

# 世代耕耘 成就世代



淡马锡大家庭  
回顾50年成长历程

# 世代耕耘 成就世代

淡马锡大家庭  
回顾50年成长历程

TEMASEK



本书译自2024年出版的By Generations, For Generations,  
由王素真著, 吴宇卉协助,  
名创国际(亚洲)私人有限公司设计与制作。

**译者**

陈锦芬 黄琬惠 夏婧

**出版**

淡马锡控股(私人)有限公司  
60B Orchard Road, #06-18, Tower 2,  
The Atrium@Orchard, Singapore 238891  
www.temasek.com.sg

**排版/编务**

焦点出版(新报业媒体全资子公司)  
1000 Toa Payoh North,  
News Centre, Singapore 318994  
fpl.sg  
E-mail: focuspub@sph.com.sg

**承印**

Times Printers Pte Ltd

**初版**

2025年12月

**国际书号**

978-981-17-7112-5

版权所有 ©2025淡马锡控股(私人)有限公司

版权所有, 翻印必究。除法律明确允许外, 未经版权所有者的书面许可,  
本书的任何部分均不得复制、储存在检索系统或以电子、机械、影印、录制、  
扫描等任何形式或方式传送。如需获得许可, 请联系出版方。

出版方对本书内容不作任何陈述或保证, 并特别声明对其适销性或特定用途的  
适用性不作任何默示保证。在任何情况下, 出版方均不对因使用本书而造成的  
任何利润损失或其他商业损害(包括但不限于特殊、附带、间接或其他损害)  
承担责任。

除非另有注明, 本书所有图片版权均归淡马锡控股所有。



世代耕耘 成就世代

TEMASEK



# 目录

前言	林文兴	7
淡马锡宪章		11
序章	何晶	13
<b>上篇：</b>	<b>积极探索 (1974年至2004年)</b>	<b>23</b>
1	跋山涉水	43
2	奠定基石	59
3	扬帆起航	85
<b>中篇：</b>	<b>启程远航 (2005年至2014年)</b>	<b>109</b>
4	设定航向	131
5	温情理性	151
6	拓展足迹	171
<b>下篇：</b>	<b>乘风破浪 (2015年至今)</b>	<b>189</b>
7	勇往直前	215
8	暴风来袭	227
9	崭新世界	251
后序	狄澜	265
注解		273
索引		299



# 前言

林文兴

1965年5月27日，正值新加坡独立之前的三个月动荡期，建国总理李光耀在马来西亚国会发表了长篇演讲。<sup>1</sup>

他详细描述了对建立一个成功国家的愿景，其中有两句话言犹在耳。

在谈到他自己的使命和治国愿景时，他说：“我不会拿人民的痛苦当筹码。人民的幸福就是我的事业。”言简意赅、立意深远。这一使命纳入《独立宣言》中，每次宣读《国家信约》时，都会铭记在心。

在谈到新加坡时，他说：“我们是温和的人民，拥有坚定的信念。”

我认为，这两句话也可以用来概括淡马锡的精神。

作为长期投资者，我们致力于为未来世代谋求福祉。要做到这一点，我们必须不断创新、锐意进取，才能在这个瞬息万变的世界里不断成长、创造价值和与时俱进。

有时，虽然大胆的想法并不是每次都能成功奏效，但我们总会汲取教训和经验，重整旗鼓，越战越勇。

新加坡的建国先贤确信，新加坡虽小，但必定能生存。就业是民生之本，有了工作和收入，人民才能满足家人的衣食、住房、医疗和教育需要。在失业率居高不下时，新加坡政府创立了多家企业，创造就业机会。

1974年成立淡马锡，本身就是一次勇敢的创新。淡马锡的成立是为了持有并管理这些资产，从而让政府能专注于制定政策和监管的核心职责。作为一家专业投资公司，我们按商业原则运营。淡马锡的股东财政部长并不指导我们的投资、脱售或其他商业决策。政府要求董事会和管理层对淡马锡的整体业绩负责，并期望我们实现长期可持续的回报。

自新加坡独立以来，政府一直秉持明智通达、严谨自律的态度，明确区分自己作为股东的角色和作为制定政策的职能，为国家谋求更好的发展。

过去50年，淡马锡遵循这些原则，维护良好治理。我相信，这些原则在充满挑战的全球环境下，能继续指引我们砥砺前行。

我要特别提到吴庆瑞博士，他曾担任新加坡副总理，被誉为“新加坡经济发展总建筑师”。他不但注重经济发展，而且早在人力资本成为管理咨询机构的流行语之前，他就已经认识到人力资本的作用。

他有许多大胆构思和创新举措，他推动人才培养、投入发展教育，作为释放民众潜能的关键，摆脱当时的贫困生活。

同样，淡马锡不断为员工提供机会，让他们发挥潜能，超越自我。对一家在很多方面都走在前沿的企业来说，这样的方法对我们取得成功至关重要。令人欣慰的是，我们一直都拥有敢于接受严峻挑战的人才。他们勤奋好学，投身新领域并不断成长。

然而，我们的发展历程并非一帆风顺。

新加坡是一个岛国，所以我就以航海来比喻。我们就像在波涛汹涌的大海中航行，乌云密布，有时我们不得不静待风暴离去，甚至可能得暂时偏离航道，在风向和水流改变时再调整船帆继续航行。

在确保船能经得起风浪的同时，我们有时可能得卸下一些货物、修补破损漏洞或剪掉部分绳索。但我们的目标始终如一，就是让所有人平安返港。

这是因为淡马锡作为机构所肩负的责任不仅是为了自己，也是为了更广泛社群所共同拥有的未来，更是为了新加坡的未来世代。

如今,淡马锡比1974年时的规模大得多,当时是为了帮助新加坡这个新兴国家自力更生而成立,现在已大不同。

但不变的是,淡马锡不断创新,探寻新的投资领域,帮助具有成长潜力的企业应对瞬息万变的世界不断演进的需求,更上一层楼。

在翻阅这本书时,希望您能更好地了解这家独特机构卓尔不凡的精神。这是我们历届员工共同塑造的,他们成就了淡马锡。

自淡马锡成立以来,我们就一直秉持这种精神。淡马锡的使命“延延世代,欣欣向荣”指引我们坚定航行。

**林文兴是淡马锡控股董事长。**





# 淡马锡宪章

2024年

淡马锡是扎根于新加坡的国际投资公司，  
遵循商业原则运营，  
致力于实现长期可持续的回报。

作为资产管护者，  
我们与投资组合公司交流合作，  
着力于提升股东价值，倡导良好的治理实践。  
我们齐心协力，为运营所在地的社群献一份力。

我们培育人才、发掘潜能，  
勇于担当，努力促成解决方案，  
在行动中秉持可持续发展的核心理念。

我们全力以赴，追求卓越，践行使命，造福世代。  
立足当下，放眼未来。  
延延世代，欣欣向荣。



# 序章

## 何晶

那是迈入千禧年之际，千年虫危机总算消退，渐渐被淡忘。

身为新加坡科技集团(Singapore Technologies)的首席执行长，我每年都和董事会一起评估首席执行长的潜在继任人选。

当余林发<sup>1</sup>卸下当时的职务时，我们知道机不可失。他熟悉新加坡科技，他的丰富经验肯定对我们大有助益。

各种艰难的决策已在着手处理，包括一些棘手的人事问题。这让林发可以有一个好的开始，重新出发，带着新班底稳步前行。

而我已经准备提前退休，开始不同节奏的生活。

就在这时，我接到时任淡马锡董事长丹那巴南(S Dhanabalan)的来电。

他希望我加入淡马锡担任首席执行长。

我犹豫了。

我在1976年加入国防部，从一名国防工程师做起，开启了职业生涯，度过了充实的时光，收获了相当多的乐趣。1987年，我转到国防工业机构担任工程总监。

到1990年代初，我转而领导新成立的新加坡科技创投公司(Singapore Technologies Ventures)，负责管理来自各行业的初创企业。这些企业都处于亏损状态。我要求纳入至少一家能盈利的企业，但无人理会。情况很棘手，但也无可奈何。

有一些同事很担忧，苦口婆心地劝我：管理新加坡科技创投公司简直就是一项“自杀式任务”，如果我失败了，还会带来负面的政治影响。

扭转新加坡科技创投公司的局面是一项艰难的挑战，后来带领新加坡科技集团转型是又一项浩大的工程。感谢员工的母亲们，她们无私地挺身而出，帮助她们的女儿照顾孩子、操持家务，让女儿们能专心工作。

所以，在丹那巴南来电时，我正打算放慢脚步、轻松一下。

最终我妥协了。我答应以执行董事的身份加入淡马锡，而不是首席执行官。

新加坡宇航(Singapore Aerospace)前总裁郭保发将继续领导淡马锡。

这是一个皆大欢喜的安排，我可以选择性地专注处理要务。更为重要的是，我有时间去了解淡马锡、了解员工们，以及溯源寻根。

就这样，我开启了振奋人心的新篇章，或许对淡马锡而言，也是如此。

## 淡马锡的根基

1990年代，郭保发刚从新加坡宇航到淡马锡。当时，他感受到了“戒断症候群”的冲击，即无法随时随地使用电邮沟通。

淡马锡隶属的政府部门(财政部)早就在国家电脑局的推动下落实计算机化。但在淡马锡，尽责的勤务员仍需为每个办公桌递送和领取文件，每天两次。

淡马锡当时虽是小机构，但不时会展现雄心壮志。到2002年，郭保发引进了一批投资咨询经验丰富的资深专家，其中包括参与具有里程碑意义的新加坡电信公司(Singtel)公开售股的人士，为淡马锡建立了重量级管理团队。

有别于新加坡科技集团“为什么不可以、为什么不这么做、为什么不行”那种敢于打破常规的企业文化，淡马锡给人的第一印象是有些墨守成规、部门缺乏沟通。

然而，淡马锡拥有一些知名的投资组合公司，包括助力新加坡早期经济起飞的新加坡航空公司(Singapore Airlines)、吉宝企业(Keppel)、胜宝旺(Sembawang)和星展集团(DBS)。这些企业不禁让人回想起新加坡在早期如何努力求存，从第三世界国家转型为发达国家。

还有后来的一批巨大资产——新加坡电信公司、新加坡港务集团(PSA)和新加坡能源(Singapore Power)，都是刚完成公司化的政联企业，在1990年代脱售给了淡马锡。

政府希望开放基础服务的市场，以提高效率和降低成本。

1990年代，港务、电信和能源等支柱服务进行了公司化和脱售，这与政府早在1974年成立淡马锡从而让财政部无须承担商业股东职责的做法相一致。当时，财政部将总值3.54亿新元的投资组合转交淡马锡接管，以专注于为整体经济制定政策的核心职能。

尽管淡马锡在成立后的十年里获得了不少的媒体关注和报道，但对大多数新加坡人而言，淡马锡仍是一个谜。

然而，即便是在新加坡港务集团这类淡马锡全资持有的公司发行了债券并充分披露了财务信息的情况下，投资银行家也会带着他们对淡马锡投资组合的分析来找我。

我笑了，告诉这些银行家，他们的分析约95%是准确的。

所以，无论淡马锡的公众形象和声誉如何，它其实并不神秘。

不过，公司各部门孤立运作的情况确实存在，不单是说说而已。

我们在财务大厦的办公室有个悬臂圆形楼板，楼板边缘无法承载文件柜的重量。这样的设计使我们在各部门之间走动时，有时不得不乘搭电梯到一楼，再换乘另一组电梯，才能到达只有三层楼之隔的办公室。

尽管如此，淡马锡除了入口的接待处那金光闪闪的标志外，还是有一些吸引人之处。

我找出了淡马锡自1974年成立以来的董事会文件和会议记录来翻阅。那些文件夹简直就是历史宝藏。

可以清楚地看到，这家公司在萌芽的阶段就一直在寻找自己的定位和意义。淡马锡是否应该招聘和建立自己的管理团队，而

不是依赖从财政部借调的人员？是否应该与新加坡企业共同投资海外项目？

推动淡马锡不断求索的是其强烈的使命感，想要造福世代的愿望，以及不仅限于赚钱而更要践行远大使命的自豪感。

淡马锡当时就像一颗未经打磨的钻石，但与新加坡航空公司和新加坡能源等新加坡经典企业一样，秉持诚信、勤奋和专业的精神。

## 奋起直追 创新求变

进入2000年代，淡马锡又经历了一系列的蜕变，这与淡马锡自成立以来不懈努力与时俱进、全力以赴追求卓越的使命相一致。

淡马锡在三方面进行革新，涉及内部运营，以及与股东以及全球利益相关群体的关系。

在内部，我们决定整合资源，关闭小规模在香港和旧金山办事处，再次把重心放在新加坡，重新思考未来。

为了控制人员总量，我们为派送文件夹的勤务员们提供他们所选择的培训课程。如果他们一年之后在公司找不到合适的岗位，这些课程可协助他们做好准备到其他地方工作。

这让我们能招聘更多投资专才和技术支持人员，包括信息技术、财务、人力资源和法务人员。

此外，财务大厦的办事处狭小又不相通，导致员工分散和缺乏效率。因此，我们着手物色更大的办公空间。

新的办公室坐落在狮城大厦旁的乌节爱特岭大厦，这是一座新建的、价格更实惠的低层办公楼。员工们最终选择了皇家紫作为淡马锡的标志颜色；海军蓝的坚毅与紫色的活泼相互辉映。经过投票表决，我们沿用了原来的字体，以表传承。

我们也开始确立淡马锡的核心价值观、淡马锡宪章、我们的梦想和愿景。

多年来，我们反复回顾审视淡马锡的核心价值观。虽然我们经常拼写错，记不清到底是“MERRIT”还是“MERITT”，但MERITT

价值观——唯才是用(Meritocracy)、追求卓越(Excellence)、互相尊重(Respect)、讲求诚信(Integrity)、团队协作(Teamwork)和互信互助(Trust), 始终凝聚和指导着我们。

淡马锡宪章明确了我们与股东的关系。股东与我们保持一定距离, 不干预淡马锡的运营。同样, 淡马锡也不指导投资组合公司的商业决策或运营。我们尊重投资组合公司及其所有相关方的利益。淡马锡宪章为我们作为积极活跃的投资者优先提供指引, 自由参与投资和脱售活动。宪章涵盖的范围, 后来逐步扩大延伸。

我们也调整理念, 不再用政府关联企业或简称政联企业的说法, 而开始使用淡马锡关联企业或简称淡联企业(Temasek-Linked Companies, 缩写是TLC)的表述。一些人开玩笑称TLC是“Tender Loving Care (悉心照料)”, 这也不是完全没有道理。如今, 我们也进一步减少关联, 改称淡马锡投资组合公司。<sup>2</sup>

董事会修订了我们的股息政策。淡马锡拥有充分的自主权, 可自由地投资、脱售或再投资, 为股东实现长期可持续的回报。

我们耐心地建立了长期薪酬奖励机制, 培养员工具有长期“资产所有者”思维方式, 与恰当的风险回报指标挂钩。

我们追踪经风险调整后的回报, 风险越大, 回报越高。如果没有实现高于经风险调整后的回报, 就没有奖励。

但市场有周期, 信贷周期通常较短, 约为三年, 而商业和市场周期则较长, 约为六至七年。因此, 我们的递延奖励可在三至12年内兑现或回拨, 这比世界上大多数企业的递延期限要长得多。

每位员工都是珍贵的, 除了工作他们还有生活。

我们实行了一些有助于照顾家庭的政策、福利和设施, 鼓励员工把持续学习、保持健康视为长期的个人投资。

这正体现了立足当下、放眼未来的理念, 以人为本、以人为先。

我们通知股东, 淡马锡希望公开发布年度报告。

当然, 如果我们的业绩表现欠佳, 那报告出来会很尴尬。但是, 如果我们没有担当、不能对实现长期可持续回报的目标负责, 那我们也没有在淡马锡立足的理由了, 不是吗?

我们通过发布年度报告, 为利益相关群体、公众和广大市场逐步揭开淡马锡的神秘面纱。



我们的重点是实现长期回报，超出我们在公司的时间跨度，就连记者们都在年度报告媒体发布会上数有多少表述包括了“长期”的字眼！

我们发行债券，一方面是为了巩固淡马锡的财务自律原则，另一方面是为了增添一层保障。

如果我们不审慎行事，削弱了财务状况，债券利差就会扩大。这将明确公开地表明可能出了问题。

通过发行不同期限的债券，我们为其他公司建立了收益率曲线作为参考基准。让人欣慰的是，这降低了淡马锡投资组合公司的借贷成本。

我们的团队在不同层面积极地协助公司和淡马锡投资组合公司转型。我们接受需要不断创新求变的理念，每三年需要一个崭新的淡马锡，保持与时俱进，否则会被淘汰。

我们敢于担当，致力于追求卓越、践行使命、造福世代。

除了盈利，企业应在更广泛的社群中发挥作用。如果不对土地重新施肥，就无法在持续发展的区域不断耕耘。正因如此，企业和机构在履行当前使命之外，必须寻求可持续的方式，为塑造更美好的未来播撒种子。

因此，我们在2003年制定政策，把高于经风险调整后资金成本的部分净回报，用来回馈社会、造福社群。

不过，我们花了些时间去找合适的构想——淡马锡信托基金会和淡马锡基金会最终在2007年成立，并设置为亚洲非营利事业投入5亿新元的捐赠基金。

## 走进亚洲

2002年，我们决定跨出国门，走进亚洲。

为什么？

淡马锡投资组合借助新加坡最初几十年里的经济增长不断发展，为新加坡的成功作出了贡献。

亚洲也处于变革时期，那为何不借助亚洲的发展契机，作为淡马锡未来几十年的第二个增长引擎呢？

2003年，我们设想中国会在30年内成为AAA级的经济体，印度也会紧随其后，成为AA级经济体。这虽是大胆假设，但并非不可实现。

我们定下了远大的淡马锡2010愿景，即在2010年之前把投资组合价值从2004年约500亿美元翻一倍。

我们在亚洲的投资，让投资组合价值到2007年就翻了一倍。

这给了我们勇气把目标再次提高一倍，不料2008年至2009年的全球金融危机令我们的目标受挫。

不过，我们的业绩在2010年反弹，超越了最初设定的淡马锡2010愿景，后来的经历就成为众所周知的历史了。

同时，我们调整了增长引擎，并在中国、韩国，以及南亚和东南亚其他地区成立了新的基金和机构。

## 面向世界 未雨绸缪

全球金融危机过后，我们开始扩展到亚洲以外的地区。

自2004年担任淡马锡首席执行官以来，我每年都和董事会讨论继任计划，在全球范围内寻找淡马锡首席执行官的继任人选，并尽可能让内部的人选有更多成长和发挥才能的机会。

一些高级管理职位的招聘是旨在引进有潜力成为首席执行官的人才。其中有些在我们的高级管理层中表现出色，有些则创建了新的基金或在其他企业担任了首席执行官，有些转任其他职务，还有一些则直接被淡马锡投资组合公司聘用。

首席执行官继任计划不容易进行。投资银行家或律师从事的是服务客户或咨询的角色，并非每个人都能成功转型为自始至终的资产所有者和长期投资者。

淡马锡的领导层需要具备资产所有者和投资者的信念，理解与尊重我们作为长期资产所有者的文化。淡马锡首席执行官必须具备资产所有者和投资者的使命感，为未来世代塑造具有韧性的投资组合。

就像我在新加坡科技集团所做的一样，我们每年评估的继任人选包括淡马锡内部和外部人选，来自新加坡内外，并考虑哪些能立即上任，哪些是短期、中期和五年之后继任的人选。

为什么要考虑能不能立即上任？万一首席执行长被巴士撞了，对吧？

我们会尝试把这些“有潜能立即接班”的人才引进来，让他们成为淡马锡董事会或高级管理层成员，在必要时成为临时接班人或立即继任。

我很欣慰地看到，董事会在决定我的继任者时难以抉择，因为当时有两位在淡马锡工作了至少10年的优秀候选人。

2021年10月，狄澜(Dilhan Pillay Sandrasegara)接替我担任淡马锡首席执行长。他是淡马锡团队中经验丰富的一员，心系公司的未来，不断地考虑思忖，现在也是如此。

确实，当前的世界与20年前已大不相同。

全球气候急剧变化，从加拿大至南极洲，无论是发达经济体还是发展中经济体，都深受影响、无一幸免。如果世界各国和人类不尽早采取行动，我们很可能会突然陷入一场重大气候灾难，其规模之大、速度之快、影响之深，都是人类无法应对的。

我们必须未雨绸缪，面对气候不稳定的世界，应对人类社会分歧严重和地缘政治紧张局势等挑战。长期投资者必须预先为气候紧急危机做好准备，以实现更好的长期回报。

尽管挑战重重，但狄澜接手的是一个更壮大、更有能力和更具韧性的淡马锡，在世界各地拥有更广阔的网络，有更多朋友、伙伴和为淡马锡工作过的同仁们。

狄澜一直都致力于塑造更具韧性的投资组合。作为淡马锡首席执行长，他努力构建面向未来的团队，包括提升流程来物色和栽培他的接班人，以及制定淡马锡2030愿景的中期目标。

狄澜已经找到指引淡马锡巡航前行的北极星。

延延世代，欣欣向荣。

**何晶在2004年至2021年间担任淡马锡首席执行长，2022年出任淡马锡信托基金会主席。**

# 世代耕耘 成就世代





上篇

# 积极探索

1974年至2004年



**“许多第三世界国家都抱有一种悲剧性的错觉，认为政治家和公务员能够成功地履行管理企业的职能。”<sup>1</sup>**

**吴庆瑞博士**  
新加坡首任财政部长





淡马锡是什么样的公司？

淡马锡是主权财富基金？<sup>2</sup>还是促进新加坡本土企业发展的推动者？投资风险偏好是高还是低？到底是一家曾被认为不透明、小规模、被动地以新加坡为主要业务的机构，还是被认为是同类机构中透明度高、积极活跃的国际投资者和备受信赖的伙伴？

事实上，上述这些描述都是淡马锡。淡马锡是一家不容易被理解的机构，在50年里不断演进，而且也必须继续发展求变。

正如淡马锡信托基金会主席、淡马锡前首席执行官何晶言简意赅地说：“我们每隔数年就必须成为不一样的淡马锡，否则我们就完了。”<sup>3</sup>淡马锡随着世界变化而改变，尤其与唇齿相依的新加坡共同成长。

1966年8月，即新加坡独立<sup>4</sup>一年后，新加坡外交部长拉惹勒南(S Rajaratnam)<sup>5</sup>在首个国庆献词中说：“我们必须学着立足当下，放眼未来。”

尽管位于面积只有伦敦一半大的新加坡，但是淡马锡作为跨世代投资者，也秉持这种精神。

虽然刚独立的新加坡土地资源不足，却展现出顽强的生命力。当时带领国家发展的领导人包括吴庆瑞博士和韩瑞生。吴庆瑞博士是新加坡首任财政部长，被公认为“新加坡经济发展总建筑师”；韩瑞生曾担任吴博士的常任秘书，之后在1961年成为新成立的经济发展局首任主席。

吴博士制定了政策，1970年<sup>6</sup>出任财政部长的韩瑞生则紧抓落实，确保新加坡企业运营顺畅。

1973年，即淡马锡成立的前一年，新加坡仅建国八年，不过前景一片光明。新加坡首先摆脱了英国殖民统治，后来又脱离了马来西亚，自独立以来取得稳步发展。当时英军雇佣了新加坡约20%劳动力<sup>7</sup>，在撤离时确实带来失业的威胁。不过，随着新加坡经济规模不断扩大，威胁逐渐消弭，并不再是一个问题。

新加坡建国总理李光耀在1973年新年致辞中说：“我们摆脱了对英军开支的依赖，开发了重要的工业领域。我们把新加坡打造成银行与金融中心，提升新加坡作为服务中心的地位，包括实体服务和人才服务。”<sup>8</sup>

政府下足功夫协助新加坡人民做好准备应对千变万化的经济环境。经济发展局努力推动新投资和创造就业机会，同时，政府也采取其他举措，包括改造英军基地和进行人员再培训。

当时，新加坡政府正处于十字路口。在经济方面，新加坡正在走出独立后的经济低迷，同时寻求与区域内其他国家的合作。

但政府必须管理的企业日益增加，其中大多是各行各业的初创企业。管理他们消耗了财政部很多时间和资源。

有一些企业是在前英殖民或军事机构基础上成立的，例如吉宝船厂(旧称岌巴船厂)的前身为新加坡港务局、胜宝旺船厂则由皇家海军船坞改建而成。其他企业包括英国白兰氏鸡精制造商食益补(Cerebos)<sup>9</sup>，这是经济发展局为创造就业机会而进行的众多联合投资之一；还有政府持少数股权的零售业务日本百货公司八佰伴(Yaohan)<sup>10</sup>。这家百货公司一度极受欢迎，但如今已不复存在，第一家于1974年开设在狮城大厦，全盛时期在新加坡开设了五家分店。

有些则是政府的衍生企业，例如1973年成立的新加坡国立印务馆(SNP)<sup>11</sup>。其中最大的是新加坡航空公司，1972年从马来西亚和新加坡联合拥有的马新航空分拆出来，由比莱(J Y Pillay)<sup>12</sup>担任主席。

在1973年财政预算案声明中，韩瑞生宣布政府将拨款1亿新元，参股本密集型行业。由于政府难以继续直接持有和管理这些资产，因此急需进行合理化改革和整合。

于是，一家单独运营的控股公司应运而生。

1974年5月30日，财政部的团队为这家公司的名称提出了四个建议：淡马锡(Temasek)、克罗索(Colossal)、鱼尾狮(Merlion)和索拉(Solar)。韩瑞生看了之后，勾选了“淡马锡”这个名称。这也是比莱的首选。“淡马锡”<sup>13</sup>是新加坡的古称，据说源自马来语tasik，

意即“湖泊”，或爪哇语tumasik，意即“海镇”。

1974年6月25日，淡马锡控股(私人)有限公司根据《新加坡公司法》<sup>14</sup>注册成立，财政部将账面价值3.54亿新元、由35家企业组成的投资组合转给淡马锡。当时公司有两名董事——蔡锦耀和林连亨。同年8月，比莱加入董事会，成为淡马锡首任董事长。

淡马锡正式运营，开始书写新加坡经济的新篇章。

## 商业原则

尽管其起源与政府有关，但淡马锡在1974年成立时遵循商业原则和自律治理，不受国家管护和保护主义的影响。

吴庆瑞在1977年6月20日英康常年社员大会<sup>15</sup>演讲时总结道：“我们不以意识形态为基础来拥有和经营企业，也不会为了保住工作而收购一些陷入困境的私营企业。如果一家政府拥有的企业亏钱，那公司可以宣告破产，曾经发生过，但所幸为数不多。我们期望政府拥有的企业效率高、能赚钱并在可行时能够扩大业务。换句话说，这些政府拥有的公司应该与私营企业的经营方式或应有的经营方式相同。”<sup>16</sup>

淡马锡新加坡市场统筹副主席、前首席财务长梁慧玲<sup>17</sup>说：“你看韩瑞生和吴庆瑞做的一些决定，都领先于他们的时代，这主要是因为他们了解我们的弱势。我很敬佩和赞赏那些创立淡马锡的领导者们。尽管面对政治压力，但他们当时就认识到，经营一批投资组合公司的最佳方式是确保它们按商业原则运营。”<sup>18</sup>

在2010年吴庆瑞国葬仪式上，1996年至2013年担任淡马锡董事长的丹那巴南<sup>19</sup>致悼词时说：“身为部长，吴庆瑞从不干预政联企业的日常运营。即使许多企业的董事会由没有商业背景的公务员领导，但他还是让董事会和管理层自行根据市场机遇和需要来实现商业利益。我在发展银行的第一个十年里，他只向银行询问过一次有关商业决策的问题，而且即便在当时，他也没有把自己的观点强加给银行。他奠定了公司治理模式的基石，这也是我们如今在淡马锡遵循的原则。”<sup>20</sup>



旧股权证书副本。



2017年，淡马锡更新股权证书设计。



要探究淡马锡作为投资者的行为演变,就应了解新加坡政府投资平台的背景,以及淡马锡与1981年成立的新加坡政府投资公司(GIC)的不同之处。

新加坡政府投资公司是新加坡外汇储备的管理者。外汇储备被视为未雨绸缪的资金,而新加坡政府投资公司的任务是保留及加强新加坡储备的国际购买能力。因此,它不在新加坡投资。淡马锡则是一家投资公司,通过所拥有的资产或投资来实现财务回报,在《新加坡公司法》的框架下运营,可在新加坡内外投资。淡马锡唯一的股东是财政部长,即法人团体<sup>21</sup>,相当于个体所有者。股东要求董事会对公司的业务负责。

何晶说:“除非淡马锡清盘,否则淡马锡拥有和管理的资产都不属于政府。在一家企业持有股份,并不意味着拥有这家企业的一张桌子。只有当企业清盘和出售资产时,股东才可以索取出售桌子所得的收益。如果股东想要某张桌子,就必须通过适当的流程在清盘出售中参与竞标,或在企业出售那张桌子时把它买下来。”

她也说:“我们作为资产所有者经营淡马锡。这赋予多层次的意义,包括我们如何思考淡马锡的角色、使命与担当、如何塑造淡马锡,以及不断地严以律己、心系未来。我们是独特而稀有的企业,在世界上很难找到可以类比的例子。”<sup>22</sup>

## 默默无闻的开始

在1974年至1979年淡马锡成立后的五年间,公司主要忙于行政和管护类工作,包括维持账簿、执行股票交易及处理董事会任命的文书工作。所有主要决策均由财政部负责。的确,淡马锡旗下的35家投资组合公司独立运营,但公司的负责人却往往会绕过淡马锡,直接与财政部联络。

李瑞英于1977年9月加入淡马锡,一直工作到2014年。她加入的时候办公室在当时浮尔顿大厦<sup>23</sup>的阁楼。浮尔顿大厦坐落在新加坡河畔,当时是财政部的办公地点,2001年改建为富丽敦酒店,面朝新加坡河并能眺望耀眼的滨海湾。

1970年代，那里并没有现在那么繁华。浮尔顿大厦的主要租户是邮政总局。李瑞英的办公室在六楼，面积很小，只能容纳四个人，而且连窗户也没有。

对她这样的年轻员工来说，负责股票交易人工结算是一项充满未知的挑战。她回想到当时必须向银行发出指示信，之后银行去购买结算所需的外汇。<sup>24</sup>

他们那时不知道银行需要多快速地采取行动。当一个决定需要上司批准或签字，或一项工作需要三个报价时，外汇交易商往往会对他们敷衍怠慢。在没有电脑的时代，他们还得来回递送签名信件，让外汇交易过程更加吃力。

李瑞英原本在文化部任职，被调派到财政部税收署后，协助处理淡马锡的工作。她当时的月薪为175新元。和她一起被调派的还有另外三名女同事——一个是她的上司，另外两位来自财政部课税署。她的工作是记录投资组合公司的股息和处理其他行政事务。她清晰地记得，在新加坡当时唯一的反对党议员惹耶勒南(J B Jeyaretnam)在国会向财政部长提出有关淡马锡的质询时，他们忙得不可开交，必须为部长的答复准备各种数据。

她回想起已故的惹耶勒南时说：“他问了很多问题，例如淡马锡各公司赚多少钱、哪些公司亏钱、亏多少钱、为什么亏钱，因此我们必须准备大量数据。”<sup>25</sup>

她的另一名同事是公司秘书郭志云，1977年从财政部税收署借调到淡马锡。他坐在阁楼的一边，女同事们则坐在另一边。公司资源有限，他们连自己的文件夹都没有。每次召开董事会会议，他们都要向外部审计师借文件夹。<sup>26</sup>郭志云后来加入淡马锡成为全职员工，1991年出任淡马锡执行副总裁。

时任部长的丹那巴南记得，他会定期收到总结了所有公司业绩表现的报告。他说：“淡马锡整合投资组合公司的数据，但不负责分析。它基本上是监护者，而不是真正的积极投资者和投资的管理者。”<sup>27</sup>

淡马锡首任董事长比莱说：“如果必须有人对政联企业<sup>28</sup>实施纪律规范，那这个人非部长莫属。也许有时候部长会请常任秘书执



**1953年的邮政总局。淡马锡在1974年成立时，首个办事处就设在邮政总局的阁楼。**

(图片来源：新闻及艺术部收藏，新加坡国家档案馆提供)



行,但主要是部长亲自执行,因为那些董事会主席比我还要资深。因此,要我对他们严厉责备是有些困难的。理论上是可行的,但实际上他们可能会说‘好的,我要去见部长。’那你能怎么办?”<sup>29</sup>

的确,在1970年代和1980年代,许多政联企业的主席都是高级别的知名人士,有些曾担任高级公务员,包括吉宝船厂主席乔治·博卡斯(George Bogaars)、吉宝企业的沈基文、胜宝旺船厂的李一添、发展银行的侯永昌及海皇轮船(Neptune Orient Lines)的霍斯达(Herman Hochstadt)。

曾任星展集团和新航主席的丹那巴南说:“他们的级别太高了,在淡马锡担任总经理的公务员不可能真正质询或监督他们。当然,这并非本意。我的意思是,这些机构由非常资深的人领导,而政府也会说‘他们知道自己在做什么,不要插手’,当时绝对是正确的政策。”<sup>30</sup>

尽管淡马锡当时低调地运营发展,但还是引起了媒体的注意。1977年2月16日,新加坡全国报章《海峡时报》刊登了一篇题为《淡马锡成为东南亚最大控股公司》的长篇特写。该报道估算淡马锡当时拥有总值16亿新元的资产,跻身新加坡和马来西亚五大企业之一。此外,报道指出“如果按董事会控制权来估算淡马锡的资产总值,这个数额可轻易达到35亿新元以上,因此淡马锡堪称本区域最大的企业”。<sup>31</sup>

据报道,大型国有企业的成立在过去几年引起很大的不安,到1977年气氛已较为缓和,业界已能接受这类企业是新加坡正常商业环境的一部分。文章也指出淡马锡为大约24,000人提供就业岗位,对国家作出了积极贡献。

然而,文章评论道,淡马锡是难以归类的机构,既不是“典型的单一国有企业”,也不是“集中控制、以绩效为导向的企业集团”。这与今昔很多人的观点相同。

文章引用了《商业时报》的估算,如果把淡马锡及其投资组合考虑在内,淡马锡1975年的税前收益约为1.58亿新元。

《海峡时报》进一步估算淡马锡的整体净资产约为5.27亿新元、其投资的市值为2.28亿新元。这意味着淡马锡1.58亿新元的

# Temasek becoming biggest holding in South-east Asia

By QUEK PECK LIM

STATE-OWNED enterprises, vested in an investment holding company called Temasek Holdings Pte Ltd control assets of \$1.6 billion.

This places Temasek squarely among the top five largest corporations in Singapore and Malaysia. Measured against Business Times' list of top 100 companies (quoted on the Stock Exchange), it would rank fifth after Oversea-Chinese Banking Corporation, United Overseas Bank, Malaysian Banking and Development Bank of Singapore.

But this does not reflect the complete worth of the corporation since it owns the largest stake in 100 per cent and interests in other companies (below 50 per cent equity) with a book value of \$12 million.

If one were to count Temasek's gross assets by board control, the figure could easily come to over \$15 billion making it the largest enterprise in this region.

## Muscle

With such powerful corporate muscle, it is not strange that so little note is taken now of the fact that state-owned enterprises play a vital and increasingly visible part in the economic life of the Republic.

It was not so in the earlier days. A few years ago, when these same enterprises were starting their commercial life, the future and opposition to their continued operation were intense.

gamut of commercial, industrial and leisure fields. It controls the operations of the largest ship-building yard in Singapore, the largest ship-repair complex, the largest bank, the national shipping line and a significant stake in the equity of nine quoted companies listed on the Stock Exchange of Singapore.

But Temasek Holdings is not the archetypal monolithic state-owned corporation with dozens of executives busily plotting the future of the many companies under its control. It is a busy conglomerate with diverse interests and performance oriented plans.

In fact, Temasek has only one company officer — a company secretary (Mr Cheong Soon Lang) — and the only other company officials are its five directors.

## Awsome

In keeping with the awesome size of Temasek's holdings, the directors read like a roll call of the creme de la creme of the civil service. J.Y.K. Peh (Permanent Secretary, Finance Ministry), Mr Chua Kim Yew (Accountant General), Mr P.J. D'Osta (Director, Revenue Division, Finance Ministry) and Mr. Mohd. Muz (Ministerial Secretary, Ministry of Home Affairs).

It is through these men that control is exerted on operational companies. Mr Peh for example sits on the board of Singapore Airlines (as chairman). Mr D'Osta on the board of DBS. Other major subsidiaries are controlled by such prominent civil servants as Mr. O.K. Bopara (for Keppel Shipyard) and Mr. Peh (for Sembawang Shipyard).

Otherwise, in keeping with the government's philosophy that state-run enterprises should be a little different

## TEMASEK HOLDINGS

PRINCIPAL SUBSIDIARIES	PERCENTAGE OWNERSHIP	NET WORTH	GROSS EARNINGS	GROSS ASSETS
Singapore Airlines	100%	\$154,327,852	\$58,876,306	\$187,661,362
Keppel Shipyard	100%	\$139,151,000	\$54,337,000	\$125,000,000
Sembawang Holdings	100%	\$139,000,000	\$49,357,000	\$200,000,000
Spore Airport Duty Free Emporium	51%	\$444,647	\$3,688,247	\$3,984,556
National Engineering Services	100%	\$,052,124	( )	\$,998,128
International Devt. & Construction	100%	\$,895,498	\$39,826	\$,490,000
Prime Industries Enterprises	100%	\$,599,998	\$79,710	\$,140,280
Singapore Pte Ltd	100%	\$,861,541	\$2,327	\$,861,541
Jurong Bird Park	89%	\$,861,541	( )	\$,861,541
Singapore General Aviation Svc	51%	\$27,295	( )	\$27,295
Singapore National Printers	100%	\$,711,788	\$60,000	\$1,140,000
Nepitune Orient Line	100%	\$,138,000	( )	\$1,380,000
		\$525,096,076	\$158,866,506	\$1,610,270,000

\*NOTE: computed as of 1975.

( ) losses

BOOK VALUE MARKET VALUE

Other investments \$122,000,000 \$228,000,000

NET WORTH OF TEMASEK HOLDINGS \$754,096,076

from its incorporation in June 1974 to its year-end in December 1975. The reason behind this discrepancy in earnings lies in the accounting treatment accorded Temasek. In the opinion of the directors, the business of Temasek and that of its subsidiaries are so different that they cannot reasonably be treated as a single undertaking. The profit and loss and balance sheet statements cannot therefore be consolidated.

## Subsidiaries

It is not, however, a futile exercise to attempt a consolidation of Temasek's assets since it will show the extent of the government's investment and their relative performance in more conventional financial analysis terms. The principal subsidiaries of Temasek provide the company with a net

So while circumstances have allowed for Temasek to control the destiny of Sembawang, Keppel and SIA by virtue of the government's claim to these companies, others like DBS had to be forcibly purchased because no private corporation would undertake the task of providing long-term funds for industrial investments.

Beyond these, of course, there are many social amenities which the government has come into for the sake of providing a form of entertainment for its people (and also as an attraction for the tourist dollar).

In this vein, it has gone into such exotic ventures as a zoo, a bird park and a cable car company.

The company is perhaps the only one in Singapore with the ability to stomach the losses which these companies will make in their initial

years before the benefits can be reaped.

This is perhaps the reason why the government has amassed so much in the way of investments in so many disparate companies. Partly to stimulate investments and partly to make sure that the necessary infrastructure industries were in place in Singapore at the right time, the government invested in a host of companies ranging from a steel mill to shipyards, food industries and engineering services.

## Vested

These were all vested in a statutory board called the Minister for Finance. Incorporated (MFF Inc) which was set up in 1959 the year the present incumbent political party in power took over administration of the government.

As the years passed and the size, scale and scope of these invest-

ments grew, it was perhaps felt necessary to create another investment holding company to hold these various stakes.

A senior civil servant, commenting on the transfer of assets from MFF Inc to Temasek, said that the change was to facilitate the operations and control of these investments.

Forming Temasek gave an intermediate holding company between the statutory board and the operational companies. It could fulfil all the regulations and formalities required much better than a statutory board could and besides it offered a number of operational advantages which MFF Inc could not provide.

## Prominence

It was for these reasons that Temasek was vested with the assets of MFF Inc on Jan 28, 1975 in exchange for 21 million shares—the entire issued capital of the new holding company.

In keeping with its new status as a commercial enterprise, Temasek has sought its old auditors, the Auditor General of Singapore, in favour of a new one—Goh, Tan and Co.

Its operations are beginning to gain more and more prominence, especially among foreign investors, as its subsidiaries like Keppel and SIA continue to tap the capital markets of the world by their programmes.

Although the 1976 set of accounts for Temasek is not yet available, early indications are that its principal subsidiaries have made real progress and boosted their profit performance significantly. All this will add more revenue to government coffers, and perhaps provide the fuel for even greater expansion of Temasek to consolidate its place as the largest conglomerate on the corporate scene.

1977年，一篇刊登在《海峡时报》的报道估算了淡马锡的资产规模。

(图片来源：《海峡时报》©新报业媒体有限公司。未经许可不得转载。)

预估收益其实表明了公司从7.75亿新元的投资中实现了约21%的总回报，表现亮眼。这都是在淡马锡成立后的第一年里实现的(截至1975年)。

尽管文章基调正面，但时任副总理吴庆瑞博士还是得在1977年6月20日向一批以工会代表为主的民众保证，政府进入商业领域是为了促进经济增长，而不是要取代私营企业家，特殊情况除外。

他表示：“只要政府能够证实这些企业按商业原则运营，不享有任何特权，而且完全能与私营企业竞争，那这些企业就有充分理

由成立和扩展业务。”<sup>32</sup>

吴庆瑞也向与会者分享了政府当时独资或合资拥有的52家企业的最新情况。这不包括拥有大量资产的法定机构，例如建屋发展局、公用事业局、新加坡港务局和新加坡电信管理局。这些是半自主政府机构，必须向各自所属的部门交代。政联企业的缴足资本合计4.26亿新元，1975年的年销售额近19亿新元，税前净利润为1.57亿新元。这些企业也雇佣了近26,000人。

淡马锡1975年的税前净利总额接近《海峡时报》估算的1.58亿新元整体盈利。1977年，淡马锡整体资产收益为2.11亿新元，税后净利为1.03亿新元。<sup>33</sup>

显然，淡马锡不再是一家在阁楼上、由四五名员工手写记账的公司了。随着投资组合公司日益壮大，淡马锡也需要和这些公司进行更有效和紧密的交流互动。

## 搬离阁楼

1979年9月，淡马锡宣布委任蔡湧海博士<sup>34</sup>为新总经理，引起了一阵轰动。作为经验丰富的公务员，蔡湧海具有化学工程方面的知识背景，被视为前途无量的财政部官员。

市场和媒体认为淡马锡将进行大刀阔斧的改革。正如《海峡时报》1979年9月4日所报道，“从财政部税收署挑选一位位高权重的常任秘书前来任职，不太可能只是扮演管护者的角色”。<sup>35</sup>

时任财政部常任秘书兼淡马锡董事长的比莱说：“到1979年的时候，工作量肯定已经大了，以至于应该有人指出‘这对我们财政部来说，工作太多了，还是找别人做吧’。”<sup>36</sup>

蔡博士带着特定的使命加入淡马锡——建立新的管理系统，让淡马锡成为一家更积极活跃的投资控股公司。

他坦承自己对淡马锡知之甚少，但很快就投入工作。他把高效的工作归功于董事长比莱赋权式的管理风格。他说：“比莱是一名良师益友。他会告诉你该怎么做，然后把事情交给你，你只要向他汇报就行了。他不会进行微观管理，而是放眼大局，说‘报告一下你做了什么’。”<sup>37</sup>

1979年，淡马锡从浮尔顿大厦那个无窗的阁楼搬到罗敏申路的中央公积金局大厦，即财政部当时的办公地点。当时的气氛轻松愉快。淡马锡曾在跨部门乒乓赛中与财政部一较高低。由于淡马锡只有五名员工，因此全部都得参赛。有趣的是，他们通常都会赢。

## 塑造淡马锡

从多方面来看，1979年是淡马锡作为投资者和股东的重要一年。淡马锡在这一年建立自己的管理团队，塑造身份和角色。

首先，淡马锡开始确立自己在财政部以外的定位。这在1980年成形，当时淡马锡迁出财政部，搬到位于新兴金融区珊顿大道的星展大厦<sup>38</sup>，办公空间更大。



1980年代的淡马锡员工合影，包括王兴秀（前排左二）、藍欽槐（前排中）、Benjamin Gan（前排右一）和李瑞英（后排右七）。

（图片来源：王兴秀）



淡马锡企业顾问王兴秀当时负责淡马锡的房地产相关业务。他说，搬离财政部的办公地点，对淡马锡员工的心态有显著影响，让他们感到更加独立。

但是，以往办公地点邻近确实有好处。在没有电邮的时代，所有文件都必须通过人工递送。派送人员不得不在财政部和淡马锡之间来回奔波。

日常工作依旧沉闷。1982年接替蔡湧海的林钟华<sup>39</sup>说：“我们大多数时间都在回应股东的询问，例如是否即将发行附加股，或如果他们想借大笔款项，而银行要求担保人，该怎么做？我们就像秘书处。”<sup>40</sup>

到1987年，淡马锡再次搬迁。这次搬到了财务大厦，再次与财政部同地办公，贸工部也在那里。自那以后，淡马锡直到2002年才搬到现址乌节爱特岭大厦这个更宽敞的新家。

1980年代，淡马锡开始夯实基础，成为更积极活跃和独立的投资者：采取三管齐下的方法，收购新投资扩展业务；加强投资组合公司的凝聚力与合作；以及售卖或脱售现有投资。

淡马锡尝试扩展业务，尤其是迈入海外市场，早期进行大型投资的旅程不是一帆风顺的。例如，1989年与新加坡领先食品和饮料公司杨协成(Yeo Hiap Seng)<sup>41</sup>联合收购美国罐头食品公司重庆集团(Chun King)、1991年收购新西兰公司布赖尔利(Brierley)，都是不成功的例子。

尽管淡马锡吸取了教训，但这并没有削弱淡马锡作为投资者或合资伙伴向新加坡以外扩展业务的决心。

一路走来，淡马锡继续维护作为国有企业的国家声誉，同时开辟新的道路、努力发展成为独立、实现回报的投资公司。作为一家独特的投资机构，淡马锡时至今日都保持着这两者之间的平衡。



# 1986年

## 财务大厦：再创新高

淡马锡的第一项大型建筑项目是位于珊顿大道8号的财务大厦。它是财政部、贸工部和淡马锡的办公地点。

这座52层、235米高的大楼堪称当时世界最高的圆柱形建筑，是商业区著名的地标。它也是新加坡第一座设有双层电梯的大楼。在新加坡人眼里，这座摩天大楼外观独特，就像叠得高高的硬币，寓意吉祥，象征财源滚滚。

淡马锡用财政部提供的资金，以超过2亿新元的价格从新加坡土地局买地。<sup>42</sup>淡马锡通过新设的公司——新加坡财务大厦私人有限公司持有财务大厦的75%股份，成为主要业主。淡马锡的合作伙伴为发展置地(DBS Land)，是淡马锡以外的唯一业主，也是负责这个项目的公司。

淡马锡负责这个项目的王兴秀满怀热忱，积极钻研现代建筑技术。他把大厦的内部结构描述为“一棵长出枝条的树”，而他所谓的“枝条”是从中央核心延伸到周边的钢制悬臂。<sup>43</sup>

然而，施工过程中出现了一些小插曲，测试显示悬臂设计没有达到所规定的坚硬度，使得工程进度延迟，还可能会面临法律行动。不过悬臂经重新设计，符合载重规定要求，建筑也在1986年完工。

2007年，嘉德置地(CapitaLand，由发展置地和百腾置地于2000年合并而成，现称凯德集团)以10.4亿新元把大厦卖给麦格理莱佛士私人有限公司(MGP Raffle)。<sup>44</sup>2020年，中国阿里巴巴集团(Alibaba)以16.8亿新元买下大厦的50%股份。2022年，阿里巴巴与总部设于新加坡的房地产公司鹏瑞利控股(Perennial Holdings)领头的财团，宣布计划在这一地块兴建一座63层高的综合用途建筑。新大楼的获准高度顶限为305米，预计2028年落成，到时将成为新加坡最高楼。<sup>45</sup> ■



**1993年的财务大厦。**

(图片来源：新加坡国家档案馆)





## 第一章

# 跋山涉水

淡马锡认识到需要精简投资组合公司。如果打算脱售，尤其是通过公开上市的途径，就必须确保这些公司在结构和文化上与国际专业标准和商业最佳实践保持一致。市场对这些公司的审视会对这些公司的最终售价产生影响。

因此，淡马锡在1981年对投资组合公司的董事会任命进行审视评估，涉及的企业包括新加坡航空公司、海皇轮船、新加坡国立印务馆、新加坡保险、裕廊飞禽公园和新加坡动物园。<sup>1</sup>

蔡湧海博士说：“一些非常资深的人员在那次大规模调整中受到影响。坦白说，我不知道他们到底高不高兴。”<sup>2</sup>

另一个困扰一些投资组合公司的主席们的提议是，新指导方针反复提到淡马锡要成为“更积极活跃的控股公司”，为子公司“更有力地指导方向”。

对蔡博士来说，这段时期并不好过。他说：“我们该如何与这些淡马锡旗下公司增进关系，尤其是那些由很有职权的常任秘书担任主席的大企业？这些公司一向独立管理各自的业务，但现在我们要求他们定期提交公司的业绩报告，甚至在某些情况下，告诉这些公司该怎么做。”

因此，尽管淡马锡参与董事会任命的调整，淡马锡基本上不干预这些公司的日常管理，但会收到公司的报告。蔡博士说：“我们也和较大规模的公司定期举行评估会议。这些公司的主席和管理层会向财政部长和淡马锡董事汇报业务、业绩表现和扩展计划等。”<sup>3</sup>

在1980年代和1990年代，淡马锡虽密切关注旗下投资组合公司，但很少干预其管理和运营。淡马锡要求所有董事在每次董事会会议后汇报及发送会议记录，并安排淡马锡员工每年参访投资组合公司。

淡马锡也曾在1980年代尝试鼓励投资组合公司相互合作、设立合资企业或使用彼此的服务。要实现这个目标而又不被视为在竞争激烈的公司之间选边站，是一项微妙的任务。比莱说：“我们没有成功。过了一段时间，我放弃了，我认为‘这是徒劳无功的任务。’这些公司并不能实现协同效应，因为甲公司会说‘如果不是最低价，我为什么要向乙公司购买呢？它们又不会还我这个人情。’面对这种合理的解释，能如何反驳呢？”<sup>4</sup>

船厂的一系列事件就是一个主要例子。

# 1986年

## 吉宝和胜宝旺：乘风破浪

1982年全球经济衰退后，新加坡造船业陷入低迷。当时，该行业由吉宝、胜宝旺、裕廊(Jurong)和三菱新加坡重工(MSHI)四大企业组成。

三菱新加坡重工是淡马锡和日本三菱重工(Mitsubishi Heavy Industries)合资的企业，多年来一直亏损，淡马锡最终将其清盘。三菱新加坡重工关闭后，就剩下三家，其中吉宝和胜宝旺为主要的两家。



1994年胜宝旺船厂的干船坞。

(图片来源：《商业时报》©新报业媒体有限公司。未经许可不得转载。)

1986年，麦肯锡(McKinsey)受船厂委托探究修船业务。麦肯锡提议合并，从而解决持续压低业内价格的产能过剩问题。然而，这些船厂都对这项提议不热衷。

可想而知，它们之间的竞争有多么激烈。在残酷的市场环境下，它们往往抢夺同一份合同，而市场上能争取的合同却越来越少。双方展开激烈的价格战，有时在一方已拿下合同之后另一方还在极力争取。

吉宝和胜宝旺都相信自己能在一决胜负之后生存下来。尽管淡马锡在谈判中扮演诚恳的斡旋者角色，却往往夹在中间，左右为难。林钟华说：“这两家企业时不时就来找我们，指责对方搅局。”<sup>5</sup>

合并没有实现，但也没关系。到1988年，形势出现了逆转，修船厂几乎达到了满负荷运转。1997年，胜宝旺船厂和裕廊船厂合并，成立胜科海事有限公司(Sembcorp Marine)。胜科海事和吉宝后来凭各自的实力，成为世界领先的钻油台建造商。

20年后，岸外与海事业命运再度改变，行业在2014年至2020年间陷入困境。油价下跌、向可再生和绿色能源转型，加上冠病疫情造成2020年全球经济衰退，给这一行业的窘境雪上加霜。

胜科海事必须从母公司胜科工业(Sembcorp Industries)中分拆出来。

同样的，吉宝岸外与海事(Keppel Offshore & Marine)也进行了重组，并在2023年2月底与胜科海事合并，结束了这两个对手的激烈竞争。合并后的新公司更名为海庭(Seatrium)，成为世界最大的岸外与海事能源工程公司之一。合并后的六个月里，海庭营收为28.9亿新元，相比前一个半年的10.9亿新元增长了163.5%。这归功于项目的整合、强有力的运营执行能力、产品里程碑的成果，以及新项目的初步贡献。<sup>6</sup>■

## 果敢向前

在国内投资方面，淡马锡早期的使命是参与那些可能不容易吸引任何其他竞标者的高风险或资本密集型的企业。这些企业被归类为“促进型”或“战略型”投资。

前者指的是鼓励其他业者进军新行业的项目，而后者则确保燃料、能源或建材等国家重要物资供应稳定。这包括新航、发展银行和海皇轮船等旗舰企业。

大胆投资的新企业主要有新加坡石油化工(Petrochemical Corporation of Singapore)和新加坡石油化学综合厂(Singapore Petrochemical Complex)。石化厂是淡马锡首个大型项目和绿地企业，既是“战略型”也是“促进型”投资。

这个项目工程浩大，最终为新加坡和淡马锡带来了丰厚回报。这个构思来自经济发展局，但淡马锡扮演了“助产士”的角色，把项目带到了世界上，推动其健康发展。

虽然新加坡到1970年代中期已成为世界第三大炼油中心，但经济发展局意识到邻近国家正紧追在后。新加坡有必要在石化业实现多元发展，与同为资本密集型的电子业和工程业一起推动经济向价值链上游发展。

当时在经济发展局负责这个项目的是行业官员陈川垂。他后来升任经济发展局助理董事经理，之后加入淡马锡高管团队担任执行总经理。

他说：“当时东南亚国家都没有设备完善的石化厂。因此，我们决定兴建一座石化厂，整合并加强已有的炼油业。我们在这个早期项目中积累的知识和经验，对后来建造裕廊岛有很大的帮助。”<sup>7</sup>

# 1984年

## 新加坡石油化学综合厂：塑造行业

1970年代，人人都关注石油。

1973年，第一次石油危机爆发。当时，中东的主要石油输出国组成垄断联盟控制石油价格。然后是1979年至1980年的第二次冲击，主要由伊拉克和伊朗及中东局势引发。这两次危机的共同点是石油价格大幅波动。

时任淡马锡总经理蔡湧海博士回忆道：“人们担心我们可能无法为新加坡、炼油厂、发电站、航空公司、船只等提供原油。”<sup>8</sup>

然而，新加坡保持高标准的企业治理，为本地与国际企业营造公平竞争环境，成为吸引国际企业的目的地。

1973年，日本住友化学(Sumitomo Chemical)社长(后来担任董事主席)长谷川周重到访新加坡，与时任总理李光耀和财政部长韩瑞生会面。他们向长谷川周重分享了在新加坡建设石油化学枢纽的愿景。

新加坡的一些优势显而易见，例如附近已有炼油厂，意味着容易获得石脑油(石化厂的主要原材料)。新加坡也拥有良好的物流基础设施和高效的港口。

1977年，日本首相福田赳夫<sup>9</sup>宣布日本政府会支持这项合资企业。主要的上游工厂称为新加坡石油化工。住友化学领头的日本财团与代表新加坡政府的淡马锡各持有50%股份。

三个月后，即1977年8月10日，新加坡石油化工正式成立。但对刚起步的淡马锡年轻职员来说，工作才刚刚开始。这项任务比他们所有人预想的要更庞大和复杂。

淡马锡与经济发展局主要项目负责人兼化学工程师李玉全<sup>10</sup>合作，首要任务是吸引下游公司购买新加坡石油化工的主要产品乙烯。如果没有下游公司大量承购，这个项目就毫无商业意义，因为所有乙烯都得输出国外，而不是通过管道输送到附近地点，这将增加成本。





1977年，新加坡总理李光耀(右二)、日本首相福田赳夫(左)和新加坡财政部长韩瑞生(左二)出席新加坡石油化工成立纪念酒会。

(图片来源：新闻及艺术部收藏，新加坡国家档案馆提供)

生产乙烯和丙烯的新加坡石油化工，连同另外四家下游公司最终一起组成了新加坡石油化学综合厂。

淡马锡需要与每家企业就协议进行谈判，包括产品承购条款、技术许可、出口定价和各种法律问题。日本公司也持有这些企业的股份。

下一步是安排融资，必须按商业条款进行。贷款来自以发展银行和东京银行领头的银行财团，谈判历经三年才达成协议。



这是一项复杂的行动。首先，必须组建财团。然后，需要针对新加坡石油化工和下游公司的情况谈不同的贷款。作为新加坡首家此类合资企业，加上区域的石油化学市场能不能成功还有待验证，银行希望政府提供担保。财政部长韩瑞生则希望政府和银行共担风险，因此担保必须在日后财务上实现特定里程碑成果时取消。<sup>11</sup>

对1982年担任淡马锡总裁的林钟华来说，这整个议题很艰巨。他说：“乙烯？我怎么知道乙烯是什么？乙二醇，这又是什么？你就是要厚着脸皮去问。凡事不懂的，就说‘等等，等等，那个词是什么来着？’”<sup>12</sup>回忆起这段往事，他笑了起来。

