管治、透明度與《聖地亞哥原則》

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

民選總統與第二把鑰匙

儲備的保護已寫入《憲法》。1988年的一份白皮書建議賦予總統兩方面的看守權力，即國家財政儲備及主要公共服務職位的委任。1990年發表第二份白皮書後，《1991年新加坡共和國憲法（修訂）法》（Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991）設立了民選總統制。[1]這項修訂於1991年11月30日生效。首次總統選舉於1993年8月28日舉行。[2]

這個設計被形容為「雙鑰匙」制度。民選政府持有「第一把鑰匙」，負責提出政策。總統持有「第二把鑰匙」，可拒絕批准會動用歷屆政府所累積儲備的措施。2016年的白皮書形容這項權力"of a purely reactive nature"。對於政府及第五附表機構可能動用過往儲備的交易及財政預算，總統可予以否決。他亦可否決這些機構董事局的委任。在諮詢總統顧問理事會後，他必須同意用以計算下文所述開支規則的預期長期實質回報率。[3]

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

第五附表機構包括中央公積金局、新加坡金融管理局（MAS）、建屋發展局、裕廊鎮管理局（JTC）、新加坡政府投資公司（GIC）及淡馬錫。[4]總統的角色曾在危機中受到考驗。2008年10月，納丹（S R Nathan）總統批准以儲備為後盾，為新加坡所有銀行存款提供1,500億新加坡元的擔保。2009年，國會授權動用最多49億新元的過往儲備，為危機應對措施提供資金。在2019冠狀病毒病疫情期間，政府於2020至2022財政年度動用了約400億新元的過往儲備。[5]

淨投資回報框架

管治的第二根支柱，是限制政府可動用多少儲備回報的規則。自2001年起，政府可動用過往儲備最多一半的淨投資收入，即股息、利息及類似收入。自2008年起，淨投資回報框架容許政府動用由GIC及金融管理局投資的淨資產，其預期長期實質回報（包括資本收益）的最多50%。[6]這項規則以預期回報為基礎，令對財政預算的貢獻較為平穩，不受每年業績波動影響。

淡馬錫較後才被納入這個框架。2015年7月13日，副總理尚達曼（Tharman Shanmugaratnam）在憲法修訂案二讀演辭中解釋，2008年延後納入淡馬錫，是因為當時並無既定方法推算其集中的直接投資組合的回報。《憲法》第142(4)條的修訂自2016年4月1日起生效。尚達曼預計，這會令在其後五年內對財政預算的總貢獻，平均由本地生產總值約2%增至約3%。[7]

淨投資回報貢獻已成為政府最大的單一收入來源。早在2018年，政府已如此形容，並估計2018財政年度的貢獻約為158.5億新元，佔收入的18%。2026財政年度的貢獻估計為284.8億新元。它支付了每年政府開支的約五分之一，在過去五年平均約佔本地生產總值的3.5%。實際上，政府並非每次都動用全部一半。在2009至2013財政年度，政府平均動用略高於47%的回報，接近50%的上限。[8]

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

《聖地亞哥原則》

在國際上，主權投資者的管治在2007年及2008年成為政治議題。來自亞洲及中東的國家基金大舉投資西方銀行，令美國及歐洲擔心這些基金可能追求政治目標。主權財富基金國際工作小組作出回應，制定了《公認原則及實務》，即《聖地亞哥原則》，並於2008年10月11日提交國際貨幣基金組織轄下的國際貨幣及金融委員會。GIC是參與起草的基金之一。[9]

《聖地亞哥原則》包括24項自願遵守的原則及實務。其目標是協助維持穩定的全球金融體系及資本自由流動，確保遵守東道國的監管及披露規定，並確保主權基金以經濟及財務風險與回報為投資基礎。第四項目標是建立透明而穩健的管治架構，具備充分的營運監控、風險管理及問責。工作小組於2009年4月6日由主權財富基金國際論壇取代。GIC形容自己是"one of the early architects of the Santiago Principles"，並自2015年9月30日起加入論壇董事會，任期三年。[10]

GIC名列論壇成員，淡馬錫則否。[11]這個分別反映了淡馬錫對自身的定位：它是一家擁有自身資產、繳納稅款並向股東分派股息的商業投資公司。GIC已發表2016年、2019年、2022年及2025年按這些原則進行的自我評估。因此，《聖地亞哥原則》為GIC提供了一套外部管治標準，而淡馬錫則依靠其公佈的帳目、信用評級及債券文件。

關於披露的辯論

新加坡的披露模式是選擇性的。淡馬錫公佈其投資組合價值及回報。金融管理局每月公佈其儲備。GIC公佈長期回報率及投資組合的概括資料，但不公佈其管理資產的規模。政府以安全理由為這個立場辯護。它認為，公佈儲備總額會在危機時招來針對貨幣的投機活動，亦會誘使日後的政府動用儲備。

國會及學術文獻中的批評者則認為，現時的披露程度令人難以評估儲備的表現及開支規則是否公平。反對黨議員曾多次要求公開儲備總額、GIC相對其基準的表現，以及淡馬錫最初的職權範圍。2026年就GIC回報、其策略投資

