率五次、升息二次，由於銀行放貸額度日益減少，造成中小企業要從銀行得到貸款更為困難。在此情況下，許多長江三

註 86 Joseph M. Grieco and John Ikenberry, *State Power and World Markets: The International Political Economy* (New York: W.W. Norton and Company, Inc., 2003), pp. 181-184.

註 87 Joseph M. Grieco and John Ikenberry, *State Power and World Markets: The International Political Economy*, pp. 184-185.

註 88 Joseph M. Grieco and John Ikenberry, *State Power and World Markets: The International Political Economy*, pp. 191-193. Richard N. Haass and Meghan L. O'Sullivan, "Conclusion," in Richard N. Haass and Meghan L. O'Sullivan eds., *Honey and Vinegar: Incentives, Sanctions and Foreign Policy* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2000), pp. 162-176.

註 89 Dilip K. Das, "Sovereign-Wealth Funds: Assuaging the Exaggerated Anguish about the New Global Financial Players," *Global Economy Journal*, Vol. 8, Iss. 4 (October 2008), pp. 1-15.

角、珠三角的中小企業，都面臨半停工、停工的狀態，成為中國中小企業發展的最大隱憂，<sup>9</sup>但另一方面也顯示一市場空間非常龐大。因此淡馬錫趁隙參與，先後投入人民幣 400 億元，於 2011 年 4 月 18 日在山東省曹縣設立首家「村鎮銀行」，五年內預計將開設 400 家，以積極布局中國的中小企業貸款市場。<sup>10</sup>當前，胡錦濤積極推動「小康社會」與「社會主義新農村」等改革政策，扶持中小企業與農戶成為重要措施，目前預估此一貸款需求高達人民幣 15 兆元，因此淡馬錫提供中國鉅額貸款的支援，對於中國這個「接受國」來說實為重要的經濟激勵。

## 2. 主導國的條件

當主導國對於經濟激勵的控制能力越高，其對於接受國的影響越大；而當接受國可以從其他國家獲得相同的經濟利益，而主導國無法阻擋這些替代者時，則其激勵效果會下降；而當主導國亦具有經濟制裁（economic sanction）能力時，則其激勵效果將大幅提升。因此，當新加坡可以完全控制資金進出的額度，而接受國的資金來源無法分散，甚至新加坡可以隨時停止資金挹注以作為制裁時，則此經濟激勵的效果會大幅提升。誠如前述，由於中國的中小企業需要貸款，中國金融機構卻興趣缺乏，至於其他國外金融機構則因對於中國社會欠缺瞭解與文化隔閡，因此具有進入障礙。至於新加坡則因同為華人社會，文化與中國接近，加上誠如前述淡馬錫近年來與中國建設銀行、中國銀行合作密切，因此具有相當之競爭優勢；另一方面，此次淡馬錫所投資的村鎮銀行，經歷長達 8 年的準備，高薪延攬台灣的中國信託副總經理張儉生與大眾銀行副總經理曹中仁等具華人身分之金融人才，<sup>11</sup>並與中國銀行以合資方式進行，<sup>12</sup>使得新加坡這個「主導國」具有不可替代性，對於中國這個接受國的經濟激勵效果大幅增加。

## 3. 接受國與主導國的國內制度

接受國與主導國的國內政治與經濟制度，都會直接影響經濟激勵成功與否的可能性與效果。以主導國的新加坡來說，其在經濟上是資本主義的模式，政治上雖然是採取多黨制的三權分立制度，但人民行動黨卻長期一黨獨大與持續執政，言論自由的程度也受到質疑，因此其主權基金在國外進行投資時，會受到若干接受國的國內政經制度限制，造成經濟激勵效果受限；另一方面，若接受國的國內政經制度對於新加坡並無疑慮，則新加坡主權基金的經濟激勵效果會大幅增加。例如誠如前述，淡馬錫與中國銀行所合資成立的「村鎮銀行」，中國銀行占有 90% 的股權，淡馬錫雖然目前僅有

