

# 國際投資法視野下國家主權基金 規範法制再思考

洪慧中 \*

## 綱 要

- |                  |                             |
|------------------|-----------------------------|
| 壹、緒 論            | 肆、國家主權基金適用雙邊投資保障協議之法律分析     |
| 一、研究動機與背景        | 一、對國家主權基金管制之反思              |
| 貳、國家主權基金投資概述     | 二、雙邊投資保障協議作為保護國家主權基金投資之法律框架 |
| 一、研究客體之界定        | 三、SWF 適用 ICSID 公約各要件之檢討     |
| 二、全球國家主權基金現況分析   | 伍、代結論                       |
| 參、國際投資法制規範架構綜覽   |                             |
| 一、內國法制           |                             |
| 二、國際宣言           |                             |
| 三、WTO 與 WTO 爭端解決 |                             |

## 壹、緒 論

### 一、研究動機與背景

2017 年，美國總統川普（Donald Trump）上任後，首要任務之一，即是兌現選舉時「美國優先」（America first）的政見，其內容為提升基礎建設支

\* 律師，國立交通大學科技法律研究所碩士。

出、將工作機會帶回美國。惟美國現階段財政赤字龐大，國家金源不足，如何實際落實此重大財政政策，向外資募資成了可行的路徑。同個時間點，中國投資有限責任公司（China Investment Corp.，簡稱中投或 CIC）是目前全球第二大主權財富基金，管理的資產規模多達 8,138 億美元。時任中投董事長的丁學東先生表示，中投可以在美國找當地夥伴合作，或是與其他外國人合資，借助中國過去三十年來的基礎建設，贊助川普總統此項計畫。焦點回到國內，2012 年，台灣的四大基金因操作績效不佳，慘賠九百億元，瀕臨破產邊緣，造成台灣社會一陣不安與紛擾。當時財政部長張盛和遂向經建會建議，因應國際金融趨勢，認為我國宜統合國內的四大基金（註一），以成立屬於我國的主權財富基金，並獨立於中央銀行之外以為經營操作。學界亦有表示相同看法者。

國家主權基金（Sovereign Wealth Fund，本論文以下簡稱 SWF）這顆國際金融市場的新興明珠，挾其龐大金源而來，宛如國際投資市場救世主。追朔其成因，一般認為，1953 年科威特投資局（Kuwait Investment Authority）利用石油出口所賺取之外匯儲蓄所成立的基金，於海外進行投資，是 SWF 的最早的雛形。然而，SWF 被國際鎂光燈所注目，卻是在美國發生次級房貸風暴時期。斯時全球金融一陣疲軟，華爾街百年金融機構更是面臨破產危機，幸而中東和亞州國家主權基金進場大舉收購，使得摩根史坦利（Morgan Stanley）、花旗銀行（Citibank）、美林集團（Merrill Lynch）等百年金融機構得以存活。

縱然，國際社會對於 2007、2008 年期間 SWF 之於國際金融秩序的貢獻與其所扮演的穩定性角色，抱持肯定的態度。然而，卻也是在金融危機雖解

---

註一：「財長新構想，四大基金合組主權基金」，經濟日報頭版，2012 年 11 月 16 日，網址：<http://paper.udn.com/udnpaper/PID0008/227052/web/#1L-4027724L>（最後瀏覽日期：2017 年 6 月 6 日）。惟，其實我國討論國家主權基金的設立聲浪一直存在，且無關執政者的黨籍。另可見，「蔡英文專訪：成立類主權基金，國家投資集團歡迎僑生」，中時電子報，2016 年 3 月 21 日，網址：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20160321000297-260102>（最後瀏覽日期：2017 年 6 月 6 日）。

除之後，歐美西方國家開始興起了國家主權基金究竟是敵是友的疑竇。有鑑於國家主權基金本質上帶有國家主權性，以及其組織架構的不透明，隨著 SWF 於國際金融市場上扮演著日益吃重的腳色，西方國家越發加深對於國家主權基金的深層擔憂，意即 SWF 商業投資背後藏有不單純的政治動機，恐對國家安全造成威脅，故西方國家乃大舉修改國內外資審議法規、加強對外資的審查機制。身為國家主權基金最愛投資的市場之一的美國，更是極力促擁國際貨幣基金(International Monetary Foundation, IMF)、世界銀行和 OECD 等國際組織，訂立規範 SWF 投資的國際宣言，促成了後續的聖地牙哥國際宣言(Santiago Principle)與 OECD 宣言。

蓋國家主權基金的興起，隱隱顯示美國經濟體在這新一波的全球資本主義(Recapitalization)浪潮下逐漸走下坡，而浪潮背後的本質，則是「國家資本主義」(State Capitalism)與「國家保護主義」在拔河。這股「國家資本主義」趨勢形成了國際資本逆流的反動現象，過往扮演資本輸出國的已開發國家，角色反轉成為了資本接受國。究竟國際投資領域該視這位新興投資主體為假商業投資之名，行政治盤算之實的蒙面巨獸，還是穩定國際金融秩序，帶動國際資本流動的機構商業投資者，是爭論之所在。

在全球貿易自由化的思潮下，世界區域經濟正在加速整合，台灣的經貿市場於當前相互依存的全球化脈絡下，國際經濟貿易市場的明日之星國家主權基金對台灣造成實質影響力。近年來，國家主權基金特別青睞台灣股市可見端倪，從 2005 年新加坡主權基金-新加坡政府投資公司首度入列於台積電前十大股東；2012、2013 國際原油價格衝破 120 美元，中東熱錢進駐潮，沙烏地阿拉伯央行及阿布達比等主權基金來台投資；及今年挪威的主權基金-從我國股票市場獲得的股息，高居其他國家主權基金來台投資之冠。上開現象，可見國家主權基金於國際法上發展的議題，台灣實有關注之必要性。

## 貳、國家主權基金投資概述

### 一、研究客體之界定

#### (一) SWF 之定義

國家主權基金，又稱為主權財富基金，美國財政部賦予如是定義：

「國家掌控的投資工具，財源來自於外匯資產，而獨立於官方儲備金而為管理投資。」

國際貨幣基金（International Monetary Foundation，IMF）進一步細緻化對國家主權基金的內涵，此定義而後更於專為國家主權基金而制定之「聖地牙哥宣言」所採用，成為國際上正式通用的定義：

「主權財富基金為政府所有，為總體經濟目的而設立的投資基金。主權財富基金持有、經營及管理這些資產，經營之方式，包括投資外國資產，以達其國內財政目標。至於國家主權基金的資產來源，通常來自：國家的收支盈餘、外匯操作、私有化收入、國內財政盈餘、或商品出口的收入。」

國家主權基金乃是當代投資法制底下具有獨特特徵之投資主體，有別於過去主權國家被動保守的傳統財富管理方式。從上開定義可推導出：(1)SWF 與私人財富乃相對應的概念，SWF 由被國家行政主體擁有或掌控。行政主體的性質，可能是一國中央政府、財政部、中央銀行或甚至是地方各級政府（尤其在聯邦體制的國家裡）。(2)SWF 多以持有外幣投資海外資產（foreign financial asset）之形式而為存在。(3)SWF 成立的目的係為了健全其所屬國家的總體經濟，其投資的考量會顧及其國內人民的總體利益，且 SWF 相較於一般的私人營利公司會更承擔一些社會責任。(4)傳統意義上，由中央銀行或財政部門為了操作匯率而直接管理的外匯儲備和國民年金皆非屬國家主權基金的範疇。

綜上所述，SWF 是個由一國政府所創設的特殊投資基金，透過投資外國資產，成為長期性的股東，主權國家將其國內的財政盈餘或資產再次投資入

國際市場。主權國家也因此使他們的經濟主權或影響力重新躍於國際投資舞台上 SWF 可謂係當代世界主權國家管理其資產之新工具。惟概念上 SWF 與國家外匯儲備和同為國家掌控實體的 SOE 有何異同？何以需要獨立作為一個研究客體，而不能涵蓋於一般國有企業的內涵之下為國際投資法的討論？此點仍須加以區辨與分析。

## (二) 與外匯存底之區別

外匯存底 (Foreign exchange reserves, 又稱外匯儲備), 與主權財富基金往往被相提並論, 因而容易引發混淆。兩種的共同點皆為國家所擁有, 同屬於廣義的國家主權財富, 來源也頗相似。然依然有其區別如下: (一) 官方外匯儲備反映在央行資產負債平衡表中; 後者則在央行資產負債平衡表以外, 有獨立的平衡表和相應的其他財務報表。(二) 官方外匯儲備資產的運作及其變化與一國國際收支和匯率政策密切相關, 而主權財富基金一般與一國國際收支和匯率政策沒有必然的、直接的聯繫。(三) 官方外匯儲備資產的變化產生貨幣政策效應, 即其他條件不變, 央行外匯儲備資產的增加或減少將引起一國貨幣供應量增加或減少。而主權財富基金資產的增減通常不影響該投資母國的貨幣供應量。(四) 各國央行在外匯儲備管理上通常採取保守謹慎的態度, 追求最大流動性與最大安全性, 而主權財富基金通常實行積極管理, 可以犧牲一定的流動性, 承擔更大的投資風險, 以實現投資回報最大化目標。(五) 外匯存底是為了保證國家的清償能力, 以高流動性而低收益性的資產為主; 而 SWF 則是在足夠滿足國際流動性與支付清償能力的條件下, 針對超額的外匯存底盈餘所進行的積極管理, 是以中等流動性和較高收益的外匯投資為主。

## (三) 與國營企業之區別

國營企業與國家主權基金兩者相比較, 兩者的相同點在於, 若 SWF 是以公司法人形式成立, SWF 與 SOE 在形式上則皆係由國家享有股份, 國家

是背後最大的股東。然而兩者的相異，可由「所有權持有」、「資金來源」、「營運的主要項目」、「投資模式」、「組織型態」和「投資目的」多方面進行分析比較。

首先就「所有權持有」分析，SWF 的所有權全部皆由政府掌控和持有；而 SOE 可能只由中央或地方政府持有部分所有權復就「營運的主要項目」分析，SOE 本於章程有其實體營業行為，以販售商品、提供服務，或提供國家水電等基礎設施方式為其獲利的主要方式；而 SWF 則以「投資海外標的」為其營業獲利項目，不從事實質生產行為，這也是兩者最大的不同。至於「資金來源」，雖然一些國有企業可能獲得國家補貼，但通常通過自己的活動收益來資助，而不是由國家外匯儲備來支付。而主權財富基金包括通過外貿商品或產品積累的貨幣儲備，與中央銀行或貨幣當局控制的官方儲備分開管理。四者，以「投資模式」觀察，SWF 的投資為金融性投資（Financial Investment），意即，純粹出於追求投資報酬率的考量，屬於間接投資或稱證券投資（Portfolio Investment）的模式；而 SOE 的投資主要為工業性投資（Industrial Investment），主要考量為是否能裨益營利主業或產生合縱連橫，而屬於 FDI 的投資模式。而這樣的差異也衍伸出 SWF 進行海外投資多未以取得標的公司控制性持股為目的，多扮演消極性投資人（Passive Investor），SOE 則多會爭取取得投資公司控制權的地位，以求能實質掌握該被併購公司，以利擴展事業版圖（註二）。五者，「組織型態」方面言，國營企業的組織則必須以營利性社團法人之型態呈現，SWF 的組織型態富有彈性，除了社團法人形式之外，尚可以中央銀行旗下的基金型態、財政部所屬的組織公部門型態呈現。再從法源依據比較，國營企業本於一國的公司法所設立，其公

---

註二：Id. 蓋美國 FINSA 的修法係起因於杜拜世界港口公司收購英國半島東方航運公司案，因英國東方航運公司擁有美國主要港口設施及設備，故此項收購案使美國擔心因此向中東國家門戶洞開，因此引發美國國會關注，並促成美國外資審議法的修法，對外資加深審查密度。關於杜拜世界港口公司收購案詳細細節，請參見 CONGRESS REPORT, THE COMMITTEE ON FOREIGN INVESTMENT IN THE UNITED STATES (CFIUS) (Apr. 6, 2017), <https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>.