他面对的困难也展现出经验不足的新加坡承担高风险项目的非凡勇气。这种敢于探索未知领域的决心，也标志着淡马锡不断演变的企业精神：不担风险，就无收获。

到1982年，石化厂已准备就绪。然而，当时正值全球经济衰退。之前的一年里，在第二次石油危机后，油价正处于历史高位。石化行业的利润受到挤压。林钟华说：“我们当时对是否搁置整个项目没办法达成共识，即完成建设但不生产，或放慢施工进度，还是继续下去，希望竣工时市场会好转。”

淡马锡及其联合投资者坚持自己的愿景，把石化厂的开业时间延至1984年，希望届时商业环境已经改善。

在这期间，新加坡石油化工成了笑柄。淡马锡的符祥天回忆道：“新加坡石油化工的英文缩写为PCS，代表‘plant cannot start（工厂无法启动）’。”<sup>13</sup>他从一开始便参与这个项目，后来调到新加坡石油化工担任总经理(商业)。

新加坡石油化工成为最后的赢家。尽管公司在1985年新加坡经济衰退时蒙受亏损，但1987年开始转亏为盈。到1988年，它已完全赚回去亏损的钱。

1989年，淡马锡决定把石化厂及其所有公司的股权脱售给壳牌(Shell)，并从1989年至1992年分阶段转让。壳牌当时已向新加坡石油化工供应毛广岛炼油厂的石脑油。淡马锡相信，壳牌可为项目进行纵向整合和增值，弥补淡马锡力所不及之处。

壳牌在销售谈判中极力讨价还价。有一次，谈判不得不暂停，因为林钟华感染了水痘，这对50多岁的人来说非同小可。

他回忆道：“当我们再次见面时，我一进会议室，就听到律师向坐在她旁边的人说‘嘿，是真的！可以看到一些水痘疤。’我才知道这些家伙原来以为水痘是一种‘战术’，而不是真的感染水痘。”<sup>14</sup>

虽然淡马锡对石化厂的投资很短暂，但它发挥了促进作用，鼓励大型石油企业进入新加坡，否则它们可能永远都不会这么做。

这也为新加坡建造裕廊岛提供了行业整合蓝图。这个“化工岛”是时任经济发展局主席杨烈国的宏大愿望，即通过垃圾填埋和填海把七个南部岛屿连接起来，打造世界级的化工枢纽。1999年3月底<sup>15</sup>，连接新加坡本岛和裕廊岛的长堤建成，而裕廊岛也在2000年10月14日正式启用。<sup>16</sup>■

新加坡石油化工是淡马锡成立初期与经济发展局合作的备受瞩目的主要投资之一，由国家建设和经济机遇所推动。

后来随着淡马锡站稳阵脚，更坚定了作为积极活跃投资公司的使命，淡马锡在进行投资时仅会从商业原则出发。

## 精简投资组合

到1980年代初，政府明确希望从那些不再需要由公共部门承担的商业活动中撤出，通过引进新的上市公司，及发放更多现有上市公司的股票，拓宽和加深新加坡证券市场。此外，政府也希望避免或减少与私营企业的竞争冲突。

因此，淡马锡逐步脱售一系列非核心投资组合，包括明阁酒店(Ming Court Hotel)、约翰怀特鞋厂(John White Shoe Factory)和国家工程服务(National Engineering Services)。

时任财政部长胡赐道博士说：“我们要参与所有这些业务吗？有些很小，有些可以直接卖给买得起的人。那些太大而卖不出去的，可以上市，卖掉部分股份，而保留想要的部分。至于那些我们最终决定不完全脱售的投资组合，就是我们认定对新加坡未来增长至关重要的企业。”<sup>17</sup>

胡赐道认为，那些有助于新加坡发挥枢纽作用的企业是对新加坡未来增长至关重要的。这包括推动新加坡成为航空枢纽的新航、为新加坡发展为金融枢纽作出贡献的发展银行，以及助力新加坡成为海事枢纽的新加坡港务集团。他说：“这些枢纽相互关联和支持。海陆空间的联系是相得益彰的。”

在淡马锡，并非每个人都支持脱售。1980年担任淡马锡高级经理、1988年至1989年担任公司秘书的藍欽槐说：“我觉得痛心！我认为我们应该保留那些带来丰厚股息的投资。”<sup>18</sup>

林钟华在法定机构的同事向他抱怨说，他们将承受来自工会的巨大压力，因为工会担心工人的未来。<sup>19</sup>一些政联企业和联营企业也担心能否继续从银行获取信贷。当时，政联企业不仅被认为与政府有关联，而且被视作得到了政府的支持。

1986年是新加坡独立后进入经济衰退的第二年,当时脱售进程加快。经济出现1.7%的负增长<sup>20</sup>,震动了这个在之前20年里保持强劲而稳定增长的国家。

这与一些内部和外部因素有关:全球尤其是美国的需求低迷,导致国际贸易下挫,严重影响了依靠出口推动经济增长的新加坡。维持强势的货币政策也伤害了出口竞争力。在国内,由于1979年实施的国家政策,工资增长水平超越了生产力所带来的增长,让新加坡成了运营成本更高的地方。这不仅压缩了新加坡企业的盈利,也导致一些企业把投资转移到区域内的其他国家。

经济衰退中的其中一场危机发生在1985年11月底,当时新加坡海上打捞公司新泛电(Pan Electric)连同71家子公司因无法进行再融资去履约远期合同而倒闭。调查揭露了一系列不道德和欺诈的会计活动,导致三名新泛电董事锒铛入狱,其中一位是马来西亚政商界著名人物。

新泛电陷入困境带来的财务影响,导致新加坡多家股票经纪行纷纷应声而倒。新加坡股票交易所被迫停市三天,以保护其他股票经纪行并修复市场信心。这是新加坡股票交易所至今唯一停市的一次。

新泛电倒闭导致多项业务被出售。淡马锡和胜宝旺船厂(由淡马锡部分持有)介入,向新泛电旗下的Selco造船厂购买了22艘船。

在经济衰退期间,私营领域再次提出关切,认为政府和公共企业挤压私营企业。在1987年经济衰退刚结束时加入国防和工程集团胜利(Sheng-Li Group)<sup>21</sup>的何晶,不同意这个看法。

她认为:“财政部对所有政联企业实施5%的经济罚则,这意味着如果任何其他公司的报价不高于政联企业报价的5%,那就能够拿到项目。由此可见,政府在危机时期刻意政联企业设定不利条件。人们总以为政联企业在那段时期享有不公平的优势,但其实私营企业才是获得不公平优势的一方。”

“在我看来，如果你不能赢到10%的话，那也不应该维持下去。所以，由于政联企业必须得加倍努力才行，这次行动让政联企业更具竞争力了。”<sup>22</sup>

### “尽可能让更多的人一起分享”

到1990年代，法定机构的企业化和私有化，把公共事业和通信等新行业引入股市，对市值产生的影响，从这些角度比政联企业意义更为显著。

把提供必要服务的法定机构私营化，也是一种避免消费者和股东利益冲突的好方法：如果消费者和股东都是同一人，应该会对创造更高盈利而感到满意。

其中最大的好处是还富于民，让新加坡人可以踊跃认购股份，共享成果。时任财政部长胡赐道称之为“理想的结果”<sup>23</sup>，淡马锡的林钟华则言简意赅地说：“尽可能让更多的人一起分享。”<sup>24</sup>

但还有一些棘手的问题需要解决，尤其是涉及法定机构，因为在某些情况下，法定机构不仅是服务供应商，也是各自行业的监管者。

例如，法定机构新加坡电话局既是新加坡的电信服务供应商，也是政府监管所有电信运营和设备的机构。因此，政府必须制定法律及成立新的监管机构，如新加坡电信管理局。

虽然大部分规划和分析由顾问进行，政府同时开展相应的监管和立法工作，不过，淡马锡员工也全力投入，与顾问保持沟通，确保进展顺利。

1992年3月，政府启动第一次大型企业化行动，把新加坡电信管理局从刚实行企业化运营的服务供应商新加坡电信中分拆出来。新加坡电信管理局作为新的法定机构，继续履行监管职责，由政府直接管理。新加坡电信则和新加坡邮政一起转交给淡马锡，按商业模式管理。这些是为新加坡电信在1993年11月挂牌上市做准备。

# 1993年

## 新加坡电信首次公开售股：缔造历史

1993年11月1日，新加坡电信股票首次在新加坡股票交易所交易。<sup>25</sup>首次公开售股是一项艰巨的任务，不仅为新加坡和淡马锡开创新局面，也让新加坡人有机会持有国家投资组合中主要优质公司的股份。

这是政府资产增值政策的最新体现；这项政策始于1960年代中的组屋计划。让新加坡人在盈利丰厚的电信业分一杯羹，是还富于民的举措，让他们多一个分享国家成就的途径，因为这项首次公开售股可让超过100万名成年新加坡人成为潜在投资者。

IPO分为A、B、C三种发行，新加坡人可分别以每股1.90新元和2新元认购A股和B股。所有21岁以上拥有公积金<sup>26</sup>户头的新加坡人可申购600股A股。A股发售量为3.5亿股，定价被认为低于公允价值。<sup>27</sup>对新加坡电信来说，这是谨慎的判断，因为没有企业曾进行如此大规模的首次公开售股活动。

如果持有A股的新加坡投资者在首次公开售股交易日的第一年、第二年、第四年和第六年<sup>28</sup>继续持有股份，就可获得高达原有股份10%的忠诚股。这意味着在1993年买入600股新加坡电信A股的股东，到1999年11月1日可获得额外240股新加坡电信股票。<sup>29</sup>

至于B股，每名新加坡人最多可申购1,000股<sup>30</sup>，发售量为2亿股，其中4,070万股预留给预订申请者。<sup>31</sup>

C股则以投标方式在公开市场向所有投资者发售，包括机构投资者和非新加坡投资人，发售量为5.5亿股，这本身就是一种新颖的定价方式。<sup>32</sup>

首次公开售股反应热烈。C股的成功标价出乎意料地达到每股3.60新元。这次售股吸引了140多万新加坡人和海内外机构参与。首日交易表现强劲，创下5新元的高价，闭市时报4.14新元。<sup>33</sup>



# Many queue for Telecom Group B and C share forms

Bids of over \$3 a share will be norm for Group C shares: Banking sources

By Kevin Lim and Tan Sung

DESPITE the publicity about the convenience of electronic share application, many Singaporeans yesterday braved sun and rain to queue for Singapore Telecom Group B and C share application forms.

This situation was especially prevalent in the case of banks located within the Shenton Way/Raffles Place area, where long queues were seen outside the headquarter buildings of the local Big Four.

At some of the outlying areas, for example, in Bishan, some branches reportedly gave out all their forms before 12 noon.

Banking sources say bids of more than \$1 a share will be the norm for Group C shares, judging by applications for share financing received so far.

Meanwhile, DBS Bank said that it had through its branches distributed nearly 100,000 forms yesterday, while Overseas Union Bank said it handed out some 50,000 forms for Group B shares and 30,000 forms for Group C shares.

OCBC staff at its Raffles and Outram Park branches kept



One of the three-tier families lining up for forms outside UOB Plaza yesterday.

wastage to a minimum by restricting the number of application forms given out to a maximum of two Group B forms and two Group C per person.

The sheer size of the Telecom offer probably affected

the distribution of application forms to bank branches.

For example, a counter staff at the OCBC branch in Bishan said the branch had not yet received any form

when asked by a reporter at about 10 am yesterday. And at the Keppel Bank branch in Chin Tin Road, off Bukit Timah, the bank did not have the bigger envelopes to go with the B forms yesterday

morning. Yesterday was the first day of Telecom's initial public offering of 1.1 billion shares, which is divided into three tranches of Group A, B and C shares. The offer closes on Oct 28.

Group A and B shares are reserved for subscription by Singaporeans at fixed prices of \$1.50 and \$2 respectively, while application for Group C shares is by single strike price tender, and is open to everyone, non-Singaporeans included.

Besides banks, application forms can also be obtained through stockbroking houses. The Telecom share offer is part of the Government's effort to give Singaporeans a stake in the economy by allowing them a chance to own shares in blue-chip government companies.

■ How SES, brokers and investors can ensure a glitch-free Telecom launch: Page 20

■ Singapore Telecom set for global challenge: Life! Pages 2 and 3

## Investors can trade on 2 counters when shares are listed

INVESTORS can trade on two separate counters of Singapore Telecom shares when it is listed on the Stock Exchange of Singapore from next month.

A spokesman told The Straits Times that the two counters, Singapore Telecom (ST) and Singapore Telecom 100 (ST100), will be opened to separate buy and sell quotes from the market.

Industry sources contacted yesterday said, however, that

the two counters were unlikely to result in significant price differences.

An analyst said the ST tranche may end up with a slight premium from time to time because it is likely to be more popular among investors as fund managers will not bother to trade on the ST100 tranche.

However, should such spreads appear, stockbrokers said that the market is likely to react immediately

to eliminate them.

Said one: "If the ST100 is cheaper, then buyers will rush in to buy 10 such lots and sell it immediately at a premium on the ST counter."

"But the flurry of demand will in turn cause the price gap between the two counters to close."

Meanwhile, brokers said that the trading of 100-share lots is not likely to create a problem for the industry.

There was talk that trad-

ing of the 20 million Group A shares in 100-share lots will cause even more "computer jams" at the local bourse.

Small retail investors may also end up with bad deals as remitters and dealers may not bother to service them properly.

Brokers said, however, they do not foresee problem in the trading of Group A shares because they expect most of these to be locked away because of the "loyalty scheme".

To encourage long-term holdings, the Government is giving 40 "loyalty shares" for every 100 Group A shares held, to be spread over a period of six years.

The entitlement to these loyalty shares ceases if the shares that have been originally allotted are sold.

Furthermore, retail investors wishing to sell their Group A shares need not do it through stockbroking companies.

《海峡时报》刊登新加坡电信首次公开售股的报道。

(图片来源:《海峡时报》©新报业媒体有限公司。未经许可不得转载。)

新加坡电信当时以152.5亿股的股本和600亿新元的市值，成为新加坡股票交易所最大的公司。虽然淡马锡仍持有新加坡电信89%股权，但首次公开售股大大地提高了公众在股市的参与度。<sup>34</sup>

1996年，淡马锡再次以折扣价格向新加坡人发售第二批新加坡电信股(ST-2)，淡马锡在新加坡电信的持股减少至约82%。与A股类似，认购ST-2股的原有股东可在1997年、1998年、2000年和2002年的11月1日，获得相当于原股份10%的忠诚股。<sup>35</sup>

分批售股给了淡马锡评估市场反应的空间。这对前所未有的大规模首次公开售股尤其重要。发给新加坡人(散户投资者)的忠诚股，旨在提供一定程度的保护，抵御市场风险，以及缓冲潜在的定价偏差。

首次公开售股后，淡马锡这些年来继续脱售了更多新加坡电信的股权。截至2024年3月31日，淡马锡在新加坡电信的持股比例约为51%。<sup>36</sup>■

新加坡电信首次公开售股取得巨大成功，政府随后在1990年代通过淡马锡陆续脱售了更多资产。

继新加坡电信后，脱售进程进一步提速。1990年代初，多个法定机构实行企业化管理，成为淡马锡旗下的运营公司。这包括工商保安机构(CISCO, 现称策安Certis)<sup>37</sup>、新加坡港务局(现在的新加坡国际港务集团PSA International)<sup>38</sup>、新加坡广播局(SBC, 现称新传媒Mediacorp)<sup>39</sup>、公用事业局的发电业务模块(现称新加坡能源)以及邮政储蓄银行(POSB, 现为星展集团的一部分)。

在这段时期里，政府把新上市公司的股份转让给淡马锡，让淡马锡的资金显著增加。尽管这笔新财富的大部分以脱售所得股息的形式回流到政府，但仅是新加坡电信的市值就让淡马锡投资组合价值在截至1994年3月底的时候增至600亿新元。<sup>40</sup>新加坡电信上市前，投资组合总值还不到200亿新元。

作为这笔新财富的管护者，淡马锡以积极活跃的投资者为新角色，迈入下一个发展阶段。此举对公司在未来20年甚至更长的时间里转型发挥重要作用。

大约在同一时间，为了防止未来政府不负责任、挥霍无度的可能性，《新加坡宪法》在1991年<sup>41</sup>进行了修订，把淡马锡指定为第五附表机构。<sup>42</sup>这意味着，与新加坡政府和其他第五附表机构一样，淡马锡过去所积累的储备金由新加坡总统保障。总统是通过一人一票的选举制度甄选出来的，具有独立的监护角色。





## 第二章

# 奠定基石

为迎接淡马锡下一阶段的发展，董事长李一添1995年委任上市公司新科宇航(ST Aerospace)<sup>1</sup>的郭保发，接替即将退任的淡马锡总裁林钟华。郭保发是淡马锡首位来自私营领域而非公务员出身的掌舵人。

郭保发后来出任新加坡能源总裁、首席执行官和高级顾问，不仅带领新科宇航上市<sup>2</sup>，也领导公司开拓国际市场。这包括在阿拉巴马州莫比尔设立基地，为美国市场提供飞机保养、维修与翻修服务。这项业务最终扩展到美国多地，为美国和区域内主要的航空公司和航空货运公司提供服务。

1990年代中期，淡马锡在科技系统方面尚未完善，因此郭保发继续使用他在新加坡科技集团的电邮，直到淡马锡建立并启用自己的电邮系统，这一做法在当时颇引人注目。

他给淡马锡带来了商业敏锐度，这让淡马锡在接下来数十年都受用。他招来了潘秀兴<sup>3</sup>和陈惠华<sup>4</sup>等具有商业和国际经验的人才，为公司日后物色市场专业人才设定了基准。

他说：“我当时更注重人力资源。我希望能通过挑战优秀的员工来培养他们。要找到出色人才并不容易，因为淡马锡当时还没树立自己的企业声誉。我们当时必须主动去登门拜访那些具备潜质的投资目标，提出洽谈请求。我们在新科宇航也是如此：我们会带着公司宣传册到贸易展会毛遂自荐。这些是磨练年轻员工的机会。”<sup>5</sup>

郭保发对培育人力资本有着坚定的信念。他向具备潜能的人才提供奖学金，把这些奖学金视为微小而有价值的投资。他回忆

道，当时设立一个本地奖学金只需40,000新元。他确保每年有四或五名奖学金得主加入淡马锡，以建立人才储备。

他说：“你可以招聘中途转业者，但不了解他们。奖学金得主则是在年轻时就招进来了，有机会看到他们求学时期的发展，看他们能否成功，提早评估他们。”<sup>6</sup>

这些奖学金得主成为公司全职员工后，郭保发会继续培养那些展现出更大潜能的人。“必须识别出所有优秀的奖学金得主，挑选100或150人，好好地栽培他们，例如安排他们参加课程、测试、轮换工作岗位及派驻海外。当他们归来时，优秀的人才便会崭露头角，成为未来领导者。”

林明沛是其中一名奖学金得主，1999年加入淡马锡做投资业务。她回忆道：“我原本在大学想读法律，但淡马锡为我提供会计专业奖学金。当时，我在古柏莱布兰会计师事务所(Coopers & Lybrand)实习，这家会计师事务所最终并入了普华永道(PricewaterhouseCoopers)。这让我接触到金融和会计领域，因此我决定接受奖学金。”<sup>7</sup>经过数次岗位轮换后，包括担任沈基文的助手，她从投资转向公司事务方面的工作。如今，她是淡马锡总裁办公室主任、副首席企业事务长兼公司战略办公室执行总经理。

多年来，淡马锡继续培育奖学金得主。那些在淡马锡扩展业务、展翅翱翔时加入公司的员工表示，当他们被分配去做令人振奋的新投资组合时，会激动不已。

沈文鸿在2004年加入淡马锡。当时，淡马锡正在筹划成为积极活跃的国际投资者，与他四年前申请奖学金时已大不同。

他说：“公司正在调整发展方向，在全球范围更活跃地投资，会有很多机会。作为刚开始职业生涯的年轻奖学金得主，我非常幸运能够参与许多备受瞩目的交易。”淡马锡后来还资助他学习特许金融分析师课程，以及芝加哥大学新加坡分校的高级工商管理硕士课程。

在淡马锡工作的20年里，他曾参与海运相关的项目，是海皇轮船和新加坡港务集团交易团队一员；协助进行了Astrea债券发起工作；配合了发电公司的出售，以及新源基础设施信托(CitySpring

Infrastructure Trust)的首次公开售股。2018年,他作为房地产团队的一员被派驻伦敦两年。如今,他是淡马锡信托资产管理公司总监,该公司投资于那些对经济、社会和环境产生积极作用的项目。

他认为,没有其他公司能像淡马锡一样给他这些成长机会。他很庆幸自己申请了淡马锡奖学金。

“如果拿其他类似的职业机会来比,他们都无法带给我能与淡马锡媲美的收获和经历。这是一段宝贵的旅程,让我能在较短的时间内,在同一个公司加深自己对众多行业和业务的见解。”

“我与许多高层商业领导的对话至今仍给我激励和启发。无论是在专业还是个人层面上,在淡马锡内外所建立的关系和友谊,对我来说都弥足珍贵。”<sup>8</sup>

## 作为积极活跃投资者的试探

郭保发把淡马锡在1990年代的主要方向概括为三个方面：其一监管政联企业；其二通过称为淡马锡资本的公司进行直接投资，尤其是对本地企业的投资；其三通过资金部来运营资金，该部门后来成为富敦资金管理公司(FFMC)。<sup>9</sup>

淡马锡在1990年代初也投资于私募股权基金，包括安盈投资公司(AEA Investors Inc)、摩根士丹利(Morgan Stanley)、黑石(Blackstone)和帝杰(Donaldson Lufkin & Jenrette)<sup>10</sup>(房地产)四个美国基金。

在郭保发的领导下，淡马锡开始大胆收购和投资于前景向好的本地企业。不过，由于对这一领域的专业知识尚不确定，淡马锡决定先和合作伙伴联合投资。因此，淡马锡与肯尼亚实业家马努·昌德里亚(Manu Chandaria)带领的昌德里亚家族联合成立世纪私募股权控股(Century Private Equity Holdings)。

郭保发说：“世纪私募股权控股可帮扶、培育和投资于新加坡较小型的企业，为它们提供进军海外的机会。我们则通过淡马锡的关系网络，协助它们营销产品。但有些奏效了，有些没有成功。”<sup>11</sup>

2000年，淡马锡资本把世纪私募股权控股纳入旗下，负责淡马锡对具有潜能的本地企业的投资。郭保发说：“这包括保健设备制造商傲胜(OSIM)，水果生产与分销商复发中记(Fook Huat Tong Kee)，以及塑料注模公司向阳精密工业(Sunningdale Precision)。”

尽管如郭保发所说的，世纪私募股权控股或淡马锡资本当时投资额约500万至1,000万新元，以现今标准来看不过是一笔小数目，但这是淡马锡作为积极活跃投资者不断成长的重要一步。

在投资方面，淡马锡已开始从过往的被动方式，转向更积极活跃的模式。淡马锡也学习承担风险，顺应市场变化。

其中一个备受瞩目的例子是淡马锡子公司海皇轮船收购总部设在加利福尼亚州的美国总统轮船公司(APL)，该公司当时是美国第二大集装箱船运公司。这项收购再次提醒了淡马锡，市场形势充满了不确定性而且外部的力量是无法控制的。

# 1997年

## 海皇轮船：在汹涌波涛中航行

到1996年，海皇轮船确定若持续作为一家中型规模的船运公司，将无法继续生存下去。它需要在某些贸易路线扩大规模，让它拥有定价权，以及在周期性显著的行业陷入低迷时坚持下去，而收购被视为扩大规模的唯一速成法。

事实上，拥有150年历史的美国总统轮船公司比海皇轮船还要大，收购价格不菲，约8亿美元。作为海皇轮船单一最大股东，淡马锡支持这项收购，但希望海皇轮船先从资本市场获取所需资金，最后不得已时再向淡马锡贷款。

海皇轮船做到了。1997年4月14日，交易完成，海皇轮船成功收购了美国总统轮船公司。这项大规模收购震惊了航运界，让海皇轮船跻身全球五大集装箱运营商，拥有一支由113艘船组成的船队，总收入达40亿美元。<sup>12</sup>对海皇轮船来说，单单是美国总统轮船公司的品牌，就已是无价之宝，因此把名称和标志保留了下来。

然而，这个交易的时机再糟糕不过了。仅仅三个月后，亚洲金融危机爆发，银行信贷紧缩，出口急剧下降，船运业受到重创。在融资成本高和业务下滑的双重打击下，海皇轮船陷入困境。1998年，公司出现大额亏损。

到1999年，亚洲经济开始复苏，海皇轮船也出现转机。它着手重组业务，出售部分非核心资产。

同年7月，海皇轮船进行了国际股票配售，以筹集5亿美元的新资本。<sup>13</sup>淡马锡支持这次募资，因为这能让海皇轮船偿还部分债务，大幅降低负债率。1999年，海皇轮船转亏为盈。

海皇轮船对美国总统轮船公司的收购，当时收到很多批评。但事后看来，海皇轮船主席霍斯达及其团队的决定是正确的。淡马锡负责交通和物流领域投资的王明德说：“回过头来看，美国总统轮船

公司是一项不错的交易。虽然不是最好的时机，但这是正确的战略步骤。”<sup>14</sup>王明德后来成为毅峰资本(InnoVen Capital)首席执行官。

对霍斯达来说，收购美国总统轮船公司的重要教训之一是要注意时间维度。“你必须为这样的投资确定期限。如果你考虑的期限是两三年，那几乎可以肯定你是会失败的。但如果你着眼更长期的时间维度，那将获得相当不错的回报。”<sup>15</sup>

何晶说：“我加入淡马锡时<sup>16</sup>，有人告诉我，他把海皇轮船的股份证书裱起来了。他在海皇轮船首次公开售股时以4新元认购股票，但他再也看不到这4新元了。郑维强出任海皇轮船主席<sup>17</sup>时，我把这件事告诉他。在郑维强的领导下，海皇轮船的股价恢复到4新元，我送了一束绑着‘4新元’标签的气球到他的办公室祝贺他。我希望那位投资海皇轮船的人，在股价回升到4新元以上之后脱售了他的股票。”

尽管海皇轮船成功渡过亚洲金融危机，但波动接踵而来。2008年的全球金融危机和随后船运业陷入低迷，都让海皇轮船严重受挫。

2011年，在1996年就加入淡马锡中坚力量的张洁心出任了交通与物流投资总裁<sup>18</sup>，积极处理海皇公司各方面的业务。

“我们花了很多时间钻研，尝试了解这个行业。我记得有人把以往30年的数据调出来，观察货运价格一直下跌，即便建造前所未有的大型船只以后也是如此。”

“从当时的行业状况来看，结论是我们不会海皇轮船的好主人。它需要一个更好的归属。尽管这么说，但我花了五年时间才为它找到新主人。”<sup>19</sup>

2015年，淡马锡宣布把海皇轮船的全部股权出售给全球第三大集装箱运输商——法国达飞集团(CMA CGM)，交易总额达34亿新元。<sup>20</sup>■

## 高瞻远瞩的董事长

1996年9月,李一添卸下淡马锡董事长一职,由丹那巴南继任。丹那巴南直到2013年8月卸任,是淡马锡在任时间最长的董事长。

在1991年至2005年间担任淡马锡董事的霍兆华<sup>21</sup>称赞丹那巴南带领淡马锡转型。他说:“从那一刻起,淡马锡就变得更精彩、更充实有成就,因为我们正迈入一个更具挑战的变革环境。”

“丹那巴南思想开明、机智聪慧而谦逊。他对不确定或不了解的事务,总会诚恳虚心地说‘请告诉我,这是什么?’”<sup>22</sup>

事实上,丹那巴南见多识广。丹那巴南曾任内阁部长,时任总理吴作栋赏识他敏锐的商业触觉,邀请他掌管淡马锡。在获任淡马锡董事长时,他是新航的主席。在开启政治生涯之前,他担任发展银行执行副总裁<sup>23</sup>长达10年,直到1978年。1999年,他卸下新航的职务,出任发展银行主席,带领银行解决各种棘手问题,专注于应对亚洲金融危机所造成的冲击。

在丹那巴南的领导下,淡马锡投资组合价值从1997年3月的700亿新元增至2013年3月的2,150亿新元。<sup>24</sup>当时正值波动的时代,迎来了三大经济剧变:1997年的亚洲金融危机;2000年后仍在延续的经济衰退,包括2001年九一一事件和2003年非典型肺炎(SARS)疫情的影响;以及2008年的全球金融危机。



## 更新治理模式

丹那巴南首先开展的工作包括更新淡马锡的治理模式，扩展人才库，请更多公共部门以外的人才加入。他这么做是因为听到一名财政部官员随口对另一名淡马锡新员工说：“哦，你要加入我们了。”

“我想改变这一点。公务员确实是很好的资源，但淡马锡和淡马锡关联企业不应该成为培养公务员的地方，或公务员退休后安身之处。作为在市场上竞争、与其他企业竞争的公司，我觉得这种情况必须改变。”<sup>25</sup>

海皇轮船和新科工程前主席柯宗盛在1997年时担任淡马锡副董事长，他说：“打个比方，如果商界通过政府轮换员工，要求政府让某公司的高级经理担任常任秘书，政府会答应吗？不会的，因为那个人不具备所需的技能。同样的，如果你选一位常任秘书，然后告诉公司说让这位常任秘书掌管一家商业公司或公司的一个部门，我想那家公司应该也不情愿。”<sup>26</sup>

丹那巴南开始重塑淡马锡董事会，引进私营领域的佼佼者，如柯宗盛、康福德高(Comfort DelGro)和新捷运公司(SBS Transit)的柯逢豹<sup>27</sup>和新加坡交易所现任主席许文辉。许文辉成为业界投资者之前，在惠普(Hewlett Packard)有着出色的职业生涯。

这样的演变与淡马锡引进更多经验丰富的商业领袖和市场专业人士加入企业董事会的意向相一致。这是为了给独立董事更多空间，赋予公司更大自主权，从商业经验丰富的领袖中获益。

丹那巴南说：“这些人很多是国际企业家，如果你告诉他们‘你代表我们，回来后向我们汇报’，他们绝对会觉得被冒犯了。”<sup>28</sup>

一些企业术语也随着这些演变而变化。2002年后，“淡马锡关联企业”取代了“政联企业”的说法，意味着这些公司今后将由根据能力和专长所甄选的董事会领导。如今，“淡马锡关联企业”被“淡马锡投资组合公司”的说法取代，进一步强调这些公司独立于母公司淡马锡。

随着董事会趋向专业化，淡马锡作为股东也开始更果断。曾有淡马锡旗下公司先进行收购，才向股东筹集资金。为制止这种情况，淡马锡规定了明确的支出限额，超出限额的公司必须先征得淡马锡的同意，否则提出的资金需求可能遭拒绝。

王兴秀<sup>29</sup>说：“多年来，我们都不愿意在股东大会上让旗下公司难堪，但是时候说‘如果你们不来问我们意见的话，那我们就在大会上作出自己的决定了。’”<sup>30</sup>

因此，淡马锡表明立场，如果旗下公司没有事先就股东相关事宜征求淡马锡意见的话，淡马锡有可能投反对票，那可能届时相关公司的管理层就会觉得难堪了。

淡马锡展现作为积极活跃股东的另一个明显的例子是对新加坡港务集团的重组。

# 2000年

## 新加坡港务集团重组： 淡马锡作为积极活跃股东的举措

2000年，新加坡港务集团筹备挂牌上市，招股说明书也已经完成，但发觉自己面临迫在眉睫的棘手问题。

位于马来西亚南部的竞争对手丹绒柏乐巴斯港口(Tanjung Pelepas)刚挖走新加坡的主要港口客户之一马士基航运(Maersk Sealand)，部分原因是其收费低于新加坡港务集团。继马士基航运后，长荣海运(Evergreen Marine)也在2002年转向丹绒柏乐巴斯港口。令人不安的是，淡马锡旗下的海皇轮船也可能基于竞争考量效仿这一做法。

淡马锡对此非常关切。前高级执行总经理、后来成为Azalea基金管理公司总裁的曾安素回忆道：“新加坡港务集团开始失去马士基航运和长荣海运时，我们已完成整个尽职调查。因此，我们决定取消上市计划。”

淡马锡认为，新加坡港务集团必须彻底改革，因此协助它审视成本开支和运营数据。她补充道：“我们告诉新加坡港务集团，它必须专注于核心业务，保持最佳状态，才能具备竞争力、高效灵活。”

最重要的是，新加坡港务集团必须应对长期积累、庞杂的资产组合。除了核心港口运营资产，也包括邮轮中心、缆车运营、房地产和展览中心。这些周边业务中最大的是房地产，由办公楼、分层工厂大厦和物流分销园组成。淡马锡把这些业务分拆到了名为丰树(Mapletree)<sup>31</sup>的公司。

曾安素说：“如果拥有这么多周边业务，管理层往往会忽略其中一些业务，有时甚至会交叉补贴。我们去掉非核心资产，好让新加坡港务集团专注于港口业务。”<sup>32</sup>其他如缆车、邮轮和展览业务，则分拆到不同的公司运营。

新加坡港务集团重组花了18个月。这个过程包括确保系统、流程及管理方案到位，以更好地在商业环境中立足。

嘉德置地前首席财务长邱运康<sup>33</sup>受委掌管丰树。曾安素说：“他带领公司全面转型。”

他的革新举措包括把丰树业务扩展到本区域及其他市场，以及推出房地产投资信托。最重要的是，他着重于重塑公司，加强韧性，以及制定“再循环战略”，即在公司作为开发商、投资者、房地产管理者和资本管理者的角色之间切换，以加速增长和提高盈利能力。

邱运康解释说：“我们代表第三方管理资产并赚取费用作为收入。这是我们塑造房地产投资信托资产的首要选择。我们也可以把投资组合整合起来，成立私募基金，以提高收费。”

“有时候，我们开发或收购的资产不适合房地产投资信托或私募基金时，我们会脱售给第三方，获取资本收益。这可以让资金循环起来，我们一直按这样的流程来做。”<sup>34</sup>

在他2003年加入丰树投资董事会时，丰树投资总值为23亿新元。截至2024年3月31日，丰树拥有和管理的资产达775亿新元，在亚太地区、欧洲、英国和美国等13个市场设有办事处。<sup>35</sup>

至于新加坡港务集团，它必须努力精进其核心港口业务。郭保发回忆道：“我们必须挽回失去的业务。但首先，我们必须保住所有其他客户、不能再失去他们了，探寻新方式来满足他们的需求。”

“例如，有些客户要求租赁和自己运营两三个码头，因为他们觉得自己可以做得更好、更便宜，更能控制船进出码头的的时间。因此，我们必须调整业务模式，而不只是向他们销售服务。新加坡港务集团必须打破固有思维。”<sup>36</sup>

2002年，企业家李庆言出任新加坡港务集团主席。精简业务后的新加坡港务集团，专注于核心竞争力，扩展国际业务，在世界其他地区运营港口，大幅提高业绩表现。■

## 房地产投资信托的兴起

丰树是新加坡开发房地产投资信托的先锋。

房地产投资信托让散户投资者可投资于原本过于庞大、不普及的资产类别。

2005年7月，丰树投资推出新加坡首个聚焦亚洲物流的房地产投资信托——丰树物流信托，拥有15个房地产资产。它是在新加坡交易所<sup>37</sup>上市的第六个房地产投资信托，也是2000年新加坡港务集团精简业务、把非港口资产(以房地产为主)分拆出来的结果。

新加坡港务集团宝贵的滨海房地产最终得到重新开发，实现了价值的最大化，包括原世界贸易中心和废弃的圣占姆士发电厂。2006年，在世界贸易中心原址建成了怡丰城，占地100多万平方英尺，成为新加坡最大的购物商场，而圣占姆士发电厂则改造为夜间娱乐场所，由娱乐界资深商人符永隆经营。<sup>38</sup> 2009年，圣占姆士发电厂被列为国家古迹。时任丰树首席运营官的陈文龙<sup>39</sup>说：“我告诉董事会，如果我们不采取任何行动，土地就会荒芜。但如果我们能够让它增值，附近整个区域的价值也会水涨船高。”<sup>40</sup>

随后，丰树物流信托收购海外资产。截至2008年9月，其投资组合的账面价值增加超过五倍，达到约27亿新元，包括新加坡、香港、中国大陆、马来西亚、日本和韩国的79个房地产资产。<sup>41</sup>





被列为国家古迹的圣占姆士发电厂翻修后的面貌。  
(图片来源：丰树投资私人有限公司)



怡丰城是新加坡最大的购物商场。  
(图片来源：丰树投资私人有限公司)

# 2002年

## 嘉茂商产信托：质量与普及程度

新加坡首个房地产投资信托——嘉茂商产信托在2002年7月推出，取得巨大成功。它获得四倍超额认购，认购额达10亿新元，为新加坡成为主要的房地产投资信托枢纽开辟道路。

然而，这条成功之路崎岖不平、困难重重。

这个构思源于1996年的百腾置地(Pidemco Land)。当时，百腾置地隶属于何晶领导的新加坡科技集团。何晶注意到，四季园豪华公寓有很多单位空无一人，到了晚上漆黑一片。外国买家纷纷抢购这些单位，却不是自住，而是作为投资和政治保障。

百腾置地时任总裁廖文良回忆道：“何晶说，除了自己的住房，新加坡人几乎没有机会投资房地产。四季公寓空置，新加坡人却无法拥有。但如果可以把房地产分成单位，让销售大众化，那么新加坡人也可以‘拥有’房地产的一部分。”<sup>42</sup>

何晶指的是房地产投资信托。她在2002年嘉茂商产信托上市交易时解释了房地产投资信托的性质。她说：“房地产投资信托把不单一的大型房地产项目统一为较小的标准投资单位，让散户投资者能以负担得起的价格，投资于大型房地产或不同类型的房地产。房地产投资信托也为这类投资提供流动性和二级交易机会，让机构和散户投资者有机会投资具流动性的房地产组合。”

房地产投资信托在美国和澳大利亚由来已久，但在亚洲却鲜为人知。何晶希望在新加坡推出，因此委托廖文良和百腾置地首席财务长邱运康深入研究。

然而，他们一开始就面对许多挑战，主要是因为没有针对这一新投资产品的监管准则。此外，1997年亚洲金融危机后，市场对房地产的兴趣有所下降。





欧阳鏞(左起)、何晶、克勒(Thomas Kloet)和廖文良一起主持嘉茂商产信托上市仪式。  
(图片来源: 凯德集团)

后来担任丰树投资总裁的邱运康，创造了“合成房地产投资信托”的概念，尝试避开了缺乏房地产投资准则的问题，成功让法务和税务团队签字批准。

“但在1998年，经济仍低迷不振。因此，银行要我们把收益率定得很高。以房地产来说，这意味着我们必须进一步降低已经受到金融危机影响的价值。我认为这在商业上是不合理的。因此，推出‘合成房地产投资信托’的尝试因定价问题而搁浅。”<sup>43</sup>

然而，百腾置地团队没有放弃，一直尝试说服监管机构和其他潜在利益相关方，同时静待时机再次出击。终于，监管部门在1999年做出调整，支持业界推出适当的房地产投资信托。2000年，百腾置地和发展置地合并，成立一家规模更大的上市公司——嘉德置地(现称凯德集团)。

嘉德置地的资产杠杆率偏高，因此开发了一种商业模式，这也确定了嘉德置地日后的发展模式，即利用基金和房地产投资信托的网络资源，避免公司运用自有资金来持有资产，促进更加快速增长，收取费用以提高回报。

在新成立的嘉德置地担任首席财务长的邱运康说：“对于这家新上市公司的管理层而言，当务之急是到国际市场向投资者解释合并的原因。因此，我们介绍了新的商业模式，轻资产、专注于资本管理和费用收入。首批重点计划包括再次推出房地产投资信托。”

嘉德置地首选购物商场为推出房地产投资信托的资产，因为大众对这类资产不会感到陌生。散户投资者只要到购物商场逛逛，就能观察到客流量、看人们有没有提着购物袋离开等，判断购物商场的发展潜力。此外，购物商场租金高、现金流顺畅，有利于支付股息。

何晶说：“嘉德置地团队既有创意又有毅力。这不仅是一项商业提案，也蕴含更远大的目标，即让散户投资者能够投资购物商场等房地产资产中。”

只有表现卓越的购物商场才会被纳入称为“新茂商产信托”的房地产投资信托中。上榜的购物商场有三个——福南资讯科技广场、碧山第八站和淡滨尼广场。

2001年11月12日，新茂商产信托推出后不久就紧急刹车。廖文良记得他以沉重的心情，在莱佛士酒店的东印度厅主持新闻发布会。

“我告诉律师和银行，我不想看到任何一方相互指责，因此新闻发布会由我来主持。我打开麦克风，为我们无法按计划推出房地产投资信托而道歉。然后，我说了一句‘市场发声了’，而这句话最终成为了标志性的声明。”

在这次失败的尝试后，团队从头开始。当天的首要任务就是找出问题所在。为什么投资者的反应如此冷淡？

邱运康说：“分析新茂商产信托时，我们发现了一些问题。其收益率不够高，而且之前的定位既是债券又是股票，造成了困惑。此外，我们对投资的房地产价值，包括上涨空间和价值增长的情况，没有表达清楚。”

他接棒后，决定把房地产投资信托定义为股票，而不是债券。他说：“毕竟股票是会支付股息，股息会逐渐增加，提供的总回报更高。”

团队也为碧山第八站增值，让它成为一项更好的投资，同时增设空间来惠及广泛社群。

他说：“碧山第八站的零售业务表现非常好，但其办公楼并不赚钱。因此，该建筑楼面面积<sup>44</sup>没有得到充分利用。为了让它以零售业务为主，我们决定把办公楼部分从楼面面积中扣除出来，并以免租的方式让慈善团体和非营利组织使用。”

维护房地产的价值很重要。廖文良说：“我们认为，这些是我们最好的购物商场，它们成为房地产投资信托后，我们继续持有，并获得股息收入。其余80%将用作兴建更多购物商场或进行提升和翻新工程的资金。我们也从管理房地产投资信托中收取费用。”<sup>45</sup>

他还谈到：“推出房地产投资信托并不是为了要兑现资金。我们把它看作第二收入来源、另一个钱包，而不像一些业主把它视为脱售资产的机会。”<sup>46</sup>

何晶说：“其他商业房产业主感到疑惑。他们认为，脱售业绩好的购物商场是愚蠢的做法。他们把房地产投资信托视为在其他市场脱售表现欠佳的资产的机会。”

“但嘉德置地把房地产投资信托看作与现有和潜在投资者的长期互动，即分享优质资产的增值潜力可建立良好声誉，吸引稳定的长期投资者，同时让散户投资者能第一时间降低进场风险。”

新的房地产投资信托更名为嘉茂商产信托，由发展银行独家管理和承销。发展银行前资本市场部主管郭雪梅说：“第二次，我们加大力度进行投资者宣导，与那些不太传统的股票投资者交流。这包括举行多场路演，向本地和全球投资者介绍产品的优势。当这些大型机构投资者了解房地产投资信托提供了两全其美的选择后，都很乐意投资。”<sup>47</sup>

2002年，何晶在嘉茂商产信托上市交易时说，这是嘉德置地集团的重要里程碑，标志着房地产投资信托作为新的投资产品在新加坡成功推出。

她说：“廖文良担当了第一次新茂商产信托失败的责任，不断道歉。但在我看来，他不需要再道歉了，因为今天的上市交易证明了他和团队认真而专业，有能力从错误中学习，重新启程。”

“早期的失败能带来很大的益处。他和团队有很多值得骄傲的地方，我肯定为他们感到骄傲。他们钻研并改进复杂的产品，提出管理零售商场的新构思，以提高收益和开拓增长潜力。这不仅是金融工程，更是价值创造和真正的增值。在这个过程中，他们还找到支持公益事业的新颖方式。”<sup>48</sup>

她说：“嘉茂商产信托是淡马锡及其投资组合公司追求卓越、践行使命、造福世代的典范。” ■

何晶在2005年丰树物流信托上市仪式致辞时说：“在未来10至20年内，新加坡能否成为另外30至50个最优质亚洲房地产投资信托的枢纽，是一项有意思的挑战。”<sup>49</sup>

截至2019年5月底，新加坡拥有44个房地产投资信托和商产信托，总市值超过1,000亿新元，平均股息收益率为6.5%，是本区域数一数二的房地产投资信托市场。<sup>50</sup>作为新加坡房地产投资信托的先锋，淡马锡投资组合公司促进新资产类别的兴起，帮助提升了新加坡资本市场的深度和广度。

到2022年，新加坡房地产投资信托的市值过去10年的复合年增长率为13%，而43个新加坡房地产投资信托和商产信托中，有80%以上持有海外资产。<sup>51</sup>

## 持续脱售

除了进行董事会改组、加大投资力度和推出创新的金融产品，淡马锡也继续脱售资产，其中最为复杂的是发电公司。

潘秀兴是淡马锡前高级执行总经理，现任淡马锡子公司星伟诺控股(Seviora Holdings)首席执行官。他密切参与了历时14年的漫长过程。当时淡马锡又一次探索全新领域，应对不可预见的法务问题和影响。

更复杂的是，淡马锡必须从两方面着手：首先是要了解这些公司的情况，其次是要了解这些公司所在的发电行业。

# 1995年至2008年

## 发电公司：创造和优化价值

1995年，电力业务从公用事业局分拆出来，纳入淡马锡旗下的新公司——新加坡能源。

郭保发说：“政府希望开放能源市场，因为当时政府认为，调降能源价格只是时间问题，而实现这个方法之一，就是通过竞争。”<sup>52</sup>

2001年，新加坡能源市场管理局规定发电公司和电力输配机构之间不应有交叉所有权，并受行业监管。

因此，淡马锡必须脱售旗下的三家发电公司——大士能源(Tuas Power)、圣诺哥能源(Senoko Power)和西拉雅能源(PowerSeraya)，每家发电公司都有各自的董事会和管理层。

他补充道：“新加坡能源成为纯粹的电力输配运营商。我称它为卡车司机。我们则是运输者，只负责运送。人们投放货物，我们把它们从发电厂运送给消费者。我们不能拥有任何发电公司，因此不会给予任何特别待遇，就不会有‘我为你送货，而不给他送货’之类的事。只要你和买家签署合同，我们就为你送货，是很中立的。”

然而，这种新运营模式的监管框架仍未到位。潘秀兴说：“买家询问相关规则和条例，以及未来会否出现重大变化。因为购买这类业务时，着眼的是长期的20年至30年。监管框架必须全面一致，才能把风险降低到最小。”

“因此，我们从美国引进第三方顾问进行彻底审核评估，费用由淡马锡和贸工部共同分担。我们通过与政府合作，实施必要改革，为电力市场带来稳定。”<sup>53</sup>

2007年6月，随着新监管框架和修订后的担保条件准备就绪，淡马锡宣布已做好准备，开始脱售旗下的发电公司，并计划到2009年中完成脱售。淡马锡通过招标直接出售发电公司，一次出售一家，而且对

外资拥有权没有设限。这样一来，淡马锡就不必持有发电公司的剩余股权，因为如果选择挂牌上市，未必能完全脱售。

三家发电公司中规模最小但效率最高的大士能源，吸引了一些潜在买家向淡马锡提出意向性方案。候选竞标者在路演活动及参访大士能源(包括查阅公司账目)后，提出了最终报价。2008年3月中旬，中国华能集团(Huaneng Group)以42.4亿新元收购大士能源。<sup>54</sup>

同年9月5日，淡马锡按照同样的程序，宣布出售第二家发电公司——圣诺哥能源。这家新加坡最大的电站最终出售给狮子能源(Lion Power)财团。该财团由法国电力与水务巨头苏伊士环能集团(GDF Suez)和丸红株式会社(Marubeni Corp)领头的四家日本公司组成。<sup>55</sup>

过了一个周末，雷曼兄弟(Lehman Brothers)倒闭引发全球金融危机。淡马锡本来计划在10月宣布对第三家、也是旗下最后一家发电公司西拉雅能源进行招标，这下泡汤了。11月25日，淡马锡以市场环境不佳为由取消出售计划，但强调脱售所有发电公司的承诺不变，会以可接受的价格脱售西拉雅能源。

一个星期后，马来西亚的杨忠礼电力国际公司(YTL Power International)以38亿新元购得西拉雅能源。淡马锡透露，该公司“主动提出一个符合我们要求的方案”。<sup>56</sup>尽管环境艰苦，淡马锡仍按计划在2009年中之前脱售了旗下最后一家发电公司。

这三家发电公司的账面价值为30亿新元，而淡马锡以约120亿新元的价值进行了脱售，为电力行业树立了新标杆。■



## 关爱员工

虽然发电公司的脱售行动具有商业意义，但许多工人对新雇主领导下的未来感到担忧。淡马锡希望确保他们得到妥善照顾。

黄锦贤<sup>57</sup>是淡马锡负责脱售发电公司的团队一员，他回忆道：“在2003年至2004年间，数百人遭解雇，因此工会介入进行了许多重组。”<sup>58</sup>淡马锡和电力与煤气业雇员联合会领袖尼迪雅(Nithiah Nandan s/o Arumugam)紧密合作。在公用事业局的电力与煤气部门在新加坡能源旗下进行公司化之后，尼迪雅在1996年创立了电力与煤气业雇员联合会。

他是一名满怀热忱的工会领袖。当公用事业局实行企业化管理时，工人期望公司能像其他企业化的法定机构一样挂牌上市，让他们获得股份。然而，新加坡能源上市充满不确定性，工人们有诸多不满。尼迪雅和时任副总理李显龙<sup>59</sup>会面协商，为受影响的工人争取到额外补偿。<sup>60</sup>

2005年，尼迪雅罹患肾细胞癌，但他的工作还未结束。淡马锡决定把发电公司出售给私人竞标者，尼迪雅对新管理层接手后工人的权益感到担忧。

2015年，时任总理李显龙在电力与煤气业雇员联合会20周年晚宴上致辞时提到尼迪雅。他说：“他去世前几天，他还确保那些即将被出售的发电公司完成和签署了集体协议。他确保发电公司的工友得到妥善照顾。他应该是与当时在淡马锡任职的黄锦贤商议并达成解决方案。在那之后，他说‘好了，我可以安心地走了。’”<sup>61</sup>

黄锦贤曾与2004年出任淡马锡首席执行官的何晶一起去探望尼迪雅。他回忆道：“尼迪雅向我伸出手说‘锦贤，你可以答应我，会签署集体协议吗？’我握着他的手回应道‘尼迪雅，我不能向你保证，但我一定会尽力而为。’我们与尼迪雅和他的团队合作，跟发电公司的首席执行官和董事会洽谈。发电公司的高级管理团队去他家探望。他实现了这个成果，各方都发挥了作用。”<sup>62</sup>

尼迪雅在2007年6月21日去世。6月12日，他在实龙岗北的住家，和新加坡能源的人力资源与行政主管Lynn Loh-Gan仔细阅读了新



**身为电力与煤气业雇员联合会执行秘书、全国职工总会副会长和官委委员，  
尼迪雅一生致力于为工人谋求福利。**

(图片来源：《海峡时报》©新报业媒体有限公司，未经许可不得转载。)

加坡能源集体协议的内容，签署了协议。6月14日，他和圣诺哥能源签署谅解备忘录，把即将到期的集体协议延长三年。<sup>63</sup>

除了发电公司的例子，淡马锡还有其他关爱和体恤员工之举。例如2000年代初，淡马锡更新内部流程，引进现代化技术，包括为所有员工设置电邮。

何晶说：“我们当时还有员工推着手推车递送文件，最终我们发现不再需要这么做了。但我们意识到这些员工是处于弱势的一群。因此，我们给他们一年时间报读他们想要的课程。一年后，他

们可自由选择去留。如果接受培训成为一名电脑操作员，那可以留在公司。如果选择烹饪课程，那可以创办自己的烹饪学校或做其他想做的事。”<sup>64</sup>

当时负责公司架构调整的蒋福娟<sup>65</sup>回忆道：“我们会看他们能做什么，然后探讨其他潜在的工作机会，再替他们报读课程。在某些情况下，我们协助他们找工作。”

“当企业必须裁员时，很多时候考虑的是成本和赔偿金额。但何晶坚决认为，我们有必要协助员工再培训，让他们具备从事其他工作的技能。”<sup>66</sup>

淡马锡旗下新加坡港务集团裁员时所做的安排，是另一个体恤员工的例子。2003年，面对新竞争对手丹絨柏乐巴斯港口，新加坡港务集团为保持竞争力，做出艰难抉择，裁退了800名员工。<sup>67</sup>何晶说：“后来集团业绩好的时候，派发了花红。我们向集团的人员说，这些花红不应该只是派发给新加坡港务集团现在的员工，也应该发给那些离开公司的人。虽然这笔钱不多，约1,000新元，但你必须永远记住那些让你成功的人。”

对何晶来说，淡马锡只有在员工过得好的时候才能成功，这就是为什么关爱员工至关重要。她说：“我们虽不完美，但我们尽力尊重每个员工，帮助每个人成长，而不是说雇你做这份工，从你身上榨取所需要的一切后，把你扔到街上。我们不是这种机构。”<sup>68</sup>





### 第三章

# 扬帆起航

到2000年代初，丹那巴南认为淡马锡已做好准备迎接下一个阶段的扩展，从传统的管护职责迈向更高峰，尽管这意味着承担的风险更大。他充分理解投资的风险，因此想要招募有足够胆识和信心、能担当风险的人才。

正如丹那巴南所说：“投资需要强调的一点是，风险始终存在。如果一家投资公司在投资了五年之后，从未在任何投资中亏钱，那并不表示它是好的投资者，而是它没有真正承担应有的风险。”

“当你承担风险时，你不可能百分之百正确，总会面临一些损失。如果太过保守和谨慎，就会错失回报，不会发掘到具吸引力的投资机会。”<sup>1</sup>

他补充道：“你无法在投资活动中一直保持成功。不可能十全十美的。十个决定中，难免会有一两个出错。”

他还解释说：“如果你做了十个决定，而全部都是正确的，那你只是做出非常安全的决定，并没有承担风险。因此，这并不是平衡回报和风险的正确方式。你可以在没有风险的情况下获得低回报，也可以在承担一定风险的情况下实现较高的回报。问题就在于如何找到平衡点。”

一个体现这种大胆作风的例子，是新加坡电信公司在2000年竞购英国大东电报局(Cable & Wireless)持有的香港电讯公司(HKT)54%的股权；中国政府持有它另外10%股权。淡马锡时任执行副总裁王文辉<sup>2</sup>说：“这是一笔350亿美元的投资，也许是当时亚洲除日本以外最大的跨境并购交易。”<sup>3</sup>

随着电信市场新技术的出现，新加坡电信采取了进军海外的战略，而香港作为通往中国大陆的门户极具吸引力。大东电报局打算出售股权，而当时持有新加坡电信约75%股权的淡马锡则准备在这项交易中稀释股权。于是新加坡电信决定对上市公司香港电讯提出收购要约。

这项竞标在香港及其他地区引起轰动，最终由香港大亨李嘉诚的儿子李泽楷领导的香港互联网公司电讯盈科(PCCW)以380亿美元胜出。<sup>4</sup>参与交易的王文辉说：“电信交易通常比较敏感，因此可以预料到市场总会有声音问‘为什么一家新加坡公司要收购一家香港公司？’”

“虽然我们失败了，但这次竞标让新加坡企业界大为惊叹，因为新加坡敢于尝试如此大规模的收购。这也让一些政联企业认为它们应该‘放胆’考虑类似做法，拓展在全球的足迹。”

丹那巴南对这类有胆识的人才的欣赏，让他在1990年代末看中了何晶作为淡马锡首席执行官的人选。

她当时领导属于新加坡科技控股<sup>5</sup>的新加坡科技集团。1985年，她与时任新加坡贸工部兼国防部政务部长李显龙结婚，让她受到公众关注。<sup>6</sup>

丹那巴南欣赏她的商业敏锐度，留意到她一直专注于新加坡科技集团的机构建设，确保流程和体系到位，塑造蓬勃发展的企业。他意识到这也是淡马锡所需要的。

何晶引起他注意的另一个原因，是新加坡科技集团的投资活动广泛，几乎可以说是“集团中的集团”。他觉得这不大合理，心想：“这个集团或多或在复制淡马锡已经做了的事和正在做的事。”



# 1990年

## 新加坡科技集团：打破常规

新加坡科技集团的历史可追溯到新加坡建国初期。当时，财政部拥有一批与国防相关的公司，其中一些是从英军基地改造为商业用途的资产。新加坡电子工程有限公司(SEEL)就是一个例子，由英国军舰造船厂的电子电气厂房组建而成。

1960年代末，新加坡武装部队在独立后成立，一些其他公司则随之开始运营。这包括新加坡特许工业公司，为刚起步的新加坡武装部队生产小型武器和弹药；新加坡食品工业，这是在发生数起私人供应商贪污欺诈案后成立的，向新加坡武装部队军营供应军粮；以及为士兵提供物资的实惠企业。



胜利控股花车参与1980年国庆游行。

(图片来源：新闻及艺术部收藏，新加坡国家档案馆提供)

国防部把它们设立为公司，按市场原则高效运营，与其他业者竞标国防部的项目，建设自身的能力，扩大规模，取得盈利并实现增长。<sup>7</sup>

1974年1月，胜利控股私人有限公司成立，对这些国防工业公司加以整合精简，监督其盈利能力和提供管理服务，尤其是对盈余资金的投资。

1990年胜利控股更名为新加坡科技集团，当时的年营业额已超过10亿新元，有10,000名员工<sup>8</sup>，并计划进军新加坡内外的非军工行业。1979年至1992年，担任新加坡特许工业公司主席的杨烈国带头推动业务的多元发展，在非军事领域开拓新商机。新加坡科技集团也借助新加坡及其他地区的资本市场扩展业务。到1995年，国防相关业务仅占新加坡科技集团营业额的27%。<sup>9</sup>

和淡马锡一样，新加坡科技集团在1991年成为第五附表机构<sup>10</sup>，储备金受到新加坡宪法保护。1994年，政府进一步精简业务，把新加坡科技集团纳入淡马锡控股，国防公司不再需要承担保护储备金的责任。<sup>11</sup>