註 9 黃欣，「陸逾 9 成中小企大喊缺錢」，工商時報，<http://news.chinatimes.com/mainland/17180501/122011060700207.html>。

註 10 陳澄和，「布局中小企市場，淡馬錫砸人民幣 400 億」，聯合晚報，<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/6337444.shtml>。

註 11 孫中英，「淡馬錫揮軍大陸，年薪千萬挖角」，聯合報，[http://pro.udnjob.com/mag2/fn/storypage.jsp?f\\_ART\\_ID=59766](http://pro.udnjob.com/mag2/fn/storypage.jsp?f_ART_ID=59766)。

註 12 淡馬錫所投資的村鎮銀行，係由其控股的全資子公司富登金控（Fullerton Financial），與中國銀行合資成立，名稱為「中銀富登村鎮銀行」。陳澄和，「布局中小企市場，淡馬錫砸人民幣 400 億」，聯合晚報，<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/6337444.shtml>。

10%，但根據中國當前的法令，可將股權提高到 49%，如此則新加坡主權基金對於中國經濟激勵的效果，將更為顯著。<sup>註 94</sup>

#### (四) 新加坡主權基金經濟激勵所可能產生的風險

有關經濟激勵的風險，首先，就接受國說，可能因為在經濟激勵下使其經濟成長，反而成為主導國的競爭者；<sup>註 95</sup>而對於主導國來說，當兩國間的經濟利益日益緊密後，若干主導國內部的企業或組織也會因而受益，因此會要求與遊說主導國政府給予接受國更多的經濟激勵；而就第三國來說，可能因為某一接受國所獲得的經濟激勵過多，造成「排擠效果」，使得其他國家獲得的激勵減少，進而採取威脅的手段希望獲得更多，而主導國也會因為如此降低分配效率。<sup>註 96</sup>

在美國發生次貸風暴後，全球金融機構面臨了一波波的倒閉潮，由於其影響層面甚廣，因此受到影響的不只是一家企業，而是一個國家。所以，新加坡的主權基金在此時的海外投資，就充分扮演了「經濟激勵」中的「主導國」角色，至於許多歐美國家則成為「接受國」。例如 GIC 於 2007 年 12 月以 97.5 億美元向瑞士銀行注資，以維持該銀行資產負債所需的資金，<sup>註 97</sup>持股達到 9.8%；<sup>註 98</sup>2008 年 1 月投資花旗銀行 68.8 億美元，持股達到 3.7%。<sup>註 99</sup>至於淡馬錫則著重投資英、美兩國的金融業，以英國來說，2007 年 8 月首先投資巴克萊銀行 19.2 億美元，持股達 2.1%；<sup>註 100</sup>2008 年 1 月增加渣打銀行的持股，從 18% 提高到 19%，<sup>註 101</sup>並繼續投資巴克萊銀行 20 億美元而取得 19% 的股份。<sup>註 102</sup>而對於美國，淡馬錫則鎖定美林證券，2007 年 12 月挹注 50 億美元；<sup>註 103</sup>2008 年 7 月美林因次貸風暴而虧損過於嚴重，宣布將透過股票發行來籌資 85 億美元，結果淡馬錫再挹注 34 億美元，如此使其在美林的持股比例提高到 10%。<sup>註 104</sup>如此，都使得新

註 94 陳澄和，「布局中小企市場，淡馬錫砸人民幣 400 億」，聯合晚報，<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MA13/6337444.shtml>。

註 95 Robert Lee Suettinger, "The United States and China: Tough Engagement," in Richard N. Haass and Meghan L. O'Sullivan eds., *Honey and Vinegar: Incentives, Sanctions and Foreign Policy*, pp. 12~32.

註 96 Joseph M. Grieco and John Ikenberry, *State Power and World Markets: The International Political Economy*, pp. 194~197.

