

シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス

— ガバナンス・コード導入のプロセスと意義 —

中 村 み ゆ き

1. はじめに — コーポレート・ガバナンスの潮流と企業概観

近年、世界における企業のガバナンスに関する行動規範としてコーポレート・ガバナンス・コードを策定する国が増え、それは70カ国に及んでいる。日本においては、2014（平成26）年閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014でガバナンス・コード策定が日本産業再興プランの施策の一つとして示された。その後、「ガバナンス・コード」は、2014年2月策定の金融庁による機関投資家に向けた「日本版ステewardシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）」に続き、2015年6月に東京証券取引所によって漸く策定されるに至った。

一方、シンガポールでは、企業ガバナンスは会社法の監査役に関わる規定と証券取引所による上場規則によって施行されてきた。ガバナンス・コードに関しては、1998年導入されたイギリスのガバナンス・コードに倣い、2001年に最初のコードが策定されている。このようにシンガポールでは比較的早い段階から企業のガバナンス制度の構築が意識され、これまでに企業環境の変化に応じて、2005年、2012年と改訂を図ってきている。また企業ガバナンスを見る上で重要な会社法に関しては、制定以後1、2年毎に改正を重ねており、特に近年の大幅な改正はガバナンス改革を意識した機動的なものであったことが窺える。しかし会社法では取締役会の専決事項についての定めがないため、ガバナンス・コードは、実情に沿って企業ガバナンス体制を補強する意味を持ち合わせているといえよう。

またコードに関しては、日本においても導入時に議論され、また既にイギリスやフランス等が採用している「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」モデルで施行されている。これは、コードの各原則を実施するか、もし実施しない場合は説明せよ、といったソフト・ローでのガバナンス規制といえるものである。つまり、ガバナンス・コードが適用される企業は、原則に対してそれぞれ企業の状況・事情によって柔軟に対応ができ、もし原則を実施しない場合は説明をすることが許容される。

近年、シンガポールのガバナンス体制は、国際的に高い評価を得ている。CLSA（大手投資会社）とACGA（アジアコーポレート・ガバナンス協会）による2016年の共同調査では、アジア12カ国・地域における1047社においてシンガポールを首位にランク付けし、その取り組みを高

く評価している¹。

2016年に入り、新たなガバナンスの動向が見られるようになった。1月にシンガポール証券取引所 (Stock Exchange Ltd., SGX) 主導で ESG (環境・社会・ガバナンス) を意識したサステナビリティ報告書の導入が公表された²。また9月には新たなガバナンス・コード改訂の意向が通貨管理庁 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 幹部により表明されている。同幹部によると2012年版コードは報酬、説明責任、監査、情報開示を勧告するコードであり時期に合ったものであったが、今後は一層の取締役のガバナンス対応が必要となる。それは現場での不正の予防策となり得るとし、また更なる情報開示の必要性にも言及している³。

以上のようにシンガポールでは企業ガバナンス制度の構築を積極的に施行してきたが、その背景にはシンガポール特異な経済、企業構造がある。一般的にはコーポレート・ガバナンスの取組みは、社会的責任を要請される上場企業 (Publicly Listed Companies: PLC)、つまりはエージェンシー問題が発生するような所有と経営が分離した企業が想定されている。シンガポールにおいてもガバナンス・コードは上場企業を対象としている。しかしこの点に関して同国で会社法上の株式会社を構成するのは私会社と公開会社であるが、圧倒的多数の企業形態は私会社である。公開会社の中で上場している企業は少なく、その中には外資も少なからず含まれている⁴。

また上場企業における地場資本を見ると、地場の民間企業は創業者が大株主として経営権を掌握している所有と経営が未分離の家族・同族企業 (family business) である場合が多い。それらは株主が取締役 (場合によっては業務執行者) となり、ガバナンス対応において問題が指摘される。さらに上場企業の一角を占めるのは、政府関連企業 (State-Owned-Enterprises; SOEs, もし

