ガバナンス、透明性とサンティアゴ原則

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

民選大統領と「第二の鍵」

準備金の保護は憲法に明記されています。1988年の白書は、財政準備金と主要な公職の任命という二つの分野について、大統領に保全の権限を委ねることを提案しました。1990年の第二の白書を経て、1991年シンガポール共和国憲法（改正）法（Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991）により、民選大統領制が創設されました。[1] この改正は1991年11月30日に施行されました。最初の大統領選挙は1993年8月28日に行われています。[2]

この仕組みは「二つの鍵」の制度と表現されます。選挙で選ばれた政府が「第一の鍵」を持ち、政策を立案します。大統領は「第二の鍵」を持ち、過去の政府が蓄積した準備金を取り崩すことになる措置について、同意を拒むことができます。2016年の白書は、この権限を「純粋に受動的な性質のもの」と呼んでいます。大統領は、過去の準備金を取り崩すおそれのある政府および第5附則機関の取引や予算に拒否権を行使することができま

© 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.

す。また、これらの機関の取締役会への任命にも拒否権を行使できます。さらに大統領は、大統領顧問評議会（Council of Presidential Advisers）と協議した上で、後述の支出ルールの計算に用いられる長期的な期待実質収益率に同意しなければなりません。[3]

第5附則機関には、CPF庁、シンガポール金融管理局（MAS）、住宅開発庁、JTC、GICおよびテマセクが含まれます。[4] 大統領の役割は、危機の際に試されてきました。2008年10月、S・R・ナザン（S R Nathan）大統領は、準備金を裏付けとする、シンガポール国内のすべての銀行預金に対する1,500億シンガポールドルの保証を承認しました。2009年には、議会が危機対策の財源として、過去の準備金から最大49億シンガポールドルの取崩しを承認しました。COVID-19のパンデミックの際には、政府は2020会計年度から2022会計年度までの間に、過去の準備金から約400億ドルを取り崩しました。[5]

純投資収益の枠組み

ガバナンスの第二の柱は、準備金の運用収益のうち政府が支出できる額を制限するルールです。2001年以降、政府は、過去の準備金から生じる純投資所得、すなわち配当、利息およびこれに類する所得の最大半分を支出することができました。2008年以降は、純投資収益（Net Investment Returns、NIR）の枠組みにより、GICとMASが運用する純資産について、キャピタルゲインを含む長期的な期待実質収益の最大50%を支出できるようになりました。[6] このルールは期待収益に基づいているため、予算への繰入額が平準化され、年々の運用成績の変動から予算が守られます。

テマセクがこの枠組みに組み込まれたのは、その後のことです。2015年7月13日の憲法改正案の第二読会における演説で、ターマン・シャンムガラトナム（Tharman Shanmugaratnam）副首相は、集中的な直接投資のポートフォリオについて収益を予測する確立された手法が存在しなかったため、2008年にはテマセクの組入れが見送られたと説明しました。憲法第142条

© 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4項の改正は、2016年4月1日から施行されました。ターマンは、これにより予算への繰入総額が、その後5年間の平均でGDPの約2%から約3%に増えると見込んでいました。[7]

純投資収益繰入金（Net Investment Returns Contribution、NIRC）は、政府歳入の単一の最大の財源となっています。政府はすでに2018年にそのように説明しており、2018会計年度の繰入額は約158.5億ドル、歳入の18%と見積もられていました。2026会計年度の繰入額は284.8億ドルと見積もられています。これは年間の政府支出の約5分の1を賄い、過去5年間の平均でGDPの約3.5%に相当します。実際には、政府が常に上限の半分全額を受け取ってきたわけではありません。2009会計年度から2013会計年度までの間、政府は平均で収益の47%強を受け取っており、これは50%の上限に近い水準です。[8]