司治理架構以及季年報的製作與公開皆須受到公司法的規範，但 SWF 卻可能本於憲法、公法下的組織法和公司法等法源所成立，不一定需要受到公司法對於公司架構的拘束。是否受到一國公司法拘束，衍伸出另一差異，SOE 係擁有獨立法人格而與國家分開，但 SWF 則不盡然，多有直接屬於國家公法人格一環之 SWF 類型者。末者，從「投資目的」上來看，SOE 追求的是其公司自身以及背後股東的經濟利益，但 SWF 的投資背後是為了將獲益挹注於其社會福利或其他建設，追求的是國內的總體經濟成長（註三），顯見 SOE 與 SWF 性質上屬於不同的國家掌控實體。

#### (四) 組織架構

SWF 的組織型態，因應各國的政治國情而有所不同，其組織型態歸納整理後，以三種模式呈現：(一)、「國家資產池型」：由一國的財政部或是中央銀行管理，以基金或類似的資產池形式存在，非法律上獨立的法人資格。挪威的「挪威政府全球養老基金」(The Government Petroleum Fund, 簡稱 GPF) 隸屬於挪威中央銀行底下，由旗下另設的專責單位投資管理公司 (Norges Bank Investment Management, NBIM) 負責運作，是國家資產池 SWF 的代表（註四）。其他如沙烏地阿拉伯、加拿大、俄羅斯、智利、墨西哥這些國家都採此類型。(二)、「公法人主權基金型」：以一國的公法組織法設立而成，具有公法人格，受國家財政機構或央行所管理。此種模式被南韓、科威特、卡達所採行。(三)、「公司型主權基金型」：以一國的公司法等民事法規設立而成，具有法律上的獨立法人格，與國家公法人完全分離，法律上獨自負擔

---

註三：Joseph E. Stiglitz, *Sovereign Wealth Funds - Distinguishing Aspects and Opportunities*, in *SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND LONG-TERM INVESTING* 26, 27 (Patrick Bolton, Frederic Samama & Joseph E. Stiglitz eds., 2011).

註四： *Governance Model*, NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/> (last visited June 5, 2017).

權利義務（註五），新加坡淡馬錫主權基金乃此型態的最佳範例。且較特別者，淡馬錫私人投資控股公司之地位更是受到新加坡憲法的明文保障（註六）。另外，中國大陸於晚近 2007 年方成立的中國投資有限責任公司（China Investment Corp.，簡稱中投、CIC），亦是以新加坡淡馬錫為模範而架構其組織，其法源基礎為中國大陸公司法，具有獨立的法人格。

此三種分類對於本研究後續的討論，至為重要，以下表格一整理之（註七）：

表一 SWF 三種組織架構分類

型態	內涵與法源	例子
國家資產池型	由財政部或是中央銀行管理，以基金的形式存在，非法律上獨立的法人資格。挪威主權基金的法源基礎是「政府石油基金法」。	沙烏地阿拉伯貨幣局、挪威政府全球養老年金。
公法人型	澳洲的「未來基金法」（註八）、紐西蘭的「紐西蘭養老基金及退休基金法」、愛爾蘭的「國家退休準備基金法」	澳洲未來基金、紐西蘭的養老基金與愛爾蘭的國家儲備養老基金。
私法人型	以「公司法」或「投資公司法」設立。	中國投資公司、新加坡淡馬錫、新加坡政府投資公司。

茲有附言者，SWF 的組織架構，往往又會影響其監管模式（Governance）。舉例言之，同享國家主權基金模範生美名的挪威政府全球養老年金與新加坡淡馬錫投資公司，即是兩種截然不同組織型態的 SWF。挪威政府全球養老年

註五：Fabio Bassan, *Sovereign Wealth Funds: A Definition and Classification*, in *RESEARCH HANDBOOK ON SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND INTERNATIONAL INVESTMENT LAW* 41, 33 (Fabio Bassan eds., 2015).

註六：新加坡共和國憲法條文第 83 條：「應在新加坡並為新加坡設立——個統一基金，在新加坡任何現行法律的制約下，將新加坡一切不作為特定目的之用的收入全部付入該基金。」

註七：蔡學儀，「各國主權基金的運作與管理」，*全球政治評論*，第 37 期，頁 138（2012）；張瑞婷，「論 ICSID 解決 SWF 投資爭端的管轄可行性」，*蘭州學刊*，第 11 期，頁 198（2012）。

註八：關於澳洲國家主權基金的詳細介紹，請參見其官方網站：FUTURE FUND—AUSTRALIA'S SOVEREIGN WEALTH FUND, <http://www.futurefund.gov.au/> (last visited June 6, 2017).



金(GPFG)依據1990年的政府石油基金法所成立，其由中央銀行直接管理，而其基金負責人為挪威財政部(註九)。至於新加坡主權基金則是成立法人型態為之一淡馬錫私人控股公司。依照新加坡公司法，淡馬錫力行經營與所有分離，其組織有「董事會」、「管理階層」和「審核委員會」，而政府是淡馬錫百分百持股的唯一股東(註十)。

### (五) 投資特性

總結而論，國家主權基金是政府投資工具的一種型態，政府為唯一股東或由政府所掌控，資金來源取自國家外匯資產，獨立於官方儲備之外而為管理投資，目的係將國家現有的資產轉為未來資產之用。國家主權基金長期性與非槓桿投資操作策略，與一般操作高槓桿投資的避險基金不同。國家主權基金利用國家剩餘的財政收入或外匯存底而成立投資，本身資本雄厚，亦不若一般公司常須面臨清償債務、支付利息等情形，因此可以在經濟蕭條時期，得以繼續持有投資標的公司之股票，幫助企業度過低潮，發揮穩定全球金融之作用。在經濟平順之際，則有助於刺激經濟波動。除此之外，國家主權投資的公司，會帶動股價的成長，同時增加就業機會。歐盟執委會(European Commission)於2008年的A Common European Approach to Sovereign Wealth Fund 報告中，表示國家主權基金是個值得信賴的投資者，且未有任何違法的紀錄(註十一)。肯認了應將國家主權基金在國際投資法領域所扮演的積極性角色(註十二)。

---

註九：深入介紹請參見挪威主權基金官方網站：NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, *supra* note 四。

註十：深入介紹請參見淡馬錫官方網站：TEMASEK, <http://www.temasek.com.sg/> (last visited June 7, 2017).

註十一：A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds, at 7, COM (2008) 115 provisional (Feb. 27, 2008) (“SWF have behaved so far as reliable investors and their activities have not resulted in problems for the functioning of the internal market”).

註十二：See Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 76 CHI. L. REV. 111, 113 (2009); see also Bruce W. Bean, *Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth*

茲總結出國家主權基金幾項投資特性：

- ◎投資資本雄厚
- ◎高投資風險承擔
- ◎傾向長期性投資
- ◎不為高槓桿投資
- ◎反週期運作性（註 十三）
- ◎外幣高曝險部位（註 十四）
- ◎多為股權收購之方式，而鮮少為直接投資（註 十五）

## 二、全球國家主權基金現況分析（註 十六）

至本論文 2017 年撰寫的日期為止，全世界總計有 79 個國家主權基金，其所管理的資產金額已經高達 7 兆 4 千 4 百 50 億美元。根據 Sovereign Wealth Fund Institute（後簡稱 SWFI）資料庫每年所做的統計資料，挪威、阿布達比、中國國家主權基金的資產規模分別名列 2017 年全球前三位。其中，中國國家主權基金的竄起值得注意，它是非商品型的 SWF，2007 年成立，至今僅十年的歷史，卻已經管理了 8 千多億美元的資產。而除了第一名是挪威之外，

---

*Funds?*, 18 MICH.ST.INT'LL.REV. 66, 99(2009).

註十三：See Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 76 CHI. L. REV. 111, 113 (2009); see also Bruce W. Bean, *Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds?*, 18 MICH.ST.INT'LL.REV. 66, 99(2009).

註十四：BASSAN, *supra* note 6, at 23.

註十五：*Id.* at 117.

註十六：資料來源，Sovereign Wealth Fund Institute 此乃一非營利的非官方之國際性組織，旨在研究全球國家主權基金的脈動與趨勢，該網上所公布的相關專業性的統計數據，廣為各國政府及學者研究所採用。其網站為 <http://www.swfinstitute.org/about/>（最後瀏覽日期：2017 年 6 月 8 日）。另外，有關國家主權基金的趨勢分析，尚可見 Gerard Lyons, *A Growing Role for Sovereign Wealth Funds*, MCKINSEY & COMPANY, <http://voices.mckinseysociety.com/sovereign-wealth-funds/> (last visited July 6, 2017).

二到四名皆被中東或中國所囊括。

表二 2017 年十大國家主權基金排行榜（註 十七）

國家	主權財富基金	資產美元 (十億)	成立 年份	資金 來源	Linaburg-Maduell 透明指數
挪威	Government Pension Fund-Global	922.11	1990	石油	10
阿布達比	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	石油	6
中國	China Investment Corporation	813.8	2007	非商品	8
科威特	Kuwait Investment Authority	524	1953	石油	6
沙烏地阿 拉伯	SAMA Foreign Holdings	514	1952	石油	4
中國－ 香港	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456.6	1993	非商品	8
中國	SAFE Investment Company	441	1997	非商品	4
新加坡	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	非商品	6
卡達	Qatar Investment Authority	335	2005	石油和 天然氣	5
中國	National Social Security Fund	295	2000	非商品	5

從西元 2015 年 12 月至西元 2017 年 3 月止，SWF 的全球資產總額就增加了 150 億美元。而由下表的統計資料，吾人亦可解讀出由中國、俄羅斯等新興的非商品型 SWF 所累積的資產總額，也已經與傳統的天然氣、石油商品型 SWF 不相上下。

註十七：Sovereign Wealth Fund Ranking, SWFI,

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (last visited June 8, 2017).

## 參、國際投資法制規範架構綜覽

### 一、內國法制

目前管制國家主權基金投資的法律框架仍以國內法為主。誠然，國際法下，內國法有固有權力可以決定其審議法規的密度，而難謂地主國以內國法對外國政府掌控資產特別審查係違反國際法。

以內國法作為管制 SWF 的主要框架，本文認為對於整體國際投資社會而言，會有三大弊端：第一，國家以嚴格的單方行為管制國際投資，容易導致國際投資社會形成貿易保護主義，增加包括 SWF 在內的全體投資人投資成本，且投資風險因各地的單方行為規範寬嚴不同而有所增加，降低國際資本流動的效率。第二，國家的單方行為，對內常不受司法審查，對外也不存在國際有效的監管措施。第三，以內國法作為管制國家主權基金的主要法律框架，代表對於國家主權基金的投資抱持著不歡迎、不友善的態度，先以帶有政治色彩的濾鏡觀之，長久下來，恐會導致國家主權基金將投資計畫轉向其他對外資較開放的國家為投資。綜上，唯有使內國法的單方國家法規受到國際投資法的規範與監督，將 SWF 現象帶到國際法制上，將其置入國際投資法制法律射程下，地主國面對與 SWF 的投資糾紛時，應該盡量尋求多邊爭端解決機制，而非以單邊內國法措施相繩，於此議題上，方能開創對地主國與 SWF 兩方更雙贏的境界。

### 二、國際宣言

#### (一)《聖地牙哥宣言》

有鑑於國際法制上對於國家主權基金管制的付之闕如，2007 年，以美國為首的全球七大工業國家（G7），於 2007 年的 G7 高峰會之後，發表聯合聲

明，要求對提高透明度來加強對 SWF 之監管，呼籲國際貨幣基金（IMF）與經濟合作發展組織（OECD），為 SWF 訂立國際投資相關規範與行為準則（best practice）。2008 年 10 月，工作小組在歷經華盛頓、新加坡和智利聖地牙哥等會議後（註十八），簽署關於主權基金的「普遍接受的原則和作法」（General Accepted Principles and Practices, GAPP），又以會議召開的地點，簡稱為《聖地牙哥宣言》，宣言總計 24 條條文，此乃第一套關於 SWF 投資行為的國際性自律公約。

綜觀聖地牙哥宣言之規範內容，可以分成四個方面來理解：分別是公司治理架構（Governance Structure）、風險管理（Risk Management）、透明度（Transparency）和課責度（Accountability）。其中，又以確保透明度的「公開揭露原則」（Publicly Disclosure）。而整部宣言主要又環繞著「健全 SWF 內部治理結構」與「提升 SWF 透明度」兩意旨為核心。本研究謹將此四個方面解析聖地牙哥宣言的規範內容（註十九），整理如下：

---

註十八：有關簽訂過程與歷史細節，可見漆彤，「论主权财富基金之若干法律纷争」，武大国际法评论，第 11 卷第 1 期，頁 203-204（2010）。

註十九：圖表為作者自製，在此僅擇重點條文解析，聖地牙哥全文請見，國際貨幣組織網站：<http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>（最後瀏覽日期：2014 年 11 月 1 日）。

表三 四個方面解析聖地牙哥宣言規範內容

管制核心	規範內容	條文
透明度 (Transparency)	SWF 應以清楚且明確的政策、規則或程序，揭露如下資訊：法源基礎及公司組織架構、投資目的與目標、資金來源、投資報酬率、資產配置、資金撤回規定等相關財務資訊；公司內部組織與治理框架、與政府之間的法律關係。 SWF 應遵循地主國對於資訊揭露之要求。 投資若係出於經濟或金融之外考量，應明確予投資政策中予以揭露。	§4, §15, §16, §17, §18, §19
課責度 (Accountability)	SWF 必須遵守地主國的內國法規命令。應以與國際或國家會計標準一致的方式，及時準備相關的業績年報和所附財務報表，及為年度審計。 應明確訂立專業和道德標準，並向管理機構、管理人員和工作人員公布。	§11, §12, §13, §15,
監管架構 (Governance Structure)	設立健全的內部管理機制：SWF 必須有堅實的公司治理架構、內部控管、投資操作及風險管理系統。 主權財富基金的課責制度框架應在相關法律、章程或管理協議中明確規定。	§10
風險管理 (Risk Management)	主權財富基金應具備識別、評估和管理其操作風險的框架。 風險管理架構應包括可靠的信息和及時的報告體系、控制與激勵機制、行為準則、業務持續計劃以及獨立審計功能，以確保對相關風險進行適當的檢測和管理。 SWF 應衡量資產和投資業績，並按照明確定義的定義和標準，向股東報告。	§22, §23
國際投資法基本原則 (Basic International Investment Principle)	公平競爭：SWF 與投資地主國之公司必須公平競爭，不得濫用其優勢地位。 定期審查：應就 SWF 運作與遵守情形進行定期審查。 出於商業目的而為投資：SWF 為投資決策必須全然基於商業利益之考量，而非為了直接或間接促進投資母國的地緣政治實力而為投資。	§20, §24

聖地牙哥宣言宣布後的同年，新加坡政府投資公司 GIC 主動開始揭露其年報。2009 年，工作小組的成員在科威特集會，會後發表科威特宣言 (Kuwait Declaration) (註 二十)，宣布建立永久性的主權財富基金永續性論壇 (International Forum of Sovereign Wealth Funds)，每年固定集會一次。國家

註二十：Kuwait Declaration, INTERNATIONAL FORUM OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/kuwait-declaration> (last visited July 7, 2017) (“Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds”).