1 同ランキングはアジア12カ国・地域における1047社のガバナンス実態 (ガバナンス規制と慣行、施行、政治的・規制的環境、会計・監査、ガバナンス文化の5項目) を調査、指数化して評価したものである。2003年から調査は開始され、アジア地域でも最も包括的ガバナンス動向を評価する報告書 *Corporate Governance Watch 2016* を発行している。"Go Watch to 2016 Ecosystems matter: Asian Path to the better home grown Governance", [https://www.clsa.com/media-release-cg-watch-2016/] [2016/11/20]

2 SGXのLoh Boon Chye氏は、同報告書の作成によってシンガポール企業が国際的に認められる透明性やガバナンスを構築できると言及している。SGX, "SGX Consults on "comply or explain" sustainability reporting rules and guide", News and Updates, 05 Jan 2016. [http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/SGX-consults-on-comply-or-explain-sustainability-reporting-rules-and-guide] [2016.11.25]

3 Straits Times, "It may be time to review Singapore's corporate governance code, says MAS official" [http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/may-be-time-to-review-singapores-corporate-governance-code-says-mas][2016.11.25]

4 シンガポール会社法上の会社は、株式有限責任会社 (Limited Company by Shares)、保証有限責任会社 (Limited Company by Guarantee)、無限責任会社 (Unlimited Company) の3形態がある。多くは株式有限責任会社が用いられ、それは私的非公開企業 (Private Company, 私会社) と公開企業 (Public Company)、私的非公開免除会社 (Exempt Private Company) の3形態に分けられる。他にLLP法に基づいたパートナーシップ (Limited Liability Partnership) がある。会計会社統計庁 (ACRA) 調査による2016年11月時点の株式会社数は302,537社 (外資+地場企業) である。そのうちコードの対象となる上場企業は714社となっている。ACRA [https://www.acra.gov.sg/entity_count_in_2015_and_2016.aspx]

くは Government Linked Companies, GLCs) や民営化した大企業であり、近年、これら企業がガバナンスの構築においてシンガポール企業を牽引している現象が見られる。⁵

一方、外部監視の視点では、シンガポールでは年金基金など主要な機関投資家の不在がある。また SIAS（シンガポール証券投資家協会）の活動が散見されるものの、少数株主権利の弱さが株主アクティビズムに繋がらず、市場型のガバナンスが欠如していると指摘される。これらの背景から、シンガポールでは上場企業が自らガバナンス構造を強化することこそが、内外の投資家から見た場合に重要になってくると思われる。

本稿では以上のシンガポール固有の企業環境を認識しつつも、上場企業に対応した会社法制、取引所規制とともにガバナンス・コード導入のプロセスを跡付け、コード内容を検証することから、シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス動向の全体像把握としての一端を検討していくものである。

2. コーポレート・ガバナンス取り組みの経緯

(1) ガバナンス・コード策定の経緯

シンガポールにおいて、ガバナンス・コードが策定される以前のコーポレート・ガバナンスの取り組みは、主に会社法（Companies Act: Chapter 50）による監査役の規定と証券取引所の上場規則（SGX Listing Rules）によるものであった。シンガポールの会社法は1967年に制定されている。その後部分的改正が1、2年おきに重ねられてきたが、1989年、Pan-Ele（パネール）社の倒産による株価暴落で証券市場が混迷した事件が契機となり、同年改正において監査委員会導入の義務が上場企業に課せられるようになった。また上場規則においても、1973年にシンガポール証券取引所（Stock Exchange of Singapore, SES）が開設された時に投資家保護のために設けられ、その後改訂を重ねて現在のものが規定されている。

しかしながら、近年見られる世界的潮流としての取り組みは、シンガポールにおいても1997～98年にアジア諸国に深刻な経済不況を引き起こしたアジア通貨危機後のことである。金融危機

5 シンガポール大学ビジネススクール・ガバナンス制度組織センター（GCIO）によれば、シンガポールのコーポレート・ガバナンスの対象となる企業として上場企業、政府関連企業とファミリービジネスの3つをあげている。Centre for Governance, Institutions and Organisations (CGIO), Business School, National University of Singapore (2016), *Spearheading best practices and ideas for corporate governance and sustainability*, [http://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/docs/CGIO/cgio-brochure-final-dec2016.pdf] [2016.11.05]