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

組合及《淡馬錫章程》作出的國會答覆顯示，這些問題仍然經常出現在公共辯論之中。總統及總統顧問理事會可全面查閱有關儲備的資料，政府把這一點視為公開披露的替代。[12]

註釋

1. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*，2016年，第9至12段及註4、9及11：1988年7月29日的白皮書（Cmd 10 of 1988）；1990年8月27日的白皮書（Cmd 11 of 1990）；Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991（Act 5 of 1991）。 ↩
2. National Library Board, "Elected presidency", *Infopedia*：法例於1991年11月30日生效；首次總統選舉於1993年8月28日舉行。 ↩
3. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*，2016年，第13段：政府以"first key"提出政策；總統作為看守者的"second key"屬"of a purely reactive nature"。Ministry of Finance, "How are Past Reserves protected?"（mof.gov.sg，2026年11月瀏覽）：總統可否決可能動用過往儲備的交易及財政預算、第五附表機構董事局的委任，並須同意預期長期實質回報率；總統及總統顧問理事會可全面查閱資料。 ↩
4. Ministry of Finance, "What are Singapore's Reserves?"（mof.gov.sg/policies/reserves，2026年11月瀏覽）：政府及第五附表機構的儲備，"namely JTC, CPF Board, MAS, HDB, GIC and Temasek"。 ↩
5. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*，2016年，第30(b)(i)段："in October 2008, then-President S R Nathan approved a $150 billion guarantee on all bank deposits in Singapore, to be backed by Singapore's reserves"。Wikipedia, "Reserves of the Government of Singapore"（2026年11月瀏覽）：2009年3月9日的兩項法令授權動用最多11.25億新元及37.63億新元，合共48.88億新元。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

Ministry of Finance, "What are the Reserves used for?"（mof.gov.sg，2026年11月瀏覽）：2020至2022財政年度為2019冠狀病毒病應對措施動用約400億元過往儲備；2009年動用儲備以支持工資及信貸。 ↩

6. Ministry of Finance, "Net Investment Returns Contribution"（mof.gov.sg/policies/reserves，2026年11月瀏覽）：淨投資收入部分自2001年起；淨投資回報部分自2008年起，最多為GIC、金融管理局及淡馬錫所投資淨資產的淨投資回報的50%，以預期長期實質回報為基礎；相關資產及上限由《憲法》訂明；總統須同意預期長期實質回報率。 ↩

7. Ministry of Finance, "Second Reading Speech by Mr Tharman Shanmugaratnam, Deputy Prime Minister and Minister for Finance, for the Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Bill"，2015年7月13日：透過修訂第142(4)條，淡馬錫自2016年4月1日（2016財政年度）起納入淨投資回報框架；淨投資回報貢獻預計由本地生產總值約2%增至約3%。 ↩

8. Ministry of Finance，2018年7月10日的國會答覆（Indranee Rajah）：2009至2017財政年度的淨投資回報貢獻約850億元，約佔收入14%；2018財政年度估計約158.5億元，約佔收入18%，"the single largest source of Government revenue"。Ministry of Finance, "What are the Reserves used for?"（mof.gov.sg，2026年11月瀏覽）：2026財政年度淨投資回報貢獻估計為284.8億元；約佔每年政府開支20%；過去五年平均約佔本地生產總值3.5%。Ministry of Finance，副總理兼財政部長尚達曼就Gerald Giam提問的國會答覆，"Net Investment Returns Contribution"，2014年4月14日：最多為GIC及金融管理局所管理淨資產的長期預期實質回報的50%；實際動用的淨投資回報貢獻"close to the maximum 50%"，在2009至2013財政年度平均"slightly above 47%"。 ↩

9. Wikipedia, "Santiago Principles"（2026年11月瀏覽）：原則於2008年10月11日提交國際貨幣基金組織國際貨幣及金融委員會後公開；GIC Private Limited為參與的基金之一；工作小組於2009年4月6日由主權財富基金國際論壇取代。 ↩

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

10. International Forum of Sovereign Wealth Funds, "Santiago Principles"（ifswf.org，2026年11月瀏覽）：成員自願認同的24項原則及實務；四項目標。GIC, "GIC Joins Board of International Forum of Sovereign Wealth Funds"，2015年10月5日（gic.com.sg）：GIC為"one of the early architects of the Santiago Principles"；自2015年9月30日起獲委任加入IFSWF董事會，任期三年。 ↩

11. International Forum of Sovereign Wealth Funds, "Our Members"（ifswf.org，2026年11月瀏覽）：GIC Private Limited是唯一列名的新加坡成員，附有2016年、2019年、2022年及2025年的自我評估；淡馬錫並未列名。 ↩

12. Ministry of Finance，2026年8月5日（Pritam Singh，GIC回報）、2026年9月8日（Victor Lye，策略投資組合）及2026年10月7日（Kenneth Tiong Boon Kiat，《淡馬錫章程》）的國會答覆，mof.gov.sg。Ministry of Finance, "How are Past Reserves protected?"（mof.gov.sg，2026年11月瀏覽）："the President and the Council of Presidential Advisers have full access to information on the reserves"。 ↩

Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.