

政府投資公司及投資策略

目錄	頁次
壹：前言	2
貳：新加坡政府投資公司	5
參：南韓政府投資公司	23
肆：挪威政府石油基金	27
伍：投資新趨勢	37
陸：結論與建議	57

附錄一：「南韓政府投資公司法案(Korea Investment Corporation Act)」中文摘譯	63
--	----

壹、前言：

隨著亞洲許多國家外匯存底不斷高漲，新加坡的外匯存底管理模式正逐漸引起亞洲各國的關注，除了南韓已於近期成立了同樣負責外匯存底管理的韓國政府投資公司 KIC (Korean Investment Corporation)外，據外電報導指稱，中國目前也正研擬成立一家新的國有獨資投資公司，運作模式將參照新加坡政府投資公司(GIC)與淡馬錫(Temasek)，從事於風險較高的投資項目，此舉不僅可同時減緩中國外匯存底攀升與人民幣升值的壓力，也可降低中國人民銀行的沖銷成本。

事實上，除了新加坡政府外，石油蘊藏豐富的科威特與挪威，同樣設有國家投資公司，且將部分售油所累積之盈餘(外匯存底)，交由政府專責機構從事海外投資，且績效卓著。例如 1950 年代發現石油而一夕致富的科威特，早期將大量油元交給設在英國倫敦的投資辦公室(KIO)操作，1982 年成立科威特政府投資機構(Kuwait Investment Agency, KIA)，投資觸角更伸向亞洲、美洲等地。KIA 在國際金融市場上表現突出，1980 年代末期其投資收入甚至可達石油出口盈餘的九成，成為科威特政府另一項重要財源。1990 年伊拉克入侵後，科威特經濟元氣大傷，石油收入也銳減，戰後的重建工

作及支付美國「沙漠風暴」軍事行動的資金來源，便由 KIA 一肩扛起，尤其 KIA 所管理的「下世代基金」(Future Generation Funds)，以投資國際知名公司股票及主要國家貨幣為主，是科國重建的最大財源。

挪威政府石油基金(the Government Petroleum Fund)則成立於 1990 年，至 2005 年第三季底其基金市值已達 1,893 億美元。該基金設立之目的，主要作為支應財政支出與社會福利之用，運作模式與新加坡政府投資公司極為類似，但財務透明度卻遠勝於前者，1990 至 1999 年均有二位數之收益率，2000 年在全球不景氣下（摩根史坦利 MSCI 全球指數下跌 17%），仍然獲利 2.5%，操作績效卓著。

本次出國參訪行程，除拜會新加坡政府投資公司外，也拜會了挪威石油基金紐約分公司，期望藉由實地參訪，瞭解其組織與法規架構、市場發展背景、現況及投資策略等，同時也希望藉由此次參訪，建立未來雙邊資訊交流之管道。國際間投資業務日新月異，未來若成立類似 GIC 之政府投資機構，其投資範圍有可能涉及股票、創投或不動產等直接性投資，或藉由平衡式基金、指數型基金從事間接性投資，為此，本

次出國行程中也安排至紐約與倫敦聯行從事相關業務之研究與學習。而本報告之重點，將著重於政府投資機構之運作模式與策略分析。

貳、新加坡政府投資公司

2.1 新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation，簡稱 GIC）

2.1.1 成立時間與背景

在國際資本市場，只要提到新加坡，人們便會想起新加坡政府投資公司(下稱 GIC)和淡馬錫控股有限公司(下稱淡馬錫)。這兩家同樣擁有政府資金背景的公司，往往被外界所混淆，事實上，兩者的性質和使命並不相同。淡馬錫註冊為有限公司，實際上是由政府百分之百控制，總裁何晶是新加坡現任總理兼財政部長李顯龍的妻子。淡馬錫初創時，以培育和扶植本國製造業為己任，出資建立並控制著新加坡的重要企業，包括新加坡航空、新加坡發展銀行、港務集團等。只是近年來隨著新加坡國內可投資標的的減少，淡馬錫遂將其觸角逐漸伸向國際舞台，尤其是中國、印度等亞洲市場。

GIC 則肩負管理新加坡財政儲備和外匯存底的使命，從一開始便將投資觸角伸向海外。

新加坡政府第一次想要積極運用公積金，是自 1980 年代初期開始。由於新加坡人民根據養老金計畫上繳給中央公積金局的金額越來越高，加上公部門餘款增加，時任新加坡總理

的李光耀認為，這些資金未被金融管理局善加利用，於是要
求財政部長兼副總理吳慶瑞(Dr. Goh Keng Swee)加以檢討。
吳慶瑞因而在 1981 年 5 月成立新加坡政府投資公司(GIC)，
李光耀親自出任主席，吳慶瑞擔任副主席，並且大舉聘用外
國投資人才，包括後來曾任世界銀行總裁的 James Wolfson，
當時即受聘為 GIC 投資策略顧問。

2.1.2 資金來源

新加坡的外匯存底被分為兩部分，一部分由新加坡金融管理
局(即中央銀行)持有，用於調節外匯市場和作為貨幣督察局
發行貨幣的保證之用；另一部分資金則交由 GIC 管理，目標
是追求長期投資報酬率並保障資產的實質價值。目前 GIC 所
管理的資金規模已超過 1000 億美元。

除了外匯存底，GIC 管理的資金中還包括財政儲備(新加坡自
1998 年以來便一直保持財政盈餘，並因而積累了大量財政儲
備)，但交付 GIC 管理的資金總額並未對外公佈。事實上，
根據李光耀撰寫的回憶錄可知，GIC 一開始只管理政府的財
政儲備，直到 1987 年，才開始涉足管理新加坡的外匯存底。

2.1.3 GIC 的法律架構

GIC 原則上係依公司法所成立之獨立法人，但因經管政府資產，故另依新加坡憲法規定為「政府公司」，並依循憲法中之「Fifth Schedule」相關規定而設立，其要點如下：

1. GIC 之理事(Director)與各集團之主要營運負責人(Group Managing Director)之任免，須經總統同意。
2. GIC 須呈送財務報表及預算予總統，並經其同意。
3. 總統有權得到 GIC 理事所擁有的資料。

簡言之，GIC 之經營運作具特殊之法律位階，其營運績效和具體的投資內容，不受金管局監管，也不向財政部或社會大眾報告，僅新加坡總統與 GIC 理事得以知悉其細節。

2.1.4 GIC 組織架構

1. **董事會**：目前理事主席仍為新加坡資政李光耀，副主席則由新加坡總理李顯龍和前任副總理陳慶炎擔任。理事會的職責主要有二，一為設立中長期投資目標，另一為檢視投資表現。
2. **GIC 組成有四**：分別為公開市場部門(Public market)、GIC 不動產投資有限公司(GIC Real Estate Pte Ltd)（下文簡稱

GIC RE)、GIC 特殊投資有限公司(GIC Special Investments Pte Ltd) (下文簡稱 GIC SI) 以及企業服務部門(Corporate service)。在這四者之中，公開市場部門(Public market)所占投資比重最大，以安全性和流動性為投資主要考量；GICRE 與 GICSI 則偏重於長期股權投資，以投資價值最大化為其投資策略；至於企業服務部門(Corporate service)則提供投資所需之企業規劃、金融服務、內部稽核、風險控管、資訊技術、行政管理以及人力資源等整合性的服務。

2.1.5 營運規劃與投資策略

2.1.5.1 營運規劃

1. 以北美市場為主。目前 GIC 在全球設有 6 個海外營運據點，人員待遇按市場薪資水準並參與分紅，其員工視為非公務員。GIC 的管理資產已超過 1,000 億美元，並躋身全球前 100 大基金管理公司之列，投資範圍涵蓋全球 30 多個國家，其中北美市場（美國和加拿大）約占一半，歐洲國家與亞洲市場（日本及東南亞國家）則分別各占 25%。
2. 公開市場部門(Public market)：為 GIC 的核心投資部門，轄下依投資標的與功能分為七個單位，分別為股票部門

(Equity department)、固定收益證券部門(Fixed income department)、外匯交易部門(Foreign exchange department)、經濟與策略部門(Economics & Strategy department)、替代性投資單位(Alternative Investment Unit)、外部基金管理部門(The External Fund Management Department)以及投資政策與投資策略部門(The Investment Policy & Strategy Department)。事實上，回顧公開市場部門的組織變革，我們可以發現 GIC 近幾年的投資策略發生了一些改變，例如強調絕對報酬(absolute return)的投資策略與提高基金委外管理的比例與重要性等。此外，投資政策與投資策略部門的設立(2003年)，則顯示 GIC 期望在資產配置、風險控管與投資工具選擇等方面有所強化。

3. **GIC 資產委外經營的情況:** GIC 75%的資金為自行投資操作，另有 25%的資金以委託國內外基金公司的方式投資管理，這些基金管理公司在新加坡皆設有營業據點，操作金額約 250 億美元。資產委外管理的目地主要有三，第一，是要發展新加坡成為亞洲資產管理中心。第二，可作為 GIC 本身經營團隊在績效評估上相對客觀的指標。第

三，根據 GIC 的經驗，將部份資產委託資金經理人經營，除了獲得良好的基金操作績效之外，尚可取得基金管理公司高品質的研究報告及交換投資意見，因而獲益良多。

4. **GIC不動產投資有限公司(GIC RE)**：顧名思義就是掌管 GIC不動產投資的分支，經由直接或間接投資世界各地的不動產，該公司已逐漸成為GIC穩定長期投資報酬的重要貢獻者。該公司近年來一直都在積極擴展其全球投資組合，特別是在亞太地區一些商業城市的優質不動產，此點可由其全球五個海外據點中便有 2 個（東京與漢城）在亞洲可得知。¹
5. **GIC特殊投資有限公司(GIC SI)**：是GIC專門投資未上市公司的分支，投資內容包含私募股權、創業投資、過渡性融資、垃圾債券以及企業重整等等。²

¹ 近年來GIC全球不動產併購計畫，包括向美國LoneStar基金買下韓國漢城最大的辦公大樓Star Tower、雪梨地標性建築Chifley Tower and Plaza、澳大利亞黃金海岸的Royal Pines Resort、法國羅浮宮旁的巴黎洲際飯店、英國保誠集團(Prudential)旗下Bluewater購物中心以及東京、大阪及名古屋等地高達四十五個分銷倉儲設施，一系列炫目的投資，大幅提升其國際知名度。據GIC RE表示，接下來還計劃和美國房地產信託公司普洛斯(ProLogis)一起攜手開拓亞洲其他市場的投資機會。

² GIC SI直接投資案例包括思科、Franklin Resources 等著名企業；另一方面也投資於私人股權投資基金(private equity fund)，例如黑石(Blackstone Group)、凱雷(The Carlyle Group)等歐美私人股權投資基金巨擘，以及新橋(New Bridge)、鼎暉(CDH)等活躍於亞洲新興市場的私人股權投資基金。

2.1.5.2 投資策略

在這次參訪 GIC 的過程中，印象最深刻的，是該公司對於投資策略擬定的思考方向與方式---簡單卻極富邏輯性。解構 GIC 的投資策略，其要點有三：財富、消費力、金融與不動產業。簡單地說，GIC 目前所尋找的投資標的主要集中在亞洲外匯存底高的國家，亦即民間財富雄厚的國家，依其邏輯分析，財富的累積將轉為外來的消費能力，而在消費能力的發展過程中，金融產業將優先受惠，而不動產則是基於亞洲民族性與消費習性的有利投資項目。因此，對照於 GIC 或淡馬錫近三年來的投資腳步，的確是符合上述的策略規劃。

