

主权财富基金国际管制框架研究

王艳

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 虽然大多数经济体在针对主权财富基金管制的法律框架、审查机构、审核标准和程序等要求不尽相同,但总体来看审查与管制力度相对较大,主权财富基金面临着较大的约束与现实挑战。本文从 IMF、OECD 等国际组织以及美国、欧盟、澳大利亚、俄罗斯等主要经济体对主权财富基金的管制,研究当前全球主权财富基金国际管制框架,并以美国为例,对接受国管制主权财富基金投资行为的审核体系进行了详细分析。

关键词: 主权财富基金 ; 国际管制 ; 圣地亚哥原则 框架研究

引言

所谓主权财富 (Sovereign Wealth),是相对于私人财富而言,指国家通过财政预算安排、国有矿产资源或国有资本金收益分配和国际收支净盈余等方式积累、由政府或政府主导的部门管理和控制、以外国货币形式持有的具有公共属性的财富。进入 21 世纪初以来,伴随着国际资源性商品价格的持续高涨、全球经济失衡的进一步加剧,中东与亚洲地区外汇储备总量持续快速增长,如何有效管理国家巨额外汇储备,实现外汇储备保值增值成为了这些经济体面临的难题。由独立于央行和财政部的专业投资机构管理的主权财富基金,作为管理国家外部财富一种特殊投资实体形式,成为了许多拥有巨额外汇储备国家的现实选择。

主权财富基金是全球经济失衡的产物,同时也是改善失衡状况的重要现实手段。正是由于主权财富基金的整体规模庞大、投资策略具有较强的隐蔽性,因此在某些情况下存在加剧国际金融市场波动的可能性,但更多的却是主权财富基金对于普遍适用的传统西方投资惯例和投资管制体系的挑战和冲突,这直接导致某些西方发达国家为主权财富基金贴上了不信任甚至“威胁”的标签,交杂着爱恨情结。一些国家纷纷加强了外资限制措施,金融保护主义在全球金融危机爆发以来中有所抬头。不过,除了投资接受国对主权财富基金的监管体系外,国际组织也加紧协调各主权财富基金和投资接受国制定规范的国际准则。值得注意的是,一方面这些规范准则并不具备强制约束性,另一方各国金融保护主义也在抬头,因此其实践效果还有待检验。本章分别从 IMF、OECD 等国际组织以及美国、欧盟、澳大利亚、俄罗斯等主要经济体对主权财富基金的管制,考察了当前全球主权财富基金国际管制框架,并以美国为例对投资接受国对主权财富基金投资行为的审核体系进行了详细的分析,研究表明虽然大多数经济体在针对主权财富基金的法律框架与审查机关、审查理由与标准以及程序要求等方面不尽相同,但总的来看,目前审查与管制的力度相对较强,主权财富基金的发展面临着较大的约束。

一、国际组织对主权财富基金的管制

(一) IMF 对主权财富基金的有关原则与管制

2007 年 11 月,国际货币基金组织 (IMF) 召开了第一次主权财富基金圆桌会,对主权财富基金的管制等方面问题开始了正式的讨论。2008 年 3 月,IMF 理事会通过了制定主权财富基金“最佳行为”准则的决定。2008 年 4 月 30 日至 5 月 1 日,IMF 召集主权财富基金成员国在华盛顿进一步讨论制定准则事宜。本次会议上成立了主权财富基金国际工作小组 (International Working Group, IWG),由其负责制定“最佳行为”准则的草案。事实上,“最佳行为”显然是遵从了西方发达国家的价值判断标准,针对主权财富基金特别是新兴市场国家的主权财富基金设置了较高的行为准则标准,因此其必然遭到了众多主权财富基金母国的反对。由于不同的主权财富基金,无论是从基金规模来看,还是从其母国国情以及法律

制度来看，往往存在较大差别，发达经济体所提出的“一刀切”要求以及过高的管制标准，对诸多主权财富基金，特别是许多新近成立的或者规模较小的主权财富基金造成较大的利益损害。在经历了多次反复的讨论后，IMF 最终将准则的名称修改为“普遍接受的原则与实践”（Generally Accepted Principles and Practices, GAPP），并于 2008 年 10 月公布。该准则的内容经华盛顿、新加坡和圣地亚哥三次会议讨论，并在第三次会议上达成一致，因此又被称为“圣地亚哥原则”。

“圣地亚哥原则”的主要宗旨是确定一套能正确反映适当的公司治理和问责性安排以及主权财富基金审慎、稳健投资做法的公认原则与实践框架。主权财富基金国际工作小组通过对部分国家主权财富基金的良好做法进行考察、对其它国际组织所已经采用的并适用于主权财富基金活动的有关原则和具体实践进行总结和提炼，得出了“圣地亚哥原则”的主要内容。

“圣地亚哥原则”力求保证主权财富基金继续为母国、投资接受国以及国际金融体系带来经济与金融利益。“圣地亚哥原则”的主要目标是支持那些由其政策目标所指导的、具有良好的宏观经济政策效应的体制框架、治理方法和投资业务。“圣地亚哥原则”的发布让人们更加了解主权财富基金是追求经济与财务利益的实体，有利于促进国际金融体系的稳定、减轻保护主义压力、帮助维持开放、稳定的投资环境。“圣地亚哥原则”还会使各主权财富基金特别是新建立的主权财富基金能够建立、检验、改善其组织结构、政策和投资做法。