註 97 關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，頁 72~79。

註 98 鄭凌雲，「2007 年主權財富基金境外投資概況及 2008 年展望」，國際金融研究（北京），2008 年第 6 期（2008 年 6 月），頁 14~19。李儀坤，「各國主權基金概況」，頁 45~64。

註 99 黃彥斌，「全球主權基金的發展及可能影響之研究」，經濟研究（臺北），第 9 期（2009 年 3 月），頁 297~328。

註 100 鄭凌雲，「2007 年主權財富基金境外投資概況及 2008 年展望」，頁 14~19。

註 101 關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，頁 72~79。

註 102 同註 99。

註 103 朱美智、忠世靜，「主權財富基金的興起及其影響」，頁 1~31。李儀坤，「各國主權基金概況」，頁 45~64。

註 104 吳慧珍，「美林籌資，淡馬錫再送炭 34 億美元」，中時電子報網站，2008 年 7 月 31 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,120504+1220080731004,18,00.html>。

加坡與歐美國家的經貿整合與聯繫更為緊密，而達到新加坡政府的目的。

## 陸、結 論

本文認為新加坡主權基金可以透過相互依存之概念進行探究，首先，其投資他國的跨公司與受到國際組織的規範，都顯示非國家行為者的重要性與日遽增；其次，從 2008 年開始的全球金融危機中，該基金的影響力大幅增加，象徵軍事力日益被經濟力所取代；第三，其海外投資也造成其他國家經濟安全上的疑慮，代表非軍事安全的重要性日益受到重視。而我們從新加坡的個案中，也可發現雖然各國間是處於相互依存的關係，但仍有機會出現衝突與零合競爭，雙方也可能產生不平等與不穩定的狀態。另一方面，本文從經濟激勵的角度出發，認為新加坡的確能夠扮演「主導國」的角色，透過主權基金給予某一「接受國」經濟上的利益，形成所謂「經濟激勵」，但同時也可能反過來對某一接受國暫停或減少投資，以達到「經濟制裁」的效果，這正呼應了相互依存理論中，兩個國家在合作的同時，又帶有衝突、零合競爭、不平等與不穩定狀態的可能性。以下，僅提出三點總結：

### 一、新加坡主權基金「內外有別」的政治影響

從新加坡主權基金發展的政治意義來說，本研究認為產生了「內外有別」的不同反應。從新加坡內部來說，民眾對於該國主權基金的發展多數是持正面的態度。特別是新加坡的主權基金與其他國家相較，積極朝向制度化發展，不但成為各國發展的楷模，而且有助於其經營績效的提升，其中淡馬錫誠如前述就曾創下投資報酬率 18% 的佳績。因此，新加坡主權基金的表現不但對於新國的財源貢獻良多，而且還可以還富於民，既讓民眾可以退稅，又可享受優厚退休福利，因而增加民眾對於政府的支持；此外，藉此吸引了更多跨國公司進駐，並且提高了新國的國際政經地位。

而對於國際來說，新加坡主權基金卻又成為許多國家擔憂的對象，特別是東南亞鄰國。而這種「內外有別」的情況，是否與新加坡的非完全民主政治體制，以及言論、新聞自由仍受限制有關，值得深思。在「民本思想」的統治思維下，新加坡民眾一方面因主權基金而獲利，一方面也看不到媒體與反對黨對於主權基金的批評，因此對於新加坡主權基金與執政黨自然呈現高度肯定的態度。不過值得注意的是，淡馬錫在 2009 年 2 月 7 日突然無預警宣布，該公司總裁何晶決定卸下職務，由於淡馬錫拒絕說明其原因，使得外界因資訊有限而傳言紛紛，多數揣測應與何晶是星國總理李顯龍妻子的特殊政治背景有關，因為如此總使外界認為淡馬錫有政經不分與家族企業的疑慮，所以下台避嫌；此外亦有傳言指出是因該公司從 2007 年 12 月開始以超過 50 億美元的資金，注入美林證券，結果在次貸風暴後損失慘重，因此何晶下台以示負責。<sup>16</sup>

註 16 梁東屏，「淡馬錫換總裁，李顯龍妻下台」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112009020800237,00.html>。