2.1.6 GIC 的風險與優勢

1. **GIC 的主要風險在於資訊不透明。**根據標準普爾(S&P)的研究報告指出，在 1999 至 2004 年間，GIC 五年之平均報酬率介於 1.7%~4.0%，投資表現遜於香港政府且透明度也不佳。另一方面，據外電報導，GIC 曾投資 Bre-X³，購買 Enron 及廣東國際信託公司(GITIC)債券⁴，遭受鉅額損

³ 2002 年 Bre-X 在礦石樣品中夾入金粒，對全世界撒謊說他們在火星發現了 200 萬盎司黃金，結果公司股票價格在 1 年之內上漲 19 倍，最高時高達每股 280 美元。內幕暴光後，Bre-X 的股票從 280 美元的天價慘跌，不久公司也宣告破產。

⁴ 中國大陸各省、市地方政府，為籌措難以由市政預算支應之辦公大樓、旅館、

失。

的確，依照新加坡憲法的規定，GIC 之經營運作具特殊之法律位階，其營運績效和具體的投資內容，不受金管局監管，也不向財政部或社會大眾報告，這使得 GIC 的運作在一定程度上缺乏透明性。直到最近，GIC 發佈了 2001 年年鑒，才稍許透露出 GIC 管理的資金總額、GIC 的投資理念等少數信息。事實上早在數年前，新加坡國內以及國際社會均曾提出公開 GIC 投資內容的要求，但被新加坡當局所否絕。而在淡馬錫首次公開其年報之後（2004 年 10 月），IMF 曾建議 GIC 仿效淡馬錫，在不透露敏感細節的同時，公開其投資組合和投資報酬率等大致情況，仍被拒絕。新加坡政府表示：「GIC 之運作仍屬策略性，且有足夠之內部控制保證其運作的正確性。而公開 GIC 資產的市場價值並無任何好處，GIC 沒有債務負擔，也沒有投資者信心缺乏的問題。...政府決定不公開新加坡政府投資公司（GIC）所管理的各項資產和投資

工業區等建設資金，大多由地方政府設立信託投資公司，以該地方政府的信用能力，向國內外金融機構借貸，或發行債券，調度所需資金，惟部份資金在投機目的下，流向不動產、證券等投資，致產生鉅額損失。1999 年 1 月廣東國際信託公司（GITIC）宣告破產，相關問題乃一舉浮上抬面，當時 GITIC 母體—廣東省政府拒絕支援連帶償還債務，引起國際上軒然大波，最後該破產案件，經外國銀行與大陸交涉結果，大約僅回收 30% 債權，損失不貲。

報酬率，是為保護新元免受投機者殲擊，這麼做也是保護國家利益。因為當市場認定政府擁有可觀資源捍衛新元時，並不知道政府的資產如何分配或利用，也無法衡量政府投資的細節與確實數字；若這些資料公布，將讓市場炒手能擬定策略阻擊新元。」

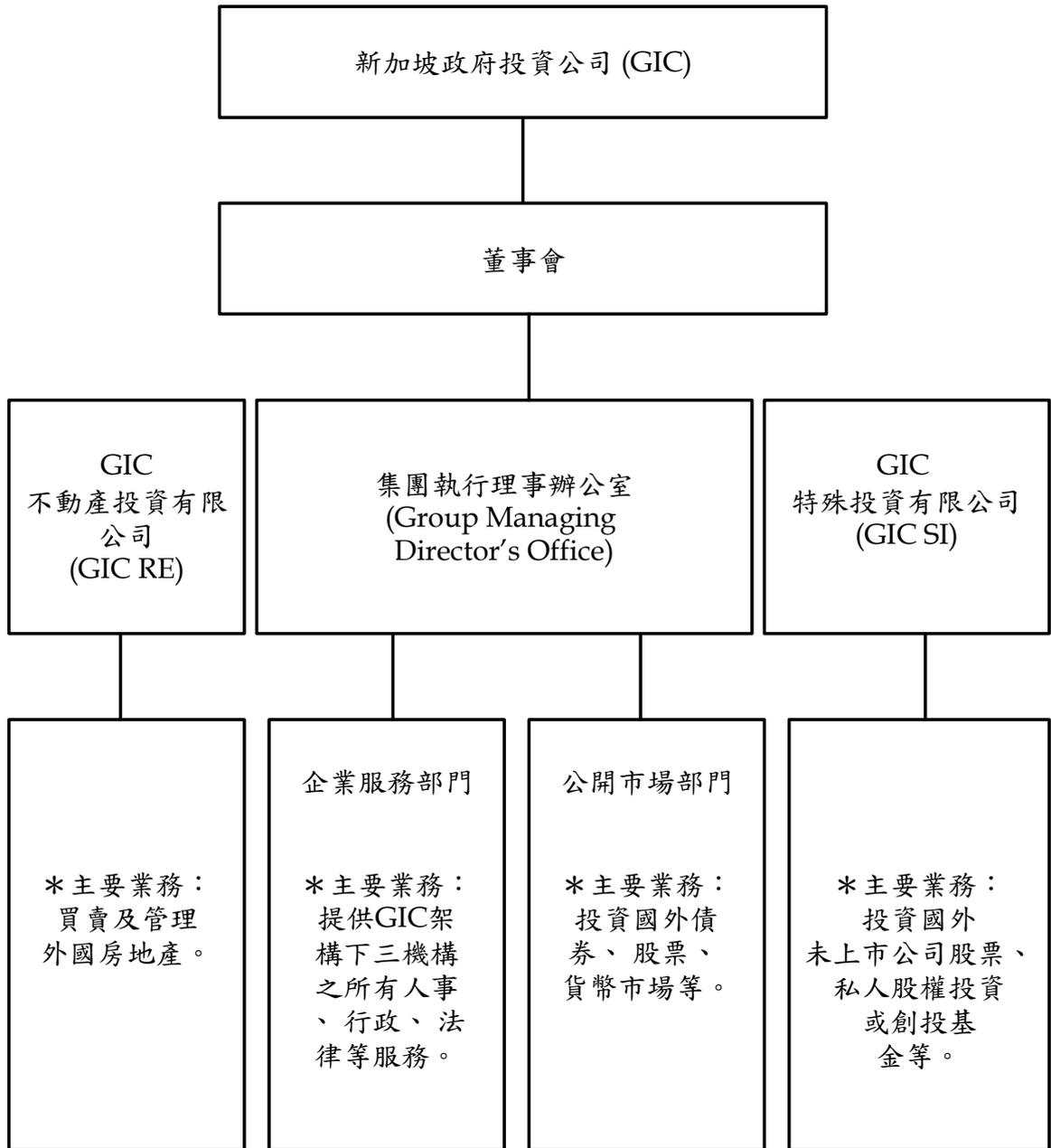
但值得注意的是，GIC 創立之初，曾邀請國外資深金融管理人士進行管理，這在一定程度上提高了其公信力。其中包括邀請 NM Rothschild & Sons 為顧問，招聘英美投資專才，協助其開發適合不同投資種類的系統等。

2. GIC 的優勢主要有二：

- I. 無投資年限的限制。和其他私募股權基金相比，GIC 的優勢在於擁有更長遠的投資年限。一般的私募股權基金的期限只有十年，因此投資四到五年就要考慮退出和變現，以 GIC 於中國所投資的中國國際金融有限公司為例，投資期間便長達十年之久，目前仍積極活躍於中國的投資市場。
- II. 引進策略投資伙伴。作為 GIC 的長線投資部門，GICSI 不僅直接投資於企業，也投資於歐美市場大型私募股權基金（如黑石(Blackstone Group)、凱雷

(The Carlyle Group)等), 亦即以 Fund of Fund 的形式投資, 並且在具體項目上與其合作。而在亞洲逐漸蔚為全球熱錢流向的當口, 這種合作者的角色在亞洲進一步獲得深化, 因為一方面, 可相互介紹生意, 並且進行項目合作; 另一方面, GIC 可為其亞洲投資項目, 引進具有該領域專長的國際合作夥伴。

GIC 組織架構



2.2 新加坡淡馬錫控股(私人)有限公司(Temasek Holdings)

2.2.1 成立時間與背景

1974年6月，淡馬錫在李光耀的一手推動下成立，目標是發展國家的能源、運輸等事業，並且從事社會公共事業的投資和建設。在當時新加坡政府的「國家資本主義」政策下，淡馬錫很快就將新加坡航空、海皇輪船、新加坡發展銀行等36家公司納入旗下，並在幕後協調運籌這些公司的發展。但隨著時空環境的遞嬗與投資環境的改變，淡馬錫早已今非昔比，投資版圖與觸角早已跨越歷史的包袱伸向國際，其投資表現更與GIC不遑多讓。

目前淡馬錫員工約250名，控制了新加坡國民經濟最主要的幾條命脈。根據其網頁公佈的資料顯示，這家新加坡財政部全資擁有的投資公司，經過三十年的發展，現有價值約1,030億新幣的投資組合(約605億美元)，下屬關聯公司超過千家，其中重點持股包括：

1. 新加坡電力(Singapore Power)：100%
2. 新加坡科技(Singapore Technologies)：100%
3. 港務集團(PSA)：100%
4. 新加坡電訊(SingTel)：65%

5. 嘉德置地(CapitaLand)：61%
6. 新加坡航空(Singapore airlines)：57%
7. 萊福士控股(Raffles Holdings)：36%
8. 新加坡發展銀行(DBS Bank)：28%

而這些以通信、金融、航空、科技、地產等為主要業務的公司，不僅和新加坡大部分國民生活工作息息相關，其市值加總後占新加坡資本市場的比重更超過 1/3。

2.2.2 資金來源

淡馬錫下屬公司將每年所得扣除未來一年所需之費用後，全數交給淡馬錫，而淡馬錫也在將下一年投資和日常運營所需之費用扣除後，全數上繳給新加坡財政部。

2.2.3 組織架構

1. 董事會：2002 年，新加坡政府任命時任新加坡科技公司 CEO 的何晶（新加坡總理李顯龍的夫人）出任淡馬錫的總裁。公司董事會九位成員一大半有政府背景，如董事長丹那巴南是前內閣部長，董事沈基文是新加坡總統顧問理事會主席，董事黃國松是 GIC 的董事經理。

2. 主要部門有三：策略發展部，其主要工作包括在全球尋找適合公司投資的項目。而資本資源管理部則聚焦於全球股票市場的投資。企業發展部除了掌理人事部門外，還擔任風險管理的工作。

2.2.4 營運表現與投資策略

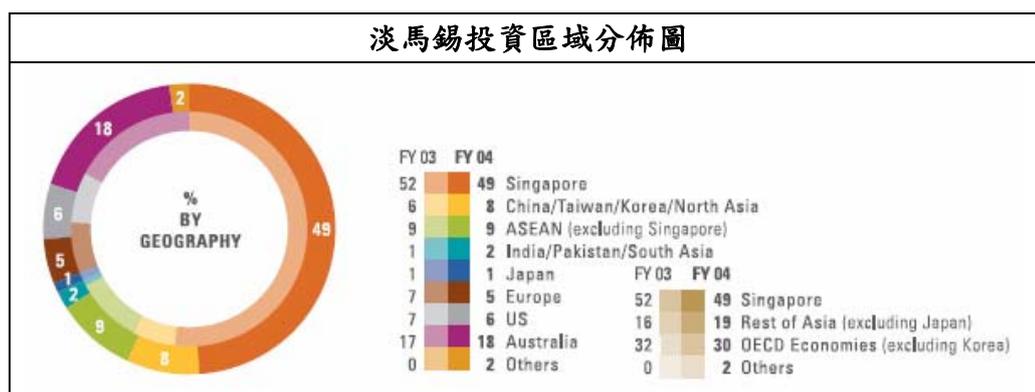
2.2.4.1 營運表現

1. **2004 年股東投資報酬率高達 11.3%**。2004 年 10 月淡馬錫第一次公布其財務報表，依其內容可知，在 2003 年財政年度，淡馬錫的總收入為 564 億新幣，較 2002 年財政年度的 496 億新幣增加了 14%，淨賺 73.65 億新元，其股東投資報酬率高達 12.4%。而 2004 年其收入更上一層樓，成長 21.6%，總收入為 687 億新幣，淨賺 76 億新元，其股東投資報酬率高達 11.3%。另依其網頁指稱，其成立至今，「若依市值計算」其股東投資報酬率每年複合年增率高達 18%。
2. **信用評等良好**。兩家國際信評公司穆迪 (Moody's) 和標準普爾 (Standard & Poor's) 根據淡馬錫控股公開的第一份財務報告，給予最高的 AAA 信貸評級，與新加坡政府