具体来看，“圣地亚哥原则”包含三方面的关键性内容：（1）宏观政策协调与法律架构；（2）公司治理与制度架构；（3）投资与风险管理体系。

第一条来看，主要是协助主权财富基金实现与国家宏观经济政策的协调一致，为全球经济稳定作出贡献。

第二条来看，一个好的治理结构将有效地区分所有者、治理机制、管理层三方的职能，进而使主权财富基金得管理层不受政治影响，实现独立经营、自主开展投资业务。从第三条来看，明确的投资政策可保障主权财富基金始终致力于遵守严谨的投资计划和投资做法，而可靠的风险管理框架又有利于促进良好的投资活动和透明度。

最后，需要指出的是，“圣地亚哥原则”是一套自愿性质的原则，主权财富基金国际工作小组的各成员是自愿支持、已经执行或希望执行这些原则和实践的。“圣地亚哥原则”的条款服从于政府之间达成的共识以及法律和监管要求，其具体执行均需要服从于本国相应的法律。“圣地亚哥原则”当中列出的原则、实践以及相应注释，是为了多方面指导当前及未来的主权财富基金的活动（最重要的是依照其投资政策目标进行专业投资），并为相关的法律和体制改革提供参考。考虑到在国际资本流动变化过程中，许多主权财富基金仍处于制度建设阶段，同时也有可能出现其它的主权财富基金形式和安排，尤其是对于新近建立的主权财富基金来说，“圣地亚哥原则”的执行中可能将面临有一定困难。根据“圣地亚哥原则”的相关条款，这些主权财富基金可以在一定的时间内实现其预期的长期资产配置和相应的业绩评估标准，之后才能披露一些相关信息，而对于其它可能已有成熟做法的主权财富基金，GAPP 可被视作最低标准。主权财富基金国际工作小组将为各主权财富基金提供一个与投资接受国持续交流看法的、自愿参加的平台，同时其也具备检查主权财富基金经营汇总信息的定期收集、披露和解释等方面的职能。

2009 年 4 月 6 日，由全球 23 个主权财富基金代表组成的国际工作组在科威特召开会议。会议发布了《科威特宣言》，宣布成立主权财富基金国际论坛（International Forum of Sovereign Wealth Funds），取代国际工作组的工作职能。主权财富基金国际论坛是一个自愿性组织，其成立的核心意图是推广主权财富基金所遵循的“圣地亚哥原则”，促进国际社会和金融市场深化理解主权财富基金的投资行为，敦促国家社会共同维护一个公开、公正和非歧视性的良好投资环境，遏制金融保护主义，提供一个投资接受国、国际组织和金融市场参与方的对话平台，加强多边合作与协调。

（二）OECD 对主权财富基金的有关原则与管制

经济合作与发展组织（OECD）一直以来所重点关注的是投资自由、无歧视和透明度原则，因此，在主权财富基金的有关原则与管制方面，其更多的是侧重于规范投资接受国接受主权财富的问题。经济合作与发展组织自 2006 年推行投资自由化进程，所成立的多边论坛包括了 30 个成员国和 5 个设立主权财富基金的非成员国，主要是包括欧盟、中国、俄罗斯、南非、印度等国，以便围绕主权财富基金相关的国际投资制度进行政策协调与完善。2008 年 6 月，经合组织发布了《主权财富基金和接受国政策报告》，该报告包括三个主体，即《部长级宣言》、《经合组织对投资自由的一般化政策》和《投资接受国有关国家安全的政策指引》。其中《部长级会议宣言》属于一种政治上的支持行为，《经合组织对投资自由的一般化政策》是《投资接受国有关国家安全的政策指引》的设立基础，而后者则是规范投资接受国相关政策和投资审核的普遍适用的国际标准。

从具体内容来看，《投资接受国有关国家安全的政策指引》囊括了以下四个方面的原则。

（1）非歧视原则，这是成员国制定外国投资审核制度时应当遵循的首要原则。即，成员国政府在审核所有外国投资时包括主权财富基金的投资时，应当执行同一标准和相同的审核程序，只有在成员国政府确实能够证明该措施或程序无法切实保障国家安全时，才可以采取个别审核的特殊措施。

（2）合理的透明度和可预测性原则。成员国针对外国投资的审核政策和审核程序应当尽量的透明化和公开化，确保政策具有相当的稳定性和延续性，以使得外国投资者对政府的相关审核事项和审核结果具有一定的可预测性。例如：对相关规则进行立法和公布；政府在修订相关投资政策时应给予一定的缓冲期，明确追溯期，并适当征询相关利益方的意见与建议；针对外国投资的审查应确保保密性原则，且明示相关审核期限，切实维护外国投资者的商业机密和商业利益；政府应合理公开相关的各类报告、立法、议案等。