由此可見，新加坡的非完全民主政治體制，對於主權基金的經營與發展，也產生了若干負面影響。

## 二、新加坡主權基金成為中國仿效的對象

當前，GIC 與淡馬錫一求穩健另一求積極，一布局於海外一著眼於國內，一對子公司嚴密掌控另一採取放鬆，如此優勢互補與相輔相成的兩手策略，成為其他主權基金的仿效對象，其中特別是中國。由於新加坡的華人占多數，因此與中國在文化上十分接近；加上新加坡一方面由執政黨一黨獨大的長期執政，另一方面則強調法治、廉潔、效率與經濟發展，因此被稱之為「開明專制」或「新威權主義」，這與中國所強調的「政左經右」路線相當接近。因此，中國的中投公司，是在 2007 年才成立，其在發展的過程中所參考的就是新加坡的經營模式，克里 (Alex Cree) 就指出，中國的主權基金，是學習中東與新加坡的發展與運作方式，其中特別是淡馬錫。<sup>註 5</sup>事實上，中投一方面參考 GIC，成立國家外匯投資公司來進行運作，<sup>註 6</sup>另一方面在投資模式上則是參考淡馬錫，針對策略性產業進行直接控股管理，如此可以提升獲利水準與國際競爭力。<sup>註 7</sup>

## 三、當前新加坡主權基金發展仍是優高於劣

當前，新加坡主權基金的競爭優勢，本文認為首先是其採取策略性的管理模式，因此與其他國家相較更具積極主動性；其次，是堅持商業化的經營原則而避免成為政府機構；第三，是明確與股東、政府及子公司間的關係，政府採取「掌而不控」的態度；第四，是其組織與員工強調專業性，而避免官僚化；第五，是其風險管理作為相當慎密嚴謹，並善於利用委外投資，且以併購方式為主。但另一方面，新加坡主權基金在海外的積極布局，也讓許多國家感到憂慮；而其資訊不對稱所形成之政經風險，以及是否受到外界監督的說法不一，也都成為發展劣勢。特別是在次貸風暴後，從 2008 至 2009 年新加坡的主權基金開始出現虧損，以淡馬錫為例一年之間損失高達 278 億美元，金額相當於新加坡 GDP 的 18%，也相當於新加坡外匯存底的 16%。<sup>註 8</sup>例如 2009 年拋售在英國巴克萊 (Barclays) 銀行的所有持股，虧損就高達 8.14 億美元。<sup>註 9</sup>這一方面摧毀了新加坡主權基金至今從未虧損過的神話，另一方面也讓大家開始深思

註 5 Alex Cree, "Managing China's Sovereign Wealth Fund Development: An American Strategy for Setting Rules and Norms," *The Journal of International Policy Solutions*, Vol. 9 (Spring 2008), pp. 27-32.

註 6 孫明德，「中國對外直接與主權基金投資之成效與展望」，頁 64-69。

註 7 陳家驊、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，頁 163-174。

註 8 工商時報社論，「從淡馬錫鉅額虧損談主權基金」，中時電子報，2009 年 8 月 5 日，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,11051403+122009080500256,00.html>。

註 9 「淡馬錫虧損沽售全部巴克萊股份」，2009 年 8 月 4 日，新浪網，請參考 <http://financenews.sina.com/fchinese/000-000-107-102/803/2009-06-04/0246438588.shtml>。

主權基金在運作上的問題。

總的來說，本文認為新加坡主權基金的若干劣勢，是所有主權基金都有的普遍現象，因為只要其背後的股東是政府，就必然會有政治的敏感性，而新加坡與其他國家相較，受到質疑的程度還是比較低的。加上其競爭優勢非常明顯，使得劣勢尚不構成發展的威脅。而當前經營績效不彰，固然有若干制度上的問題，但主要還是國際經濟因素所致，因此當未來景氣復甦之後，相信以其過去以來的優異表現，發展還是非常樂觀的。