享有同等的評級。

2.2.4.2 投資策略

1. 投資版圖以亞洲為主，未來將增加海外投資比重。根據淡馬錫於其網頁所公開的資料顯示，淡馬錫投資地區主要集中在亞洲（占 69%），其中 49% 在新加坡，主要與其歷史背景有關；惟值得注意的是，相較於 2003 年的投資版圖，新加坡所占比重已下滑 2%，中國與印度則各成長將近 1%；此外，由澳洲所占比重上升 1% 推測，新加坡政府與中國或印度政府均有相同的思考邏輯---投資原物料國家，因此，下圖中類歸於「其他」而未公布的國家，應該是中南美洲或非洲等原物料豐富的地區。



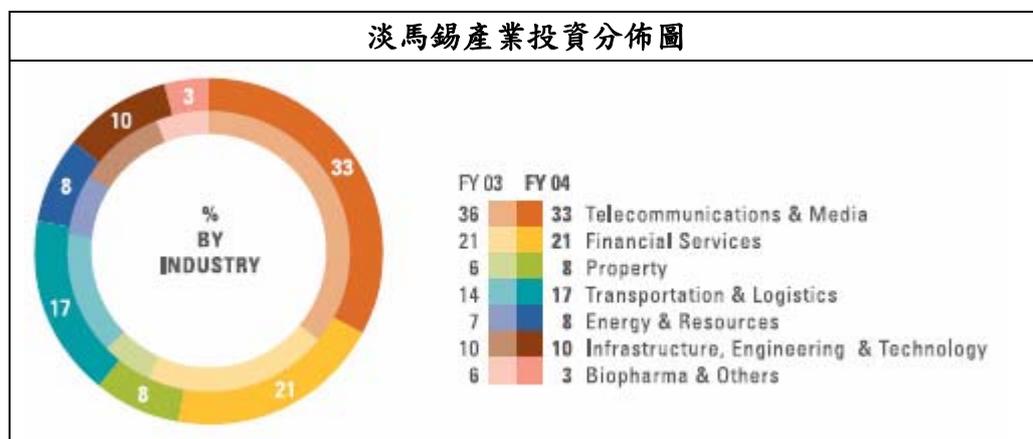
另一方面，淡馬錫也在其財報中宣布，未來投資版圖將以三分之一投資國內，三分之二投資在日本以外的亞洲地區為主，未來十年內將大舉增加在海外的投資比重，

強烈展現淡馬錫走出新加坡的企圖心。

2. **中國與印度投資概況。**2004 年淡馬錫設立了北京辦事處，2005 年 7 月初以 14 億美元購入中國建設銀行 5.1% 的股份，但卻未能順利入股中國銀行。其他尚包括以 18 億新幣(約 88 億元人民幣)投入中國各類企業，如民生銀行、大連港務、中國燃氣、中國靈通網等。此外，淡馬錫似乎對投資印度情有獨鍾，2004 年共有 16 個投資專案，其中投資新加坡本地的專案只有 5 個，印度卻占了 6 個，淡馬錫在印度的投資相當多元化，包括銀行、生物醫藥公司、醫院、通路，甚至是米商，淡馬錫 2004 年以來已經在印度投入超過 5 億美元，是印度最大的私募股權者。另外，淡馬錫公司目前正籌設越南辦事處，因此，越南有可能成爲新的焦點。
3. **產業投資以電信業為主，但積極佈局金融業。**淡馬錫最大的產業投資主要分佈在電信、金融與運輸通路業等三塊，合占比重高達 71%。若比較 2003 與 2004 兩年則可發現，淡馬錫的投資觸角有逐漸移向不動產與運輸通路的趨勢。但除此之外，淡馬錫在金融產業上的著墨實在令人難以蔑視，根據市場統計，在何晶繼任之後，淡馬錫所投資

的三十五家公司之中五成皆為銀行。其中 2003 年三度出手收購海外銀行，其中兩家為印尼銀行。2003 年 6 月，由淡馬錫與德意志銀行(Deutsche Bank)所組成的財團，收購印尼 Bank Danamon 51%的股權。同年 10 月，淡馬錫控股二度出手，聯合韓國國民銀行組成財團，收購印尼國際銀行(BII)51%的股權。在 2003 年 11 月，淡馬錫控股又宣布將競標韓國韓美銀行(KorAm) 36.7%的股份（此收購案最後失敗）。2004 年，淡馬錫再買進南韓第三大銀行「韓亞銀行」(Hana Bank) 10%的股權，同年入股中國最大民營銀行「民生銀行」5%，以及印度最大銀行 ICIC 9%的股份；2005 年更是大幅加碼金融產業，包括入股巴基斯坦 NDLC-IFIC 銀行、馬來西亞聯合銀行、中國建設銀行等，加上最近投標失利的台灣彰化銀行，在在顯示淡馬錫擴張金融版圖（尤其是在亞洲）的企圖。分析其動機，不外乎兩點：第一，即前面所談到的(GIC)投資策略，目前新加坡政府看好亞洲市場，尤其是與民間財富相關的金融產業，事實上，淡馬錫在運輸通路與不動產的高投資比重，也是呼應此一投資邏輯。第二，新加坡與南韓（事實上，還包括台灣、香港與上海）均不約而同喊出亞洲金融

中心的口號，因此，新加坡政府自知製造業怎樣都比不過中國，而金融業其具相對優勢，因此不失為一「進可攻，退可守」的投資策略。



參、南韓政府投資公司

3.1 南韓政府投資公司 (Korea Investment Corporation, 簡稱 KIC)

3.1.1 成立時間與背景：

南韓政府投資公司的成立，我認為背景因素主要有二：第一，自 2000 年之後，全球利率走跌，南韓政府為了提高外匯存底的收益率，便學習新加坡政府成立類似 GIC 的政府投資公司，希望藉由投資工具的多角化，提高報酬率。第二，1997 年亞洲金融風暴曾使南韓金融業嚴重受創，也使南韓政府蒙羞，因此，近年來南韓政府提出亞洲金融中心(Financial Hub in Northeast Asia)的口號，並全力發展資產管理等金融產業，希冀透過吸引國外金融集團的進駐，達到其前述的政策目標。而成立南韓政府投資公司的目的之一，即在於吸引國外知名資產管理公司於南韓設立營運處所，同時，藉由釋出資產管理的業務給本土業者，亦可扶植相關產業在南韓的發展。近年來隨著南韓經濟與金融情勢的好轉，南韓政府認為時機成熟，遂於 2005 年 7 月 1 日正式成立了南韓政府投資公司 (簡稱 KIC)。

3.1.2 資金來源

由財政部提撥外匯穩定基金中之 1000 億韓圓作為營運資金 (capital)，並由南韓央行與財政部分別自外匯存底與外匯穩定基金提撥 170 億與 30 億美元作為初期投資資金。待 KIC 營運步上軌道，其他政府基金與退休基金也將委由 KIC 代為操作國外投資。

3.1.3 KIC 的法律架構

KIC 的設立法源，主要來自於南韓政府所制訂之「南韓政府投資公司法案(Korea Investment Corporation Act)」，其要點如下：

1. KIC 的額定資本額為一兆韓圓（註：但目前僅由財政部提撥外匯穩定基金中之一仟億韓圓作為初始營運資本），全數由南韓政府提撥。
2. KIC 的資訊不公開，但南韓國會、南韓審計部(Board of Audit and Inspection of Korea)針對會計查核與司法調查為除外情況。

註：「南韓政府投資公司法案(Korea Investment Corporation Act)」中文摘譯請參見附錄一。

3.1.3 組織架構

1. 管理委員會(Steering Committee)：管理委員會成員由 (1) KIC 總經理 (President)、(2) 6 位民間代表 (由民間代表提名委員會推薦，韓國總統任命之)，及 (3) 資產委託機構代表 (上限為 5 名，南韓財政部長與央行總裁為當然委員)，最多 12 名委員組成。
2. 董事會：KIC 設有董事會，負責決議擬提報管理委員會之事項，及其他 KIC 章程所定之重要業務事項；總經理擔任董事會主席，董事會之決議由出席董事過半數之同意行之。監事得列席董事會，並陳述意見。

3.1.4 營運規劃與投資策略：

1. 80%~90%的資金將以委外的方式操作，唯目前 KIC 仍在尋覓適當之基金經理人選。依據南韓政府的規劃，資金委外操作的目的，在於培植南韓本土的基金公司，同時也鼓勵外國基金公司在南韓設立營運據點。
2. 投資標的含括國外債券 (政府債券與公司債)、股票與不動產等，但初期投資標的仍以政府債券與評等良好之公司債為主，其中公司債的部分，偏好投資於金融產業所

發行者。

肆、挪威政府石油基金

4.1 挪威政府石油基金(The Government Petroleum Fund)

4.1.1 成立時間與背景

挪威是世界第三大石油輸出國，其北海油田每年為國家創收 380 億美元，占該國 GDP 比重約 16%，占其財政收入比重約 24.8%，顯見石油收入對挪威經濟之重要性。但可預見的是，石油存量在未來將無可避免地逐年減少，預計至 2050 年石油收入將降至 GDP 的 2%，對挪威的政府稅收甚至工業發展都將造成重大影響。因此，為了降低政府稅收的波動性，以及石油資源耗竭等問題，1990 年 6 月挪威議會通過了石油基金法案，決定成立「政府石油基金 (The Government Petroleum Fund)」，1991 年政府石油基金法案生效，並於 1996 年收到第一筆真正轉移的資金 19.81 億克朗。

換言之，「政府石油基金」既可以作為一個「緩衝器」，舒緩短期內石油收入變化過劇對財政政策可能的衝擊；另一方面，也可降低挪威經濟對石油收入的依賴以及淡化石油收入逐漸減少的問題，預先為子孫後代轉移部分財富，亦即將石油資產轉換為金融資產，並以此永續經營。