（3）比例原则。成员国政府针对外国投资行为的限制与额外交易条件必须以保护国家安全为基本界限，不可额外追加相关官僚程序演变为金融保护主义。在具体操作中强调：一虽然何等事项涉及国家安全由成员国政府自行判断，但其审核也仅限于对国家安全的考量；二成员国针对本国的投资开放水平应当进行专业的技术评估；三是成员国的投资限制和审批措施，其针对外国投资风险的限定是明确的，通常是对政府正常的产业或一般性法律审核程序之外的补充手段，并非常规必然程序；

（4）责任原则。成员国政府高层针对立法、司法和行政部门涉及外国投资的管控措施、禁止行为以及政策影响力评估应承担明确的责任归属，即向全体国民负责、积极参与国际双边或多边协商机制、向外国资本提供协助途径、较高层级的政府机构确定重要决策以及进行有效的公共部门管理等。

二、主要经济体对主权财富基金的管制

（一）美国对主权财富基金的有关立法与管制

在美国，伴随金融市场的成长与发展，金融监管体系在经过了管制、放松与重新管制的历程之后，建立一整套的金融管制法律体系框架。主权财富基金在美国与其他基金机构一样受到证券法、银行法和公司法等系列法律法规的约束与管制。与此同时，由于美国没有设立专门的针对外商投资的法律，因此对于不涉及重要战略的行业，外国投资一般适用国民待遇原则。但 20 世纪末以来，随着主权财富基金的快速发展，美国政府对主权财富基金的关注度不断上升，逐步建立了相应的投资审查法律体系。

1988 年设立的《埃克森——佛罗里奥法》（Exon-Florio Law）被公认为是美国现行投资审查法律体系的基础，该法又是 1950 年《美国国防产品法》的修正案推出的，可以见得其是一部以保护美国国防安全为主要目的的法律。该法授予了美国总统一项特权，使其可以

中止、禁止或撤销任何可能导致外国人控制美国经济或对美国国家安全造成威胁的交易。2007 年，为了对主权财富基金以及由他国政府控股的其它企业的投资行为进行限制，美国《外国投资国家安全法案》经总统布什签署生效。该法案对外国资本进入美国的投资行为实施了全新的审查与管制，并对外资并购涉及国家安全问题的相关界定给出了新的解释，进一步加强美国对外国投资行为的约束与限制。该法案规定，外国投资委员会将对“1988 年 8 月 23 日之后提议或待决的，可能导致外国人控制美国商业的任何交易”进行审查。根据审查结果，任何由外国人所控制的、可能对美国国家安全形成威胁的交易将被视为“受管辖的交易”（Covered Transaction）。2008 年 12 月 22 日，《外国投资国家安全法案》的实施细则——关于外国人合并、收购和接管规定》正式生效。该实施细则规定，如果美国外国投资委员会对某个外资的投资目的存在疑虑，不论其入股比例多少都可以对交易进行审查，进而可以否决有关的并购交易；对已完成的外资并购也具有重新审查权，进而可以对其实施制裁措施；如果审查对象存在故意或者明显的疏忽而向委员会提交不实或存在遗漏的信息，则将被处以二十五万美元的罚款。

值得注意的是，法案关于外国资本对投资对象是否具有“控制”能力的界定相当宽泛，并未通常使用的持股多数股权的原则，而是完全依据外国投资委员会的自行调查与审核。具体来看，法案所定义的“控制”是指能够命令、限制或针对投资实体具有重大影响力的权力，包括但不限于以下事项：销售、租赁、抵押、质押或转让投资对象的部分或全部财产中的；关闭或转移投资对象的生产或研发设施；解除或不履行投资对象的合同；投资对象的解散。因此，收购者没有决定或控制股票发行人基本商业决策的意图，即“仅仅为投资目的时”，投资委员会可认定该投资不具有“控制”。反过来说，主权财富基金虽然只对美国某投资对象持有少数股权也可能因为符合其他“控制”要素，而被委员会判定为存在“控制”威胁。同时，法案还要求主权财富基金披露其具体的投资目的与目标、机构组织情况以及金融数据等信息。由此可以看出，根据该法案内人，主权财富基金几乎所有投资行为都得接受美国外国投资委员会的审查。

此外，美国还通过与部分主权财富基金签订单独会议约定，对主权财富基金在美的投资行为展开进一步的管制。2008 年 3 月 20 日，美国政府与来自阿联酋、新加坡的两只主权财富基金签订了“华盛顿约定”，在承诺不设置保护主义壁垒以限制证券投资或外国直接投资、建立可预测性的投资体系、不对主权财富基金投资者区别对待以及以尽可能的不干预方式尊重投资者的决定等概念模糊的原则后，对主权财富基金提出了以下五项要求：第一，主权财富基金的投资行为应当以单纯追求财务收益为目的，而不是直接或间接地实现其母国的政治意图；第二，主权财富基金应当适时披露相关历史时期的投资信息，如投资目的、投资目标、体系架构及财务信息，特别是资产配置、基准及回报率等内予以披露；第三，主权财富基金自身应具备完善的治理机制、健全的风险管控体系和完善的内控制度；第四，主权财富基金应当在私营领域与其他投资者进行公平竞争；第五，主权财富基金应当尊重并遵从投资接受国所制定的、可适用的相关规章制度。