サンティアゴ原則

国際的には、国家投資家のガバナンスは2007年から2008年にかけて政治問題となりました。アジアや中東の国家ファンドによる欧米銀行への大規模な投資は、米国と欧州で、こうしたファンドが政治的な目的を追求するのではないかという懸念を呼び起こしました。これに応えて、ソブリン・ウェルス・ファンド国際作業部会は「一般に認められた原則と慣行」（Generally Accepted Principles and Practices）、通称サンティアゴ原則を策定し、2008年10月11日にIMFの国際通貨金融委員会に提出しました。GICは、その起草に関わったファンドの一つでした。[9]

サンティアゴ原則は、24の任意の原則と慣行から構成されています。その目的は、安定した世界の金融システムと資本の自由な移動の維持に資すること、受入国の規制および開示要件の遵守を確保すること、そしてソブリン・ファンドが経済的・財務的なリスクとリターンに基づいて投資することを確保することです。第四の目的は、適切な業務統制、リスク管理および説明責任を伴う、透明で健全なガバナンス構造です。作業部会は、2009

© 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.

年4月6日に国際ソブリン・ウェルス・ファンド・フォーラム（International Forum of Sovereign Wealth Funds、IFSWF）に引き継がれました。GICは自らを「サンティアゴ原則の初期の設計者の一つ」と位置付けており、2015年9月30日から3年の任期でフォーラムの理事会に加わりました。[10]

GICはフォーラムの会員として掲載されていますが、テマセクは掲載されていません。[11] この違いは、テマセクが自らを、資産を所有し、税金を納め、株主に配当を支払う商業的な投資会社と考えていることを反映しています。GICは、2016年、2019年、2022年および2025年について、原則に照らした自己評価を公表しています。このように、サンティアゴ原則はGICにガバナンスの外部基準を与えているのに対し、テマセクは公表された決算書、信用格付けおよび債券の発行書類に依拠しています。

情報開示をめぐる議論

シンガポールの情報開示のモデルは選択的です。テマセクはポートフォリオの価値と収益を公表しています。MASは準備金を毎月公表しています。GICは長期の収益率とポートフォリオに関する大まかな情報を公表していますが、運用資産の規模は公表していません。政府は、安全保障上の理由からこの立場を擁護しています。準備金の総額を公表すれば、危機の際に通貨に対する投機を招き、将来の政府にそれを使いたいという誘惑を与えるというのが政府の主張です。

議会や学術文献の批判者は、現在の開示水準では、準備金の運用成績や支出ルールの公正さを評価することが難しいと主張してきました。野党議員は、準備金の総額、ベンチマークに対するGICの運用成績、テマセクの当初の付託事項の開示を繰り返し求めてきました。GICの収益、その戦略ポートフォリオおよびテマセク憲章に関する2026年の議会答弁は、これらの問いが今なお公の議論の定番であることを示しています。大統領と大統領顧問評議会は準備金に関する情報に完全にアクセスすることができ、政府はこれを公の開示に代わるものと位置付けています。[12]

© 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.

注

1. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*, 2016, 第9段落〜第12段落および注4、9、11：1988年7月29日の白書（Cmd 10 of 1988）。1990年8月27日の白書（Cmd 11 of 1990）。Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991（Act 5 of 1991）。 ↩

2. National Library Board, "Elected presidency", *Infopedia*：法律は1991年11月30日に施行。最初の大統領選挙は1993年8月28日。 ↩

3. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*, 2016, 第13段落：政府は"first key"で政策を立案する。大統領の保全のための"second key"は"of a purely reactive nature"である。Ministry of Finance, "How are Past Reserves protected?"（mof.gov.sg、2026年11月最終閲覧）：過去の準備金を取り崩すおそれのある取引および予算、第5附則機関の取締役会への任命に対する大統領の拒否権、ならびに長期的な期待実質収益率に対する同意。大統領および大統領顧問評議会による情報への完全なアクセス。 ↩