最後，誠如經濟學家楚門（Edwin M. Truman）所指出，過去十年許多政府透過主權基金快速累積了國際資產，但這些政府資產管理公司對於國際金融體系產生了若干問題，其中最重要的莫過於透明與課責（accountability）的問題；此外，國家的策略目標也往往會介入資產管理之中，這使得經濟或金融並不是主要的管理原則，而是政治，並且以國家利益作為主要考量；然而如此所可能產生的政治對抗，卻會形成貿易保護主義。<sup>註⑩</sup>因此，本文希望新加坡能夠繼續扮演主權基金的領導者與示範者角色，帶領更多新興經濟體的主權基金，朝向更加健康、透明、課責與避免政治介入的方向發展，否則若發生政治對抗與貿易保護主義，將對於全球經濟發展帶來災難。

\* \* \*

（收件：98年12月7日，接受：100年4月12日）

---

註⑩ Edwin M. Truman, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," Policy Briefs of Peterson Institute for International Economics, No. 07-6 (2007.8), pp. 1-9.

# A Political-Economic Analysis of the Development and Influences of Singapore's Sovereign Wealth Funds

*Shih-Ping Fan*

Professor

Graduate Institute of Political Science  
National Taiwan Normal University

## Abstract

In the past, the Sovereign Wealth Funds of Singapore was viewed as a paradigm for global Sovereign Wealth Funds due to its outstanding management performance and successful management model. Regardless of Government of Singapore Investment Corporation and Temasek Holdings (Pte) Ltd, these two major Sovereign Wealth Funds constructed divergent development trajectories and investment patterns. Except for collectively improving Singapore's political-economic power around the world, they also benefited Singaporean citizens financially. Through theory of "interdependency" and "economic incentives," this study analyzes the meaning of the development of Sovereign Wealth Funds in Singapore since its origin. The significance and competitive advantage became salient especially after the 2007 economic crisis caused by the subprime storm in the U.S. However, it was evident that the phenomenon of large exporting funds and enterprise amalgamation gradually aroused other countries awareness.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Singapore, Temasek, Theory of Interdependency,  
Theory of Economic Incentives



## 參考文獻

- 「外匯存底」, Stock Q.org 網站, <http://www.stockq.org/economy/reserve.php>。
- 「香港聯繫匯率制度」, 維基百科, <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E8%81%AF%E7%B9%AB%E5%8C%AF%E7%8E%87%E5%88%B6%E5%BA%A6>。
- 「淡馬錫下金蛋, 新加坡政府屢發紅包」, MSN 新聞網, <http://news.msn.com.tw/news928421.aspx>。
- 「淡馬錫虧損沽售全部巴克萊股份」, 2009年8月4日, 新浪網, 請參考 <http://financenews.sina.com/ftchinese/000-000-107-102/803/2009-06-04/0246438588.shtml>。
- MBA 智庫, 「主權財富基金」, MBA 智庫百科, <http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=%E4%B8%BB%E6%9D%83%E8%B4%A2%E5%AF%8C%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。
- 工商時報社論, 「從淡馬錫鉅額虧損談主權基金」, 中時電子報, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,11051403+122009080500256,00.html>。
- 王遙、劉笑萍, 「經濟安全與主權財富基金投資動向研究」, 廣東金融學院學報 (廣州), 第23卷第6期 (2008年11月), 頁91~100。
- 朱美智、忠世靜, 「主權財富基金的興起及其影響」, 國際金融參考資料 (臺北), 第55輯 (2008年6月), 頁1~31。
- 余凌霄, 「觀念平台: 主權基金的重點」, 中時電子報, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110514+112008100500054,00.html>。
- 吳父鄉, 「淡馬錫設農銀, 涉炒地」, 經濟日報, <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MA13/6226080.shtml>。
- 吳瑞達, 「土豆網再增資, 淡馬錫力挺」, 工商時報, <http://news.chinatimes.com/mainland/0,5245,50504426x122010080600215,00.html>。
- 吳慧珍, 「美林籌資, 淡馬錫再送炭 34 億美元」, 中時電子報, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,120504+122008073100418,00.html>。
- 吳銀魯, 「全球化前瞻策略: 新加坡淡馬錫經驗」, 臺灣東南亞學刊 (南投), 第5卷第2期 (2008年10月), 頁53~64。
- 李儀坤, 「各國主權基金概況」, 臺灣經濟金融月刊 (臺北), 第44卷第7期 (2008年7月), 頁45~64。
- 林上祚, 「淡馬錫整合官股權規模越滾越大」, 中時電子報, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300245,00.html>。