总的来看，主权财富基金给国际投资立法与相关规则的制定带来了新的课题，使国际投资相关规则面临新一轮调整、完善，世界各国、各经济组织将会在这个立法过程中进行激烈的博弈。需要承认的是，成立一个协调机构的确是解决主权财富基金问题的有效途径。从当前来看，无论是国际货币基金组织还是经济合作与发展组织，或者其他的国际组织，应抛却个别的利益偏好与成见，逐步建立一个纲领性文件，作为主权财富基金国际组织的基本法，以利于制定主权财富基金的统一规定和准则、确定纠纷解决和救济方法。主权财富基金国际组织应当发布主权财富基金公司的有关治理指引、信息披露准则与标准体系，通过对主权财富基金的相关问题与风险的调查和评估，提出有针对性的意见和建议，通过和利益相关方、其他国际相关机构和组织进行沟通和协调，对主权财富基金争端进行调解和仲裁等。

（二）欧盟对主权财富基金的有关立法与管制

在欧盟，考虑到主权财富基金发展至今一直未对其经济金融形成明显的负面影响，欧盟委员会暂时没有推动针对主权财富基金的有关立法。但是，在欧盟内部各成员国中，对主权财富基金的监督与管制有着较大的差异：以法国和德国为代表的部分成员国对主权财富基金的潜在影响表现得更为忧虑，通过严格的国家安全审查措施限制其进入；以英国、意大利为代表的成员国则对主权财富基金持积极的欢迎态度，反对向其施加过于严格的监管。

2005年12月30日，法国颁布了第2005-1739号政令，全面修订国家关于外国投资的审核政策，确立了“外国投资预审批”的标准。根据该项法令，外国资本针对法国企业的相关投资、并购行为如果涉及到法令所列示的11项涉及国家安全利益的产业或领域，就必须向法国政府提请预先审批请求。这11个敏感行业包括：博彩；私人安全服务；禁止非法使用生物药剂或有毒药剂；窃听设备；信息技术行业系统评估和鉴定；信息系统安全相关产品和服务；双重用途产品和技术；数字应用加密和解密系统；涉及国防安全的业务；武器、装备以及用于军事炸药和战争装备的业务；合同规定向国防部提供研究或供应设备的业务。很明显，该政令与欧盟共同体条约中涉及投资开发的相关约定存在冲突，但法国一直未对欧盟委员会的说明要求做出回应，而欧盟委员会也并未就此依据相关共同体条约强制法国进行条文修改。

作为欧洲的另一经济大国—德国，政府针对外国投资特别是日益增长的主权投资一直持有谨慎态度，德国政府的相关部门包括财政部和经济部还成立专门委员会，针对主权财富基金参股或控股德国企业而可能对国家安全形成的威胁进行评估和制定应对举措。2008年，德国颁布《对外经济法修正案》，该法案于2009年正式生效。新的修订法案使得政府对外国投资的审查范围从军工机械装备行业扩展到能源、港口、机场、铁路等基础设施、电信及邮政等多个行业领域，授权政府针对非欧共同体成员国的外国投资尤其是主权财富基金的投资行为执行更为严格的审查程序，政府更被赋予“一票否决权”可以直接阻止外国针对德国的所谓威胁国家安全的投资行为。很明显，法案中对什么是“威胁国家安全”的标准定义模糊，使得外国投资者对德国政府的审核行为无法获得稳定的预期，政府甚至可能基于政治和外交的需要扭曲相关审查标准，某种程度上此法案的出台正是金融保护主义抬头的一个明显迹象，这无疑将大幅削弱德国市场对外资的吸引力，从而必然遭到德国工商业的普遍反对。但是，德国政府却坚持认为主权投资很可能受到其国家政治利益的驱动而对本国国家安全构成威胁，因此不仅积极推动国内进行立法修订以抵制主权投资，此外一直鼓吹欧共同体采取一致行动，严格审核主权投资针对欧洲领先企业的敌意并购。从目前来看，德国政府往往将主权财富基金与对冲基金相提并论，对两者实施较为相似监督与管制，此外德国拟议在重要大型企业中设立政府“金股”，即对企业股东会决议具有一票否决权，以保护德国具有政治或战略性意义的关键性行业不被主权财富基金所控制。很明显，此制度设计的真正意图是使政府成为企业重大决策事项的最终控制方。

与法国、德国对主权财富基金采取措施抵制主权财富基金不同，英国政界人士对主权财富基金更多地持欢迎态度，对于针对具体的主权投资的限制性金融保护主义行为持否定观点。在2007年10月26日中国投资公司成立尚不足一月时，伦敦金融城市长就第一时间访问中国，邀请中投在伦敦设立分支机构。他认为目前尚无足够的理由强迫主权财富基金进行完全的信息透明，而在伦敦金融城，其政府管制的基础是“以风险为基础”的管理模式，保持政府与机构之间的“持续对话”，以防范可能出现的各类风险。