また政府系企業の所有構造の特徴として政府系ファンドや政府が株主であることが指摘され、近年、テマセク持株会社を中心に政府関連企業のガバナンスに関する研究が現れている。この点に関してはシンガポール経済を見る上で重要でもあり、分析を別稿に譲りたい。例えば、C, Chen (2012), "Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China", Vol. 36, *Northwestern Journal of International Law & Business*. またシンガポールの企業構成に関しては、中村みゆき（2004）「企業改革と資本市場（2）」丑山優・小松章編著『現代企業の財務戦略』ミネルヴァ書房、pp.263-279 参照。

によるシンガポール経済への影響は少なかったものの、上場会社のガバナンス改革が意識されるようになった。イギリスでは、1998年に上場会社の望ましいコーポレート・ガバナンスを規定する統合コード（Combined Code）を策定したが、シンガポール財務省（Ministry of Finance, MOF）は1997年3月に設置したガバナンス委員会（Corporate Governance Committee）を推進機関にして、イギリスに倣ったガバナンス・コード策定の可能性を模索した。またこの時期シンガポールでは、シンガポール国際金融取引所（Singapore International Monetary Exchange, SIMEX）と証券取引所（SES）の両取引所統合が1999年に計画され、資本市場におけるガバナンスのあり方が検討されたこと、併せて会計基準をはじめ金融制度の抜本的改革も試行されていた。

ガバナンス委員会は、コード策定に際して1ヶ月に及ぶパブリックコメントを広く募集し、資本市場との関わりからガバナンスを検討して、2001年3月に最終報告書（Report of the Committee and Code of Corporate Governance）を提出した。その後、上場会社を対象にしたガバナンス・コードが発行された⁶。同コードは、法令・規則に強制的に従うよりは、それに準ずるソフト・ローに基づいて、企業は自主性が尊重され、従わない場合は適切な開示・説明により、その評価は株主など市場の判断に任せるとする「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」アプローチを採った。

コードの内容は、1 取締役に関する事項（独立取締役の導入、取締役の教育訓練、情報へのアクセス）；Board Matters, 2 報酬に関する事項；Remuneration Matters, 3 説明責任・監査；Accountability and Audit, 4 株主とのコミュニケーション；Communication with Shareholdersの4項目から構成されている。またコードは、以上の項目において原則（Principals）とガイドライン（Guideline）から構成されている。上場企業はこれらに従って、年次報告書（Annual Report）に実施（Comply）の状況を示さなくてはならないとされた⁷。年次報告書のコード内容としては、ガバナンス実施状況、経営者経歴、経営者報酬、ガバナンス・コードからの乖離などの非財務的情報を公表することが要請されるようになった。

また通過危機が起こった1997年は証券取引所（SES）の上場ルールも改定され、監査委員会設置が規定されるようになった。この規則により監査委員会は3名以上の取締役により構成され、その過半数は独立取締役であることを義務づけられるようになっていた。さらに同年、政府はシンガポール経済の長期的な国際競争力を強化し、金融問題に対応するために「シンガポール競争力強化委員会（Committee on Singapore's Competitiveness）」を設置した。そ

6 Corporate Governance Committee (2001), *Report the Committee and Code of Corporate Governance*, 21 Mar., Singapore. ガバナンス委員会は、会社法改正議論を踏まえて上場企業のガバナンスのあり方に関する検討機関となった。

7 MAS, *Code of Corporate Governance 2001*, 上場企業は、2003年1月1日以降の株主総会後に発行する年次報告書においてガバナンスの実施状況を開示し、ガバナンス・コードを実施（コンプライ）していない項目の説明が必要とされるようになった。

の後、1999年に会社法改正を検討する「会社法・規制枠組み委員会 (Company Legislation and Regulatory Framework Committee, CLRFC)」を設置した。シンガポールのガバナンス上重要な位置付けとされる2003、2004年の会社法改正は、同CLRFCの提言によってなされたものである。この一連の改正によって国際基準に即した現代的会社法への改訂が図られた。また広く国際社会に適応する企業環境を整備するために「開示・会計基準委員会 (Disclosure and Accounting Standards Committee)」が置かれることになった。これは、国際会計基準に準拠した会計基準の策定を目指し、開示と会計基準見直しを検討する機関となった(2003年年1月1日から会社法規として施行)⁸。これは後に企業開示・ガバナンス審議会 (Council on Corporate Disclosure and Governance) に改名されている。