主權基金國際組織的兩位更是創設了一套衡量 SWF 透明度的指標－Linaburg-Maduell Transparency Index，對於全球的 SWF 給予評分和排名，且每年於其官方網站上公布更新十大國家主權基金透明度排名（註二十一）。由是可見，聖地牙哥宣言的訂立對國際社會造成了相當的影響（註二十二）。

## (二) OECD 宣言

相對於規範 SWF 投資母國的聖地牙哥宣言，同年，經濟合作發展組織則帶領三十三個會員國制定出對於資金接受國對於主權基金投資應有的行為規範，其中包含中國與俄羅斯等十四個非會員國，亦參與討論過程中的對話（註二十三），共同討論出地主國的行為準則。

OECD 宣言在貿易與資本流通自由化的基本精神下，將國家主權基金與一般外國投資人視為同等地位。其規範主要內容可分成：歧視禁止、透明度及可預測性、比例原則及政府行為課責度等四方面。謹將 OECD 宣言規範內容，簡要整理如下：

---

註二十一：Linaburg-Maduell Transparency Index, SWFI,

<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (last visited July 7, 2017).

註二十二：SVEN BEHRENDT, SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND THE SANTIAGO PRINCIPLES: WHERE DO THEY STAND? 15 (2010), [http://carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf) (“[T]he China Investment Corporation shows higher Santiago compliance levels than the level of democracy in China would imply; Azerbaijan’s State Oil Fund and the Abu Dhabi Investment Authority also are more compliant than their countries’ political governance structures might indicate. These three funds have not yet sufficiently implemented the Principles, but they have shown a higher degree of commitment than might be expected given the political institutions of their countries”).

註二十三：OECD INVESTMENT DIVISION, GUIDELINES FOR RECIPIENT COUNTRY INVESTMENT POLICIES RELATING TO NATIONAL SECURITY-RECOMMENDATION ADOPTED BY THE OECD COUNCIL ON 25 MAY 2009 3-4, <https://www.oecd.org/investment/investment-policy/43384486.pdf>.

表四 OECD 宣言規範內容整理

管制精神	規範內容
歧視禁止原則 (Non-discrimination)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 地主國的內國投資法規對於類似情況的外來投資者，必須給予不歧視的平等對待。倘若地主國認為現階段法規不足以保護國家安全，而欲對 SWF 為特別的審查，地主國必須確保其審查是基於存有特殊危及於國安之情事，始可為之。</li> </ul>
規範可預測性 (Transparency/predictability)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 地主國之投資法規，包含母法與子法，應立法化且定期出版。並且地主國的投資管制措施應透過適當的記者會或向國會提交年度報告之方式，予以揭露。</li> <li>◎ 倘地主國擬修正其國內投資法規，應事先通知投資方，並且與投資方尋求共識。</li> <li>◎ SWF 投資之審查期間必須嚴遵最短審查期，投資方在審查過程中所提供的商業資訊，地主國應確保該等資料秘密不予公開。</li> </ul>
比例原則 (Regulatory proportionality)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 地主國對於 SWF 投資行為的限制，不得逾保護國家安全目的之必要程度。</li> <li>◎ 地主國並非不得基於國家安全理由，而限制 SWF 之投資行為。然此等限制措施，必須嚴格限縮在出於國家安全目的，且出於合理的風險評估與專家報告，始可為之。</li> <li>◎ 地主國限制投資措施須針對個別投資風險所造成的危害，而進行個案式的投資限縮措施，如與投資方簽訂減緩協議 (Risk Mitigation Agreement)。並且嚴遵最後手段性原則。</li> </ul>
資金接受國行為的課責度 (Accountability)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 建立一個公平、開放的，且守法的國際投資社會，是國際貿易成員的共同利益。是以，地主國應遵守且參與 OECD 的通知機制與成員國相互監督機制 (Peer Review)，以隨時修改、檢討期國內之歧視性投資措施。</li> <li>◎ 當地主國限制 SWF 為投資時，應當賦予有效的行政或司法途徑，使 SWF 得以就該限制投資之行政處分主張權利救濟。</li> <li>◎ 限制投資措施的最終決定權，應由國家或行政機關的行政首長決定。</li> <li>◎ 地主國應當建立良好的行政部門管理架構。</li> </ul>

由上表可鑑，此宣言揭示幾個核心觀念：現行的 OECD 宣言呼籲能給 SWF 在國際投資法底下一個公允的對待，因此地主國對於國家安全之維護雖然是個合法的手段，但必須確保未將貿易保護主義潛藏於其中。而消弭地主



國以及 SWF 對於雙方的成見與擔憂最好的方式就是揭露以及對於資訊透明度的提升。

### (三) 評析

由上開國際宣言的推動與訂立，背後代表的意義在於，國際社會對於一套規範國家主權基金投資的國際法律規範需求殷切。由 IMF 為首推動的聖地牙哥宣言，將規範焦點放置於，確立 SWF 投資的目標出於商業性、建立 SWF 公司治理制度，加強透明度；至於 OECD 宣言，則明白表示地主國必須在不歧視下對 SWF 投資採取相關措施。兩大宣言勾勒出國際投資社會對於 SWF 管制的輪廓：肯認 SWF 進入國際投資市場的正當性，透過加強 SWF 資訊揭露和公司治理的強化，成為一個令人信賴的國際投資市場參與者。更重要者，從兩大宣言的意旨與內容，亦可推知 SWF 被視為一般性機構投資人，強調其投資的商業目的性，以及朝公司型態的治理模式邁進，而與政治國家主權性脫鉤。

聖地牙哥宣言實可作為 SWF 自我規範的一個起點（註 二十四）。惟其性質只是「宣言」，僅屬「軟法」，由國家自願性簽署加入，對於簽署國之間並無法律實質拘束力（註 二十五）。但雖然聖地牙哥宣言無法直接作為一個法

---

註二十四：但關於淡馬錫如何落實聖地牙哥宣言，可參見其官方網站介紹。淡馬錫年度報告 2016，強化資產管護和治理：

<http://www.temasekreview.com.sg/zh/steward/fostering-stewardship-and-governance.html> (最後瀏覽日期：2017 年 6 月 11 日)；GIC 內部亦制定其行為倫理規章，極力杜絕內線交易與其他不法投資行為。See GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION, REPORT ON THE MANAGEMENT OF THE GOVERNMENT'S PORTFOLIO FOR THE YEAR 2013/2014 26 (2014),

[http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC\\_Report\\_2014.pdf](http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC_Report_2014.pdf)。另外，挪威主權基金內部更設有「倫理委員會」(Council of Ethics)，評估每個投資標的公司之經營業務，是否有使用童工、違反勞工人權或危害環境保護等情事，倘有此等情事，則撤回投資案。See Simon Chesterman, *The Turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations - The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund*, 23 AM. U INT'L L. REV. 577, 588-93 (2008).

註二十五：Michele Barbieri, *Sovereign Wealth Funds as Protected Investors under BITs and the*

律依據課以 SWF 遵循的法律義務，也無一個實質有效的監管機關來追蹤各國是否有效落實宣言內容。但聖地牙哥宣言縱然無法被當作一個法律義務，但是卻可當作一個「基準」(benchmark)，而構成地主國以內國法審查的界線（註二十六），例如，地主國依照 BIT 必須對外國投資人 SWF 實施正當合理的待遇，但當 SWF 的投資行為並不符合 GAPP24 條各款要點時（如違反透明度的要求，相關交易資訊不予揭露），則地主國此時即可認為，SWF 未遵循 GAPP 的行為標準，而沒有權利對地主國主張 FET，且地主國更進一步可以援引國家重大安全例外條款，對 SWF 投資合法進行審查，而不違反國際法（註二十七）。

國家主權基金的實務投資發展，亦深受國際相關宣言的影響。事實上，國家主權基金期待能與地主國長期有商業投資上的合作往來，自然有符合國際宣言自律規範的積極動機。且因國家主權基金因數目逐年增加，國際投資市場內競爭增加，所以國家主權基金有調整自身公司治理模式，以因應國際規範潮流的動機。舉例言之，向有亞洲最神秘的投資客之稱的新加坡投資公司，長期以來皆未對外公布其公司相關的資訊，但於 2008 年聖地牙哥宣言訂立後，該公司便開始每年對外公布公司年報 (annual report)。另外，淡馬錫公司亦自我定位為長期投資公司，不但於其公司網站上公開宣示其投資遵守國際聖地牙哥宣言，亦於公司內部訂有規範董事會成員與員工的倫理與行為規範準則 (Temasek Code of Ethics and Conduct, T-Code) 根據此準則，賄絡官員、內線交易都在禁止之列，並且鼓勵且保護勇於檢舉公司內部不法情事的吹哨者（註二十八）。同時，經濟學者亦針對聖地牙哥宣言對於公開揭

---

*Safeguard of the National Security of Host States, in General Interests of Host States in International Investment Law* 130, 149 (Giorgio Sacerdoti ed., 2014).

註二十六： *Id.* at 149, 159; BASSAN, *supra* note 6, at 53.

註二十七： *Id.*

註二十八：關於淡馬錫如何落實聖地牙哥宣言，可參見淡馬錫年度報告 2016，強化資產管护和治理：

<http://www.temasekreview.com.sg/zh/steward/fostering-stewardship-and-governance.htm>

露之要求，訂立評斷各主權基金透明度高低的衡量標準，並且每年推出排名。各國國家主權基金為了爭取該排名，則會調整自身的公司制度，加強資訊揭露程度。以上，顯現出國家主權基金實務運作上，會調整自身公司制度，因應國際宣言的標準與原則，自然形成一個動態平衡。

### 三、WTO 與 WTO 爭端解決

WTO 協定作為國際經貿法中最重要的多邊性法律架構（註二十九），但對於 SWF 之投資行為之保護，現階段卻仍然扮演著很小的角色。蓋 WTO 協定中的附件一：附件一 A 之 GATT、附件一 B 之 GATS 及附件一 C 之 TRIMs 三項貿易協定更是架構出全體會員國的國際貿易樣態。本章將分別檢討前開三協定是否能適用於 SWF 現象（註三十）。首先，TRIMs（註三十一）並

---

1（最後瀏覽日期：2017年6月11日）；GIC 內部亦制定其行為倫理規章，極力杜絕內線交易與其他不法投資行為，See GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION, REPORT ON THE MANANGEMENT OF THE GOVERNMENT'S PORTFOLIO FOR THE YEAR 2013/2014 26 (2014),

[http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC\\_Report\\_2014.pdf](http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC_Report_2014.pdf) 另外，挪威主權基金內部更設有「倫理委員會」（Council of Ethics），評估每個投資標的公司之經營業務，是否有使用童工、違反勞工人權或危害環境保護等情事，倘有此等情事，則撤回投資案，see also Chesterman, *supra* note 25, at 588-93.