意大利政府公开宣布支持主权财富基金获得自由市场准入权，并表示政府不会针对潜在投资者设置任何的国别限制。政府更注重的是外国投资对促进本国经济发展的积极作用，例如对濒临破产的意大利航空公司注资以扭亏为盈，增加国民就业机会¹。

¹ 都父，主权财富基金的暗战[J]，国际融资，2008年第1期，第24-29页。

（三）澳大利亚、俄罗斯等其他国家对主权财富基金的有关立法与管制

澳大利亚对主权财富基金的管制主要是对其投资活动对澳大利亚国家安全以及国家利益的影响进行审查。澳大利亚于 1975 年颁布的《外商并购与参股法》，规定政府有权对外商投资是否符合澳国家利益等方面内容进行审查。此外，澳大利亚《公司法》及行业部门法等法律以及政府的有关方针、政策也是其管制主权财富基金的重要依据。

在以上法律规定的基础上，澳大利亚建立了外国投资审核的基本法律架构，包括《外国并购法》、《外商并购与接管条例》和《外商并购与参股条例》等，外国投资审查委员会受国家财政部委托直接负责对外国投资行为的审查。在该框架下，外国私营企业投资方购买澳大利亚企业股份超过 15%、外国国有企业投资方持股澳大利亚企业（无论比例大小）、以及其他任何可能涉及澳大利亚国家实质经济利益，或者取得澳洲城市土地权益的投资情形，都必须接受外国投资审查委员会的审核。具体审查标准如下：是否符合国家的政策和法规（特别是涉及国家安全和具有战略性意义的重要行业，包括通讯、金融、航空、传媒等核心领域）、是否与澳洲国家安全利益相一致，否有利于澳洲长远的可持续发展的经济发展等。

澳大利亚政府 2008 年颁布实施《外国政府在澳投资指引》，对主权财富基金施加更为严厉的管制。该指引针对主权财富基金在澳投资规定了六项审核要求：（1）投资者必须独立于其所在国政府；（2）投资者必须符合澳洲法律，并严格遵循一般性商业原则；（3）投资行为不能妨碍正常行业竞争或导致相关行业领域的过度集中与垄断；（4）投资行为需遵从澳洲税务制度和相关法律法规；（5）投资行为不涉及澳洲国家安全事项；（6）投资行为不能妨碍澳洲当地商业的正常运营和发展，还应承担相应的社会责任。这六项制约主权财富基金投资行为的审核内容，使主权财富基金在澳发展设下了严重的障碍，而其对有关国家安全标准方面的模糊定义，更为其未来从政治因素考虑管制主权财富基金提供了更多的空间。

虽然俄罗斯本身就是主权财富基金的母国，但其对外国投资者却一直保持较为谨慎的态度。2004 年 8 月，时任俄罗斯总统的普京签署了总统令，公布了一个总统有权审批其改制的 1000 多家企业名单，规定这 1000 多家企业的并购必须经过总统的批准。俄罗斯采取如此谨慎的态度主要有两方面的原因。其一，外国资本此前大量收购俄罗斯重要的企业和资产，引起俄罗斯对国家经济安全的担心。较为著名并购案例：2003 年，英国壳牌投资入股俄秋明石油公司，持股比例为 50%；2004 年，美国 Conoco Philips 石油公司收购俄罗斯卢克石油公司，投资金额为 19.88 亿美元，持股比例 7.59%；2005 年，德国西门子动议并购俄罗斯动力机械集团，拟控股 70% 股权，最后实际批准入股 20.62%；2005 年，美孚石油公司发起收购尤科斯石油公司部分股份。其二，俄罗斯主权财富基金在对外投资活动中受到国外的限制后，俄罗斯选择应对策略以保护自身利益。普京在 2007 年亚太经合组织峰会上曾表示，一些国家立法限制外国投资，对俄罗斯的投资进行了人为的限制，其将被迫采取相应的步骤来保护自己的利益。

2008 年 5 月 5 日，俄罗斯通过了《外资进入国防和国家安全战略性产业的程序法》，对外国私人投资者在战略行业企业持股份额进行了限制，对于持股比例达 50% 以上的需经外资委员会批准。同时该法还规定外国政府控制的企业不得控股俄罗斯战略企业，相关行业包括能源、电信、航空、矿业、空间技术、核能等 42 个行业。根据该法第 5 条，主要有三类行为将被判定为外国投资控制了俄罗斯的战略产业：（1）外资直接或间接持有公司半数以上股权（具有投票权），或在董事会拥有 1/2 以上席位；（2）控股人有权任命管理层 1/2 以上的相关人员；（3）外资直接或间接拥有俄罗斯联邦级战略性地下资源区块十分之一以上股权（具有投票权）。2008 年 7 月 6 日，俄罗斯联邦政府进一步通过了《关于成立监督外资进入战略企业的政府委员会的决议》，成立外资审查政府委员会，“对外资进入对国防和国家安全有战略意义的企业实施监督”，“依法审批外国投资者或外国投资集团可能对战