また上記した会社法改正に触れると、2002年CREFCは多岐にわたる改正案を提示し、5章から構成された報告書をまとめた⁹。改正案の内容は、(1) 企業形態と中小企業に関する項目、(2) 資本に関する項目、(3) コーポレート・ガバナンスに関する項目、(4) 会社破産に関する項目、(5) その他である。それら改正では、「取締役の定義」、「名目取締役による委託者への開示」など取締役に関する修正を含めた改革などが盛り込まれた。

このようにガバナンス・コード(2001)策定後2003年、2004年にシンガポール会社法改正が実施されている。これらの改正は、取締役に関わる定義づけとその諸規定が改正され、ガバナンス上重要な位置づけとなっている。さらに会社法改正と同時期、2003年にSGXは上場規制であるマニュアル (SGX Listing Manual) を発行した。これによって、取引所で上場する会社はガバナンス・コードの実施状況に関する開示を要求されることになった。

以上のように会社法改正と取引所規制の整備の一方、2005年にイギリスで統合コード改正がなされたことを機にシンガポールでも同年ガバナンス・コードの再検討が行われるようになった。これは改訂版 (Code of Corporate Governance 2005) として発行され、取締役の役割規定が追加されている。またSGXとオーストラリア証券取引所 (Australian Securities Exchange, ASX) の連携強化が開始されたこともあり、オーストラリアのガバナンス・コードからも影響を受ける内容となっている¹⁰。同年、会社法の改定とともに証券・先物法 (Securities and Futures Act Cap. 289, SFA) が前の証券業法を統括する形で制定されている¹¹。

その後2007年、2005年改正のガバナンス・コードにおける上場企業のコード運用状況などに

8 新しい会計基準は、国際会計基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) に基づいた会計基準である Singapore Financial Reporting Standards : SFRS.

9 CLRFC (2002), *Report of the Company Legislation and Regulatory Framework Committee*, Oct., Singapore 参照. 上田純子「シンガポールの企業統治と企業法制改革」『東アジアの企業統治と企業法制改革』今泉慎也他編, アジア経済研究所, 2005年, pp.181-187.

10 オーストラリア証券取引所に上場する場合は、「ASX コーポレート・ガバナンス及び原則ならびに勧告 / 改訂版 (ASX Corporate Governance Principle and Recommendations/revised ASX Code)」に従う必要がある。

11 SFAがSGX上場マニュアルにおける情報開示要件を施行する根拠法となっている。Michael Tang, "Singapore corporate governance regime: History and development", *Listing in Singapore: Corporate governance perspectives*, Lucien Wong (eds), White Page, 2016, p.6.

関して上場企業のコードの遵守状況が検討されることになった。ガバナンス・コードは MAS と証券取引所 (SGX)¹²のもとで再検討されて改革が進められた。それらの検討結果として、MAS と SGX による共同「勧告」が行われた。「勧告」内容は、ガバナンス・コード項目としての (1) **Comply or Explain** 原則、(2) 取締役会事項、(3) 各種委員会、(4) 機関投資家のガバナンスと、独立取締役に関する項目である。これらの勧告は、上場会社のコード規定の遵守状況の評価とともに、どのように遵守しているかについての開示方法の改善を求めるものとなっている¹³。

以上のように、シンガポールではガバナンス・コード改訂と会社法改正を重ねることで、国際的に整備された投資環境を実現し、企業誘致を図るための対応がなされてきた。しかし、2007年に世界的な金融危機が起ったことから、金融機関を中心にした企業のより適正なガバナンスをめぐる議論が浮上するようになった。