註二十九：About the Organization, WTO (“The World Trade Organization (WTO) is the only global international organization dealing with the rules of trade between nations. At its heart are the WTO agreements, negotiated and signed by the bulk of the world’s trading nations and ratified in their parliaments. The goal is to ensure that trade flows as smoothly, predictably and freely as possible”),

[https://www.wto.org/english/thewto\\_e/thewto\\_e.htm](https://www.wto.org/english/thewto_e/thewto_e.htm) (last visited Sept. 26, 2017)。WTO 是當前擁有最多成員國的多邊國際貿易協定。截至 2016 年 7 月為止，已有 164 個會員國。WTO 機構是當代最重要的國際經濟組織之一，其成員間的貿易額占世界貿易額的絕大多數，被稱為經濟聯合國。更進一步對於 WTO 組織其協定之介紹。

註三十：BASSAN, *supra* note 6, at 56.

註三十一：TRIMs Agreement: Agreement on Trade-Related Investment Measures, Apr. 15, 1994, Marrakesh Agreement Establishing the World Trade Organization, Annex 1A, 1868 U.N.T.S. 186 [hereinafter TRIMs Agreement].

非可行的規範協定，其僅限縮適用於與貨品貿易有關之投資措施（註三十二），而僅能適用於 SOE 或 SWF 從事進出口貨物的交易型態時，惟 SWF 主要的交易型態為投機性投資（speculative investments），與 TRIMs 規範的投資貿易型態並不相同。故 TRIMs 是首先可以被排除的。

至於 GATT 作為 SWF 投資之規範協定亦有爭議。理論上，GATT 的有關國民待遇原則之內地租稅規定（第三條）、一般最惠國原則（第一條）、非歧視性數量限制（第十三條和第十四條）、貿易法規的公布（註三十三）（第十條）、乃至於對公營事業的規範（第十七條）……等皆可能於「SWF 投資」上有所適用。然而上開 GATT 原則在適用上仍然有諸多限制，一者，WTO 作為規範成員國之間對於自由貿易所做出的具有法律拘束性的規範協定，規範的主體在國家與國家之間，而 SWF 與投資地主國之間的貿易紛爭，事實上任何一方皆難以直接援引 WTO 協定之規範於投資個案中。再者，GATT 與貨品貿易有關，因此只在 SWF 的投資性質涉及實體進出口貨物這種狹義情形時，方有 GATT 之適用。

檢討下來，WTO 協定三大附件中，當屬 GATS 對於 SWF 最有適用之可能（註三十四）。服務貿易總協定（General Agreement on Trade in Services，簡稱 GATS）乃 WTO 會員國對於全球服務業自由化所訂立的多邊協定。本文於此探究兩個問題：一者，SWF 之國家主權性質是否會令其排除於 GATS 適用範圍之外；二者，倘若第一個答案為肯定，則地主國對於 SWF 投資行為是否負有特定條約義務？依序深入討論之。

首先，關於第一個問題，根據 GATS 第一條第三項(b)、(c)項綜合對照（註三十五），可得出 GATS 協定下之「服務」包括任何部門的任何服務，惟排

---

註三十二：其目的是為了除去附加於投資許可時，對貨品貿易產生扭曲或限制效果之條件。細部規定諸如 a. 企業必須使用一定數量國內產品之要求；b. 與出口履行有關之進口許可；c. 任何關於進口數量限制之要求等。

註三十三：It is an interesting feature of the WTO since most BITs are only slightly transparent.

註三十四：漆彤，前揭註 19，頁 206-209（「主權財富基金與 WTO/GATS 的運用」一節）。

註三十五：General Agreement on Trade in Services, 1869 U.N.T.S. 183, 33 I.L.M. 1167 §1(3) (1994)

除於行使政府職權時所提供的服務。至於「行使政府職權時所提供的服務」，謂指不依據商業基礎提供，也不與一個或多個服務提供者競爭的任何服務。因此身為主權國家投資工具的 SWF 所為之服務業投資，則未被排除於 GATS 之適用。此外，復根據 GATS 第 28 條第 m 款與第 1 條第 2 項(c)款交互參照（註 三十六），可推導出國家主權基金若以「法人」的形式，從事實質商業行為；或以於地主國境內設立「商業據點」的模式而提供服務，此皆會落於 GATS 協定所適用與規範的範疇（註 三十七），合先敘明。

---

“3. For the purposes of this Agreement:(a) "measures by Members" means measures taken by:(i) central, regional or local governments and authorities; and(ii) non-governmental bodies in the exercise of powers delegated by central, regional or local governments or authorities; In fulfilling its obligations and commitments under the Agreement, each Member shall take such reasonable measures as may be available to it to ensure their observance by regional and local governments and authorities and non-governmental bodies within its territory;(b) "services" includes any service in any sector except services supplied in the exercise of governmental authority;(c) "a service supplied in the exercise of governmental authority" means any service which is supplied neither on a commercial basis, nor in competition with one or more service suppliers.)

註三十六：GATS 第 28 條第(m)款：

「『另一會員之法人』係指下列二類法人：

- (i) 依該會員之法律所設立或組成，且在該會員或其他會員境內從事實質商業行為者；或
- (ii) 以商業據點提供服務者，係指：
  1. 該會員之自然人所擁有或控制者；或
  2. 第(i)款規定之該會員法人所擁有或控制者；」

GATS 第 1 條第 2 項：

「本協定所稱服務貿易，謂：

- (a) 自一會員境內向其他會員境內提供服務；
- (b) 在一會員境內對其他會員之消費者提供服務；
- (c) 由一會員之服務提供者在任何其他會員境內以設立商業據點方式提供服務；
- (d) 由一會員之服務提供者在任何其他會員境內以自然人呈現方式提供服務。」

註三十七：「另外，於 GATS《關於金融服務的附件》中又進一步規定：(a)本附件所指的金融服務提供應指提供按本協定第 1 條第 2 款定義的服務。(b)就本協定第 1 條第 3 款(b)項而言，『在行使政府職權時提供的服務』指：(i) 中央銀行或貨幣管理機關或任何其他公共實體為推行貨幣或匯率政策而從事的活動；(ii) 構成社會保障法定制度或公共退休計劃組成部分的活動；以及 (iii) 公共實體代表政府或由政府擔保或使用政府的財政資源而從事的其他活動。(c)就本協定第 1 條第 3 款(b)項而言，如一成員允許

然而，關於第二個問題，揆諸 GATS 協定乃規範全球跨國服務業直接投資 (FDI) 之貿易活動 (註 三十八)，作為 SWF 現象之規範法律框架，並不直接亦不全面。申言道，GATS 套用於「SWF 投資」有下列三大限制：首先，GATS 作為規範服務業的投資保護規範文件，「市場進入」(Market Access) 的部份，必須受到 GATs 附件「特定承諾表」(Specific Commitment) (註 三十九) 之拘束，亦即，GATS 協定對於服務業乃採取「有條件式地貿易自由化」(註 四十) (selective liberalization approach)，只有在 WTO 成員國所承諾開放的特定服務業產業上，始有 WTO 投資保護規範之適用。因此，SWF 倘欲投資地主國的媒體、電訊公司或金融服務等服務業，諸等產業常因涉及敏感性及特殊性 (註 四十一)，而受到地主國排除於 GATS 的「特定承諾表」

---

其金融服務提供者從事本款(b)項(ii)目或(iii)目所指的任何活動，與公共實體或金融服務提供者進行競爭，則服務應包括此類活動。從以上(b)項的規定來看，SWF 往往代表政府或使用政府財政資源從事金融投資活動，似應屬於『在行使政府職權時提供的服務』，而排除於 GATS 適用範圍之外。不過，以(c)項的規定來看，只要 SWF 所從事的任何活動，與其它金融服務提供者構成競爭，則屬於 GATS 所調整的服務範疇。」，見漆彤，前揭註 19，頁 207-208。

註三十八：根據國際貨幣基金對於直接投資 FDI 之定義，指一國的投資者將資本用於他國的生產或經營，並掌握一定經營控制權的投資行為。而 GATS 乃規範服務貿易，故在服務貿易第三類的商業據點類型裡，倘若 SWF 是以至地主國境內成立法人的形式為之，則 SWF 必須取得該法人的所有權或是經營控制權。而 SWF 多以購買股權的方式從事投資，而不會實際成立實體提供服務的公司，所以 GATS 適用於 SWF 投資才會有隔靴搔癢之感。但縱然如此，仍然有少部分文獻認為可以以 GATS 規範 SWF 投資，See Julien Chaise, *Assessing the Relevance of Multilateral Trade Law to Sovereign Investment: Sovereign Wealth Funds as Investors under the General Agreement on Trade in Services*, 2015 INT'L REV. L. 1,1-18 (2015).

註三十九：特定承諾表作為各國允許其國內對於服務業的開放程度，係 GATS 附件不可分的一部分，承諾表係各會員國依照其本國個別狀況，對市場進入所設之條款、限制與條件，以及國民待遇原則適用情形等。林彩瑜，WTO 制度與實務-世界貿易組織法律研究 (三)，頁 332-333 (2013)。亦可見羅昌發，國際貿易法，頁 465-486 (2010)。

註四十：或可稱漸進式的貿易自由化。

註四十一：Bart De Meester, *International Legal Aspects of Sovereign Wealth Funds: Reconciling International Economic Law and the Law of State Immunities with a New Role of the State*, 20 Eur. Bus. L. Rev. 779, 812 (2009). 作者指出 SWF 投資所選擇的目標公司而言，很大部分都屬於 GATS 所涵蓋的服務行業範圍。SWF 投資服務業的資比例佔全

之外，抑或者是，身為 WTO 成員國的地主國直接於承諾表上，明示排除外國政府所有權對於特定服務部門的介入（註 四十二），此乃一大限制。

再者，GATS 之適用僅限於「取得標的公司控制權」的外國投資人。此可由 GATS 第 1 條第 2 項(c)款(註 四十三)和第 28 條第 m 款第 2 項(註 四十四)推論而出。從而，外國投資人必須控制地主國境內的商業據點，進而提供服務，始受有 GATS 之投資保護。然而，本研究已於前開章節論述，SWF 投資多以間接投資方式（portfolio investment）為之，且多遵守地主國投資法規，維持於少數股東之地位，在如此情形下，是否能受有 GATS 之貿易保護，即成疑問。

三者，GATS 下尚提供地主國得以行使最惠國（註 四十五）例外（第 2 條第三項）、一般例外（第 14 條）以及國家重大安全例外（第 14 條之一）等豁免義務條款可資主張，實不利於 SWF 之投資。蓋最惠國待遇之例外指

---

體總交易價值的 62%，其中金融行業占 46%，能源行業占 11%，IT 行業占 1%，電信行業占 2%，健康服務占 2%。

註四十二：美國的具體承諾表中，對於保險業而言，美國將政府所有或政府控制的保險公司排除在外，參漆彤，前揭註 19，頁 15。至於敏感的金融服務業，GATS 則專門訂立「关于金融服务的附件」規範之，SWF 投資金融服務業是否有 GATS 的適用事有所疑問的，若 SWF 代表政府或使用政府財政資源從事金融投資活動，似應屬於「在行使政府職權時提供的服務」而排除在適用範圍之外。不過，從第一條第二款 C 項的規定來看，只要所從事的任何活動，與其他金融服務提供者構成競爭，則仍屬於所調整的「服務」範疇，漆彤，前揭註 19，頁 207、208。

註四十三：一成員的服務提供者透過在任何其他成員領土內以商業據點呈現提供服務。

註四十四：「(ii)以商業據點提供服務者，係指：第(i)目規定之該會員法人所擁有或控制者。」

註四十五：在 GATS 協定中，地主國並不當然對其他成員國負有市場進入與國民待遇原則之義務，而是僅在成員國於特定承諾表中所承諾開放的特定服務業產業，地主國始須負有上開投資義務。而至於 GATS 協定中的最惠國待遇原則，地主國則是沒有於特定承諾表選擇性放適用的權利，而是一視同仁地對所有會員國之外國服務業投資人皆有所適用，因此成了所有地主國本於 GATS 所須負的最要投資義務。See Chaise, *supra* note 39, at 18 ("One of the key principles of investment treatment (most-favoured-nation treatment) has become a general obligation for dealing with investment in the Agreement. However, market access and national treatment obligations for investment apply only to those sectors and modes of supply that have been put in the schedules of commitments submitted by the members limiting in the way of liberalization for investment...").