略企业形成控制的投资活动”，同时在俄联邦反垄断署内部建立外资监督局，行使主管部门职权。此外，该决议还对限制外资进入俄战略企业的行为管制设定了更多的补充措施。

总的来看，各国对主权财富基金的相关立法主要体现在对其投资活动管制方面。作为对外资立法的组成部分，部分国家在一般性外资立法的基础上，针对主权财富基金专门设置了特别规定。从目前来看，许多国家都对主权财富基金投资可能造成的国家安全问题提出了较为严格的审查要求，但由于国家安全这一概念在不同的国家有不同的定义，同一个国家不同监管部门对其认识也不同，因此，各国在针对主权财富基金的相关立法方面往往选择保留审查机构的自由裁量权。此外，由于主权财富基金的投资行为由早期的被动投资策略逐步转向主动积极策略，其所进行股权投资和进入战略行业开始更多地受到公司法和证券法等其他相关法律法规的规制。此外，本轮全球金融危机爆发以来，愈来愈多的主权财富基金开始涉足金融领域，特别是在发达国家争相入股金融公司，考虑到金融行业对宏观经济与国家安全的重要影响，许多国家将其列为敏感行业，设立了专门的金融法与监管部门对其进行监管，因此主权财富基金面临的监管制度将比过去更为严格。

比较而言，对主权财富基金并购活动的管制是许多国家监管的核心，其往往主权财富基金以获取控制权为目的的并购作为规制的重中之重，对影响其国家安全的行业的并购，立法要求其必须经过审批。各国对主权财富基金并购活动的监管，还包括对其并购后权利的限制。部分国家认为，主权财富基金可能具有的政府战略意图可能将过度干预企业的经营管理。他们要求主权财富基金可以自愿不在年度股东大会作股权投资，或者为谋求投资利益而参与投票，则应自愿公布长期投资政策与原则，避免制造意外惊吓；并自愿公开揭露实际投票意向，供外界判断是否符合其政策与原则。但值得注意的是，限制投资者在公司治理中的作用一般是被认为违反投资自由化原则和公司法律制度中同股同权的制度的行为，投资接受国政府仅仅因为主权财富投资基金具有一定政府背景就对其实行不同的公司治理待遇，实际上将对其公司法的私法属性带来冲击。因此，从目前来看，各国在完善立法中关于主权财富基金公司治理及股东权行使的限制将是一个充满争议的问题。

三、投资接受国对主权财富基金投资行为的审核体系：以美国为例

在上述有关立法与管制规定之下，许多国家特别是发达国家都设立了结构较为复杂的审核体系，表1简单罗列了美、德、法、加、澳五个具有较为典型的代表性国家的外资安全审核机制。下面，本论文将以美国为例，具体分析当前全球主要投资接受国对主权财富基金投资行为的审核体系。

表1 美、德、法、加、澳五国外资安全审核机制比较

	法律框架与审查机关	审查理由与标准	程序要求
美国	《外资与国家安全法》；美国外资委员会	有可靠的证据使总统认为外国人的控制行为可能具备损害国家利益的威胁；总统认为，在当时的情形下，除《国际紧急经济权力法》以外的法律未赋予自己充分适当的权力来保护国家安全。	完整过程包含四个阶段：发起、初审（30天）、调查（45天）和总统决策期（15天），此外还包括向国会监督，以及风险化解等制度。
德国	《对外贸易法》；德国外资委员会	适用于欧盟和欧洲自由贸易联盟（由冰岛、列支敦士登、挪威、瑞士组成）之外的外资；投资者收购德国企业25%以上的份额；交易可能危及公共秩序和公共安全。	不详。
法国	《外资法》、《货币与	2004年修改法律规定下列投资须获得	事后审查为主，但明确规定

	金融法》；经济与财政部负责实施。	事先批准：从事或者可能偶尔行使公权力的企业；从事可能影响到公共秩序、公共安全或自然保护活动的企业；从事武器、军需品和爆炸性物质的的研制、生产或销售的企业。具体行业包括航空器材、能源、核能、密码系统、生物科技、纳米技术等。没有明确标准。	的行业须事先获得批准。审查期限最长 1 个月，除非与交易方同意审查延期。
加拿大	《加拿大投资法》；工业部投资审查署和传统部文化产业投资审查办公室负责审查。	总标准：是否“给加拿大带来净利益”。六个参考因素是：对就业、出口、进口等的影响；在该目标企业中本国公民的参与程度；对生产力、技术进步、创新和产品多样性的影响；对竞争的影响；与本国工业、经济和文化政策的兼容性；对增强加拿大在国际竞争力的贡献。具体标准因交易方的国籍、行业、金额和交易结构等因素而不同。	交易方须在投资开始后 3 日内申请审查。初审为 45 天。初审结束后，部长可决定延长 30 天，进一步延长需与交易方协商。实际时间多超过 75 天。审查机关应同相关部和省投资部门协商。信息须保密。
澳大利亚	《外资并购法》及《外资并购条例》；财政部负责，外资审查委员会实施。	大部分行业小规模交易不受审查，审查对象是“与国家利益相悖”的交易，包括对本国企业的“实质性利益”并购或计划并购金额达到 1 亿澳元的；计划投资达到 1 千万的新建企业；对传媒业组合投资达到 5%，以及全部非组合投资；外国政府及其机构的直接投资等。	交易方应事先申请审查。审批在法定期间内有效，若计划交易超过该期限或交易方在获批后达成了新协议，或交易未在 12 个月内结束，须重新审批。审批所用时间依具体情况而异。信息须保密。