4.1.2 資金來源

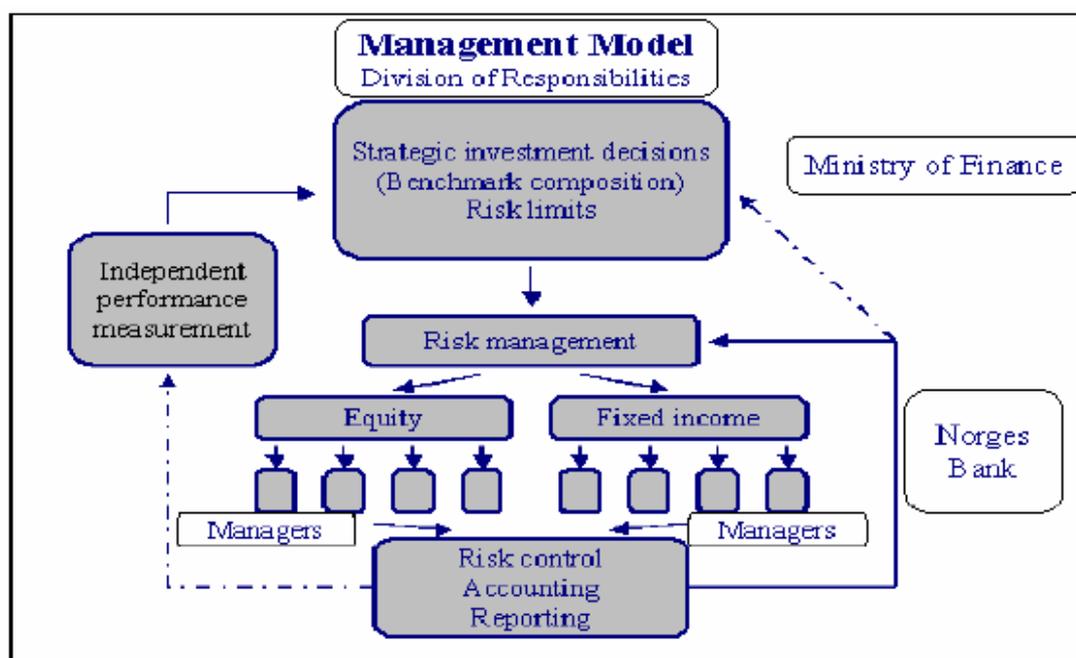
1. 石油活動所產生的現金流入。包括石油銷售的收入⁵、石油公司繳納的稅費，以及挪威政府藉由投資民間石油公司所分得之股份紅利等。
2. 政府石油基金本身的投資收入。
3. 此外，若挪威政府出售其持有之民間石油公司股份，則其所獲得之收入，也將全部轉入政府石油基金之中。

4.1.3 組織架構

1. 挪威財政部為「基金所有者」，挪威央行則為「基金管理者」。1997年10月挪威財政部頒發了「政府石油基金監管條例」，對該基金的投資策略和管理體制做了明確規定。同年，財政部與挪威央行正式簽署了委託管理「政府石油基金」的協議書，明確規定，財政部是「政府石油基金」的「所有人」，代表國家負責行使對「政府石油基金」的管理權，包括制訂投資策略、投資組合參考指標(benchmark portfolio)收益率、風險控制指標以及向國會

⁵石油收入雖佔挪威財政收入的24.8%，但挪威政府並非將其全部用於財政支出，依2001年挪威國會之規定，僅能將其中的4%（上限）轉入次年的財政預算，作為彌補財政赤字之用，其餘須轉入政府石油基金，進行海外市場投資。

提交年度報告等。但日常的具體管理事宜則委由挪威央行行使，且挪威央行對該基金之運作情況、風險控制和成本支出等須於每季提交報告，直接對財政部負責。此外，為提高經營管理的透明度並接受社會的監督，協議書尚規定，在定期向財政部提供季報的同時，每季須召開記者會並同步在網路上公佈報告內容，例如基金的經營情況，股票與債券資產的持有情形等。



2. 挪威財政部聘僱外部專家對基金表現進行考核。為行使獨立公正之監督，挪威財政部聘請外部財經專家，針對挪威央行所管理之政府石油基金進行定期考核。
3. 挪威國會對政府石油基金之運作具建議與質詢權。基本上，政府石油基金的投資策略與投資準則為挪威政府與

財政部所共同制訂，惟需注意的是，在投資策略或投資準則發生明顯變更之前，挪威政府須提交挪威國會討論，並參酌挪威國會之建議。此外，挪威政府須定期（每年的 3 月、5 月與 10 月）向挪威國會報告政府石油基金的運作狀況，挪威國會並可對石油基金的運作情形提出質詢，財政部必須向國會解釋投資目標、風險政策、投資範圍等標準確定的合理性。

4. **挪威央行轄下設有專屬投資管理部 (Norges Bank Investment Management, 簡稱 NBIM)。**挪威央行投資管理部雖設於挪威央行之下，但其行政系統實獨立於挪威央行之外，目前共有 127 名員工，主要任務是投資與管理挪威政府機構所交付信託的資產，截至 2005 年第三季底，受託資產已高達 2,219 億美元，其中最大的受託管理資產即為「政府石油基金」（截至 2005 年第三季底市值高達 1,893 億美元），占受託資產約 86%。

4.1.4 營運表現與投資策略

4.1.4.1 營運表現

1. 2005 年 1 至 9 月底之合計投資報酬率高達 8.27%。截至

2005 年 9 月 30 日，政府石油基金的市值已累積至 1 兆 2,811 億挪威克朗（約 1,893 億美元）。前三季投資報酬率分別為 1.03%、3.83% 與 3.21%（按投資組合參考指標 (benchmark portfolio) 收益率的幣別組合計價），今年 1 至 9 月底之合計投資報酬率則高達 8.27%（若以挪威克朗計價，則受惠於匯率因素，合計投資報酬率將提高至 9.08%），高於投資組合參考指標 (benchmark portfolio) 收益率 52bp。

政府石油基金 2005 年前三季之投資表現

	Return measured in terms of the benchmark currency basket		Return measured in NOK		
	Actual portfolio	Benchmark portfolio	Actual portfolio	Benchmark portfolio	Excess return
Q1	1.03	0.90	2.76	2.63	0.13
Q2	3.83	3.65	3.44	3.26	0.18
July	1.32	1.21	0.23	0.11	0.11
August	0.68	0.64	0.19	0.15	0.04
September	1.17	1.15	2.19	2.17	0.02
Q3	3.21	3.03	2.62	2.44	0.18
Year to date	8.27	7.75	9.08	8.56	0.53

2. 1997 年 1 月至 2005 年 9 月底止，每年平均實質投資報酬率 (real return) 為 4.3%。根據政府石油基金網站所公布的

資料顯示，過去 8 年的投資表現，平均較投資組合參考指標 (benchmark portfolio) 收益率高 45bp，顯示政府石油基金的投資表現相當穩健良好。

	Gross annual return	Annual inflation	Annual management costs	Annual net real return	Annual gross excess return
From 01.01.97	6.21	1.75	0.09	4.30	0.45
From 01.01.98	5.85	1.75	0.09	3.94	0.47
From 01.01.99	5.35	1.87	0.09	3.32	0.51
From 01.01.00	4.17	1.98	0.09	2.05	0.39
From 01.01.01	4.52	1.97	0.10	2.41	0.41
From 01.01.02	6.47	2.19	0.10	4.09	0.49
From 01.01.03	10.87	2.29	0.10	8.29	0.60
From 01.01.04	9.89	2.69	0.10	6.91	0.61

4.1.4.2 投資策略

1. 追求資產的長期投資價值，而非流動性。挪威財政部在「政府石油基金監管條例」中對投資策略做了以下原則性的規定，要求基金在「可接受的風險水準下，最大化基金資產

的長期國際購買力，而短期內的淨值波動則屬次要考量」。換言之，挪威政府所追求的是資產的長期投資價值，而非流動性。

2. **債市與股市比重約六比四。**在資產結構的組合中，挪威財政部經長期研究，並參考了國際著名基金諮詢機構的建議，規劃出固定收益證券工具應占其總資產的 60%，股權投資工具則為 40%(其中，單一上市公司持股比例不得高於 3%)。
3. **投資區域分佈以歐洲為主。**針對不同的投資工具，投資區域的比重也略有不同，但整體而言，仍以歐洲市場為主要投資區域。對固定收益證券而言，歐洲、美洲和亞太地區的投資比重分別為 55%、35%和 10%；全球可投資國家設定為 21 國，其中亞洲區包含了澳洲、紐西蘭、日本與澳洲。至於股權投資，則劃分為歐洲與歐洲以外地區等兩類，投資比重各為 50%；全球可投資國家則設定為 27 國，其中亞洲區包含了澳洲、香港、日本、紐西蘭、新加坡、南韓與台灣（截至 2005 年第三季底，台灣占其全球實際投資比重為 0.8%），目前政府石油基金已積極研究投資中國的可能性。

4. **善用外部經理人。**與 GIC 相同的是，挪威政府石油基金也聘有外部基金經理人，但不同的是，挪威央行採用公開招標的方式遴選外部基金經理人，得標者大多是國際知名的資產管理公司。截至 2004 年底，固定收益證券外部基金經理人共 16 位，管理 21 種產品與 85.7 億美元資產，占固定收益證券資產比重約 9.67%。股權投資外部基金經理人共 19 位，管理 44 種產品與 264.5 億美元資產，占股權投資資產比重約 42.9%。兩者合計占總資產規模約 23.31%。此外，根據挪威財政部核准的管理費規定，挪威央行每年可提撥基金資產的千分之一用於支付管理費用（目前每年約 1 億美元），除此之外，挪威央行還可以根據投資表現，支付一定比例的業績管理費。
5. **由被動式投資(passive investment)轉為主動式投資(active investment)。**早期政府石油基金主要是以「被動式投資」為主，對基金管理公司也是如此要求，至於「主動式投資」所占投資比重往往不到 1.5%。但隨著對於投資報酬率的要求提高，以及投資經驗的累積，本次參訪政府石油基金的過程中可以明顯感受到，該基金投資風格的轉變，以及對於「主動式投資」的熱衷。紐約分公司的主管(Jens Petter

Olsen 先生)甚至提到，政府石油基金的投資風格已有朝向避險基金發展的趨勢。事實上，根據外電報導，挪威央行已聘請投資管理顧問公司 Mercer，對於投資理念與投資程序重新設計，希望能進一步提升投資效率及報酬率。

6. **固定收益組合的存續期間應在 3 至 7 年。**對於投資報酬率每年的追蹤誤差，財政部設定為 1.5%，並規定每三年中應至少有兩年要達到此一標準。此外，對於投資工具與投資地區權重，財政部規定可在 10% 的範圍內上下浮動。至於利率風險的控制，固定收益組合的存續期間(modified duration)則訂在 3~7 年之間。
7. **訂定投資倫理規範(Ethical Guidelines)。**由於面對國內越來越多要求投資應顧及道德倫理正確性的壓力，挪威央行於 2004 年 11 月成立一專門小組，聘請專業哲學家擔任常駐倫理學家，訂定投資應遵循的倫理規範。此外，挪威央行也在內部成立倫理委員會，由一名法官主持，負責審查基金所投資的 3000 多家企業是否符合倫理原則。

從以下案例可做個說明：

- (1). 政府石油基金決定撤出其在西撒哈拉地區美國石油公司的投資。原因在於西撒哈拉地區主權爭議未決，銀

行的倫理委員會裁定，協助在這一地區的投資有加強摩洛哥宣示對西撒哈拉主權的作用，在目前主權問題未決的情況下並不適宜。政府石油基金於是賣出所有這家石油公司的股票和債券。

(2). 2005 年 4 月，三個挪威人權團體請願要求挪威央行不應參與投資 TOTAL 公司，原因是該公司在緬甸開發石油，而緬甸持續多年軟禁人權份子翁山蘇姬（1991 年諾貝爾和平獎得主）。挪威央行已針對 TOTAL 公司在緬甸的開發案展開調查。

伍、投資新趨勢

本次出國參訪行程，除拜會新加坡政府投資公司與挪威石油基金紐約分公司外，也同時安排至紐約與倫敦等地聯行從事相關業務之研究與學習，畢竟國際間投資業務日新月異，未來若成立類似 GIC 之政府投資機構，其投資範圍有可能涉及股票、創投或不動產等直接性投資，或藉由不動產投資信託、指數型基金從事間接性投資，以下的投資趨勢分析，便是集結了此次聯行參訪過程中，對於政府投資公司新增涉入的投資策略與投資工具做重點摘要。

