# ממשל תאגידי, שקיפות ועקרונות סנטיאגו

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

## הנשיא הנבחר והמפתח השני

ההגנה על הרזרבות מעוגנת בחוקה. ספר לבן (White Paper) משנת 1988 הציע להפקיד בידי הנשיא סמכויות משמורת בשני תחומים: הרזרבות הפיננסיות והמינויים המרכזיים בשירות הציבורי. לאחר ספר לבן שני ב־1990, יצר חוק החוקה של הרפובליקה של סינגפור (תיקון) (Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991) את מוסד הנשיאות הנבחרת.[1] התיקון נכנס לתוקף ב־30 בנובמבר 1991. הבחירות הראשונות לנשיאות נערכו ב־28 באוגוסט 1993.[2]

המבנה מתואר כשיטה של שני מפתחות. הממשלה הנבחרת מחזיקה ב"מפתח הראשון" ויוזמת את המדיניות. הנשיא מחזיק ב"מפתח שני", המאפשר לו לסרב לתת את הסכמתו לצעדים שיגרמו למשיכה מרזרבות שצברו ממשלות קודמות. הספר הלבן של 2016 מכנה סמכות זו "בעלת אופי תגובתי גרידא". הנשיא רשאי להטיל וטו על עסקאות ותקציבים של הממשלה ושל הגופים הנמנים בתוספת החמישית (Fifth Schedule) שעלולים לגרום למשיכה מהרזרבות שנצברו בעבר. הוא רשאי גם להטיל וטו על מינויים לדירקטוריונים של גופים אלה. עליו להסכים, לאחר התייעצות עם מועצת היועצים לנשיא (Council of Presidential Advisers), לשיעור התשואה הריאלית הצפויה לטווח ארוך המשמש לחישוב כלל ההוצאה שיידון להלן.[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.

הגופים הנמנים בתוספת החמישית כוללים את מועצת ה־CPF, הרשות המוניטרית, המועצה לדיור ולפיתוח (HDB), JTC, GIC ו־Temasek.[4] תפקידו של הנשיא עמד במבחן בעתות משבר. באוקטובר 2008 אישר הנשיא S R Nathan ערבות של 150 מיליארד דולר סינגפורי ($S) לכל הפיקדונות הבנקאיים בסינגפור, בגיבוי הרזרבות. ב־2009 אישר הפרלמנט משיכות של עד 4.9 מיליארד $S מהרזרבות שנצברו בעבר למימון צעדי חירום. במהלך מגפת COVID-19 משכה הממשלה כ־40 מיליארד דולר מהרזרבות שנצברו בעבר בין שנות הכספים 2020 ו־2022.[5]

## מסגרת תשואות ההשקעה נטו

העמוד השני של הממשל הוא הכלל המגביל את החלק מן התשואות על הרזרבות שהממשלה רשאית להוציא. משנת 2001 יכלה הממשלה להוציא עד מחצית מהכנסות ההשקעה נטו, כלומר דיבידנדים, ריבית והכנסות דומות, על הרזרבות שנצברו בעבר. משנת 2008 אפשרה מסגרת תשואות ההשקעה נטו (Net Investment Returns, NIR) להוציא עד 50 אחוזים מהתשואות הריאליות הצפויות לטווח ארוך, לרבות רווחי הון, על הנכסים נטו ש־GIC והרשות המוניטרית משקיעות.[6] הכלל מבוסס על תשואות צפויות. כך מתמתנת התרומה לתקציב, והיא מוגנת מתנודות התוצאות השנתיות.

Temasek נכללה במסגרת מאוחר יותר. בנאומו בקריאה השנייה של תיקון החוקה ב־13 ביולי 2015 הסביר סגן ראש הממשלה Tharman Shanmugaratnam שהכללתה של Temasek נדחתה ב־2008, משום שלא הייתה שיטה מבוססת לחיזוי התשואות על תיק ההשקעות הישירות המרוכז שלה. התיקון לסעיף 142(4) לחוקה נכנס לתוקף ב־1 באפריל 2016. Tharman צפה שהוא יעלה את התרומה הכוללת לתקציב מכ־2 לכ־3 אחוזים מהתמ"ג בממוצע בחמש השנים הבאות.[7]

תרומת תשואות ההשקעה נטו (Net Investment Returns Contribution, NIRC) הפכה למקור ההכנסה היחיד הגדול ביותר של הממשלה. כבר ב־2018 תיארה אותה הממשלה ככזו, עם תרומה משוערת של כ־15.85 מיליארד דולר, או 18 אחוזים מההכנסות, לשנת הכספים 2018. לשנת הכספים 2026 מוערכת התרומה ב־28.48 מיליארד דולר. היא ממנת כחמישית מהוצאות הממשלה השנתיות, ובחמש השנים האחרונות עמדה בממוצע על כ־3.5 אחוזים מהתמ"ג. בפועל לא נטלה הממשלה תמיד את המחצית המלאה. בין שנות הכספים 2009 ו־2013 נטלה בממוצע מעט יותר מ־47 אחוזים מהתשואות, קרוב לתקרה של 50 אחוזים.[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.