（一）对主权财富基金投资行为的审核主体

一是外国投资委员会。成立于 1975 年的外国投资委员会主要负责监控和评估主权财富基金投资行为对美国的影响。在经历了 2007 年改组之后，外国投资委员会财政部长、司法部长、国土安全部长、商务部长、国防部长、国务卿、能源部长、劳动部长、国家情报部部长九个部门负责人组成，在特殊情况下，其他部门的负责人也可受总统指派参加外国投资委员会。外国投资委员会主席可以根据单独的主权财富基金投资个案设立一个外资并购国家安全审查牵头部门。该部门作为个案审查的主管部门，有权力代表外国投资委员会与交易相关方就“缓和协议”（Mitigation Agreement）展开谈判，给外资委员会提交阶段性报告，向国家情报部门领导、司法部长以及与个案存在着实际关联关系的部门领导报告，并负责监督该“缓和协议”的执行情况。事实上，从目前来看，外国投资委员会已经与其成立初期相比有了较大的变化，其具体职能由监控、评估外资的影响纯发展成为对外资并购享有调查权、对处理方案享有建议权的强有力的执行机构。

二是总统。根据 2007 年《外国投资和国家安全法案》，美国总统在涉及国家安全的审查中，具有决定权、宣布权和执行权三项权能。决定权是指总统有权做出阻止一个主权财富基金并购交易的决定，此项权力仅为总统所有，即便是外国投资委员会，也只有相关的建议权。宣布权是指，当外国投资委员会调查结束后向总统提交调查报告后，总统有权力在 15 天内做出最终决定并向公众宣布。执行权则是指总统在宣布决定之后，可以直接命令司法部长针对主权财富基金的投资行为执行相关决定。

三是国会。在过去,受信息披露不足问题的影响,国会对审查的具体情况缺乏了解,导致其往往过多的对外资并购交易的国家安全审查进行了不合理的干预,对宏观经济与金融市场造成较大负面影响。《外国投资和国家安全法案》对国会在主权财富基金并购审查方面给予了更多的监督审查职权,要求外国投资委员会负责部门的部长在签署条款时需向国会报告,并接受国会对其行为的监督。在具体操作中,负责部门的部长须亲自签署提交给国会的有关审查与调查确认书、免于调查的决定书以及启动重新调查的决定书。在审查程序结束后,部长需向国会书面报告审查的具体内容,并保证外国投资委员会审查通过的主权财富基金有关交易将不会对国家安全构成威胁,或者达成的“缓和协议”已经解决了对国家安全的所有潜在问题与不利影响。此外,外国投资委员会还需定期(一般按年度)向国会提交详尽的报告,详细分析报告期内已审查或调查的主权财富基金交易相关信息,而国会高级成员可以对相关交易或缓和协议的实施情况展开进一步的了解和质询²。

(二) 对主权财富基金投资行为的审核程序

首先是非正式磋商。根据2008年《外国投资和国家安全法案》的实施细则,主权财富基金投资交易各方应先与外国投资委员会进行非正式磋商。通过非正式磋商的方式,交易方与外国投资委员会成员机构在正式程序开始之前预先沟通,有利于外国投资委员会尽早掌握主权财富基金的有关交易情况,甄别其是否可能涉及国家安全的信息。非正式磋商使外投资委员会有相对较为充裕的时间来考虑交易是否涉及国家安全问题,与并购交易方就交易方式或达成协议展开详尽的探讨,以避免交易可能涉及的国家安全问题。《外国投资和国家安全法案》的要求,非正式磋商中所涉及到的有关信息,将作为正式申报内容的组成部分,并按保密条款所规定的细则接受保护。

其次是提交审查申请。根据规定,凡涉及主权财富基金“获取、并购或接管”美国实体的交易方,应当向外国投资委员会自愿提交审查申请,由外国投资委员会就该交易是否涉及国家安全等问题展开审查。这里虽然明确申请是“自愿”行为,但美国政府也可以对未及时提出申请的交易方启动强制程序。根据规定,在任何情况下,只要是由被外国政府控制或者代表外国政府利益的实体进行的并购交易,都应接受由外国投资委员会实施的强制调查³。外国投资委员会成员机构可以主动向财政部长递交机构通报,从而启动审查程序。考虑到美国政府的强力监管以后在并购交易过程中可能出现的风险,交易双方往往都会为了避免并购交易在政府的干预下长久处于不确定状况而选择主动提交审查申请。