5.1 私募股權基金(Private equity fund)的興起

國際投資的潮流，在近幾年發生了很大的變化，從 90 年代末期的網路泡沫(Internet Bubble)，到 2000 年之後如雨後春筍般出現的避險基金(Hedge fund)，乃至近兩年大批湧入國際金融市場的私募股權基金(Private equity fund)，每一階段的發展，都代表著國際熱錢的投資偏好。事實上，受到美國自 2000 年開始大幅降息的影響，全球資金如窮寇般四處流竄，最終目的無非是要蒐羅更高收益的投資標的，並為資金找到最佳的去化之所。私募股權基金的發展，便是在上述的資金行情

與對投資報酬的渴望下順勢推升的結果。

私募股權基金的募資能力在 2005 年算是發揮到極致，例如：2005 年 4 月，美國高盛宣佈了該集團有史以來最大的一樁私募股權基金募集（GS Capital Partners V），募資金額高達 85 億美元。緊接著，著名的私募股權投資集團---凱雷（Carlyle Group）⁶便推出了高達 100 億美元的募資規模，但私募股權基金的吸金能力似乎永無止歇，同為著名的私募股權投資集團黑石(Blackstone)自 2005 年 9 月份開始，也已悄悄地在全球募集 110 億美元規模的新基金。

此次參訪過程中也發現，GIC 與挪威政府石油基金等政府投資機構，均有涉入私募股權基金的投資，顯見私募股權基金的投資熱潮與募資管道，已由傳統的退休基金與投資銀行擴及政府部門。

⁶凱雷(Carlyle Group)是全球最大的私募股權投資集團之一，管理著總額超過 89 億美元的資產與 32 個基金，旗下共有近 300 名投資專家，分佈在北美、歐洲和亞洲等 14 個國家。凱雷備受人們關注的原因有二：一是每年高達 34% 的平均投資報酬率；二是其不凡的「投資人背景」—在凱雷集團的投資人名單中，包括現任美國總統小布希及前總統老布希、美國前國務卿與前國防部長，此外，尚包括前英國首相梅傑、前澳大利亞總理霍克、前菲律賓總統拉莫斯等政商名流。

5.1.2 私募股權基金的運作方式與投資策略

5.1.2.1 私募股權基金的運作方式

1. **匿名投資與資金閉鎖期。**由於參與私募股權基金的投資者，往往具有身份敏感或不願曝光的特性，因此私募股權基金並不對外公佈投資者明細，且由於投資金額龐大，因此，每一期基金的參與者相對有限。另一方面，由於私募股權的投資獲利期往往需要 3 年以上，因此，參與募集的資金通常被要求 3 至 5 年的閉鎖期，亦即在這段期間內，資金不得贖回。
2. **私募股權基金的投資方式以購併重整為主。**依投資階段和方式的不同，私募股權基金可分為創業投資基金（Venture Capital Fund）、購併重整基金（Buyout Fund）和夾層投資基金（Mezzanine Fund）等。其中，創業投資基金主要是為企業成長初期(early stage)的公司提供資金或技術。購併重整基金則專注於收購成熟企業，然後予以重組並改善其經營與獲利能力，待其增值後上市或者出售獲利，目前全球的私募股權基金便是以此為其主要投資模式。至於夾層投資基金，則是一種結合債券及股票的融資活動，最適合於管理層收購（Management Buy

out)⁷，或有併購計劃且即將股票上市的企業。

據英國研究機構 Almeida Capital 的資料，2004 年全球私募股權基金募資總額為 1,290 億美元，其中 927 億美元流向美國，並有高達 55%（約 510 億美元）是流入購併重整基金。在歐洲，購併重整基金占私募股權基金的比重甚至更高，約達 58%。

3. 出售被購併公司是私募股權基金獲利的主要來源。全球的購併熱潮自 2004 年開始增溫，其中最重要的一股推力，即來自於私募股權基金的參與。根據市場調查機構的統計，2004 年私募股權基金占全球購併金額的比重高達四分之一以上。事實上，私募股權基金積極參與企業購併活動，使得企業出售、剝離自己的非核心業務部門變得更加容易，某種程度可謂提高了購併市場的流通性。對私募股權基金而言，募集投資者的資金用於購買某個行業、國家或地區的企業，並在為期至少 3 年的持有期內，藉由降低營運成本或任命效率更高的管理層，改善其財務表現後出售，便是私募股權基金最基本的獲利渠

⁷管理層收購 (Management Buy out, 簡稱MBO) 是指公司的管理階層利用借貸，收購公司或公司業務部門的行為。透過融資收購，企業的管理階層變成企業新的所有者，實現了所有權與經營權的統一。

道。

4. **高槓桿的財務操作。**過去，私募股權基金由於資金規模的限制，以及傾向於運用現金而非借貸或股票進行收購，因此交易規模與市場影響力相對有限。但在 2000 年之後，受歐美低利率以及銀行借貸資源充足的「誘導」及被購併公司的規模變大，導致私募股權基金的財務操作也傾向以高槓桿的方式快速投入市場，購併的資金來源絕大部分為銀行借貸而非現金。換言之，私募股權基金主要是以融資收購（Leveraged Buyout, 簡稱 LBO）的模式，透過借入大筆資金購買標的公司之股權，以達到控制並重組標的公司之目的。

5.1.2.2 私募股權基金的投資策略

1. 「**Bottom Fisher**」的煉金術。私募股權基金的投資策略常被戲稱為「Bottom Fisher」，其文意是指私募股權基金善於「底部進場」，猶如池底撈魚的漁夫一般。基於對風險的承受能力與偏好，私募股權基金往往敢為人所不為。舉例而言，當私募股權基金在亞洲金融風暴後一年（1998 年）進入日本和南韓金融市場時，別的投資機構

卻仍裹足不前，對於那些背負鉅額呆帳與瀕臨破產的銀行往往敬謝不敏。如今，隨著日本與南韓經濟情勢的好轉與資本市場的上揚，當年勇於投入的私募股權基金，一個個獲利出場。因此，尋找價值被嚴重低估的公司，並於底部進場，便是私募股權基金最重要的獲利模式。或許我們可以進一步衍生推論，私募股權基金往往是在尋找歷經重挫的標的(Distressed target)，此標的可以是個國家，是個產業，當然也可以是個企業，或是前述三者的綜合體。並藉由其「Bottom Fisher」的本領，重新找到一個新的「題材」與「賣點」。

2. 提升「被購併公司」的價值。私募股權基金最主要的投資技巧之一是「value added」(價值提升)。全球著名的私募股權基金往往匯聚了各行業的菁英，例如：曾被譽為全球最佳 CEO 的通用電器(GE)前總裁 Jack Welch，退休後馬上被 Clayton Dublier&Rice 集團延攬為高級董事，黑石(Blackstone)則僱用了美國前財政部長(Paul O'Neill)擔任其特別諮詢顧問。事實上，私募股權基金除了為被投資公司帶入資金外，最重要的一點，即在於注入先進的管理和經營理念，或是帶入新的技術與人才。舉例而言，

Ripple wood 在入主日本長期信貸銀行之後，藉由改變原有的放貸模式、引進新的資訊系統、強化消費金融服務等策略，建立了一家迥異於日本傳統的全新商業銀行，資本適足率提高並超過 21%，獲利能力更是由負轉正。但須銘記的是，私募股權基金的介入，最終目的無非是要能「變現」，因此，如何在最短的時間內，提高公司的價值，強化財務結構並售得高價，變成了私募股權基金的成功關鍵。

3. **融資收購(Leveraged Buyout, 簡稱 LBO)**。擅長融資收購的私募股權基金，其報酬率通常遠高於同業。事實上，融資收購已成為目前華爾街最流行的私募股權基金投資方式之一。一般而言 LBO 是以 70% 以上的非自有資金或資產購入標的公司的控股權，並在取得控股權後重整被購併公司。

著名的案例如：私募股權集團 Silver Lake、Texas Pacific Group(TPG)與 August Capital 聯手在 2000 年 11 月以 LBO 的方式買下硬碟機大廠希捷(Seagate:STX)，將公司私有化後下市。經過 2 年的重整經營，於 2002 年底重新掛牌上市，2003 年股價由 10 美元上漲至 30 美元，市值最高曾

達 142.32 億美元，前後三年以市值計價的投資報酬率超過 6 倍。

另一著名案例，則是 2001 年 10 月私募股權集團 TPG 以象徵性的 6 美元收購被法院宣告破產的全球第三大矽晶圓製造公司 MEMC Electronic Materials INC(WFR)，並以 LBO 的方式注資 3000 萬美元作為重新營運的資金。該公司淨利自 2002 年開始轉負為正，目前市值為 37.5 億美元，4 年內創造了驚人的報酬率。

此外，美國大型零售商 K-Mart 與 Sears 的合併案，則是另一個經典的 LBO 案例。2003 年 K-Mart 這家百年老店經營不善，出現 20 億美元債務無法償還，就在即將進入破產保護程序的最後關頭，ESL Investment 執行長 Edward Lampert 以 LBO 的方式，買下 K-Mart 20 億的負債，並再投入 3.5 億美元買進 K-Mart 所發新股，成為擁有 69% 的大股東。事隔一年，Edward Lampert 將 K-Mart 重新上市並進行財務重整，隨後就利用其對 K-Mart 的控制權，在 2004 年 11 月同樣以 LBO 的策略，對 Sears 百貨開出 108.5 億美元的收購價，最終 K-Mart 與 Sears 兩者合併為 Sears Holdings Corp.(SHLD)，成為市值 200 億美元，全美僅次

於 Wal-Mart、Target 的第三大零售商。以目前的市價計算，2 年內 Edward Lampert 創造了約 9 倍的投資報酬率。

5.1.3 私募股權基金將觸角伸向亞洲

隨著歐美兩地大型收購交易的熱絡，亞洲成了大型私募股權基金的另一投資熱點，雖然亞洲市場的競爭仍未到白熱化的階段，但激烈程度也在與日俱增。2005 年春天，Blackstone Group LP 表示將在印度投資 10 億美元；Bain Capital LLC 宣佈成立香港辦事處，最近已經開始搜尋交易機會；Kohlberg Kravis Roberts & Co. 也在靜悄悄地計劃成立香港辦事處，私人股權基金的佈局隨處可見。據《亞洲私人股權投資觀察》（Asia Private Equity Review）的調查顯示，2004 年亞洲私人股權基金募集了約 65 億美元，是 2001 年以來的最高記錄，其中購併重整基金便占了 56%（約 37 億美元）。

事實上，私募股權基金進入亞洲的關鍵點，在於亞洲金融風暴的發生，因為前者的發生而為私募股權基金打開了機會之門。它們在日本、南韓等地先後收購了多家大型銀行，其中知名的投資個案包括：Ripple wood 投資日本長期信貸銀行

以及Newbridge Capital（新橋資本）⁸收購南韓第一銀行。日本長期信貸銀行目前已更名為新生銀行並於 2004 年重新上市，Ripple wood獲得了高達 10 倍的投資報酬。南韓第一銀行則於 2005 年初，被渣打銀行以 33 億美元收購，新橋則獲得了 3.5 倍的投資報酬。

5.1.4 私人股權基金的潛在風險

1. 優質投資標的難尋。過去私人股權投資基金往往能輕鬆找到良好的投資標的，但近年來隨著資金的大量湧入，僧多粥少的情形屢見不鮮。根據PricewaterhouseCoopers與3i公司 2004 年發佈的報告，1998 年到 2003 年間，全球私人股權投資累計融資金額約 9,011 億美元，但累計投資額卻僅有 6,831 億美元，換言之，尚有 2,180 億美元在尋找出路。這意味著每一個新的投資機會，都將招引激烈的爭奪，投資門檻將越抬越高。
2. 水能載舟，亦能覆舟。誠如前面所言，目前私人股權投資偏好高槓桿的財務操作，借貸金額往往占購併金額的

