ガバナンスと所有構造

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

従業員パートナーシップ

大手独立系ハウスは、その経営陣と従業員によって所有されています。Trafiguraは約1,400人の従業員が全株式を保有し、Vitolは現役および元従業員である数百人のパートナーが所有しています。Gunvorは、トルビョルン・トーンクヴィストが持分を売却した後、2025年12月1日から90人を超える従業員のパートナーシップが所有しています。[1] パートナーシップ・モデルは、シニア・トレーダーの命運を会社の命運と結び付けます。好調な年の利益はパートナーに分配されます。Vitolは2024年にパートナーに106億米ドルを支払いましたが、2021年は29億米ドルでした。[2]

このモデルには、ガバナンスの面で長所と短所があります。自らの資産を賭けているパートナーは、会社を破滅させかねないリスクに慎重になりがちです。株式が取引されないため、経営陣は四半期ごとに市場へ報告することなく、長期的な視点に立つことができます。短所は、シニア・パートナーへの権力の集中、限られた外部からの監視、そして創業者の引退時に所有権を移転することの難しさにあります。ジュネーブ巻は、Trafigura、

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

Gunvor、Vitolがどのように後継問題に対処したかを描いています。多くのパートナーがシンガポールに住み、働いているため、シンガポール・オフィスもこうした変化に関わりました。

同族支配

アジアのチャンピオン企業は、一般に同族によって支配されています。Wilmarの会長兼最高経営責任者は共同創業者のクオック・クンホンであり、ウィジャヤ家がGolden Agri-Resourcesを率いています。[3] シンガポールの中堅トレーディング会社の多くは、創業者とその一族によって所有されており、その出自は中国系、インド系、インドネシア系であることが少なくありません。同族支配は、長期的な視野と迅速な意思決定をもたらします。一方で、創業者の判断がリスク管理部門に優越したり、関連当事者取引が十分に文書化されなかったり、後継者問題が未解決のままであったりすることも意味し得ます。

第H部第II章で分析する2020年のHin Leong Tradingの破綻は、その危険を極端な形で示しました。アジア最大級にまで成長した同族支配の石油トレーダーが、損失隠蔽の疑いのなかで破綻し、融資していた銀行に多額のエクスポージャーを残したのです。第B部第I章で述べる創業者に対する刑事手続は、売掛債権の不正な割引に刑法典（Penal Code）がどのように適用されるかを示しました。ガバナンスにとっての教訓は、より単純なものでした。一つの一族がトレーディング会社、その船隊、その貯蔵施設を支配している場合、外部の貸し手は内部統制に頼ることができず、物品、取引相手、書類を自ら確認しなければなりません。

上場トレーディング会社

トレーディング会社の第三のグループは、シンガポール取引所に上場しています。Wilmar、Golden Agri-Resources、China Aviation Oilは上場会社であり、Olamも2005年から上場しています。Olamについては、2022年3月16日

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

以降、持株会社Olam Group Limitedを通じての上場です。[4] 上場会社は、上場規則に基づく継続開示義務とコーポレート・ガバナンス・コード（Code of Corporate Governance）に服します。シンガポール金融管理局（Monetary Authority of Singapore、MAS）は2018年8月6日に改訂コードを公表し、これは2019年1月1日以降に開始する事業年度を対象とする年次報告書に適用されます。[5] コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）の制度のもとで、上場会社は年次報告書においてガバナンス慣行を説明し、コードからの逸脱があればその理由を説明しなければなりません。

コモディティ・トレーディングにおける上場モデルの実績は、まちまちです。1986年にリチャード・エルマンが香港で設立したNoble Groupは、1997年からシンガポールに上場し、アジア最大級のコモディティ・トレーダーとなりました。[6] 2015年、Iceberg Researchは同社の会計上の不正を指摘しました。Nobleは同年に17億米ドルの純損失を計上し、格付は投機的等級（ジャンク）に引き下げられ、株価は最終的に99%下落しました。同社は、Noble Group Holdingsを創設する再建の後、2018年に上場を廃止されました。シンガポール取引所は、財務状態に関する不確実性を理由に、再建後のグループの上場を認めませんでした。[7] シンガポール当局は2022年8月24日に調査を終結しました。MASは、2016年から2018年の財務諸表で誤解を招く情報を公表したとして、証券先物法（Securities and Futures Act、SFA）第199条(b)(ii)に基づき、Noble Group Limitedに1,260万シンガポールドルの民事制裁金を科しました。同社のシンガポール子会社は、鉱山所有者や石炭生産者との長期マーケティング契約を金融商品に分類していました。これにより、役務の提供前に手数料を収益として認識することが可能となり、利益と純資産が水増しされていたのです。会計企業規制庁（ACRA）は、この子会社の元取締役2名に厳重警告を発しました。[8]