2004年，新加坡科技集团进行资产重组，把旗下包括嘉德置地、特许半导体制造公司和新科工程等约40家公司转让给母公司淡马锡，减少了债务和员工成本，每年为淡马锡省下3,000万新元。<sup>12</sup>■

新加坡科技集团旗下未上市的百腾置地收购了星展银行的上市公司发展置地,收购的方式令丹那巴南感到担忧。新的上市实体嘉德置地随后归属新加坡科技集团,而不是淡马锡。

淡马锡对新加坡科技集团旗下的各个公司几乎没有直接管控权,只通过新加坡科技控股管理。丹那巴南很快便决定,这些公司的许多运营机构应该直接归属淡马锡。

他说:“在决定怎么做的过程中,我和新加坡科技集团总裁兼首席执行官何晶保持密切交流。我认为,她的愿景清晰明确,对当前形势分析精辟透彻,能带领淡马锡迈向不同方向的未来。”<sup>13</sup>

何晶拥有斯坦福大学电气工程硕士学位,令人钦佩,具有电气工程师资格。她的职业生涯始于国防部,大家都知道她能成事。

逻辑上,如果她加入淡马锡,她领导的新加坡科技集团就会附属于淡马锡,大大提高公司的规模。

但可想而知,丹那巴南很难说服她的丈夫李显龙接受这个决定。“当时我们即将举行大选,这可能会成为政治问题。因此,我暂且作罢。”然而,李显龙在2001年出任财政部长(即淡马锡的股东),2004年就任总理,这让问题越来越复杂了。何晶的家翁、时任内阁资政李光耀,不仅是新加坡建国总理,也是新加坡政府投资公司主席。

不过,丹那巴南知道自己要的是,在2001年大选后再次提出何晶是否适合担任淡马锡首席执行官的课题。他提出可以让何晶避免直接与财政部打交道,他愿意承担比原先更多的与财政部沟通交流的职责。

他说:“经过一番游说,他们同意了。”于是,何晶2002年1月加入淡马锡担任董事,同年5月被任命为执行董事。

# 2000年

## 嘉德置地：打造东南亚最大的房地产公司

嘉德置地是亚洲最大的房地产公司之一，也是淡马锡投资组合中一家耀眼的公司，但其起源显然单调乏味。

1989年，市区重建局成立百腾置地，负责拥有和管理市区重建局的迁徙安置项目，业内人士半开玩笑地称之为“一流地段的三流产业”。<sup>14</sup>

1992年，计划未来在新加坡和海外市场进行房地产开发业务的百腾置地成为了淡马锡旗下的公司。为配合国有企业私有化的大方向，当时有一些初期计划让百腾置地上市，但要从私营企业聘请首席执行官存在一定困难，因此不得不搁置计划。1996年，淡马锡把百腾置地转让给新加坡科技集团，为后来的首次公开售股做好准备。

百腾置地试图寻求与远东机构(Far East Organization)和城市发展(City Developments Limited)等大公司竞争的方式，却受限于流动性低和不可转让的固定资产。起源于公共部门的百腾置地难以摆脱根深蒂固的DNA，创业和投资时就像在使用公共资金一样小心谨慎。要实现增长，它需要更稳健和强势的战略。

2000年初，机会出现了。春节前四天，百腾置地总裁廖文良接到消息说，新加坡科技集团可能收购发展置地(发展银行的房地产业务)的控股股份。

这是因为新加坡金融管理局6月计划宣布银行在三年内脱售非银行业务，包括发展银行在内的一些新加坡银行开始出售非核心资产，希望在6月前进行。

发展置地当时的规模比百腾置地大得多。与百腾置地不同的是，发展置地是上市公司，要合并会很棘手，但一旦成功，国有的百腾置地就能“借壳上市”，成为一家专业运营的房地产公司，展翅飞翔。

2002年7月，何晶在嘉茂商产信托挂牌仪式讲话时回忆说，百腾置地的战略是“推出新的增值服务和产品，探索扩大规模和进军

国际市场的潜能。这是它建立独特优势、在竞争对手中脱颖而出的一种方式”。<sup>15</sup>

廖文良说：“我们可以依靠自身努力实现增长，但这成本更高、更耗时。另一种方法是与发展置地合并，立即把规模扩大一倍。发展置地是一家著名的成功企业，拥有成熟完善的商业模式，有形资产遍布新加坡和海外，员工专业且经验丰富。企业合并将能塑造更强大、市值更高的集团，更有能力在国际上发展壮大。”<sup>16</sup>

在大年初一和初二，百腾置地团队不得不回公司上班。2000年2月9日，廖文良和首席财务长邱运康，以及时任新加坡科技集团首席执行官何晶，在莱佛士酒店的帝国咖啡馆，与发展银行首席财务长戴国良会面。他们经过五轮出价和还价，最终以每股2.98新元的价格成交。发展银行当时在发展置地持有3.24亿股。

戴国良只有一个条件：他需要48小时去回应另外两名洽谈中的潜在买家。最终，百腾置地胜出。<sup>17</sup>

廖文良和他的团队自然而然地以为他们会负责监管新合并企业。但他们发现，他们必须与发展置地一较高低，看看哪支团队最适合领导新公司。百腾置地和发展置地各派三名董事组成董事委员会，并根据廖文良和发展置地总裁韩祯丰提交的计划做出抉择。提供最佳建议的人将获选为新公司的掌舵人。

最终，百腾置地团队胜出。他们建议撤出非核心业务、建立收费业务作为第二个增长引擎，同时严选主要门户城市，进军海外市场。他们也建议把集团分成不同的特定业务单位，每个单位都有各自的管理和问责制度。

然而，在2000年10月18日举行的特别股东大会上，股东们对百腾置地团队缺乏商业经验表示担忧。发展置地主席欧阳堦说：“大家似乎以为大恶狼百腾置地在吞噬无辜的小红帽发展置地，但事实并非如此。”<sup>18</sup>

最终，87%的选票支持合并，远高于所需的75%。2000年11月21日，新公司嘉德置地在新加坡股票交易所开始交易。

廖文良回忆道：“发展置地的一些要员曾是我们的竞争对手。当我们合并时，他们和我们的意见并不一致，因此我们不得不让他们离

开。他们不想和我们共事。当时的情况相当紧张。”<sup>19</sup>

主要成员就位后，整合两家公司职能的工作便开始进行。公司安排了管理层的团建活动，让两个团队的人员共用酒店客房促进互动。公司也成立资讯科技特别小组，整合两家公司的系统，建立共同的电邮平台，促进内部沟通。

新公司名称也有待解决。公司聘请了外部顾问提出建议，但也鼓励员工参与命名。最后，管理层决定采用新任主席杨烈国建议的“CapitaLand(嘉德置地)”，这是根据员工最初建议的“Capital Land”修改而成。

这个名称反映了公司的愿景。“Land(土地)”当然是指公司的核心房地产业务，而“Capital(资本)”则是指公司力求实现的财务回报。

“资本”还具有更深层的含义，但这并没有立即体现出来。直到嘉德置地成为房地产金融服务的先锋，通过创新工具进入资本市场，为全球投资者与新加坡和亚洲房地产机遇搭建桥梁时，这个含义才充分表露出来。

这始于2001年亚洲金融危机末期。当时，美国和日本经济开始下滑，新加坡面临最严峻的经济衰退，九一一恐怖袭击事件发生。这家新公司做出了令人惊叹的大胆投资：发行2亿新元的六年期债券，以三个住宅项目抵押担保。这种获得国际评级的资产证券化模式，在新加坡还是第一次。隔年，它发行总值3.8亿新元的可转换债券。

同样在2001年，嘉德置地与德国保险巨头安顾(ERGO)联手推出首个以新元计价的批发办公楼基金。这个价值8.75亿新元的基金将进军全球资本市场，充分借助嘉德置地在新加坡和区域内的知识来进行投资。

但它最引人注目的成就，可以说是推出新加坡首个房地产投资信托。嘉茂商产信托在2002年上市交易，专注于优质创收零售房地产。嘉德置地随后推出首个新加坡商业房地产投资信托——嘉康产业信托(现称凯德商产信托)。数年后，雅诗阁公寓信托<sup>20</sup>和嘉茂中国商用产业信托(现称凯德商用中国信托)<sup>21</sup>相继推出。

尽管嘉德置地脱售了投资组合中具有情感价值的传统投资，包括雅诗阁集团(Ascott Group)的雅诗阁服务公寓和喜阁购物中心，以及莱佛士控股(Raffles Holdings)的伦敦布朗酒店，但随着它走进亚洲的新市场，尤其是中国，发展实力与日俱增。■



在郭保发出任新加坡能源总裁之前，他仍担任淡马锡总裁，与何晶有短暂的交集。何晶在2004年淡马锡成立30周年之际出任首席执行官。到2004年底，新加坡科技集团把全部股权转让给淡马锡。

不出所料，当淡马锡宣布何晶的任命时，员工都充满了期待。曾安素说：“她是公认的高效杰出人才，大家既兴奋又焦虑。我们期待她带领淡马锡开拓创新。”<sup>22</sup>

## 探索与了解

尽管周围的人都很兴奋，何晶却不急于有大动作。她回忆道：“我花了点时间了解这个机构和这里的人员，思考淡马锡的优势，翻阅所有文件和过往的会议记录。这时我开始觉得‘噢，这个机构挺有意思的。’”<sup>23</sup>

她尤其注意到淡马锡角色的演变，从1970年代成立初期“邮政信箱”的角色不断变化。“他们时不时会思考‘淡马锡应该做什么？我们的角色是什么？’从成立第一天起，就是如此。”她后来把这种与时俱进、引领时代的革新精神融入公司的运营中。

她也察觉到公司内弥漫着一股停滞不前和不安的情绪。她说：“有些员工抱怨他们没有机会评估投资项目。每当有大项目时，就会从他们的手拿走，交给新加坡政府投资公司。他们觉得自己就像穷亲戚、可怜的人们。”

她认为，这很大程度上是缺乏信任的问题。她说：“我记得任何超过50万元的投资都得交由董事会全体成员决策。”

2002年7月，她委任几名重要的执行总经理，表明了她认为淡马锡应该在区域和全球重点专注的领域。

蒋福娟是资深高级公务员，在新加坡科技集团担任执行资源与企业人力资源主管时，与何晶共事了七年。她加入淡马锡担任组织发展与企业服务部执行总经理。

王忠文是投资银行家，曾任德意志银行(Deutsche Bank)东南亚企业金融主管，受委为淡马锡战略发展部(全球枢纽)执行总经理，负责开拓国际投资机会。苏庆赞则是会计师兼投资银行家，



曾任发展唯高达(DBS Vickers, 现称星展唯高达)高级总监, 加入淡马锡担任战略发展部执行总经理, 专门负责亚细安(东盟)区域的投资、知识型业务和具有潜能的本地企业。

当时担任淡马锡企业管理部执行总经理的潘秀兴, 也兼任战略发展部执行总经理, 负责银行与金融、电信、医疗、教育和公用事业等区域服务的亚洲区投资。

这四位当中, 有两位仍在淡马锡子公司担任要职。苏庆赞是兰亭投资国际(Pavilion Capital)首席执行官和胜科工业主席, 潘秀兴则是星伟诺控股执行董事兼首席执行官。蒋福娟是淡马锡信托基金会董事, 而王忠文2012年离职, 现任全球投资公司RRJ资本联席董事长兼联席首席执行官。

但重要的是, 何晶明白, 如果淡马锡要做展翅翱翔的投资者, 就必须放宽一些限制。淡马锡的职能、董事会和股东的角色必须有明确界定和受到尊重。淡马锡必须拥有鲜明有力的身份, 能自由开展工作, 而无需为了不必要的审批来回奔波。

2002年, 淡马锡推出淡马锡宪章, 明确定位和目标。这是淡马锡第一份公共传播文件。后来, 随着公司的发展和演变, 淡马锡分别在2009年、2012年和2024年对宪章进行了修改。

何晶说: “推出淡马锡宪章的过程, 一方面促进我们与财政部在工作层面的对话以及与部长的交流, 另一方面也促进董事会与管理层的交流。”<sup>24</sup>

她指出, 淡马锡过去的领导者曾尝试让机构更加专业化。“但我想其中的难处在于淡马锡当时的董事长都是常任秘书出身, 而常任秘书往往会像管理部门一样经营公司。”

“这几乎就像我们早期去中国时, 尝试解释什么是治理一样。他们不理解股东、董事会和管理层的区别。他们通常会把所有事务混为一谈。一些新加坡家族企业也会如此, 没有明确的界限。”

除了确定淡马锡的角色, 淡马锡宪章也向公众传达信息, 确保完全透明。这基本上是淡马锡首次尝试公开阐述公司治理。

# 淡马锡宪章

## 2002年

淡马锡控股持有并管理新加坡政府在企业的投资，致力实现新加坡的长期利益。

淡马锡将通过把投资组合公司塑造为成功且充满活力的国际企业，为拓宽和深化新加坡的经济基础作出贡献。

淡马锡与旗下公司携手合作，致力于：

### 价值观

促进和秉持优秀的诚信、唯才是用、追求卓越和创新的文化；

### 专注

高度专注于培养核心竞争力、价值创造、客户满意度和股东回报；脱售非核心业务，以实现股东长期利益最大化；

### 人力资本

培育具备国际竞争力、强有力的董事会和管理层领导队伍，培养优秀员工，以建立成功的业务；

### 可持续增长

支持并制度化高水平商业领导力、财务纪律、卓越运营和公司治理，从而实现规模化和可持续增长；以及

### 战略发展

推动战略发展，包括开展合适的整合、合并、收购、优化或合作，以打造国际或区域范围内举足轻重的企业。

淡马锡将脱售不再相关或没有国际增长潜力的业务。

淡马锡也会不定期投资于新业务，以培育新加坡的新产业集群。

这种新颖开放的做法，与过去不明确的流程大不相同，也为未来指引方向。淡马锡宪章概述了淡马锡未来的发展方向，尤其是可能带来更深层影响的海外投资。

## 走进亚洲：投资中等收入群体带来的机会

随着新宪章的制定，淡马锡开始在本区域开展业务，投资于中国、印度、印度尼西亚、泰国和越南。

当时，淡马锡认为，随着亚洲中等收入群体不断增长，本区域需要更广泛和完善的金融服务，以满足与日俱增的期许。2006年，淡马锡从已故新加坡大亨邱德拔家族手中收购渣打银行(Standard Chartered Bank)11.5%的股份。<sup>25</sup>淡马锡并不是把渣打银行视为一家英国公司，而是一个在亚洲、中东和非洲等新兴市场拥有资产组合的机构。

2000年初，当淡马锡考虑投资金融机构时，就决定成立具备必要专业知识和技能的金融服务实体。由于投资这类服务具有敏感性，因此设置这个金融服务实体也能与母公司保持一定距离。

于是，亚洲金融控股(AFH)在2002年成立，2007年更名为富登金融控股(FFH)。

亚洲金融控股的首个投资是2003年收购印尼金融银行(Bank Danamon)。亚洲金融危机后，许多倒闭的银行都收归国有和进行重组。经济复苏在望时，印尼政府开始撤出这些银行，邀请海内外投资者竞购。

这是淡马锡在金融服务领域的首个直接投资。潘秀兴说：“我们没有丰富的经验，但我们运用常识，仔细探究这个机会，进行详细的尽职调查，明确关键问题和解决方案。”<sup>26</sup>

印尼金融银行是新兴市场领域新运营模式的第一个有效证明，明确了淡马锡的定位及如何向其他政府卖方与合作伙伴介绍自己的方式。淡马锡从收购印尼金融银行吸取经验，并迅速积累金融服务专业知识，不仅运用于印尼市场，也适用于中国、印度、巴基斯坦、马来西亚、阿拉伯联合酋长国、越南、柬埔寨和缅甸。淡马锡把不同机构的知识技术融汇贯通，成为富登金融控股战略取得进展的要素。

# 2003年

## 印尼金融银行：新商业模式

2003年5月，淡马锡与德意志银行联手斥资3.47亿美元，成功收购印尼金融银行51%的股权。<sup>27</sup>这是淡马锡当时最大的交易之一，意义非凡。印尼金融银行由九家重组后的银行合并而成，在印尼有462间分行，雇有约13,000名员工。<sup>28</sup>

投资于银行无疑是一场对经济形势的杠杆游戏。淡马锡需要对印尼的经济形成观点，这在当时是具有挑战的。印尼经济刚复苏，而且经济数据发布滞后。潘秀兴和他的团队用一些创新而有效的方式来应对这个问题。他们通过观察非正式的经济指标——自雇人士、企业家和小商家，这些群体的经济状况都非常好，这些观察是探知印尼的整体经济情况的晴雨表。

另一个重要线索是2003年初的电单车销售量，超越了1997年亚洲金融危机前的同期销售量。潘秀兴说：“除了官方统计数据，这个线索也让我们对印尼经济稳步复苏更有信心。”<sup>29</sup>

收购完成后，印尼金融银行的新管理团队决定聚焦于“自雇人士大众市场”。2004年，银行设立“金融储蓄与贷款”的小额信贷部门，在大城市设有1,200家分行。银行避开印尼人民银行(Bank Rakyat Indonesia)已提供服务的农村地区，聚焦城市市场。印尼人民银行是该国历史最悠久的银行，在1960年代率先为贫困者提供贷款。<sup>30</sup>

结果证明，印尼金融银行的战略非常成功，到2009年，小额信贷业务占银行盈利的65%。<sup>31</sup>

尽管收购银行股权的过程顺利，但随后的事态发展却相当戏剧性。淡马锡就需要在这些事件中毫不犹豫地展示出作为一家负责任和关爱员工的企业的价值观。

印尼金融银行首任总裁兼首席执行官罗扬思(Francis Rozario)回忆道：“当时我们刚接管印尼金融银行。”他约了一名银行家到雅加达

万豪酒店共进午餐。“我的车开了过去，但司机在转弯时遇到困难，因为有一辆‘丰田鹿’休旅车停在前面。于是，我们下车，穿过酒店大堂，然后乘搭电梯到三楼的日本餐馆。”

他们俩被带到餐桌，还没坐下，就发生了爆炸。他说：“炸弹就放在那辆休旅车内。大楼正面的玻璃窗被震碎了，碎片飞到接待处。所幸餐馆有屏风挡住，保护了我们，不过假天花板掉了下来。”<sup>32</sup>

“我们疾步从紧急楼梯走到网球场，再走回办公室。在同个时候，巨响已传到距离万豪酒店只有两三百米的办公室。”

罗扬思的秘书急忙派公司保安寻找他的下落。罗扬思说：“我的司机告诉我，炸弹爆炸后，他感觉空气中有一股冲力，因为他距离事发地点不到100米。他在电话中告诉我的秘书‘我走了’，但他们不明白‘我走了’是什么意思。”

“当我镇定地走回办公室时，他们正惊慌失措地准备冲到酒店。我们没有停下来看四周有多么混乱。我担心可能还有另一枚炸弹。”

据媒体报道，万豪酒店爆炸事件造成多达14人死亡和150人受伤。<sup>33</sup>这次事件促使银行管理层决定将关爱员工作为其核心价值观的一部分。

这个价值观体现在第二次炸弹爆炸事件中。这次发生在2004年，地点是澳大利亚大使馆外面。

炸弹引爆时，银行中层人员穆佐诺(Muljono)正好开车经过。他的下巴被炸掉。银行立即安排紧急航班，把他送到新加坡，之后几个月他接受了一系列整形手术。罗扬思告诉他的职员“做任何你们需要做的事”，确保穆佐诺得到无微不至的照料。银行不仅承担他的医疗费用，也继续向他的妻儿支付他的工资。后来，他需要做进一步手术，澳大利亚大使馆把他送到澳大利亚，并接手承担他的医疗费用。

罗扬思说：“我们确保他得到妥善照顾。这是印尼金融银行，但我们认为这是富登和淡马锡的企业社会责任，也是我们为投资带来的价值体系。在我们接管银行之前，银行并没有这种做法，这是新管理层秉承的资产所有者精神。”

印尼金融银行的关怀在其他事件也有体现，例如2004年节礼日海啸来袭，严重摧毁了印尼的亚齐省。银行在亚齐省有三间分行，罗





市集商贩可通过金融储蓄与贷款获得小额贷款。

(图片来源：印尼金融银行)

扬思立即飞往当地。银行没有大张旗鼓，而是悄悄地为受灾员工重建家园。罗扬思说：“我们买了一块地，安顿至少20户家庭。我们只是尽力安顿员工，让他们恢复正常的生活。”<sup>34</sup>

另一次事件则应验了善有善报。印尼金融银行有一家分行所在的城镇市集发生火患，烧毁了许多商店。银行员工迅速赶到现场，看到整个市集烧得面目全非，许多店家万念俱灰。他们一无所有，当然也没有抵押品，但银行管理层还是决定为他们提供所需的资金。

罗扬思说：“这个决定带来了意想不到的结果。每个店家都把钱还清了。这成了市集的佳话，他们确保所有人都知道我们所做的善事。”<sup>35</sup>店家以银行名称重新命名了市集，而银行在该地区得到了50%的市场份额。

2005年，印尼金融银行聘雇4,500多名新员工。<sup>36</sup>到2013年底，银行有约68,000名员工。<sup>37</sup>2019年，淡马锡把所有银行股权转让给三菱日联金融集团(MUFG)。<sup>38</sup>■

## 货币市场

随着亚洲中等收入群体不断增长，淡马锡在新加坡设立投资机构，包括由淡马锡资金部门创建的富敦资金管理公司。

到1999年，资金部已逐渐扩大，由之前在德意志资产管理公司(Deutsche Asset Management)任职的李浩进领导。但这个部门相对来说还是比较小，只有19名员工。李浩进发现，公司缺乏战略资产分配的系统做法。“没有人问我们应该投资股票、大宗商品、对冲基金还是不良资产？我们应该为各资产类别分配多少资金？”<sup>39</sup>

2003年2月，资金部开始投资对冲基金，这后来成为其核心业务之一。李浩进说：“投资对冲基金有两种方式：一是把自己视为对冲基金一样来管理，二是把表现好的对冲基金组成投资组合。我们选择了后者，因为这不需要那么多人力，让我们可运用不同的策略。我们采取务实的方法，设立一个由对冲基金组成的基金。”<sup>40</sup>

随着资金部的功能趋向典型的基金管理运营，李浩进建议更名为资金管理部。他打趣说：“资金管理部的英文名称‘Fund Management Department (FMD)’是个好名称，直到‘Foot and Mouth Disease (手足口症)’出现。”

2003年12月，淡马锡把该部门分拆出来，成立一家子公司，并更名为富敦资金管理公司，由李浩进担任首席执行官。新公司采取额外措施，从淡马锡中分拆出来。

与其他客户一样，富敦资金管理公司的业绩表现受到淡马锡的审查评估。最初的两年，淡马锡主要关注其系统和流程。李浩进回忆道：“他们尤其关注我们的中端和后端职能团队是否到位。当时，他们不太担心回报率，而是更关心我们的名誉风险。”

富敦资金管理公司也没有得到任何特别待遇。新加坡金融管理局花了九个月的时间审核，才颁发资金管理运营执照给它；金管局必须确保该公司具备所需的专业知识、系统、公司治理和财务资金。



富敦资金管理公司运营稳健后，回报率就成了淡马锡重点关注的议题了。李浩进说：“我们向淡马锡汇报业绩。我们与淡马锡的关系，和我们跟其他客户没有两样。”<sup>41</sup>他2010年离开公司，成为了另一家资产管理公司的首席执行官。

富敦资金管理公司和淡马锡的界限清晰。李浩进说：“我不能自行出入淡马锡的办公室。我的通行磁卡只能在五楼使用，不能进出淡马锡所在的六楼。我觉得茶水间的勤务员可能比我更容易进出淡马锡的办公室。”

2004年，富敦资金管理公司开始向外部客户提供资金管理服务。它以批发客户为对象，而不是零售客户，主要是那些无法自行管理投资产品、可联合创建品牌的银行或证券公司。然而，它必须从零开始，与当时众多的国际蓝筹公司、小型机构和当地银行等资产管理公司竞争。

李浩进和团队经过深思熟虑，决定把富敦资金管理公司定位为亚洲市场专业公司，提供聚焦亚洲的基金。他解释说：“如果我们把自己定位为国际投资者，我们就会成为成千上万的投资公司之一。”定位为亚洲市场专业公司，可把竞争对手减少至数百个。“此外，我们拥有可靠的股东，而且是在区域内成长起来的。”<sup>42</sup>

在亚洲，只有日本的资金管理公司有能力在泛亚洲的基础上管理资产。“泰国、马来西亚、台湾和韩国等地的资金管理公司已成立10至15年，但只专注于当地市场。另一方面，新加坡自独立以来已有在国际市场管理资金的经验。”然而，这并不是能持久的优势，因为其他亚洲公司最终会迎头赶上。他说：“我估计我们有三至五年的时间。”

富敦资金管理公司也通过合资在亚洲探寻其他机遇。2006年，它与印度私募股权公司萨伯瑞投资基金(Sabre Capital Worldwide Group)联合成立莲花印度资产管理公司(Lotus India Asset Management)，并推出一系列投资产品。莲花印度在2008年11月出售给印度金融服务公司Religare Enterprises。2008年9月，富敦资金管理公司也与中国博时基金管理(Bosera)签署合资谅解备忘录。<sup>43</sup>

## 创新投资

淡马锡在这个阶段也着眼于传统投资以外的领域，探寻创新机遇和商业上可行并有望实现的构思。

其实，早在1988年，新加坡科技集团就已成立旗下祥峰投资控股(Vertex Venture Holdings)，投资于泛亚洲和美国的新兴企业和领先的创投基金。截至2023年9月，祥峰管理的资产超过60亿美元，有300多家活跃的投资组合公司。<sup>44</sup>

2014年1月，祥峰设立1亿新元基金，帮助本地初创企业，尤其是资讯科技和医疗保健领域的企业。祥峰首席执行官蔡其乐在发布会上说：“我们寻求有颠覆性创新商业模式的初创企业，成为新加坡下一个价值10亿元的企业。”<sup>45</sup>

同年4月，祥峰宣布带领一群以马来西亚投资者为主的团队，向出租车预订应用程序GrabTaxi注资“八位数的资金”，帮助其把业务扩大到新加坡和马来西亚以外的地区。这笔资金也将用于产品创新和建立更大的应用程序开发与营销团队。<sup>46</sup>

不过，淡马锡最引人注目的创新投资，也许是廉价航空公司虎航(Tiger Airways)。这是淡马锡首批“企业发展”项目之一，在这一项目中发掘了之前没有探索的潜在增长机会，并创建了新业务。

随后几年，淡马锡更着重于探索新领域，创建新平台，为未来开发全新的行业和可行的商业平台。

# 2003年

## 虎航：群策群力

亚洲不断壮大的中等收入群体希望能以实惠的价格经常旅行，淡马锡自然会有兴趣投资廉价航空公司。

成功创立瑞安航空(Ryanair)的瑞安家族正好有意在亚洲成立一家廉航，淡马锡也感兴趣。他们与威廉·弗兰克(William A. Franke)一起与淡马锡接洽；弗兰克是美国一家专注于航空运输的私募股权公司英迪格公司(Indigo Partners)的创始人兼合伙人。他后来在2004年至2009年间担任虎航董事。<sup>47</sup>

但有评论认为，亚洲缺乏靠近大城市和热门景点的廉价二级机场。与美国和欧洲不同的是，本区域各政府严格管制航线。此外，市场上已有许多廉航竞争对手。<sup>48</sup>

新加坡航空公司和旗下胜安航空(SilkAir)的业务，是否受到新廉航虎航<sup>49</sup>的威胁，也引人关注。

新加坡航空公司最终在虎航持有49%的股权，但附带条件是它不会掌管虎航。新加坡航空公司时任首席执行官周俊成在2003年12月虎航成立发布会上说：“我们观察到，全服务航空公司尝试运营全资廉航，几乎都不成功。这是因为低成本模式需要截然不同的方法和程序、营销手段和技能，而且既要提供优质的全方位服务，又要做到精简廉价，并不容易。”<sup>50</sup>

因此，运营工作交由其他股东负责——英迪格公司(24%)<sup>51</sup>、代表瑞安(Tony Ryan)权益的爱尔兰投资公司(Irelandia Investments, 16%)和淡马锡控股(11%)。

这个重任落在淡马锡的曾安素身上，她当时负责相关投资并担任虎航董事。

她说：“我们的预算非常有限。虎航的起步成本很低。它有新加坡航空公司的支持，租赁飞机不成问题。但还有很多事情需要自己



**虎航是淡马锡其中一项创新投资，显示淡马锡勇于在新领域发掘潜在增长机会，创建新业务。**  
(《海峡时报》©新报业媒体有限公司。未经许可不得转载。)

做，包括设计制服。这是在我们的办公室完成的，我们还得自己找布料。”<sup>52</sup>

“距离开业只有四个月。我想用虎纹布料做制服，但这需要一年来设计、印制和交付。于是，我让虎航团队到商店寻找足够制成围巾的虎纹布料。我也决定不要裙子了，因为穿裙就要搭配丝袜，我们没有这样的预算。我说‘就先穿裤子吧！’”<sup>53</sup>

这家新公司还邀请董事会参与飞机标志的决策。曾安素说：“有人画了不同的老虎草图，然后大家就投票决定。”

大家也讨论把老虎图像放在机身的位置。一名董事不同意把图像放在机舱门口的建议，因为这看起来像老虎在吃登机的乘客。她说：“于是，我们把老虎从机舱门口移开一些，再让它闭上嘴巴，这样就不像是扑向乘客攻击他们了。”

虎航一开始有两架飞机和三条航线，四年内就拥有了一支由新型空中客车A320组成的机队，飞往八个亚太国家超过25个目的地。

虎航在2010年上市，淡马锡在2014年退出在虎航的投资<sup>54,55</sup>。■

## 年度“计分表”

2004年，淡马锡在成立30周年之际，首次发布了《淡马锡年度报告》，披露投资组合和集团财务数据，让公司受到更广泛的关注。

作为一家享有豁免权的私人公司，淡马锡无需向公众披露任何财务信息。但何晶意识到，保持神秘感在很大程度上是多余的。

何晶说：“过去没有人知道我们投资组合的实际规模。但我们旗下有很多上市公司，它们必须向公众披露财务信息，而那些非上市公司发行债券，也意味着它们的财务状况是公开的。只要下点工夫，就可以重建我们整个投资组合，也就是说信息已经公开。任何一个精明的投资银行家都能推算出来，然后问我‘你们是这样，对吧？’而他的推算准确度往往达95%。”<sup>56</sup>

2004年发布的《淡马锡年度报告》有72页，把淡马锡描述为一家“亚洲投资公司”。报告披露了大量数据，包括全球投资组合总值为900亿新元，并按地理区域和行业领域划分；截至2004年3月31日的财政年度，净财富增值为216亿新元；以及过去30年的股东总回报率为每年18%。

报告也披露了淡马锡在过去30年里脱售了100多家公司，实现151亿新元的收益，以推动投资计划及为股东财政部长维持稳健的股息。<sup>57</sup>

2009年7月，何晶在政策研究所发表演讲时说：“我们发布《淡马锡年度报告》，也是为了向朋友和潜在合作伙伴、投资组合公司及市场上其他相关方或利益相关群体介绍淡马锡。我们首次发布的《淡马锡年度报告》标志着淡马锡迈入新历程，与更广泛社群互动交流。”<sup>58</sup>

发布《淡马锡年度报告》是她为淡马锡制定的更大计划的一部分。计划还包括确立财务自律原则和公共问责制，以及让淡马锡获得信用评级。

# 2004年

## 信用评级机构：淡马锡信用质量优越

淡马锡在发布《淡马锡年度报告》的同一年，请穆迪(Moody's)和标准普尔(S&P)<sup>59</sup>评估公司的信用质量，并分别获得两家信用评级机构的AAA信用评级。

获得最高的投资评级让淡马锡能开始向广泛投资者发行债券，为财务自律提供另一个“公开衡量指标”。淡马锡将在未来几十年不断发展壮大，这些指标也变得愈加重要。

穆迪2004年的第一份报告对淡马锡的信用质量给予认可，如“财务状况良好”、“投资组合的资产质量非常高”、“流动性佳”和“得到宪法保障”。

标准普尔2004年的报告同样对淡马锡的信用质量给予肯定，称淡马锡“作为一家控股公司，具有很大的灵活性”。它也指出“在控股公司层面，淡马锡保持很保守的资本结构和很强的流动性。”当时，标准普尔只给亚洲两家公司予以最高评级。另一家是全球市值最高的汽车制造商——日本丰田汽车公司(Toyota Motor)。<sup>60</sup>

何晶把信用评级视为有用的界标。她说：“信用评级对我们来说就像是引爆线。如果我们的评级从AAA降至AA，就表示我们靠近边线了。这么做值得吗？该如何取舍？如果从AAA降至AA，我们可以借到更多钱，但价格也会更昂贵。这对我们有意义吗？如果我们真的从AAA降至AA了，那每一步都必须经过深思熟虑，因为它是公开可见的。”<sup>61</sup>

尽管淡马锡在2008年全球金融危机时保持AAA的信用评级，但公司在2015年决定在《淡马锡年度报告》中纳入自己的信贷比率，作为额外评估信用质量的指标。信贷比率反映了淡马锡作为一家投资公司的业绩表现。

过去几年，为把握创新和早期投资机遇以实现更高的回报，淡马锡非上市资产的投资组合不断增长，所以评级也至关重要。

2012年，淡马锡非上市资产的投资组合价值为530亿新元，到2022年增至2,100亿新元，10年内增长了四倍。<sup>62</sup>■





中篇

# 启程远航

2005年至2014年



**“在淡马锡的各阶段，如果回顾早期的历程，就会发现每一代人都会问：‘淡马锡是什么样的公司？我们应该做些什么？’我们都会问这些关乎存在主义的问题。从某种角度而言，提出这些问题是好事，因为它反映出一个事实，即淡马锡只有创造价值才值得存在，否则你我完全是可有可无的，也不需要淡马锡存在了。”<sup>1</sup>**

**何晶**

淡马锡控股执行董事兼首席执行官(2002年至2021年)



淡马锡在这一时期已把基础打好,塑造了机构文化,拥有稳健的财务基础和发展壮大的使命。公司高层开始探寻长期投资机会,因时顺势大胆迈进新的地域和行业。

首先,淡马锡决定把握亚洲新兴经济体的机遇,包括印度和中国。随着中等收入人口不断增长,相应推动基础设施发展需求,许多国家处于大规模扩展的阶段,与新加坡数十年前的情况相似。这为淡马锡带来了新的机会。此外,1997年亚洲金融危机让区域内出现了具吸引力且能承担的机会,在银行和金融行业尤为显著。

在这之前成功收购印尼银行<sup>2</sup>已开创了正面先例,鼓励淡马锡在投资组合中纳入更多外国金融机构。这些金融机构可以被看作是新兴经济体增长的晴雨表。除了印尼,泰国和越南等国家也正进行改革。

2003年,淡马锡的投资步伐放缓,其中是由于非典疫情的缘故。疫情对交通及旅游休闲行业带来巨大冲击,其涟漪效应也波及亚洲经济体的多个行业。因此,淡马锡在2003年至2004年投资额较低,只对35家公司投资了33亿新元。<sup>3</sup>不过,至2005年《淡马锡年度报告》发布时,以亚洲为主的新增投资已升至约130亿新元。<sup>4</sup>

淡马锡借鉴新加坡自身发展的关键经验,制定了一套标准来评估亚洲不断变化的经济形势。

其中一个准则是良好治理,这是新加坡取得成功的一大支柱。何晶说:“我们着眼于中国和印度的宏观前景。这些国家准备好了融入全球经济,蓄势待发,而我们将与其同步而行。”<sup>5</sup>

在金融危机期间,尽管整个区域的货币大幅贬值,中国仍坚持没有让货币贬值,部分原因在于它更注重长期区域稳定,而不是短期竞争效益。当时在朱镕基总理<sup>6</sup>的领导下,中国果敢地决定在2001年加入世界贸易组织并开放经济。

何晶说：“中国当时做好准备为了长期利益而牺牲短期利益，做正确的事，所以我们认为值得投资。”淡马锡的投资驱动力塑造了平衡且多元的投资组合，其中新加坡、亚洲和经合组织(OECD)经济体的投资占比大致相等。<sup>7</sup>

印度经济在政策和理念上也经历了转型。她说：“当印度在1991年至1992年对外开放市场时，印度企业感到担忧。”

但到了1999年，情况就有所转变。“虽然工厂可能看起来不算光鲜，但生产线全面自动化，为世界各地的企业供应产品。我们看到了这一点，所以我们认为这个方向是对的，因为我们并不是着眼于一年，而是十年或十五年。”

随着中等收入人口增长和当地工业领先企业兴起，印度经济将实现长期转型，淡马锡相信并愿意从长远角度看待印度。



## 印度：看好基础设施发展

2003年，何晶到访印度新德里、孟买、海得拉巴和金奈实地考察，对当地市场进行客观、实地的了解。

虽然她之前就已看好印度，不过这趟考察让她更坚定了信心，看到了早于其他投资者进入市场的时机，塑造淡马锡的品牌。2004年，淡马锡选择在孟买设立办事处，与当地企业和政府保持紧密联系。

时任淡马锡国际与印度投资高级执行总经理柯智华(Manish Kejriwal)说：“这时机刚好，印度经济正得益于强劲的宏观经济趋势、长期的增长和公共治理水平的提升。随后几年，印度股市蓬勃发展，我们也发掘了一些私募股权投资机遇。同样重要的是，我们在当地建立了市场最强的本土团队之一，集思广益、探寻交易机会，为投资项目提供更丰富和深入的分析。”<sup>8</sup>



淡马锡印度区总裁拉维·蓝柏(Ravi Lambah, 右)与莫希·班达里(Mohit Bhandari)和尼山·詹德拉(Nishant Chandra)在孟买办事处开会。

淡马锡在印度的投资聚焦于两大方面：一是得益于国内经济增长的行业，比如银行、电信和汽车领域；二是那些借助印度在全球具有竞争力的产品和服务资源基地而取得比较优势的企业，尤其是生物制药与医疗保健、资讯科技、业务流程外包和汽车零件领域。

2005年，随着印度更加欢迎为自雇人士和低薪人群提供服务的外资金融机构，淡马锡旗下专注于新兴市场金融和相关服务的亚洲金融控股<sup>9</sup>决定进一步深耕印度市场。那时，印度是人口超过10亿、具有潜力的市场，大多数人收入相对较低，缺乏获得基本金融服务的机会。根据亚洲开发银行(Asian Development Bank)的报告，在2005年，每10万名印度成人只拥有2.3台自动取款机和九家商业银行分行的服务。<sup>10</sup>

这部分缺口传统上是由收取超额利息的放贷人来填补。随着印度经济加快增长，包括非营利组织在内的千百家小额信贷机构在全国如雨后春笋般涌现出来，其中一些则在乡村运营。受这一业务的增速和低违约率吸引，在印度运营的跨国银行也开始进入小额信贷领域。当时，借贷方式已有所改善，自助团体成为借贷计划的核心。例如，印度国有的国家农业和农村发展银行为500多家银行提供融资。这些银行则在“自助团体与银行合作计划”下为自助团队提供贷款，这一合作计划是全球最大的小额信贷计划。

因此，亚洲金融控股面对激烈的竞争。但它具有新颖的商业模式，聚焦涵盖低收入群体的普惠金融。2005年，亚洲金融控股收购了位于金奈的汽车金融公司和平金融(Dove Finance)，并把公司更名为富登印度信贷公司(FICC)。曾参与成立这家印度企业、后来自己创立咨询公司的詹维光<sup>11</sup>说：“富登印度信贷公司并非一家银行，而是非银行金融公司。它专注于小额信贷服务，开始时提供贷款，之后迅速、积极地增设分行。”<sup>12</sup>

亚洲金融控股通过富登印度信贷公司试行大众市场模式，取得了巨大成功。这个模式适应印度市场的情况，在2006年通过25家分行进行了验证。截至2024年，富登印度信贷公司<sup>13</sup>在600个城

镇、约65,000个乡村设有800多家分行,为超过270万名客户提供金融解决方案。<sup>14</sup>

亚洲金融控股在其印度企业的后端办公系统,建立了合适的系统和流程,包括风险管理系统、合规与内部审计制度。詹维光说:“我们在印度聘请了顶尖人才,花了很多时间设计人力资源系统。”

如今,印度仍是淡马锡投资组合增长的重点市场。截至2024年3月31日,印度在淡马锡整体投资组合的占比为7%。<sup>15</sup>淡马锡印度区总裁兼战略项目总裁拉维·蓝柏说:“尽管我们多年来一直很有选择地进行投资,但在积极的宏观环境下,我们正加快在印度投资的步伐。印度政府积极加大基础设施建设,将为经济带来广泛的利益。印度现在拥有全球第四大的资本市场,不断增长的人均国内生产总值将进一步拉动消费支出。这些因素都让我们有信心加大资金配置,但前提是我们能持续找到合适的机会来实现所需回报。这就是我们目前历程的所在。”<sup>16</sup>

## 中国：开辟新天地

在1994年至2004年间，中国国内生产总值在全球的占比从约5%跃升至近9%<sup>17</sup>，经济规模更是增长了两倍多。<sup>18</sup>2003年，中国成立了国务院国有资产监督管理委员会(简称国资委)，负责监督和管理国有资产。

与许多其他外国投资者一样，淡马锡也在观望并思考如何进军这一具有前景的市场。尽管淡马锡自1990年代以来就已活跃于中国市场，但主要通过淡马锡投资组合公司或香港企业组成财团来进行投资。

2003年成了转折点。当时淡马锡团队了解到中方很希望学习优化资产管理的方法，于是主动提出愿意在中国国务院国资委的会议上分享公司对并购的见解。这让淡马锡有机会与国资委及一些国企高层见面交流，之后数年也受邀在国资委的活动中交流观点。

淡马锡有两个目标：一是希望增加中国中央政府部门对淡马锡的了解；二是希望提高在中国主要城市和地区的知名度，为未来寻求商机做好准备。那段时间里，淡马锡团队逐步前往多地，在重庆、辽宁和杭州进行交流活动。中国那时也开始派代表团前往新加坡到访淡马锡。

不过当时淡马锡尚未在中国设立办事处。

时任组织发展与企业事务部执行总经理的蒋福娟<sup>19</sup>说：“我关注到投资部的同事们经常往返于中国，但我不确定这是不是正确的做法。我一直认为，如果对一个市场持认真的态度，就必须立足于当地，而不是远程管理。”

“于是，我决定组建专注于中国市场的团队。我需要经验丰富的投资专才，花了好几个月与猎头公司合作，面试应征者。但我的同事们当时无暇优先处理这件事。到了2004年初，我感到有些沮丧，决心把这件事办成。”<sup>20</sup>

事实上，蒋福娟的同事们当时正忙于在中国寻找商机和完成交易，以至于没时间兼顾组建本地团队的事。淡马锡计划收购在



郭佳文章(左起)、沈卓筠和康磊是淡马锡在北京办事处的中国员工。

新加坡上市的中远投资(Cosco Corporation)<sup>21</sup> 7%的股权和中国电力国际(China Power International)<sup>22</sup> 3%的股权;中远是中国最大的船舶修造公司,中国电力则是中国第五大发电公司。

既然其他人都无暇兼顾,蒋福娟决定搬到中国。她回忆道:“我当时还没和丈夫商量。”她还得顾及三个孩子,最小的12岁,正要升中学。<sup>23</sup>不过她还是去了中国。

2004年底,她在完全陌生的环境里设立了北京办事处,组建了一个小团队。抵达北京后,她发现之前安排的所有会议突然取消,让她感到沮丧。这似乎由于一个外交事件:新加坡时任副总理李显龙<sup>24</sup>在2004年7月以私人名义访问台湾,而他当时即将接任总理。蒋福娟说:“当时没有人愿意见我。我基本上被‘冷藏’了,只能努力慢慢重新建立联系。”<sup>25</sup>

不过,中国方面因中国航油的原因迫切需要淡马锡帮忙,让局面面向好发展了。



# 2005年

## 中国航油：建立联系

中国航油(CAO)是中国最大航油供应商在新加坡的子公司。2004年11月，公司披露因衍生品交易蒙受5.5亿美元的亏损，震惊了新加坡股市。这很快导致这家曾拥有辉煌股价的公司在新加坡股市停牌，公司申请破产保护。

中航油的母公司中国航油集团(CAOHC)，由中国国务院国资委管理。尽管淡马锡当时仅持有中国航油不到2%的股权，但公司向淡马锡求助，希望淡马锡能进一步投资来帮忙重组营运。

在北京设立了办事处的蒋福娟明白这是对拓展淡马锡在中国的商业关系价值的最好机会。她说：“那真是一个艰难的决定，因为当时没人知道洞有多深，如果我们决定进去了，没有人知道我们是否能够走出来。”<sup>26</sup>

这个提案在淡马锡内部引发了激烈讨论。不过，她得到了时任淡马锡战略发展部执行总经理苏庆赞和陈川垂的支持，最终提案获得通过。在淡马锡的协助下，中国航油集团与包括淡马锡在内的合作伙伴一道制定了纾困方案。中国航油在2006年3月重新上市，并在2007年3月前宣布实现利润增长。

重组中国航油业务的过程历时18个月，需要淡马锡投入很多资源。后来担任新加坡能源集团首席执行官和胜科工业集团总裁兼首席执行官的黄锦贤是当时淡马锡能源业务的成员，负责中国航油相关项目。他说：“很多事情都可能出错。这看似一项小投资，存在很多风险，包括名誉风险。但在项目负责人的卓越带领下，业务重组得以完成。这一路走来，主要利益相关方之间的信任水平大幅提升，推动了淡马锡的战略定位。”<sup>27</sup>

一段新的友谊由此建立。国资委开始派高管来新加坡与淡马锡进行企业领导、治理议题的讨论，中国市场的大门于是也逐渐敞开。■

淡马锡参与中国航油的救助行动,在中国政府体制内受到好评。蒋福娟在北京与高铭胜一起进行外部会面时,她很快就发现大家开始关注淡马锡。高铭胜是新加坡金融管理局前副局长,也曾担任新加坡大华银行(United Overseas Bank)副行长兼执行董事。

当时,他刚离开大华银行并创立八方咨询公司(Octagon Advisors),提供金融咨询服务。他去了趟中国,与银行和监管领域的商业伙伴重建联系。

他同蒋福娟一起拜访了中央汇金投资公司(Central Huijin Investment)一位高管。中央汇金是中国政府新成立的国有独资公司,负责监督和重组四大国有银行。<sup>28</sup>高铭胜与这位高管在其任职于中国人民银行(PBOC)时就认识了。<sup>29</sup>

当时,中国已加入世界贸易组织。<sup>30</sup>中国政府希望通过重组银行持股结构和提升公司治理水平来推进银行业改革,从而让这些银行能够在国际市场商业化地运作。最终目标是找到外国战略投资者投资持股,让银行遵守适当的披露和上市要求,在受国际投资者认可的国际交易所上市。<sup>31</sup>中央汇金当时将重组的第一家银行是中国建设银行(CCB)。

高铭胜说:“中央汇金的这位高管认为我可能认识信誉良好的外国战略投资者,因此找我帮忙寻找。他的团队向我们介绍了他们为清理账目和改善治理所做的努力。他们基本上已经把所有不良贷款转移到一家资产管理公司。”

中央汇金得知蒋福娟是淡马锡的代表,便主动提议把中国建设银行20%的股权脱售给淡马锡,给蒋福娟10天考虑。蒋福娟说:“由于份额很大,我和高铭胜要求与时任中国人民银行行长周小川会面。我们与他见了面,确认中央汇金高管提议是切实的。就这样,我把投资中国建设银行的邀约带回淡马锡。”<sup>32</sup>

高铭胜补充道:“我们当时不仅和中央汇金谈,也与中国政府官员和多个金融机构和部门的联系人聊过。他们都说做这件事其实不是为了获得外资,因为并不是需要钱。政府已经为银行注资了。他们也说四大会计师事务所将对银行进行恰当的审计,新投



资者将获得董事会席位，就公司治理、商业实践和前沿银行技术提出意见，以提升银行表现。”

“我相信中方是认真的，他们的邀约是真诚的。这不只是因为观察到他们为重组所做出的努力，也因为我与中央汇金的高管以及其他中国高级官员多年来建立在信任基础上的伙伴关系。他是以朋友的角度与我交流，在那时还没有合同的约束。”<sup>33</sup>

当然，这项高风险投资还是需要独立评估。罗扬思(Francis Rozario)是淡马锡团队中负责评估这项投资的一员。他说：“当时，有观点认为中资银行有不良贷款问题，因此我们担心这可能是深不见底的黑洞。外资银行都在观望。”<sup>34</sup>淡马锡内部再次引发激烈讨论，最终决定推进这项投资。

罗扬思注重面对面直接交流，他对于和中国建设银行的团队以及审计师的互动感到满意。除了采用清算估值方法评估银行，他更侧重评估银行在有持续关切的情况下是否具备良好前景。

他说：“事实证明，即使在清算的情境下，从中国政府之前清算银行的方式来看，政府已为银行建立起强大的保障。他们当时做得足够了，只是并不明显。中国建设银行显然不同，它正从一家国资牵头的机构演进发展为国有商业银行。”<sup>35</sup>

唐葵曾在2005年至2007年间领导淡马锡中国团队，后来创立了自己的基金。他谈到中资银行时说：“有太多细节很容易让人打退堂鼓。对于那些关注中资银行负面新闻的人来说，看到的是窃取资金、腐败、受政府指引提供不良贷款等消息，会觉得是黑洞，但在实地看到的是不同的情况。”<sup>36</sup>

他说：“淡马锡董事会见证了亚洲过去几十年的发展，经历了亚洲金融危机和许多其他挑战。他们具备经验和判断力，知道这是一次黄金机会。淡马锡凭借其对亚洲的理解，以及行动迅速、资金雄厚的优势，把握每个良机。”

2005年7月，亚洲金融控股与中国建设银行签署最终协议，在建行首次公开售股中投资10亿美元。8月，亚洲金融控股以15

亿美元的价格从中国建设银行的大股东中央汇金购买建行5.1%的股权。到2005年10月建行进行首次公开售股时，淡马锡投入的资金已比初期投资增加了一倍多，总额约25亿美元。<sup>37</sup>

回顾这项投资，高铭胜说：“当我们向淡马锡提到这项交易时，淡马锡可以说我们疯了，因为坦白说，我们无法保证这项交易会成功，而且存在巨大风险。但何晶和福娟认为这项交易有潜力，而且懂得如何执行，同时也可以与被投公司中央汇金以及中国政府建立长期关系。因此，除了实现投资的财务回报，淡马锡也在中国建立良好信誉，继而进行了许多其他投资。”

淡马锡在中国的投资初期以银行为主，这是投资于中国蓬勃发展的经济的最快方式。随着中国资本市场和商业领域进一步发展，淡马锡把目光投向证券和保险公司等细分领域。淡马锡首席执行官谢松辉指出，这些领域反映了资本市场的发展和中等收入群体的增长。同样的，淡马锡也直接或通过子公司间接投资于科技、电商和物流相关的企业。

他说：“随着消费增长及城市化的潜在趋势，物流仓储和配送成为中国增长最快的行业之一。此外，互联网的兴起也带动商对客(B-to-C)交易的增长。这些企业需要仓库支撑，并且可以进行存储和配送，推动沿海城市和二三线城市物流仓储业的增长。”<sup>38</sup>

中国仍是淡马锡的重点市场。截至2024年3月31日，中国在淡马锡投资组合的占比为19%。<sup>39</sup>尽管中国经济受冠病疫情冲击，但淡马锡中国区主席吴亦兵保持乐观。

他说：“让我看好中国长期前景的真正原因是，中国拥有14亿人口，整整两代人都相信一件事，那就是明天会更好。世界只在战后的美国有过这样的经历，这让美国在1945年至1990年迎来了45年的繁荣。如今，中国经济拥有完整的生态系统，包括资金、创新、人才和勤奋的人民。”<sup>40</sup>

## 泰国：政治漩涡带来的经验

淡马锡最具争议的投资之一是在泰国，并考验了淡马锡团队的耐性和韧性。这原本是一场与其他潜在竞标者之间的一般性投资竞争，却因泰国民粹主义首相与其他更保守势力的斗争而被政治化了。

1990年代末，亚洲金融危机爆发，一些东南亚国家(尤其是印尼、马来西亚和泰国)的电信公司因业务过度扩张而背负起高额的美元债务。此外，由于区域货币兑美元疲弱，这些以当地货币计算收益的公司面临庞大的资金需求。因此，金融危机过后，亚洲包括电信业在内的许多领域出现了投资机遇。

淡马锡和新加坡电信开始评估区域内电信公司的投资机会，包括泰国的亿旺资讯服务(AIS)、马来西亚的明讯(Maxis)、印尼的Komselindo和香港的数码通(Smartone)。

随着亚洲中产阶级崛起，新的消费群将推动电信服务需求，促进网络供应商实现指数增长。因此，淡马锡把电信资产视为主要增长领域。

2005年，淡马锡开始考虑泰国最大移动网络运营商亿旺资讯服务的控制权收购机会，当时新加坡电信已持有该公司22%的股权。

理论上，一切看起来都合理。何晶说：“我们决定进入泰国市场和投资臣那越集团(Shin Corp)，其中一个考量是亚细安(东盟)有很大的潜能。泰国正崛起成为‘亚细安的底特律’，吸引了不少汽车组装厂和汽车零部件制造商。它们的技能不断提升。像臣那越集团和旗下的亿旺资讯服务，具备专业管理。我们欣赏专业的管理，这能为企业带来正确视角。如果投资于这些企业，能支持国家的经济增长。”<sup>41</sup>

亿旺资讯服务的母公司是西那瓦电脑电讯(Shinawatra Computer and Communications)，1999年更名为臣那越集团。<sup>42</sup>淡马锡收购臣那越集团的控制权时，发觉卷入了政治漩涡，被指掠夺泰国的国家资产，并被认为是为时任首相他信(Thaksin Shinawatra)非法牟利。<sup>43</sup>

2006年3月,数千名泰国民众在街头和新加坡驻曼谷大使馆外示威。淡马锡从未面临如此紧张的局势,对这样强烈的反应感到震惊。对淡马锡而言,这是纯粹的商业投资,与长期战略规划相一致。

丹那巴南(S Dhanabalan)认为,淡马锡在处理臣那越集团的交易时,已经采取了必要的谨慎措施。他说:“我首先希望确定的就是泰国方面不会认为只有泰国企业才能投资于电信巨头。泰国第二大电信公司全通通讯(DTAC)在此之前就已脱售给挪威电信(Telenor),所以这表明了泰国政策是允许外国投资的。”<sup>44</sup>

# 2006年

## 臣那越集团：卷入纷争

2005年，泰国正在逐步脱售电信企业股份。10月，本卡隆古尔(Bencharongkul)家族把泰国第二大移动运营商全通通讯母公司联合通信工业(United Communication Industry)的40%股权脱售给挪威电信。<sup>45</sup>12月，维莱拉克(Vilailuck)家族把手机分销商Samart I-Mobile的24%股权脱售给马电讯(Telekom Malaysia)。

在这样的大环境下，2006年1月23日，西那瓦(Shinawatra)家族和他信妻舅班那搏特(Bhanapot Damapong)的家族同意把他们在臣那越集团持有的49.6%股权，出售给由淡马锡、泰国汇商银行(SCB)和泰国投资者控股集团Kularb Kaew组成的财团。根据协议，Cedar控股和Aspen控股这两家在泰国注册成立的公司，将分别收购臣那越集团38.6%和11%的股权。淡马锡持有Cedar控股49%的股权，其余51%由泰国汇商银行和Kularb Kaew持有。Aspen控股则是淡马锡全资子公司。

根据泰国证券交易委员会的收购规定，若持股超过25%，收购方须发出强制收购剩余股权的要约。因此，淡马锡牵头的财团对臣那越集团提出收购流通股的要约。与此同时，淡马锡也寻求其他合作伙伴，后来泰裔商人刘锦坤(Surin Upatkoon)收购了Kularb Kaew的68%股权。

收购臣那越集团的交易金额为733亿泰铢<sup>46</sup>，是泰国企业历来最大的收购交易。不久后，他信家族因在这项脱售中豁免税费而遭到批评。根据媒体报道，本卡隆古尔家族脱售全通通讯时也没有缴税。

考虑到这项投资的潜在敏感因素，淡马锡认为有必要引入备受敬重的泰国合作伙伴一起投资。

淡马锡遵循规则，尽最大努力通过与信誉良好的泰国机构合作，来降低投资在当地的敏感度。然而，媒体对这项交易的关注迅速升温，淡马锡被指计划通过掌控电信业侵犯泰国主权、秘密向他信进行海外付款，并有意协助他信摆脱政治上的困境。这些指控都不属实，鉴于此，淡马锡避免与媒体接触。

潘秀兴说：“我们原本以为，如果没有做错事，就没必要去发表观点。但是，当争议升级时，不与媒体接触让问题雪上加霜。”<sup>47</sup>当淡马锡开始反驳这些毫无根据的指控时，损害已难以弥补。

值得注意的是，新加坡政府没有干预这场引人注目的纠纷。当时，国会议员殷吉星(Inderjit Singh)和杨康海在国会上询问“政府是否同意淡马锡收购另一个国家战略资产如此大的份额”。时任财政部第二部长尚达曼(Tharman Shanmugaratnam)<sup>48</sup>回应说：“淡马锡经过理智的商业分析和权衡风险回报后，才决定投资于臣那越集团。”更重要的是，他指出政府的长期立场是“淡马锡的投资是商业决策，政府不参与其中”。<sup>49</sup>

2006年9月19日，正在美国的他信在军事政变中被推翻。

潘秀兴是淡马锡当时在曼谷的负责人，他越来越担心事态发展难以控制，并迅速安排淡马锡团队撤离。他尤其担心当时怀孕六个月的张洁心。

他说：“我们那时不知道政变会持续多久，也不知道机场和道路会不会正常运行，让我可以带团队回家。我必须带洁心回新加坡，因为她可能需要就医和家人的照顾，而我们最后做到了。”<sup>50</sup>