再次是接受审查调查。在主权财富基金与交易方自动申报之后,外国投资委员会将先对其进行为期约30天的审查,确定该项交易是否可能危害国家安全。如若外国投资委员会在审查后认为该项交易不会对美国的国家安全造成任何不利影响,则调查程序结束。但如果除劳工部和国家情报局两个成员外,外国投资委员会的任何其他成员认为该项交易可能存在威胁国家安全,并且在审议阶段未能达成缓和协议的,主权财富基金与交易方则需进入为期约45天的调查期。与此同时,主权财富基金并购交易受外国政府控制的、交易使外资控制重要核心基础设施、经审议交易可能损害国家安全且无法通过缓和协议磋商得到解决的以及负责审查的主要部门认为需要采取此种调查并得到外国投资委员会认可的有关交易,也需进入45天的调查期。如果外国投资委员会决定不需对外国政府控制的并购交易在30天审查期后再进行45天的全面调查程序,财政部或主要部门助理部长或以上级别官员需要确定该笔交易不会危及国家安全,方可结束调查程序。对于外资控股重要基础设施存在危及美国国家安全的可能性交易,同样也具有类似的免除45天全面调查的规定。

² 胡盛涛,寻求投资开放与国家安全的新平衡——美国境内外资并购中的国家安全审查制度及其对中国立法的借鉴[J],国际经济法学刊,2007年第1期,第20页。

³ 王小琼、何焰,美国外资并购国家安全审查立法的新发展及其启示——兼论《中华人民共和国反垄断法》第31条的实施[J],法商研究,2008年第6期,第35-39页。

最后是总统裁决。在调查结束后,对于通过调查审核的主权财富基金并购交易,外国投资委员会将向总统报告调查结果,并向总统提出是否批准交易的有关建议。如若在调查审核过程中,外国投资委员会各成员部门未能形成一致意见,则须将不同的意见汇总向总统报告。总统则需在 15 天之内对其做出最终的决定,并将结果向国会通报。

此外,如果在调查审核过程中交易方撤回申报,则调查程序将就此终止。而如果发现主权财富基金进行的交易可能影响的美国国家安全,则该交易应停止,或者主权财富基金与美国外国投资委员会签订一个降低影响的协议(更多的时候是主权财富基金向美做出一系列承诺,以降低可能造成的风险)。对于在在审查过程中发现申报人存在作伪证、提供虚假材料和误导性信息以及有隐藏关键事实行为的,或者存在故意违反与外国投资委员会所达成的关缓冲协议且无补救措施的行为,外国投资委员会可以重新对其展开审查程序,但重新审查的决定须由委员会副部级以上官员做出。

参考文献:

- [1] 伟恩, 主权财富基金及其对国际金融体系的影响[J], 中国外汇, 2007 年第 9 期。
- [2] 魏本华, 外汇储备管理与主权财富基金[J], 中国外汇, 2008 年第 4 期。
- [3] 文学, 我国主权财富基金的国际发展战略研究[J], 金融发展研究, 2008 年第 12 期。
- [4] 谢平、陈超, 论主权财富基金的理论逻辑[J], 经济研究, 2009 年第 2 期。
- [5] 谢平、陈超、柳子君, 主权财富基金、宏观经济政策协调与金融稳定[J], 金融研究, 2009 年第 2 期。
- [6] 叶楠, 亚洲主权财富基金探析[J], 亚太经济, 2009 年第 2 期。
- [7] 游春, 圣地亚哥原则及其对我国主权财富基金发展的启示[J], 金融纵横, 2009 年第 6 期。
- [8] 余永定, 见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱[J], 国际经济评论, 2010 年第 3 期。
- [9] 袁显平、柯大纲, 事件研究方法及其在金融经济研究中的应用[J], 统计研究, 2006 年第 10 期。
- [10] 徐宝君、陈胜华、陈建光, 新加坡淡马锡董事会运作模式研究[J], 会计师, 2007 年第 11 期。
- [11] 徐慧泉、杨朝军, 中央汇金模式下金融国有资产监管体系建设[J], 上海金融, 2005 年第 5 期。
- [12] 闫化海, 自愿性信息披露问题研究及其新进展[J], 外国经济与管理, 2004 年第 26 期。
- [13] 叶楠, 挪威主权财富基金运作对我国的启示[J], 新金融, 2008 年第 9 期。
- [14] 袁雄、余是、吴璐, 主权财富基金的风险控制——以中投公司的风险控制为例[J], 知识经济, 2009 年第 12 期。
- [15] 袁境、白煜, “淡马锡”模式与中国国资管理机构的角色定位[J], 经济体制改革, 2006 年第 5 期。
- [16] 张光红、王坤、吴航, 中国投资有限责任公司海外投资案例分析[J], 改革与战略, 2009 年第 1 期。
- [17] 张明, 高外汇储备难以承受之重[N], 第一财经日报, 2005 年 5 月 31 日。

The international control framework research of Sovereign wealth funds

Wang Yan

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract : Although the legal framework, review control, audit institutions standards and procedures for the sovereign wealth funds are not the same in most economies. But the overall inspection and control strength is opposite bigger and sovereign wealth funds facing greater constraint and reality challenge. This paper research the international control framework of current global sovereign wealth funds , based on the sovereign wealth funds control of the IMF, OECD and other international organizations and the United States, the European Union,

Australia, Russia and other major economies ,Then take the United States as an example to analysis the audit system of investment behavior in recipient control sovereign wealth funds.

Key Words: Sovereign wealth funds; international control; San Diego principle; framework research

收稿日期: 2012—04—08

作者简介: 王艳, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践