⁸新橋資本(Newbridge Capital)由兩家美國頂級收購基金(Buyout fund)——德州太平洋集團(Texas Pacific Group)和布拉姆資本(Blum Capital Partners)於 1994 年成立，專注於亞洲地區投資。目前，新橋管理資本超過 17 億美元。

70%，亦即槓桿倍數可高達 2.3 倍以上。但隨著美國 Fed 自 2004 年 6 月開始調升利率，全球利率已逐步走揚，私募股權基金將直接面臨借貸成本上升的壓力。因此，一旦發生私募股權投資無力償還所貸資金，全球金融市場可能再次面臨一場風暴，其規模與受牽連的範圍與程度，恐較亞洲金融風暴有過之而無不及。

5.2 不動產投資信託(REITs)的興起

在參訪的政府投資機構中，不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts/ REITs)是另一項接受度頗高的投資工具。

5.2.1 不動產投資信託(REITs)簡介

不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts/ REITs)是一種以發行信託基金的方式募集資金，再由專業投資機構負責進行房地產投資，並將投資收益按比例分配給基金持有者的一種產品。

一般根據投資型態的不同，可分為權益型 REITs (Equity REITs)，抵押貸款型 REITs (Mortgage REITs) 以及混合型 REITs (Hybrid REITs)。簡單來說，權益型 REITs 是投資並直接擁有

不動產的產權，主要收入來自租金，或買賣不動產的交易利潤；權益型 REITs 為目前市場上的投資主流，市佔率約 90%。相對的，抵押貸款型 REITs，並不直接擁有不動產的產權，而是將資金投資於不動產抵押證券 (Mortgage-Backed Securities, MBS)，或是將所募集的資金用於發放各種抵押貸款，收入來源是發放抵押貸款所收取的手續費和抵押貸款利息。混合型 REITs，既投資於不動產產權，也投資於不動產抵押證券。目前絕大部分的 REITs 均有在證券交易所上市且公開交易，其性質類似於在交易所公開掛牌交易的信託基金。

5.2.2 世界各國 REITs 的發展經驗

REITs 起源於美國，1965 年第一檔 REITs 在紐約證券交易所上市交易。歐洲市場則是在四年後(1969 年)，由荷蘭發行第一檔 REITs，但歐洲各國真正相繼頒布法律，有系統地規範 REITs 的發展則是在 90 年代中期之後。自 2000 年起，REITs 在亞洲也有了突破性的發展，日本、韓國、新加坡等國 REITs 相繼在 2001、2002 年上市，2003 年香港證監會也頒布了《房地產投資信託基金守則》推出 REITs。2005 年則有超過 20

檔的 REITs 在全球首次公開發行，隨著不動產證券化遍及全球，未來將有更多的優質標的可供選擇。以下是全球重要 REITs 市場的簡介。

1. **美國 REITs 市場**: REITs 在美國已有 40 多年的發展歷史，但真正蓬勃發展的時期，卻是在 1992 年之後的十多年間。由於 80 年代末期的不景氣，使得當時美國商用不動產價格崩跌約 30~50%，因此當 1992 年經濟復甦初期，市場投資人便相繼湧入不動產市場，尤其美國政府在同一年降低投資 REITs 的相關稅制，促使許多大型不動產業主也轉型發展 REITs，隔年法令更取消退休基金投資 REITs 的限制，等於相對肯定了 REITs 的投資價值。

根據美國 REITs 協會(*Nation Association of Real Estate Investment Trusts*)的資料顯示，截至 2005 年 11 月 30 日止，掛牌上市的 REITs 共計 196 檔，合計市值超過 3,339 億美元。另據 Bloomberg 的資料顯示，2000/1/1 至 2005/12/30 間，Bloomberg REIT 指數報酬率為 68.53%，不僅遠高於同期間美國 S&P 500 與 NASDAQ -5.45% 與 -10.735 的報酬率表現，也同樣高於 MSCI 全球指數(MSCI World Index)的 4.76% 及 Lemman 全球債券指數的 6.0%。若

將時間拉長，REITs 過去 10 年的年平均報酬率為 14.50%，20 年則年平均報酬率為 10.71%。

2. **歐洲 REITs 市場**：目前 REITs 產品在歐洲市場並不多見，整體規模約 180 億歐元，除了比利時、荷蘭、法國、義大利與盧森堡有此項產品外，其他國家仍付之闕如。目前所知，僅德國與英國在 2006 年有推出 REITs 的計畫。但值得注意的是，2005 年歐洲不動產市場大幅成長，西班牙、法國等地之房地產價格均有兩位數以上的成長，因此，未來 REITs 在歐洲應有相當大的成長空間。
3. **澳洲 REITs 市場**：澳洲第一檔不動產信託在 1971 年問市，當地稱為 LPT (Listed Property Trusts)。由於房地產是澳洲主要產業之一，所以不動產證券化發展的很快。截至 2005 年第二季為止，亞太區 REITs 市場總值為 870 億美元，其中澳洲所佔比重便高達 68% (約 600 億美元)，其次是日本與新加坡。目前澳洲共有 53 檔 LPT 上市，佔股市總市值約 7%。1980 至 2004 年之間，LPT 報酬率僅有 2 年為負，年平均收益率高達 7%。
4. **新加坡 REITs 市場**：1998 年 7 月，新加坡證券交易所審核委員會提出了一系列進一步發展資本市場的建議，其

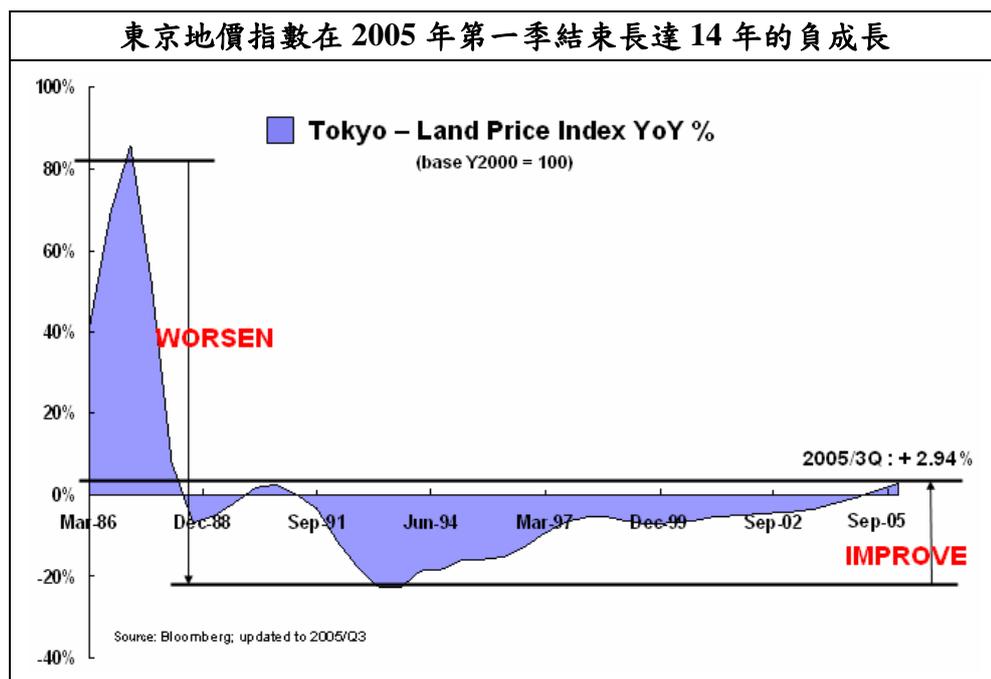
中之一就是設立 REITs，旨在增加市場投資品種和促進房地產市場的發展。新加坡金融管理局(MAS)採納了該建議，並於 1999 年 5 月頒布了《新加坡房地產基金指引》(Guidelines for Property Funds in Singapore)，並在 2001 年的《證券和期貨法》(Securities and Futures Act 2001)中對上市 REITs 作出相關具體規定，2002 年頒布《集合投資準則》(Code on Collective Investment)，進一步細化了對 REITs 的要求。經過近三年的努力，在新加坡貨幣管理局的主導下，新加坡 REITs 的法律框架才基本成型，並於 2002 年 7 月由嘉德置地發行了第一檔嘉茂商產信託基金 (CapitaMall Trust)，募集資金約 2 億元新幣，成為亞洲繼澳洲、日本之後第三個推出 REITs 的國家。而新加坡之所以能成為亞洲第三大 REITs 市場，主要得利於其優惠的稅制，新加坡 REITs 發行商在配息給 REITs 持有人時，新加坡政府並不徵收所得稅，因此減少了投資人在稅務上的負擔。截至 2005 年 10 月底，新加坡共 7 檔 REITs 在新加坡交易所上市，總資產規模達 75 億美元。

5. **日本 REITs 市場**：隨著東京房地產價格觸底回升以及日本其他地區房價上漲，才發展 4 年的日本不動產投資信

託 (J-REITs)，其前景也變得相對樂觀。目前 J-REITs 共有 24 檔在東京及大阪交易所上市，截至 2005 年第三季為止，J-REITs 總市值為 220 億美元，占日本股市市值約 5.5%，與美國 REITs 近 3,339 億美元的規模以及占美國股市市值 20.25% 相比，顯然 J-REITs 仍有很大的成長空間。事實上，J-REITs 的發展具有許多有利的條件，包括：

- (a) 目前日本的利率水準仍低，十年期公債殖利率在 1.65% 左右，而 J-REITs 卻能提供 4% 以上的報酬率。事實上，以目前日本的工作年齡結構而言，2010 年將是「Baby Boom」世代面臨退休潮的開始，而 J-REITs 的報酬率，對即將面臨退休潮的日本人而言將極具吸引力。
- (b) 日本長達 10 年的經濟衰退期，產生了許多不良債權，為了美化財報，許多企業希望將名下的不動產出售給 J-REITs 信託業者以換取現金，因此 J-REITs 可以取得相當多質優的案源。
- (c) 日本政府對於退休基金的投資限制予以鬆綁，將投資不動產上限提高至 20%。
- (d) 日本房地產經歷十幾年的修正，投資價值浮現，

東京地區之地價更自 2005 年第一季開始，結束了長達 14 年的負成長。此外，由於看好日本房地產的復甦，海外投資機構近兩年來開始加碼買進。舉例而言，Morgan Stanley和美國LoneStar在 2004 年下半年便投入大筆資金，購買了價值 25 億美元的辦公地點⁹。此波投資風潮已從東京擴大到至其他城市，包括大阪、神戶、名古屋、仙台等。



⁹受日聯銀行(UFJ Bank)要求大幅削減壞帳的影響，日本出租汽車公司Kokusai Motorcar於 2004 年出售其在東京Akasaka地區的三大地產，所得款項用於還債。包括AIG和摩根士丹利在內的六大國際集團參與此次競標，表明了國際投資者對日本房地產升值的預期。據悉，此次交易是日本 1999 年泡沫經濟以來最大的外資房地產交易。其他 4 家競標的集團分別是Colony Capital LLC、龍星基金(Lone Star Fund)、東急不動產(TokyuLand Corp)以及野村不動產(Nomura Real Estate Development Co.)。