张洁心说：“潘秀兴告诉我们，如果机场被占领，我们可能无法搭飞机。我们可能得开车到老挝或柬埔寨，然后从那里飞回新加坡。他们还探讨安排专机来接我们。我当时想，新加坡真的会安排专机来接我们这些普通员工回家吗？”

最可怕的是，她看电视时发现媒体完全被封锁。“唯一能收看的是福克斯新闻台，我认为这是因为频率不同，但他们肯定没有报道泰国新闻。手机成了我们与外界保持联系的唯一方式。如果他们把手机联系也切断，该怎么办？”<sup>51</sup>

军事政变发生后，潘秀兴、张洁心和另外三名淡马锡员工在凌晨成功搭乘飞机返回新加坡。几天后，尽管政变还未结束，他们又飞回曼谷继续工作，但没有让张洁心同行。她有些遗憾地说：“同事们禁止我出差。”

还有很多事要处理。泰国新的军政府在接管政权一周内便成立了一个由九名成员组成的委员会，调查他信政府在过去五年里批准的所有项目，包括臣那越集团的交易。臣那越集团股价暴跌。臣那越集团与淡马锡消耗了很多时间来应对政府的关切和应付媒体。

何晶说：“团队必须继续与政府部门会面，回应他们的问询和提供各种有关淡马锡投资的各类文件记录。同时，团队也与臣那越集团和亿旺资讯服务的管理层合作，确保公司的良好治理和保持专业运营。因此，他们肩负很多职责，不仅仅是回应媒体。”

同事们的耐心、韧性和辛勤付出最终得到了回报。潘秀兴说，到2008年底，随着政治压力大幅减弱和公司精简业务，臣那越集团“状况良好”。2014年，臣那越集团更名为InTouch控股。

到2020年，淡马锡在保护商业利益的同时，已逐步脱售在InTouch的大部分持股。■



在当时关系良好的投资伙伴们的支持下，淡马锡认为收购臣那越集团是一项不错的交易。但是，丹那巴南提到：“我们无法预料，也没有预料到的是，他信没有缴税所带来的政治后果，这是连我们的泰国合作伙伴也没有预见到的事。”

“挪威电信的收购情况其实完全一样。大股东是一名反对派政治家，他也没有缴税，因为法律规定，如果以某种方式进行出售，就不必缴税。但泰国民众认为，别人不缴税没关系，首相必须缴税。谁能预料到事情会发生这样的转折？”

张洁心指出，淡马锡并没有全面采用挪威电信收购的模式，而是作出了调整，让收购计划更严谨透明、无懈可击。她说：“我们确保一切井然有序且遵守规则，经得住考验，就算警方请我们的董事去问话，我们也可以坦然地表明一切都处理得当。”<sup>52</sup>

因此，丹那巴南礼貌而坚定地驳斥那些就臣那越集团事件而对淡马锡的批评。他说：“没有人知道会发生什么事。现在说你早该预料到这个，早该预料到那个，这样说起来很容易。”

不过，淡马锡在这次失利后认真反思。尽管政变领导人在方法和政策上较之前有分歧，他们也希望泰国能够进步和繁荣。然而，这在当时的投资者看来给经济发展造成了障碍。

收购引发争议时，时任淡马锡副董事长的林祥源说：“臣那越集团的交易让我们学到的是，我们必须对任何政治层面的问题格外小心。我认为这些经验其实是关乎风险，该如何评估和管理风险？”<sup>53</sup>

在臣那越集团事件后，淡马锡默默搁置了在曼谷设立办事处的计划，进而寻求其他投资机会的计划。

之后几年，泰国经济蓬勃发展，在当地运营或投资的淡马锡投资组合公司从中受益。泰国仍是淡马锡在东南亚重要的投资目的地。



## 第四章

# 设定航向

淡马锡大胆迈向海外市场的同时，也在金融领域开辟出利基市场，开拓新举措，以推动新加坡市场的开放和转型。

这么做有几个原因，包括辨别并填补市场缺口，扩大现有的投资者群体，进一步让新加坡民众参与到淡马锡的发展历程中。这在淡马锡发行债券方面体现得尤为突出。

随着公司发展壮大，何晶深知不仅要让这艘船全速前进，还要维持最严谨的准则。她言简意赅地说：“如果我们受到各种外部的检视与审查，要搞任何违规的小动作就会变得更加困难。”<sup>1</sup>

因此，她设定了三个“公开衡量指标”，确保淡马锡公开透明并对自己的行动负责。

第一个是每年发布《淡马锡年度报告》，第二是进行信用评级，第三是发行债券。

她指出，由于有《淡马锡年度报告》，业绩欠佳的话就没有办法掩饰了。

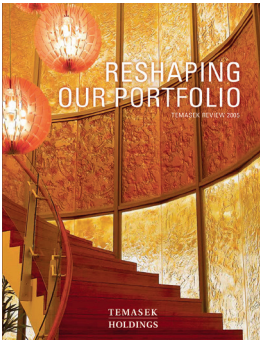
她举例说：“在2009年全球金融危机最严峻的时期，我们的投资组合净值下跌30%，但随着市场复苏，接下来一年的投资组合净值回弹42%。”<sup>2</sup>

至于信用评级，她说：“虽然我们不执着于维持AAA信用评级，但每当我们的评级下调一档，就好似触发线一样，会向公众拉响警钟。如果信用价值越来越接近垃圾债券的评级，警钟就会敲得越来越响。”由于投资环境瞬息万变，自2015年起，淡马锡在每年发布的《淡马锡年度报告》中纳入了信贷比率和参数，让读者能独立评估淡马锡的信用质量。

# 往年《淡马锡年度报告》



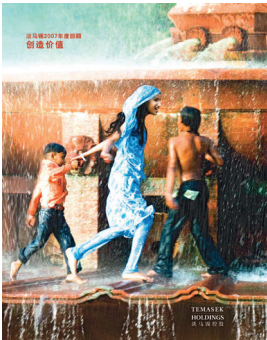
2004年



2005年



2006年



2007年



2008年



2009年



2010年



2011年



2012年



2013年



2014年



2015年





2016年



2017年



2018年



2019年



2020年



2021年



2022年



2023年



2024年

第三个指标是债券发行，这将扩大关注淡马锡资产负债表、投资策略和信用评级的利益相关群体。

虽然首次发行的淡马锡债券没有提供给散户投资者进行认购，但何晶表示，开放给散户认购一直是淡马锡的最终目标。“当时，我们已经想到要让散户认购淡马锡债券，但花了13年方能实现。”<sup>3</sup>在建立了监管和结构框架后，淡马锡最终于2018年10月首次发行零售债券，接着在2021年11月发行第二支零售债券。<sup>4</sup>

她说：“作为扎根于新加坡历史和发展进程中的投资者，我们最终是想要新加坡散户投资者以淡马锡债券持有者的身份关注淡马锡的业绩表现。”<sup>5</sup>

此外，随着投资者愈发成熟，淡马锡在2006年推出联合投资平台Astrea，让机构投资者参与私募股权基金的投资。Astrea购买了淡马锡在46个并购基金与创投基金的股份<sup>6</sup>，这些基金不同时期设立、分布在不同地域市场。

Astrea是首个发起的这类产品亚洲机构，筹集了约8.1亿美元的以美元和欧元计值的债务和股权。标准普尔(S&P)和穆迪(Moody's)分别给予该产品AAA/Aaa和AA/Aa的评级。<sup>7</sup>所有资本结构中的证券类别都获得了踊跃认购，为日后Astrea系列私募股权联合投资平台的发展铺平了道路。

# 2005年

## 淡马锡债券发行：吸引新的、成熟的利益相关群体

2005年9月15日，淡马锡趁着在前一年获得AAA信用评级的美好势头，通过旗下的淡马锡金融(I)有限公司(Temasek Financial (I) Ltd)首次发行扬基债券。<sup>8</sup>这是一则大新闻，因为这是日本以外的亚洲地区首个最高评级的全球债券。这批2015年到期的10年期债券由淡马锡担保，属于固定利率中期票据，发行额为17.5亿美元，票息率为4.5%。<sup>9</sup>

银行和金融界把这次债券发行作为其他新加坡公司未来借贷活动和债券发行的参照。

虽然淡马锡无需筹集资金，但这次和之后的债券发行为淡马锡提供财务灵活性，巩固了其融资框架。前首席财务长梁慧玲说：“它为我们提供最全面的筹资选项。在提高流动性时，除了银行提供的双边贷款、股息和脱售所得，我们也可发行债券。”<sup>10</sup>淡马锡逐步发行不同期限的债券，为新加坡企业创建收益率曲线，也为定价风险提供了有用的基准。

何晶指出，发行债券也为淡马锡吸引了一批新的利益相关群体，即债券持有者。她说：“他们很聪明，会一直关注我们的表现。”<sup>11</sup>

她补充道：“冠病疫情暴发之前，我们设定了规则，每年与债券持有者和潜在债券持有者见两次，向他们介绍最新动态。这让我们能够了解债券持有者和其他投资者的观点、关切和想法，同时让我们保持务实，对全球专业成熟的金融投资者负责。”<sup>12</sup>

随着淡马锡为扩展全球足迹做好准备，债券发行和AAA信用评级都提升了淡马锡作为机构投资者的信誉。

之后，淡马锡发行了以新元、美元、欧元、英镑和离岸人民币为币种的AAA级淡马锡债券，截至2024年3月31日的加权平均期限超过18年。<sup>13</sup>■



2014年4月，投资于36个私募股权基金的Astrea II推出市场。<sup>14</sup> 2016年6月，专注于私募股权基金投资的淡马锡子公司Azalea推出联合投资平台Astrea III，为广大投资者提供投资多元化资产的机会，是一次共同投资的创新。这是首次由私募股权公司现金流融资担保的票据，成为了新加坡债券市场发展进程中的里程碑。<sup>15</sup>

淡马锡控股董事兼淡马锡国际董事长李腾傑当时表示：

“Astrea I和Astrea II这些平台是我们分阶段推出的联合投资产品，有助于测试市场的兴趣，调整我们的构思和产品定位，从而最终能让散户投资者参与进来。当我们准备好向零售市场推出合适的产品时，我们希望新加坡的散户投资者乐意参与和我们共同投资的机会。”<sup>16</sup>

直到2018年6月，面向散户的私募基金债券Astrea IV才得以推出。在这之前，除非是有资质的高净值人士，大部分散户投资者无法投资私募股权基金。Astrea IV面向散户的发行规模为1.21亿新元，定价与向美国以外地区的机构和其他投资者发售的新元私募基金债券一样。债券认购人数约为25,600，认购率超过七倍。<sup>17</sup>

何晶在回顾Astrea的机构起源时说：“最初的计划是先在像伦敦这样流动性强的成熟市场向机构投资者测试这个概念，两年后再到新加坡推出私募股权债券，先面向机构投资者、之后开放给散户，最后推出股权投资。不过，全球金融危机导致在新加坡发行的计划被搁置。”

“全球金融危机后，大量资金因财政刺激措施涌入市场，我们必须认真重新思考和调整产品，才能在新加坡市场推出面向机构投资者的债券，最终发行零售债券。直到具备市场化、能保障散户投资者利益的稳健框架后，我们才会发行零售债券。这需要与政府紧密合作才能实现。”

“我们的理想是通过多元化的私募股权投资组合，最终让散户有机会投资于私募股权基金。这些投资组合广泛分布在不同行业领域、设立于不同时期、有不同基金经理等。同样的，推进的方式是先在成熟的机构投资者间测试，之后才以稳步有序、考虑周全的方式开放给散户投资者。”<sup>18</sup>

随后几年, Azalea继续推出更多Astrea系列债券, 为散户投资者带来更多投资机会, 进一步实现让他们参与私募股权投资的愿景。2022年5月, Astrea VII首次向散户推出固定票息率更高的B级债券。<sup>19</sup>

Azalea公司首席执行长曾安素认为这是“通过分阶段、审慎的做法, 旨在让散户参与私募股权投资, 为他们提供更多债券投资选项”。<sup>20</sup>

淡马锡副首席执行长谢松辉说: “淡马锡多年来朝这个方向逐步演进, 从发行债券到不时地分享部分投资组合, 最终可能包含整体投资组合的一部分。这些可以在淡马锡不是上市公司的前提下实现。”<sup>21</sup>

最后一点尤其重要。因为即使淡马锡认同公司被公众监督和参与的价值, 但是为了保有淡马锡的投资理念和独特的特质, 淡马锡必须继续处于非上市的状态。

淡马锡的另一项创新是设立新源基础设施信托。新源基础设施信托收益稳定, 2007年在新加坡交易所上市。它是亚洲首个基础设施商业信托公司, 具有节税优势, 并把大型基础设施企业转变为可交易的单位, 实现投资大众化。<sup>22</sup>这让散户有机会投资于之前遥不可及的资产类别, 同时为全球投资者提供了广泛参与亚洲增长的流动性平台。

## 全球金融危机

对淡马锡而言，2007年和2008年可说是多灾多难。2007年，美国房地产泡沫破灭，给全球市场带来严重冲击。专家们认为这是1930年代经济大萧条以来最严峻的金融危机，而淡马锡也深陷其中。

在2007年美国次贷危机爆发时，淡马锡有意投资美国市场，并已关注到了投行美林(Merrill Lynch & Co)。美林首席执行官斯坦利·奥尼尔(Stan O'Neal)10月被迫离职后，淡马锡在12月开始认真考虑投资美林。新首席执行官约翰·塞恩(John Thain)曾任高盛集团(Goldman Sachs)首席财务官和总裁，也曾是纽约证券交易所首席执行官。他经验丰富、高效可靠，金融市场对这一任命表示欢迎。

何晶回顾说，淡马锡当时认为金融危机的规模可能远比大多数业内机构所想的要更严重，事实证明这场危机的规模远比预期要大。

她说：“我认为我们在投资方面已经尽力抵御风险。我们也庆幸约翰·塞恩做了明智决策，及时为公司筹集资金，没有拖到为时已晚的时候。”

“但我们忽略了美国本身才是主要风险。我们理所当然地以为监管机构知道自己在做什么，因此从未对美国进行整体分析。直到后来我们才发现杠杆率并不理想，开始质疑整个体系的杠杆率有多高？而那些本应该知道的人却说不清楚。”

她指出，美国所经历的不只是房地产泡沫。“这是信贷泡沫，比房地产泡沫要严重多了。如果我们知道杠杆率有问题，可能就不会投资于美林了。但我们以为美国监管机构密切留意这些问题。”<sup>23</sup>

# 2007年

## 美林：陷入困局

当约翰·塞恩带领新团队加入美林时，淡马锡决定投资。何晶说：“如果没有新团队加入，我们就不会注资了。新团队的目标和我们一致，那就是重整业务。”<sup>24</sup>虽然美林拥有良好的资产管理业务和一些有价值的资产，包括在美国最大的上市基金管理公司之一贝莱德(BlackRock)和媒体巨头彭博社(Bloomberg)的股份，但美林显然须采取更果断的行动来处理斯坦利·奥尼尔在任期间积累的亏损。

2007年的平安夜，淡马锡向美林注资49亿美元，购入9%的股权。<sup>25</sup>重要的考量之一就是这将间接投资于贝莱德和彭博社。

然而，这次投资附带一项重要条款。淡马锡当时的看法是，金融危机恶化，市场持续承压，美林进一步面对资产减值。何晶说：“我们预计他们须筹集更多资金。”所以，投资附带一项重置条款：如果美林在接下来的12个月内，以低于淡马锡支付的价格筹集更多资金，淡马锡可获差额赔偿。

2008年7月17日，美林宣布第二季因计入94亿美元的资产减值而亏损49亿美元。它也以44亿美元的价格把持有的20%彭博社股权卖回给彭博社，并且通过额外资产脱售进一步筹集35亿美元。<sup>26</sup>约翰·塞恩和他的团队在重整业务的同时，也面临市场迅速恶化的局面，整顿步伐赶不上市场变化。

7月28日，美林以67亿美元出售面值为306亿美元的担保债务凭证，还为买家提供了售价75%的借款。<sup>27</sup>约翰·塞恩指出，这是“努力降低风险的重大里程碑”。<sup>28</sup>但一些观察家认为，由于担保债务凭证二级市场的流动性较低和折价融资，这些证券并没有以市场价格出售。

大幅折价出售意味着美林面临更多亏损，须筹集额外资金。7月29日，美林宣布发行85亿美元的股票。淡马锡决定参与，宣布购入价

值34亿美元的普通股，其中25亿美元是美林根据之前的重置条款支付淡马锡的补偿，另外9亿美元是新注入资本。<sup>29</sup>

考虑到美林当时的处境，淡马锡并没有拿到25亿美元后就撤资，而是选择再注资于美林。时任淡马锡高级执行总经理柯智华解释说：“我们不会对所投资的公司趁火打劫。”<sup>30</sup>

这时，事情开始出现前所未有的转折，淡马锡深陷美国银行体系的系统性危机。2008年9月8日，美国政府接管两家最大的抵押贷款担保机构房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)。雷曼兄弟也濒临破产，投资者纷纷出逃金融业。

9月13日和14日的周末，纽约联邦储备银行召集华尔街主要银行和监管机构进行紧急会议。虽然雷曼兄弟是会议的焦点，但约翰·塞恩知道美林也身处险境。他打电话给之前与美林洽谈入股事宜的美国银行(BoA)首席执行长肯尼斯·刘易斯(Kenneth Lewis)。据报道，高盛集团和摩根士丹利也有意入股。<sup>31</sup>经过24小时洽商后，约翰·塞恩和他的团队在9月14日与美国银行达成协议。美国银行将以500亿美元或每股约29美元的价格全面收购美林，这个价格比美林9月12日星期五闭市时高出70%。<sup>32</sup>

2009年1月1日，美林与美国银行正式完成合并。淡马锡对这项合并抱持乐观态度，柯智华说：“在这种情况下，这么做是正确的。拥有稳健的存款业务至关重要。合并后的美林和美国银行将成为强大的品牌。”<sup>33</sup>

然而，情况并没有好转。雷曼兄弟于2008年9月宣布破产后，信贷危机进一步恶化，美林的亏损持续扩大，到最后一季度时达158亿美元。<sup>34</sup>美国银行的消费者贷款业务也面临巨额亏损，导致股价暴跌。

2009年1月，媒体报道美林在2008年12月被美国银行正式收购的几天前，向员工发放数十亿美元的奖金，这笔奖金通常是在1月才发放。而当时美国银行也在向政府寻求协助，希望政府为美林收购项目提供额外融资。这一举动引发了公众的广泛愤慨。1月22日，约翰·塞恩在美林位于纽约的办公室与肯尼斯·刘易斯短暂会面，之后辞职。

美国银行向美国证券交易委员会提交的季度报告显示，淡马锡于2009年5月全面脱售了美国银行3.8%的股权。<sup>35</sup>

何晶指出，淡马锡针对是否脱售美国银行的所有股权、保留一半或者继续持有全部股权进行过内部讨论。她回忆道，尽管如劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)<sup>36</sup>等美国具有影响力的人物一直推动美国银行国有化，但市场上也有其他回报更高的投资机会。

她当时思考，“我们是应该采取脱售美国银行股权、接受亏损这一引发争议的做法，然后把资金投放在其他看起来账面回报更高的项目？还是期待最终明智决策会胜出，像美国银行这样的银行业绩会逐步复苏？”

尽管一些高管强烈建议保留或只脱售一半的股权，何晶选择了前者，决定全面脱售。

时任淡马锡首席投资官苏庆赞记得，尽管投资团队成员表达了相反的意见且立场坚定，他最终还是支持何晶的决定。“当时有很多不确定因素，但我能够确定的是，如果我们全面脱售，这就不再是我们面对的问题了。我相信，我们可以运用脱售所得，在亚洲和其他地方寻找高回报的投资机会。因此，我跟何晶说，交给我来处理。”

尽管美国的银行在全球金融危机爆发后的几年里一直受到巨大的限制，但政府并没有把银行收归国有。

何晶说：“顺带一提，美国银行投资了中国建设银行，并通过脱售在中国建设银行的股权修复了自身的资产负债表，其中把一部分股份脱售给了淡马锡。不过这就是另一个故事了。” ■

约两年后的2011年，淡马锡结合自这一投资以来市场表现的数据进行了检讨反思。

何晶说：“我们测算如果一切都做对了，会多赚几十亿美元，但如果一切都错了，会面临同等金额的损失。因此，就我们应对全球金融危机的表现，我们属于平均水平，给自己评了B级。”

淡马锡无意间陷入一场“黑天鹅”金融风暴。事后看来，美林和其他大多数投资银行一样，被信用评级机构给予过高的AAA评级。美国金融界制定的奖励结构，按短期绩效支付花红而且欠缺回拨机制，鼓励了过度冒险的行为。

这项投资自然引起了公众的广泛关注。这也让淡马锡更坚定意志，从淡马锡独特的投资组成以及着眼长期的投资策略出发，不对单个投资进行具体的公开信息披露。

2009年5月，财政部在回答国会议员殷吉星有关美林和美国银行投资的询问时透露，在2008年3月底至11月全球市场暴跌期间，淡马锡的投资组合价值减少了580亿新元、降幅31%。

然而，投资组合价值的下跌并不主要是因为美林，而是因为淡马锡的新加坡投资组合价值下跌。在这580亿新元当中，320亿新元是因在新加坡上市的十大淡马锡关联企业市值下跌。在这期间，它们的股价平均下跌约41%，与新加坡市场的总体走势一致。

财政部补充说：“然而，重要的不是淡马锡去年在市场大跌时的业绩表现，而是要看在整个周期的业绩表现。虽然淡马锡投资组合在2008年3月至11月间下跌580亿新元，但自2003年开始的市场周期中，淡马锡投资组合在五年内大增1,140亿新元。这意味着即使把后续大幅下降包括在内，淡马锡投资组合在整个周期内仍增长560亿新元。”<sup>37</sup>

丹那巴南说：“显然的，我们有一些投资表现不好，如美国银行和美林，以及巴克莱银行(Barclays)。<sup>38</sup>但是，我们也有一些表现非常好的投资。我们必须坚守原则，不去谈论个别投资的利润或亏损，因为这引发诸多问题。



“我们由新加坡政府所有。亏损时，新加坡公众会认为我们赔掉他们的钱。我们赚钱时，另一方会认为‘新加坡政府从他们那里赚到了钱’。因此，我们认为最好不要谈论哪个部分亏损或赚钱。我们只看年底的总值，也不细分为赚钱和亏损的部分。”<sup>39</sup>

当然，淡马锡这种做法带来了来自国内外的批评。

事实上，在全球金融危机期间，主权财富基金的概念重新引起国际市场的兴趣，有些可能是焦虑，在美国尤为如此。随着越来越多主权财富基金创立，有人质疑这些基金给各种资产类别可能带来的影响，也有人担心这些基金不是为了经济利益，而是为了政治目的，掌控国外具有重要战略意义的产业。

淡马锡机构关系部执行总经理蔡友仁说：“很多主权财富基金的运营不透明，没有人知道它们是谁。因此，美国政府认为有必要召开会议，推进良好治理和制定透明度标准。从某种意义上说，这也是为了确保这些主权财富基金是合法投资者。在美国政府赞助下，世界各国相关机构参与一系列谈判，制定了圣地亚哥原则。新加坡有三家机构参与，分别是财政部、新加坡政府投资公司和淡马锡。”<sup>40</sup>

圣地亚哥原则是主权财富基金国际工作组普遍接受的原则和做法，旨在确保主权财富基金运营透明独立，不受政治干预。包括淡马锡在内的全球23个领先的国有国际投资者，与二十国集团(G20)、国际货币基金组织等国际机构，以及美国财政部进行了讨论，分享各自的见解和做法。<sup>41</sup>

淡马锡首位非新加坡籍董事伊盛盟(Simon Israel)<sup>42</sup>说：“大家都根据自己的经验、价值观和政治体系来看待彼此。我在美国政府高层和商界遇到的大多数人，都无法理解政府不参与淡马锡决策的做法，这在他们的政治体系中是行不通的。”<sup>43</sup>

伊盛盟出生于斐济，现已是新加坡公民。他见证了淡马锡如何独立运营，不受政府干预。“淡马锡董事会主导引进新成员的步骤，而且最终须得到新加坡总统的同意。不过，从我的经验来看，

作为股东的财政部只处理股东相关事宜，并不参与决策或运营，而是让淡马锡董事会和管理层共同做出战略决策。财政部以投资组合的总体业绩表现和长期回报来评估我们的工作，而不是只看个别投资或某一年的业绩表现。因此，淡马锡的运营方式正是所描述的那样，但要人们相信并不容易。”

2008年3月5日，淡马锡参加美国众议院金融服务委员会举行的听证会，讨论外国政府投资在美国经济和金融领域发挥的作用。出席听证会的有美国财政部、美国证券交易委员会、美国联邦储备委员会、挪威财政部和加拿大养老金计划投资委员会的代表。尽管有些问题棘手，但淡马锡与美国立法者的交流非常顺利。

然而，淡马锡虽赢得了国际市场的信任，但在新加坡始终无法摆脱被误解的困扰，尤其是新加坡人认为，他们的钱都在淡马锡。其实，政府的资产主要是由新加坡政府投资公司管理。

# 2008年

## 淡马锡的全球见证：消除误解

时任淡马锡执行董事伊盛盟代表公司出席美国众议院金融服务委员会举行的听证会。他的任务是以积极开放的态度澄清任何疑虑，并向委员会以及全世界阐述淡马锡独特的投资结构。

“当人们谈到主权财富基金时，就会联想到通过石油和天然气收获了巨大财富的挪威。新加坡的情况特殊，因为我们的财富不是自然资源的馈赠，而是通过投资活动和先辈们辛勤付出积累而来。我们的资金来源与其他主权财富基金大不相同。”

“我认为，重要的是要理解这些国家有各自的流程，中立客观地参与其中，胜于拒绝对话而被打上‘坏分子’的标签，尤其我们本来就能昂首阔步、坦然面对，所说的话也能经得起检视。”

尽管伊盛盟坚定从容，驰骋商界多年，但出席美国国会听证会确实是一场令人生畏的经历。

“我坐在绿色台面的桌子前，律师坐在我后面，面对着三个层级的国会议员，当时就感觉自己是即将被治罪的被告。一连串问题扑面而来，感觉自己就像是在受审。虽然是受邀前来，也确实自愿接受了，但经过三四个小时的‘审问’，难免感到被冒犯了。”说着，他笑了起来。<sup>44</sup>

他指出，美国国内的政治关切也是不断出现的弦外之音。“必须得打起精神，明白这场听证会在美国公共事务卫星有线电视网C-SPAN<sup>45</sup>播放；得分辨哪些是严肃的提问，哪些是在陈述政治立场。当时，哗众取宠的言论还真不少。”

伊盛盟回忆道：“提问大概是这样的——‘伊盛盟先生，你们是一家公司，对吧？’‘是的议员，我们是合法的公司。’‘这表示如果你们触犯我国的法律，我们可以起诉你们，并依法查处。’‘是的议员，我

相信是这样的。’‘但你们由政府所有，我们该怎么做？入侵你们的国家吗？’”

不过，正是有了这些听证会才让许多人终于意识到，相较于其他公司，淡马锡更透明。他回忆道：“淡马锡能出席听证会，阐明自己和其他公司不同，这是很有价值的。业内一些了解这类事情的影响力的人们说，这对我们是有积极意义的。”

淡马锡每年发布《淡马锡年度报告》、与潜在投资者和其他利益相关方会面交流，并积极参与制定圣地亚哥原则，这些都巩固了市场对淡马锡的正面印象。

谈到圣地亚哥原则，蔡友仁说：“和所有多边谈判一样，先是各方提出构思，之后各自审视能否达到或者提出替代方案。可以想象的是，这么多群体参与其中，必须找出一个大家都能接受的标准。我觉得这对我们来说不是太过繁重的工作，因为圣地亚哥原则中的许多事项都在我们能力范围内。我们是一家非上市公司，因此比其他处于不同发展阶段的基金更早地实现了按商业原则专业运营的目标。”<sup>46</sup>

他认为，参与制定圣地亚哥原则留下了历久弥新的积极遗产，成为了一个标志，为淡马锡在进行国际业务时赢得了信赖。“如果要走出国门，到新的地方开拓业务，就应该充分表达和阐释自己。能在其他地方运营，不是一种权利，而是一种荣幸。”■

1974年淡马锡成立之初，政府注入了现金和资产。多年来，淡马锡通过投资不断壮大这笔初始资金。

例如，淡马锡在2008年时投资组合净值为1,850亿新元，其中300亿新元是自淡马锡1974年成立以来政府作为股东入股的金額，以换取股权。

其余是例如新加坡航空公司、嘉德置地和新加坡电信公司等在同一时期实现的利润，以及淡马锡在中国和印度市场投资的回报。换言之，这是淡马锡管理层和董事会及所有投资组合公司努力的成果。

淡马锡前副董事长、富敦资金管理公司前主席柯宗盛设想自己是财政部官员，提出了这样的问题：“我们去投资于零回报的黄金吗？期望投资会升值，不升值就没有回报。我们去投资于国库券吗？美国国库券的回报率为2%，美元贬值会导致回报率下跌。所以该怎么做呢？只买房地产吗？还能还富于民吗？淡马锡控股成立的初衷就是确保钱生钱，积累财富。”<sup>47</sup>

到2009年时，在经历全球市场过山车式的跌宕起伏、参与制定树立最佳实践标准的圣地亚哥原则之后，淡马锡决定把这些新元素纳入更新版的淡马锡宪章。

2002年版本的淡马锡宪章侧重新加坡，培养具有全球潜能的本地企业。新的淡马锡宪章则强调淡马锡作为商业投资者的角色，继续专注于为利益相关群体实现长期可持续的价值，为股东创造最大化的价值。

更新淡马锡宪章合乎时宜，因为到2009年，淡马锡已扩大全球足迹，在亚洲和拉丁美洲有12个办事处和附属机构，包括2008年在金奈、河内、墨西哥城和圣保罗设立的办事处。在当时的380名员工中，36%来自其他国家。

淡马锡宪章有一些显著的变化。

首先，新的淡马锡宪章不再强调资产所有者的角色，而是阐述淡马锡是一家按商业原则运营的投资公司。由于之前所制定的圣地亚哥原则，加之淡马锡在全球投资领域积极作为的意愿，这项声明来得很及时。

其次，淡马锡已做好准备，把自己定位为独立、客观中立的全球投资者，而不是本土企业的保姆。丹那巴南在发布更新版淡马锡宪章的媒体圆桌会议上解释说：“如果把焦点放在为新加坡企业创造更多在新加坡的商机，那就没有找到对的焦点。如今，商界和许多评论者都认同这一点。本地企业已拓展到海外并建立海外网络，因此我们不再谈论如何在新加坡竞争，而是如何在全球市场竞争。”<sup>48</sup>

到2009年，淡马锡已完成主要政府资产的脱售计划。其中，2008年，淡马锡以38亿新元的价格把旗下最后一家发电公司西拉雅能源脱售给马来西亚的杨忠礼电力国际公司。<sup>49</sup>

另外，更新版淡马锡宪章纳入了淡马锡作为“负责任的企业公民”的承诺，致力于造福社群。

淡马锡在影响力不断扩大的过程中，意识到公司能为社群带来的积极影响。虽然淡马锡是一家按商业原则运营的投资公司，但也很注重在运营所在地及其他地区履行对社群的责任。

2009年的淡马锡宪章第一段就公开阐明了更大的职责，作为按商业原则运营的投资公司，淡马锡致力为更广大的利益相关群体实现长期可持续的价值。

淡马锡致力于推动可持续发展，不仅为股东实现最大化的价值，更是要实现可持续的回报。

淡马锡宪章也阐明公司长期秉承的理念，除了对股东负责，也要培育和回馈赋予淡马锡机遇和成功的社群。淡马锡承诺把部分回报用来支持、促进和鼓励更广大社群的发展，用实际行动巩固了可持续回报的理念。

# 淡马锡宪章

2009年

**淡马锡控股是按商业原则管理的投资公司**，其目的是为各利益相关者创造和提供可持续的长期价值。

**淡马锡是积极的、以价值为导向的投资者**，为创造和增加股东价值，淡马锡可能增加、减少或维持在不同公司及其他资产上的投资，也可以开发创新的产品和业务。

**淡马锡是积极的股东**，通过与旗下投资组合公司的董事会和管理层进行沟通，实现可持续回报：

## 价值观

培养深层次的诚信文化、精英文化及卓越文化；

## 专注

矢志不移地专注于培养核心竞争力，满足顾客、不断创新、恪守商业原则及不断创造价值；

## 人才资本

培养高素质的董事会及管理层领导人才，培养尽职尽责的雇员；

## 可持续发展

将优秀的商业领导力、财务纪律、卓越营运及良好的公司治理制度化；

## 战略选择

创造战略可选择性，建立国际或区域范围内举足轻重的品牌或业务。

**淡马锡是负责任的企业公民**，承诺将部分收益用于促进整个社会的成长与发展。





## 第五章

# 温情理性

何晶说：“企业必须意识到，不仅要取得合法许可证或营业执照，也需要得到社会的许可。一旦失去社会的许可，就无法长久发展。因此，像淡马锡这样着眼长期的机构必须明白这一点。”<sup>1</sup>

淡马锡的确明白这个道理。自2001年起，淡马锡员工便通过关爱意愿团(T-Touch)义工计划，参与活动，奉献爱心。淡马锡把6月25日这一公司成立的日期定为年度“社群日”，公司全体一起参与、回馈社群，包括全球各地的办公室也会积极参与。

淡马锡之前一直通过出资捐助、员工做义工等非正式的方式回馈社群。2003年，淡马锡决定制定政策，把高于经风险调整后资金成本的部分净回报馈赠社群。

2005年，淡马锡积极参与印度洋海啸灾后救助工作，为救灾、恢复和重建项目资助1,000万美元，调派员工联系相关救援组织、企业和机构来提供紧急援助。淡马锡投资组合公司，如新科工程、吉宝工程、新加坡航空公司、虎航、海皇轮船—美集物流、新加坡港务集团和胜科物流也献出一分力，提供物流、物资及其他服务的支持。

淡马锡董事长林文兴认为，参与公益和社群工作，是企业社会责任生态系统的一部分。“我们是广大社群的一分子，我们借鉴学习、实现回报并回馈社群。我们边做边学，偶尔难免会有一



在2022年的“社群日”，淡马锡与狮子乐龄之友协会联办嘉年华，为320名独居年长者奉献爱心。淡马锡首席执行官狄澜(后排左二)也参与了活动。

些失误；我们立足长远，实现回报，并回馈股东和社群。因此，和其他公司一样，我们缴税、向股东(政府)派发股息，并出资造福社群。”<sup>2</sup>

何晶认为，回馈社群还有另一个好处，就是让广大民众监督和参与。她说：“我们促进形成了又一个利益相关群体来密切关注淡马锡的业绩表现。他们不仅能从淡马锡的成就中受益，也能把淡马锡的成就与更广大社群分享。”<sup>3</sup>

# 2007年

## 淡马锡信托基金会：推进公益事业制度化

经过几年深思熟虑和研究，淡马锡在2007年做好了准备，确立独树一帜的公益治理模式。淡马锡投入5亿新元的初始捐助资金，成立淡马锡信托基金会，基金会的董事会来自亚洲各地，独立监督淡马锡公益捐赠的管理和发放工作。基金会每年从本金中支出4%来支持公益项目，随后向信托基金会注入的资金则与淡马锡额外回报挂钩。淡马锡按财富增值指标来计算高于经风险调整后资金成本的回报。

淡马锡信托基金会最初的主要受益者是淡马锡基金会，通过合作与伙伴关系培育区域内的人力资本和加强社会韧性。2009年，淡马锡关怀基金会成立，试行开展针对新加坡弱势社群的帮扶项目。如今，为了实现最佳的协同效应，这些基金会及其他非营利机构都一并整合在淡马锡基金会旗下。

在数年中，多个基金会陆续成立，包括亚洲尽责治理研究院和万礼自然生态基金会。亚洲尽责治理研究院在2017年成立，致力于促进尽责治理实践。万礼自然生态基金会则在2020年成立，专注于推进生态保护工作。

淡马锡基金会前副首席执行官、现任淡马锡信托基金会首席系统融合事务长钟添明说：“成立初期，我们就看到了区域内已经有很多不错的公益项目，我们必须开拓自己的领域，作出有意义的贡献。因此，我们决定专注于能力和机构建设，确保在项目完成后能继续让价值放大和延续。”<sup>4</sup>

他补充道：“重要的是，当地社群必须明确表达出期望看到的成果，我们从而能共同制定和设计项目，汇聚相关专家分享知识和经验，指导学习和变革的进程。但最终，当地社群必须发挥主人翁精神去主导。”



**2007年，时任淡马锡董事长丹那巴南在淡马锡信托基金会和淡马锡基金会成立发布会上致辞。**

淡马锡基金会帮助受灾社群的方式体现了这种谨慎的思路。除了参与紧急救灾行动，基金会把重点放在可持续发展和帮助社群重建生活。以印尼西苏门答腊为例，该地区地震频发，导致基础设施严重损坏，影响民生。

2008年，西苏门答腊的安达拉斯大学及新加坡南洋理工大学与淡马锡基金会合作，为当地综合诊疗所和低楼层建筑加固外墙。团队采用了经济高效的特殊帆布材料，以防止或延缓建筑物在地震中倒塌。安达拉斯大学的教职员工和工程师与当地砌砖和建筑工人密切合作，执行这些加固技术。安达拉斯大学土木工程系教授菲布林·伊斯迈(Febrin Anas Ismail)说：“我们希望日后继续开展这类合作，尤其是降低灾害风险等人道主义项目。”<sup>5</sup>

后来，淡马锡基金会在许多其他灾害频发地区教授这项技术，包括中国的多个省份、菲律宾南部地区、印度和尼泊尔。

淡马锡基金会首席执行官黄文雄强调，建立合作和伙伴关系对基金会的发展至关重要。他说：“淡马锡基金会开始时专注于优质项目。随着基金会发展壮大，我们意识到建立稳固伙伴关系的重要性，

与志同道合的组织机构合作，以可持续的方式造福世代，为公益发挥乘数效应。”

例如，2021年，淡马锡基金会号召印尼和新加坡企业捐赠超过12,000台制氧机，协助印尼应对一波传染性极强和致命的冠病疫情。这借助了淡马锡与中国强大制造业的关系网络，得到印尼鹰航(Garuda)等公司在运输和物流服务方面的支持，并且得到了印尼和新加坡各政府部门与机构的帮助。

他说：“能与志同道合的伙伴一起携手努力，倍感欣慰和鼓舞。我们汇集资源，让这一集体捐助的努力发挥了更大的作用，应对了紧迫的需要。”<sup>6</sup>

与此同时，淡马锡信托基金会也不断提升能力，成为负责任的公益捐赠资产管护者、备受信赖的可持续发展倡导者和积极影响力的推动者。

淡马锡信托基金会首席执行官郭木财说：“我们逐渐塑造这三大角色。这些角色来自于淡马锡信托基金会应该成为负责任的公益资产管护者的初衷，这意味着我们必须妥善及有目标地去投资，创造长期可持续的回报，以有意义的方式惠及受益者。我们作为管护者的角色至关重要。”

“倡导者和推动者的角色对实现淡马锡信托基金会2030年愿景尤其重要。我们与志同道合的伙伴共同构建积极向善的生态系统，推动所需的创新方案，造福世代。”

“我们明白，不可能仅凭自己的力量去完成所有事。因此，我们号召和鼓励公共部门、企业和公益机构携手，共同应对复杂的挑战。”<sup>7</sup>

如今，淡马锡信托基金会花了很多精力去建立和培育非营利生态系统。2019年，基金会成立淡马锡信托资产管理公司，投资于为经济、社会和环境带来积极效益的项目。此外，基金会成立标志性的淡马锡店屋，作为发挥社会影响力的枢纽。

2022年，淡马锡信托基金会在亚洲及其他地区成立影响力投资与实践中心。这是淡马锡信托基金会董事蒋福娟之前与联合国合作开展“可持续发展目标影响力计划”的成果，形成了符合2030年联合国可持续发展目标的实用投资框架。



如今，影响力投资与实践中心是可持续发展目标影响力计划在亚洲的主要伙伴，与区域和全球利益相关群体合作，积累知识、增强能力、倡导影响力投资和管理实践的行业标准，汇聚利益相关群体来进行影响力投资方面的积极行动。

印尼、泰国和柬埔寨的可持续发展投资者地图已发布，未来还会推出更多。这些市场分析工具将企业与那些促进实现可持续发展目标的投资机会联系了起来。

蒋福娟说：“如果要让影响力投资成为吸引民间资本的推动力，投资者需要看到这些投资严格专注于可持续的回报，能实现稳定、可量化的成果。我们合作开展可持续发展目标影响力计划，旨在为亚洲投资者与企业提供清晰指导、洞见和工具，支持他们为实现可持续发展目标献一分力。”<sup>8</sup>

然而最重要的改变也许是，淡马锡信托基金会现在对资金的管理和发放拥有更大的自主权。

淡马锡社群统筹与尽责治理部总裁萧文光指出，现在淡马锡和淡马锡信托基金会的角色划分更明确。他说：“过去，淡马锡负责管理和发放捐赠基金。现在，我们是捐赠方，让淡马锡信托基金会履行其职责。我们真正考虑的是影响力和能力，授人以渔而不是授人以鱼。”

明确划分角色，也让淡马锡能着重于实现长期可持续的回报。萧文光说：“通过捐赠基金造福社群和保护地球的任务，由淡马锡信托基金会和其他非营利机构负责。”<sup>9</sup>

2022年，何晶在卸任淡马锡控股首席执行官后，经说服后接替了丹那巴南，出任淡马锡信托基金会主席。同年，淡马锡信托基金会成立亚洲公益联盟，培养集体思想领导力，让区域的人道主义行动能够可持续和规模化。

截至2023年，已有来自美洲、亚太、欧洲和中东超过80个成员和伙伴加入亚洲公益联盟，包括比尔及梅琳达·盖茨基金会、达利欧慈善基金会、李嘉诚基金会、惠康基金会和世界经济论坛。这些成员和伙伴承诺捐款超过10亿新元(7.77亿美元)，包括淡马锡信托基金会捐赠1亿美元，发展生态系统及支持亚洲公益联盟的营运资本。<sup>10</sup>■



淡马锡不仅在运营所在地促进社群的可持续发展，还努力确保帮扶社群和建设能力，同时为了地球、人类的福祉努力，维护和平与推动进步。

如今，除了公益捐赠，淡马锡也与合作伙伴共同应对那些会影响全球社群的紧迫问题，如气候变化、大流行病预防和粮食安全。这些合作包括加强公司治理和尽责治理的能力与知识，以实现更可持续、更包容的增长和发展。

## 动荡的时代

全球正在经历起伏动荡，淡马锡勇于将回馈社群的价值观公之于众。对商业投资者来说，这是不寻常的举动，更不用说经常被视为半官方机构的主权财富基金了。

千禧年伊始，纽约世贸中心双子塔在2001年9月11日遭到袭击。尽管全球市场没有受到严重冲击，但大家的心态明显发生变化，从原本那种富有满足感的确定性和对制度的信念明显变成了波动起伏的不安全感。2003年，亚洲暴发传染性非典疫情，加剧了负面情绪，导致全球市场陷入恐慌，尤其亚洲。

互联网也在2000年代的第一个十年蓬勃发展，形成了新的世界秩序，事物瞬息万变，观点和人群可以迅速聚集在一起、推动变革。2004年2月4日，马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)带领一群哈佛学生创建脸书(Facebook)社交网络平台。接下来一年的2月14日，三名贝宝(PayPal)支付平台的前员工创建了YouTube，彻底改变和普及全球分享视频的方式。

2008年，全球金融危机造成市场激荡不安。2011年，金融市场因欧洲主权债务危机持续动荡。2013年，全球市场陷入“缩减恐慌”。

何晶说：“淡马锡每三到五年就会重新确定长期目标。淡马锡不仅着眼投资，而且放眼全球趋势，包括地缘政治、社会、新兴科技等新趋势、以及推动构建更美好世界的其他动力。”

淡马锡把这些理念纳入2012年的淡马锡宪章，强调了淡马锡备受信赖的资产管护者的角色，作为又一支柱角色，体现了提升资产价值而造福未来世代的承诺。淡马锡宪章也重申，作为着眼未来的机构，淡马锡讲求诚信，始终恪守财务自律和公司治理原则。从2004年首次发布《淡马锡年度报告》和获得信用评级，到后来发行作为公开衡量指标的债券，这些实践早已融入公司文化。

何晶说：“2012年的淡马锡宪章，其实是2009年版本的延伸，但更简明扼要。‘跨世代’这个词表明了淡马锡作为全球投资者，面向着新加坡以外的更广大利益相关群体。”

在这样的时代，淡马锡作为资产管护者的角色愈发重要。除了成立淡马锡信托基金会管理新加坡和亚洲公益基金的发放工作，资产管护也意味着着眼长远、保护储备金，以防未来有不负责任的领导者任意挥霍。

与此同时，淡马锡在2011年7月进行重大的机构改革，分别设立淡马锡控股和淡马锡国际。这种把资产所有权和运营区分开来的模式，在全球投资机构中已相当普遍。淡马锡控股是资产所有者，继续扮演《新加坡宪法》第五附表机构的角色，而淡马锡国际则是负责管理与运营机构，作为全球投资者在世界各地自由灵活地巡航。

# 淡马锡宪章

## 2012年

**淡马锡是积极的投资者与股东。**  
我们长期提供可持续的价值。

**淡马锡是具有前瞻性的机构。**  
我们行事诚实正直，  
并致力追求卓越。

**淡马锡是备受信赖的管理者。**  
我们力求为世代代的社区民众谋福利。

除了淡马锡控股首席执行官，所有其他员工都转到淡马锡国际。何晶担任淡马锡控股首席执行官兼淡马锡国际董事长。2015年，李腾傑获任淡马锡国际首席执行官。2019年，他接替何晶出任淡马锡国际董事长，狄澜则担任淡马锡国际首席执行官。2021年，狄澜兼任淡马锡控股首席执行官。

## 增强投资实力

随着淡马锡宪章的演进，淡马锡重新审视业务重点和能力，这是每三到五年履行的惯例。这次的目标是要让公司作为着眼未来的投资者，更灵活和快速地行动，把握“新常态”下的新机遇，而“新常态”则是经常有颠覆性改变的全天候投资环境。

蒋福娟回顾公司数十年来的发展时说：“没有其他机构拥有和我们一样的投资组合。我们持有多种资产，而这些资产的管理方式各不相同，所以交流和决策流程也不一样。”<sup>11</sup>

因此，2011年4月，淡马锡管理层制定了详尽策略，到2020年前从一家投资控股公司转型为国际投资者。淡马锡必须三管齐下，实现这一目标：扩大全球足迹、提升运营能力和强化优势。

自2000年代初以来，淡马锡一直遵循以下四大投资主题：

- **转型中的经济体**—把握中国、印度、东南亚和拉丁美洲等转型中经济体的潜力，投资于金融服务、基础设施和物流等领域的机遇。
- **增长中的中产阶级**—顺应不断增长的消费需求，投资于电信、媒体与科技、消费和房地产等领域。
- **显著的比较优势**—寻求拥有独特知识产权及其他竞争优势的经济体、业务和企业。

- **新兴的龙头企业**—投资于拥有强大本土业务基础、具有转型潜能成为区域或全球龙头的公司。

2014年3月,淡马锡同意以约57亿美元的价格从香港大亨李嘉诚收购保健与美容产品零售商屈臣氏(A.S. Watson)24.9%的股权。这是淡马锡当时最大的一笔投资,显著扩大了在亚洲快速增长的消费行业的投资组合。

时任淡马锡投资部总裁谢松辉在这项收购的新闻稿中说:“消费零售业是增长中的中产阶级和转型中的经济体这两大投资主题的晴雨表。淡马锡致力于塑造长期投资组合。”<sup>12</sup>

## 评估风险

现任淡马锡副首席执行官谢松辉表示,尽管公司秉持长期投资理念,但仍须采取措施降低短期风险。

“如果只着眼短期,就很难看清一些投资理念。淡马锡一向着眼长期,让我们能应对短期的不确定性。但我们意识到短期业绩表现可能会受到影响。一年表现不佳是可以接受的,但三到五年表现不佳就会影响长期增长。因此,除了传统的投资方式,我们也要看看还能做些什么。”<sup>13</sup>

为应对复杂的投资环境,淡马锡自2000年代初以来采用了经风险调整后的资金成本的方法来衡量公司或投资的预期回报及可能的风险。这些风险涉及地理区域、行业领域、公司,以及全球事件和趋势。两个数值之间的差额称为价差。淡马锡旨在实现高于经风险调整后资金成本的回报。

何晶说:“我们认为,持股比例25%的投资不一定比15%或10%来得好。这取决于经风险调整后资金成本的价差。这对我们来说非常重要,因为如果不了解自己面对的风险,就有可能做出鲁莽的决策,或像一些其他公司那样,进入自己完全不了解的领域。因此,要对比风险来评定我们的业绩表现,而不是看绝对值。”<sup>14</sup>

她也谈到，经风险调整后的资金成本是“合理性检验”，而不是目标或基准。“我们当然希望投资能实现高于经风险调整后资金成本的回报。不过，只要回报是正数而且负数价差不那么糟，我们也会做回报低于经风险调整后资金成本的投资。我们可以设法降低一些风险，为投资创造价值，从而降低风险或增加回报。因此，经风险调整后的资金成本就像是信号灯，而不是目标或基准。实现高于经风险调整后资金成本的回报固然是好事，但我们不应该自鸣得意。同样的，当回报低于经风险调整后的资金成本时，我们也不应该垂头丧气。”<sup>15</sup>

## 设立多元平台

在这期间，淡马锡也在资产管理领域成立了几家子公司，这些公司至今仍发挥重要作用。前首席财务长梁慧玲认为，这是符合逻辑的业务扩展。她说：“如果基本做法是深入了解这些公司，那就不仅要进行股权投资，还要进行不同资本结构的投资。接下来就看是否要通过有特定发展重心的总公司来实现这一点。与其通过总公司，其实可以培育专门的平台来做这些事。”<sup>16</sup>

这些早期设立的专业平台包括狮诚控股、兰亭投资国际、Clifford Capital和海丽凯资本管理公司。淡马锡随后几年推出更多平台，让不断演进的投资版图更灵活、具有深度和广度。这些平台形成淡马锡的“合作伙伴引擎”，截至2024年3月31日管理约830亿新元的资产。<sup>17</sup>

### 狮诚控股： 寻求替代战略

2009年，淡马锡投入超过40亿新元，成立全资子公司狮诚控股。这家全球投资公司投资于多种资产类别，包括公开及非公开市场的股票和债券。在2011年至2020年期间，狮诚控股由潘秀兴掌舵。<sup>18</sup>

他说，成立狮诚控股有几个原因。“淡马锡是以股权为主的长期投资者。如果从2007年至2008年的金融危机来看，问题始于美国信贷市场的担保债务凭证。要是我们之前就积极投资于信贷市场的话，就会发现信贷市场所发出的信号并从中获益。”

“另外，在危机发生时，很多经风险调整后回报不错的投资其实是信贷资产。从经风险调整后的角度来看，所有信贷资产在全球金融危机期间以很低的价位出售，违约风险相当低。换句话说，很多信贷资产实现了经风险调整后的丰厚回报。不过，我们当时的投资以股权为主，还没准备好大规模投资于信贷资产。”<sup>19</sup>



李腾傑（左起）、吴友仁、何晶和潘秀兴出席狮诚控股开业仪式。



如今，狮诚控股在星伟诺集团旗下运营。由潘秀兴领导的星伟诺集团，成立于2020年，旗下有淡马锡的多家资产管理公司，包括富敦资金管理公司、发行Astrea债券的Azalea基金管理公司和毅峰资本。毅峰资本是聚焦亚洲的风险债权投资机构，由淡马锡和大华银行在2015年联合成立。

### **兰亭投资国际： 聚焦北亚和中国市场**

狮诚控股成立后不久，很早就持续投资于中国市场的淡马锡，开始思考如何更好地把握中国经济指数型增长所带来的机遇。淡马锡意识到，如果只专注于大额投资项目，可能会错过那些规模较小的战略投资，尤其是在私营企业领域。

因此，2012年1月，淡马锡成立兰亭投资国际，投资于包括中国在内的北亚市场的中小私人企业，因为共同投资的机会来得很快，必须迅速做出决策。

兰亭投资国际也放眼韩国、日本和台湾的市场，为具有潜能的公司提供增长资本。其首席执行官苏庆赞说，兰亭投资国际的商业模式很简单，它投资于基金，并与基金合作，有选择地对已评估的公司进行直接投资。

### **海丽凯资本管理公司和Clifford Capital： 支持新加坡企业**

淡马锡也看好新加坡市场的商机，在2010年成立海丽凯资本管理公司，投资于年营业额低于5亿新元的新加坡增长型中小企业。淡马锡意识到，为企业提供增长资本以协助实现愿景，是推动企业卓越发展的要素。海丽凯资本管理公司也直接投资于新加坡的私募股权基金，这些私募基金把至少50%的资本投入新加坡企业。

淡马锡希望海丽凯投资的项目能与淡马锡投资组合公司相辅相成,尤其是在海外形成相互受益的商业关系。这样一来,中小企业就能最有效地扩展触角,迈向区域发展,尽可能与新加坡投资组合公司以外的淡马锡生态系统合作交流。

成立于2012年的Clifford Capital,是一家专业金融公司,为基础设施和岸外海事领域提供债务融资。这些领域专为新加坡企业的全球项目提供产品和方案。

淡马锡首席执行官狄澜(Dilhan Pillay Sandrasegara)谈到海丽凯时指出:“这不只是把资金投入基金、让基金投资,也不只是直接投资于这些公司,而是我们想办法给这些公司带来价值。”

“除了我们,这些公司也可以从其他机构获得资金。我们必须创造更多价值。因此,我们尝试为每家公司找到能为它们增值的市场,如中国或印度,或者协助这些公司与我们的关系网络和投资组合公司(附属公司或被投公司)建立联系。这就是我们创造的额外价值。”<sup>20</sup>

## 推动企业发展

2013年，淡马锡成立企业发展事业部，负责海丽凯资本管理公司和Clifford Capital等创新平台的运营。企业发展事业部判断和评估宏观商业趋势，以及具有潜能成为全球、区域或国内龙头企业的新公司，规划未来的企业价值链。它也培育或投资于具有成长潜能的创新企业。

狄澜帮助成立了企业发展事业部。他认为，该部门的使命不仅可追溯到淡马锡推动第一批政府所有的公司发展为领先企业的根基，还可追溯到新加坡科技集团为国防工业建设商业企业的做法。这一业务计划是“一场持久赛”。

他解释说：“和投资通常有的期限不同，我们没有设定期限。如果成立一家公司，打算在三年后卖掉，那就没办法建公司，和私募股权公司或投机者没有两样。我们要的是创造长期可持续的价值，也就是说我们现在播撒的种子，可能会由淡马锡的未来一代收获果实，正如我们在享受前人耕耘的成果一样。”<sup>21</sup>

企业发展事业部最大的项目之一是万礼再度开发计划。2007年，新加坡旅游局推出万礼的两幅地段供招标，在新加坡动物园、夜间野生动物园和河川生态园以外，打造第四个景点。当时无人竞标，于是淡马锡决定介入。

2013年4月，淡马锡向政府提出许多建议，包括把裕廊飞禽公园迁至万礼。建议迁移景点是合理的，因为游客大多不知道公园的所在地，而且这个地点离万礼的其他景点太远。

整合所有自然和野生动物景点，可让访客在同一个地点游览所有景点，为园区运营创造规模经济效益。整合与翻新后的万态野生动物世界，汇集了新加坡全部现有的野生动物园和新的雨林探险园。新景点将为访客提供置身于热带雨林的探险之旅。



在河川生态园，亚马逊洪泛滥林的海牛深受访客喜爱。(万态保育集团提供)

# 2013年

## 推动万礼发展：打造生态未来的愿景

淡马锡首席执行官狄澜认为，淡马锡可通过万态野生动物世界项目，履行2012年淡马锡宪章所述的三大角色，即投资者和股东、着眼未来的机构及备受信赖的资产管护者。

他充满信心地表示地说：“人们可能会问‘你会得到什么回报？’是的，我们获得的回报可能不如投资于跨国企业的回报。但更重要的是，我们创造的是能让每个人都铭记的财富。”<sup>22</sup>这也展现了淡马锡以可持续发展作为一切行动的核心理念。



访客在新加坡飞禽公园的天际剧场观赏非洲秃鹫的表演。(万态保育集团提供)

万态野生动物世界里有五个野生动物园、绿色公共空间和一个生态度假村，除了为公众提供休闲和娱乐活动，也寓教于乐，打造可持续及符合道德规范的野生动物游览体验。

新加坡动物园、夜间野生动物园和河川生态园原本就坐落在万礼。2023年，裕廊飞禽公园迁至万礼，并更名为新加坡飞禽公园。这项搬迁工作花了一年多规划和执行，小心翼翼地重新安置园内的400种共3,500只飞禽，让它们适应新环境。<sup>23</sup>第五个景点雨林探险园在2025年开放。

淡马锡前企业发展事业部和气候变化应对策略部执行总经理梁锦慧，从一开始就参与这个项目。<sup>24</sup>她描述雨林探险园的愿景时说：

“我们的目标是通过创建世界首个空中动物园来分享热带雨林的故事。雨林探险园将建造多层栖息地，包括树梢、树冠层、森林地面和地下洞穴，让访客探索和欣赏热带雨林。我们希望启发大家为自然保护尽一分力。”<sup>25</sup>

负责监督这个项目的万态保育集团首席执行长巴克莱(Mike Barclay)说，他希望“万态”能像“樟宜”一样，成为新加坡的全球代名词，让世界各地的访客通过万态野生动物世界了解新加坡的自然和野生动物保护工作。