- 林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，證交資料（臺北），第 548 期（2007 年 12 月），頁 58~69。
- 金管會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會，[http://www.fscey.gov.tw/news\\_detail2.aspx?icuitem=3861125](http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=3861125)。
- 唐玉麟、陳洛薇、林上祚，「動用外匯，府建議成立主權基金」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100104,00.html>。
- 孫中英，「淡馬錫揮軍大陸，年薪千萬挖角」，聯合報，[http://pro.udnjob.com/mag2/fn/storypage.jsp?f\\_ART\\_ID=59766](http://pro.udnjob.com/mag2/fn/storypage.jsp?f_ART_ID=59766)。
- 孫明德，「中國對外直接與主權基金投資之成效與展望」，臺灣經濟研究月刊（臺北），第 31 卷第 5 期（2008 年 5 月），頁 64~69。
- 康世人，「認定淡馬錫不當競爭，印尼最高院駁回上訴」，中央社，<http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/080912/5/15t6y.html>。
- 梁東屏，「淡馬錫換總裁，李顯龍妻下台」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112009020800237,00.html>。
- 陳世憲，「次貸風暴延燒，新興國家主權基金趁勢崛起」，臺灣經濟研究月刊（臺北），第 31 卷第 6 期（2008 年 6 月），頁 53~59。
- 陳家葵、孫明德，「中國大陸對外直接投資與主權基金發展及可能限制」，財稅研究（臺北），第 41 卷第 2 期（2009 年 3 月），頁 163~174。
- 陳澄和，「布局中小企市場，淡馬錫砸人民幣 400 億」，聯合晚報，<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/6337444.shtml>。
- 傅沁怡、雷盈，「彭淮南：設主權基金可採星國模式」，經濟日報，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN2/4548131.shtml>。
- 彭漣漪，「新加坡第一的秘密」，遠見雜誌（臺北），第 294 期（2010 年 12 月），頁 313~317。
- 黃欣，「陸逾 9 成中小企大喊缺錢」，工商時報，<http://news.chinatimes.com/mainland/17180501/122011060700207.html>。
- 黃彥斌，「全球主權基金的發展及可能影響之研究」，經濟研究（臺北），第 9 期（2009 年 3 月），頁 297~328。
- 葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，信報財經月刊（香港），2007 年 10 月，第 367 期，頁 32。
- 遠景基金會，「主權財富基金發展現況」，遠景基金會，[http://www.pf.org.tw:8080/web\\_edit\\_adv/admin/temp\\_lib/temp2/temp2a4/template\\_view.jsp?issue\\_id=132&pv=2&byfunction](http://www.pf.org.tw:8080/web_edit_adv/admin/temp_lib/temp2/temp2a4/template_view.jsp?issue_id=132&pv=2&byfunction)。
- 劉傑中，「資訊透明、不投資軍火、不道德產業，清清白白也能賺大錢，挪威主權財富基金」，DIGITIMES 科技網，<http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=00000>

81870\_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH。

劉鳳元。「主權經濟的發展與監管」，經營與管理（天津），2008 年第 7 期（2008 年 7 月），頁 66~67。

潘助、尹德瀚，「主權基金傾國威脅，國際擬規範」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

鄭凌雲，「2007 年主權財富基金境外投資概況及 2008 年展望」，國際金融研究（北京），2008 年第 6 期（2008 年 6 月），頁 14~19。

謝錦芳，「郭明鑑：臺灣應效法星運用外匯存底」，中時電子報，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300244,00.html>。

藍蔚迎、余慕蕪、洪財隆，「東亞金融整合與主權財富基金」，臺灣經濟研究月刊（臺北），第 31 卷第 6 期（2008 年 6 月），頁 78~83。

羅兩莎，「主權基金危機中小額登台」，聯合報，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN4/4559684.shtml>。

關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，中國人民大學學報（北京），2008 年第 5 期（2008 年 10 月），頁 72~79。

蘇俊銘，「淺談主權財富基金」，證券期貨月刊，第 26 卷第 1 期（2008 年 1 月），頁 43~47。

Aizenman, Joshua and Reuven Glick, "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?" *FRBSF Economic Letter*, 2007-38 (December 2007), pp. 1~3.