的是依照第五條地主國若與其他國家進行經濟整合，簽了其他如關稅同盟和自由貿易區，或對開發中國家之優惠措施，包括如 GSP 等經濟整合協定。而基於此經濟整合之成員國之間相互授予利益，而得不授予其他 WTO 之會員國（註 四十六）。至於一般例外，指的是為了保護公共秩序或人類動植物生命健康...所必要下，得違背一國對服務貿易之特定承諾，而限制服務之進口。而安全例外則是為了保護地主國國家軍事安全，維持和平所設之限制服務進口之例外（註 四十七）。由是可知，對於 SWF 入境收購某地主國承諾開放的服務業標的公司，並且取得所有權或控制權的情形下，地主國仍有空間得合法援引豁免權，進而限制 SWF 對於其服務業之投資。

總括而論，雖然大部分的 SWF 投資母國與地主國皆具有 WTO 成員國的身分，惟 WTO 協定並無針對 SWF 現象而有系統性規範（註 四十八），故其提供予 SWF 投資保障並不周全、亦不全面，適用上頗有隔靴搔癢之感，且 WTO 爭端解決機制是針對國家與國家之間適用協議的爭端，難以直接適用於身為商業投資主體的國家主權基金與地主國間的投資糾紛。本文認為 WTO 協定現階段並非為最適切的規範 SWF 投資之法律框架（註 四十九）。

---

註四十六：羅昌發，前揭註 40，頁 57。

註四十七：羅昌發，前揭註 40，頁 457-463。

註四十八：惟鑑於杜哈談判出現參與者寡，認為談判的議題與私部門的利益較不相關而陷入僵局，主事者有認為應該加入「國家主權基金投資」議題，以重新吸引其他相關利益主體加入討論。Mark Thirlwell, *Sovereign Wealth Funds and the WTO*, THE INTERPRETER (Jan. 25, 2008),

<https://www.lowyinstitute.org/the-interpreter/sovereign-wealth-funds-and-wto>; ARVIND SUBRAMANIAN & AADITYA MATTOO, CURRENCY UNDERVALUATION AND SOVEREIGN WEALTH FUNDS: A NEW ROLE FOR THE WORLD TRADE ORGANIZATION - WORKING PAPER 142 (2008), [https://www.cgdev.org/sites/default/files/15501\\_file\\_Subramanian.pdf](https://www.cgdev.org/sites/default/files/15501_file_Subramanian.pdf).

註四十九：See Meg Lippincott, *Depoliticizing Sovereign Wealth Funds Through International Arbitration*, 13 CHI. J. INT'L L. 649, 663-65 (2012-2013). 惟另有相反意見者，認為 WTO 是規範國家主權基金的適當法律框架，see MATTOO & SUBRAMANIAN, *supra* note 221.



## 肆、國家主權基金適用雙邊投資保障協議 之法律分析

### 一、對國家主權基金管制之反思

主流管制派者，認為 SWF 有能力透過大幅的買壓或賣壓，影響交易市場，進而造成影響一國經濟穩定的政治性目標。然而，學者 Richard Epstein、Amenda Rose 則於其研究論文中反思，SWF 對於市場的影響，會被其他同在證券市場的參與者稀釋掉，且 SWF 多於標的公司中擔任少數股東的角色，事實上要影響經營階層經理人的經營決策，實然有所困難（註 五十）。而以我國近年阿布達比主權基金入境投資申請案以觀，該主權基金亦同意我國央行總裁提出的分次減量入場之請求，以將對市場的波動影響降至最低（註 五十一）。另外，由美國 FINSA 施行之後的審查統計紀錄以觀，SWF 始終保持著良好的投資紀錄，從未有被撤銷取消交易之紀錄（註 五十二），可見於投資實務上，SWF 配合地主國行政機關的意願極高（註 五十三）。

---

註五十： Efraim Chalamish, *Global Investment Regulation and Sovereign Funds*, 13 Theoretical Inquiries in L. 645, 657 (2012).

註五十一：「彭淮南證實：中東主權基金，錢進台股」，經濟日報，2012 年 12 月 13 日。

註五十二： Bruce W. Bean, *Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds?*, 18 MICH.ST.INT'L.L.REV. 66, 107(2009). (“There is no evidence that this has occurred. There is a long history of SWF investing with no political or non-economic purposes”).

註五十三： Mathias Audit, *Is the Erecting of Barriers against Sovereign Wealth Funds Compatible with International Investment Law?*, 10 J. WORLD INV. & TRADE 617, 626 (2009). (“In fact, as it has been stated very early in the history of the Washington Convention, for the purposes of the ICSID system, a government-owned corporation should not be disqualified as a national of another Contracting State unless it is acting as an agent for the government or is discharging an essentially governmental function. The fact that SWF are controlled by foreign states does not preclude them from using the ICSID arbitration system”).

此外，管制派者長期批評 SWF 欠缺透明性以及有效的監管機制（註五十四），然而，透明度的議題並不獨然只存在 SWF，私募基金亦存有投資資訊不透明的情況。而從國際實踐上觀察，國際各大主權基金亦受到透明度指標 Linaburg-Maduell Transparency Index 的影響，努力提升己身透明度和監管機制，以追求最好的國際透明度指標排名。可見，國際社會成員的自律規範對 SWF 產生實質正面影響力。最後，復從實務上觀察，國家主權基金並不必然比公營企業更有政治策略性（註五十五）。2008 年，俄羅斯天然氣工業股份公司（Gazprom）被認為戰略投資歐洲大陸、阿拉伯聯合大公國國營公司「杜拜港口世界」公司（DP World），以六十八億美元收購英商「半島與東方航運公司」，因此可取得美國六大港口的經營權。此投資案最後在美國國會強立杯葛下，「杜拜港口世界」公司最後交出其經營權。以上事件顯示出投資暗藏政治動機與公司治理架構不甚周全是所有國有掌控資產的共同特點，國家主權基金並不比其他國有掌控資產更具投資政治性。而文獻亦不乏以實證統計資料進行分析檢驗，統計結果顯示共同基金（mutual fund）與 SWF 的投資資產分配，配置於民主或非民主國家的情況平均，兩者並不見差異性，通常情況下，他們的資產配置策略會以財務而不是政治偏見為出發點。

綜上所陳，多數文獻謹立於加強對 SWF 投資之管制密度的立場，恐有所背離 SWF 投資的實務現況。事實上，多數 SWF 為了能追求長遠至地主國投資的機會，多會服從地主國的行政規制。相對地，現有文獻對於 SWF 投

---

註五十四：See Chalamish, *supra* note 51, at 657 (“SWF, legal entities that combine both private and public elements, present a challenge for the international community, namely, how to enjoy the benefits of SWF’ investments without being exposed to the negative impact which can result from political motives, non-transparent investments, and lack of a clear governance structure”).

註五十五：如果中國國家掌控主體入美投資，會對美國造成具體威脅，但並無法區分由國家主權基金(如中國投資公司)或者是國有企業(如中國海洋石油公司)所造成的威脅有何差異。國有企業亦有可能潛藏政治動機，而為策略性投資。因此地主國若對 SWF 實施較國有控制企業較嚴的審查，差別待遇的合法性必須論證。

資保護之討論，則顯不足。

## 二、雙邊投資保障協議作為保護國家主權基金投資之法律框架

雙邊投保協議作為雙方國家間政治經貿關係持續友好的保證，以及互惠的投資承諾（註 五十六），其可否用以規範 SWF 現象，則值得吾人深入探究。通常而言，BIT 文件的架構包含以下幾個部分：第一部分，主體「投資人」與客體「投資標的、投資型態」的要件定義。第二部分，規範投資人的實體權益（如 MFN、NT、FET 等）。第三部分，規範投資人程序上的權益，包括投資爭端解決機制的選定。BIT 上的這些程序規定，賦予投資人有權去實踐其根據投保協議所享有的實體權益，在地主國有違反條約規定時，訴諸仲裁。第四部分，規定條約生效以及到期日。不同的 BIT，僅在這些架構底下，作細節性的條款內容變動。

進一步國家主權基金的投資在雙邊投資協議下，應該如何操作，又會交織出何等法律適用的議題，則為本節論述之重點（註 五十七）。討論國家主

---

註五十六：BASSAN, *supra* note 6, at 116. 邇來，國家與國家間締結 BIT 的數量急遽增加。雙邊投保協議的本身是條約。乃係由雙方締約國家本於互利互惠、鼓勵開放投資之原則，同意給予具有對方締約國國籍之自然人或法人入境投資時，投保協議上所約定的投資保障。BIT 基於國家主權之間自願受其規範，因此具有國際法效力，保障外國投資人實體上以及程序上之投資利益。根據國際組織條約法第 2 條規定，條約係指：「一個或更多個國家和一個或多個國際組織間，或國際組織相互間，以書面締結並受國際法支配的國際協議，不論其載於一項單獨的文書或兩項或更多有關的文書內，也不論其特定名稱為何。」據此，公約、盟約、條約、憲章、專約、協約、協定、議定書、最後文件、宣言、聯合聲明、換文、備忘錄等，皆可能是國際法下的條約。參閱，丘宏達，現代國際法，頁 155（2010 年）。自 1959 年第一個現代意義的雙邊投資條約（Bilateral Investment Treaty, BIT）締結以來，至今依據聯合國貿易暨發展委員會（UNCTAD）統計，世界上已有 3,304 個生效中的國際投資協定，（International Investment Agreement, IIA）。大部分的國際法規範與外國投資有關的投資保障規定還是存在於 BIT 形式的國際法條約。United Nations Conference on Trade and Development, World Investment Report 2016: Investor Nationality: Policy Challenges, UNCTAD/WIR/2016 at 101 (2016).

註五十七：截至目前為止，國際實踐上已有些許數量的 BIT 締結於地主國與 SWF 投資母國之間，舉例而言，美國與阿富汗於 1999 年 9 月 29 日簽訂 BIT，並於 2001 年 5 月 30

權基金之投資是否包含在雙邊投保協議的適用範圍，而受到貿易保護？首先，必須先檢討，SWF 的投資是否符合 BIT 底下「投資人 (Investor)」與「投資 (Investment)」之基礎性定義內。

### (一) 投資人

大部分的雙邊投資協議裡，對於國家主權基金是否包含在投資人的定義範疇內，未有正面規定。在未有明文訂入 SWF 為投資人的 BIT 中，如何去解釋條款的投資人定義，則屬關鍵。

以 2012 United States Model Bilateral Investment Treaty (2012 U.S. Model BIT) 的「投資人」定義為例，其規定：

「締約國一方之投資人，指締約國或其國營企業，或其國民或具有締約國國籍之企業...」

所謂「國營企業」，2012 U.S. Model BIT 進一步定義（註 五十八）：

「國營企業，意指締約國一方所有之企業，或締約國透過掌控所有權權益之企業。」

從契約文義的當然解釋出發，國有公司或是國有控股公司既然包含在投資人裡，國家主權基金雖然在功能、實際運作上、組織皆與國有企業有間，但是此種事實上的差別，並不礙於 SWF 在 BIT 主體適用範圍上的判斷。因為，SWF 是透過國家財政部或其他國家財源挹注，而由政府 100% 持股而成立之公司型態，在從股權結構分析上，SWF 與 SOE 並無二致，是以，國家

---

生效；美國與俄羅斯亦於 1992 年 6 月 17 日簽訂 BIT；澳洲與中國於 1988 年 7 月 11 日簽訂 BIT；加拿大分別與蘇俄於 1989 年 11 月 29 日以及與委內瑞拉於 1996 年 7 月 1 日簽訂 BIT；德國與阿富汗於 2007 年 2 月 5 號簽訂 BIT，而與中國訂於 2003 年 12 月 1 日，與巴西簽訂於 1995 年 9 月 21 日，與卡達簽訂於 1996 年 6 月 14 日簽訂 BIT，與沙烏地阿拉伯於 1996 年 10 月 29 日簽訂 BIT。

註五十八：2012 US Model BIT 將美國數十年來積累之談判經驗納入其中，並整合國內政策於其中，故美國與各國談判協商時，均以 US Model BIT 作為談判之藍本，目前美國簽屬仍有效力者共有四十個，故美國的雙邊投資有其重要性及參考性。

主權基金亦同樣地也包括在 BIT 的投資人的範疇之中。

但是困難的是在 SWF 並非以法人形式而成立的情形。此時，SWF 是否受到 BIT 的投資保護，端視 BIT 上關於投資人的文義如何撰寫為斷：

1994 年德國-科威特 BIT，則明白地將投資人的範圍涵蓋非法人組織的經濟實體：

「投資人可以是具有或不具有法人資格（with or without legal personality）的實體，依據科威特國內法成立且設立於科威特境內者：如企業、合作社、合夥、社團法人、基金會、公司、商號、機構、基金、組織、商務聯盟或是類似的實體，不論其負有限或無限責任。」（註五十九）

詳言道，於 BIT 上對「投資人」採取廣義的定義，並不侷限於必須係依照一國公司法所設立之「公司型態」的 SWF，始受保護。而依照公法所成立的實體，或甚至僅是一個所屬於國家財政機構或中央銀行下的基金，或是國家的投資工具（State Instrumentalities）之型態的 SWF，皆受有 BIT 的規範適用。在採取廣義投資人的規範模式下，挪威、俄羅斯、智利、墨西哥和沙烏地阿拉伯等非公司型態的主權基金皆能符合 BIT 的主體投資人定義。茲有附言者，從近代 BIT 發展的趨勢以觀，有越來越多晚近的 BIT 直接將 SWF 明訂於「投資人」的定義內。舉例言之，「2006 瑞士－沙烏地阿拉伯 BIT」中，明白制定所謂「投資人」包含所屬於沙烏地阿拉伯之 SWF（註六十）。