Nobleの事件は、上場トレーダーに特有の弱点を明らかにしました。その利益は長期契約と在庫の評価に左右され、経営陣に大きな判断の余地が残されます。コモディティ・トレーディングを理解していない投資家や監査人にとって、そうした評価を検証することは困難です。上場は外部から

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

の監視をもたらしましたが、それは遅きに失しました。Noble以後、上場コモディティ・トレーダーに対するシンガポールの投資家の意欲は低下しました。大手独立系ハウスは、この都市での上場にほとんど関心を示していません。

持株構造とシンガポール法人

所有モデルがどのようなものであれ、シンガポールのトレーディング・グループは、シンガポールで設立された会社を通じて事業を行っています。その大半は、1967年会社法（Companies Act 1967）に基づく株式有限責任の非公開会社で、「Pte. Ltd.」という末尾の表記で識別できます。非公開会社の社員（株主）は50名以下でなければなりません。社員が20名以下で、そのいずれも法人でない場合には、免除非公開会社（exempt private company）に該当し得ます。これにより、一定の条件のもとで監査済み財務諸表の提出が免除されます。[9] グローバル・グループのトレーディング子会社は、株主が法人であるため、これに該当することはまれです。そのため、会計企業規制庁（Accounting and Corporate Regulatory Authority）に財務諸表を提出します。

シンガポール法人の上には、通常、他の法域にある一連の持株会社が連なっています。Gunvorは登記上の本店をキプロスに、Glencoreはジャージーに、Mercuriaはケイマン諸島に置いていますが、Trafiguraはグループ親会社をシンガポール自体に置いています。親会社の所在地の選択には、税制、パートナーの居住地、貸し手の選好、会社法の予測可能性が反映されます。シンガポールで利用できる持株構造と信託構造については、第E部第IV章で述べます。トレーディング・グループにとって、親会社の所在地としてのシンガポールの魅力は、なじみのあるコモン・ローの会社法、70を超える協定から成る租税条約（二重課税防止条約）のネットワーク、そして商事紛争に精通した裁判所にあります。[10]

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

管理の失敗とその対応

本章で取り上げた失敗には、共通するパターンがあります。2004年のChina Aviation Oil、2015年以降のNoble、2020年のHin Leong、2024年のPetro-Diamond Singaporeのいずれにおいても、トレーディング部門または報告部門がリスク管理部門と財務部門の統制を逃れていました。第一と最後の事例では、問題は承認された限度を超えるデリバティブ取引でした。第二の事例では評価と会計、第三の事例では架空取引による損失の隠蔽でした。所有形態は、中国の国有子会社、香港で創業された上場会社、シンガポールの同族会社、日本の総合商社の子会社と、それぞれ異なっていました。要するに、どのような所有構造も、統制の弱さから守ってはくれないのです。

対応は銀行と国家から生じました。2020年以降、いくつかの貸し手がコモディティ・ファイナンスから撤退し、あるいはエクスポージャーを縮小しました。この動きについては第H部第I章で検討します。同じ章で論じる貿易書類のデジタル化は、二重融資のリスクを減らすことを目的としています。トレーディング・ハウスは、自らのコンプライアンス部門とリスク管理部門を強化することで対応しました。その多くはシンガポールで行われ、この都市はアジアの事業を支えるコンプライアンス人材の拠点となっています。

取引相手と貸し手のためのチェックリスト

- 国家株主、ファミリー・トラスト、従業員パートナーシップを含め、シンガポールのトレーディング会社の最終的な所有者を特定し、可能であれば登録対象支配者名簿（register of registrable controllers）を入手すること。
- グループ親会社がシンガポールにあるのか国外にあるのかを確認し、親会社が実際に提供する支援を評価すること。