## עקרונות סנטיאגו

בזירה הבינלאומית הפך הממשל של משקיעים ריבוניים לסוגיה פוליטית ב־2007 וב־2008. השקעות גדולות של קרנות ממלכתיות מאסיה ומהמזרח התיכון בבנקים מערביים עוררו חשש בארצות הברית ובאירופה שקרנות כאלה עשויות לחתור למטרות פוליטיות. קבוצת העבודה הבינלאומית של קרנות העושר הריבוניות (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) הגיבה בניסוח העקרונות והנהגים המקובלים (Generally Accepted Principles and Practices), הידועים כעקרונות סנטיאגו (Santiago Principles), שהוצגו בפני הוועדה המוניטרית והפיננסית הבינלאומית של קרן המטבע הבינלאומית ב־11 באוקטובר 2008. GIC הייתה בין הקרנות שהשתתפו בניסוחם.[9]

עקרונות סנטיאגו כוללים 24 עקרונות ונהגים וולונטריים. מטרותיהם הן לסייע בשמירה על מערכת פיננסית עולמית יציבה ועל תנועה חופשית של הון, להבטיח עמידה בדרישות הפיקוח והגילוי של המדינות המארחות, ולהבטיח שקרנות ריבוניות ישקיעו על בסיס שיקולים כלכליים ופיננסיים של סיכון ותשואה. מטרה רביעית היא מבנה ממשל שקוף ותקין, עם בקרות תפעוליות, ניהול סיכונים ואחריותיות הולמים. ב־6 באפריל 2009 הוחלפה קבוצת העבודה בפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF). GIC מתארת את עצמה כ"אחת האדריכליות המוקדמות של עקרונות סנטיאגו", והצטרפה לדירקטוריון הפורום לכהונה של שלוש שנים החל מ־30 בספטמבר 2015.[10]

GIC רשומה בין חברי הפורום, ואילו Temasek אינה רשומה.[11] ההבדל משקף את תפיסתה העצמית של Temasek כחברת השקעות מסחרית שהיא הבעלים של נכסיה, משלמת מסים ומחלקת דיבידנדים לבעלת המניות שלה. GIC פרסמה הערכות עצמיות מול העקרונות לשנים 2016, 2019, 2022 ו־2025. עקרונות סנטיאגו מעניקים אפוא ל־GIC תקן חיצוני של ממשל תאגידי, ואילו Temasek נשענת על הדוחות הכספיים שהיא מפרסמת, על דירוגי האשראי שלה ועל מסמכי אגרות החוב שלה.

© 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.

## הוויכוח על הגילוי

מודל הגילוי של סינגפור הוא סלקטיבי. Temasek מפרסמת את שווי התיק שלה ואת תשואותיה. הרשות המוניטרית מפרסמת את הרזרבות שלה מדי חודש. GIC מפרסמת שיעורי תשואה לטווח ארוך ומידע כללי על התיק שלה, אך לא את היקף הנכסים שהיא מנהלת. הממשלה מצדיקה עמדה זו בשיקולי ביטחון. לטענתה, נתון מפורסם של סך הרזרבות יזמין ספקולציות נגד המטבע בעת משבר ויפתה ממשלות עתידיות להוציא אותן.

מבקרים בפרלמנט ובספרות האקדמית טענו שרמת הגילוי הנוכחית מקשה להעריך את ביצועי הרזרבות ואת הוגנותו של כלל ההוצאה. חברי האופוזיציה ביקשו שוב ושוב את ההיקף הכולל של הרזרבות, את ביצועי GIC מול מדדי הייחוס שלה ואת כתב המינוי המקורי של Temasek. התשובות הפרלמנטריות של 2026 על תשואות GIC, על התיק האסטרטגי שלה ועל אמנת Temasek מראות ששאלות אלה נותרו חלק קבוע מהדיון הציבורי. לנשיא ולמועצת היועצים לנשיא יש גישה מלאה למידע על הרזרבות, והממשלה מציגה זאת כתחליף לגילוי פומבי.[12]

## הערות

1. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*, 2016, פסקאות 9–12 והערות 4, 9 ו־11: ספר לבן מ־29 ביולי 1988 (Cmd 10 of 1988); ספר לבן מ־27 באוגוסט 1990 (Cmd 11 of 1990); Constitution of the Republic of Singapore (Amendment) Act 1991 (Act 5 of 1991). ↩

2. National Library Board, "Elected presidency," *Infopedia*: החקיקה נכנסה לתוקף ב־30 בנובמבר 1991; הבחירות הראשונות לנשיאות ב־28 באוגוסט 1993. ↩

3. Government of Singapore, *White Paper on the Review of Specific Aspects of the Elected Presidency*, 2016, פסקה 13: הממשלה יוזמת מדיניות באמצעות "first key"; ה־"second key" של הנשיא, שעניינו משמורת, הוא "of a purely reactive nature". Ministry of Finance, "How are Past Reserves protected?" (mof.gov.sg, נצפה בנובמבר 2026): זכות הווטו של הנשיא על עסקאות ותקציבים העלולים לגרום למשיכה מהרזרבות שנצברו בעבר, על מינויים לדירקטוריונים של גופי התוספת החמישית, והסכמתו לשיעור התשואה הריאלית הצפויה לטווח ארוך; גישה מלאה למידע לנשיא ולמועצת היועצים לנשיא. ↩

© 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.