---

註五十九：See BASSAN, *supra* note 6, at 144 (“investor (in respect of the State of Kuwait) is also any entity, with or without legal personality, established in accordance with the laws of the State of Kuwait and having its seat in Kuwait, such as enterprises, cooperatives, partnerships, corporations, foundations, companies, firms, establishments, funds, organization, and business associations or similar entities, irrespective of whether their liabilities are limited and otherwise”). 而同樣地，1985 中國-新加坡 BIT 亦有相同的規範模式，將不具有法人格之其他實體亦含括於投資人適用主體內，其用字遣詞如下：「company, firm, association or body, with or without personality, incorporated, established or registered under the laws in force of Singapore.」其他相同的規範模式還有中國-南韓 BIT, 1967 南韓-德國 BIT。

註六十：International Investment Agreements Navigator: Saudi Arabia, INVESTMENT POLICY HUB, <http://investmentpolicyhub.unctad.org/IIA/CountryBits/185>; see Barbieri, *supra* note 26,

職是之故，SWF 究竟是否係 BIT 所保護的投資人，端看 BIT 上所定義的投資人是廣義或狹義者。本文的一貫主張是，讓 SWF 受有 BIT 法制的適用，並不僅只是對 SWF 的投資法制，同時也是讓 SWF 投資現象遵循整個國際投資法制的遊戲規則，長遠以觀，係利於地主國與 SWF 雙方。因此，本文認為，未來的國家相互間簽訂 BIT，在 BIT 的擬定與撰寫上，應盡量將投資人的定義採取廣義的見解，甚至清楚明定國家主權基金於投資人範圍之中。

## (二) 投資

接著檢討，SWF 之跨國投資，必須符合雙邊投資協議的「投資」客體定義。早期大部分的 BIT 中，對於「投資」的定義範圍，都盡力做最大的涵蓋，盡量還蓋各種資產。惟晚近的 BIT 型態，對投資增加了許多詳細限制，例如以正面列舉的方式為投資做定義。2012 U.S. Model BIT 即為適例。

2012 U.S. Model BIT 對「投資」的列舉內容為下：

「指投資者直接或間接所有或控制具有投資特徵的資產。這些特徵包括資本或其他價值資源的投入、獲得收入或利潤的預期以及對風險的預估。投資的形式包括：(a)經營實體；(b)經營實體的股份、股票或其它形式的股權參與；(c)債券、債務或其它債務工具和貸款；(d)期貨、期權和其他衍生品；(e)交鑰匙、建築、管理、生產、特許權、收入分成和其它類似合同；(f)智慧財產權；(g)根據國內法授予的批准、授權、許可和類似權利；和(h)其它有形資產或無形資產、動產或不動產以及相關財產權利，例如租賃、抵押、留置和質押。(註 六十一)」

---

at 143，而 Russia-Switzerland BIT Art.(1)有相同的規範模式。

註六十一：2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty,

<https://ustr.gov/sites/default/files/BIT%20text%20for%20ACIEP%20Meeting.pdf>

(“Investment means every asset that an investor owns or controls, directly or indirectly, that has the characteristics of an investment, including such characteristics as the commitment of capital or other resources, the expectation of gain or profit, or the

從上開適例可資觀察，除了有明文排除的特殊情況，大部分的 BIT 會將「間接投資」（又稱，證券投資 Portfolio Investment）包含於投資的定義範圍之中（註六十二），所謂證券投資，係指相對於直接掌控公司經營權或所有權的直接投資，僅消極地握有股權，但不掌握實質的公司經營權。而此種透過股權收購投資的型態，又是 SWF 最普遍的以股權參與（Equity Participation）進行跨國投資之模式（註六十三），故亦有 BIT 之適用。

綜上分析，國家主權基金享有雙邊投資保障協議適用，遂得主張投保協議上諸如國民待遇原則、最惠國待遇條款，以及公正公平待遇原則...等保護。SWF 與地主國若因有一方違反投資保障協議而有紛爭，更可爰引 BIT 上之國家與投資人之間之爭端解決機制為解決，詳見於下節分析。

---

assumption of risk. From that an investment may take include:

- (a) An enterprise;
- (b) Shares, stock, and forms of equity participation in an enterprise;
- (c) Bonds, debentures, other debt instrument, and loans
- (d) Futures, options, and other derivatives;
- (e) Turnkey, construction, management, production, concession, revenue-sharing and other similar contracts;
- (f) Intellectual property rights;
- (g) Licenses, authorizations, permits, and similar rights conferred pursuant to domestic law, and
- (h) Other tangible or intangible, movable or immovable property, and related property rights, such as leases, mortgages, liens, and pledges.”)

註六十二：細說證券投資(間接投資)，一名投資者欲投資一間公司時，其可以投資股票或投資公司債的形式為之。以投資股票的方式為之時，投資人享有投資標的之所有利益。但以股權形式投資，仍必須區分投資人所持有的股權比例。各國政府與國際機構大抵接受持有低於 10% 之投資標的股份，屬於證券投資。另一種方式是投資人購買投資標的所發行之債，債券即是此類之典型。投資人在特定期間約定利率與到期日借款予投資標的公司，藉此賺取利息以獲利，故買公司債券的投資人並不因此而成為公司股東。蓋觀察過去數十年來的國際投資市場，證券投資逐漸占有重要的地位，顯見主權投資者或私人投資者出於各種多樣原因，不願意取得投資公司的控制性持股，而是更加青睞以間接投資為國際投資獲利之途徑。Michail Dekastros, *Portfolio Investment: Reconceptualising the Notion of Investment under the ICSID Convention*, 14 J. WORLD INV. & TRADE 286, 287-88 (2013).

註六十三：BASSAN, *supra* note 6, at 117.

### (三) MFN、NT 與 FET Standard 之檢驗

#### 1. 最惠國待遇原則 (Most Favoured Nation Standard)

以 2012 U.S. Model BIT 第 4 條第 2 項之「最惠國待遇條款」內容為例：

「每個締約方應給予依據此協定所涵蓋的投資待遇，在相同的情況下，不低於在其領域裡的其他第三方投資所受之投資待遇，有關建立、併購、擴張、管理、經營、運作和銷售或其他於該領域內之其他投資處置。(註六十四)」

由此條款可分析，最惠國待遇原則要求地主國給予投資人或來自於外國的投資待遇，不低於其所給予任何其他外國投資人或外國投資之待遇標準(註六十五)。儘管 MFN 條款普遍地存在國際投資協定中，但仍然存在相當的適用爭議。蓋 MFN 在操作上是需要比較的法律概念。倘 SWF 欲主張地主國有投資法 MFN 原則之違反，首先必須要證明地主國「在相同情況下」(in like circumstance / like situations / similar situations)，給予 SWF 相較於本國或他國相同條件的投資人，更劣勢的投資待遇(註六十六)。

---

註六十四：2012 U.S. Model BIT §4(2) (“Each Party shall accord to covered investments treatment no less favorable than that it accords, in like circumstances, to investments in its territory of investors of any non-Party with respect to the establishment, acquisition, expansion, management, conduct, operation, and sale or other disposition of investments”).

註六十五：Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and IntElizabeth Whitsitt & Todd Weiler, *Sovereign Wealth Funds and Bilateral Investment Treaties’ New Models: Issues, New Trends and State Practice*, in RESEARCH HANDBOOK ON SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND INTERNATIONAL INVESTMENT LAW 273, 273- 282.

註六十六：仲裁庭在認定國民待遇原則的「同類情形」，於 *UPS v. Canada* 案中，仲裁庭對此概念有所討論。只不過該案所探討者，乃地主國政府控制企業與一般外國投資人之間的比較。該案事實大致為，UPS 主張，加拿大政府以出版協助計畫補貼加拿大郵政，構成違反國民待遇原則。然而仲裁庭則認為，出版協助計畫之宗旨係為了達成普及出版品，使大眾得以更平價的價格，普及地獲得出版品。而事實上，僅有加拿大郵政之規模得以實現此政府政策。因此，UPS 與加拿大郵政並非立於「相同情形」，政府給予加拿大郵政補助，自無違反國民待遇原則。參閱，陳怡秀，政府控制企業於國際投資法及投資仲裁中所涉之法律問題，台大法研所碩士論文，頁 50-51 (2014)。See also *United Parcel Service of America II v. Government of Canada*, Award on Merit, ICSID Case No. UNCT/02/1, ¶¶173-81 (May 24, 2007).



因此，SWF 所為的投資行為，是否相當於一個第三方投資人所為的投資？（註 六十七）SWF 的投資與第三方外國投資人的投資行為是否屬於「相同情況」？第一種比較基礎是以「SWF 投資主體與其他投資主體」為比較。SWF 的原始資本都是由與其母國政府的財源所挹注（註 六十八），有雄厚的資本額（註 六十九），且與國家政府關係密切，其追求投資獲利是為了健全其國內總體經濟之目的。在國際投資法上，要再找到具有相同或相類似條件的投資人相比擬，實然不易（註 七十）。因此，基於不同情況，給予不同處置的平等原則（註 七十一），地主國對於 SWF 給予密度更高的投資審查，並不當然違反 BIT 上之義務，這是 SWF 倘欲以違反禁止歧視原則為抗辯，法律概念上可能首先會遭遇到的難題。

再從另外一個方向思考，如果比較「相同情況」的基礎聚焦在「投資行為」，論及 SWF 的跨海投資行為，倘若其目標是追求投資報酬率最大化，在此目的上，SWF 與其他同為追求投報率的機構型投資人並無二致。因此除非地主國能夠成功舉證 SWF 的投資行為係為了遂行政治策略性投資，倘地主國不能成功舉證，

SWF 的投資行為本質上異於其他機構投資人追求商業獲利的投資行為，則地主國並沒有分別對待「SWF 投資」之合法性基礎，從而，倘若地主國對 SWF 投資為限制性措施，應認有 MFN 之違反（註 七十二）。

操作禁止歧視原則另一個重要要件為，「投資待遇低於（less favorable than）其他的第三方投資人」。舉例而言，倘 SWF 能主張，地主國的系爭歧

---

註六十七：Barbieri, *supra* note26, at145.

註六十八：意即政府乃 SWF 之原始股東。以新加坡淡馬錫國家主權基金為例，新加坡財政部持有淡馬錫控股公司 100%之股份，即為適例。

註六十九：不透明度高這點，可能並不只純然存在於 SWF，私募基金亦然。參閱文章 Rolando Avendaño & Javier Santiso, *Are Sovereign Wealth Funds Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Fund?*, OECD, DEV/DOC(2009)08 (2009).

註七十：Barbieri, *supra* note26, at 144.

註七十一：Id. at 145.

註七十二：Id. at 146.

視性措施僅獨然針對 SWF 為之，而對其他的第三國機構投資人並未實施；又或者是地主國獨然針對此單一 SWF 為投資歧視，對其它 SWF 則否，此等情形皆可能構成禁止歧視原則之 MFN 原則之違反（註 七十三）。然而，實際上 SWF 要以此援引 MFN，仍然有相當困難。以美國的投資法規 FINSA 為例（註 七十四），該法並不僅獨然要求 SWF 為投資申報（notification），而是一視同仁地針對任何與其投資母國有所牽連的投資主體（State-backed entity），要求其負有主動對投審會為投資申報之義務。更言之，SWF 倘若欲成功援引 MFN 條款對抗地主國，必須明確指出地主國投資法規或行政措施，僅獨然針對國家主權基金為審查或施以強制措施（註 七十五），倘若，在地主國的外資審查法下，任何可能妨礙國家安全的外資均可能受到管制，此際，SWF 則必須進一步強調在具體個案之下，該外資審議法實施的結果，造成實際上以 SWF 為主要受審查對象，SWF 因此可以主張地主國的內國法有「事實上歧視」（de facto discrimination）之構成（註 七十六）。

除此之外，MFN 的適用引伸出另一個爭點是，究竟 BIT 上的投資人可否將其所主張的 MFN 射程是否包含地主國與第三國間投資契約的爭端解決條款？是另外一個爭議。以中國－加拿大簽訂於 2012 年之外商投資促進與保護協定(Foreign Investment Promotion and Protection Agreement, 簡稱 FIPA) 為例，該協定中之 MFN 條款規定，即明示規定排除適用於其他投資協定的爭端解決條款。因此，倘若 SWF 投資母國與地主國之間所簽訂的雙邊投保協議未規定 SWF 得以適用國際仲裁爭端解決機制，SWF 也並非當然得以透過條約上的 MFN 條款連結地主國與他國投資契約上的爭端解決條款，而為

---

註七十三：在地主國獨然對於原告 SWF 為限制性投資措施，對其他 SWF 則否的時候，係爭原告 SWF 仍可以向仲裁庭主張，其與其它的 SWF 相當，因此地主國獨然針對該單一 SWF 為限制性措施，有 MFN 的違反。

註七十四：此法的詳細審查內容，詳見本文第三章。

註七十五：Barbieri, *supra* note 26, at 134.