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

- 国家系トレーダーについては、親会社である国家の制裁上のエクスポージャーと、取引判断に対する政治的指示の可能性を確認すること。
- 同族支配のトレーダーについては、海運、貯蔵、関連トレーディング事業体を含む関連当事者を洗い出し、カーゴと書類を独自に確認すること。
- 上場トレーダーについては、監査報告書と、長期契約および在庫の評価に関する注記を読み、市場データと照らして検証すること。
- シンガポールにおけるリスク管理、コンプライアンス、財務がトレーディング・デスクから独立した権限を有していることを確認し、限度超過がどのように検知され、上申されるかを尋ねること。
- 当該会社がグローバル・トレーダー・プログラム（Global Trader Programme）の資格を有しているかを確認すること。この資格はシンガポールにおける実体を示すものであり、取引相手の信用分析を補完する。

注

1. Wikipedia, “Vitol”（2026年11月最終閲覧）：現役および元従業員である“about 400 partners”が非公開で保有。ただし同じ記事は2024年のシニア・パートナーを約450人としています。Wikipedia, “Gunvor (company)”（2026年11月最終閲覧）：2025年12月1日付で“Centalion is 100% owned by a partnership of more than 90 employees”。Törnqvistは持分をすべて売却。 ↩
2. Wikipedia, “Vitol”（2026年11月最終閲覧）：パートナーへの支払額は29億米ドル（2021年）、64億米ドル（2023年）、106億米ドル（2024年）。 ↩

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

3. Wikipedia, “Wilmar International”（2026年11月最終閲覧）：Kuok Khoon Hongが会長（Chairperson）兼CEOとして記載。Wikipedia, “Golden Agri-Resources”（2026年11月最終閲覧）：Sinar Mas一族のFranky Widjaja。 ↩

4. Olam Group, “Investors”, olamgroup.com（2026年11月最終閲覧）：Olam Groupは、Olam International Limitedに代わった2022年3月16日からシンガポール取引所のメインボードに上場。 ↩

5. Monetary Authority of Singapore, “Code of Corporate Governance”, mas.gov.sg（2026年11月最終閲覧）：改訂コードは2018年8月6日に公表。2019年1月1日以降に開始する事業年度を対象とする年次報告書に適用。上場会社は、コンプライ・オア・エクスプレインの制度のもとで、年次報告書において逸脱を説明する。 ↩

6. Wikipedia, “Noble Group”（2026年11月最終閲覧）：1986年にRichard Samuel Elmanが設立。本社は香港。1997年にシンガポール証券取引所に上場。 ↩

7. Wikipedia, “Noble Group”（2026年11月最終閲覧）：Noble Group Ltdは2018年にシンガポール証券取引所の上場を廃止。Noble Group Holdings Ltdの創設。SGXは“blocked the listing of the restructured group”。シンガポールで刑事捜査が進行中。Wikipedia, “Noble Group”（2026年11月最終閲覧）：2015年にIceberg Researchが会計不正を指摘。2015年の純損失17億米ドル。信用格付はジャンクに引下げ。報告後、株価は99%下落。 ↩

8. Monetary Authority of Singapore, “Singapore Authorities Take Actions Against Noble Group Limited and Former Directors of Noble Resources International Pte Ltd”, メディアリリース, 2022年8月24日（2026年11月最終閲覧）：SFA section 199(b)(ii)に基づく1,260万ドルの民事制裁金。2016〜2018年の財務諸表。長期マーケティング契約を金融商品に誤分類し、役務提供前に将来の手数料を認識して、利益と純資産を水増し。ACRAがNRIの元取締役2名に厳重警告（Companies Act section

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

201(2)）。公認会計士監督委員会（Public Accountants Oversight Committee）が監査人に対して命令。 ↩

9. Companies Act 1967, s. 4(1)（「exempt private company」の定義）および s. 18（非公開会社、社員50名の上限）。 ↩

10. Enterprise Singapore, “Why Singapore: Trade”, enterprisesg.gov.sg（2026年11月最終閲覧）：「over 70 Avoidance of Double Taxation (DTA) agreements」、「income tax rate of 17% for companies」。 ↩

Disclaimer

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

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

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

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

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