他说：“我们重塑品牌时，正是急需采取行动减缓气候变化和挽救地球生物多样性骤减的关键时刻。”<sup>26</sup>



目前，新加坡动物园、夜间野生动物园、河川生态园和新加坡飞禽公园有1,000个品种共15,000只动物，其中四分之一被列为濒临灭绝的物种。

因此，除了探险和休闲活动，万态野生动物世界也注重教育和保护工作，通过机构合作来加强野生动物的保护和研究。

梁锦慧说：“万态野生动物世界致力于加强野生动物的保护、教育和研究，希望与政府机构、大学、博物馆和各种自然团体等伙伴密切合作，支持环境可持续发展和野生动物保护工作。”

这样一来，万态野生动物世界也可测试和建设未来可推广扩展的新能力。

狄澜举例说：“我们在探讨如何以环保的方式降低环境温度，让访客在白天参观景点时感觉更舒适，否则人们只会在上午8时30分至10时，以及下午4时30分至6时30分天气比较凉快时参观景点。我们应如何把温度降低两度至六度呢？”

“我们这么做的话直接受益的是万态野生动物世界，但新加坡其他地区也会跟着受益，因为可以去探讨如何降低新加坡所有户外环境的温度。这就是万态野生动物世界的作用。我们探讨的概念和技术可运用在万礼以外的其他地方。如果我们成功了，那就是一大增值。”<sup>27</sup>■



河川生态园通过“河言物语”表演，介绍水豚等园内受欢迎的动物。

(万态保育集团提供)





## 第六章

# 拓展足迹

除了亚洲，淡马锡在2010年代初开始拓展全球足迹，有计划地进军发达市场，尤其是欧洲和美国。尽管这两个区域在全球金融危机后仍面临经济不确定性，但淡马锡看到了机遇，尤其是美国企业在能源、医疗和科技等领域的优势，以及欧洲企业遍布全球的网络。<sup>1</sup>在欧洲，淡马锡的战略是专注于那些业务营收主要来自于欧洲大陆以外市场的企业。

淡马锡于2014年在伦敦和纽约开设办事处，2017年设立旧金山和华盛顿哥伦比亚特区办事处，之后分别在2020年和2023年设立布鲁塞尔和巴黎办事处。

当时驻纽约的沈宏文，2012年获任淡马锡美洲区总裁。他记得当时的任务是在美国组建团队和建立可持续的业务。淡马锡随后扩大他的职责，包括管理新加坡以外所有的国际办事处及开拓新的信贷业务。

“我的工作就像从一张白纸开始。任何工作都会面对一些局限，对吧？但我们评估潜在的投资机会时，并没有资金或结构限制。我认为何晶是要鼓励我们跳出固有思维，创新求变。而这个职位的魅力就在于要挑战现状。”<sup>2</sup>

同时，他也明白，这不意味着他可以想做什么就做什么。“这是有限制的，但必须跳出框框思考，这样才不会因为思维局限而错过什么。这就是何晶的方式。她并不是允许我做任何事情，而是不想让我因为受到束缚而排除一些有意思的想法。”

他说，说服美国人与一家来自地球另一边、当时还相对不知名的公司合作并不是问题。“我们的目标不是美国散户，而是已经认



2014年，时任总理李显龙受邀出席淡马锡纽约办事处的开幕仪式，与董事长林文兴握手。



2024年4月，时任副总理黄循财在淡马锡巴黎办事处的开幕仪式上致辞。

识我们的成熟国际企业。此外，淡马锡当时已在美国投资，因此主要是为了巩固已有关系，与他们处在同一时区，更积极开展实时合作。”

虽然与沿海门户城市以外的地区打交道时可能会面对更多挑战，但他表示，一旦人们了解淡马锡后，这些挑战就能迎刃而解。

“他们意识到我们有能力协助他们开拓国际业务，尤其是进军亚洲。我们其实具备竞争优势。美国企业最初没有意识到我们有多国际化，但只要向他们解释淡马锡的全球足迹以及与我们合作的益处，他们就会顿悟。在我们努力阐述自己之后，他们就越来越喜欢淡马锡和新加坡了。”<sup>3</sup>

他记得淡马锡曾婉拒与生物科技企业家伊丽莎白·霍姆斯(Elizabeth Holmes)合作投资的机会。她声称自己创立的血液检测公司Theranos掌握了一种创新技术，只需少量血液样本就能快速而准确地进行血液检测。她后来在2022年被判定欺诈。在2014年的全盛时期，Theranos的估值为90亿美元，从创投者和投资者募集的资金达7亿美元。<sup>4</sup>

“他们先联系了何晶。伊丽莎白·霍姆斯和Theranos董事乔治·舒尔茨(George Shultz)<sup>5</sup>飞到新加坡，亲自向何晶和淡马锡高管推介。他们希望淡马锡成为锚定投资者。何晶让我处理这件事，我们最终决定婉拒这个机会。坦白说，拒绝他们并非难事。他们连数据室也没有！<sup>6</sup>如果连数据室也没有，我无法看到商业计划，那如何投资？这简直就是盲目投资。基于这些原因，我告诉何晶我们不该投资。她说‘好的，谢谢你深入了解这件事，我们就这样决定吧’。”

“这就是何晶。她智力超群，可能会令人生畏。如果你和她交谈时没有做好准备，就会感受到压力。但她乐于给予支持，为人忠诚正直，而且具有独特的创新思维。如果出了问题，她不会指责你，也不会推卸责任。与她共事很愉快。我从来没有遇过像她这样的老板，以后可能也不会遇到。”<sup>7</sup>

截至2024年3月31日，淡马锡在美洲的曝险占投资组合的22%或860亿新元，比2011年增长约六倍。欧洲、中东和非洲则占13%或480亿新元，增长约四倍。<sup>8</sup>

沈宏文在2017年离开淡马锡，花更多时间陪伴家人。2018年，他创办了自己的投资公司，但和许多淡马锡前员工一样，仍与公司保持密切联系。

尤其是与当时美国区联席总裁狄澜保持联系。沈宏文回忆道，他们俩合作愉快。“他很酷，在压力最大的时候也能镇定自若。我们说好，如果无法在某个项目上达成共识，我们就不会往前推，也不会独自进行。我们曾有不同的观点，但从未出现过很大的分歧。狄澜是很好的伙伴，与他共事很愉快。”

狄澜是一名顶尖的公司法与并购律师，曾任王律师事务所(Wong Partnership)合伙人。经过三年游说，他在2010年加入淡马锡，作为行业专家，他是淡马锡为了加强高管人才储备所招的关键人之一。

## 建立储备人才库

淡马锡进行结构调整的一个原因是，公司已拥有一支强大的高管团队，他们在公司服务了至少10年。淡马锡需要让他们拓宽综合技能，与此同时吸引新的潜在领导者加入公司。

蒋福娟说：“在2002年底至2011年的转型期间，我们加快了管理梯队的继任步履。高管全面换班，其他人认为我们很有勇气，怎么能把高管都换下来？但我们这么做，是因为我们认为这些接班人已打好基础。我们也相信，更换领导层并不代表失去人才，而是让他们在新的增长领域继续壮大我们的平台。”<sup>9</sup>

狄澜是淡马锡在这期间招的潜在领导人才之一。在这期间，淡马锡也引进了其他一些在各自领域表现卓越的专业人士加入公司担任高级别职务。这包括2011年聘请的现任副首席执行长谢松辉和首席财务长方静仪，以及2008年加入的首席投资官罗德(Rohit Sipahimalani)。

回顾当时，狄澜明白何晶是在规划领导层继任计划，在保留了上一代员工的同时，一起引进新的人才。

他说：“我们为他们设置了电邮群组，称为‘前高级执行总经理组’。他们是王忠文、潘秀兴、苏庆赞和颜志贤。<sup>10</sup>我认为她的想法应该是，万一新团队失败，这些人可以成为后备力量。每个首席执行官必须有这样的想法，即不能把所有鸡蛋放在同一个篮子里。”

“坦白说，她从来没有想过要一直领导淡马锡。人们误解她了。她已经准备让新一代接手。她赋权于我们，并把李腾傑引进公司。她这么做是让自己能后退一步，并确保有人能带领我们有效地朝正确方向前进。”<sup>11</sup>

## 领导层继任计划

2012年，淡马锡国际董事长李腾傑加入淡马锡，担任总裁兼首席法律官。加入淡马锡之前，他是新科电信媒体的创始总裁兼首席执行官。他为人低调，被公认是精明的投资者。和蒋福娟一样，他独具慧眼，善于甄别挑选出不仅表现优异，而且有担当的优秀人才，这对象淡马锡这样的公司来说至关重要。

他说：“银行为员工提供非常好的培训和基础，让人嗅觉敏锐、不断进步，但不具备管护和治理的历练。

“我认为‘管护’和‘治理’非常关键且相互依存、不可或缺。我们必须有一个由中高层和较低层管理人员组成的核心团队；他们每一个决定、每一次投资都以‘主人翁’的身份思考。对我来说，如果没有清晰地认识到自己应该作为好的管护者的身份去管理资产的话，那就是完全缺乏主人翁精神。”<sup>12</sup>

淡马锡在薪酬框架中融入这种“主人翁”思维。虽然基本薪酬对标全球、区域和当地相关市场，但短期花红取决于每年实现目标的情况。

中长期奖励取决于投资组合回报，占据淡马锡年度总薪酬的主要部分。正回报决定了花红储备额度，而负回报决定了回拨额度。递延奖励和回拨机制是淡马锡薪酬框架的重要组成部分。长期奖励最长可递延12年派发，并取决于市场风险和回拨机制，考虑到了在不同市场周期内回报的可持续性。<sup>13</sup>

何晶说：“我们思考如何在淡马锡深植这种‘主人翁’意识。经过各种考量后，我们决定实行与经风险调整后回报挂钩的递延薪酬计划。高级别员工的大部分花红和奖励最长可递延12年或约两个商业周期派发。如果无法继续实现回报，我们共担负回报，进行花红回拨。这么做是希望大家有一致的利益和行动，着眼于长期的管护和治理。我们遵循‘花红与回拨’这种独特的制度，是为了机构的长期发展。”<sup>14</sup>

除了薪酬计算公式，与公司共进退的意识也体现在其他方面。她说：“每当经济风暴来袭，淡马锡的管理层都会以身作则，削减



自己的薪酬，这与新加坡首届自治政府的做法一样。在2008年全球金融危机期间，淡马锡高管层自愿减薪高达25%，初级职员减薪幅度较小，体现同舟共济的精神。这也给其他在新加坡的淡马锡投资组合公司发出迅速而强烈的信号，需提前准备应对非常严峻的经济形势。正是这样谋求生存的集体驱动力，以及致力于长期发展的承诺，让淡马锡及其投资组合公司能够发展和繁荣。”<sup>15</sup>

除了全球金融危机，淡马锡员工也在1985年新加坡经济衰退、1999年亚洲金融危机、2001年和2002年互联网泡沫破灭、2003年非典疫情、2019年全球金融市场调整，以及2020年和2021年冠病疫情期间减薪或冻薪。

何晶认为，让新员工培养“主人翁”的意识很重要，尤其是那些之前在大型著名机构专门从事投机和交易业务的人才。

“例如，狄澜来自律师事务所，其他人则来自投资银行。这些是服务行业，他们会为客户提供良好服务，但他们没学到后续要继续负责管护。投资银行家们会对收购进行建议，对吧？他们具备所需的金融技能，但他们不会为客户处理后续，因为这不是他们的工作。他们负责帮客户进行收购，完成任务并领取奖金后，他们就会离开。后续的责任感在哪里呢？”<sup>16</sup>

加入淡马锡之前，狄澜自2000年起就在包括西拉雅能源在内的数家淡马锡投资组合公司担任董事。他说：“他们给了我一条由赫迪·雅曼(Hardy Amies)为淡马锡设计的红色领带。我至今还收着，有时会在《淡马锡年度报告》发布会系上。”

他回忆第一次与何晶见面的情景，当时他代表淡马锡在处理一项复杂的交易。

“一个周六早上，王忠文要求我与淡马锡开会。那时是2002年10月或11月，地点在财务大厦的办公室。我当时不知道淡马锡内部对我提出的要约是否可行存在意见分歧，所以王忠文让我去向他们讲解。她只问了几个问题。她总是在聆听，让别人提问。而最重要的问题是，我认为可行吗？我说是的，我认为这可行。”

在那之后，他多次见到何晶。其中一次重要的会面是在2008年，又是王忠文安排的一次有些神秘的会面。“王忠文让我去香



格里拉酒店。当时大概是晚上9时30分或10时。我以为我只是去见他。那时候，酒店一楼有一家日本餐厅名为滩万(Nadaman)，后头有一间包厢。房门一开，我就看见何晶。她就是在那次会面中让我考虑加入淡马锡。我拒绝了，因为时机不合适。我觉得我在律师事务所还有工作未完成。我们大概聊了半小时或45分钟。”

2009年，狮诚控股邀请狄澜加入，他也拒绝了，因为他认为自己不适合做公开市场投资的工作。

2010年5月，何晶邀请他共进午餐，并再次邀请他加入淡马锡。这次他答应了。“那是一个星期五。到了星期一我打电话告诉她我的决定，说我得在2011年1月1日才能上班；我心想还是把2010年的工作先完成再离开。

“我马上就接到陈慧贞<sup>17</sup>的电话，让我去公司签合同。我快速地看了一遍合同，没再提任何条件。我只是留意了终止雇佣条款，然后就签了合同。”

“我想何晶应该是很惊讶。她把这个消息告诉了丹那巴南，之后他的助理Jasmine打电话给我，说他要约我见面。我隔天放下手上的工作去见他。他问‘你为何不谈合同？’我说‘我加入不是为了事业，而是为了回馈。’他回答说‘但你是一名律师！’我说‘是的，我是一名律师，但对我来说，唯一重要的条款就是离职通知期。事情要么成，要么不成。’他笑了。”<sup>18</sup>

狄澜出生于马来西亚，现在是新加坡公民。对他来说，加入淡马锡是“正确的决定”，因为新加坡给了他和家人很多机会，他想要回馈国家。

“我在马来西亚出生，父母是马来西亚人，出生四年后的1967年，父母成为新加坡公民，因此我获得了‘未成年公民权’，也就是说我拥有粉红色公民身份证，虽然严格说来我当时没有国籍，但我在新加坡上学和履行国民服役。履行国民服役后，我必须在一年内宣誓效忠，否则就得放弃新加坡公民权。我立刻就宣誓了，根本没有等上一年。”<sup>19</sup>

他坦承，他原本只打算在淡马锡做三年，然后回到律师事务所继续执业。“我不打算在这家公司发展自己的事业。然而在那

三年里，很多事让我心生共鸣。”

“淡马锡是一家独特的公司，通过旗下公司及在新加坡的投资，直接和间接地与新加坡民众相连。新加坡政府投资公司并没有投资于新加坡，它在新加坡以外的市场投资，以维持新加坡储备金的国际购买力。”

“但淡马锡旗下公司及淡马锡如何支持这些公司，影响着每个人。无论我能作出什么贡献，只要我做得好，公司表现卓越，那广大的新加坡社群就会从中受益。我一直都这么想。”<sup>20</sup>

赋能职业女性是他的个人信念之一。他回忆道：“我母亲当时是一名律师，许通美<sup>21</sup>和陈锡强<sup>22</sup>是她法律学院的同学。我之所以在马来西亚出生，是因为我母亲需要外公外婆的帮忙，选择回到吉隆坡生我。”<sup>23</sup>

2021年，他支持首席财务长方静仪成立淡马锡女性网络的构思，通过制定框架和项目去帮助处于不同人生阶段的女性员工。他说：“社会要求我们扮演不同角色，对女性更是如此，她们不仅是个体，还是母亲、还需照顾他人。”<sup>24</sup>

加入淡马锡后，他很快就接受了考验，同时领导多个部门，包括投资事业部、投资组合发展部和企业发展事业部，以及新加坡和美洲区团队。他回忆道：“我有太多职衔，我的名片上有很多行字，而且每隔几个月就会变。”

2017年10月，他担任副首席执行官。“我终于可以把名片上的所有职衔都去掉，如今只有‘副首席执行官’。”他在2019年担任淡马锡国际首席执行官，2021年出任淡马锡控股首席执行官。

## 招纳贤才

前首席财务长梁慧玲认为，合适的人才能解决所有问题。

“如果我们有优秀的人才，他们的真知灼见可以带领我们迈入新的增长阶段。如果有好的想法，即使资金不足，还是能找到志同道合的伙伴共同投资。如果够聪明，总是能把事情规划好并发展成业务。”<sup>25</sup>

现实生活中，这可能很难做到。淡马锡首席企业事务长兼组织与人力资源总裁陈慧贞说，真正的挑战是发掘能在淡马锡独特环境中茁壮成长的合适人才。“我们常说我们没有可遵循的发展蓝图，我们开辟自己的道路。同样的，我不会给每个应征者一个非常精确的职位描述。这并不适用于一些人，尤其是来自严格制度化环境的人，他们需要明确指示‘这是你的工作范畴，这是我要你完成的任务，这是执行的方式。’这些人在机构内会感到难以胜任。”<sup>26</sup>

淡马锡前人力资源部执行总经理张光昌在2006年<sup>27</sup>金融市场最蓬勃发展的时期加入淡马锡。当时，争夺金融人才竞争激烈，留住员工更是挑战。他回忆道：“工作量也是问题。人手相当吃紧。作为一家全球企业，淡马锡必须相应调整人力资源政策，以吸引合适人才。”<sup>28</sup>

于是，张光昌和他的团队着手更新人力资源政策和招聘人才的战略，探讨薪酬框架与理念，让公司面向全球市场，更具竞争力。

淡马锡强调的特质有别于其他企业。张光昌说：“除了具备必要的金融技能和职能，员工的态度是否与公司价值观契合也极其重要。”淡马锡寻求能担任各种职务、既能塑造又能领导、有助于机构发展的多面人才。淡马锡也看重那些可以跳出舒适圈，到其他国家工作的人才。

最后一个特质彰显了淡马锡不断扩大的全球足迹。截至2024年3月31日，淡马锡有1,001名员工，分布在9个国家的13个办事处。淡马锡的员工中，约有60%是新加坡公民。其余员工人数最多的5个国籍，分别是中国(11%)、美国(7%)、印度(6%)、英国(3%)和马来西亚(2%)。<sup>29</sup>亚洲员工分布在新加坡、北京、上海、深圳、河内和孟买的办事处，亚洲以外的员工则分布在伦敦、布鲁塞尔、巴黎、纽约、旧金山、华盛顿哥伦比亚特区和墨西哥城。

## 价值体系

何晶认为,淡马锡必须秉持新加坡的价值观和精神。她说:  
“我们必须维护新加坡的DNA。什么是新加坡的DNA?是什么价值观和体系推动了新加坡的发展?正如拉惹勒南(S. Rajaratnam)<sup>30</sup>所说,成为新加坡人不取决于祖先是誰,而是取决于个人的选择和信念。”

“所以,对淡马锡来说,新加坡的核心价值观是唯才是用、追求卓越、可靠和值得信赖。这些是共同价值观。我们也拥有多元宗教和种族,讲求务实,没有任何意识形态。我们要着眼长期,塑造未来。”

对淡马锡来说,员工的国籍并不是问题。她说:“我不在乎你的护照、眼珠或头发的颜色。只要你拥有这些价值观、讲求诚信,决心建立一个超越自己、超越个人利益和超越此时此刻的事业,那你就是淡马锡大家庭的一分子。”<sup>31</sup>

丹那巴南说:“我们的目标到底是要做个当地人的雇主,聘请当地人来运营公司,还是要确保投资必须带来最大的回报?”<sup>32</sup>

淡马锡致力于实现长期可持续的回报,因此需要最优秀的管理团队来实现这一目标,不论其国籍或信仰。有些人认为外国人可能只会待五年左右,丹那巴南对此回应道:“你又如何知道新加坡人不会在五年后离开?”

何晶说,基于这些原则,淡马锡首席执行官由非新加坡公民担任,也是有可能的。

“我们很久以前就探讨过这个问题。我去见了当时的总统纳丹,他说‘是的,但你首先必须引进非新加坡籍董事’。”<sup>33</sup>

伊盛盟是首名非新加坡籍董事。何晶说:“但他后来没有事先通知我们就成了新加坡人!不过,这也为其他来自欧洲、美国、中国等地的非新加坡籍董事敞开了大门。”

这个过程必须循序渐进。“我们就是这样引进了顾之博(Chip Goodyear)。”<sup>34</sup>

2009年2月6日，淡马锡宣布必和必拓(BHP Billiton)前首席执行官顾之博加入淡马锡董事会，从3月1日起成为候任首席执行官，并从10月1日起接替何晶出任首席执行官。

董事会从2005年初开始评估审视淡马锡内外部的首席执行官人选，而顾之博在2007年被认定为潜在接班人，可能成为首名执掌淡马锡的非新加坡人。<sup>35</sup>

然而，基于董事会和顾之博在一些战略上出现意见分歧，双方在2009年7月21日达成共识，不继续推进顾之博接任首席执行官的计划。他在8月15日卸下职务，何晶继续担任首席执行官。

目前，顾之博经营着自己的投资公司，仍是淡马锡的朋友和商业伙伴。

何晶当时说：“淡马锡团队的实力和董事会的信心是我们邀请顾之博接任淡马锡首席执行官的原因之一。遗憾的是，董事会和顾之博近期经过友好协商，共同决定不推进这项继任计划。然而，这并不表示我们应该停止继任计划的评估工作。无论谁担任淡马锡首席执行官，我们都会继续这么做。这是我们履行机构纪律和董事会治理的重要一环，以实现长期发展。”<sup>36</sup>

2011年，淡马锡分为淡马锡控股和淡马锡国际，把资产所有者与管理与运营的职责分开，进一步巩固领导力治理。

何晶说：“这样一来，我们可以让非新加坡人负责淡马锡国际的投资业务，而由新加坡人掌管淡马锡控股的非投资业务。淡马锡控股的机构掌舵人不一定要有投资经验。”

“淡马锡国际是测试自己是否能为自己决策负责的难得平台。狄澜在担任淡马锡控股首席执行官<sup>37</sup>之前，曾负责淡马锡国际的运营。”<sup>38</sup>

## 培育多元人才

要把来自不同国家和专业背景的员工融合在一起，肯定会面对一些挑战。

何晶说：“我深信人的能力可以是多方面的。如果放在一起，就会形成色彩缤纷的调色板。问题在于你如何发掘这些能力。”<sup>39</sup>

梁慧玲说，建立储备人才库是循序渐进的演变过程。“植树育才需要时间。我们一开始没有企业财务、投资者关系和税务团队，但我们逐步建设能力和组建这些团队。例如，组建资金团队时，我们只在2005年发行过一次债券。后来，我们在更多市场发行不同币种和期限的债券。我们开始得到认可，人们也开始考虑加入淡马锡的资金团队。同样的，我们之前没做过投资者关系的工作。但因为有了规模较大的债券发行计划，具备投资者关系工作经验的人就会觉得加入淡马锡是值得的。一旦迎来某个转折点，人们就会开始看到你的价值。”<sup>40</sup>

大多数员工普遍认为，淡马锡给予的机会非常多，令人欣喜的同时也可能应接不暇。

Azalea基金管理公司首席执行官、狮诚控股前首席运营官曾安素自1985年起加入淡马锡，多年来在多个项目中肩负重任，包括成立虎航和整合新加坡港务集团。她说，公司的工作性质丰富多样，何晶加入淡马锡后，工作环境更有活力，成了她继续前进的动力。

她说：“我在这里负责过很多不同地区和交易类型的项目。丰富多样的工作、复杂程度不一的项目和多元的团队组合，都是让我坚持下去的动力。我喜欢这种工作氛围。每天就像迎接新的工作或任务一样。”<sup>41</sup>

她坦言，受邀加入狮诚控股并担当首个非投资类的职务时，她有点迟疑。“这是新的事物，我不介意尝试。但我从来没做过支持部门的工作，因此必须学习。我电话咨询一些人的意见、加深理解后，我加入了公司并着手安排各种事务和引进人才。我很庆幸在我的职业生涯里遇到了非常优秀的团队。”



何晶认为只要大家都秉持相同的价值观，那就要激励多元化的人才发展，孕育不同的观点，发挥所长。她说：“重要的是不分年龄和经验，为所有员工提供机会和培训，增强他们的能力。我们为员工提供大量学习和成长机会，让他们在专业与个人层面提升和挑战自己，因为我们坚信，拥有正确价值观的员工是淡马锡长期发展的核心基础。”<sup>42</sup>

直到最近，投资组合都由两位负责人共同领导。这是刻意的安排，目的是要发挥他们的专业知识，并测试他们能否实现团队协作。狄澜说：“我们曾采用联席职务任命的做法，促使大家合作和让步。许多员工其实都很有干劲，各自有特定的做事方式。但如果共同领导，就必须退一步考虑对方的观点。”<sup>43</sup>

陈慧贞认为，重要的是发掘那些能找到折中之法寻求平衡的人。“我们不能接受一个彻头彻尾的企业家，只做自己喜欢的事，因为这不利于机构建设。员工必须遵循工作流程，但我们不希望这些流程限制他们的表现和想法，取得平衡至关重要。”<sup>44</sup>

曾安素认为，赋能员工是取得平衡的先决条件。她说：“只要你认为有意义，而且有勇气和信念付诸行动，那就去执行。我认为这很重要。我们让员工制定和推进各自的任务。因此，淡马锡的未来发展取决于负责人及他们如何指引方向。”<sup>45</sup>

除了员工的工作方式，淡马锡也在行政管理上采用这种赋能的观念。以员工请假为例，淡马锡员工请假无须经过“批准”，这与大多数其他公司不同。员工的休假会自动获得批准，并发出通知给直属上司。淡马锡相信所有员工能负责任地决定自己的休假。



## 关爱员工

何晶承认，在淡马锡工作的人估计都是工作狂，但她说：“我们尽可能以人为本地对待员工，而不是把他们当作生产工具。”

陈慧贞也有同感。她说：“有些员工一直积累年假。作为机构，我们认为员工需要适当休息。年假是让你放松心情、反思自我和恢复活力的时刻，回来后能更好地投入工作，作出贡献。但有些员工就是不请假，甚至不介意年假作废。”<sup>46</sup>

何晶说：“我告诉员工，如果没休完年假，就会撤消。我们不允许你把年假转到下一年，否则你会继续积累年假，永远不请假。但这也不管用，因为有些员工休假时也在工作。”

“因此，我决定实施强制休假制度。目前，在圣诞节至年底期间关闭办公室，每个员工都不上班。这段期间不会有工作，因为整个办公室都会关闭。”<sup>47</sup>

此外，淡马锡在新加坡率先慷慨地提供陪产假。为人父亲的员工可在孩子出生的一年内灵活申请20周陪产假。相比之下，根据政府2013年的规定，男员工只能申请一周陪产假，2017年增至两周。从2024年1月1日起，雇主则可自行决定给予额外两周陪产假，并且工资将由政府承担。<sup>48</sup>

陈慧贞回忆道：“当时我们都说‘这是历来最多的陪产假。一般上，陪产假只有两三天！’但何晶认为，父亲也应该承担一部分照顾婴儿的责任。

“我们也延长了照顾父母的假期，因为家庭除了配偶和孩子，还有父母。公司重视所有员工的福祉，不分男女、已婚或单身员工。许多福利和人力资源政策都以这个理念为导向。”<sup>49</sup>

淡马锡办公室也为哺乳员工提供挤奶和储奶设施，只有女性员工才能使用。公司内还备有淋浴设施，供骑车上班或在午餐时间运动的员工使用。

何晶说：“一年一度的‘CEO挑战’鼓励员工掌握不同语言、学习乐器和舞蹈等新技能。这些活动也有助于降低退休后患上失智症的风险。”

更重要的是，她愿意为了员工的长期发展而牺牲短期利益。“如果没有准备好承担一些风险，我们有时会合理地放弃机会。但谈到培育团队，我们愿意牺牲效率和效力，愿意承担短期效率低带来的损失，尽量为员工提供个人与团队的培训和学习机会，让他们长期受益。”<sup>50</sup>

## 推动可持续发展

淡马锡此时已发展为成熟的国际投资者，员工来自不同国家的人才，旗下的投资项目也取得成功。虽然淡马锡的投资活动聚焦转型中的经济体和增长中的中产阶级，但公司也意识到全球繁荣对环境造成的影响。

淡马锡恪守2012年淡马锡宪章所述的角色，即积极活跃的投资者、着眼未来的机构和备受信赖的资产管护者，在2014年庆祝成立40周年之际，举行“生态繁荣”会议。这项年度会议汇聚了私营和公共领域、学术界和民间团体的全球领袖，交流看法、分享最佳实践，以推动可持续发展议程。

其实，淡马锡很早就开始关注可持续发展，在2011年制定战略、立志到2020年成为全球投资者时，就已在计划中提到可持续发展和气候变化。早在2009年，印制《淡马锡年度报告》时就选择了获得森林管理委员会认证的木浆制成的纸张。这些年来，淡马锡也减少印量，把更多内容发布到网上。

狄澜说：“除了担任首席执行官，何晶也是我们首任首席可持续发展官。她是淡马锡可持续发展的旗手，指导和推动我们把可持续发展作为一切行动的核心理念。她带领机构循序渐进地开展各项举措，以实现这一目标。”<sup>51</sup>



淡马锡副董事长郑维强在2014年首届“生态繁荣”会议上致开幕词。

淡马锡副董事长郑维强在首届“生态繁荣”会议的报告中说：“回顾过去、展望未来，我们意识到我们正处于一段漫长旅程的起点。但这不是我们能独自完成的旅程。随着社会更加繁荣，大家有更多憧憬，企业应想方设法管理好资源消费与生态保护。这不一定意味着“更少”，而是“更好”——更好地保护自然与社会环境，更好地应对经济增长对社群的影响。”

这些话在未来十年不仅会对淡马锡，也会让世界产生更深远的共鸣。



下篇

# 乘风破浪

2015年至今



**“有人刚才和我说，他把淡马锡比作冲浪，因为必须要掌握海浪的方向，看准浪头，并且敏捷地站上冲浪板。一旦做到这一点，就能乘风破浪。”<sup>1</sup>**

**何晶**

淡马锡控股首席执行官(2004年至2021年)

**“坦白说，如果不是为未来世代打算，其实可以循规蹈矩，继续专注于眼前的投资，确实更轻松，但这样做无疑是以未来为代价。在我这个年纪，我可以只着眼于接下来的五六年，然后指定一名接班人。何晶也可以这么做，但她并没有。”<sup>2</sup>**

**狄澜(Dilhan Pillay Sandrasegara)**

淡马锡控股首席执行官(2021年至今)





淡马锡在2014年举办首届“生态繁荣”会议。何晶当时就已意识到，环境与可持续发展议题将产生越来越深远的影响，这不仅会影响淡马锡的业务和运营方式，也会影响整个投资行业。

事实证明，她有先见之明。翌年，在法国巴黎召开的2015年联合国气候变化大会上，196个国家首次齐聚一堂，通过了应对气候变化及其影响的国际公约。

《巴黎协定》的缔约方承诺“把全球平均气温升幅控制在工业化前水平以上低于2摄氏度之内”，并努力“将气温升幅限制在工业化前水平以上1.5摄氏度之内”。协定要求成员国每五年通报一次减缓气候变化计划，或称为“国家自主贡献”。

同年，何晶加入了“商业与可持续发展委员会”。这项为期两年的全球计划汇聚了商界、金融界、民间团体、工会及国际组织的领导者，共同探讨企业如何为实现联合国可持续发展目标<sup>3</sup>作出贡献。委员会在2017年发布的报告指出，这一领域在接下来的十年将创造超过12万亿美元的经济机会。<sup>4</sup>在粮食和农业、医疗卫生与健康、城市，以及能源和材料等领域，预计将创造3.8亿个新的工作岗位。

其中，约5万亿美元<sup>5</sup>的投资机会在亚洲，亚细安(东盟)和印度各占1万亿美元。

狄澜说：“何晶看到了投资者不仅有机会，更有责任来实现可持续发展目标，为打造更可持续的地球尽一分力。”<sup>6</sup>

2018年，何晶在澳大利亚悉尼举行的亚细安(东盟)—澳大利亚商业峰会上发表讲话，阐述了企业如何考虑三大底线——利润、机构和社群，塑造可持续的未来。

她说：“我们都很熟悉第一底线——利润与财务回报，这是投资的动力，也是创造就业的基础。第二底线是机构本身——如何塑造机构价值观和培养人才。企业正处于科技变革的前沿。在这个科技经历颠覆性变化的时代，企业、政府和工会必须共担责任，

协助劳动队伍重塑技能和提升技能，为未来做好准备。我们必须帮助员工未雨绸缪，迎接这个令人兴奋而瞬息万变的世界。”

“第三底线是广大社群——作为企业，我们如何为所有人打造公平、公正和可持续的未来；如何探寻创新求变的解决方案，让社会更包容、生活更美好。因此，企业必须与政府和民间团体携手合作，共同发挥社群管护者的作用，为民众谋福利。”<sup>7</sup>

这三大底线也是淡马锡践行跨世代管护者使命的主要动力，激励淡马锡更深入探寻机构投资者的角色及所寻求的回报类型。

事实上，何晶启动了淡马锡向下一个重大进程的步伐——将可持续发展理念融入公司运营中。为此，淡马锡成立了可持续发展和统筹部。

# 2016年

## 可持续发展和统筹部：超越营利的价值

虽然环境、社会和治理(ESG)投资如今已广为人知，但在2016年蒋福娟设立可持续发展和统筹部，并邀请《南华早报》前行政总裁胡以晨接任她的时候，这个概念尚未普及。

蒋福娟当时的管理职责包括机构关系、公共事务和社群统筹与尽责治理。她决定把这些工作范畴纳入新成立的可持续发展和统筹部，并新增可持续发展的职能。

在通知员工们新部门成立的电邮中，她把可持续发展定义为“我们这个时代具有决定意义的挑战”，资源短缺、人口结构变化和气候变化等挑战正在重塑社会期望、公共政策和监管框架，进而改变商业环境，影响投资成果。

她谈到：“在战略和执行中融入可持续发展理念的程度、在组织内激发创新与变革的能力，以及对社群投入与发展的承诺，这些因素都将愈发影响淡马锡创造和实现长期价值的潜力。对可持续发展的重视，将其作为发展的核心支柱之一，这进一步增强了淡马锡作为着眼未来的机构的基础。”<sup>8</sup>

新成立的可持续发展和统筹部任务艰巨。狄澜坦言：“最初听到这个提案时，我并不确定应不应该这么做，倒不是因为不认同将可持续发展作为淡马锡的核心理念，而是不确定我们是否准备好公开宣布这样的立场。不过，何晶是对的，她要求我们明确地把目标摆出来，这样就会竭尽全力取得正确的成果。”<sup>9</sup>

蒋福娟说：“当时，可持续发展仍处于萌芽阶段。有些人担心，我们某些投资项目可能因涉及空气污染而遭到批评。这是投资上的顾虑。不过，我当时认为，如果我们不这么做，就会错失良机。任何机构的发展都需要行动起来、循序渐进。迈出第一步，就能开辟不同的路径，体现出践行可持续发展理念的决心。”<sup>10</sup>

对胡以晨来说，淡马锡作为心系未来世代的长期投资者，将可持续发展理念纳入公司职能是水到渠成之举。“淡马锡存在的使命只有一个，就是为未来世代积累财富。到了一定阶段，相比那些能长久造福世代的事，多完成一笔交易或多赚一百万就显得苍白了。可持续发展和尽责治理正体现了这一点，这是我们存在的根本意义。”<sup>11</sup>

对他而言，在回应反对意见时，必须用财务语言或投资人士能够理解的数字来阐述。“除非把它转化为财务数字，否则像淡马锡这样的投资机构将会有一种感知上的距离。这并不是说在知识层面无法被说服，或在情感上无法被触动，而是它与日常工作没有共鸣。所以，气候首先要通过科学来定义，然后转化为财务数字，从而决定资金部署。财务数字也必须转化为企业的认知和良心。这一切可以激发政策制定者、消费者和企业的动力，从而采取切实而有影响力的行动。”

淡马锡付诸行动，遵循淡马锡宪章中“追求卓越、践行使命、造福世代”的尽责治理价值观，开始将ESG因素纳入体系。<sup>12</sup>

淡马锡开始将ESG因素考虑在投资方法论中，胡以晨称之为“额外的筛选标准”，与常用的法律和资金成本筛选标准一起使用。与此同时，由于《巴黎协定》的实施，世界各地的机构开始思考气候变化的影响，淡马锡也顺势而为。

他说：“我们随后做出了一个大胆的决定。正如其他公司宣布在特定时间内减少特定的整体碳足迹一样，我们的可持续发展团队制定计算淡马锡及投资组合公司的碳足迹的方法。我们的资金成本也会是经气候风险调整后的资金成本，这成为机构讨论投资决策时的主要内容。当时，我们已经采纳了一些自我信息披露和报告的准则，为采取行动打下了必要的基础。” ■



**到2030年，新航集团总燃油量的5%将由可持续航空燃料取代。**

(新加坡航空公司提供)

这些行动卓有成效。在 2020 年，淡马锡实现了机构层面的碳中和。在日常运营中，许多碳排放来自于各办公室的用电量和商务差旅。剩余的排放通过自愿碳市场购买和注销碳信用额度来抵消。2021 年，淡马锡设定了每吨二氧化碳当量 42 美元的内部碳价，并纳入投资决策中。

此外，淡马锡宣布了关于投资组合减碳目标，即到 2030 年将投资组合的净碳排放量总和减少到 2010 年排放水平的一半，力争到 2050 年实现净零碳排放。<sup>13</sup> 公司将采纳全球气候相关财务披露工作组和温室气体核算体系的建议。<sup>14</sup>

同年，淡马锡与贝莱德共同成立了脱碳伙伴，推出一系列后期风险投资和早期增长型的私募股权投资基金，致力于推进脱碳解决方案，力争到 2050 年前实现净零经济。<sup>15</sup>

为加快脱碳进程，淡马锡在 2024 年将内部碳价<sup>16</sup>提高至每吨二氧化碳当量 65 美元<sup>17</sup>，目标是到 2030 年提高至每吨二氧化碳当量 100 美元，确保员工的行动与公司的减排承诺相一致。

除了测算和管理碳排放，淡马锡信托基金会、淡马锡和兰亭投资国际在 2019 年成立了 ABC World Asia 私募股权基金，致力于打造稳健的亚洲影响力投资模式。ABC World 由邢增成领导，建立在联合国 17 项可持续发展目标的基础上，体现了淡马锡建设活跃经济 (Active Economy)、美丽社会 (Beautiful Society) 和洁净地球 (Clean Earth) 的愿景。

2022 年，公司更名为 ABC Impact<sup>18</sup>，但使命未变，投资领域继续聚焦金融与数字包容、医疗卫生与教育、气候与水资源解决方案，以及可持续的粮食与农业，尤其是亚洲企业。

邢增成说：“展望未来，我们认为普惠、气候变化和能源转型解决方案有着不少具有吸引力的投资机会。我们的战略目标仍是为亚洲地区寻求相关且适用的技术和商业模式。作为专注于亚洲的机构，ABC Impact 有能力帮助这些公司在区域内实现规模化发展，并创造积极影响力。”<sup>19</sup>

淡马锡可持续发展解决方案部前执行总经理张俐伟回忆道：“可持续发展团队有三个重点——政策、投融资，以及解决方案。政策方面着重于制定 ESG 方法及公司迈向净零的途径；投资和融资方面则专注于绿色金融分类标准和影响力投资。ABC Impact 正是在这一背景下应运而生。”

“可持续发展解决方案团队与淡马锡的新兴科技投资部合作，投资于包括脱碳在内的高潜力早期技术。”<sup>20</sup>

新兴科技投资部由谭明耀领导。他曾在新科工程任职，也曾在一家美国硅谷科技公司工作了 20 年，担任过多个部门的领导职务。

新兴科技投资部的主要任务是探寻未来的赢家，而要做到这一点，需要特别敏捷的思维方式和投资框架。谭明耀说：“我们的思维倾向于按部就班，因此很多人习惯线性思考。然而，科学和科技的进步往往呈指数级和颠覆式的发展轨迹。”<sup>21</sup>

因此，新兴科技投资部通过对新兴基础技术进行早期评估，辅助淡马锡现有的机构能力，聚焦三方面：净零能源转型技术、新一代材料、计算与认知技术。



可持续发展和统筹部的解决方案团队负责的两个项目，最终分拆为独立机构。第一个是全球碳交易市场 Climate Impact X (CIX)，由星展银行、新加坡交易所、渣打银行和淡马锡在 2021 年联合组建。

第二个是 2022 年 6 月成立的聚焦全球脱碳解决方案的投资平台公司 GenZero，由张俐伟领导。

谈到这个新职务，张俐伟说：“这是我在可持续发展解决方案工作中的自然延伸。之前，我们致力于概念开发和支持试点项目，对于那些我们认为可行的解决方案没有自主的投资能力。但现在，我们必须这么做。GenZero 不仅关注技术，也专注于气候和以自然为本的解决方案，巧妙地融合了科技、自然和碳市场的理念。”

他指出，GenZero 旨在创造可持续的财务回报和积极的气候影响力，但有时两者之间难以取得平衡。因此，他的团队在 2023 年 6 月发布了 GenZero 气候影响力评估框架，为创造积极影响力制定发展基准。

他解释道：“用更常规的术语来讲，可以将碳影响或碳收益比作是投资者在寻求股息收益。如果你投资于银行或电信公司，大致可预期其股息收益。同样的，如果注资 10 亿，合理预期是能实现多少气候影响呢？如果股东要求同时实现气候影响和财务回报，就有责任向股东解释怎样才算‘做得好’。不能只报告实现了什么影响力，而要知道什么才是合理的目标。”

## 践行可持续发展

如今，淡马锡已将气候相关的考量纳入公司的治理架构。2022年1月，董事会成立了风险与可持续发展委员会，注重可持续发展趋势带来的机遇和风险，包括气候变化及财务、信誉、运营和网络安全风险。在管理层面，战略、投资组合及风险管理委员会负责监管淡马锡的ESG政策，并将包括气候变化在内的ESG考量因素纳入公司战略、投资、风险和运营管理流程。此外，脱售和投资高级委员会在管理和塑造公司的投资组合时，也会充分考虑气候相关的风险和机遇。<sup>22</sup>

淡马锡可持续发展与气候变化战略总监齐曼方 (Franziska Zimmermann) 说：“我们会对一些投资进行深入甚至激烈的探讨，但正是这些讨论磨砺了我们对交易的判断。对于每一笔交易，我们都要问自己，是否存在环境问题或负面社会影响？是否可以视为投资机会？这锻炼了我们的能力，建立了一种共同的文化与认知——要优先考虑什么，哪些投资不仅为淡马锡实现财务回报，也能带来积极的环境和社会效益。”<sup>23</sup>

这与可持续发展和统筹部成立初期的情况截然不同。

目前在淡马锡担任顾问的胡以晨回忆道：“当时的可持续发展和统筹部仍处于摸索阶段。我们像摸着石头过河一样，努力站稳脚跟，争取其他部门的认可与尊重。当你不断地去向前推，总有一天，大门会敞开，因为人们最终意识到可持续发展是不可避免的话题。我认为在淡马锡很多事情都是这样的，必须要坚持不懈。”

然而，他强调，推动这一进程需要“一个强有力的赞助人”。

“在可持续发展和尽责治理方面，何晶无疑是主要的赞助人，这让我和我的团队工作起来轻松了许多。整个淡马锡上下都知道她是可持续发展的精神领袖。”<sup>24</sup>

何晶在2021年“生态繁荣”会议致闭幕词时明确表达了自己的观点。“如果至今尚未被说服的话，那可以理解为气候行动不仅是成本，也是投资机会，并能提高2030年以后的回报。一个毫无生机的星球或分裂的社会是不会带来任何回报的。作为

投资者和企业，我们与政府和工会一道，共同承担集体责任，确保我们的工人和人民拥有未来。我们必须帮助人们为工作以外的生活做好准备，帮助他们为有体面的退休生活进行投资。”

她也呼吁采取气候行动。“我们正处于气候紧急状态。投资者、企业和社会必须即刻合作，避免全球气温到 2040 年攀升 1.5 摄氏度。这是实现到 2050 年全球经济净零排放的关键里程碑。”<sup>25</sup>

各界合作的一个典型例子，是新加坡能源市场管理局在 2022 年 6 月向吉宝电气颁发首个电力进口许可证，首次从老挝进口水力发电可再生能源。电力输送途经泰国和马来西亚，成为涉及四个亚细安（东盟）国家的首个多边跨国电力贸易项目。<sup>26</sup>

2023 年，胜科公用事业 (Sembcorp Utilities) 获得了能源市场管理局的意向书，探索在越南开发离岸风场将电力输送至新加坡。<sup>27</sup> 此外，吉宝能源 (Keppel Energy) 签署了一项协议，从柬埔寨进口大规模、由来自多管道可再生能源所生产的低碳电力。<sup>28</sup>

在新加坡，电网建设是国家能源转型计划的重点项目，计划包括到 2030 年达到 2 千兆峰瓦的太阳能装机容量，以及到 2035 年进口 4 千兆瓦低碳电力。随着新加坡争取到 2040 年全面淘汰内燃式引擎车，交通运输将转向电动化发展。

随着可再生能源日益普及，电网的适应性显得尤为重要。作为国家电网的运营商，新加坡能源集团在维持具有韧性和稳定的供电系统方面发挥着关键作用。

新加坡能源集团总裁黄天源说：“能源转型的格局将演变成充满复杂挑战的体系。可再生能源不仅分布广泛，而且依赖天气和太阳辐照度，供应有间歇性；电动车充电负荷将分布不均且波动较大。”

“新加坡能源集团正在开发和试点各种先进技术解决方案。这些解决方案将为建设稳健、灵活和智能的电网奠定基础，推动能源转型。”

狄澜总结说：“整个行业，包括淡马锡，都必须与政府合作，共同构建新电力市场的架构，将未来绿色能源的需求纳入考量。”



随着电动车的使用，新加坡的目标是到2040年淘汰内燃式引擎车。  
(新加坡能源集团提供)

在新加坡以外的地区，淡马锡投资了瑞典初创企业 H2 绿色钢铁 (H2 Green Steel)。该公司在瑞典布登设厂，利用绿氢生产绿色钢铁。钢铁制造约占全球碳排放的 7%<sup>29</sup>，这一占比预计将继续上升，尤其是在印度、亚细安（东盟）国家和非洲经济扩张的背景下<sup>30</sup>，投资脱碳解决方案显得尤为重要。

与传统钢铁生产模式相比，H2 绿色钢铁的生产方式可减少高达 95% 的碳排放。该公司预计在 2026 年实现商业化生产，并在 2030 年内达到 500 万吨产量。这种绿色钢铁的客户预计有梅赛德斯奔驰 (Mercedes-Benz)、嘉吉 (Cargill)、斯堪尼亚 (Scania) 和汽车零部件制造商 ZF。<sup>31</sup>

## 转型投资

淡马锡可持续发展部副主席何蔚思 (Steve Howard)<sup>32</sup> 意识到, 要实现气候目标, 公司必须做出一些艰难的决策。其中之一是减轻或消除现有业务可能带来的负面影响。

“这个决策并不是简单的非黑即白, 很多细节要考虑。因此, 讨论主要围绕着负面影响的程度, 以及我们如何发挥影响力。能否创造价值? 是否有可行的方案? 这些才是讨论的重点。”<sup>33</sup>

2022 年, 胜科工业将旗下的胜科能源印度公司 (SEIL), 包括两座燃煤发电厂, 脱售给阿曼一家名为 Tanweer Infrastructure 的公司。该公司由淡马锡的商业伙伴阿曼投资公司 (OIC) 牵头的财团间接拥有。

交易完成后, 胜科工业的可再生能源产能由 43% 增至 51%<sup>34</sup>, 加快了公司实现到 2050 年净零排放目标的步伐。

胜科股东以压倒性多数批准了这项交易。胜科还为 Tanweer 提供了延期付款票据作为融资, 付款期限为 15 年, 并设定了具体的业绩目标。

然而, 为确保运营顺畅和帮助胜科能源印度公司减少温室气体排放, 胜科将继续提供技术咨询服务以及财务激励措施, 支付的利率将随着胜科能源印度公司减少排放而相应降低。

一些人批评胜科“漂绿”和拖延逃避, 但曾领导淡马锡投资组合发展部、现任欧洲、中东与非洲区总裁韩明毅 (Nagi Hamiyeh) 反驳说, 购电协议还有效, 发电厂也正为 250 万户家庭供电, 关闭发电厂显然不可行。他强调, 胜科并没有规避可持续发展的责任, 反而通过为买方提供财务激励, 支持其脱碳进程。

“我们并不是要关闭这些发电厂, 或是把它们改造为绿色能源设施, 因为这不切实际。如今有许多燃煤发电厂在环保方面已大大改善, 我们以做得最好的发电厂为基准, 让胜科能源印度公司团队帮助发电厂逐步实现目标。如果团队在各个层面都减少碳足迹, 胜科工业将根据其支付的利率给予财务奖励。这一来, 他们不仅能产生积极影响, 在财务上也不会吃亏。如果与我们合作



减排，财务上还能获益，这有力驳斥了有关‘漂绿’的指责。”<sup>35</sup>

曾任宜家 (IKEA) 首席可持续发展官的何蔚思明白，与合作伙伴和供应商共同实现可持续发展目标并非易事。他说：“在供应链运作中，我们可以与供应商合作，尽管最初可能并不顺利，但如果我们确信能够合作，只要对方愿意遵循明确的指标和计划，合作就能继续下去。”

淡马锡 ESG 投资管理部总裁兼可持续发展部执行总经理朴灵娥接受新加坡华文日报《联合早报》采访时表示，淡马锡更愿意积极支持投资组合公司的气候转型计划，而不是将它们脱售。<sup>36</sup>

例如，新加坡航空公司和新加坡能源集团等投资组合公司在能源转型计划中都取得了长足进步，这为淡马锡所乐见。

“虽然我们没有规定投资组合公司遵循固定的路径来减少碳排放，但我们更愿意与它们合作，从财务可行的角度，积极支持它们进行商业模式转型和采取减排行动，而不是将它们脱售。”

同样，淡马锡也有意与那些正在进行能源转型的公司合作，包括尚未完全实现绿色发展，但已制定相关计划的公司。

例如，澳大利亚大型综合发电和电力与天然气零售商 Origin Energy，在新南威尔士州麦考瑞湖运营澳洲最大的燃煤发电站。

2023 年，淡马锡参与了博枫可再生能源合作伙伴牵头组成的财团，财团宣布收购 Origin Energy 这一澳洲最大的综合发电和能源零售商的能源市场业务，从而加快可再生能源发电的步伐。

这项交易涉及在接下来十年内至少增加 200 亿澳元投资，建设高达 14 吉瓦的新型可再生能源发电和储能设施，从而降低电网的碳密集度，使澳洲最大燃煤发电厂之一的伊拉林 (Eraring) 能最迟在 2029 年逐步退役。

同时，Origin Energy 的绝对温室气体排放，到 2030 年将减少 70% 以上，为澳洲实现净零排放目标作出重要贡献。<sup>37</sup>

尽管该公司的董事会建议接受收购献议，但收购案最终未获股东通过——69% 的股东投了赞成票，未达到所需的 75%。<sup>38</sup>

然而，韩明毅指出，这并未改变淡马锡在能源转型投资的立场。“我们不仅要减少淡马锡的碳足迹，也希望参与其他公司的解决方案，这正是我们对这个投资机会感兴趣的原因。如果投资了Origin Energy，我们的投资组合本可以增加一个重要的排放源。不过，我们制定了明确的脱碳计划和路径，不会言而无信。同时，作为一家投资公司，我们希望获得合适水平的经风险调整后的回报。”<sup>39</sup>

何蔚思认为，转型投资的复杂性往往不明显。“从碳排放的角度来看，环境影响是可以衡量的。但当问题细分为数百个商业模式和技术决策时——如何转型并推动增长、如何扩大新模式、如何淘汰旧的公共政策、供应链与投资之间的相互作用就成为极其复杂的挑战。”

“但当然，我们已就外部因素、企业对社会与环境的影响制定了更全面的指导方针。我们将采取审慎的态度，确保在投资时充分了解情况，并制定相应的计划。我们评估一家企业时，会看目前是否存在负面的社会影响，而我们能否减轻并最终消除这些负面影响，或者将其转化为正面影响。”<sup>40</sup>

他指出，应对气候变化最复杂的问题可能是地缘政治。“作为一家投资公司，我们能解决全球地缘政治问题吗？不，我们不能。但我们可以成为资本市场积极的意向型领导者，为投资的公司提供明确方向。”



## 培育人力资本

公司需要在更广阔、互联互通的世界中发挥作用，这种意识也以其他方式有着潜移默化的影响。随着员工在全球参与重大投资，淡马锡的“人才后备力量”也日益强大。

在公司内部，淡马锡建立了更具凝聚力和更明确的员工文化，尤其是在2003年确定了唯才是用(Meritocracy)、追求卓越(Excellence)、互相尊重(Respect)、讲求诚信(Integrity)、团队协作(Teamwork)和互信互助(Trust)的MERITT价值观，并纳入员工年终绩效评估。

负责组织与人力资源部的淡马锡首席企业事务长陈慧贞表示，人力资源部在淡马锡并非辅助职能，而是扮演重要的合作伙伴角色。她解释道：“当你以合作伙伴的身份参与时，就能洞悉公司的需求，并从公司的角度思考问题。我们密切关注市场趋势，尝试建立相应机制抢占先机，提前为这些趋势培养能力。”

对外，这种做法同样带来了益处。随着淡马锡的发展壮大，公司很早就开始吸引新的人才，并与那些有能力、有影响力且渴望与淡马锡合作或加入淡马锡的人建立联系。

然而，这一切并非一蹴而就。陈慧贞还记得，公司早期在招聘有潜质的员工时曾不敌投资银行。但如今，这种情况不再发生，因为淡马锡已建立起成功的品牌形象。

尽管淡马锡如今在吸引人才方面已不成问题，但公司在成立淡马锡国际委员会和区域咨询委员会时获得的热烈反响，还是让她欣喜不已。

“淡马锡国际委员会已成立多年，我们总能找到合适的人选。当我们着手成立美洲和欧洲咨询委员会时，所接洽的人选都给予了积极反应，这让我们非常感激，实在太令人惊喜了。”

“他们都是行业中的领军人物，这么愿意支持和帮助我们，无疑是对我们在全球发达市场的业务和信誉的有力肯定。”<sup>41</sup>

# 2016年

## 区域咨询委员会：寻求更广阔的视角

淡马锡从最初专注于新加坡，发展为足迹遍布全球的投资公司，2004年成立的淡马锡国际委员会最能体现这一发展历程。委员会由一群国际商业领袖组成，至今仍为淡马锡提供宝贵的见解和指导，每年在新加坡召开一次会议，讨论影响全球商业和投资环境的议题，并定期更新委员组成。

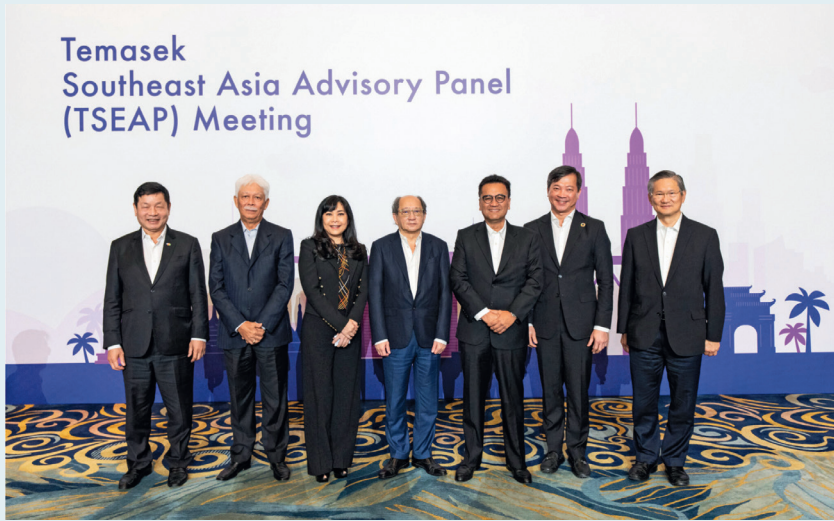
谈到淡马锡国际委员会的成立，曾任战略关系执行总经理的王文辉说：“我们认为，国际商业领袖能够带来国际视野和更广阔的商业视角，帮助淡马锡走出国门和传统的投资领域。”<sup>42</sup>

委员在各自领域拥有深厚的知识、独到的洞察力和丰富的经验，具备宝贵的人脉网络。2004年的创始委员包括美国的得克萨斯太平洋集团联合创始人邦德曼(David Bonderman)、印度塔塔集团前董事长拉丹·塔塔(Ratan Tata)、澳洲的力拓公司前老板及西太平洋银行前主席莱昂·戴维斯(Leon Davis)，以及日本三菱商事株式会社已故社长榎原稔(Minoru Makihara)。

在每年召开的会议上，委员们分享真知灼见，让淡马锡受益匪浅。因此，淡马锡决定成立区域咨询委员会，在2016年1月成立了淡马锡欧洲咨询委员会，同年6月成立了淡马锡美洲咨询委员会。

淡马锡董事长林文兴在2015年淡马锡国际委员会年度会议上解释了这个决定的意义。“我们的目标是汇聚来自主要市场的杰出领袖，帮助我们聚焦这些市场的相关议题，分享更广阔的视角。”<sup>43</sup>

这两个区域咨询委员会每年举行三次会议，通常在各自地区的城市举办。不过，在2019年，这两个委员会在中国深圳举行了跨区域会议。通过这样的安排，淡马锡在东西方之间搭起了交流桥梁，拓展了合作和知识共享的机会。



张家平(Truong Gia Binh, 左起)、莫哈末·哈山·马力肯(Mohd Hassan Marican)、诺妮·普尔诺莫(Noni Purnomo)、李腾傑、约祖亚(Yozua Makes)、梅友信(Mai Huu Tin)和陈智深(Chartsiri Sophonpanich)在淡马锡东南亚咨询委员会首次会议上合影。