註七十六：陳怡秀，前揭註 67，頁 71。

適用（註七十七）。

## 2. 國民待遇原則（National Treatment Standard）

從 2012 U.S. Model BIT 第 3 條第 2 項規定為觀察：

「每個締約方應給予依據此協定所涵蓋的投資待遇，在相同的情況下，不低於在其領域裡的地主國之投資人所受之投資待遇，有關建立、併購、擴張、管理、經營、運作和銷售或其他於該領域內之其他投資處置。」（註七十八）

NT 條款要求地主國給予外國投資人以及其投資待遇，不得低於地主國提供給予其本國國民的投資待遇。SWF 倘欲援用 NT 條款對抗地主國，仲裁庭必須思索三個主要問題：第一，是否 SWF 與其國內的投資人立於同樣情況（in comparable circumstance）。第二，地主國給予 SWF 的投資待遇是否劣於（less favourable）給予其本身國民者？第三，地主國對予 SWF 所施加之特殊待遇，可否在公共政策（public policy）的理由下合法化，此乃關於國家重大安全例外條款的討論，詳見本章第五節。

有關第一個問題，有些仲裁庭會要求系爭原告與外國投資人必須要投資同產業別（in the same line of business）（註七十九）。至於第二個問題，仲裁庭曾經於 2006 年 *International Thunderbird Corporation v. Mexico*, UNCITRAL Award 明白對 NT 條款表示意見，認為原告無須舉證地主國有意圖（intent）依據國籍而為歧視（discriminate on the basic of nationality）的證據，而僅須

---

註七十七：See e.g. Elizabeth Whitsitt, *Application of MFN Clauses to the Dispute Settlement Provisions of BITs: an Updated Assessment of the Jurisprudence since Wintershall*, 2 J. ARB. MEDIATION 21 (2011-2012).

註七十八：2012 U.S. Model BIT.

註七十九：關於究竟 MFN 條款的比較基礎，其他第三方投資人是否限於與原告同樣行業領域，在仲裁庭中，仍然是個未有定論的爭議。有認為需要限於同領域的仲裁判斷，見 *Marvin Feldman v The United Mexican States*, ICSID Case NO. ARB(AF)/99/1, Final Award (Dec. 16, 2002) [Feldman]。然而亦有其它仲裁庭認為，MFN 比較的基礎並不限於同樣產業，見 *Occidental Exploration and Production Company v The Republic of Ecuador*, LCIA No. UN 3467, Final Award (July 1, 2004)。

舉證證明事實上對原告存在較本國投資人為低的投資待遇 (the factual existence of less favourable treatment) (註八十)。

### 3. 小結：NT 及 MFN 運用

蓋「在不同的情況」下，給予不同的投資待遇，並沒有歧視的存在 (註八十一)。職是，SWF 必須能夠成功建立，SWF 所為之投資與地主國國民之投資和第三國投資者之投資相較，本質上是為「相同情況」，進而主張地主國對於 SWF 投資給予差別對待，有違反國際投資法禁止歧視原則下的 NT 條款及 MFN 條款。

承本文上段分析，歧視禁止原則得以比較之基礎為「投資主體」，或「投資行為」。本文認為，以「投資行為」作為操作歧視禁止原則，較為符合國際投資法制 (註八十二)。申言之，倘地主國之內國政策是限制 SWF 入境投資的，則必須在其與投資國雙方所締結的 BIT 上明示排除 SWF 為 BIT 上之投資人。倘若 BIT 上沒有此排除明文，地主國排限制 SWF 入境投資之行為，則恐有國際投資法下 NT、MFN 條款之違反。因此地主國則須爰引 NPM 為其限制投資措施為抗辯，地主國必須舉證 SWF 並非實行追求最大投報率的投資行為，而是政治策略性投資。至於該如何證明 SWF 是藉由投資之名，而對地主國為施加不適當政治影響 (undue political influence) 之實，地主國應該提出 SWF 投資獲得地主國國防等敏感性工業控制持股，或者 SWF 投資

---

註八十： See *International Thunderbid Corporation v Mexico*, UNCITRAL, Award (Jan. 26, 2006) at para. 183；其它相同見解見 *ADF Group Inc. v United States*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/1, Award (Jan. 9, 2003) at para. 157; *SD Myers v. Canada*, UNCITRAL, First Partial Award (Nov. 13, 2000) at para. 254 [*SD Myers*]; *Siemens v Argentina*, ICSID Case No. ARB/02/8, Award (Feb. 6, 2007) at para. 321.

註八十一： *Barbieri*, *supra* note 26, at 145 (“Clearly no discrimination exists when different treatments are accorded to investors in different situations”); *Antonine Goetz and others v. Republic of Burundi* ICSID Case No. ARB95/3, Award, 10 February 1999, 121; *Parkerings-Compagniet AS v. Republic of Lithuania*, ICSID Case No. ARB/05/8, Award, 11 September 2007, 290; *Saluka Investments BV (The Netherlands) v. The Czech Republic*, UNCITRAL, Award, 17 March 2006, 307.

註八十二： 相同見解見於 *Barbieri*, *supra* note 26, at 146.

有能力影響地主國對於經濟與政治政策之決定（註 八十三）。

### 三、SWF 適用 ICSID 公約各要件之檢討

#### (一) 投資

SWF 跨國投資於此的爭點在於，間接投資究竟是否受到 ICSID 與締約國雙方之 BIT 所保護的投資客體，國際仲裁實務上曾存在巨大的爭議。在過去，曾認為只有 FDI 才受到 ICSID 與 BIT 之投資保護，至於這些非實體的、不佔控制性持股的國際金流，究竟是否能對一國的經濟造成實質正面的影響則仍屬存疑，則需要進一步探求 ICSID 的物之管轄範圍（註 八十四）。

ICSID 的物之管轄範圍，根據 ICSID 公約第 25 條的用語：shall extend to any legal dispute arising directly out of an investment，可探知 ICSID 所處理的爭端原則上只限於直接因投資產生的法律爭端（註 八十五）。惟公約第 25 條對於何謂「只限於直接因投資產生的法律爭端」的要件並未給予定義（註 八十六），遂產生 ICSID 對於「投資爭端」的客觀管轄範圍何在之爭論。大

---

註八十三：因地主國係爰引 NPM 方，故就 SWF 有為策略性投資之事實，必須盡其舉證責任。

*Id.* (“If States mean always to exclude the investments of SWFs from the application of such clauses, they should express such intention by including a specific exclusion in the wording of BITs. Lacking such an exclusion, and since BITs and their provisions apply to SWFs and their investments, then also the MFN and NT clauses should in principle apply to SWFs. If the host state adopts measures that aim at protecting its national security and entail discrimination against a SWF from the other contracting party, it does not violate the MFN or NT clauses only insofar as it is able to prove that the objective of the investments carried out by that SWF is not the maximization of financial return but the pursuit of undue political influence.”)

註八十四：Dekastros, *supra* note 63, at 288.

註八十五：然而，ICSID 之行政理事會於 1978 年 9 月的第 12 次年會上通過了第一版 ICSID 附加規則，擴大 ICSID 之管轄範圍，使非締約國或非源於投資所產生的爭議，亦能利用 ICSID 進行爭端解決。

註八十六：ICSID Convention art. 25. (“The jurisdiction of the Centre shall extend to any legal dispute arising directly out of an investment, between a Contracting State designated to the Centre by that State and a national of another Contracting State, which the parties to the dispute consent in writing to submit to the Centre. When the parties have given their

抵而言，有三種看法（註 八十七）。第一種看法為，由於 ICSID 公約並未正面規範投資的範圍，是故投資範圍應揆諸各個雙邊投保協議之投資範圍內容而定。採此說見解者以前世界銀行法律顧問 Aaron Broches 為代表，認為 ICSID 公約第 25 條的「只限於直接因投資產生的法律爭端」應不具有實質意涵。因此在雙方當事人合意將投資爭端訴諸仲裁後，系爭案件當然會構成投資，雙邊投保協議之條約成為 ICSID 管轄權的充分條件（註 八十八）。採取此種看法，顯然得以將 ICSID 解決投資爭端的類型開放至最大化，然卻無法解釋，何以由雙邊締約國意志所訂立的條約內容，得以推論代表全體 ICSID 締約國。

第二種看法則是 ICSID 在管轄權上建立自己的架構，ICSID 對其所得審理之「投資」有其界線，Joy Mining v. Egypt 案之仲裁庭表示：「勿將 ICSID 公約對於投資定義之空白，解釋成無限制的投資種類範圍，亦不意味著投資定義取決於爭端當事人意志。」職是見解，爭端當事國若欲接受 ICSID 管轄，就不能隨意界定「投資」定義，否則將架空華盛頓公約第 25 條。而 ICSID 著名的 *Salini v. Morocco* 仲裁案，更是近一步的建立構成「投資」的五標準（註 八十九）：(1) 投資人有實質的貢獻；(2) 投資存在一定期間；(3) 投資存在一個可預期的風險；(4) 為爭取特定利益；(5) 簽屬國因此有經濟上實質正面的影響。誠然，*Salini* 案所建立的標準，並非完全為各仲裁庭所接受。但其所展現者，乃任何案件，若欲以 ICSID 為爭端解決機構，應先符合 ICSID 公約第 25 條所規定之客觀要件，進而才符合 BIT 上的投資範圍，是以採取此說者認為，ICSID 公約第 25 條乃係物的管轄權之「外部界線」（註 九十）。第三種

---

consent, no party may withdraw its consent unilaterally”).

註八十七：Dekastros, *supra* note 63, at 286-319.

註八十八：Aron Broches, *The Convention on the Settlement of Investment Disputes: Some Observations on Jurisdiction*, 5 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 263, 273 (1966).

註八十九：簡稱為“Salini Test”。

註九十：詹凱惟，國際投資條約適用於主權債務重整：法律問題及未來發展方向，頁 47（2015）。

看法則是折衷說，此說認為 Salini Test 只是試著畫出投資定義的輪廓，但並非 ICSID 下所受理的投資爭端之法律先決要件。而是應該探求雙方締約國訴諸 ICSID 仲裁之相關條約之訂立目的為何？考量雙方締約國的成立投資契約的情況，審酌 Salini Test 下的要件綜合為斷。於 *MCI v. Republic of Ecuador* 案中，該案所涉及之投資事項為無體財產權的應收帳款(accounts receivable)和許可證(an operating permit)，仲裁庭表示：「Salini 標準應只被理解為只是舉例，而非必要確立投資成立之要素。(註九十一)」而在 *Biwater v. Tanzania* 案中，仲裁庭亦認為：「Salini 標準並非固定、具有法律強制力的，而採取更具彈性的途徑來探求『投資』之意義是更為適當的。更具彈性的途徑乃，考量 Salini 案中所指出的各項指標，但綜合審視案件的個案情況.... (註九十二)」此說亦肯認 ICSID 所處理的投資應有其界線，但是此界線不該嚴格要求符合 Salini Test 五要件，而是將 Salini Test 各項標準當作參考，並且審酌個案中的一切情況而為探求。

總結而言，多數見解下認為 ICSID 的客觀管轄要件有其界限，SWF 所提付之爭端，至少首先必須符合仲裁庭所建立的客觀標準，始能利用 ICSID 爭端解決機制處理訟端。

## (二) 當事人適格

接著討論 SWF 是否有適用 ICSID 仲裁機構之當事人適格，涉及 ICSID 爭端解決機制主觀管轄範圍之討論。

---

MCI v. Republic of Ecuador, ICSID Case No ARB/03/06 (Award, 31 July 2007) ("Salini criteria are to be understood as mere examples and not necessarily as elements that are required for [the investment's] existence").

Biwater Gauff v. United Republic of Tanzania, ICSID Case No ARB/05/22 (Award, 24 July 2008) ("Salini criteria.....are not fixed or mandatory as a matter of law and that a more flexible approach to the meaning of "investment" is appropriate which takes into account the features identified in Salini, but along with all the circumstances of the case...").