4. Ministry of Finance, "What are Singapore's Reserves?" (mof.gov.sg/policies/reserves, נצפה בנובמבר 2026): הרזרבות של הממשלה ושל גופי התוספת החמישית, 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, פסקה 30(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" (נצפה בנובמבר 2026): שני חוקים מ־9 במרץ 2009 אישרו משיכות של עד 1.125 מיליארד $S ו־3.763 מיליארד $S, בסך הכול 4.888 מיליארד $S. Ministry of Finance, "What are the Reserves used for S$?" (mof.gov.sg, נצפה בנובמבר 2026): כ־40 מיליארד דולר נמשכו מהרזרבות שנצברו בעבר בשנות הכספים 2020 עד 2022 לצעדי COVID-19; משיכה ב־2009 לתמיכה בשכר ובאשראי. ↩

6. Ministry of Finance, "Net Investment Returns Contribution" (mof.gov.sg/policies/reserves, נצפה בנובמבר 2026): רכיב NII משנת 2001; רכיב NIR משנת 2008, עד 50 אחוזים מה־NIR על הנכסים נטו ש־GIC, MAS ו־Temasek משקיעות, על בסיס תשואות ריאליות צפויות לטווח ארוך; הנכסים הרלוונטיים והתקרות מפורטים בחוקה; הסכמת הנשיא לשיעורי התשואה הריאלית הצפויה לטווח ארוך. ↩

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", 13 ביולי 2015: Temasek נכללה במסגרת ה־NIR באמצעות תיקון סעיף 142(4) בתוקף מ־1 באפריל 2016 (שנת הכספים 2016); תרומת ה־NIR צפויה לעלות מכ־2 אחוזים לכ־3 אחוזים מהתמ"ג. ↩

8. Ministry of Finance, תשובה פרלמנטרית מ־10 ביולי 2018 (Indranee Rajah): NIRC של כ־85 מיליארד דולר בשנות הכספים 2009 עד 2017, כ־14 אחוזים מההכנסות; אומדן לשנת הכספים 2018 של כ־15.85 מיליארד דולר, כ־18 אחוזים מההכנסות, "the single largest source of Government revenue". Ministry of Finance, "What are the Reserves used for?" (mof.gov.sg, נצפה בנובמבר 2026): NIRC משוער לשנת הכספים 2026 של 28.48 מיליארד דולר; כ־20 אחוזים מהוצאות הממשלה השנתיות; ממוצע של כ־3.5 אחוזים מהתמ"ג בחמש השנים האחרונות.

© 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, תשובה פרלמנטרית של סגן ראש הממשלה ושר האוצר Tharman Shanmugaratnam ל־Gerald Giam, "Net Investment Returns Contribution", 14 באפריל 2014: עד 50 אחוזים מהתשואה הריאלית הצפויה לטווח ארוך על הנכסים נטו ש־GIC ו־MAS מנהלות; ה־NIRC שנלקח בפועל "close to the maximum 50%", בממוצע "slightly above 47%" בשנות הכספים 2009 עד 2013. ↩

9. Wikipedia, "Santiago Principles" (נצפה בנובמבר 2026): העקרונות פורסמו לאחר הצגתם בפני ה־International Monetary and Financial Committee של IMF ב־11 באוקטובר 2008; GIC Private Limited בין הקרנות המעורבות; החלפת קבוצת העבודה ב־International Forum of Sovereign Wealth Funds ב־6 באפריל 2009. ↩

10. International Forum of Sovereign Wealth Funds, "Santiago Principles" (ifswf.org, נצפה בנובמבר 2026): 24 עקרונות ונהגים שהחברים אימצו מרצון; ארבע המטרות. GIC, "GIC Joins Board of International Forum of Sovereign Wealth Funds", 5 באוקטובר 2015 (gic.com.sg): GIC "one of the early architects of the Santiago Principles"; מינוי לדירקטוריון IFSWF החל מ־30 בספטמבר 2015 לשלוש שנים. ↩

11. International Forum of Sovereign Wealth Funds, "Our Members" (ifswf.org, נצפה בנובמבר 2026): GIC Private Limited רשומה כחברה היחידה מסינגפור, עם הערכות עצמיות לשנים 2016, 2019, 2022 ו־2025; Temasek אינה רשומה. ↩

12. Ministry of Finance, תשובות פרלמנטריות מ־5 באוגוסט 2026 (Pritam Singh, תשואות GIC), מ־8 בספטמבר 2026 (Victor Lye, התיק האסטרטגי) ומ־7 באוקטובר 2026 (Kenneth Tiong Boon Kiat, אמנת Temasek). Ministry of Finance, "How are Past Reserves protected? Do the President and the Council of Presidential Advisers have full access to information on the reserves" (mof.gov.sg, נצפה בנובמבר 2026). ↩

© 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.

## 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. 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