林文兴致开幕词时说：“这次会议标志着我们在亚洲深入交流的新阶段。我们借此机会与来自欧洲和美洲的委员们一同亲身体验当地的最新发展。我相信，这种国际交流会让大家获益良多。希望中国的与会者能像我们的欧洲和美洲顾问一样，从互动中获得启发。这些交流不仅加深了我们对亚洲市场机会的理解，也让我们看到了崛起的亚洲与世界之间的机遇。”<sup>44</sup>

淡马锡国际董事长李腾傑说：“淡马锡团队每次都能从这些讨论中汲取新的观点和见解。这有助于增强我们对投资环境的了解，无论是欧洲还是美洲。讨论的内容也超越了地区局限，涵盖全球地缘政治和经济趋势。毕竟，世界日益互联互通，企业之间也是如此。”<sup>45</sup>

李腾傑也担任新成立的区域咨询委员会——淡马锡东南亚咨询委员会主席。这个委员会成立于2023年8月，与其他委员会相辅相成，反映了淡马锡近年来在东南亚区域不断增长的投资。

在宣布成立东南亚咨询委员会的新闻稿中，狄澜说：“东南亚的经济增长由年轻的人口结构、快速城市化和加速数字化等强劲的基本面所支撑，淡马锡正在东南亚部署更多资金。”<sup>46</sup>

与淡马锡在可持续发展领域的愿景契合，东南亚在绿色经济领域也蕴藏着很多机遇。根据淡马锡与贝恩公司的联合报告，东南亚的绿色经济机会可吸引超过2万亿美元的新投资，确保四分之一以上的能源来自可再生能源，实现100%的电力供应，以及创造逾500万个新的就业机会。<sup>47</sup>

然而，淡马锡根据过往经验，深知不可忽视政治敏感性。

李腾傑说：“每个运营所在地都会因社会、经济和政治因素而出现紧张的情况。我们必须做好准备，处于有利位置，与伙伴们建立稳固而持久的关系，确保我们作为备受信赖的投资者能够顺利运营。”

“我认为，这些是我们能持续展现的特质。并不是说我们过去遇到的问题不会再发生。它们随时都可能发生。但我们现在更有能力应对这些问题，尤其获得了东南亚咨询委员会成员们的建议。”

值得一提的是，李腾傑曾提议将日本纳入东南亚咨询委员会。

“日本企业在东南亚各国有着非常多元的投资和利益，具有长远视野，在本区域根基稳固。无论东南亚哪个国家在哪个时间点由哪个政府执政，他们都能继续努力做下去。”

“因此，在考虑成立这个委员会时，我建议囊括日本，因为来自日本的见解会非常宝贵。”<sup>48</sup>

不过，要将地区背景丰富多元的人聚集起来面临一定挑战，毕竟对东南亚来说，英语不是通用语言，而且文化上人们在众多人前往往倾向于保持低调。

因此，李腾傑的首要任务是让委员们熟络起来，更好地互动交流。“这些人在各自的领域和国家都有卓越的成就。我们的任务是营造一个让他们畅所欲言的环境，以吸收宝贵的智慧和有用的信息。”

东南亚咨询委员会成立的时候，正好李腾傑认为东南亚区域各国投资环境日益改善，以及淡马锡与本区域的长期合作历史。

他说：“委员中有许多人已经是我们的朋友。即使不是，他们也都是经过强烈推荐加入委员会的。与他们交流时，我感受到他们对淡马锡的高度重视。他们认为淡马锡具备完善的框架和系统，希望向我们学习，并乐于分享个人和共同的经验。” ■

胡以晨说：“尽管我们的员工坚韧勤奋，善于集思广益，但为了能安全地配置资金并从中获益，我们是否具备所有必要的知识？答案是否定的。因此，我们必须与世界各地不同行业领域和专业技能的人互动交流，其中许多关系是建立在个人层面的。”<sup>49</sup>

### 重新评估优先事项

淡马锡在国际舞台大展宏图的同时，也须要应对一些国内事务，其中子公司SMRT便是一个重要问题。这家新加坡公共交通运营商面临一系列新的挑战，并最终在2016年除牌。

SMRT在2000年上市时备受瞩目，因为这是日本以外首个上市的城市轨道交通运营商。<sup>50</sup> 此前从未有过，因为这类运营商向来难以实现盈利。<sup>51</sup>

在宣布SMRT除牌的新闻发布会上，淡马锡现任副首席执行官谢松辉表示，作为SMRT的长期投资者，淡马锡支持管理层的计划，并无意蒙受亏损。

他也强调了淡马锡的角色。“淡马锡是积极活跃的投资者，不是运营商。我们希望创造一个专注于提升公司的环境。这当中存在风险，但也意味着公司必须努力实现一定的回报。”<sup>52</sup>

# 2016年

## SMRT除牌：为公众利益和公司盈利着想

2000年上市的SMRT在2016年从新加坡交易所除牌，所有运营资产重新归政府控制，让新加坡公共轨道交通网络回到原点。

根据2017年发布的《淡马锡年度报告》，淡马锡以12亿新元收购了SMRT企业的全部股权。随后，SMRT除牌，摆脱了所面临的双重压力——既要对股东负责，又要满足乘客的需求。

SMRT成立于1987年，负责按商业原则运营新加坡城市轨道交通系统。

时任通讯及新闻部长杨林丰博士当时说：“这次私有化符合政府的整体政策，即让私营企业在政府无须直接参与的领域开展业务。”<sup>53</sup>

这也是新加坡政联企业脱售行动的一部分，旨在通过在交易所上市，最终让公众拥有公司的股权。类似的例子包括新加坡航空公司、海皇轮船和新加坡巴士公司。

政府承担现有和未来轨道交通基础设施的成本，而SMRT则拥有并管理所有运营资产，提供高效的地铁服务和实现盈利。

然而，问题开始在2011年左右显现。随着新加坡人口增加，地铁服务频繁中断，车厢过度拥挤，乘客的不满情绪逐渐高涨，迫切须要采取措施缓解这些问题。

淡马锡前交通与物流投资部总裁张洁心回忆道，SMRT须要增加列车，以缓解拥挤问题。然而，从商业角度来看，这种做法并不可行。利润持续下降，主要是由于不受SMRT控制的车资一直没有上调。<sup>54</sup>

过去五年，实际车票收入同比仅上涨了1%。<sup>55</sup>

为了应对这些挑战，政府决定根据新地铁融资框架<sup>56</sup>接管运营资产的所有权，而SMRT则继续负责运营。这有助于减轻SMRT超过20亿新元的资本支出义务和后续资产更新负担，让它能够集中投入精力和财务资源，提供更可靠的地铁服务。

尽管这一解决方案理论上可行，但实施起来并不容易，因为这种模式需要在提供公共服务与应对公开市场压力之间取得平衡。

张洁心说：“背后的机制太复杂了。公开市场难以理解这对SMRT财务状况的影响，尤其是对盈利能力的影响。”为了说明这一点，她得参考办公室墙上一张类似迷宫的框架图。

“我们对营收和息税前利润设定了上下限，让政府和SMRT共担风险。但如果SMRT的业绩表现超出预期，也会有相应的回拨。”

淡马锡当时迅速采取行动。张洁心说，何晶决定将公司私有化，因为她意识到解决这些问题需要时间，而更重要的是改善地铁服务的可靠性。

“当我们看到了所需要完成的工作，再加上不太可能兑现在首次公开售股所承诺的股息，她说我们必须将公司私有化，先解决问题，将来也许可以重新考虑上市。尽管这看似在倒退，但这是正确的决定。”

在新地铁融资框架发布几天后，淡马锡带着决策向公众宣布了这一消息，作为对新运营框架的回应。<sup>57</sup>

在联合发布的新闻稿中，淡马锡与SMRT坦承前路漫漫。“即使新的框架下，SMRT预计仍将面临挑战，地铁网络老化和扩建将伴随成本增加和不确定性。SMRT也必须专注于实现现有和新的多年期提升计划，以支持日益老化和持续扩建的地铁网络，包括提供更可靠和优质的地铁服务，以符合陆路交通管理局即将制定更严格的维护绩效标准。”<sup>58</sup>■





SMRT成立于1987年，负责运营新加坡城市轨道交通系统。  
(SMRT企业有限公司提供)



## 第七章

# 勇往直前

尽管淡马锡此前在投资管理上采取“放手”的方式，相信投资组合公司及其管理团队能够做出正确的决策，但随着机构不断扩大，以及全球环境日趋复杂，这种思路也逐渐发生了变化。

人们意识到市场越来越难以掌控，投资风险更大，但回报也可能更高。对于那些敢于冒险的人而言，新的机遇正迎面而来，令人振奋。

淡马锡进行了深思熟虑，思考如何在动荡的全球地缘政治环境下巡航，逐步侧重更具针对性的投资，而不是大额交易。

狄澜说：“如果你分析我们的欧洲和美国投资组合，就会发现我们几乎没有特别大规模的投资。我们在美国市场没有进行集中度高的投资，而是选择那些契合‘未来趋势’的领域，例如科技、消费、生命科学和金融服务。对我们来说，这些领域的表现都不错。我认为那时一个大的转变是更关注成长型投资和早期风险投资。尽管回报很重要，但我们这么做的原因不仅是为了回报，也希望能够至少跟上未来趋势发展的步伐，并尝试洞悉这些趋势的走向。”

同时，淡马锡会继续关注传统投资组合，确保他们与时俱进。

他说：“我们的新加坡投资组合公司也存在长尾风险。我们不能轻易出售新加坡港务集团、新加坡航空公司或凯德集团等。因此，了解新的创新理念、商业模式和概念是至关重要。我们要参与其中，这样才能走在趋势的前沿，更好地与投资组合公司共同探讨未来。”

“我们的投资策略包括重新定位现有投资，这本质上是一种再投资。比如我们有50亿元可投入两三个新项目，但现有的投资项目存在长尾风险，那由于这些需要应对的长尾风险我们可能会决定将这50亿元投入现有项目。这种权衡取舍是我们所有投资组合公司的首席执行官和高管团队必须考虑的问题。”<sup>1</sup>

在这种渐进式战略的基础上，淡马锡对核心投资组合的理念正在转变，比如像何晶所说的，“积极分享对趋势的见解，比如更长的寿命和新兴科技等，鼓励董事会和管理层关注当前可能还不显著的长期、超长期发展趋势所产生的影响”。

她说：“我们必须更加齐心协力，推动企业和员工积极适应迅速兴起的变革。此外，我们也要全力以赴，避免错失投资机会或陷入资产搁浅的困境。”

她指出，这些分享和交流有时以三方对话的形式进行，涵盖政府、工会与企业的沟通，包括淡马锡投资组合公司及淡马锡体系以外的公司。<sup>2</sup>

# 2019年

## 投资组合发展部：通过合作增值

2019年，淡马锡发布新闻稿，宣布投资事业部将成立投资组合发展部<sup>3</sup>，“在现有投资组合管理能力的基础上，积极活跃地通过合作、创新、成长策略和/或结构重组等方式为核心资产增值”。这个部门由后来担任淡马锡欧洲、中东与非洲区总裁的韩明毅领导。

韩明毅出生于黎巴嫩，在美国读书，在新加坡生活了近30年，自2005年起在淡马锡工作。“我喜欢新加坡，因为我在一个饱受内战摧残的国家长大，每天上学时，我都不知道自己能否活着回来。每一天都可能是生命中的最后一天。可以想象，那里没有任何社会保障机制、没有什么社会体制，而新加坡给了我渴求的稳定和体制。”

体制正是促成投资组合发展部成立的关键所在。在韩明毅看来，以往被动的管理投资组合并不奏效。“我们过去经常从外部角度向董事会和管理层提出建议，但十之八九未被完全采纳。”

“我们目前的做法是与投资组合公司建立伙伴关系。我们从实际角度出发来解决问题，为我们的建议投入资金支持，为所有利益相关群体创造‘双赢’的局面。”<sup>4</sup>

韩明毅得到了狄澜的支持。“我表达了对错失诸多机会的沮丧。我们对40%的投资组合公司进行了分析，从方方面面来看，结果并不理想。我告诉狄澜‘请给我一个机会解决这些问题’。”

2013年淡马锡企业发展部成立时，狄澜是首任总裁，很自然地支持这一举措。企业发展部着重于发掘和开发有潜力成为全球、区域或国内领军企业的新企业，同时负责振兴现有投资组合公司。

韩明毅很快投入工作，并表示这是他职业生涯中最复杂但也最有成就感的角色。他从六家公司入手——翱兰、凯德、胜科工业、胜科海事、吉宝企业和新加坡能源。



“我告诉大家，我们需要加入这些公司的董事会，因为很多决策是在我们不知情的情况下做出的，这引发了很多辩论。其次，我设立了特别行动小组，与我一起配合协调公司管理层，或借调到公司去解决问题。”

“这个模式很有效，因为我们组建专门团队，全心全意、每次聚焦一个资产，设定明确的短期、中期和长期关键绩效指标。我告诉团队，‘在两年内，你们只须专注于一家公司的事务’。这是淡马锡的全新尝试，因为此前在投资事业部，每个人通常同时负责四到五家公司。在这里，我告诉他们，‘我只要你们在一家公司生活、呼吸、吃饭、睡觉，其他一切都不用管’。”

投资组合公司起初抵触，他并不意外。“这是人之常情。没有人喜欢改变，更不愿听外来的人告诉他们该怎么做，因为这意味着他们之前错了。然而，最终成果归属于公司的董事会和管理层。最重要的是，我们承诺为正确的转型战略提供资金，这让许多人难以拒绝。”

2019年6月，凯德集团以110亿新元收购了星桥腾飞（Ascendas-Singbridge），成为亚洲最大的多元房地产集团之一，管理价值超过1,230亿新元的资产。<sup>5</sup>随后，凯德集团进行业务重组，分为两个重心明确的业务，一个是上市的全球房地产投资管理业务，另一个是私有化的房地产开发业务。2020年6月，胜科工业和胜科海事宣布分拆，并通过发行21亿新元的可弃权附加股为后者进行资本重组。<sup>6</sup>2022年1月，翱兰集团进行战略重组，分为翱兰农业和翱兰食品原料，并计划推动两家公司上市。<sup>7</sup>2023年2月，胜科海事与吉宝岸外与海事合并，更名为海庭，致力于成为岸外和可再生能源领域的领先企业。<sup>8</sup>

韩明毅说：“我们对每家公司的做法都是一致的。我们提出理论观点，推进战略审核。我们在很短的时间内为所有利益相关群体创造了很大的价值，取得了显著成果。这并不像火箭科学那么困难，只是需要自律、严谨和耐力。” ■

韩明毅坦言,这种与投资组合公司更深入的合作,有一种回到淡马锡成立初期的感觉——针对当时一些由在职的高级公务员领导的传统企业,淡马锡进行了大刀阔斧的改革。

而今不同之处是,淡马锡与投资组合公司的关系更加紧密。

“每次见到他们,我总是开玩笑地说,和他们交谈如此频繁,比跟我母亲谈话还多。这种密切的交流最终让他们明白,首先,我们是值得信任的。其次,我们的目标一致;我们为所有人创造价值,而不是为自身谋取特殊利益。第三,对他们来说,最终的功劳会全部归功于他们。”<sup>9</sup>

陈慧贞说:“投资组合公司与淡马锡的交流在许多方面都有了显著改善。我记得早期,我们对这些公司进行深入分析时,常常会引发敌意,因为我们是从投资者的角度出发,而不是运营者。因此,他们总是质问‘你到底对我们了解多少?’之类的问题。但如今,他们的态度转变为‘既然你有这个想法,我们为什么不试着利用它呢?’也许我们的能力和交流方式也有所改进,如今人们更愿意聆听,而且发现我们确实能为他们创造价值。”<sup>10</sup>

## 规划未来投资

在评估新交易时,传统策略显然已经无法适应快节奏、高度分化和多元的投资环境。在科技初创企业层出不穷、气候变化影响日益加深、数字创新颠覆行业,以及部分地区地缘政治紧张局势不断加剧的背景下,传统战略的局限尤为明显。

这时的淡马锡,已是一家规模更大的企业,正处于发展的转折点。

谢松辉说:“过去,我们的运作方式是由下而上的,对投资组合缺乏明确的引导方向,这在当时是可以接受的,因为投资于快速增长的新兴市场时,重点是抓住增长机遇,把握方向不是核心问题。然而,当达到一定规模后,这种方式就不能继续了,必须要有清晰的方向。如果我们还是沿用由下而上的方法,10年后我们会走向何方?很显然,没有人会知道。”<sup>11</sup>



因此，2019年担任淡马锡国际首席执行长的狄澜决定制定新的战略，为淡马锡未来10年的发展指引方向。这一战略称为“淡马锡2030战略”，是10年前由何晶主导的淡马锡2020战略的延续。当时的目标是把淡马锡从一家投资控股公司转型为国际投资公司，如今已在很大程度上实现了。

何晶说：“第一个战略计划是淡马锡2010战略。之后所有的战略都秉承严谨审慎的原则，明确未来的发展方向。成长后的淡马锡要做什么？从一个35岁的投资者迈向更成熟的阶段，我们的投资组合按新元计算已经是2002年/2004年的四倍。”

狄澜补充说：“何晶在很大程度上已重塑公司。现在，我不需要进行同样大规模的改革。我们这一代领导者的任务，是在现有体制的基础上，进一步完善和发展。”<sup>12</sup>

面对金融、社会和地缘政治的不确定性与风险，淡马锡2030战略以四大支柱为基础，引领公司在高度动荡的世界中蓬勃发展。

- 塑造具有韧性和前瞻性的投资组合
- 以可持续发展为核心理念
- 建设淡马锡运营系统
- 加强组织机构、人才与能力建设

这四大支柱可概括为：淡马锡致力于以可持续发展为核心，塑造具有韧性和前瞻性的投资组合，通过灵活高效的跨职能能力，由坚韧、知识渊博且技能多元的团队来支持目标的实现。

狄澜说：“可持续发展是我们一切行动核心理念。这应贯穿于我们的运营方式、投资组合公司及资金配置策略中。”

“这其中是有原因的。如果我们是真正的长期投资者，就必须设想10年或15年后的世界会是什么样子，然后评估我们的投资组合公司是否仍具竞争力。气候变化是不可忽视的现实。如果我们的公司无法减缓气候影响、适应变化或有效地调整商业模式，



资产的长期价值可能会受到影响, 我们所期望的财务回报也可能无法实现。

“因此, 归根结底还是资金成本的问题: 在一个碳定价的未来世界中, 为了实现我们的目标, 资金成本是多少? 这就是我们要思考的问题。”<sup>13</sup>

在淡马锡2030战略模式中, 支持这些支柱的促进型资本, 不仅是财务资本, 还包括人力资本(发掘潜能和提升福祉)、社会资本(推动社会进步)和自然资本(保护地球和环境)。

## 投资组合与生态系统

根据淡马锡2030战略，淡马锡的投资组合分为两大类——“韧性资产”和“动态投资”。“韧性资产”是投资组合的基石，占大部分，能抵御市场波动，提供稳定而可持续的长期回报。这包括淡马锡投资组合公司；内生复利型企业，通过直接投资实现高于资金成本的长期回报；以及资产管理业务。

“动态投资”是中短期投资，淡马锡会在投资期结束后脱售，以筹集新一轮直接投资的资金。“动态投资”主要追求增长与较高回报，但潜在风险和波动较大。与其他淡马锡投资一样，这类投资以四大结构性趋势为导向——数字化进程、未来新消费、更长的寿命和可持续的生活。

这包括从很早期就参与的投资，狄澜称之为“不仅需要洞悉通往未来的方向，更要掌握眼前道路的曲直”。这涵盖粮食、水资源、废弃物、能源和材料，以及量子计算等深度技术。<sup>14</sup>狄澜说：

“这很重要，不仅是为了可持续发展，而且这些可能是新的商业模式，最终可能纳入我们的投资组合。”<sup>15</sup>

淡马锡的投资组合组成由三大增长引擎驱动。第一，投资引擎，淡马锡直接投资；第二，合作伙伴引擎，通过狮诚控股或祥峰投资等平台投资；以及第三，发展引擎，聚焦于四大投资趋势相关的领域，为研发、早期或深度科技企业注入种子资金。

韩明毅说：“长期以来，我们一直讨论是否有可进行创投的合适人选，因为这是一种截然不同的思维方式。我们大多数人都认为，一个人要么是私募股权投资者，要么是创投者。你不能两者兼顾，因为这需要完全不同的思维方式。因此，我们开始招募专注于创投的人才。首先是创新投资团队，之后是人工智能和区块链，让他们进行这方面的投资。总的来说，这么做是有效的。”<sup>16</sup>

淡马锡首席投资官罗锡德(Rohit Sipahimalani)说：“我们已确定四大趋势，确保在这些领域深入探索并持续投资。毋庸置疑，这是正确的方向。但我们也关注不断变化的环境，看看是否需要调整策略，以把握这些趋势或探索新的领域。”<sup>17</sup>

他也强调, 尽管投资主题明确, 但仍需要与不同平台合作, 避免重复投资并充分发挥潜在的协同效应。

“我们可能看到一个平台进行私募信贷, 一个平台进行早期创投, 一个平台进行创投债务, 大家可能会见证一个企业不同的成长周期。如果我们能把这些点连接起来, 就能发挥强有力的效果; 这就是狄澜所说的淡马锡运营系统的优势——能够将一切联系起来并提供选择, 让我们脱颖而出。”

罗锡德列举几个淡马锡运营系统的例子。“过去几年, 祥峰投资了五家公司, 我们也在后期参与了投资。我们能够及早发掘这些公司, 是因为祥峰提到它们是投资组合中的佼佼者, 这样我们就跟踪关注了。”

“我们也曾向一家公司提出入股献议, 但狮诚的私募信贷部门却表示这可以提供债务解决方案, 而这家公司可能会觉得两者的结合甚具吸引力。”

这个生态系统也可通过其他实用和基本的方式增值。罗锡德回忆起淡马锡投资的一些早期企业遭遇勒索软件攻击的事件。

“它们缺乏应对问题的资源。因此, 我们联系网络平台Istari<sup>18</sup>在24小时内派人支援, 在接下来两周内帮助公司的首席执行官妥善应对危机。作为投资者, 淡马锡具有生态系统, 可以借助资源提供资金以外的附加价值。”<sup>19</sup>

这种竞争优势能让淡马锡在投资者趋同的世界里脱颖而出。狄澜说: “我们认识到, 我们的资金本质上与其他投资者并无不同, 因此必须在投资时提供更多附加价值。这意味着为所有投资组合公司建设相关的新能力, 我们称之为“横向能力”。这就是为什么我们加大了对人工智能和区块链的投资。当投资组合公司需要时, 我们可以调动来自全球的3,000名网络专家, 运用他们的数字能力提供支援。”<sup>20</sup>

## 管理风险

尽管早期投资风险较高,但也可能带来超值回报。淡马锡印度区总裁兼战略项目总裁拉维·蓝柏(Ravi Lambah)说,淡马锡以审慎的态度投资,并准备好承担相关风险。“过去,我们不如其他投资者的竞争力,因为许多投资者能在一周左右提交投资意向书,然后在四五周内完成交易。我们优化了流程,灵活应变,并谨慎把握早期增长投资的机会。由于早期投资的风险较高,我们采取了一些内部控制措施。例如,根据董事会设定的限制,这些早期投资不得超过淡马锡投资组合价值的6%。

“许多早期投资可能无法带来回报,我们需要接受这个结果。但如果要继续这类投资,我们必须清楚,其中许多企业要实现突破,才能为整个早期企业投资组合带来数倍的回报。至于那些未能成功或陷入困境的企业,我们会继续与其他利益相关方合作,退出投资。”<sup>21</sup>

2022年底,淡马锡减记了一项引起公众广泛关注的早期科技投资。FTX是总部位于巴哈马的加密货币交易平台,在11月因客户挤兑而出现80亿美元的资金缺口,最终申请破产。其创办人弗里德(Sam Bankman-Fried)因窃取客户数十亿美元资金及欺诈FTX投资者而被定罪判刑。<sup>22</sup>

与当时流传的误解不同,淡马锡并没有投资加密货币。淡马锡在一份声明中指出,对FTX的投资逻辑是投资于领先的数字资产交易的平台,“以交易费模式作为收入来源,没有交易和资产负债表的风险,这提供给我们对加密货币市场的无关于协议、市场中性的敞口”。<sup>23</sup>

在2021年10月至2022年1月的两轮融资中,淡马锡对FTX International投资了2.1亿美元,持有约1%的少数股权,以及对FTX US投资了6,500万美元,持有约1.5%少数股权。淡马锡是该交易平台最大的外部投资者之一,其他知名投资者包括红杉资本(Sequoia Capital)和加拿大安大略省教师退休基金(Ontario Teachers' Pension Plan)。

淡马锡对FTX的投资,占截至2022年3月31日的4,030亿新元投资组合净值的0.09%。由于这起事件对声誉造成了影响,淡马锡迅速对这项投资展开了独立审查。

淡马锡董事长林文兴发表声明时说:“尽管该投资团队在得出投资建议的过程中没有不当行为,但是该投资团队以及对投资决定负责的高级管理层承担集体责任,并因此减少了薪酬。”<sup>24</sup>

淡马锡还决定审查内部流程。首席财务长方静仪说:“我们从这次事件中汲取经验,进一步加强结合公司业务性质并审查公司的治理、管理和控制的方法,无论公司处于早期还是成熟阶段都是如此,对于在迅速增长的企业尤其重要。”<sup>25</sup>

淡马锡也重申无意投资加密货币,FTX是交易平台。淡马锡在考虑区块链领域的新投资时将保持审慎。

尽管早期投资存在风险,从投资组合层面来看,这部分投资仍为淡马锡取得了良好回报。过去10年,内部回报率处于十几个百分点区位,高于行业平均水平。<sup>26</sup>





## 第八章

# 暴风来袭

与何晶一样，狄澜认为，人才和关系网络是淡马锡成功的基石。淡马锡2030战略延续这一精神，不仅投入财务资本，也重视人力和社会资本。

狄澜说：“我相信每个成功的机构都必须互融互通。淡马锡创建这些投资机构的目的是，就是为了建立互融互通的机构，融汇合作伙伴的才能。”<sup>1</sup>

何晶简明扼要地说：“人们往往倾向于和朋友做生意，朋友会关照你和你所投资的项目。”<sup>2</sup>

朋友还能通过其他无形的方式提供支援。2020年初，在应对迅速蔓延且致命的冠状病毒原始毒株(SARS-CoV-2)时，淡马锡发现多年来与合作伙伴建立的稳固关系，带来了难以估量的回报。

当冠病疫情造成混乱和死亡，导致包括新加坡在内的世界大部分地区陷入停滞时，淡马锡作为机构、投资者和资产管护者的角色变得愈发重要。

淡马锡积极迎接挑战，动员员工，调配在往年回报中预留用于社群项目的资金，提出创新解决方案，以应对这场空前的全球危机。

黄文雄在2020年4月接任淡马锡基金会总裁时，正值冠病疫情来袭。他说：“我们作为备受信赖的资产管护者秉持诚信运营，不是因为我们是一家新加坡公司，而是因为我们是一家国际投资公司。因此，无论在哪里运营，我们都视自己为当地的资产管护者。”<sup>3</sup>

蒋福娟说：“冠病疫情让我们有机会展示淡马锡会做什么和能做什么，因为我们所做的一切并不是由政府推动或指示，完全是淡马锡自发采取的行动。”<sup>4</sup>

狄澜说：“从一开始，我们就意识到要应对的是快速变化的挑战——病毒每天传播的速度惊人，而且已在社区内蔓延。我们不仅要应对眼前的需求，还要预测未来所需。没有人可以独善其身。”<sup>5</sup>

淡马锡的另一个优势在于拥有高素质的员工，以及很早就对医疗保健和生命科学领域进行了关注。

何晶说：“早在2008年，我们就聘请了像高伟达(Fidah Alsagoff)这样的人才，因为我们希望进军生物医学领域，加强相关的专业技能。正是因为有了这些人才，我们确定了传染病和人口长寿等趋势，并开始在全球投资及与相关业者合作。”

“因此，当冠病疫情暴发时，我们已熟悉相关领域的业者，可将他们推荐给政府。”<sup>6</sup>例如，淡马锡的被投公司百欧恩泰(BioNTech)与辉瑞(Pfizer)共同开发了冠状病毒疫苗。

高伟达<sup>7</sup>是一名训练有素的医生，现任淡马锡生命科学投资副主席(全球合作)。在疫情期间，他实际上是淡马锡抗疫小组的参谋长。他还记得在疫情初期，各国争抢物资，自顾不暇。新加坡作为一个小国，在全球市场几乎没有议价能力。

“但是淡马锡不是一个国家。我们是股东和投资者，多年来积累了稳固的商业关系网络。这些关系网络在疫情期间充分体现了其重要性。”

“例如，自2010年以来，我们就投资于赛默飞世尔科技公司(Thermo Fisher)。<sup>8</sup>因此，在疫情初期当我们急需检测试剂盒时，联系了这家公司。我们打电话给公司的首席执行官，他承诺会一直为新加坡提供所需的产品。部分原因是新加坡经济发展局一直支持赛默飞世尔，它在新加坡也进行生产；另一个原因则是我们作为股东，建立了良好的关系。”<sup>9</sup>

在冠病疫情长达三年流行期间，淡马锡汇集生态系统的力量，包括员工、投资组合公司和淡马锡基金会，与新加坡及外国政府和非政府组织通力合作，共同抗疫。

超过450名淡马锡员工(占公司员工总数的一半)与淡马锡基金会全体员工,一道参与了抗疫工作。他们重点关注五大领域:检测与诊断技术、遏制疫情蔓延与接触追踪、护理与治疗方案、防护与保障举措,以及物资驰援。

淡马锡基金会社区联系与合作总裁温雪银<sup>10</sup>说:“这不是任何人可单独完成的任务。淡马锡在关系网络和分析能力方面具有优势。淡马锡生命科学实验室具备医学和科学知识,而淡马锡基金会拥有应用知识以及知道哪些方法对社区有效。这正是我们的优势。”<sup>11</sup>

2022年,新加坡政府颁发“应对冠病国家奖章”,淡马锡控股、淡马锡国际和淡马锡基金会分别获颁总统表扬状(冠病),对抗疫中的贡献予以肯定。<sup>12</sup>

政府在《新加坡应对冠病白皮书》中指出,“如淡马锡等企业领域合作伙伴为我们成功抗疫提供了不可或缺的支持。我们将汲取经验,更积极地与企业合作,发挥企业的能力与全球供应链网络,找出抗疫计划中的不足,建立韧性应对计划、制定弥补缺口的办法。”<sup>13</sup>

# 2020年

## 冠病疫情：“生命价几何？”

2019年12月，冠病疫情在中国武汉暴发。一个月后，即2020年1月23日，新加坡出现首起确诊病例，一名来自武汉的男游客被诊断感染冠病。这显然不是普通的病毒，而且其威胁跨越国界。

1月27日大年初三，何晶召开高级执行总经理紧急会议，高伟达也出席了。他说：“这是公共卫生问题，而我是淡马锡唯一受过公共卫生培训的人，所以我参加了会议。过去几年，我也负责公司的业务持续性计划，因此就这两方面而言，我想我很自然地就出席了。”<sup>14</sup>

当时最紧迫的问题是为身处疫情困境的淡马锡在中国的员工提供支援。高伟达说：“上海和北京实行封城，员工们感到恐慌。我们必须安抚他们的情绪，同时确保他们有足够的物资，尤其是短缺的消毒液。”

淡马锡持有上海嘉会国际医院的股份<sup>15</sup>，这家医院成为了帮助上海员工的基地。GenZero首席执行官张俐伟当时是淡马锡业务持续性计划团队的一员，他回忆道：“我们充分利用关系网络和对医院的投资，为淡马锡和投资组合公司的员工开设微信群组，让他们可以直接联系医疗协调员和医院员工，可以通过专用通道进入医院。当然，高伟达也积极采购医疗护理设备。”<sup>16</sup>

这种大规模物资采购和快速灵活调动资源的能力，在2021年4月冠病在印度迅速蔓延时再次发挥了作用。当时，死亡人数以惊人的速度攀升，医院不堪重负。

高伟达说：“我们听说有员工失去了家人。他们很害怕，如果去医院，可能会感染冠病；但待在家里，万一出现呼吸困难，又会危及生命。”

“因此，我们决定把血氧仪送过去。在新加坡，我认为我们有最多的血氧仪和制氧机，库存充足。我们在24小时内完成发货，并指导

员工，如果感到不适但血氧仪读数正常，就留在家中观察。不过，如果读数降至某个数值以下，就要使用制氧机。如果情况持续恶化，则必须去医院，否则在家中可能会有生命危险。”

“我记得和他们通话时，大家都很不安，但最终都挺过来了，还建立了物流链。与上海类似，淡马锡在印度投资的医院帮忙照顾了我们的员工和投资组合公司的员工。”

“我们没有失去任何一名员工。<sup>17</sup>但如果没有制氧机，有些人可能会丧命。至今，他们对淡马锡的感情依然深厚，原因显而易见。我们付出的额外努力，对我来说意义非凡，但她从来没见过什么。”<sup>18</sup>

高伟达提到的“她”是指何晶，对于自己在一年前坚持储备制氧机的决定，她从未邀功，而当时这个提议还遭到强烈反对。由于费用高昂，淡马锡内部曾就是否要为业务持续性计划采购制氧机展开激烈讨论。

高伟达说：“每台制氧机的价格约为500新元，有人认为这里是新加坡，并不需要这种设备，因为员工可以去医院治疗。我们还得考虑仓储费用，毕竟制氧机体积较大。有人建议购买100台，而不是为每名员工配备一台。”

淡马锡社群统筹与尽责治理总裁萧文光负责管理发放抗疫资金的淡马锡社群基金。他回忆道，有人建议分批购买，而不是一次过采购所有的制氧机。

“当时，我们想分散资源，有人提议不要将制氧机运送到海外办事处。何晶问了一句：‘生命值多少钱？’这句话敲醒了我们。听了她这番发人深省的话，我们开始意识到这里关乎的不是金钱，而是生命的价值。我们应该先考虑生命，再考虑金钱。”<sup>19</sup>

高伟达说：“我永远记得当时的对话。‘是50万新元还是100万新元？对我来说，远远超过100万新元。如果购买制氧机的总费用是10万新元或20万新元，你认为答案应该是什么？’于是，我们决定订购制氧机。”<sup>20</sup>■

淡马锡和淡马锡基金会在新加坡的抗疫工作中发挥了强有力的支持作用。淡马锡率先在全国最大的会展中心——新加坡博览中心设立首个社区护理设施。这得归功于何晶的远见，她早前预料到新加坡将需要更多的医疗设施。

张洁心说：“她可能在想，我们不必过多关注当前的的问题，因为政府已经在处理。我们应该考虑接下来可能会发生的事。”<sup>21</sup>

何晶密切关注冠病确诊病例的发展态势，深知医院的负荷很快会达到极限，因此迫切需要额外的医疗设施支持。萧文光说：“她好像早有预感，知道病例会暴增。”

某个星期天晚上，狄澜的妻子提出了一个想法：为何不把新加坡博览中心改造为护理设施？狄澜说：“我当即打电话给时任盛裕集团(Surbana Jurong)首席执行官黄显辉。”

随后，何晶邀请黄显辉与时任新加坡国际港务集团总裁陈聪敏共进午餐。他们一边吃鱼丸面，一边开会讨论改造计划。

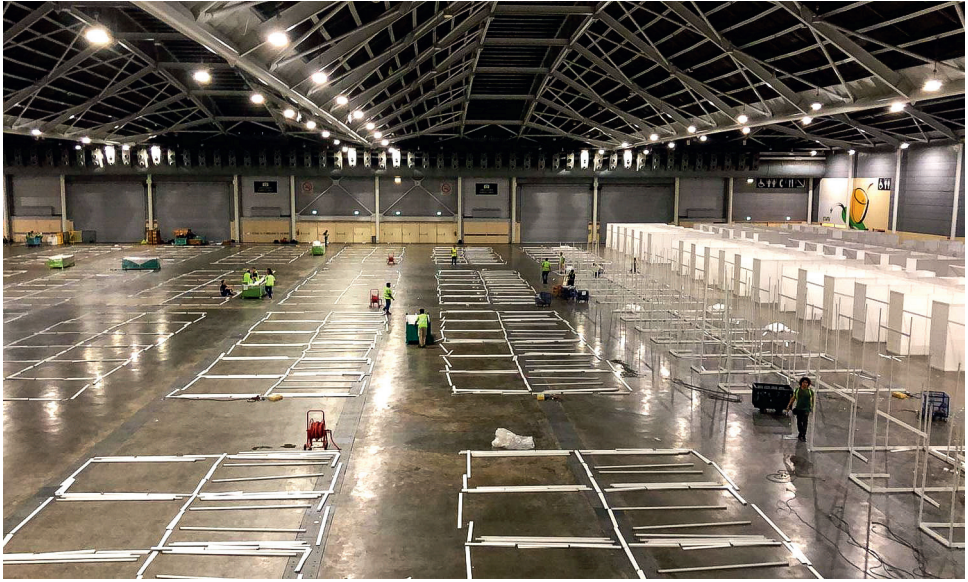
张俐伟说：“淡马锡投资组合与淡马锡生态系统在关键时刻发挥了重要作用。我们与医药生命科学和医疗保健公司、房地产公司、博览中心、盛裕集团等都有合作。正因为我们具备商业生态系统的运营能力，才能促成这些事情。”<sup>22</sup>

黄显辉回忆道，虽然博览中心的规模和原有的公用设施都很理想，但要改造为医疗设施，还需要很多准备工作。“例如，我们需要增设厕所和淋浴设施，因为展厅的设计是不考虑人会留宿的。我们还要安装负压通风系统，通过精密的微粒过滤器抽取空气，滤除展厅里的病毒。这些需要大量的技术，绝非易事。但正因团队拥有各方面的技能，我们才能完成任务。”

第一个展厅仅用了六天完成设置，并在接下来的五周内配备了8,400张床位。<sup>23</sup>

黄显辉还记得，在政府宣布实施防疫阻断措施<sup>24</sup>时，工程正进入最后的冲刺阶段，团队抓紧时间进行收尾工作。“我们在下午5时半之前完成了工作，而第一个患者在晚上8时抵达设施。聪敏深知，我们不得不请承包商帮忙完成许多任务，包括在地板上做标记。”<sup>25</sup>





新加坡博览中心改造为冠病护理设施。  
第一展厅的改造工作用了六天，并在五周内配备了8,400张床位。  
(盛裕集团 (上图) 和星域展览 (下图) 提供)



陈聪敏后来被任命领导淡马锡社区护理设施工作小组，并担任新加坡政府的越战越勇工作小组联席主席，在全球供应链中断的情况下，协助保障重要物资的供应。2022年，他获新加坡颁发“应对冠病国家奖章”中的最高殊荣——功绩奖章(冠病)。<sup>26</sup>

他说：“淡马锡以国家利益为重，展现了远见卓识和非凡勇气。在这段经历中，我还看到了淡马锡投资组合公司具备出色的能力和合作精神，而且不同部门协同合作无间。”<sup>27</sup>

另一个让淡马锡被记住的举措是2020年3月推出的#BYOBclean倡议。这是与凯德集团、人民协会、新加坡邮政及其他企业、工会、大学和社区组织携手合作的全国活动。

在两周内，约60万户家庭受惠。民众自备500毫升的可重复使用容器，到125个指定的民众俱乐部和凯德商场，领取淡马锡提供的无酒精免洗消毒洗手液。<sup>28</sup>

派发活动顺利进行，得益于紧锣密鼓的幕后筹备工作。

首先是采购。这要归功于时任淡马锡执行总经理兼淡马锡生命科学实验室董事陈川垂。实验室从南非采购了一种浓缩消毒液，可在运抵新加坡后加水稀释，因为没必要进口水。免洗消毒洗手液必须不含酒精，以避免储存大量易燃物带来的风险。

浓缩消毒液运抵新加坡后，又面临稀释和储存的问题。陈川垂说：“恰巧我也是新加坡仓储与物流企业的董事，这是一家全国米粮储备的指定仓库。我一直认为它应该在国家紧急情况下发挥作用，因此在活动早期的关键阶段就邀请他们加入。”<sup>29</sup>

浓缩消毒液需按1:100的比例稀释。问题是如何在各派发地点安全地稀释。

陈川垂说：“我们必须找到一个合适的方法。我参观一家工厂时，探讨了使用仓储业常见的中型散装容器进行稀释和分发的方案。”

“身为化学工程师，我知道这种方法是可行的，因为只用纯净水稀释，不会产生任何化学反应。但我还是咨询了淡马锡生命科学实验室的科学人员，探讨如何使用自来水稀释，他们建议在使用前先检测自来水的细菌污染。”



超过450名淡马锡员工（占公司员工总数的一半）与淡马锡基金会一道参与了抗疫工作。

困扰黄文雄的问题是如何包装与派发免洗消毒洗手液，因为容器和发放设备短缺，而且如何确定每个人可领取的分量。

“我还记得有一次在住家附近的雀喜(Cheers)便利店盯着冷藏柜看了很久，发现大多数饮料的容量是500毫升，这意味着大多数家庭应该都有500毫升容量的瓶子。然后，我们计算每次喷洒会释出多少洗手液，以及500毫升洗手液能供一家四口使用多久，最后估算出可维持三四个月。”<sup>30</sup>

召集足够的义工帮忙派发免洗消毒洗手液，也是一大挑战。淡马锡和淡马锡投资组合公司的员工纷纷挺身而出，而狄澜是第一个举手的人。

黄文雄回忆道：“他说‘文雄，我不要拍照。我想去派发洗手液。’他希望亲力亲为。”

在正式派发之前，团队进行了七次测试。陈川垂说：“我们做了大量的系统检查。何晶还亲自到现场视察并提出建议。新加坡仓储与物流企业随时待命调校设备，让我们能够迅速完成准备工作。”<sup>31</sup>

淡马锡基金会将免洗消毒洗手液派发给交通运输工人、客工和前线医护人员，包括79家疗养院和慈怀护理中心、50家日间康复与护理中心、乐龄护理中心、活跃乐龄中心、日间护理中心及160家乐龄活动中心。

一年后，淡马锡开展了第二轮免洗消毒洗手液派发活动，在民众俱乐部和淡马锡店屋设置特制自动发放机分发。

使用自动发放机的构思，是淡马锡的创新举措，首次派上用场是早前的口罩派发活动。<sup>32</sup>

### 危机中的创新突破

淡马锡在新加坡开展了多轮防疫物资派发活动，包括向家庭免费分发血氧仪、漱口水和检测试剂盒，其中让新加坡人印象最为深刻的是派发口罩。

这是因为在两年的时间里，淡马锡基金会通过StayMasked倡议，开展了七轮全国派发活动，分发了1.53亿只免费的一次性口罩和可重复使用口罩。<sup>33</sup>淡马锡基金会也向志愿福利团体、社会服务机构、客工宿舍、前线人员及非营利组织提供了口罩。

淡马锡基金会项目总裁林福全回忆道，在防疫阻断措施期间，向全国民众派发口罩的后勤工作充满挑战——既要避免人群排队和拥挤，又不能召集成千上万的义工。“我们该如何派发，才能让人们全天候随时领取口罩，同时避免排队？”<sup>34</sup>

答案是使用自动发放机。新加坡最大的自动发放机运营商Warburg Vending<sup>35</sup>从中国购入发放机，并设在民众联络所和民众俱乐部、居民委员会中心、巴士转换站及商场。

然而，这只解决了部分问题。

“我们还要考虑如何识别领取口罩者的身份，以防止重复领取。他们的姓名必须通过国民登记身份证数据库核对，但政府不会与企业分享数据库。此外，我们也必须遵守《个人资料保护法令》<sup>36</sup>，不存储任何数据。”

为此，团队设计了一套解决方案，让新加坡移民与关卡局将数据库委托给新加坡政府科技局。<sup>37</sup>

林福全解释说：“自动发放机在扫描领取口罩者的身份证后，会将加密信息通过安全云端发送至政府科技局，以进行必要的后端验证，再将验证结果发回给自动发放机完成派发口罩。自动发放机不会保存任何身份记录。”<sup>38</sup>

要建立这套系统，首先必须调校2,000台自动发放机。“作为采购条件，我们要求供应商提供源代码，以便我们修改程序。大多数供应商拒绝这个要求，建议我们提供需求清单，由他们来修改。这并不是我们所要的。幸运的是，我们最终在深圳找到了一家符合要求的供应商。”

在正式向全国派发口罩和免洗消毒洗手液之前，淡马锡和淡马锡基金会进行了多次测试。

“我们进行了几次试验和压力测试，甚至更换了不够灵敏的扫描仪。然而，在第一轮派发活动的第一天，我们犯了一个大错。我们在上午9时同时启动了全部2,000台自动发放机，导致系统崩溃。

“我们花了两个小时系统才恢复正常，从中也汲取了信息技术相关的经验教训——伺服器无法同时综合处理所有要求。因此，在随后的派发活动中，我们采取了分批启动的方式，从午夜开始逐步启动自动发放机，确保系统运作正常。”

自动发放机高效又安全，减少了人际接触，因此取得了巨大的成功。由于淡马锡掌握了源代码，所以后续重复使用这些自动发放机，用于发放合力追踪(TraceTogether)便携器<sup>39</sup>和检测试剂盒。

目前，这些自动发放机归淡马锡信托基金会旗下的一家运营机构所有，并在必要时随时可再次投入使用。





淡马锡和淡马锡投资组合公司的员工义务帮忙派发免洗消毒洗手液给公众。



淡马锡使用自动发放机派发口罩和免洗消毒洗手液。

此外,淡马锡基金会也曾通过淡马锡、新加坡航空公司和世界粮食计划署的合作,向新加坡以外的地区运送粮食、个人防护设备和药物。<sup>40</sup>

时任淡马锡基金会副总裁钟添明<sup>41</sup>记得,约20,000台制氧机通过五架波音飞机运抵印度。“这些制氧机被牢牢固定在座位上,飞机一抵达目的地,塔塔航空<sup>42</sup>便协助将它们送往最需要的省份。”<sup>43</sup>

萧文光说:“通过这些捐赠,一些本不了解我们的国家开始认识我们,因而结下了友谊。”

高伟达说:“归根结底这取决于人与人之间的信任,以及合作与联盟的力量。我们携手并进,共同开拓创新。我认为,冠病疫情把我们凝聚在一起,帮助我们认识到作为机构的角色和责任。这是我在淡马锡职业生涯中的高光时刻。在这个充满不确定性的时代,我们始终秉持原则,奋力向前。”<sup>44</sup>

为了展现与投资组合公司和广大社群共克时艰的决心,淡马锡在2020年实行了限薪措施,将资金用于支持全民抗疫工作。淡马锡员工、管理层和董事会还捐出了320万新元支持抗疫举措,而淡马锡也对这些捐款进行了等额配捐。



淡马锡也向新加坡以外的地区运送粮食和医疗物资。

(新加坡航空公司提供)

## 淡马锡的另一面

在发放防疫物资的同时，淡马锡也意识到向公众提供最新、最准确安全信息的重要性。

尤其是在疫情初期，人们感到混乱和恐慌，不知道哪种口罩最有效、如何正确戴口罩，也不了解如何使用血氧仪，甚至对病毒的传播方式一无所知。

淡马锡公共事务部执行总经理吴丽娜说：“人们向我们寻求准确的信息，久而久之，他们开始依赖和信任我们。我这辈子从未读过这么多白皮书。我学会了所有关于口罩、免洗消毒洗手液、血氧仪和疫苗的知识，因为我们必须知道自己在说什么，而且有依据。”<sup>45</sup>



团队甚至与国家疫苗接种团队的医生建立了WhatsApp聊天群组,以便在向公众发布医疗信息之前加以核实。她认为这非常有帮助,展现了大家在幕后的协作精神。

她说:“全国社区防疫物资派发活动反响热烈。但在此之前,需要完成大量的准备工作。例如,在采购口罩前,我们与新加坡科技研究局<sup>46</sup>和新科工程合作开展调研。因此,我们的工作与派发活动紧密相连,从沟通和造福社群的角度来看,这些努力显然意义重大。”

在疫情初期采购口罩前,淡马锡发布过如何自制口罩的信息、劝导人们身体不适时留在家中,以及保持社交距离。在防疫阻断措施期间,人们只能待在家里,淡马锡支持了民间发起的倡议——“用爱心缝制口罩”<sup>47</sup>,召集裁缝师缝制口罩,包括不易买到的儿童口罩,赠送给贫困家庭和弱势群体。

吴丽娜说:“淡马锡赞助包装袋,新加坡邮政则提供快递服务,展现了真正的社区力量。我们还通过广告教导人们如何自制口罩,而科技研究局则提供关于如何制作质量更高的口罩信息,例如哪一层面料朝外才能防水,以及如何制作耳带。这对我来说也是一次学习过程。我们与众多机构和社区团体合作完成了这项工作。”

随着疫情发展,虚假和误导性消息层出不穷,传播清晰准确的信息变得尤为重要。她回忆道,为了核查数据和每个细节,团队经常熬到深夜,周末也不休息。

在疫情期间带领淡马锡公共事务团队的史蒂芬·弗肖(Stephen Forshaw)<sup>48</sup>说:“我告诉团队‘只要你们负责任,我不会太在意你们是如何完成的,也不会太在意花费多少预算。与必要的机构合作完成设计工作。我最关心的是准确性,所以一定要确保正确无误。如果有任何疑问,就要说出来;如果发现问题,即使不是你负责的工作,也要指出来’。我们营造了开放坦诚的文化氛围,鼓励大家质疑看似不正确的事情,而团队在强有力的集体支持下,勇敢无畏地做到了这一点。”<sup>49</sup>

正因如此,所有公共宣导信息都没有出现任何错误。考虑到工作量、强度、速度以及数据的变化,这是一项了不起的成就。

他说：“团队对准确性的坚持，确保了零失误。我们知道有很多人想挑我们的毛病，或抓住一点小事刁难我们。”

然而，公众不仅没有挑剔，反而对淡马锡的抗疫努力表达了感谢和赞赏。2021年的品牌认知度调查显示，淡马锡在各方面都取得有史以来最好的成绩。

吴丽娜认为，公众看到淡马锡更有人情的一面。“我们的品牌认知度达到最高水平，这主要归功于我们的社群管护工作。在社群倡议方面，我们的品牌认知度从中性的50%提升至正面的70%。在这之前，与亲朋好友聚餐时，他们常问起淡马锡是否用了他们的公积金来投资或要如何明智地投资。而当时，大家谈论的是我们分发的口罩类型、是否防水以及颜色的选择。话题完全不同了。”<sup>50</sup>

史蒂芬·弗肖也说：“淡马锡的品牌认知度首次与星展银行、新加坡航空公司和SMRT这些面向消费者的品牌不相上下。我们的声誉和品牌认知度跃升了30个百分点，达到与这些品牌相当的八九十分。但我们并非面向消费者的品牌，不售卖产品。正是因为我们的社群工作——派发口罩、血氧仪和免洗消毒洗手液，让品牌评级显著提升。”

当吴丽娜查阅冠病疫情资料时，12岁儿子的提问让她深有感悟。“我在所有的白皮书都做了标记，还有计算和图表。他困惑地说‘我以为你在一家投资公司工作’。我告诉他没错，但生活中有比金钱更重要的东西——人的安全更重要。”

她的家人也从提问的角色，逐渐成为她的测试对象。“在我们发布信息前，我会先向儿子、丈夫和父亲讲解，看看他们是否理解。很快，他们开始主动告诉我应该向公众宣导什么。

“当儿子告诉我他教同学如何戴口罩时，我感到很自豪。有一天，他甚至把我们的宣传广告带到学校。他为自己的母亲正在做一些有意义的事而感到自豪，这对我来说是无价的。”

# 了解症状 保障健康

## 全民安全 你我有责

如果我们与冠病19患者有过接触，  
我们就是直接接触者  
我们身边的人则是间接接触者  
所有人都可能在不知情的情况下被感染，  
并成为传染源

● 直接接触者 ● 间接接触者

### 核查 冠病19症状

如果您出现下列症状中的一种或多种，请立即咨询医生

#### 经常出现

发烧

失去嗅觉和/或味觉

咳嗽和/或呼吸困难

#### 时有出现

乏力、身体疼痛和/或头痛

咽喉痛

腹泻

#### 较少出现

流鼻涕

使用新加坡冠病19症状核查小工具进行快速自查

内容参考：世界卫生组织(WHO)、美国疾病控制与预防中心(CDC)、伦敦国王学院、sgcovidcheck.gov.sg

### 什么是血氧仪？

一种能够测量心率或脉率和血氧水平的小型设备

血氧水平 SpO<sub>2</sub>  
心率 或 脉率 bpm

氧气从肺部运输到人体其他部位，  
血氧水平低会导致器官受损

95% - 100%	90% - 94%	< 90%
正常范围	请咨询医生 需要氧气	立即前往急诊室 需要紧急救治

深色指甲油、  
手部晃动和  
血液循环不畅  
都可能导致  
读数不准

使用血氧仪时  
请正常呼吸。  
如果您的  
心率过高或过低，  
请立即咨询医生

新生儿 - 2岁  
100 - 180bpm ✓

2岁 - 10岁  
60 - 140bpm ✓

10岁 - 成年  
50 - 100bpm ✓

运动员的心率  
可能更低一些

年龄 正常心率

### 为什么要学会使用血氧仪？

血氧仪也能帮助监测哮喘、心脏、肺和其他呼吸系统疾病

来源：美国科林堡呼吸安全(ICS)基础医疗保健的肺病血氧水平监测

如果您有任何健康问题，  
请先咨询医生

冠病19患者如果是  
无症状感染者，那么  
他或她本人可能毫不知情

确诊病例的直接接触者  
或间接接触者可能被感染了，  
却没有出现症状

定期使用血氧仪，  
更好地了解自己的  
身体状况

如果血氧仪读数  
低于95%，  
请立即咨询医生

可在选定的  
药房或  
网上零售商处  
购买血氧仪

本文信息不构成医疗建议。如有疑问，请咨询医生获取专业意见

扫描二维码，  
观看血氧仪操作视频

STAY PREPARED

TEMASEK FOUNDATION

随着疫情的演变，淡马锡向公众提供清晰而正确的冠病信息至关重要。

### 为后疫情的未来投资

疫情期间，生命受到威胁，企业陷入困境，尤其是航空公司因边境关闭而遭受重创。一些大国的航空公司仍可维持国内航线的运营，但对新加坡航空公司来说，这显然不可行。

狄澜说：“我记得2020年3月，俊鹏<sup>51</sup>告诉我，新航不得不停运。他向我们展示到2021财年的一年预测：全年营收将从180亿新元锐减至不到10亿新元，降幅高达96%。我们与其他股东决定为新航提供支持，因为我们深知有价值的东西应当被保护，同时展示我们资产负债表的实力。如今，新航因这笔资金的支持取得了卓越的业绩表现。”<sup>52</sup>

史蒂芬·弗肖回忆道，淡马锡为新航投入的资金总额达120亿新元，是公司历来最大的一笔交易。“为受疫情严重冲击的新航提供资金支持是一个重要决策。我们以自己的方式独立解决了问题，让我倍感自豪。”<sup>53</sup>

# 2020年

## 新加坡航空公司：渡过难关

冠病疫情暴发前，新航一直表现出色，公司核心基本面保持强劲。尽管运营并无过失，但当全球环境发生剧变时，它也难免陷入困境。

与其他国家的航空公司一样，新航急需资金支持。但不同的是，新航可以向政府或大股东淡马锡寻求帮助。

史蒂芬·弗肖回忆道，决定新航命运的那一天，只有不到10名高管参加会议，包括何晶、狄澜、谢松辉和张洁心。

“决策非常迅速，我们清楚地意识到‘我们必须这么做’。”<sup>54</sup>

淡马锡致力于确保新航继续追求可持续发展目标，并在疫情后保持卓越品质。

狄澜说：“作为一家专注于中长途航线的航空公司，新航在疫情前的碳排放量达1,660万吨。新航将开展一项为期三年的机队更新计划，新机队的燃油效率比被替换的旧飞机高出25%至30%。替换现有机队的90架飞机后，机队的平均机龄将降至五年，也尽可能节省燃油。”<sup>55</sup>

这很关键，因此，即使在疫情期间，这项计划仍必须继续推进。

另一个考量是，削减成本可能会对新航的复苏能力及良好声誉造成负面影响。新航从2003年非典疫情中汲取的经验是，一旦市场开始反弹，速度会非常快——当时在新航工作的史蒂芬·弗肖并没有忘记这一点。新航必须在冠病疫情缓解后，为快速复苏做好准备，保持世界一流航空公司的地位。

因此，淡马锡与新航紧密合作，继续推进机队更新计划，尽可能重新部署机组人员，以减少对员工的影响。

史蒂芬·弗肖说：“我们迅速确定了交易条款，在大约24小时内完成筹备，并向新加坡交易所宣布淡马锡将包销所有附加股。”

2020年3月26日，新航宣布向所有现有股东发行总值53亿新元的新股，以及97亿新元的强制性可转换债券。

新股以每股3新元的折扣价发行，尽管淡马锡已做好准备包销所有未被认购的股票，但认购额远超预期，因此无须执行包销。这表明股东对新航依然充满信心。然而，公众对强制性可转换债券的兴趣较低，淡马锡认购了约95%的债券。

这缓解了新航的压力，新航成功通过股权筹集总额达235亿新元的额外资金。<sup>56</sup>

张洁心说：“值得称赞的是，新航借此机会重新思考、审视和设计其运营流程，找到新的方式提高效率。他们将运营开支从最初的4亿多新元减至边境重新开放前的约1亿新元，这些决策非常明智。”

她指出，政府也为新加坡航空业提供了宝贵支持，例如推出“航空一心”坚韧团结配套<sup>57</sup>，新航是受益企业之一。“新航取得今天的成绩，是多方共同努力的成果。”<sup>58</sup>■



超过1,400名新航员工义务投入前线工作，支持新加坡抗疫。  
(新加坡航空公司提供)



淡马锡对新航的注资取得了回报。2021年9月，新加坡开通疫苗接种者旅游通道；2022年4月，全面重新开放边境。与此同时，世界各国也陆续放宽航空旅游限制。在每个关键时刻，新航始终是最早增加航班的航空公司之一。由于有充足的飞机和机组人员，新航在恢复人力和客运能力的速度上远超同行。

根据新航2023年公布的数据，2022/23财年的净利润创下76年来的最高水平。集团运营利润达创纪录的26.9亿新元，成功扭转了上一财年亏损6.1亿新元的局面。新航的运营利润比上财年增加27.1亿新元，达到历史新高的26亿新元。<sup>59</sup>

对新航的财务支持不仅保障了它在疫情后快速高效地恢复运营，还带来了积极的商业效益，超出淡马锡管理层在2020年抗疫最艰难时期的预期。

2022年，新航收购印度航空集团四分之一的股份<sup>60</sup>，在全球第三大航空市场站稳脚跟。狄澜说：“新航并没有止步于现状。最重要和值得关注的是，新航与塔塔集团就印度航空达成的交易，让我们有机会为新航建设第二个航空枢纽，让全球化进程继续为各国带来益处。”<sup>61</sup>

新航集团也持续推进机队更新作业，目前在业内拥有最年轻、最节能的机队之一，平均机龄为6年9个月，而业内平均机龄为15年8个月。<sup>62</sup>

同一时期，在疫情引发的特殊环境下，淡马锡子公司海丽凯资本管理公司也向新加坡航运公司太平船务注资，帮助其渡过难关。

2020年底，海丽凯向陷入困境的太平船务提供了1.12亿美元信贷，用于支付拖欠供应商的款项和满足其他运营现金需求。此外，海丽凯通过股权和债务投资组合，承诺提供4.88亿美元，用来“偿还主要供应商债务，重新调整太平船务的资本结构，达到可持续水平”。<sup>63</sup>

张洁心当时与陈崇礼<sup>64</sup>共同负责协助海丽凯重组太平船务的业务。她说：“我们知道这是一项长期投资，因为航运业本身是资



本密集型行业，周期较长。因此，海丽凯已做好准备要等待长达10年才有回报。”

然而，它无需等这么久。2021年，疫情推动电子商务迅速崛起，运费大幅上涨，太平船务营业额达到58亿美元，获利26亿美元，这是该公司三年来首次实现盈利。2022年，利润进一步增至30亿美元。<sup>65</sup>

狄澜说：“当太平船务转亏为盈时，海丽凯并没有像普通私募股权基金那样优先分红，而是建议太平船务将超出预期的盈利全额用于偿还债务，并恢复管理层和员工在疫情期间减去的薪资。”

太平船务在陷入困境时，债券持有者同意接受50%的减值，如今他们已获得原值的全额偿付。“公司这一出乎意料之举，加上全额偿还借款，让金融界对它刮目相看，赢得信誉。”

太平船务也评估调整了薪酬框架，以吸引顶尖人才加入中高层管理团队。

狄澜说：“直到那时，公司才开始减少资本金，以偿付海丽凯的投资。即使完成了这笔支出，太平船务依然保有超过10亿美元的现金储备。”

他认为，这是一个很好的例子，展示淡马锡及旗下公司在关键时刻为国家利益担当责任，同时取得良好的商业成果。

“回报不仅是财务上的，而且帮助这一家族企业成功转型和实现专业化管理。对员工、供应商、融资方和债券投资者来说，这是负责任的做法。”





## 第九章

# 崭新世界

林明沛在1999年大学毕业后加入淡马锡，是公司任职时间最长的员工之一，亲历淡马锡几十年来的发展与变迁。她现任执行董事与总裁办公室主任、副首席企业事务长兼企业战略执行总经理。

尽管如此，她说，只有在制定新的淡马锡2030战略总结公司过去10年的成就时，她才真正领会淡马锡使命“延延世代，欣欣向荣”的意义。

“那一刻，我感到接力棒已经顺利传递给新一代。我完全理解前任领导层多年来所做的一切，以及他们如何帮助淡马锡取得今天的成就。”

“如今，我与同事们探讨淡马锡的使命和战略，以及解释我们的所信所行……我希望在淡马锡2030年战略的历程结束时，一些年轻同事会说‘我现在明白他们为什么要这么做了，感谢他们’，就像我们感谢上一代人所付出的一样。”<sup>1</sup>

确定使命是淡马锡2030战略的重要部分。正因如此，淡马锡花了一年时间，与员工展开称为“使命感对话”的交流。

狄澜说：“我们的使命不仅明确了淡马锡的角色，更重要的是阐明我们所信、所行的原因。我们以践行使命为源动力，拥有明确的使命将推动我们实现淡马锡2030战略目标，指引决策与取舍。使命塑造了企业文化的核心，巩固了价值观并在行动中体现出来。”<sup>2</sup>

淡马锡近七成的员工通过线上线下的方式参与讨论。公司收到超过750份调查问卷,也举办多场研讨会、工作坊和访谈。

2021年,淡马锡确定了使命信条。公司的存在是为了“延延世代,欣欣向荣”,并通过四项具体行动践行使命:发掘人才潜能、促成解决方案、敢于担当创造及造福未来世代。

史蒂芬·弗肖记得,在探讨使命的过程中,一位同事问道:“难道这么多年来,我们还不清楚淡马锡存在的理由和使命吗?”