ICSID 公約第 25 條關於主觀管轄權範圍的規定為（註 九十三）：

「二、「另一締約國國民」係指：

1. 在雙方同意將爭端交付調停或仲裁之日以及在根據第二十八條第三款或第三十六條第三款將請求予以登記之日，具有作為爭端一方的國家以外的某一締約國國籍的任何自然人，但不包括在上述任一日期也具有作為爭端一方的締約國國籍的任何人；
2. 在爭端雙方同意將爭端交付調停或仲裁之日，具有作為爭端一方的國家以外的某一締約國國籍的任何法人，以及在上述日期具有作為爭端一方的締約國國籍的任何法人，而該法人因受外國控制，雙方同意為了本公約的目的，應看作是另一締約國國民。」

鑑於 ICSID 乃 P to G 模式，故必須先證明 SWF 乃屬「締約國國民」，始有此爭端機制之適用。而 ICSID 公約更進一步規定，所謂能利用此機制的投資人必須具有「另一締約國國民」之身分。而依據 ICSID 第 25 條之規定，另一締約國國民可以是自然人亦可為法人。蓋 SWF 究竟應屬於「國家」抑或是「締約國的國民」，是本節的重點。倘若 SWF 在國際投資法下被視為是國家，則其與地主國因投資而起的法律糾紛，即無從訴諸 ICSID 國際仲裁。而鑒於 SWF 投資主體的特殊性，其所屬國家政府對之握有百分百股權，為了一國總體經濟目的而設立，因此 SWF 於國際投資法制下，究竟應該被視

---

ICSID Convention § 25 (1965) ("(2) "National of another Contracting State" means: (a) any natural person who had the nationality of a Contracting State other than the State party to the dispute on the date on which the parties consented to submit such dispute to conciliation or arbitration as well as on the date on which the request was registered pursuant to paragraph (3) of Article 28 or paragraph (3) of Article 36, but does not include any person who on either date also had the nationality of the Contracting State party to the dispute; and (b) any juridical person which had the nationality of a Contracting State other than the State party to the dispute on the date on which the parties consented to submit such dispute to conciliation or arbitration and any juridical person which had the nationality of the Contracting State party to the dispute on that date and which, because of foreign control, the parties have agreed should be treated as a national of another Contracting State for the purposes of this Convention").



為國家，還是一國國民？需要細緻的法律分析，亦牽動 SWF 能否將爭端訴諸 ICSID 國際仲裁機制。申言之，為 SWF 為法律主體定位之分析，可判斷究竟 SWF 是否屬於國家，抑或者是一國人民？前者，不具備 ICSID 國際仲裁之當事人適格，後者可依 ICSID 第 25 條以原告身分聲請國際仲裁。承前開章節所述，各國之 SWF 型態皆不盡相同，依其性質，可分為三類：(1)由國家或其中央銀行所直接擁有的一個資產型，而不具備獨立法人格者；(2)直接依照一國組織法等公法設立而成的國家主權基金，其屬公法人性質；(3)適用一國公司法或其他特許法律設立而成。

### 1. 公司型 SWF

此三類 SWF 以公司私法人型之國家主權基金最無疑義。蓋依照 ICSID 公約第 25 條的規定內容，聲請方可以是一國締約國人民之性質可以是自然人或法人，至於是否是一國之法人，依照同條 b 款，以擁有該締約國國籍與否，作為判斷。惟 ICSID 公約並未規定如何認定法人國籍，因此須探求國際法之規定，國際法關於法人國籍之認定，有眾多不同的標準。其中，「法人登記地說」，亦即依法人登記成立之準據法母國為其國籍，英美法系國家多採此標準。而至於「主營業所所在地說」，以法人之主要營業地之國家為其國籍，則為大陸法系國家所採。因此在公司型態的 SWF，其依據其投資母國公司法設立，抑或是其公司總部設於其投資母國，皆可首先推斷國家型 SWF 乃具有締約國國籍之法人，合先敘明。

公司型的 SWF 與 SOE 其所有權結構與政府之間的關係並無二致。因此在判斷上，SWF 亦應可爰引仲裁庭對國營企業角色的認定，做相同的論述與判斷。著名的 CSOB v. Slovak Republic 案，ICSID 即建構判斷公營企業究竟是否為 ICSID 公約第 25 條的「一國國民」之判斷標準。該案仲裁庭表示：「鑒於 ICSID 仲裁機構之設立之目的，國家控制企業或國家與私人共同投資之企業（a mixed economy company）不應該被排除其身為一國國民之地位，除非其代表一個政府的機構，或執行政府職能。」仲裁庭進一步表示：「於判斷

國營企業是否執行政府職能，係觀其行為的本質，而非行為的目的。」申言之，國家行為可分為「主權行為」和「非主權行為」，而僅限於主權行為才可認為是國家。所謂主權行為，諸如指派大使、課稅、徵收……等如是。由此判斷標準可得論述，有論者以「潛藏政治性意圖而投資」來否定 SWF 的一般投資人主體性，與通說不採目的說的主流見解不符，這是其一。對於 SWF 性質之判斷，還是必須回歸「投資」行為的本質，其屬於非主權行為而斷，在國際投資法下，即應認為是一國的國民，而屬於 ICSID 投資人。綜上所陳，透過 CSOB v. Slovak Republic 案所建立的標準，正確的操作模式應該為，國際投資法原則上必須一律先將國有控制企業或其他類似國有控制企業的組織，於從事商業投資行為時，首先視於是法人國民的身分，例外只在有 SWF 執行政府職能具體情況時，方能視為國家。因此公司型 SWF 是一國人民，具備 ICSID 聲請人適格。

## 2. 資產池型與公法人型 SWF

資產池型與公法人型 SWF 是否具有 ICSID 底下投資人適格?則待分析。第一類資產管理池型的 SWF，只是財產的集合，不是人的集合，且資產與中央銀行的其他資產無法實際分割，並且無獨立之法律人格，因此無法成為 ICSID 公約裡的締約國國民。至於第二類依一國公法設立而成的公法人性質 SWF，是否得具備 ICSID 投資人之聲請人適格，得以公法人 SWF 之典型-挪威全球投資基金(The Global Investment Fund) 進行分析。首先挪威全球投資基金係由挪威央行投資管理部 (Norges Bank Investment Management ,NBIM) 進行投資管理，而挪威中央銀行又為代表財政部之一部分。因此挪威全球投資基金既非以公司之私法人型態呈現，因此沒辦法適用 *Broche Test* , *CSOB Test* 而為檢驗。進一步，以 *Maffizani Test* 為檢驗標準，在結構上挪威全球投資基金依據「政府養老基金法」(Government Pension Fund Act) 設立而成立之公法人，但是在結構上仍屬於挪威政府之組織或機構 (agency or instrument)，是以從國家責任歸屬角度分析，挪威 SWF 之國際不法責任係歸

屬於挪威主權國家。三者，依據美國國家責任豁免法法理之檢驗，舉凡一國政府之組織或是機構在美國法法制下皆可享有主權豁免。綜上分析，ICSID 公約第 25 條所規定的法人，應做狹義解，解為具有民事權利能力和民事行為能力，依法獨立享有民事權利和承擔民事義務的組織，僅公司型 SWF 有所適用。

## 伍、代結論

國家主權基金在當代的國際金融世界快速崛起，且成為國際投資世界裡主要的投資角色，國家主權基金雖然躍上國際舞台的時間很短，但涵蓋的國際投資法議題相當廣泛。SWF 投資被視為一波新興國家的新資本全球化主義－資本是由過去被視為邊陲的國家向中心國家流動，也重新定義了 sovereignty 的概念。主流文獻上，無不以附和國家主權基金為其投資母國遂行政治目的，政治化國家主權基金的跨境投資。於是掀起究竟國家主權基金是敵是友，應該管制還是開放的論戰。

### (一) 國家主權基金的定位

國家主權基金各國呈現的樣態不盡相同，但不逸脫此三大類型(一)、「國家資產池型」：由一國的財政部或是中央銀行管理，以基金或類似的資產池形式存在，非法律上獨立的法人資格(二)、「公法人主權基金型」：以一國的公法組織法設立而成，具有公法人格，受國家財政機構或央行所管理。(三)、「公司型主權基金型」：以一國的公司法等民事法規設立而成，具有法律上的獨立法人格，與國家公法人完全分離，法律上獨自負擔權利義務。

國家主權基金的法律定位，是必須先釐清的議題，此攸關國家責任的歸屬，亦會涉及是否具備 ICSID 的原告當事人適格。藉由國際仲裁庭對國營企業定位所表示之仲裁意見，亦可推論出 SWF 之國際投資法制下之定位。

ICSID 仲裁庭於 *Maffezini v. The Kingdom of Spain* 案中，以「結構測試法」與「功能測試法」兩大判准分析，判定 SWF 既非嚴格意義的立法、行政、司法機構，而是提供投資信息以及諮詢、貸款、辦公空間的服務。而跨海投資也是商業金融行為，非屬實施政府職權要素，進而應認為 SWF 所為之投資行為所導致之法律責任，與 SOE 同，不該歸屬於投資母國的國家責任。

## (二) 以雙邊投保協議作為 SWF 投資保護最適規範框架

以 BIT 為保護 SWF 投資之主要法律架構，得以促進 SWF 之跨國投資國際投資法制化，同時，也有助於除去 SWF 投資的政治色彩。亦符合聖地牙哥宣言和 OECD 宣言將 SWF 視為國際投資法下的一般投資人之基本立場，「原則開放，例外管制」的友善態度相一致。除此之外，非法人型的 SWF 於國際投資法制底下，可能會被視為國家，而根本不具備提起 ICSID 國際仲裁的原告適格，真正能夠合法提起 ICSID 仲裁者，乃法人型的國家主權基金，因此地主國亦無須過分擔憂它國的政治性投資會遁入國際仲裁的保護傘之下。本文認為，以雙邊投資保障協議規範國家主權基金投資現象，實則創造地主國與國家主權基金雙贏的局勢（Win-Win Situation）。

## (三) SWF 現象適用雙邊投保協議適用之法律討論

SWF 投資適用 BIT，首先必須先檢討前提性要件「投資人」和「投資」。因各國的 BIT 內容文字不盡相同，故必須個案判斷。而以鼓勵投資、促進兩國商業交流的原則下，前提性要件解釋上應盡量採廣義解，採取廣義解釋的投資人並不限於公司型態的 SWF，而可將非法人型態的 SWF 一併涵括。但最好的做法是，直接精確地將「國家主權基金」例示或列舉於其中。至於投資要件，雖然晚近地 BIT 多以列舉的方式，限縮此要件的射程，但大部分國家仍然會將「間接投資」包含於投資的定義範圍之中。故，SWF 投資原則上有 BIT 之適用。

接著討論歐洲與美國兩種不同模式的市場進入。在歐洲模式底下，地主

國內國法惟獨排除外國的 SWF 至地主國投資，此等限制在國際法下也仍然是合法的。相對地，在美國模式，市場進入的範圍由條約議定，故市場進入的條款本身會受到國民待遇原則與最惠國待遇原則的牽制，拿掉了「依據其內國」的字句，賦予了地主國相當的義務，舉凡地主國依照附件給予其本國國民或第三方投資人的任何投資保障，皆必須一視同仁地給予對造締約國投資人。故，SWF 投資在美國模式底下的保護密度較高。

進一步，國家主權基金該如何挑戰地主國所為的管制措施，而主張其有 NT、MFN 與 FET Standard 諸等國際投資法原則之違反，是適用雙邊投保協議的重點。然而，在國際投資法上，要再找到與 SWF 具有相同或相類似條件的投資人相比擬，實然不易。故 SWF 可能能以滿足 NT、MFN 原則下之「相同情況」的要件。至於 FET 原則，若 SWF 之行為規範未符合聖地牙哥宣言的內容，因而採取的限制投資措施，並不會構成有 FET Standard 的違反。至於，地主國限制 SWF 取得標的公司的控制性股權、限制 SWF 收購股票的股票權，若對 SWF 投資造成重大損害，SWF 皆可能主張地主國有間接徵收該當。而根據國際習慣法，認為地主國必須給予充分及時有效的補償，始無國際法責任之違反。但對於 SWF 而言，給予其補償，可能只是個無用的解決之道。

至於爭端解決程序方面，SWF 並不因為投資母國有簽屬 BIT 和華盛頓公約即當然能順利將投資爭端提付仲裁，而不受阻礙。在仲裁前置程序期間或等待期間，SWF 可能受到地主國政治力的介入，無法順利將爭端提交國際仲裁。而 BIT 上若無置入岔路條款或禁止迴轉條款，則可能使 SWF 與地主國之間的投資爭端，仍會受到國內法院的影響，而無法依靠國際仲裁作為最後定紛止爭的依歸。另外 SWF 是否因為具有國家實體的色彩，而因此無法具備 ICSID 當事人適格？在 CSOB v. Slovak Republic 案所建立的標準下，國際投資法原則上必須一律先將國有控制企業或其他類似國有控制企業的組織，於從事商業投資行為時，首先視為是法人國民的身分，SWF 因此具有

ICSID 一國締約國國民之當事人。惟資產管理池型的 SWF，只是財產的集合，不是人的集合，且資產與中央銀行的其他資產無法實際分割，因此無法成為 ICSID 公約裡的締約國國民。同樣的，公法人性質 SWF 亦不具有當事人適格，因本文認為華盛頓公約第二十五條的法人應做狹義解，解為具有民事權利能力和民事行為能力，依法獨立享有民事權利和承擔民事義務的組織。