6. **香港 REITs 市場**：香港政府於 2005 年 11 月 13 日推出第一檔 REITs---領匯房地產投資信託基金 (The Link, 香港上市編號：823)，投資於包括 180 項零售和停車場設施，是全港由單一業主持有的最大零售物業組合。領匯房地產投資信託基金除為香港首例，也是全球最大的 REIT 上市案，規模達 30 億美元。值得注意的是，該基金在香港甫上市便掀起一股投資熱潮，其中英國避險基金 The Children's Investment Fund Management(UK) LLP(TCI)，更買入領匯約 18% 的股份，給了投資者充分的想像空間。目前，香港第二檔 REITs 基金「泓富基金」，已於 2005 年 12 月 16 日掛牌交易，同樣吸引全球資金搶進，超額認購高達 247 倍。

5.2.3 REITs 的產品特性

1. **高比例之收益分配**。世界各國對於 REITs 的收益分配，均有相關法律予以規範。以最成熟的美國為例，法令即規範 REITs 每年必須將 90% 的收益配發予投資人，荷蘭為 100%，日本、新加坡與香港均為 90%，而法國及比利時各為 85% 及 80%，澳洲法令雖無規定，但一般會將收

益的 100% 配發出去，投資人可在每月、每季或每年依契約之規定，穩定地分享來自 REITs 收益分配的現金股息。

2. **具抗通膨特性。**通貨膨脹的發生，一般均有損固定收益證券的價值。但根據統計，過去 5 年，美國 REITs 指數和消費者物價指數兩者間，卻是「同向變動」。其原因在於通貨膨脹發生時，租金、停車費等 REITs 相關收益，會因為物價攀升跟著向上調整，兩者呈現同向變動的關係，因此，REIT 還具有抵抗通貨膨脹的能力。
3. **長期而言，REITs 與大盤連動性低，具防禦效果。**截至 2005 年 12 月 30 日止，過去 5 年 Bloomberg REIT 指數與 S&P500 指數的連動性為-0.011 趨近於 0，與 NASDAQ 指數之連動性僅 0.351，與 MSCI 全球指數也僅有 0.478 的連動性，顯見 REITs 與股市大盤的連動性並不高。在債市部分，Bloomberg REIT 指數與美國 10 年期公債的相關係數為-0.024。換言之，將 REIT 加入投資組合，可以有效分散投資組合風險。

此外，根據 Ibbotson Associates 與美國 REITs 協會(*Nation Association of Real Estate Investment Trusts*)的共同研究顯示，在投資組合中加入 REITs 產品將可有效降低風險並

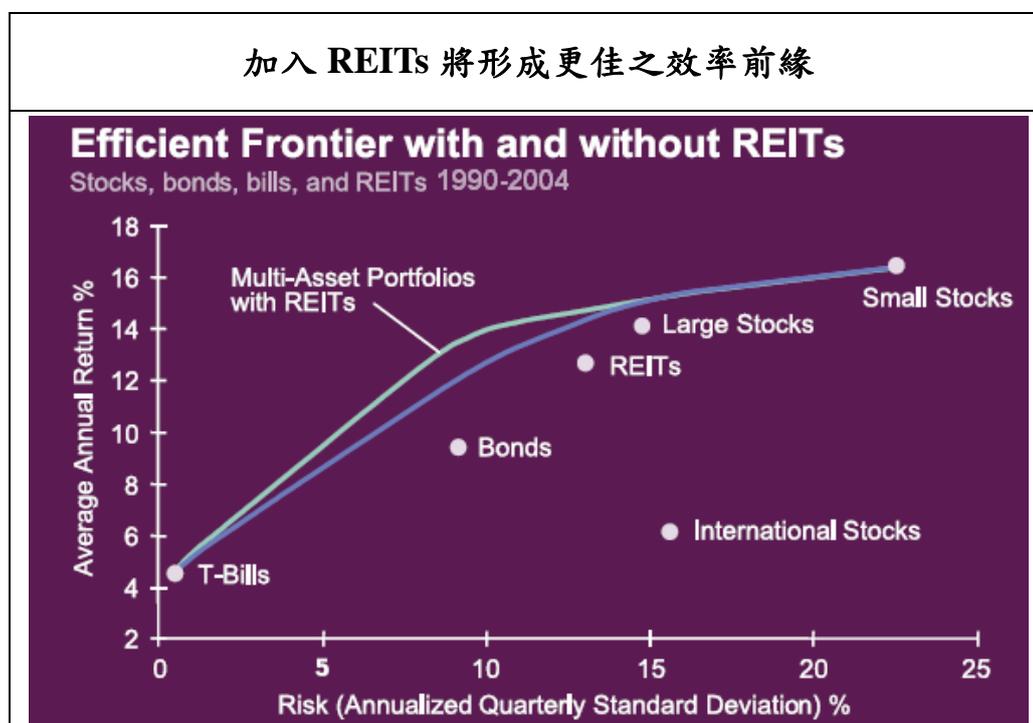
提高報酬率。請參見下表：

加入 REITs 對投資組合報酬率與風險之影響						
	投資組合 I		投資組合 II		投資組合 III	
	Stock	50%	Stock	45%	Stock	40%
	Bond	40%	Bond	35%	Bond	30%
	T-Bills	10%	T-Bills	10%	T-Bills	10%
	REITs	0%	REITs	10%	REITs	20%
Return	10.9%		11.2%		11.6%	
Risk	10.6%		10.3%		10.1%	
Sharp ratio	0.44		0.49		0.53	

註：1.Risk:Annualized quarterly standard deviation

資料期間：1972-2004

資料內容：Stocks: S&P 500；Bonds: 20-year U.S. Government Bond；T-Bills: 30 day U.S. Treasury Bill；REITs: National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) Equity REIT Index.



陸、結論與建議

6.1 政府投資公司須設定為「利潤導向」之經營型態。

受訪之政府投資機構 GIC 與挪威石油基金均表示，確立政府投資公司的本質，亦即「利潤導向」的經營型態，是政府投資公司成功與否之重要關鍵，猶如 KIC 在其網頁上所強調的：*It will be operated as a private asset management with complete profit-seeking and independence guaranteed.*。而所謂「利潤導向」的內涵，則包括了人事任用、薪資給付與組織架構的彈性、投資平台與風險評估的建置、投資目標的確立與決策過程獨立等意涵。

1. 多元化的人才晉用管道與靈活之薪資制度是提升經營績效的關鍵之一。據 GIC 表示，該公司約 25% 的員工為外國籍，而紐約辦事處之操盤基金經理人中，更有高達八成的比例為外國籍人士。而為了吸引優秀人才的加入，薪資水準與一流投資銀行相當，且績效之考核與獎金之發放均以獲利表現為依據。
2. 建立專業之交易與資訊平台與機構專屬交易模型是極為必要之投資。以 GIC 為例，該機構投入約 2 億美元與四年的努力，始能建構風控平台與極為專業的交易與資料處理系統。而在參訪多家聯行的過程中也發現，自建風

控與交易分析系統乃世界一流投資銀行的發展趨勢，惟其成功關鍵，在於資金投入與引進專業人才。

3. **注重風險評估。**事實上，由於過去五年全球資金氾濫，過多的資金追逐有限的投資標的，往往使得投資人在追求高收益的當口，忘了風險的評估或忽視風險的存在。尤其伴隨科技的演進，許多新的財務工具與投資組合應運而生，且為了追求資金的運用效率與報酬率，槓桿倍數被迫大幅拉高，一旦全球金融情勢反轉，或股匯市瞬間轉向，未能有效避險或作風險規劃的投資，都將暴露在鉅額損失的風險下。因此，以利潤為導向的經營模式，仍須針對信用風險(credit risk)、匯率風險(currency risk)與利率風險(Interest rate risk) 提出完整規劃並予以有效衡量，如此，才能避免重蹈橘郡事件¹⁰或LTCM事件¹¹的

¹⁰ 1994年12月6日美國加州橘郡政府在投資利率商品交易損失16.9億美元後宣布破產。原因是郡政府財務長Robert Citron利用了許多槓桿操作，將75億美元的資金擴大成200億美元的部位，報酬和風險也因此倍增。1994年2月起美國Fed開始一連串的升息，到1994年底共升息了2.25%，債券價格因而大幅下跌，Citron的基金也因為槓桿操作而加速虧損，其損失高達16.9億元。這是一個為了追求超額報酬而忽略風險控管的典型案例。

¹¹ 美國長期資本管理公司(Long-Term Capital Management, LTCM)事件，其部分的虧損源自於其忽略市場的流動性風險(Market Liquidity Risk)。LTCM從事的交易策略是持有被低估的有價證券，放空被高估的有價證券。LTCM認為，在1998年初的時候，由於亞洲金融危機的影響，使得流動性較低的債券(例如開發中國家發行的債券)與流動性較高的債券(例如美國政府公債)之間的利率差距(yield spread)過高。LTCM預期開發中國家的金融市場將逐漸恢復穩定，屆時二者的利率差距也就會縮小，其交易策略也將從中獲利。但是當1998年底俄羅斯金融危機惡化時，全球資金紛紛避往美國的債市，產生了Flight to Liquidity的現象，造成流動券與非流動券之間的利差急速擴大，使得其損失惡化，而LTCM本身就是

發生。

4. **尊重專業人員之投資決策。** GIC 紐約分公司主管 Eugene W. Boehringer 在訪談中數次提到：「給予基金經理人投資決策上更多的自由度(degree of freedom)，將可有效提升並激勵其表現。」而此處所謂之自由度，包括了避免非投資因素或政治力的干擾，而能使基金經理人做出正確的投資判斷。

6.2 J-REITs 可視為優質的投資標的。

《經濟學人》雜誌總編輯 Bill Emmott 在 15 年前日本經濟日正當中時，提出「太陽終將西下」(the sun also sets) 的警語，不僅正確預言了日本經濟的泡沫，也開啟了日本長達 10 多年的經濟黑暗期。如今 Bill Emmott 在 15 年後重新提出「太陽終將升起」(the sun also rises) 的新論調，認為日本經濟已正式邁向復甦，且這一波的復甦似乎不同於以往，因為成長的動力除了來自出口與企業的資本支出外，還包含了一個重要成分——民間消費的成長。這代表著消費者信心開始回升，願意花錢消費，背後的原因則是一般民眾的工作穩定性增

這些非流動性商品市場上最大的持有者，因此一旦LTCM必須變賣資產來償還損失時，LTCM本身的資產總值也會跟著急速縮水。

加，收入變好或是在投資市場上獲利等。的確，檢視日本的失業率，已從 2003 年的高點 5.5%，降到 2005 年 7 月的 4.2%，是七年來的最低點，這意味著有數百萬人重新進入勞動市場，另以工作機會與求職比來看，每 100 個求職者中，即有 96 個工作機會，更是 1992 年以來的最高點。而且勞動市場的工作中，正式工作的比例較 2004 年成長了 1%，顯示企業已減緩聘用約聘或派遣人員，逐步增加正式員工來應付穩定成長的業務量和可預見的榮景。

此外，日本在資本市場上持續推動金融改革，促成法規鬆綁並落實公司治理（corporate governance），以及活絡企業併購活動等，上述一連串的變動與變遷，使得日本的商業版圖發生變化，演化成一個較以往更有效率的有機體。許多傳統產業都經過相當規模的整併，提升了整體經營效率：石油公司由 14 家變成 4 家、水泥公司由 7 家變 3 家、紙廠由 14 家變 3 家、鋼廠由 5 家變 4 家、天然氣公司從 7 家變 3 家；就連服務業的龍頭——金融業也出現大重組，主要的銀行由 15 家合縱連橫成 3 家。