Allen, Mark and Jaime Caruana, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2008).

Cooper, Richard N., *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community* (New York: McGraw-Hill, 1968).

Cree, Alex, "Managing China's Sovereign Wealth Fund Development: An American Strategy for Setting Rules and Norms," *The Journal of International Policy Solutions*, Vol. 9 (Spring 2008), pp. 27~32.

Czinkota, Michael R., Ilkka A. Ronkainen, and Michael H. Moffett, *International Business* (Ohio: Thomson/South-Western, 2002).

Das, Dilip K., "Sovereign-Wealth Funds: Assuaging the Exaggerated Anguish about the New Global Financial Players," *Global Economy Journal*, Vol. 8, Iss. 4 (October 2008), pp. 1~15.

Deutsche Bank, *Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise* (Frankfurt: Deutsche Bank, 2007).

Elson, Anthony, "Sovereign Wealth Funds and the International Monetary System," *The*

*Whitehead Journal of Diplomacy and International Relations*, Vol. IX, No. 2 ( Summer/Fall 2008 ), pp. 71~82.

Epstein, Richard A. and Amanda M. Rose, "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow," *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76 ( Winter 2009 ), pp. 111~134.

Freedom House , 「Freedom in the World」, Freedom House 網站 , <http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=363&year=2009> 。

Gilpin, Robert, *The Political Economy of International Relations* ( New Jersey: Princeton University, 1987 ).

Gilson, Ronald J. and Curtis J. Milhaupt, "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism," *Stanford Law Review*, Vol. 60, No. 5 ( March 2008 ), pp. 1345~1369.

Grieco, Joseph M. and John Ikenberry, *State Power and World Markets: The International Political Economy* ( New York: W.W. Norton and Company, Inc., 2003 ).

Guzzini, Stefano, *Realism in International Relations and International Political Economy* ( London: Routledge, 1998 ).

Haass, Richard N. and Meghan L. O'Sullivan, "Conclusion," in Richard N. Haass and Meghan L. O'Sullivan eds., *Honey and Vinegar: Incentives, Sanctions and Foreign Policy* ( Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2000 ), pp. 162~176.

Hildebrand, Philipp M., "The Challenge of Sovereign Wealth Funds," Lecture at International Center for Monetary and Banking Studies ( Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 18 December 2007 ), pp. 1~17.

Keenan, Patrick J., "Sovereign Wealth Fund and Social Arrears: Should Debts to Citizen be Treated Differently than Debts to Other Creditors?" *Virginia Journal of International Law*, Vol. 49, No. 2 ( June 2009 ), pp. 432~472.

Keohane, Robert O. and Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition* ( New York: Longman 2001 ).

Kern, Steffen, *Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise* ( Frankfurt: Deutsche Bank, 2007 ).

Kimmit, Robert M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy," *Foreign Affairs*, January/February 2008 ( February 2008 ), pp. 119~130.

Suettinger, Robert Lee, "The United States and China: Tough Engagement," in Richard N. Haass and Meghan L. O'Sullivan eds., *Honey and Vinegar: Incentives, Sanctions and Foreign Policy* ( Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2000 ), pp. 12~32.

Truman, Edwin M., "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," Policy Briefs of Peterson Institute for International Economics, No.07-

6 (2007.8), pp. 1~9.

Truman, Edwin M., "The Management of China's International Reserves: China and a Sovereign Wealth Fund Scoreboard," presented for Conference on China's Exchange Rate Policy (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 19 October 2007), pp. 1~34.