4. Ministry of Finance, "What are Singapore's Reserves?"（mof.gov.sg/policies/reserves、2026年11月最終閲覧）：政府および第5附則機関、"namely JTC, CPF Board, MAS, HDB, GIC and Temasek"の準備金。 ↩

5. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*, 2016, 第30段落(b)(i)："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月最終閲覧）：2009年3月9日の二つの法律により、最大11.25億シンガポールドルおよび37.63億シンガポールドル、合計48.88億シンガポールドルの取崩しが承認された。Ministry of Finance, "What are the Reserves used for?"（mof.gov.sg、2026年11月最終閲覧）：2020会計年度から2022会計年度にかけて、

© 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.

COVID-19対策のため過去の準備金から約400億ドルを取崩し。2009年には賃金と信用を支えるための取崩し。 ↩

6. Ministry of Finance, “Net Investment Returns Contribution”（mof.gov.sg/policies/reserves、2026年11月最終閲覧）：2001年からの純投資所得（NII）部分。2008年からのNIR部分は、長期的な期待実質収益に基づき、GIC、MASおよびテマセクが運用する純資産に係るNIRの最大50%。対象資産と上限は憲法に規定。長期的な期待実質収益率に対する大統領の同意。 ↩

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：第142条第4項の改正により、2016年4月1日（2016会計年度）からテマセクをNIRの枠組みに組入れ。NIRの繰入額はGDPの約2%から約3%に増加する見込み。 ↩

8. Ministry of Finance, 2018年7月10日の議会答弁（インドラニー・ラジャ）：2009会計年度から2017会計年度までのNIRCは約850億ドルで、歳入の約14%。2018会計年度の見積額は約158.5億ドルで歳入の約18%、“the single largest source of Government revenue”。Ministry of Finance, “What are the Reserves used for?”（mof.gov.sg、2026年11月最終閲覧）：2026会計年度のNIRC見積額284.8億ドル。年間政府支出の約20%。過去5年間の平均はGDPの約3.5%。Ministry of Finance, ターマン・シャンムガラトナム副首相兼財務大臣によるジェラルド・ギアム（Gerald Giam）議員への議会答弁, “Net Investment Returns Contribution”, 2014年4月14日：GICおよびMASが運用する純資産に係る長期的な期待実質収益の最大50%。実際のNIRCは“close to the maximum 50%”水準で、2009会計年度から2013会計年度の平均は“slightly above 47%”。 ↩

9. Wikipedia, “Santiago Principles”（2026年11月最終閲覧）：原則は2008年10月11日にIMFの国際通貨金融委員会に提出された後に公表された。

© 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.

GIC Private Limitedは関与したファンドの一つ。作業部会は2009年4月6日に国際ソブリン・ウェルス・ファンド・フォーラムに引き継がれた。 ↩

10. International Forum of Sovereign Wealth Funds, “Santiago Principles”（ifswf.org、2026年11月最終閲覧）：会員が任意に支持する24の原則と慣行。四つの目的。GIC, “GIC Joins Board of International Forum of Sovereign Wealth Funds”, 2015年10月5日（gic.com.sg）：GICは“one of the early architects of the Santiago Principles”。2015年9月30日から3年間、IFSWF理事会に就任。 ↩

11. International Forum of Sovereign Wealth Funds, “Our Members”（ifswf.org、2026年11月最終閲覧）：GIC Private Limitedがシンガポール唯一の会員として掲載され、2016年、2019年、2022年および2025年の自己評価がある。テマセクは掲載されていない。 ↩

12. Ministry of Finance, 2026年8月5日（プリタム・シン、GICの収益）、2026年9月8日（ビクター・ライ、戦略ポートフォリオ）および2026年10月7日（ケネス・ティオン・ブンキャット、テマセク憲章）の議会答弁, mof.gov.sg。Ministry of Finance, “How are Past Reserves protected?”（mof.gov.sg、2026年11月最終閲覧）：“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.

© 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.

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. 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.