我們更可由一些經濟數據，看出日本經歷結構性轉變的結果：

1. 銀行不良債權顯著下降：由 2001 年的 86 兆日圓，降至

2005 年預估的 15 兆日圓。

2. 企業交叉持股比例降低：由 1990 年的 51%，降至 2004 年的 20%。
3. 購併活動增溫：由 1990 年代的每年 470 件，增加至 2000-2004 年每年平均 1700 件。
4. 地產價格回升：截至 2005 年 3 月底，日本六大城市商業用地的價格出現 14 年來首次上漲；7 月份東京辦公室空置率跌至 5% 以下，為三年半來之新低紀錄。

而上述的改變，勢必在未來形成一股有效的投資新動能，日經指數 2005 年漲幅已近四成，創下 1989 年以來最佳年度表現，國際投資機構更看好日本在 2006 年的表現。事實上，外資不但買日股，2005 年底美國國際集團(AIG)更宣布計畫於東京市中心收購房地產。換言之，未來此股投資新動能將由股市延燒至不動產市場，以此波日本不動產業復甦的時點觀之，目前尚在復甦初期，未來應有更大的成長空間。

因此，綜合以上分析與之前對 REITs 的討論，在考量未來日圓可望因日本經濟復甦而升值，以及 REITs 收益率高於日本公債等因素下，J-REITs 可視為一優質的投資標的。

6.3 未來將面臨投資組合參考指標(benchmark)的難題

隨著中國在全球市場的重要性與日俱增，其占各類股市指數編製的權值也會攀升，但依現行兩岸人民關係條例的限制，基金投資中國市場不得超過 5%，此點勢必對於未來我國政府投資機構在股票投資組合參考指標(benchmark portfolio)的選擇上，形成一個難題。

舉例而言，摩根士丹利資本國際(Morgan Stanley Capital International，簡稱 MSCI)所編製的全球各區域股市指數一向是外資法人最重要的參考指標之一，全球超過 80%的基金經理人，或大約有 3 兆美元資產，是以 MSCI 所編製的指數作為投資組合參考指標。例如，在 MSCI 新興市場與亞洲（不含日本）指數中，中國的比重分別為 8.25%與 6.88%。

此外，我們若以市場投資亞洲時慣用之參考指標「MSCI 遠東日本除外指數」(MSCI AC FAR EAST ex JAPAN)為例，其中香港與中國合計之權重即高達 32.3%（中國:6.2%，香港:26.1%）。最後，我們以知名基金管理公司「富達國際」追蹤 MSCI 遠東日本除外指數的基金—Fidelity Far East Fund 為例，依該公司網頁資料可知，中國佔其投資比重高達 8.9%，顯見為了擊敗大盤，拉高中國比重是一趨勢。

附錄一：「南韓政府投資公司法案(Korea Investment Corporation Act)」中文摘譯

(一) 通則：

- 1、成立目的 (第 1 條)：為有效管理韓國政府、中央銀行等機構信託之資產，特業成立南韓政府投資公司，以提升國內金融產業，及國家經濟之發展。
- 2、定義 (第 2 條)：所謂「信託資產」指政府、中央銀行或其他負責經管公共資金團體（統稱委託人），為資產管理信託于南韓投資公司之資產，且委託人應支付管理費予 KIC。
- 3、資金來源 (第 5 條)：KIC 資本額為 1 兆韓圓，由政府全額出資。

(二) 管理委員會 (Steering Committee)：

- 1、功能 (第 9 條)：KIC 應設立管理委員會，負責審議下列事項：
 - (1) 公司章程之修正。
 - (2) 有關 KIC 中、長期投資決策事項。
 - (3) 有關 KIC 資本結構之變動，例如增、減資事項。

- (4) 有關信託資產予 KIC 之事項。
- (5) 有關發行公司債事項。
- (6) 有關高階主管 (executive officers) 任免事項。
- (7) 有關公司管理績效事項。
- (8) 有關 KIC 業務稽查事項。

2、 組成 (第 10 條)：管理委員會成員由 (1) KIC 總經理 (President)、(2) 6 位民間代表 (由民間代表提名委員會推薦，韓國總統任命之)，及 (3) 資產委託機構代表 (上限為 5 名，南韓財政部長與央行總裁為當然委員)，最多 12 名委員組成。

3、 任期 (第 10 條)：民間代表之任期為 2 年。

4、 運作 (第 11 條)：

- (1) 管理委員會之主席必須選自民間代表；主席代表委員會，並監督委員會之運作。
- (2) 管理委員會有關下列事項之決議，KIC 總經理不得參與：(i) 有關總經理之任免、(ii) 有關 KIC 管理績效之評估、(iii) 有關 KIC 業務之稽查，及 (iv) 其他有關總經理直接利益，如薪資報酬等必須經管理委員會審議之事項。
- (3) 管理委員會內，得設立專業委員會 (professional

committee) ，負責審查評估必須經管理委員會審議之重要事項。

- 5、民間代表之任命 (第 13 條)：KIC 應成立民間代表提名委員會；提名委員會最多由 12 位具備金融與企業管理之專業人士組成，分別由財政部長、計畫暨預算部長 (Minister of Planning and Budget)、央行總裁，及資產委託人 (財政部及央行以外之委託人) 各任命 2 人。提名委員會應推薦提名符合總統命令 (Presidential Decrees) 所定特定資格，且具備資產管理專業知能與經驗之人員。

(三) 高階主管與從業人員

- 1、高階主管 (第 14 條)：KIC 包括總經理及 1 名監事，最多置 5 位董事。
- 2、高階主管之任命 (第 15 條)：KIC 總經理人選，經管理委員會審議，財政部長提名，總統任命之。其他董事經管理委員會審議後，總經理任命之。監事經管理委員會提名審議後，財政部長任命之。高階主管應符合總統命令 (Presidential Decrees) 所定特定資格例如，具備資產管理之專業知識及經驗等。
- 3、高階主管之職責 (第 16 條)：總經理代表 KIC，並負責監

督其業務；監事負責查核KIC之業務及財務報表。

- 4、高階主管之任期（第 18 條）：高階主管之任期為 3 年。
- 5、高階主管地位保障（第 20 條）：除有下列情事外，任期內，不得免除高階主管之職務：
 - (1) 發生公務人員服務法第 33 條所列事項。
 - (2) 違反本法、依據本法發佈之命令或 KIC 章程所定事項。
 - (3) 高階主管應對 KIC 管理績效不彰負責，經管理委員會決議通過免除其職務者。
 - (4) 因身心障礙，無法執行職務者。
- 6、董事會（第 21 條）：KIC 應設董事會，由總經理及其他董事組成，負責決議擬提報管理委員會之事項，及其他 KIC 章程所定之重要業務事項；總經理擔任董事會主席，董事會之決議由出席董事過半數之同意行之。監事得列席董事會，並陳述意見。
- 7、從業人員之任免（第 23 條）：KIC 之從業人員由總經理依據公司章程規定任免之。
- 8、禁止規定（第 24 條）：KIC 之高階主管及從業人員除基於職務外，不得參與其他營利事務。

(四) 業務

1、業務範圍 (第 25 條)：

- (1) KIC 得 (i) 經營管理信託人交付信託或 KIC 發行債券所購入之資產；(ii) 與國內外機構交換與合作從事與上述業務相關之研究；及 (iii) 其他經管理委員會決議與上述事項有關之業務。
- (2) KIC 不得從事於可能影響受託資產價值之業務，例如抵押擔保、信用保證等，但該業務與 KIC 從事第 27 條資產管理業務有關者，不在此限。

2、資產信託合約 (第 26 條)：

- (1) 資產信託合約不得限定 KIC 之投資方法與工具，但 KIC 與中央銀行或政府基金簽訂之信託資產管理合約不在此限。
- (2) 資產信託人在上述合約中，得加入條款載明信託資產損失之立即提回事項，例如：外匯存底急遽下降而被認定有提回需要時。

3、資產管理 (第 27 條)：KIC 可運用下列所載之投資方式與工具：

- (1) KIC 可「再信託」資產(Re-trust)予國內或國外的資產管理公司。

- (2) 存放 (placement) 於國內或國外之金融機構。
- (3) 從事證券交易法第二條第一款所列之證券交易內容。(所謂「有價證券」：指政府債券、市政公債、依特別法設立之公司所發行的債券、公司債、依特別法設立之公司所發行的憑證、特別股、外國公司所發行之上述有價證券、國內或國外發行之存託憑證，及其他法令明訂與上述證券類似之有價證券)。
- (4) 從事外匯交易法第三條第一款第十一項所規定之外匯交易。(所謂「外匯交易」指外匯支付之工具、外幣證券與外幣請求權。)
- (5) 從事外匯交易法第三條第一款第十七項所列之衍生性商品交易內容。(所謂「衍生性商品交易」指期貨市場或其他經法令規定之類似交易)
- (6) 從事國內或國外不動產交易。
- (7) 其他法律核可之投資工具。

(五) 財務與會計法規

- 1、財政年度 (第 28 條)：KIC之會計年度與政府之會計年度相同。
- 2、分設會計帳 (第 29 條)：KIC之會計帳與受託資產之會計

帳應分別設立。

3、管理收入認列與管理費（第 30 條）：

- (1) 信託資產產生之管理收入應歸列信託人。管理所得收入分配之程序與方法等，應由管理委員會決定。
- (2) 信託資產管理費用收取方式應由信託人與 KIC 協商決定。

(六) 附則

1、管理監督（第 31 條）：

- (1) 管理委員會可擁有 KIC 本身及受託資產之管理報告，必要時得自行或委任專業機構查核 KIC 之業務。
- (2) 管理委員會得委託相關專業機構，擔任複審前項業務工作
- (3) 管理委員會得解任績效不佳之 KIC 高階主管。
- (4) 除中央行政機關或資產信託人依據第 1 項規定，經由管理委員會監督 KIC 外，中央行政機關或資產信託人不得要求 KIC 出具報告、提交文件或監管 KIC 之運作。

2、公告事項（第 32 條）：

- (1) KIC 應公告（包括以網際網路）經管理委員會審定之中長期投資政策。
- (2) KIC 應公告各會計年度經管理委員會審定，不包括特

定資產管理項目之整體資產管理績效報告。

3、資產管理不得揭露之文件（第 33 條）：

- (1) KIC 得拒絕提交有關其業務及資產管理之資訊或文件；但國會及審計部(Board of Audit and Inspection of Korea)為查帳或調查者除外。
- (2) KIC 提供上述單位之文件，必須經 KIC 同意後，使得公開之。

4、與其他法令之關係（第 34 條）：

- (1) 政府投資公司管理法與政府機構管理法不適用於 KIC；但計畫暨預算部長得就 KIC 之管理績效訂定評估標準，提交管理委員會。
- (2) KIC 得依外匯交易法之相關規定，從事與資產管理有關之業務與資本交易(capital transaction)。
- (3) 南韓外匯穩定基金得挹注或信託資產予 KIC。
- (4) KIC 得不經由期貨公司，直接於海外從事期貨交易。

5、準公務員條款（第 35 條）：KIC 管理委員會委員、高階主管及從業人員應受刑法中有關公務人員之規範。

(七) 處罰條款

KIC 洩密者處 2 年以下徒刑或 1 仟萬韓圓以下之罰鍰。

後附說明：『KIC 籌設委員會』

1. KIC 法案在 KIC 註冊生效後成立。
2. 『KIC 籌設委員會』成員由財政部長任命，包括當然委員財政部副部長，至多 10 人。財政部副部長擔任籌設委員會主席。
3. 『KIC 籌設委員會』職責包括：
 - (1) 選定 KIC 首任高階主管。
 - (2) 訂定公司章程並提交財政部同意。
 - (3) 辦理 KIC 之註冊登記事宜。
 - (4) KIC 正式設立後之移交事宜。
4. KIC 籌設委員會成員於 KIC 正式設立並完成移交手續後解散之。