他回答说,换个角度来看,或许这些年来淡马锡最大的挑战是对这个问题有太多的答案,每个人的理解都有所不同。

“并非我们不知道淡马锡的使命,而是答案太多了。我们需要的是一条清晰的主线,将角色与担当统一起来,让无论是财务部、公共事务部还是投资部的员工,在被问及为什么去上班时,都能明确地回答‘我为实现这个使命而努力’。”<sup>3</sup>

林明沛说:“未来会更复杂。没有一本手册能明确告诉我们‘遇到情况A时,就采取B方案’。我们有的是一枚指南针——那就是我们的使命,它会指引我们寻找解决方案。因此,无论遇到任何问题或挑战,我们都应遵循使命和MERITT价值观<sup>4</sup>,问问自己,怎样做对淡马锡最有利,即使答案并非显而易见。”

在日益复杂、多极化的世界里,这种使命感尤为重要,特别是在淡马锡再次演进和转型的关键时刻。

在何晶看来,淡马锡的使命是多年来定期回顾和深化淡马锡宪章内涵价值观的必然成果。例如,2012年的淡马锡宪章已提到助力“跨世代”社群的发展。

她说:“经过大家多年的共同努力,思考和反思淡马锡的未来发展方向,我们一致确定了淡马锡的使命——‘延延世代,欣欣向荣’,这令人倍感惊喜和欣慰。这不仅体现了通过创造价值而非破坏价值来实现可持续回报的理念,还彰显了淡马锡追求卓越、践行使命、造福世代的坚定承诺。”

## 淡马锡的使命



我们的所信所行

延延世代 欣欣向荣

发掘人才潜能 | 促成解决方案 | 敢于担当创造 | 造福未来世代

## 淡马锡宪章

我们的角色与担当

扎根于新加坡的国际投资公司

实现长期可持续的回报

立足当下，放眼未来

## 淡马锡2030战略

我们实现目标的战略支柱

具有韧性和  
前瞻性的投资组合

以可持续发展  
为核心理念

淡马锡  
运营系统

组织机构、  
人才与能力建设

## 淡马锡MERITT价值观

我们奉行的价值导向

唯才是用 | 追求卓越 | 互相尊重 | 讲求诚信 | 团队协作 | 互信互助



# “使命对我的意义”： 淡马锡员工的反思

“我们的角色跨越世代，致力于构建更美好的明天，不仅是为了淡马锡，也为了我们的社群和人民。”

**朱雅丽**

财务部(财务管理)副总监

“‘欣欣向荣’帮助我们奠定基础，为继续前进提供了安全保障和韧性。面对未来的挑战和机遇，我们应该努力确保每个人都能欣欣向荣，至少我会致力于此。这是我为家人和未来世代深思的事。”

**梁其全**

淡马锡信托基金会特别项目总监

“‘延延’世代让我印象深刻，因为它凸显了包容的意义。包容不仅停留在口头上，更需要行动。在冠病疫情之前，我积极参与义工活动，陪伴居住在牛车水的年长者及帮忙分发食物。疫情期间，我陪伴独居或孤独的年长者，和他们聊天。这些经历让我从不同的社群角度理解淡马锡的使命信条。”

**杨慧琳**

组织与人力资源部(业务伙伴)总监



“对我来说，欣欣向荣不仅意味着经济上的富足，还涵盖了健康、福祉和生活的方方面面。这是超越当下的责任，对未来世代的承诺。刚加入淡马锡时，我并不是一个特别有使命感的人。但这些年来在不同业务部门结识了许多志同道合、满怀使命感的同事，正是我选择留下来的原因。”

**戴展伦**

农业食品投资部副总监

“我来自澳大利亚，我的家人是为了让孩子过上更好的生活而选择了移民。我从小就清楚地意识到自己享有了奢侈和优待，因此‘北极星’对我来说，便是在职业和个人方面回馈社会，贡献自己的力量。淡马锡的使命信条让我深感共鸣，尤其是当我看到管理层及各个级别的同事都在践行这一使命。这种共识激励着我，让我相信‘延延世代，欣欣向荣’是一个可实现的真诚目标。”

**欧恺乐(Aubrey Keller)**

新兴科技投资部高级副总监

“无论是投资决策还是帮扶营运所在地的社群，确定使命作为指引方向的北极星至关重要。‘延延世代，欣欣向荣’是我和淡马锡团队共同珍视的核心价值，已融入我们的日常工作中。”

**许仰光**

科技与消费投资部副总监

“我喜欢积极参与业务建设的过程，与管理层紧密合作，探讨把业务推向另一层次的各种方法。这让我觉得自己在为一个更宏伟的使命贡献力量。我希望我的孩子和未来世代能够从我参与的项目与平台中看到切实的效益。”

**黄毅铭**

投资组合发展部高级副总监

“淡马锡的使命信条简洁而有力，明确地表达了我们为未来投资的信念。我对自己目前所拥有的一切心怀感恩，同时也希望回馈社会。在工作中，我常自问：下一代会不会感谢我今天所做的一切？”

**张慧卿**

投资组合发展部总监

“在创新和转型的过程中，淡马锡的使命成为员工之间的共同语言。对我而言，这不仅意味着我要在专业领域全力以赴，也要在职场以外的角色——作为女儿、妻子、母亲和世界公民，全心全意地爱护我的家人，以及尽心尽力地回馈广大社群。”

**思佳(Sejal Nair)**

投资事业部办公室总监

“作为新加坡企业界最佳实践和理念的标杆，我们在许多关键领域扮演着至关重要的角色。无论是气候变化、可持续发展还是农业科技等领域，我们始终是先行者。”

**夏亚弥(Amil Shah)**

公开市场投资战略联席总裁

“我负责可持续信息报告的工作，而我的职业使命与个人目标在某种程度上是密不可分的。在日常生活中，我会有意识地减少浪费、为生活空间增添绿意，以及尽量回收利用。在我们一步步迈向2030年和2050年的气候目标时，我希望我们今天的共同努力能为下一代甚至未来世代创造更美好的生活环境，让他们真正享受到‘前人种树，后人乘凉’的福祉，拥有更美好的未来。”

**汤明璋**

投资服务部(可持续信息报告)高级副总监

## 立足新加坡，放眼全球

如今，作为一家国际投资公司，淡马锡正思考如何管理日益扩展的国际业务所需的体系机制。

在50年的发展历程中，淡马锡在过去10年才真正成为积极活跃的国际投资公司。在最初的20年里，淡马锡专注于推动投资组合公司的国际化发展；接下来的20年则致力于在全球设立办事处，派驻高管推动当地的业务发展。

直到最近10年，淡马锡真正以一家国际机构运营，在海外设立办事处，业务遍及全球。

全球业务日益扩展，各种挑战也随之而来，其中最关键的是遵循制度化流程的同时，保持迅速行动的能力。

对此，谢松辉说：“我们的市场团队已相当成熟，可以独当一面。如今的交易在各地完成，而不是在新加坡。”<sup>5</sup>他意识到，必须根据新的现实重新调整组织架构，同时确保必要的制衡机制到位。

他回想2013年淡马锡考虑投资中国润滑油添加剂生产商天合化工集团的案例。当时，这家公司吸引了亚洲顶级私募股权公司摩根士丹利亚洲私募股权3亿美元的投资，并计划在香港交易所上市。“它也委任德勤会计师事务所担任审计机构。从账面上看，这是极具吸引力的交易。

谢松辉说：“我当时是中国区联席总裁。天合化工的业务概况和丰厚利润看起来都不错。但在尽职调查过程中，中国市场团队发现了一些异常。”<sup>7</sup>

中国市场团队建议放弃投资，而行业领域团队则希望继续交易，因为有知名的机构承销这笔交易。因此，他们请谢松辉裁定。

“我认为我们更应相信自己团队的尽职调查和专业见解，而不是其他机构的调查结果。因此，我们放弃这项投资计划。天合化工2014年上市后，股价在一周内上涨了20%，行业领域团队还发电邮给我，感叹我们错失良机。然而，不久后天合化工崩盘了。”

2017年，负责监管香港证券和期货市场的独立法定机构——香港证券及期货事务监察委员会暂停了天合化工的股票交

易。2020年，该公司被香港交易所除牌。调查显示，天合化工上市前在2011至2013财年虚报了超过67亿元人民币(10.5亿新元)的收入。<sup>8</sup>

谢松辉说：“这件事告诉我们，实地、充分的尽职调查是不可替代的。在投资所在地设立办事处非常重要。此外，两把钥匙机制非常有效，即行业领域团队与市场团队共同参与交易决策的模式。双方各自表达建设性观点，意见可能相左，但如果能达成一致，那就再好不过了；若无法达成一致，就由高级管理层裁决。”

韩明毅说，类似的讨论不曾间断。“我们目前探讨的是，是否应下放权力，让各地区团队负责当地的资产和负债？然而，这可能导致我们失去新加坡DNA、统一原则和严谨性。我们反复探讨这个问题。我们是最灵活的机构吗？绝对不是。我们不是对冲基金，永远不是，也不应该是。但与此同时，如果遇到合适的交易，只要尽职调查完成，符合所有条件，我认为我们可以在几周内完成交易，这对我们来说已经足够灵活。”<sup>9</sup>

淡马锡首席财务长方静仪认为，关键在于取得平衡。“在全球团队中，新加坡办事处的作用非常重要，明确其定位是我们高度重视的一项任务。”<sup>10</sup>

近年来，淡马锡加大力度派遣员工轮调全球各地的办事处。她说：“新加坡和新加坡人扮演着重要角色，是淡马锡的内核。因此，我们必须确保我们具备相关的经验、适当的视野和对世界有正确理解。这就是我们所需的平衡，也是我们鼓励员工轮岗的原因——出去看看世界是什么样子，回来后为我们增值。”

狄澜勾勒出对未来淡马锡核心的愿景。“作为一家国际投资公司，不能抱持以新加坡为中心的心态，因为处在不同国家时，所面临的切实挑战各不相同。”

“我们必须具备‘立足新加坡，放眼世界’的思维，而这需要员工积累全球经验。我希望各地区的办事处由当地团队运营，同时保留我们的DNA。这需要新加坡员工派驻当地，与海外员工紧密协作，分享和践行共同的价值观、文化与行为准则。”<sup>11</sup>

## 淡马锡的未来

在淡马锡庆祝成立50周年之际，唯一可以确定的是，世界只会变得更加复杂多变，充满挑战。但作为投资者、机构和资产管护者，淡马锡秉持共同的使命，深刻理解自身的核心职责，积极迎接挑战。

狄澜说：“作为一个着眼未来的机构，我们必须持续学习，以开放的心态面对不断变化的范式，并在充满变化和不断分化的世界中走出自己的发展道路。”

鉴于外部环境的巨变，以及淡马锡2030战略和机构内部关于使命的讨论，淡马锡宪章进行了及时更新，2024年6月淡马锡成立50周年之际更新版发布，恰逢其时。

狄澜说：“2024年淡马锡宪章并没有根本性的变化，而是反映我们跨世代的发展历程，涵盖了对未来的展望，并纳入自1974年成立以来汲取的经验。我们回望过去，展望未来，意识到淡马锡的历史是一个不断演变的历程。”

淡马锡宪章体现了何晶几年前阐明的淡马锡核心原则：每隔几年就要变革和重塑机构。当被问及淡马锡历史上的关键转折点时，何晶说：“没有一个所谓的转折点，因为我们从一开始就坚持与时俱进，勇于变革。”

“我们致力于打造一个具有应变能力的机构。因此，正如我一再强调的，每隔几年我们必须变革，否则就会被抛在后头。员工必须适应我们不断进取的理念，同时感受到自身的价值所在。”<sup>12</sup>

2019年，何晶在圣加仑研讨会新加坡论坛上发表主旨演讲时，探讨了人力资本对一个与全球紧密联系的小国的重要性，这几乎预示了淡马锡如今面临的抉择。

她在演讲中引述新加坡建国元勋吴庆瑞博士在1970年代初说过的一段话——人口的多寡不是推动经济发展的主要动力，若是，中国与印度过去几百年里就不会有那段落后的经历。自然资源也非主力，否则自然资源丰富的非洲将是发展最先进的大陆。

吴庆瑞的结论是，人力资本才是推动经济发展的关键。何晶随后以此为基础，用小贩成功拓展生意的案例作比喻。

# 淡马锡宪章

2024年

淡马锡是扎根于新加坡的国际投资公司，  
遵循商业原则运营，  
致力于实现长期可持续的回报。

作为资产管护者，  
我们与投资组合公司交流合作，  
着力于提升股东价值，倡导良好的治理实践。  
我们齐心协力，为运营所在地的社群献一份力。

我们培育人才、发掘潜能，  
勇于担当，努力促成解决方案，  
在行动中秉持可持续发展的核心理念。

我们全力以赴，追求卓越，践行使命，造福世代。  
立足当下，放眼未来。  
延延世代，欣欣向荣。



“简而言之，一名小贩可投入资金购置基本器具，然后自己开档做生意。随着生意越做越大，她或许会找家人帮忙，或聘请员工，培训他们。”

“当她的业务继续壮大，拥有不同的营业地点时，她可能需要设立中央厨房，将业务系统化，有组织地管理食材、配方、库存及出货事宜。”

“为了确保各营业点的质量水平一致，这盘生意的复杂性和功能将不断扩大，而这就需要人力资本。这些人力除了接受相关培训以执行相应的工作之外，也必须能以一个团队一起工作。”

“人力资本不仅是拥有相关技能而已。它也包括个人与社会的价值观。我们同舟共济，为更远大的目标一起奋斗？还是为一己之利，牺牲他人之利，吵吵闹闹度日？”

“社会之间要有诚信，才能进步，而这需要在社会成员和机构间建立公平公正的制度、规范和价值观体系。”<sup>13</sup>

淡马锡在1970年代成立时，如同一个刚开业的小贩。而今，淡马锡已成长为一个生意蒸蒸日上、设备先进的中央厨房，汇聚了来自世界各地、拥有多元技能与专长的员工，为共同的使命齐心协力。

正如吴庆瑞所说，迈向未来，成功的关键在于人力资本，需要员工们结成备受信赖的团队，团结合作。只有这样，才能持续提供优质甚至是出色的、有营养的膳食，延延世代，欣欣向荣。





# 后序

狄澜

人生是一段旅程，为我们开启生活、社会和事业等不同的道路。

我在2010年9月加入淡马锡，担任投资组合管理事业部总裁兼新加坡区联席总裁。这个决定是“信仰的飞跃”，中途转行有一定的风险，但我准备好放手一搏。我在新加坡做了20多年的律师，职业生涯非常充实，尤其是在职业生涯开始以后的18年里，我作为创始团队成员一直在一家律师事务所工作。我喜欢我的同事们、喜欢我的工作和客户，与我一起领导事务所的合伙人是梦寐以求的最佳搭档。

这种规律且舒适，甚至有些田园牧歌般的生活，却因何晶的坚持而打断了。她用了将近三年的时间说服我，认为淡马锡会为我带来更有意义、更有收获的未来。

我并不完全了解淡马锡。作为律师，虽然我曾在几个并购交易中代表淡马锡，实际上我站在淡马锡对立面时比代表淡马锡要更多些。

新加坡是我家的第二故乡。我的父母在这里读大学，之后留下来。我出生于马来西亚吉隆坡，但我是新加坡公民，从小就在这里长大。我和家人一直都受益于新加坡，我觉得是时候回馈国家了。

我有充分的理由来加入淡马锡。2000年底，我的律师事务所面临生死存亡的重大危机。淡马锡及一些淡马锡投资组合公司最

先伸出援手,使我们得以重建事务所,继续运营至今。潘秀兴和其他人打来电话表达淡马锡的支持,给我和同事们带来了希望和未来。

我原本只打算在淡马锡工作三年,然后回到律师事务所继续执业。事实上,即使事务所几年后搬到新址,之前的同事还是原封不动地保留了我的办公室。然而,这些年来,淡马锡给予了我不同的新角色,让我开拓了视野,回归事务所的计划一再推迟。2017年底,我完成了近两年在美国的任职后,差点儿就回事务所了,但最终没有回去。

其实,我想不到还有哪一家机构比淡马锡更能让我感到振奋和产生共鸣。离开的理由寥寥无几,但留下来的理由却有很多。

我们都有梦想、抱负、志向和目标,都有驱动和激励我们前进的动力。我们都在生活中追求进步、有所作为。对大多数(甚至是全部)淡马锡员工来说,首先这是一个充满吸引力的职场,在发展事业的过程中,我们的技能、资历和兴趣与机构的需求相一致。

但对一些员工、或许是大多数员工来说,淡马锡作为投资者、着眼未来的机构和资产管护者三大角色的使命,与个人志向相融合,从而成为了职责的召唤。

要知道我们前行的方向,就必须了解我们源自何处以及一路走来的历程。

这在当前尤为重要,因为我们正处于纷繁复杂、波动不定的“乌卡(VUCA)”世界——通胀高企;利率较高;地缘政治局势紧张;充满了竞争、分化;民粹主义、民族主义和保护主义抬头。

2019年4月,我出任淡马锡国际首席执行长。在随后的一年里,我们就面临了本世纪首次全球大流行病的挑战,这是自第二次世界大战以来最严峻的全球危机。

2021年10月,我接替何晶担任淡马锡控股首席执行长。几个月后,俄罗斯进军乌克兰,“短暂”通胀变成持续通胀,改变了10多年来低通胀、低利率、有利于经商与投资的环境。

我无法预测未来,但我认为未来数年里,我们将继续处于纷繁复杂、波动不定的乌卡时代。

气候变化仍是当前和未来世代面临的生存挑战。生成式人工智能等科技将带来机遇,但也会对职场和人们的生计造成影响。社会进步和国家韧性将不时经受考验。

2019年7月,我和同事们制定了淡马锡未来十年发展蓝图,即淡马锡2030战略。这一战略是在指引之前十年发展的淡马锡2020战略基础上演进和延伸而来。

淡马锡2020战略则是在更早的淡马锡2010目标的基础上制定的,这些目标根植于淡马锡自1974年成立以来的历史和理念。

这种使命感和延续性在早年就已萌芽。这意味着历届管理团队都不断探寻前方的道路,致力于塑造新的淡马锡,不仅能够践行使命,而且能坚守淡马锡作为带着新加坡DNA的投资者和机构所肩负的更大职责。

这些新加坡价值观始终追求更大的福祉,既为过去,也为现在,更是为了造福未来世代。

淡马锡战略的四大支柱是:塑造具有韧性和前瞻性的投资组合;以可持续发展为一切行动的核心理念;通过淡马锡运营系统建设专业能力;以及进行组织机构、人才与能力建设。这些内容已在本书各章作了详细介绍。

巩固支撑这四大支柱的是三大基础。首先,我们必须继续作为互融互通的机构,对内对外都注重沟通合作,发挥我们的技能和能力,与合作伙伴和朋友相辅相成。我们不能认为或假装自己具备了在复杂环境中运营所需的全部能力。我们建立坚实的伙伴关系,不仅是为了投资战略,而且能交流分享知识、观点和视角,借助伙伴和朋友的专业知识、智慧和判断。有人曾告诉我:“能有知识是好的,能明白做事的方法会更好,但了解和认识做事的人则最佳!”

其次,我们是在具有多元利益相关群体的世界中运营。各个企业不仅有股东,还有一系列的利益相关方。因此,我们必须确保投入的资本,不仅能促进实现财务目标和成绩,也能在人力、社会和自然方面产生积极影响。

我们会确保提供促进型资本,激发创新和推动增长,实现经风险调整后的回报;发掘人才潜能,不仅是我们自己的人才,还要开展和支持那些为新加坡及其他地区进行能力建设的项目;推动社会进步和加强社会韧性,为塑造更美好的地球贡献力量。

我们将以淡马锡的使命为指引,并融入我们的价值观、文化和行动中。哈佛商学院教授兰杰·古拉蒂(Ranjay Gulati)为我们的机构发展提出了建议。他在著作《深层使命》(Deep Purpose)将使命视为整个机构的运营系统,也是指引机构做出战略决策的指南针。研究显示,以使命为导向的企业能塑造高绩效文化、实现卓越运营和财务表现,以及提高员工满意度。

因此,确定淡马锡的使命至关重要。它指引我们在纷繁世界里砥砺前行,做好迎接未来的准备。它定义了我们所信、所行的原因和意义,阐释了淡马锡作为投资者、机构和资产管护者的三大角色。

发布淡马锡2030战略后,公司开展了为期一年探索使命之旅。近三分之二的员工参与了这项活动。2021年11月,我们在线上举办的全体员工年会<sup>1</sup>上,宣布了淡马锡“延延世代,欣欣向荣”的使命信条。

淡马锡的使命蕴含四大原则:

首先,我们敢于担当创造。我们是一家投资公司,但我们不只是投资者,也是资产所有者和创造者。这是淡马锡DNA的一部分。我们是长期投资组合的资产所有者和创造者,持续专注于推动机构和投资组合的转型,并把这一原则延伸到投资组合公司。我们也做好准备迎难而上,为投资组合和市场所需的能力而成立新机构,近年来成立的网络安全服务公司Ensign和Istari就是例子。

其次,我们促成解决方案。淡马锡和投资组合公司拥有解决问题、探寻新领域和优化业绩表现的资源。例如,淡马锡的人工智能战略与解决方案团队与投资组合公司合作,共同开发针对工作流程、产品和服务的人工智能应用方案。

第三,我们与世代共同成长。作为投资者、机构和资产管护者,我们致力于追求卓越、践行使命、造福世代。我们拥有充足的



资源,以实现股东的目标,同时为其他利益相关群体,包括世界各运营所在地的社群尽力奉献。

最后也是最重要的是,我们直接和间接地发掘人才潜能。作为一家投资公司,我们主要从事的是以人为本的业务。如果没有合适的人才和能力,我们就无法履行职责、追求卓越。这就是为什么我们非常重视组织机构、人才与能力建设,培育与管理人才,为员工提供机会,让他们增广见闻及掌握工作以外的新技能。

我们对人才资本的重视,也延伸到整个淡马锡生态系统,包括投资组合公司、合作伙伴和联营企业。鉴于科技应用与变革的步伐,包括工业4.0和生成式人工智能的影响,我们成立了一个小组来研究淡马锡投资组合公司的劳动力转型。我们贯彻三方协作精神,与合作伙伴及工会合作交流。

这些举措让淡马锡和更广泛生态系统能够运用集体能力和经验,了解近期动向、形成观点,同时应对未来。这有助于我们在前行的路上拥有清晰的思路、明确的使命和满满的信心。

正如萧伯纳(George Bernard Shaw)所说:“一些人遇事就问‘为什么这样呢?’,我却梦想从未有过的事,然后追问‘为什么不能这样呢?’”这就是淡马锡的精神——总是愿意付出更多的努力,超越今天,应对明天的挑战。

前人栽树后人乘凉,我和同事们这一代的淡马锡员工,以淡马锡的使命为指引,站在前辈已打下的基础上,再接再厉、继续巩固,播撒种子,让未来的淡马锡员工能收获硕果。

能力越大,责任越大。淡马锡并非、也不能是普通的公司。就像新加坡一样,我们只有不懈地追求卓越,才能与时俱进,继续生存下去。今年,淡马锡成立50周年,迈入下一个十年。面对纷繁复杂的环境,我们更要加倍努力,恪守担当,坚毅致远。

过去四五十年不曾出现这样的全球环境,具有通胀高企和利率较高等宏观经济问题,地缘政治竞争,叠加民粹主义、民族主义和保护主义抬头等外部因素。科技进步、气候变化、网络安全和工作岗位流失,风险日益增加。

但我们提醒自己，淡马锡成立于1974年的动荡环境，克服了当时的种种困难，保持敏锐清晰的头脑，砥砺前行。我们挺过了非常艰难的十年，塑造了具有韧性的投资组合，实现预期回报，建立了持久发展的机构，而其中一些如今仍是我们主要的投资组合公司。

正如新加坡建国总理李光耀所说：“我们必须顺应世界现状，灵活应变，趋利避害。”<sup>2</sup>

这是淡马锡过去50年所坚守的理念，也会继续是我们的DNA，引领我们向前迈进。我们必须秉持信念和勇气，践行使命，接受变化是永恒的真理，从容面对不确定的环境，灵活应变。

这本书不仅记载了淡马锡的发展历程，也展现了淡马锡及投资组合公司历届领导者与员工的远见、勇气和坚毅。他们在过去50年奠定了坚实的基础，让机构能应对瞬息万变的商业和投资环境，他们给予了我们应对未知挑战的信心，继续努力，造福社会。

这本书也是馈赠未来的礼物，希望未来的同仁们能巩固夯实这些基础，秉持淡马锡的核心价值观，续写淡马锡的旅程。

我们立足当下，着眼未来，珍视每一代。延延世代，欣欣向荣。

狄澜为淡马锡控股首席执行官。





# 注解

## 前言

1 李光耀，“新加坡总理李光耀于1965年5月27日在马来西亚联邦国会对国家元首施政方针提出修正动议时的演讲”，新加坡国家档案馆，<https://www.nas.gov.sg/archivesonline/data/pdfdoc/lky19650527.pdf>

## 序章

1 余林发于2001年受委为新加坡科技集团总裁兼首席执行官，现为星展集团和新加坡航空公司主席，也是新加坡政府投资公司董事。

2 2023年，我们进一步把淡马锡投资组合公司定义为淡马锡持股比例不低于20%的长期投资。这包括不在新加坡注册的企业。

## 上篇：积极探索

1 吴庆瑞，《现代化经济学》（新加坡：亚太出版社，1972年）。

2 主权财富基金是指通常利用国际收支盈余、官方外汇业务、私有化收益、政府转移支付、财政盈余和/或资源出口收益设立的国有投资基金或实体。资料来源：主权财富基金研究院。

3 何晶，个人访谈录，2009年5月。

4 新加坡在1965年8月9日独立。

5 拉惹勒南是新加坡独立后的首任外交部长。他在1980年担任第二副总理，直到1985年卸任，成为总理公署高级部长。

6 韩瑞生在1970年至1983年间担任财政部长。

7 “新加坡发展模式”，国家研究，<https://countrystudies.us/singapore/28.htm>

8 李光耀，“总理新年致辞，1973年”，新加坡国家档案馆，文件编号lky19730101，<https://www.nas.gov.sg/archivesonline/data/pdfdoc/lky19730101.pdf>

9 食益补扩展业务，成为食品与保健品巨头。1985年，淡马锡脱售食益补的股份。1990年，日本三得利(Suntory)收购食益补。

10 八佰伴早年在新加坡的业务很成功，但随着它在中国扩展过速，于1997年宣告破产。2000年3月，日本零售巨头永旺集团(AEON Group)收购八佰伴，后来更名为Maxvalu东海株式会社。

11 新加坡国立印务馆的前身为新加坡政府印务署，2008年6月脱售给日本凸版印刷(Toppan Printing)。

12 比莱在1974年至1987年间担任淡马锡首任董事长。

13 中国航海家汪大渊在1330年代来到一座岛屿,并在1349年编写的《岛夷志略》(唯一记载14世纪淡马锡的中国人亲历手记)中称它为“单马锡”(淡马锡),描述这里是一个马来人聚居的小岛。

14 根据《新加坡公司法》(第50章),享有豁免权的私人公司拥有至多20名股东且股权不得由任何公司持有,也无需向公共注册部门申报其经审计的财务报表。

15 英康成立于1970年,旨在为新加坡工人提供负担得起的保险。常年社员大会由合作社社员参加,公司将汇报年度报告及甄选董事。

16 吴庆瑞,“副总理兼国防部长吴庆瑞于1977年6月20日(星期一)在职工总会大厦举行的英康常年社员大会上的演讲”,新加坡国家档案馆,文件编号GKS19770620,  
<https://www.nas.gov.sg/archivesonline/data/pdffdoc/GKS19770620.pdf>

17 梁慧玲也是新能源集团主席。她2006年加入淡马锡。

18 梁慧玲,个人访谈录,2010年1月。

19 丹那巴南在职业生涯初期曾是新加坡发展银行(即后来的星展银行)的银行家,后来担任星展银行主席。

20 丹那巴南,“董事长丹那巴南于2010年5月23日在新加坡大会堂举行的吴庆瑞国葬仪式上的悼词”,淡马锡,<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2010/eulogy-delivered-by-s-dhanabalan-chairman-at-the-state-funeral-s>

21 依据1959年《新加坡财政部长(成立)法》,财政部长为法人团体。

22 何晶,个人访谈录,2009年5月。

23 前身为邮政总局,在殖民时期,驳船会在停泊的船和地下室之间运送邮件。

24 李瑞英,个人访谈录,2009年7月。

25 李瑞英,个人访谈录,2009年7月。

26 郭志云,个人访谈录,2009年11月。

27 丹那巴南,淡马锡口述历史访谈录,2008年9月。

28 政联企业包括淡马锡、各政府部门和法定机构旗下的企业。

29 比莱,淡马锡口述历史访谈录,2008年8月。

30 丹那巴南,淡马锡口述历史访谈录,2008年9月。

31 郭柏霖,〈淡马锡成为东南亚最大控股公司〉,《海峡时报》,1977年2月16日。

32 吴庆瑞,“副总理兼国防部长吴庆瑞于1977年6月20日(星期一)在职工总会大厦举行的英康常年社员大会上的演讲”,新加坡国家档案馆,文件编号GKS19770620,  
<https://www.nas.gov.sg/archivesonline/data/pdffdoc/GKS19770620.pdf>

33 〈政府高官受委为淡马锡首任总经理〉,《海峡时报》,1979年9月4日。

34 蔡湧海在1979年至1982年间担任淡马锡总经理。

35 〈政府高官受委为淡马锡首任总经理〉,《海峡时报》,1979年9月4日。

36 比莱,淡马锡口述历史访谈录,2008年8月。

37 蔡湧海,淡马锡口述历史访谈录,2008年9月。

- 38 现为华联市区二号大楼。
- 39 林钟华在1982年加入淡马锡担任总经理，之后擢升为淡马锡总裁和董事。
- 40 林钟华，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 41 〈杨协成和淡马锡与纳比斯科(Nabisco)签订协议〉，《商业时报》，1989年6月23日。
- 42 王兴秀，个人访谈录，2009年7月。
- 43 王兴秀，个人访谈录，2009年7月。
- 44 Siow Li Sen，〈嘉德置地以10.4亿元脱售淡马锡大厦〉，《商业时报》，2007年3月24日。
- 45 Gabrielle Andres，《新加坡最高楼将由阿里巴巴和本地伙伴共同建造》，亚洲新闻台，2022年8月5日，<https://www.channelnewsasia.com/business/singapore-tallest-building-alibaba-perennial-axa-tower-guoco-2860921>

## 第一章：跋山涉水

- 1 蔡湧海，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 2 蔡湧海，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 3 蔡湧海，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 4 比莱，淡马锡口述历史访谈录，2008年8月。
- 5 林钟华，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 6 Felicia Tan，《海庭发布合并后首个半年业绩 2023上半财年亏2.644亿元》，The Edge Singapore，2023年7月28日，<https://www.theedgesingapore.com/capital/results/seatrium-reports-2644-mil-loss-first-ever-1hfy2023-results-combination>
- 7 陈川垂，个人访谈录，2014年5月。
- 8 蔡湧海，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 9 福田赳夫在1976年12月至1978年12月间担任日本第67任首相。
- 10 李玉全于1969年至1980年间在经济发展局任职。他在1981年1月至9月间担任新加坡石油化工副董事经理，之后在1981年至2004年间担任部长，领导过教育部、劳工部、贸工部等多个部门。
- 11 符祥天，个人访谈录，2009年4月。
- 12 林钟华，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 13 符祥天，个人访谈录，2009年4月。
- 14 林钟华，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 15 “裕廊岛”，新加坡石油化工，<https://www.pcs.com.sg/singapore-petrochemical-complex/jurong-island/>
- 16 《吴作栋为新加坡裕廊岛主持开幕》，美联社通讯社，2000年10月14日。
- 17 胡赐道，淡马锡口述历史访谈录，2008年12月。
- 18 藍欽槐，个人访谈录，2009年7月。



- 19 林钟华, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年9月。
- 20 Jonathan Rigg, 〈新加坡与1985年的经济衰退〉, 《亚洲观察》第28卷, 第3期, 1988年3月。
- 21 胜利集团在1990年更名为新加坡科技控股。
- 22 何晶, 个人访谈录, 2014年3月。
- 23 胡赐道, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年12月。
- 24 林钟华, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年9月。
- 25 Alvin Chua, “新加坡电信”, 新加坡资讯百科, <https://www.nlb.gov.sg/main/article-detail?cmsuuiid=dd78b9f6-29f9-4b7b-bd2aeb6bbdfe1f8c>
- 26 公积金是一项强制性社会保障储蓄计划, 由雇主和雇员的缴款组成。
- 27 《新加坡电信下周首次售股 每股2新元》, 路透社, 1993年10月9日。
- 28 即1994年、1995年、1997年和1999年11月1日。
- 29 “新加坡电信股票历史”, 新加坡电信, <https://www.singtel.com/about-us/investor-relations/share-information/singtel-share-history>
- 30 Mano Sabnani, 〈新加坡电信首次公开售股必将取得巨大成功〉, 《海峡时报》, 1993年10月10日。
- 31 〈马宝山: 股票定价公允因为这类股票会有溢价〉, 《海峡时报》, 1993年10月10日。
- 32 Mano Sabnani, 〈新加坡电信首次公开售股必将取得巨大成功〉, 《海峡时报》, 1993年10月10日。
- 33 Caroline Chan、Chan Sue Meng和Ann Williams, 〈新加坡电信首次公开售股开创股票交易所新时代〉, 《海峡时报》, 1993年11月2日。
- 34 Alvin Chua, “新加坡电信”, 新加坡资讯百科, <https://www.nlb.gov.sg/main/article-detail?cmsuuiid=dd78b9f6-29f9-4b7b-bd2aeb6bbdfe1f8c>
- 35 “新加坡电信股票历史”, 新加坡电信, <https://www.singtel.com/about-us/investor-relations/share-information/singtel-share-history>
- 36 “股票信息”, 新加坡电信, <https://www.singtel.com/about-us/investor-relations/share-information>
- 37 “工商保安机构实行企业化管理”, 淡马锡, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2005/the-corporatisation-of-cisco>
- 38 “新加坡港务局的成立”, 国家图书馆管理局, <https://www.nlb.gov.sg/main/article-detail?cmsuuiid=a7193804-3862-4f99-8b3b-46c867073a95>
- 39 《淡马锡年度报告2014》, 第92页。
- 40 《淡马锡年度报告2014》, 第18页。
- 41 1991年新加坡共和国宪法(修正)法令, 新加坡法令网站, <https://sso.agc.gov.sg/Acts-Supp/5-1991/Published/19910125?DocDate=19910125>
- 42 《淡马锡年度报告2022 – 摘要》, 第24页。

## 第二章：奠定基础

- 1 郭保发时任新加坡宇航(后来称为新科宇航)主席。
- 2 《新加坡宇航上市首日表现活跃股价上涨》，路透社，1990年8月8日。
- 3 潘秀兴在1999年10月加入淡马锡，直到2007年9月从首席投资官的职位中离任，以追求自己的兴趣爱好。他在2008年11月1日重新加入淡马锡，担任战略总裁。他在2011年离开淡马锡，出任狮诚控股首席执行官，现为星伟诺首席执行官。
- 4 陈惠华曾在瑞士银行和怡富(Jardine Fleming)从事投资银行和管理工作。她在2000年加入淡马锡，最终担任战略关系部执行总经理。她也曾在多个新加坡政府部门担任部长，包括总理公署部长、财政部兼交通部第二部长(2009年至2011年)。
- 5 郭保发，个人访谈录，2014年11月。
- 6 郭保发，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 7 林明沛，个人访谈录，2023年1月。
- 8 沈文鸿，个人访谈录，2023年6月。
- 9 郭保发，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 10 2000年8月30日，瑞士信贷第一波士顿以115亿美元收购帝杰。
- 11 郭保发，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 12 Barry Porter和Wong Joon San，〈合并打造航运巨头〉，《南华早报》，1997年4月15日。
- 13 Ven Sreenivasan，〈海皇轮船把配售额提高至5亿美元〉，《商业时报》，1999年7月23日。
- 14 王明德，个人访谈录，2009年4月。
- 15 霍斯达，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 16 何晶在2002年1月加入淡马锡担任董事，同年5月受委为执行董事。
- 17 郑维强在2002年至2012年间担任海皇轮船主席，自1992年起担任董事。
- 18 张洁心现任淡马锡投资组合发展总裁兼新加坡市场统筹总裁。
- 19 张洁心，个人访谈录，2022年10月。
- 20 Anita Gabriel，〈法国达飞集团以34亿新元收购淡马锡的海皇轮船〉，《商业时报》，2015年12月8日。
- 21 霍兆华在2005年至2019年间担任新加坡国际港务集团主席。他也曾担任SMRT和陆路交通管理局等多家机构的主席。
- 22 霍兆华，淡马锡口述历史访谈录，2008年。
- 23 丹那巴南当时是侯永昌的副手，侯永昌在1970年至1979年间担任发展银行总裁。
- 24 “淡马锡董事长继任安排”，淡马锡，2013年7月22日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2013/temasek-chairman-succession>
- 25 丹那巴南，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。

- 26 柯宗盛, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年9月。
- 27 柯逢豹在1996年至2018年间担任淡马锡非执行董事。
- 28 丹那巴南, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年9月。
- 29 王兴秀时任淡马锡投资部执行总经理。
- 30 王兴秀, 个人访谈录, 2009年7月。
- 31 丰树投资成立于2000年12月, 专注于亚洲房地产开发、投资和资本管理。
- 32 曾安素, 个人访谈录, 2009年7月8日。
- 33 邱运康后来担任嘉德置地商业和嘉德置地金融首席执行官。
- 34 邱运康, “如何实现丰树增长”, 丰树领导力系列讲座, 新加坡管理大学, 2022年3月10日, <https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1640&context=pers>
- 35 “创造价值”, 丰树, <https://www.mapletree.com.sg/Our-Company/Overview.aspx>
- 36 郭保发, 淡马锡口述历史访谈录, 2008年9月。
- 37 当时另外五个上市的房地产投资信托为嘉茂商产信托、腾飞瑞资、置富产业信托、凯德商产信托和新达信托。
- 38 2018年, 丰树对圣占姆士发电厂开展翻新工程, 并融合传统元素与现代建筑技术。它现为戴森(Dyson)的全球总部和研发中心。
- 39 陈文龙曾任淡马锡投资部执行总经理。
- 40 陈文龙, 个人访谈录, 2009年4月。
- 41 “丰树物流信托2008年第三季可派发盈利同比增长33%”, 丰树物流信托, 2008年10月21日, [https://www.mapletreelogisticstrust.com/~media/MLT/Newsroom/Press%20Releases/2008/Oct/1980259919\\_Press%20release\\_3Q08%20results\\_MLOG.pdf](https://www.mapletreelogisticstrust.com/~media/MLT/Newsroom/Press%20Releases/2008/Oct/1980259919_Press%20release_3Q08%20results_MLOG.pdf)
- 42 廖文良, 个人访谈录, 2023年10月。
- 43 邱运康, 个人访谈录, 2023年10月。
- 44 新加坡采用楼面面积来计算开发项目的规模和密度。
- 45 廖文良, 个人访谈录, 2023年10月。
- 46 Vikram Khanna, 〈公务员成为公司首席执行官〉, 《商业时报》, 2008年4月5日。
- 47 “我们认为有必要为新加坡这么做”, 星展集团, 2018年8月1日, <https://www.dbs.com/media/features/getting-singapores-first-reit-on-the-market-we-felt-we-needed-to-do-this-for-singapore.page>
- 48 何晶, “执行董事何晶于2002年7月17日在嘉茂商产信托上市交易时的演讲”, 淡马锡, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2002/speech-by-ho-ching-executive-director-on-the-occasion-of-the-com>
- 49 何晶, “丰树物流信托闭幕晚宴致辞”(新加坡, 2005年7月28日)。

- 50 “新加坡：全球房地产投资信托的上市枢纽”，毕马威，2019年7月，<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/sg/pdf/2019/07/singapore-a-global-hub-for-reit-listings.pdf>
- 51 李汐濠，〈新加坡房地产投资信托和商产信托上市20周年〉，《商业时报》，2022年7月17日。
- 52 郭保发，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 53 潘秀兴，个人访谈录，2014年3月。
- 54 “淡马锡成功完成对大士能源的转让”，淡马锡，2008年3月14日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2008/temasek-successfully-completes-divestment-of-tuas-power>
- 55 “淡马锡把圣诺哥能源出售给日本财团”，淡马锡，2008年9月5日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2008/temasek-sells-senoko-power-to-japanese-consortium>
- 56 “淡马锡以38亿新元把西拉雅能源卖给杨忠礼电力国际公司”，淡马锡，2008年12月2日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2008/temasek-sells-powerseraya-to-ytl-power-international-for-an-ente>
- 57 黄锦贤时任淡马锡投资部执行总经理，后来先后担任新加坡能源总裁和胜科工业集团总裁兼首席执行官。
- 58 黄锦贤，个人访谈录，2009年8月。
- 59 李显龙在2004年8月12日就任新加坡第三任总理，2024年5月15日卸任，由黄循财接棒。
- 60 “工运领袖与世长辞”，全国职工总会本周消息，2007年6月22日，<https://alep-p-001.sitecorecontenthub.cloud/api/public/content/a25f53dc0fbe46069c56b89e009ea0ea?v=fc41b239>
- 61 李显龙，“总理李显龙于2015年7月20日在电力与煤气业雇员联合会20周年晚宴上的演讲”，新加坡总理公署，<https://www.pmo.gov.sg/Newsroom/transcript-speech-prime-minister-lee-hsien-loong-union-power-and-gas-employees-upage>
- 62 黄锦贤，个人访谈录，2009年8月。
- 63 “工运领袖与世长辞”，全国职工总会本周消息，2007年6月22日，<https://alep-p-001.sitecorecontenthub.cloud/api/public/content/a25f53dc0fbe46069c56b89e009ea0ea?v=fc41b239>
- 64 何晶，新加坡政府投资公司董事总理论坛致辞，2016年9月22日。
- 65 蒋福娟在2002年加入淡马锡，曾担任可持续发展与尽责治理总裁、组织结构与领袖培育部总裁等多个高级职位。她现为ABC Impact董事和淡马锡信托基金会董事。
- 66 蒋福娟，个人访谈录，2023年1月。
- 67 李光耀，“国务资政李光耀于2004年1月30日在女皇镇民众联络所举行的丹戎巴葛集选区新春联欢晚宴上的演讲”，新加坡国家档案馆，<https://www.nas.gov.sg/archivesonline/data/pdfdoc/2004013004.htm>
- 68 何晶，个人访谈录，2023年2月。

### 第三章：扬帆起航

- 1 丹那巴南，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 2 王文辉是新加坡金融管理局董事。他曾担任新加坡企业发展局主席，直至2024年3月。在2017年9月从政府部门退休前，他担任公务员首长兼总理公署常任秘书。
- 3 王文辉，淡马锡口述历史访谈录，2008年12月。
- 4 Catherine Ong，〈李泽楷在亚洲最大宗收购交易中胜出〉，《商业时报》，2000年3月1日。
- 5 新加坡科技集团在1994年成为淡马锡控股旗下的公司，并在2004年12月31日完成重组。
- 6 李显龙在1990年出任副总理，2004年就任总理，直到2024年5月15日卸任。
- 7 政联企业新宪章，国会辩论实况记录，第1046栏，2002年8月28日。
- 8 Gerry de Silva，〈胜利集团旗下公司将挂牌上市〉，《海峡时报》，1990年5月12日。
- 9 周庆全等著，《迈向未来：新加坡科技集团的故事》（新加坡：新加坡科技集团，1997年），第80页。
- 10 《新加坡宪法》规定，一些有关第五附表机构的治理事宜，必须得到新加坡民选总统的同意。这包括董事和首席执行官任免及动用该机构在当届政府就职之前所积累的储备金。其他第五附表机构包括中央公积金局、建屋发展局、新加坡政府投资公司、新加坡金融管理局和裕廊镇管理局。
- 11 第五附表机构必须在每个财政年度开始前提交年度预算，请总统批准。如果预算可能会动用储备金，总统可拒绝批准。此外，如果有任何拟议交易可能会动用储备金，财政部长、会计总长和审计长必须告知总统。如果总统反对，可行使否决权。
- 12 Audrey Tan，〈淡马锡将分拆旗下的新加坡科技集团〉，《海峡时报》，2004年10月14日。
- 13 丹那巴南，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 14 何晶，“执行董事何晶于2002年7月17日在嘉茂商产信托上市交易时的演讲”，淡马锡，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2002/speech-by-ho-ching-executive-director-on-the-occasion-of-the-com>
- 15 何晶，“执行董事何晶于2002年7月17日在嘉茂商产信托上市交易时的演讲”，淡马锡，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2002/speech-by-ho-ching-executive-director-on-the-occasion-of-the-com>
- 16 廖文良，个人访谈录，2023年10月。
- 17 Ong May Anne，《五》（新加坡：Editions Didier Millet，2005年），第12页至第13页。
- 18 Marissa Chew，〈发展置地少数股东支持与百腾置地合并〉，《商业时报》，2000年10月19日。
- 19 廖文良，个人访谈录，2015年2月。
- 20 2006年3月。
- 21 2006年12月。
- 22 曾安素，个人访谈录，2009年7月8日。
- 23 何晶，个人访谈录，2023年2月。
- 24 何晶，个人访谈录，2023年2月。

- 25 “邱德拔基金同意把渣打银行股份转让给淡马锡”，淡马锡，2006年3月28日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2006/the-tan-sri-khoo-teck-puat-estate-agrees-to-sell-shares-in-stand>
- 26 潘秀兴，个人访谈录，2009年7月。
- 27 〈财团赢得印尼银行股权〉，《华尔街日报》，2003年5月6日。
- 28 印尼金融银行投资者期刊，2003年8月，第14页。
- 29 潘秀兴，个人访谈录，2009年7月。
- 30 Emmanuel Daniel和Peter Hoflich，〈印尼金融银行推进小额信贷业务〉，《亚洲银行家》，2009年4月30日。
- 31 Goda Thangada，《主要小额信贷业者印尼金融银行融资3.62亿美元》，MicroCapital，2009年5月4日，<https://www.microcapital.org/microcapital-story-key-indonesia-microfinance-player-bank-danaman-raises-usd-362m-in-capital/>
- 32 罗扬思，个人访谈录，2009年7月。
- 33 Ahmad Pathoni和Ian Timberlake，《印尼称雅加达和巴厘岛爆炸案有关联 伊斯兰祈祷团嫌疑增大》，法新社，2003年8月6日。
- 34 罗扬思，个人访谈录，2009年7月。
- 35 罗扬思，个人访谈录，2009年7月。
- 36 2005年印尼金融银行年度报告，第36页。
- 37 2013年印尼金融银行年度报告，第14页。
- 38 〈淡马锡控股把印尼金融银行73.8%的股权转让给三菱日联金融集团〉，《今日报》，2017年12月27日，<https://www.todayonline.com/singapore/temasek-holdings-sell-738-stake-indonesias-bank-danamon-japans-mufg>
- 39 李浩进，个人访谈录，2009年4月。
- 40 李浩进，个人访谈录，2009年4月。
- 41 李浩进，个人访谈录，2009年4月。
- 42 李浩进，个人访谈录，2009年4月。
- 43 Conrad Tan，〈富敦与中国主要基金管理公司合作〉，《商业时报》，2008年9月23日。
- 44 祥峰投资控股，<https://www.vertexholdings.com/>
- 45 Grace Chng，〈1亿元基金助初创企业跨越“死亡之谷”〉，《海峡时报》，2014年1月11日。
- 46 Andrew Toh，《淡马锡注资东南亚出租车预订应用程序》，路透社，2014年4月8日。
- 47 “威廉·弗兰克 - 董事会主席”，边疆航空，<https://ir.flyfrontier.com/board-member/william-franke>
- 48 这包括廉航先锋马来西亚的亚洲航空，已在本区域市场占有一席之地；印尼的狮航和天堂航空；以及由新航前首席执行官创立的惠旅航空。其他企业家也在探索亚洲市场，如英国维珍航空创始人理查德·布兰森(Richard Branson)考虑与泰国航空联手在泰国创立廉航。亚洲航空也进军泰国市场，而在印度，已有廉航德干航空。
- 49 许多人为新廉航命名提出建议，而“虎航”来自瑞安家族。

- 50 《新加坡航空公司推出新廉航虎航》，亚洲旅游新闻网，2003年12月9日，<https://www.asiatraveltips.com/travelnews03/912TigerAirways.shtml>
- 51 英迪格公司的主要股东是得克萨斯州金融家、瑞安航空主席邦德曼和美国廉航美西航空前负责人威廉·弗兰克。
- 52 曾安素，个人访谈录，2009年7月22日。
- 53 曾安素，个人访谈录，2014年3月。
- 54 《淡马锡年度报告2014》，第12页。
- 55 2017年7月，虎航与新航旗下廉航酷航合并。
- 56 何晶，个人访谈录，2009年5月。
- 57 《淡马锡年度报告2004》，第5页至第7页、第11页。
- 58 何晶，《构建可持续发展的机构》(演讲，新加坡，2009年7月29日)，政策研究所。
- 59 《淡马锡年度报告2004》，第14页。
- 60 Azhar Khalid，〈淡马锡获得标准普尔和穆迪的最高评级〉，《海峡时报》，2004年10月13日。
- 61 何晶，个人访谈录，2009年5月。
- 62 《淡马锡年度报告2022》演示材料，第11页。

## 中篇：启程远航

- 1 何晶于2012年在巴厘岛举行的“淡马锡昂首前行活动(Temasek Advance)”的演讲。
- 2 除了印尼金融银行，淡马锡也收购了印尼国际银行。
- 3 《淡马锡年度报告2004》，第27页。
- 4 《淡马锡年度报告2005》，第8页。
- 5 何晶，个人访谈录，2009年5月。
- 6 朱镕基在1998年3月至2003年3月间担任中华人民共和国国务院总理。
- 7 《淡马锡年度报告2005》，第10页。
- 8 柯智华，个人访谈录，2010年2月。
- 9 2007年，亚洲金融控股更名为富登金融控股。
- 10 Abheek Barua、Rajat Kathuria和Neha Malik，“印度的普惠金融、监管和教育现状”，亚洲开发银行研究所，工作论文系列第568号，第8页，2016年4月。
- 11 詹维光在2012年离开淡马锡时是特别项目执行总经理。
- 12 詹维光，个人访谈录，2009年4月。
- 13 2021年，富登印度信贷公司脱售给三井住友金融集团，并更名为SMFG印度信贷公司。
- 14 SMFG印度信贷公司，<https://www.smfgindiacredit.com/about-us/overview.aspx>



- 15 《淡马锡年度报告2024》，<https://temasekreview.com.sg>
- 16 拉维·蓝柏，个人访谈录，2023年3月。
- 17 国际货币基金组织，<https://www.imf.org/external/datamapper/PPPSH@WEO/EU/USA/CHN>
- 18 世界银行，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CN>
- 19 蒋福娟在2002加入淡马锡，曾担任可持续发展与尽责治理总裁、组织结构与领袖培育部总裁等多个高级职位。她现为ABC Impact董事和淡马锡信托基金会董事成员。
- 20 蒋福娟，个人访谈录，2009年7月。
- 21 《淡马锡年度报告2024》，第27页。
- 22 《淡马锡年度报告2005》，第25页。
- 23 蒋福娟，个人访谈录，2009年7月。
- 24 李显龙在2004年8月12日就任新加坡第三任总理，2024年5月15日卸任，由黄循财接棒。
- 25 蒋福娟，个人访谈录，2009年7月。
- 26 蒋福娟，个人访谈录，2009年7月。
- 27 黄锦贤，个人访谈录，2009年8月。
- 28 中央汇金投资在2003年成立，2007年成为中国投资公司的子公司。
- 29 中国人民银行是中国央行，负责监督和执行国家货币政策，维护金融稳定。
- 30 中国在2001年12月11日加入世界贸易组织。
- 31 高铭胜，个人访谈录，2023年7月。
- 32 蒋福娟，个人访谈录，2009年7月。
- 33 高铭胜，个人访谈录，2023年7月。
- 34 罗扬思，个人访谈录，2009年7月。
- 35 罗扬思，个人访谈录，2009年7月。
- 36 唐葵，个人访谈录，2010年2月。
- 37 《淡马锡年度报告2005》，第23页、第28页。
- 38 谢松辉，个人访谈录，2014年4月。
- 39 《淡马锡年度报告2024》，<https://temasekreview.com.sg>
- 40 吴亦兵，个人访谈录，2023年2月。
- 41 何晶，个人访谈录，2009年5月。
- 42 〈西纳瓦电脑电讯获准更名〉，《曼谷邮报》，1999年3月9日。
- 43 他信在2001年至2006年间担任泰国首相。

- 44 丹那巴南，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。
- 45 这项脱售让原本就持有联合通信工业和全通通讯股权的挪威电信掌控这两家公司的实权。
- 46 Alisa Tang,《泰国首相家族把臣那越集团股权脱售给新加坡公司淡马锡》，美国联合通讯社，2006年1月23日。
- 47 潘秀兴，个人访谈录，2009年7月。
- 48 尚达曼曾担任财政部长、副总理、国务资政及经济和社会政策统筹部长。2023年9月14日，他宣誓就任新加坡第九任总统。
- 49 淡马锡控股(收购泰国臣那越集团)，《汉萨德》英国国会议事录，2006年11月14日。
- 50 潘秀兴，个人访谈录，2009年7月。
- 51 张洁心，个人访谈录，2023年10月。
- 52 张洁心，个人访谈录，2022年10月。
- 53 林祥源，淡马锡口述历史访谈录，2008年10月。

#### 第四章：设定航向

- 1 何晶，给员工的电邮，2020年7月23日。
- 2 何晶，给员工的电邮，2020年7月23日。
- 3 何晶，个人访谈录，2022年9月。
- 4 首批发行的是五年期T2023-S\$淡马锡债券，固定年利率为2.7%；第二批发行的是2026年到期的T2026-S\$淡马锡债券，以担保票据形式发行，固定年利率为1.8%。
- 5 何晶，给员工的电邮，2020年7月23日。
- 6 《淡马锡年度报告2007》，第42页。
- 7 《淡马锡年度报告2007》，第42页。
- 8 扬基债券是以美元计值的外国债券，由外国银行和公司在美国发行。这些债券通常向美国证券交易委员会注册。资料来源：纳斯达克股票交易所。
- 9 “淡马锡发行10年期担保票据，发行额为17.5亿美元，票息率为4.5%”，淡马锡，2005年9月15日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2005/temasek-launches-us-1-75-billion-4-5-10-year-guaranteed-notes>
- 10 梁慧玲，个人访谈录，2009年4月。
- 11 何晶，个人访谈录，2009年5月。
- 12 何晶，给员工的电邮，2020年7月23日。
- 13 “淡马锡债券概览”，淡马锡，<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/temasek-bonds>
- 14 “淡马锡推出Astrea II私募股权基金”，淡马锡，2014年4月9日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2014/temasek-launches-astrea-ii-portfolio-of-private-equity-funds>

15 Astrea III票据是新加坡首批由34家私募股权基金的13亿美元投资组合现金流支持的上市票据，发行总额为5.1亿美元，交易投资组合资产净值为11亿美元。Azalea已全部赎回Astrea III，履行了对债券持有者的所有义务。

16 “淡马锡推出Astrea II私募股权基金”，淡马锡，2014年4月9日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2014/temasek-launches-astrea-ii-portfolio-of-private-equity-funds>

17 《淡马锡年度报告2018》概览，第7页。

18 何晶，个人访谈录，2022年9月。

19 Astrea VII私募股权债券的公开发售包括2.8亿新元的A-1级债券，固定年利率为4.125%，高于之前Astrea V和VI发行的A-1级债券的票息率。散户投资者也可申请1亿美元的B级债券。这种债券的固定年利率较高，为6%，但由于其等级低于A-1和A-2级债券，在偿付方面排在A级债券之后，因此信用风险较高。

20 Lee Su Shyan，〈最新推出的Astrea零售债券提供美元投资选项〉，《海峡时报》，2022年5月22日。

21 谢松辉，个人访谈录，2014年3月。

22 新源基础设施信托的初始投资组合包括城市煤气信托(City Gas Trust)的100%股权及新泉信托(SingSpring Trust)的70%股权。前者是新加坡唯一的城市煤气生产商和零售商，也是新加坡低压管道煤气网络的唯一用户；后者是新加坡公用事业局唯一的海水淡化供应商。

23 何晶，个人访谈录，2009年5月。

24 何晶，个人访谈录，2009年5月。

25 《淡马锡年度报告2008》，第20页。

26 Elinor Comlay，〈美林亏损49亿美元及脱售彭博社股权〉，路透社，2008年7月18日。

27 Christian Plumb和Jonathan Stempel，〈美林进行大幅资产减值后以85亿美元脱售股权〉，路透社，2008年7月29日。

28 Liz Moyer，〈美林加强账目管理〉，《福布斯》，2008年7月28日，[http://www.forbes.com/2008/07/28/merrill-thain-stocks-biz-wall-cx\\_lm\\_0728merrill.html](http://www.forbes.com/2008/07/28/merrill-thain-stocks-biz-wall-cx_lm_0728merrill.html)

29 《淡马锡年度报告2008》，第20页。

30 柯智华，个人访谈录，2009年12月。

31 关于9月13日和14日周末发生的事件的详尽叙述，见Jenny Anderson和Charles Duhigg，〈华尔街危机〉，《纽约时报》，2008年9月20日。

32 Lynette Khoo，〈美国银行的举措让淡马锡有机会跻身顶级投资领域的行列〉，《商业时报》，2008年9月16日。

33 柯智华，个人访谈录，2009年12月。

34 《美林第四季度亏损158.4亿美元》，路透社，2009年2月25日，<https://www.reuters.com/article/businesspro-us-bankofamerica-merrill-idUKTRE51N6N220090224>

35 Costas Paris，〈淡马锡脱售美林股权〉，《华尔街日报》，2009年5月18日。

36 劳伦斯·萨默斯是美国著名经济学家，1999年至2001年担任美国财政部长，2009年至2010年受委为美国国家经济委员会主席。

- 37 淡马锡控股(脱售美国银行股权),《汉萨德》英国国会议事录,2009年5月28日。
- 38 同年,淡马锡也脱售1.35亿巴克莱银行股票,约2%股权。这些股份在2007年购入,当时英国银行正等待政府注资救助。
- 39 丹那巴南,个人访谈录,2010年2月。
- 40 蔡友仁,个人访谈录,2023年5月。
- 41 主权财富基金国际论坛, <https://www.ifswf.org/about-us>
- 42 加入淡马锡之前,伊盛盟担任达能集团(Danone Group)亚太区主席。他也在莎莉公司(Sara Lee Corporation)担任多个职务,后来成为亚太区总裁(家庭和个人护理)。他在2007年获法国政府颁发荣誉军团骑士勋章,2011年获新加坡政府授予公共服务奖章。他在2011年7月退休,现任新邮政主席。
- 43 伊盛盟,个人访谈录,2010年2月。
- 44 伊盛盟,个人访谈录,2010年2月。
- 45 公共事务卫星有线电视网。
- 46 蔡友仁,个人访谈录,2023年5月。
- 47 柯宗盛,淡马锡口述历史访谈录,2008年9月。
- 48 “2009年淡马锡宪章媒体圆桌会议”,淡马锡, [https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/news-and-views/news/files/Key\\_Questions\\_and\\_Answers.pdf](https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/news-and-views/news/files/Key_Questions_and_Answers.pdf)
- 49 “淡马锡以38亿新元把西拉雅能源卖给杨忠礼电力国际公司”,淡马锡,2008年12月2日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2008/temasek-sells-powerseraya-to-ytl-power-international-for-an-ente>

## 第五章：温情理性

- 1 何晶,个人访谈录,2023年2月。
- 2 林文兴,“淡马锡董事长林文兴对新加坡媒体发言”,2014年3月21日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2014/remarks-by-mr-lim-boon-heng-chairman-of-temasek-to-the-singapore>
- 3 何晶,《构建可持续发展的机构》(演讲,新加坡,2009年7月29日),政策研究所。
- 4 钟添明,个人访谈录,2014年3月。
- 5 《共享旅程:淡马锡基金会五周年纪念》(新加坡:淡马锡基金会担保有限公司,2012年),第20页。
- 6 2021年淡马锡基金会报告,第10页。
- 7 郭木财,个人访谈录,2023年10月。
- 8 “投资者地图:显示亚洲各地的投资机会”,淡马锡信托基金会,2022年8月29日, <https://www.temasektrust.org.sg/what-we-do/impact-hub/article-details/investor-maps--highlighting-investment-opportunities-across-asia>
- 9 萧文光,个人访谈录,2023年3月。

- 10 “亚洲公益联盟捐赠超过10亿新元，推动亚洲应对全球环境和社会挑战的方案”，淡马锡信托基金会，2023年9月15日，<https://www.temasektrust.org.sg/newsroom/philanthropy-asia-alliance-crosses-s-1-billion-in-pledges-to-catalyse-asian-solutions-for-global-environmental-and-social-challenges>
- 11 蒋福娟，个人访谈录，2014年3月。
- 12 “淡马锡收购屈臣氏”，淡马锡，2014年3月21日，<https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2014/temasek-acquires-stake-in-a-s-watson>
- 13 谢松辉，个人访谈录，2014年4月。
- 14 何晶，新加坡政府投资公司董事总理论坛的演讲，2016年9月22日。
- 15 何晶，给员工的电邮，2019年7月10日。
- 16 梁慧玲，个人访谈录，2014年2月。
- 17 《淡马锡年度报告2024》，<https://temasekreview.com.sg>
- 18 潘秀兴在2007年离开淡马锡时担任首席投资官，2008年重新加入淡马锡，现为星伟诺控股首席执行官。
- 19 潘秀兴，个人访谈录，2014年3月。
- 20 狄澜，个人访谈录，2014年2月。
- 21 狄澜，个人访谈录，2014年2月。
- 22 狄澜，个人访谈录，2014年2月。
- 23 Ang Hwee Min和Try Sutrisno Foo，《幕后故事：新加坡飞禽公园如何把3,500只飞禽迁入新居》，亚洲新闻台，2023年4月4日，<https://www.channelnewsasia.com/singapore/jurong-bird-park-move-mandai-paradise-behind-scenes-3393716>
- 24 梁锦慧在2021年加入世界经济论坛，担任自然与气候中心主任。
- 25 梁锦慧，个人访谈录，2014年3月。
- 26 Syarafana Shafeeq，〈万礼的两个野生动物园可能因冠病疫情而延期开幕；河川生态园更改英文名称〉，《海峡时报》，2021年10月13日。
- 27 狄澜，个人访谈录，2014年2月。

## 第六章：拓展足迹

- 1 P.R. Venkat和Paul Beckett，〈新加坡公司淡马锡有意进军美国 and 欧洲市场〉，《华尔街日报》网络版，2013年6月27日。
- 2 沈宏文，个人访谈录，2023年1月。
- 3 沈宏文，个人访谈录，2023年1月。
- 4 Carolyn Y. Johnson，〈这家估值90亿美元的血液检测公司被疯狂炒作，却无人真的了解实情〉，《华盛顿邮报》，2015年10月15日。
- 5 乔治·舒尔茨是美国前国务卿，他大力支持伊丽莎白·霍姆斯及其血液检测公司Theranos。他担任Theranos董事，并协助寻找投资者。

6 数据室是一个实体或数字存储库，存放尽职调查所需的公司信息。有些投资者认为这会减缓投资进程，有些则认为有必要建立数据室。

7 沈宏文，个人访谈录，2023年1月。

8 《淡马锡年度报告2024》，<https://temasekreview.com.sg>

9 蒋福娟，个人访谈录，2014年3月。

10 颜志贤在2011年至2019年间担任富登金融控股首席执行官。加入富登金融控股之前，他在淡马锡担任多个高级管理职务，包括首席财务长、中国区总裁和联席首席投资官。

11 狄澜，个人访谈录，2022年11月。

12 李腾傑，个人访谈录，2014年4月。

13 《淡马锡年度报告2022 – 摘要》，第20页。

14 何晶，“亚洲最佳商业领袖”颁奖晚宴致辞，伦敦白厅街国宴厅，2014年10月27日。

15 何晶，“亚洲最佳商业领袖”颁奖晚宴致辞，伦敦白厅街国宴厅，2014年10月27日。

16 何晶，个人访谈录，2023年2月。

17 陈慧贞是淡马锡首席企业事务长兼组织与人力资源部总裁。

18 狄澜，个人访谈录，2022年11月。

19 狄澜，个人访谈录，2023年9月。

20 狄澜，个人访谈录，2022年11月。

21 许通美教授是资深政治家、外交官和律师，在1968年至1971年和1974年至1984年间担任新加坡常驻联合国代表。

22 陈锡强是1957年被马来亚大学(新加坡国立大学前身)录取的首届法律系学生。他在2006年至2012年间担任新加坡第三任首席大法官。

23 狄澜，个人访谈录，2023年9月。

24 狄澜，个人访谈录，2022年11月。

25 梁慧玲，个人访谈录，2014年2月。

26 陈慧贞，个人访谈录，2014年3月。

27 张光昌在2014年离开淡马锡，现为胜科工业首席企业与人力资源官。

28 张光昌，个人访谈录，2009年4月。

29 《淡马锡年度报告2024》，<https://temasekreview.com.sg>

30 拉惹勒南是新加坡独立后的首任外交部长。他在1980年担任第二副总理，直到1985年卸任，成为总理公署高级部长。

31 何晶，个人访谈录，2009年5月。

32 丹那巴南，淡马锡口述历史访谈录，2008年9月。

33 《新加坡宪法》规定，作为第五附表机构，淡马锡首席执行官和董事的任命必须得到新加坡民选总统的同意。伊盛盟是淡马锡首名非新加坡籍董事。

34 何晶,个人访谈录,2023年2月。

35 Costas Paris和P.R.Venkat,《淡马锡首席执行官何晶卸任,由必和必拓前首席执行官接棒》,道琼斯通讯社,2009年2月6日。

36 何晶,《构建可持续发展的机构》(演讲,新加坡,2009年7月29日),政策研究所。

37 狄澜在2019年担任淡马锡国际首席执行官,2021年出任淡马锡控股首席执行官。

38 何晶,个人访谈录,2023年2月。

39 何晶,个人访谈录,2009年5月。

40 梁慧玲,个人访谈录,2014年2月。

41 曾安素,个人访谈录,2014年3月。

42 何晶,《构建可持续发展的机构》(演讲,新加坡,2009年7月29日),政策研究所。

43 狄澜,个人访谈录,2022年11月。

44 陈慧贞,个人访谈录,2014年3月。

45 曾安素,个人访谈录,2014年3月。

46 陈慧贞,个人访谈录,2014年3月。

47 何晶,个人访谈录,2023年2月。

48 邓翠婷,《2023年财政预算案:有薪陪产假增一倍至四周,无薪育婴假从六天增至12天》,《海峡时报》,2023年2月20日。

49 陈慧贞,个人访谈录,2014年3月。

50 何晶,《构建可持续发展的机构》(演讲,新加坡,2009年7月29日),政策研究所。

51 狄澜,给员工的电邮,2021年10月1日。

## 下篇:乘风破浪

1 何晶,“淡马锡首席执行官何晶闭幕致辞”,印尼巴厘岛,2012年“淡马锡昂首前行活动”。

2 狄澜,个人访谈录,2022年11月。

3 联合国17项可持续发展目标代表了193个国家期望在2030年之前建设更美好世界的共同愿景。这些目标在2015年启动。<http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

4 《可持续发展的企业可创造至少12万亿美元的新市场价值及修复经济体系》, M2 Presswire, 2017年1月16日。

5 商业与持续发展委员会发布的《亚洲报告》指出,联合国17项可持续发展目标将为亚洲带来超过5万亿美元的投资机会,其中中国占2.3万亿美元,印度占1.1万亿美元,另有1.1万亿美元在亚细安(东盟)和新兴东南亚国家,其余0.7万亿美元将在成熟经济体,如日本、韩国、澳大利亚、新西兰等国家。[https://www.ecosperity.sg/content/dam/ecosperity-aem/en/articles/BSDC\\_Better\\_Business\\_Better\\_World\\_Sustainable\\_Business\\_Opportunities\\_In\\_Asia\\_EN.pdf](https://www.ecosperity.sg/content/dam/ecosperity-aem/en/articles/BSDC_Better_Business_Better_World_Sustainable_Business_Opportunities_In_Asia_EN.pdf)

6 狄澜,给员工的电邮,2021年10月1日。



- 7 何晶,“何晶在商界女性早餐对话(与亚细安(东盟)—澳大利亚商业峰会同期举行)上发言”(澳大利亚悉尼,2018年3月16日),淡马锡, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2018/remarks-by-ho-ching-at-the-women-in-business-breakfast>
- 8 蒋福娟,给员工的电邮,2016年4月26日。
- 9 狄澜,给员工的电邮,2021年10月1日。
- 10 蒋福娟,个人访谈录,2023年1月。
- 11 胡以晨,个人访谈录,2023年1月。
- 12 《淡马锡年度报告2022 – 摘要》,第1页。
- 13 披露的投资组合排放量包括相关公司根据最新数据集统计的范围一与范围二排放量,以及淡马锡对上市和非上市股权的直接投资。范围一指的是自有或受控来源的直接排放。范围二是因购买能源而产生的间接排放。不包括对私募股权基金、信贷和其他资产的投资。淡马锡结合各公司呈报的排放数据与建模方法,并根据它在各资产中的比例份额(即所有者权益)来测算投资组合排放量。
- 14 金融稳定委员会在2015年成立了气候相关财务披露工作组,以制定一致的气候相关金融风险披露,供企业、银行和投资者向利益相关群体提供信息时使用。金融稳定委员会是负责监管全球金融体系和提供建议的国际组织,在2009年4月二十国集团伦敦峰会后成立。温室气体核算体系为企业和政府衡量与管理导致气候变暖的排放提供标准、指导、工具和培训。
- 15 “淡马锡与贝莱德启动脱碳投资合作”,淡马锡,2021年4月13日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2021/temasek-blackrock-launch-decarbonization-partnership>
- 16 碳定价是一种机制,根据公司投资可能导致的温室气体排放计算预期的成本。
- 17 初始内部碳价为每吨二氧化碳当量42美元,2022年调整至每吨二氧化碳当量50美元。
- 18 ABC Impact现隶属于淡马锡信托基金资产管理,这是淡马锡信托基金会旗下的公司。
- 19 “ABC Impact发布2022年影响力报告”,ABC Impact,2023年3月28日, <https://abcimpact.com.sg/media-release/abc-impact-launches-impact-report-for-2022/>
- 20 张俐伟,个人访谈录,2022年11月。
- 21 谭明耀,淡马锡对话会访谈录,“探寻引领未来的企业”,淡马锡,2021年。
- 22 “共同打造净零未来”,淡马锡,2021年12月2日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/stories/sustainability/coming-together-to-build-a-net-zero-future>
- 23 齐曼方,个人访谈录,2022年11月。
- 24 胡以晨,个人访谈录,2023年1月。
- 25 何晶,“何晶在2021生态繁荣会议致闭幕词——从今出发,迈向可持续的明天”(新加坡,2021年9月30日),淡马锡, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/speeches/2021/closing-address-ho-ching-sustainable-tomorrow-starts-today>
- 26 “新加坡首次进口可再生能源”,吉宝企业, <https://www.keppel.com/en/media/newsletters/feature-stories/singapore-makes-first-renewable-energy-import/>

- 27 杨俊源,〈胜科探讨从越南进口离岸风能〉,《商业时报》,2023年8月28日。
- 28 “吉宝率先获得能源市场管理局有条件批准,让新加坡大规模进口可再生低碳能源”,吉宝企业,2023年3月16日, <https://www.keppel.com/en/media/media-releases-sgx-filings/-keppel-first-to-receive-energy-market-authoritys-conditional-approval-for-large-scale-renewable-and-low-carbon-energy-import-to-singapore/>
- 29 Lars Paulsson 和Liz Ng,《如何让钢铁制造更环保》,彭博社,2023年6月20日, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-20/whysteel-s-carbon-emissions-are-so-high-and-what-s-needed-to-lower-them>
- 30 能源系统,国际能源署, <https://www.iea.org/energy-system/industry/steel>
- 31 Richard Milne,〈阿尔·戈尔支持的瑞典绿色钢铁初创企业融资后考虑进军海外〉,《金融时报》,2023年9月7日, <https://www.ft.com/content/95369ff2-52f1-492f-8a61-ce3e6a5f8062>
- 32 何蔚思曾在2021年至2023年间担任淡马锡首席可持续发展官。
- 33 何蔚思,个人访谈录,2023年1月。
- 34 “胜科工业宣布脱售胜科能源印度公司”,胜科,2022年9月5日, <https://www.sembcorp.com/in/news-and-insights/news/2022/sembcorp-industries-announces-sale-of-sembcorp-energy-india-limited-seil/>
- 35 韩明毅,个人访谈录,2023年5月。
- 36 韩宝镇,〈实现2050年投资组合净零目标 淡马锡三管齐下迈向可持续发展未来〉,《联合早报》,2023年4月30日。
- 37 “博枫与EIG财团签署具约束力协议,正式收购Origin Energy”,博枫,2023年3月27日, <https://bep.brookfield.com/press-releases/bepc/brookfield-and-eig-consortium-sign-binding-agreement-acquire-origin-energy>
- 38 Scott Murdoch和Lewis Jackson,《Origin股东拒绝博枫106亿美元收购献议,公司寻求其他融资》,路透社,2023年12月4日, <https://www.reuters.com/markets/deals/origin-investors-reject-brookfields-106-bln-bid-proxy-votes-2023-12-04/>
- 39 韩明毅,个人访谈录,2023年5月。
- 40 何蔚思,个人访谈录,2023年1月。
- 41 陈慧贞,个人访谈录,2023年1月。
- 42 王文辉,个人访谈录,2009年4月。
- 43 林文兴,“淡马锡国际委员会第12届会议开幕词”,2015年9月21日。
- 44 林文兴,“林文兴致开幕词”,淡马锡美洲咨询委员会与淡马锡欧洲咨询委员会联合会议,中国深圳,2019年5月14日。
- 45 李腾傑,“李腾傑致开幕词”,淡马锡美洲咨询委员会与淡马锡欧洲咨询委员会联合会议,中国深圳,2019年5月14日。
- 46 “淡马锡成立东南亚咨询委员会”,淡马锡,2023年8月1日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2023/temasek-launches-southeast-asia-advisory-panel>
- 47 Dale Hardcastle、Are Kaspersen、Nunchanok Mekmasin、张俐伟、Genevieve Ding、Krishnan Narayanan和霍伟雄,《2023年东南亚绿色经济报告》,贝恩公司,2023年6月6日, <https://www.bain.com/insights/southeast-asias-green-economy-2023/>

48 李腾傑, 个人访谈录, 2023年8月。

49 胡以晨, 个人访谈录, 2023年1月。

50 Kyunghhee Park、Joyce Koh和Nikita Mathur,《淡马锡以12亿新元收购上市16年的SMRT》, 彭博社, 2016年7月21日, <https://sg.finance.yahoo.com/news/temasek-offers-1-68-share-101501997.html>

51 原因包括建设、运营和维护成本高, 以及车资收入不足, 因此需要直接和/或间接的公共补贴, 如土地开发权。详情参见新加坡管理大学经济学副教授潘淑莹的《城市轨道交通公共私营合作: 近期战略的风险评估》(在首届交通基础设施融资国际会议上发表的论文, 阿尔伯特塔大学, 2006年8月2日至3日)。

52 Kyunghhee Park、Joyce Koh和Nikita Mathur,《淡马锡以12亿新元收购上市16年的SMRT》, 彭博社, 2016年7月21日, <https://sg.finance.yahoo.com/news/temasek-offers-1-68-share-101501997.html>

53 公共部门脱售委员会,《公共部门脱售委员会报告》(新加坡: 新加坡国立印务馆, 1987年), 第68页。

54 公共交通理事会, <https://www.ptc.gov.sg/about/overview>

55 “向分析师和媒体介绍SMRT的新地铁融资框架”, SMRT企业, 2016年7月15日, <https://smrt.com.sg/Portals/0/pdf/NRFF/Analyst%20Briefing%20Speech.pdf>

56 根据新地铁融资框架, 陆路交通管理局拥有地铁运营资产。除了将资产所有权转交给陆交局, 执照期限、盈利与风险共担及监管机制也作出了调整。 [https://www.lta.gov.sg/content/ltgov/en/who\\_we\\_are/our\\_work/public\\_transport\\_system/rail/new\\_rail\\_financing\\_framework.html](https://www.lta.gov.sg/content/ltgov/en/who_we_are/our_work/public_transport_system/rail/new_rail_financing_framework.html)

57 2016年7月15日发布新地铁融资框架, 7月20日宣布SMRT除牌。

58 “淡马锡和SMRT联合助推SMRT私有化”, 淡马锡, 2016年7月20日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2016/temasek-and-smrt-jointly-undertake-to-privatise-smrt>

## 第七章：勇往直前

1 狄澜, 个人访谈录, 2023年3月。

2 何晶, 个人访谈录, 2023年11月。

3 “淡马锡组织结构变更的核心: 注重战略要务和培养新能力”, 淡马锡, 2019年11月8日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2019/focus-on-strategic-priorities-and-building-new-capabilities>

4 韩明毅, 个人访谈录, 2022年11月。

5 “凯德与星桥腾飞完成交易 成立亚洲最大的多元房地产集团”, 凯德集团, 2019年6月30日, <https://www.capitaland.com/en/about-capitaland/newsroom/news-releases/international/2019/jun/capitaland-asb-complete-transaction-to-form-unified-group.html>

6 Ann Williams和Ovais Subhani,〈胜科海事从母公司分拆 获淡马锡支持筹21亿新元〉,《海峡时报》, 2020年6月9日。

7 “翱兰集团计划最早于2023年上半年将翱兰农业在新加坡上市, 可能同时在沙特阿拉伯上市”, 翱兰, 2023年1月10日, <https://www.olamgroup.com/news/all-news/press-release/olam-group-targets-ipo-of-olam-agri-as-early-as-h1-2023.html>

- 8 Ven Sreenivasan,〈逾95%胜科海事股东批准与吉宝岸外与海事合并〉,《海峡时报》,2023年2月16日。
- 9 韩明毅,个人访谈录,2022年11月。
- 10 陈慧贞,个人访谈录,2023年1月。
- 11 谢松辉,个人访谈录,2022年11月。
- 12 狄澜,个人访谈录,2022年11月。
- 13 狄澜,“淡马锡控股执行董事兼首席执行官狄澜与突破能源基金执行董事罗迪·吉德罗(Rodi Guidero)进行炉边对话”,美国华盛顿州西雅图,2022年10月19日。
- 14 2023年,淡马锡投资了法国量子计算初创企业Pasqal。2021年,淡马锡投资了美国量子计算公司PsiQuantum。
- 15 狄澜,“狄澜在2023年淡马锡投资组合公司新春午餐会致闭幕词”,2023年1月26日。
- 16 韩明毅,个人访谈录,2022年11月。
- 17 罗锡德,个人访谈录,2022年11月。
- 18 淡马锡在2020年设立Istari。这家位于伦敦的网络安全公司通过咨询、投资和教育平台,帮助全球客户管理数字风险和加强网络韧性。
- 19 罗锡德,个人访谈录,2022年11月。
- 20 狄澜,“淡马锡控股执行董事兼首席执行官狄澜与突破能源基金执行董事罗迪·吉德罗进行炉边对话”,美国华盛顿州西雅图,2022年10月19日。
- 21 拉维·蓝柏,个人访谈录,2023年3月。
- 22 弗里德将FTX客户的资金占为己有,用于投资和政治献金,以及偿还他联合创办的加密货币交易基金阿拉米达研究所欠贷款。资源来源:美国司法部, <https://www.justice.gov/opa/pr/samuel-bankman-fried-sentenced-25-years-his-orchestration-multiple-fraudulent-schemes>
- 23 “FTX声明及常见问题解答”,淡马锡,更新于2022年11月26日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/statements/2022/statement-FTX>
- 24 “淡马锡董事长关于FTX投资交易内部审查的声明”,淡马锡,2023年5月29日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/statements/2023/our-chairman-statement-on-ftx-internal-review>
- 25 〈FTX投资失败后淡马锡员工减薪〉,《商业时报》,2023年5月29日。
- 26 “FTX声明及常见问题解答”,淡马锡,更新于2022年11月26日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/statements/2022/statement-FTX#what-is-Temaseks-track-record-for-early-stage-investments>

## 第八章：暴风来袭

- 1 狄澜,新加坡管理大学国际咨询理事会亚洲峰会的演讲,2022年8月11日。
- 2 何晶,个人访谈录,2022年9月。
- 3 黄文雄,个人访谈录,2022年6月。

- 4 蒋福娟, 个人访谈录, 2023年1月。
- 5 “投资组合在2019冠状病毒病疫情期间保持韧性”, 淡马锡, 2020年7月21日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2020/a-resilient-portfolio-amidst-the-covid-19-pandemic>
- 6 何晶, 个人访谈录, 2022年9月。
- 7 高伟达曾任淡马锡生命科学投资总裁。
- 8 赛默飞世尔科技公司是一家美国的科学仪器、试剂和消耗品及软件服务供应商。
- 9 高伟达, 个人访谈录, 2022年6月。
- 10 温雪银在冠病疫情期间出任淡马锡关怀基金会总裁。
- 11 温雪银, 个人访谈录, 2022年6月。
- 12 “应对冠病国家奖章 – 得奖者名单”, 新加坡总理公署, <https://www.pmo.gov.sg/National-Awards/Recipients?page=1&award=&keywords=temasek>
- 13 《新加坡应对冠病白皮书》: 为日后应对大流行病提供借鉴, 第78页, Gov.sg, <https://www.gov.sg/article/covid-19-white-paper>
- 14 高伟达, 个人访谈录, 2022年6月。
- 15 《淡马锡年度报告2023》, 第142页。
- 16 张俐伟, 个人访谈录, 2022年6月。
- 17 高伟达, 个人访谈录, 2022年12月。
- 18 高伟达, 个人访谈录, 2022年6月。
- 19 萧文光, 个人访谈录, 2022年6月。
- 20 高伟达, 个人访谈录, 2022年6月。
- 21 张洁心, 个人访谈录, 2022年7月。
- 22 张俐伟, 个人访谈录, 2022年6月。
- 23 2020年淡马锡信托基金会对话会, “为公益事业开辟新路径: 重塑我们在逆境中造福世代的方式”, 第6页。
- 24 新加坡的防疫阻断措施是政府为防止冠病疫情蔓延而实施的居家令, 在2020年4月7日启动, 分不同阶段持续至2022年中。
- 25 黄显辉, 个人访谈录, 2022年9月。
- 26 张若诗, 〈三人抗疫贡献卓越, 获颁应对冠病国家奖章最高殊荣〉, 《海峡时报》, 2022年12月30日。
- 27 陈聪敏, 个人访谈录, 2022年8月。
- 28 “自下而上的全国倡议: 保持手部卫生, 拯救生命”, 淡马锡, 2020年6月5日, <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/stories/community/BYOBclean-Sanitiser>
- 29 陈川垂, 个人访谈录, 2022年7月。

- 30 黄文雄, 个人访谈录, 2022年6月。
- 31 陈川垂, 个人访谈录, 2022年7月。
- 32 淡马锡进行了七轮口罩派发活动。
- 33 《淡马锡年度报告2022》, 董事长报告。
- 34 林福全, 个人访谈录, 2022年7月。
- 35 Warburg, <https://warburgvending.com.sg/about-us/>
- 36 《个人资料保护法令》提供了新加坡个人资料保护的标准规范, 包括在新加坡管理个人资料的收集、使用、披露和保管的各种要求。
- 37 新加坡政府科技局是新加坡政府的法定机构, 隶属于总理公署, 负责推动新加坡公共部门的数字化转型。它在2016年由新加坡资讯通信发展管理局重组而成, 并于同年8月16日经国会正式立法成立。
- 38 林福全, 个人访谈录, 2022年7月。
- 39 合力追踪便携器能与附近的其他合力追踪便携器或合力追踪手机应用交换蓝牙信号, 协助实现数字化的冠病患者密切接触者追踪工作。
- 40 叶慧仪, 〈冠病疫情: 新航和淡马锡基金会协助运送物资到全球抗疫前线〉, 《海峡时报》, 2020年8月11日。
- 41 2023年11月, 钟添明出任淡马锡信托基金会首席系统融合事务长。
- 42 塔塔集团与新加坡航空公司合资, 并以旗舰品牌塔新航空运营, 2023年寻求印度竞争委员会批准, 将塔新航空与由塔塔集团全资拥有的印度航空公司合并。
- 43 钟添明, 个人访谈录, 2022年6月。
- 44 高伟达, 个人访谈录, 2022年12月。
- 45 吴丽娜, 个人访谈录, 2022年6月。
- 46 新加坡科技研究局是隶属于贸工部的法定机构, 负责推动与竞争优势和国家需求相一致的研发工作。
- 47 “用爱心缝制口罩”是一项始于2020年4月的全国活动, 旨在鼓励公众自愿为弱势群体缝制口罩。
- 48 史蒂芬·弗肖在2011年至2022年间担任淡马锡公共事务部总裁。
- 49 史蒂芬·弗肖, 个人访谈录, 2022年6月。
- 50 吴丽娜, 个人访谈录, 2022年6月。
- 51 吴俊鹏在2011年1月出任新航总裁。
- 52 狄澜, “狄澜在2023年淡马锡投资组合公司新春午餐会致闭幕词”, 2023年1月26日。
- 53 史蒂芬·弗肖, 个人访谈录, 2022年7月。
- 54 史蒂芬·弗肖, 个人访谈录, 2022年7月。
- 55 狄澜, “淡马锡控股执行董事兼首席执行官狄澜与突破能源基金执行董事罗迪·吉德罗进行炉边对话”, 美国华盛顿州西雅图, 2022年10月19日。

56 Jonathan Burgos,〈新加坡航空公司在印度押重注〉,《福布斯》,2024年1月31日。

57 “航空一心”坚韧团结配套涵盖三方面:人力支援、费用减免和公共卫生安全支援,以及产业与劳动力转型支持。有关详情,可浏览<https://www.mot.gov.sg/news/Details/500-million-oneaviation-resilience-package-to-boost-aviation-sector-recovery>

58 张洁心,个人访谈录,2022年10月。

59 “新航集团净利创76年来新高”,新加坡航空公司,2023年5月16日,<https://www.singaporeair.com/saar5/pdf/Investor-Relations/Financial-Results/News-Release/nr-q4fy2223.pdf>

60 “新加坡航空公司与塔塔集团同意将印度航空和塔新航空合并,打造印度领先的航空集团”,新加坡航空公司,2022年11月29日,[https://www.singaporeair.com/ko\\_KR/kr/media-centre/press-release/article/?q=en\\_UK/2022/October-December/ne0922-221129](https://www.singaporeair.com/ko_KR/kr/media-centre/press-release/article/?q=en_UK/2022/October-December/ne0922-221129)

61 狄澜,“狄澜在2023年淡马锡投资组合公司新春午餐会致闭幕词”,2023年1月26日。

62 “新航集团净利创76年来新高”,新加坡航空公司,2023年5月16日,<https://www.singaporeair.com/saar5/pdf/Investor-Relations/Financial-Results/News-Release/nr-q4fy2223.pdf>

63 梁雅萍,〈淡马锡子公司海丽凯注资8.1亿元助太平船务走出困境〉,《海峡时报》,2020年11月12日。

64 陈崇礼曾任淡马锡国际总裁,负责领导欧洲、中东和非洲、东南亚及投资组合管理团队。他在2022年离开淡马锡,目前担任投资公司65 Equity Partners首席执行官。

65 郑靖豫,〈太平船务2022年实现30亿美元的盈利〉,《商业时报》,2023年6月7日。

## 第九章：崭新世界

1 林明沛,个人访谈录,2023年1月。

2 狄澜,给员工的电邮,2022年5月18日。

3 史蒂芬·弗肖,个人访谈录,2022年7月。

4 唯才是用、追求卓越、互相尊重、讲求诚信、团队协作和互信互助。

5 谢松辉,个人访谈录,2022年11月。

6 Polly Cheung,〈天合化工获摩根士丹利支持,将上市计划从伦敦转向香港〉,《大中华区私募股权评论日报》,2013年7月8日。

7 谢松辉,个人访谈录,2023年6月。

8 Kevin Xu,〈证券及期货事务监察委员会对天合化工夸大营收采取行动〉,《英文虎报》,2020年9月8日。

9 韩明毅,个人访谈录,2022年11月。

10 方静仪,个人访谈录,2023年2月。

11 狄澜,个人访谈录,2023年3月。



12 何晶, 个人访谈录, 2023年2月。

13 何晶, 《资本的宗旨》(主旨演讲, 新加坡, 2019年1月19日), 2019年圣加仑研讨会新加坡论坛。

## 后序

1 淡马锡年会时, 来自世界各地的淡马锡员工齐聚一堂, 了解公司的最新计划和分享各自的经验。

2 李光耀, “内阁资政李光耀于2009年4月9日在拉惹勒南讲座上的演讲”, 新加坡总理公署, <https://www.pmo.gov.sg/Newsroom/speech-mr-lee-kuan-yew-minister-mentor-s-rajaratnam-lecture-09-april-2009-530-pm-shangri>



# 索引

## A

阿拉伯联合酋长国 96  
阿里巴巴 40  
阿曼投资公司 203  
爱尔兰投资公司 103  
安达拉斯大学 154  
安大略省教师退休基金 224  
安顾 92  
安盈投资公司 62  
澳大利亚(澳洲) 72, 98, 193, 204,  
207, 255  
翱兰 217-218  
傲胜 62  
ABC Impact 198  
ABC World Asia 198  
Aspen控股 126  
Astrea 60, 134, 136-137, 164  
Azalea 68, 136-137, 164, 183

## B

八佰伴 28  
八方咨询公司 121  
巴基斯坦 96  
巴克莱 168  
巴克莱银行 142

巴黎 171-172, 180, 193  
巴黎协定 193, 196  
百欧恩泰 228  
百腾置地 40, 72-73, 89-91  
班那搏特 126  
邦德曼 207  
贝宝 157  
贝恩公司 209  
北京 119-121, 180, 230  
贝莱德 139, 197  
北亚 164  
本卡隆古尔 126  
比尔及梅琳达·盖茨基金会 156  
必和必拓 182  
比莱 28-29, 32, 36, 44  
碧山第八站 74  
标准普尔 106, 134  
博枫可再生能源合作伙伴 204  
博时基金管理 101  
布赖尔利 38  
布朗酒店 92  
布鲁塞尔 171, 180  
Benjamin Gan 37

**C**

蔡锦耀 29  
 蔡其乐 102  
 财务大厦 15-16, 38, 40-41, 177  
 蔡湧海 36, 38, 43, 48  
 蔡友仁 143, 146  
 财政部 14-16, 28-29, 31-32, 36-38, 40, 53, 66, 87, 89, 94, 127, 142-144, 147  
 策安 57  
 长谷川周重 48  
 长荣海运 68  
 陈崇礼 247  
 陈川垂 47, 120, 234, 236  
 陈聪敏 232, 234  
 陈惠华 59  
 陈慧贞 178, 180, 184-185, 206, 219  
 臣那越集团 124-129  
 陈文龙 70  
 陈锡强 179  
 陈智深 208  
 城市发展 90  
 重庆集团 38  
 Cedar控股 126  
 CEO挑战 186  
 Clifford Capital 162, 164-166  
 Climate Impact X 199

**D**

大东电报局 85-86  
 达飞集团 64

大华银行 121, 164  
 达利欧慈善基金会 156  
 大士能源 78-79  
 戴国良 91  
 戴展伦 255  
 淡滨尼广场 74  
 淡马锡店屋 155, 236  
 淡马锡关怀基金会 153  
 淡马锡关联企业(淡联企业) 17, 66, 142  
 淡马锡国际 115, 136, 158, 160, 176, 179, 182, 208, 220, 229, 266  
 淡马锡基金会 18, 153-155, 227-229, 232, 235-237, 239  
 淡马锡金融(I)有限公司 135  
 淡马锡控股 9, 29, 88, 95, 103, 111, 136, 147, 149, 156, 158, 160, 179, 182, 191, 229, 266, 270  
 淡马锡年度报告 105-107, 113, 131-132, 146, 158, 177, 186, 211  
 淡马锡女性网络 179  
 淡马锡社群基金 231  
 淡马锡生命科学实验室 229, 234  
 淡马锡投资组合公司 17-19, 66, 77, 118, 129, 151, 165, 177, 216, 222, 234-235, 238, 265, 269  
 淡马锡宪章 11, 16-17, 94-96, 147-149, 158-160, 167, 186, 196, 252, 260-261  
 淡马锡信托基金会 18, 20, 27, 94, 153-156, 158, 198, 237, 254

淡马锡信托资产管理公司 61, 155

淡马锡债券 134-135

淡马锡资本 62

丹那巴南 13-14, 29, 32, 34, 65-66,  
85-86, 89, 125, 129, 142, 148,  
154, 156, 178, 181

德国 92

得克萨斯太平洋集团 207

德勤会计师事务所 258

德意志银行 93, 97

德意志资产管理公司 100

帝杰 62

狄澜 20, 152, 160, 165-167, 169,  
174-175, 177-178, 182, 184, 186,  
191, 193, 195, 201, 208, 215,  
217, 220, 222-223, 227-228, 232,  
235, 244-245, 247-248, 251,  
259-260, 265, 270

第五附表机构 57, 88, 158

电力与煤气业雇员联合会 80-81

电讯盈科 86

东京银行 49

东南亚 19, 34, 47, 90, 93, 124, 129,  
160, 208-209

独立宣言 7

## E

二十国集团 143

Ensign 268

## F

法国 64, 79, 193

发展唯高达 94

发展银行 29, 34, 47, 49, 52, 65, 75,  
90-91, 116

发展置地 40, 73, 89-91

房地美 140

方静仪 175, 179, 225, 259

房利美 140

菲布林·伊斯迈 154

非典型肺炎, 另见非典疫情 65, 113,  
157, 177

斐济 143

菲律宾 154

非洲 96, 174, 202-203, 217, 260

丰树 68-70

丰树投资 69-70, 73

丰树物流信托 70, 77

丰田汽车公司 106

浮尔顿大厦 31-32, 37

富登金融控股 96

富登印度信贷公司 116

富敦资金管理公司 62, 100-101,  
147, 164

复发中记 62

弗里德 224

富丽敦酒店 31

福南资讯科技广场 74

福田赳夫 48-49

符祥天 50

符永隆 70

FTX 224-225

**G**

高铭胜 121, 123  
 高盛集团 138, 140  
 高伟达 228, 230-231, 239  
 工商保安机构 57  
 公用事业局 36, 57, 78, 80  
 古柏莱布兰会计师事务所 60  
 顾之博 181-182  
 关爱意愿团 151  
 冠病, 另见冠状病毒原始毒株 46,  
     123, 135, 155, 177, 227-230,  
     232-234, 239, 242-243, 245, 254  
 郭保发 14, 59-60, 62, 69, 78, 93  
 国防部 13, 86, 88-89  
 国际货币基金组织 143  
 国家电脑局 14  
 国家工程服务 52  
 郭佳文章 119  
 国家信约 7  
 郭木财 155  
 国务院国有资产监督管理委员会  
     (国资委) 118, 120  
 郭雪梅 75  
 郭志云 32  
 GenZero 199, 230

**H**

海得拉巴 115  
 海皇轮船 34, 43, 47, 60, 62-64, 66,  
     68, 211  
 海皇轮船—美集物流 151

海丽凯资本管理公司 162, 164-166,  
     247-248  
 海庭 46, 218  
 韩国 19, 70, 101, 164  
 韩明毅 203, 205, 217-219, 222, 259  
 韩瑞生 27-29, 48-50  
 韩祯丰 91  
 河川生态园 166-169  
 赫迪·雅曼 177  
 何晶 13, 20, 27, 31, 53, 64, 72-75,  
     77, 80-82, 86, 89-91, 93-94,  
     105-106, 111, 113-115, 123-124,  
     128, 131, 134-136, 138-139,  
     141-142, 151-152, 156-158,  
     160-161, 163, 171, 173, 175-178,  
     181-186, 191, 193-195, 200, 212,  
     216, 220, 227-228, 230-232, 236,  
     245, 252, 260, 265-266  
 河内 147, 180  
 和平金融 116  
 何蔚思 203-205  
 黑石 62  
 红杉资本 224  
 侯永昌 34  
 胡赐道 52, 54  
 虎航 102-104, 151, 183  
 互联网泡沫破灭 177  
 胡以晨 195-196, 200, 210  
 华能集团 79  
 华盛顿哥伦比亚特区 171, 180  
 环境、社会和治理(ESG) 195-196,  
     198, 200, 204

黄锦贤 80, 120

黄天源 201

黄文雄 154, 227, 235-236

黄显辉 232

黄循财 172

黄毅铭 256

惠康基金会 156

惠普 66

辉瑞 228

霍斯达 34, 63-64

霍兆华 65

H2绿色钢铁 202

## I

InTouch控股 128

Istari 223, 268

## J

岷巴船厂 28

吉宝 15, 34, 45-46, 217

吉宝岸外与海事 46, 218

吉宝船厂 28, 34

吉宝电气 201

吉宝工程 151

吉宝能源 201

嘉德置地 40, 69, 73-75, 88-92, 147

嘉康产业信托 92

嘉茂商产信托 72-73, 75-76, 90, 92

嘉茂中国商用产业信托 92

柬埔寨 96, 127, 156, 201

建屋发展局 36

蒋福娟 82, 93-94, 118-121, 123,

155-156, 160, 175-176, 195, 228

金奈 115-116, 147

经济发展局 27-28, 47-48,

51-52, 228

旧金山 16, 171, 180

九一一事件, 另见九一一恐怖袭击事  
件 65, 92

## K

凯德 40, 73, 215, 217-218, 234

凯德商产信托 92

凯德商用中国信托 92

康福德高 66

康磊 119

柯逢豹 66

克勒 73

柯智华 115, 140

柯宗盛 66, 147

肯尼斯·刘易斯 140

Komselindo 124

Kularb Kaew 126

## L

拉丁美洲 147, 160

拉丹·塔塔 207

拉惹勒南 27, 181

拉维·蓝柏 115, 117, 224

莱昂·戴维斯 207

莱佛士酒店 74, 91

莱佛士控股 92



兰杰·古拉蒂 268  
 藍欽槐 37, 52  
 兰亭投资国际 94, 162, 164, 198  
 劳伦斯·萨默斯 141  
 老挝 127, 201  
 雷曼兄弟 79, 140  
 黎巴嫩 217  
 李光耀 7, 28, 48-49, 89, 270  
 李浩进 100-101  
 李嘉诚 86, 161  
 李嘉诚基金会 156  
 李庆言 69  
 李瑞英 31-32, 37  
 李腾傑 136, 160, 163, 175-176,  
 208-209  
 力拓公司 207  
 李显龙 80, 86, 89, 119, 172  
 李一添 34, 59, 65  
 李玉全 48  
 李泽楷 86  
 联合通信工业 126  
 莲花印度资产管理公司 101  
 梁慧玲 29, 135, 162, 179, 183  
 梁锦慧 168-169  
 梁其全 254  
 廖文良 72-76, 90-91  
 林福全 236-237  
 林连亭 29  
 林明沛 60, 251-252  
 林文兴 7, 9, 151, 172, 207-208, 225  
 林祥源 129

林钟华 38, 46, 50-52, 54, 59  
 刘锦坤 126  
 陆路交通管理局 212  
 伦敦 27, 61, 92, 136, 171, 180  
 罗锡德 175, 222-223  
 罗扬思 97-99, 122  
 Lynn Loh-Gan 80

## M

马电讯 126  
 马克·扎克伯格 157  
 马来西亚 7, 27-28, 34, 53, 68, 70,  
 79, 96, 101-102, 124, 148,  
 178-180, 201, 265  
 马努·昌德里亚 62  
 马士基航运 68  
 马新航空 28  
 麦格理莱佛士私人有限公司 40  
 麦肯锡 46  
 曼谷 125, 127-129  
 贸工部 38, 40, 78, 86  
 美国 38, 53, 59, 62, 69, 72, 78, 92,  
 102-103, 123, 127, 136, 138-145,  
 147, 163, 171, 173-174, 180-181,  
 198, 207, 215, 217, 266  
 美国银行 140-142  
 美国总统轮船公司 62-64  
 美林 138-140, 142  
 梅友信 208  
 美洲 156, 171, 174, 179, 206-208  
 孟买 115, 180

缅甸 96

明阁酒店 52

明讯 124

摩根士丹利 62, 140

摩根士丹利亚洲私募股权 258

莫哈末·哈山·马力肯 208

莫希·班达里 115

墨西哥城 147, 180

穆迪 106, 134

穆佐诺 98

MERITT 16, 206, 252

## N

纳丹 181

南非 234

南亚 19

南洋理工大学 154

尼迪雅 80-81

尼泊尔 154

尼山·詹德拉 115

纽约 140, 171-172, 180

纽约联邦储备银行 140

纽约世贸中心 157

纽约证券交易所 138

诺妮·普尔诺莫 208

挪威 144-145

挪威电信 125-126, 129

## O

欧恺乐 255

欧阳堉 73, 91

欧洲 69, 103, 156-157, 171, 174,

181, 203, 206-208, 215, 217

Origin Energy 204-205

## P

潘秀兴 59, 77-78, 94, 96-97,

127-128, 163-164, 175, 266

彭博社 139

鹏瑞利控股 40

朴炅娥 204

普华永道 60

## Q

齐曼方 200

壳牌 50-51

乔治·博卡斯 34

乔治·舒尔茨 173

邱德拔 96

邱运康 69, 72-74, 91

屈臣氏 161

全国职工总会 81

全球金融市场调整 177

全球金融危机 19, 64-65, 79, 107,

131, 136, 138, 141-143, 157, 163,

171, 177

全通通讯 125-126

## R

惹耶勒南 32

人民协会 234

日本 28, 45, 48-49, 70, 79, 85, 92,  
98, 101, 106, 135, 164, 178, 207,  
209, 210

瑞安航空 103

瑞典 202

Religare Enterprises 101

RRJ资本 94

## S

萨伯瑞投资基金 101

赛默飞世尔科技公司 228

三菱日联金融集团 99

三菱商事株式会社 207

三菱新加坡重工 45

三菱重工 45

尚达曼 127

上海 180, 230-231

上海嘉会国际医院 230

余林发 13

社群日 151-152

沈宏文 171, 174

沈基文 34, 60

沈文鸿 60

深圳 180, 207, 237

沈卓筠 119

胜安航空 103

圣保罗 147

胜宝旺 15, 45-46

胜宝旺船厂 28, 34, 45-46, 53

圣地亚哥原则 143, 146-147

胜科工业 46, 94, 120, 203, 217-218

胜科公用事业 201

胜科海事 46, 217-218

胜科能源印度公司 203

胜科物流 151

胜利 53, 87-88

圣诺哥能源 78-79, 81

“生态繁荣”会议 186-187, 193, 200

盛裕集团 232

圣占姆士发电厂 70-71

狮城大厦 16, 28

狮诚控股 162-164, 178, 183,  
222-223

史蒂芬·弗肖 241-242, 244-245,  
252

实惠企业 87

世纪私募股权控股 62

世界粮食计划署 239

世界贸易中心 70

世界贸易组织 113, 121

市区重建局 90

食益补 28

狮子乐龄之友协会 152

狮子能源 79

数码通 124

思佳 257

斯坦利·奥尼尔 138-139

苏庆赞 93-94, 141, 164, 175

苏伊士环能集团 79

Samart I-Mobile 126

Selco 53

SMRT 210-213, 242

**T**

塔塔航空 239  
塔塔集团 207, 247  
他信 124, 126-129  
泰国 96, 101, 113, 124-129, 156, 201  
泰国汇商银行 126  
太平船务 247-248  
台湾 101, 119, 164  
谭明耀 198  
唐葵 122  
汤明璋 257  
特许半导体制造公司 88  
天合化工 258  
脱碳伙伴 197  
Tanweer Infrastructure 203  
Theranos 173

**W**

万豪酒店 98  
丸红株式会社 79  
万礼自然生态基金会 153  
万态保育集团 168  
万态野生动物世界 166-169  
王律师事务所 174  
王明德 63-64  
王文辉 85-86, 207  
王兴秀 37-38, 40, 67  
王忠文 93-94, 175, 177  
维莱拉克 126  
威廉·弗兰克 103  
文化部 32

温雪银 229  
武汉 230  
乌节爱特岭大厦 16, 38  
吴俊鹏 244  
吴丽娜 240-242  
吴庆瑞 8, 25, 27, 29, 35-36,  
260, 262  
吴亦兵 123  
吴友仁 163  
吴作栋 65  
Warburg Vending 236

**X**

喜阁购物中心 92  
西拉雅能源 78-79, 148, 177  
西那瓦电脑电讯 124  
西太平洋银行 207  
夏亚彌 257  
祥峰投资控股 102, 222-223  
香港 16, 70, 86, 118, 124, 161, 258  
香港电讯公司 85-86  
香港交易所 258-259  
向阳精密工业 62  
萧伯纳 269  
萧文光 156  
谢松辉 123, 137, 161, 175, 210,  
219, 245, 258-259  
新传媒 57  
新德里 115  
新泛电 53  
新加坡巴士公司 211

- 新加坡保险 43
- 新加坡博览中心 232-233
- 新加坡财务大厦私人有限公司 40
- 新加坡仓储与物流企业 234, 236
- 新加坡电话局 54
- 新加坡电信公司 14-15, 85, 147
- 新加坡电信管理局 36, 54
- 新加坡电子工程有限公司 87
- 新加坡动物园 43, 166, 168-169
- 新加坡飞禽公园 168
- 新加坡港务集团 15, 52, 60, 67-70, 82, 151, 183, 215
- 新加坡港务局 28, 36, 57
- 新加坡广播局 57
- 新加坡国际港务集团 57, 232
- 新加坡国立印务馆 28, 43
- 新加坡航空公司(新航) 15-16, 28, 34, 43, 47, 52, 65, 103, 147, 151, 204, 211, 215, 239, 242, 244-247
- 新加坡交易所 66, 70, 137, 199, 211, 245
- 新加坡金融管理局 90, 100, 121
- 新加坡科技创投公司 13-14
- 新加坡科技集团 13-14, 20, 59, 72, 86-91, 93, 102, 166
- 新加坡科技控股 86, 89
- 新加坡科技研究局 241
- 新加坡旅游局 166
- 新加坡能源 15-16, 57, 59, 78, 80, 93, 120, 201, 204, 217
- 新加坡能源市场管理局 78, 201
- 新加坡食品工业 87
- 新加坡石油化工 47-50, 52
- 新加坡石油化学综合厂 47-51
- 新加坡特许工业公司 87-88
- 新加坡土地局 40
- 新加坡武装部队 87
- 新加坡宪法 57, 88, 158
- 新加坡移民与关卡局 237
- 新加坡邮政 54, 234, 241
- 新加坡宇航 14
- 新加坡政府科技局 237
- 新加坡政府投资公司 31, 89, 93, 143-144, 179
- 新捷运公司 66
- 新科电信媒体 176
- 新科工程 66, 88, 151, 198, 241
- 新科宇航 59
- 新茂商产信托 74, 76
- 新西兰 38
- 新源基础设施信托 60, 137
- 星桥腾飞 218
- 星伟诺 77, 94, 164
- 邢增成 198
- 星展大厦 37
- 星展集团 15, 34, 57
- 星展唯高达 94
- 星展银行 89, 199, 242
- 许通美 179
- 许文辉 66
- 许仰光 256

## Y

亚齐省 98

雅诗阁服务公寓 92

雅诗阁公寓信托 92

雅诗阁集团 92

亚太 69, 104, 156

亚细安(东盟) 94, 124, 193, 201-202

亚洲 18-19, 63, 70, 72, 77, 85,  
90, 92, 94, 96, 100-101, 103,  
105-106, 113-114, 122, 124,  
134-135, 137, 141, 147, 153,  
155-158, 161, 164, 171, 173,  
180, 193, 198, 208, 218, 258

亚洲公益联盟 156

亚洲金融控股 96, 116-117, 122

亚洲金融危机 63-65, 72, 92, 96-97,  
113, 122, 124, 177

亚洲尽责治理研究院 153

亚洲开发银行 116

颜志贤 175

杨慧琳 254

扬基债券 135

杨康海 127

杨烈国 51, 88, 92

杨林丰 211

杨协成 38

杨忠礼电力国际公司 79, 148

夜间野生动物园 166, 168-169

怡丰城 70-71

毅峰资本 64, 164

宜家 204

伊拉林 204

伊丽莎白·霍姆斯 173

伊盛盟 143, 145, 181

亿旺资讯服务 124, 128

印度 19, 96, 101, 113-117, 147, 154,  
160, 165, 180, 193, 202, 207,  
224, 230-231, 239, 260

印度航空 247

印度尼西亚(印尼) 96-98, 113, 124,  
154-156

印度洋海啸 151

殷吉星 127, 142

印尼金融银行 96-99

印尼人民银行 97

英迪格公司 103

英国 27-28, 69, 85, 87, 96, 180

鹰航 155

英康 29

影响力投资与实践中心 155-156

邮政储蓄银行 57

邮政总局 32-33

裕廊船厂 46

裕廊岛 47, 51

裕廊飞禽公园 43, 166, 168

雨林探险园 166, 168

远东机构 90

约翰怀特鞋厂 52

约翰·塞恩 138-140

越南 96, 113, 201

约祖亚 208

**Z**

曾安素 68-69, 93, 103-104, 137,

183-184

渣打银行 96, 199

詹维光 116-117

张光昌 180

张慧卿 256

张家平 208

张洁心 64, 127-129, 211-212, 232,

245-247

张俐伟 198-199, 230, 232

楨原稔 207

政联企业 15, 17, 29, 32, 34, 36,

52-54, 62, 66, 86, 211

郑维强 64, 187

中东 48, 96, 156, 174, 203, 217

中国 19, 40, 70, 79, 85-86, 92, 94,

96, 101, 113-114, 118-119,

120-123, 147, 154-155, 160,

164-165, 180-181, 207-208,

230, 236, 258, 260

中国电力国际 119

中国航油 119-121

中国建设银行 121-123, 141

中国人民银行 121

钟添明 153, 239

中央公积金局大厦 37

中央汇金 121-123

中远投资 119

周俊成 103

周小川 121

主权财富基金 27, 143, 145, 157

朱镕基 113

朱雅丽 254

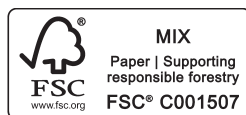
住友化学 48







扫码下载本书



本书所用纸张由FSC®认证及其他受管制材料制成。  
森林管理委员会(Forest Stewardship Council®)是一家国际非政府组织，  
致力于通过环境友好、社会有益且经济可行的森林经营标准，  
推动全球森林的可持续管理。