2010年、イギリスでの金融危機後のコード改訂を受けて、MAS はコーポレート・ガバナンス評議会 (Corporate Governance Council, CGC) を設立した¹⁴。同組織によりコードの見直しを図り、2011年6月に改訂事項 (下記) を推奨して、取引所と会計会社統計庁 (Accounting Corporate Regulatory Authority, ACRA) への助言を行なった。改訂の推奨事項は、独立取締役、取締役会の構成、役員の育成、複数企業の役員、報酬慣行と開示、リスク・マネジメント、株主の権利と義務などである。評議会 (CGC) は、それらに関してコンサルティングペーパーを公表し、上場企業など関係各所に意見を募った¹⁵。同年11月、CGC はこれらの改訂推奨事項を MAS に提出し、2012年5月2日ガバナンス・コード改訂版 (Code of Corporate Governance, 2 May 2012) を発行した (2012年11月1日から始まる会計年度より適用、年次報告書に導入)¹⁶。

コード内容の4項目は以下のとおりである。

- 1) 取締役会事項 (Board Matters)
- 2) 報酬事項 (Remuneration Matters)
- 3) 説明責任と監査 (Accountability and Audit)
- 4) 株主との権利と責任 (Communication for Shareholders)

コードの法的位置づけは、2001年設定当初より原則法的拘束力ない自主規制の **comply or explain** 原則である。これはイギリスはじめフランスやドイツなど多くの国で採用されてきており、同コードを遵守しない場合の強制力はないが、ステークホルダーに対し適切な文章説明を要求する、柔軟な規制手法である。またシンガポールでは、年次報告書のガバナンスの項の最初に

12 1999年、従来の証券取引所 (SES) と国際金融取引所 (SIMEX) が合併して、デリバティブ取引も含めた SGX に組織再編された。

13 林孝宗「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス - 取締役会の機能と独立取締役の役割を中心に -」『社学研論集』vol.16, 2010年9月, p.303.

14 MAS (2010), "MAS Announces Composition of the Corporate Governance Council", 4 Feb. .

15 MAS (2012), "Response to Recommendations by the 2 May 2012 Corporate Governance Council", 2 May.

16 MAS, Code of Corporate Governance 2012 (Issued in May 2012). [http://www.mas.gov.sg/~ /media/resource/fin_development/corporate_governance/CGCRevisedCodeofCorporateGovernance3May2012.pdf]

コード原則とガイドラインに遵守していることを謳わなければならない。また遵守していない事項は、特定して記載しなければならないこととなった。

図表 2-1 シンガポールにおけるコーポレートガバナンス発展の経緯

2001年3月	カバナンス・コードの導入
2005年7月	カバナンス・コード改訂
2009年	ガバナンス透明性度指数（GTI）開始
2010年2月	コーポレートガバナンス審議会発足
2012年5月	ガバナンス・コード改訂
2015年9月	G20/OECD コーポレートガバナンス原則改訂
2016年	シンガポールガバナンス透明度指数（SGTI）開始、サステナビリティ報告書導入

（出所）Lawrence Lee, *Findings on the Singapore Governance & Transparency Index (SGTI)*, CGIO NUS Business school, p.3, 3 Aug. 2016 より作成。

一方、SGXは2010年1月に実施されたパブリックコメント召集の結果も踏まえコーポレート・ガバナンス関連規制の大幅な見直しを図った。SGXは取引所規則第1207条（SGX Mainboard Rules）を2011年9月29日より適用することとなった¹⁷。また同年1月、SGXはComply or Explainに基づいたサステナビリティ報告書（Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies）の導入に向け、パブリックコメントを募集すると発表した。同調査によると、シンガポールの機関投資家の90%はESG要因を盛り込んで運用していることを挙げ、同報告書により、さらにESG側面からの財務情報を補うとしている。当レポート発行でESGの取り組みと情報開示を行い、シンガポール企業の国際的信頼度を高め、質の高いリターンを求める投資家に応えるものと位置付けている。これらの対応は基本的に企業の自主性に委ねられ、年次報告書に記載するか、独立した報告書を作成することとしている。また記載に関しては、コーポレート・ガバナンスに関する事項はガバナンス・コードに遵守すること、またGRI（Global Reporting Initiative）のレポートガイドラインに従うことなどが規定された。

（2）法制度によるガバナンス

i. 会社法

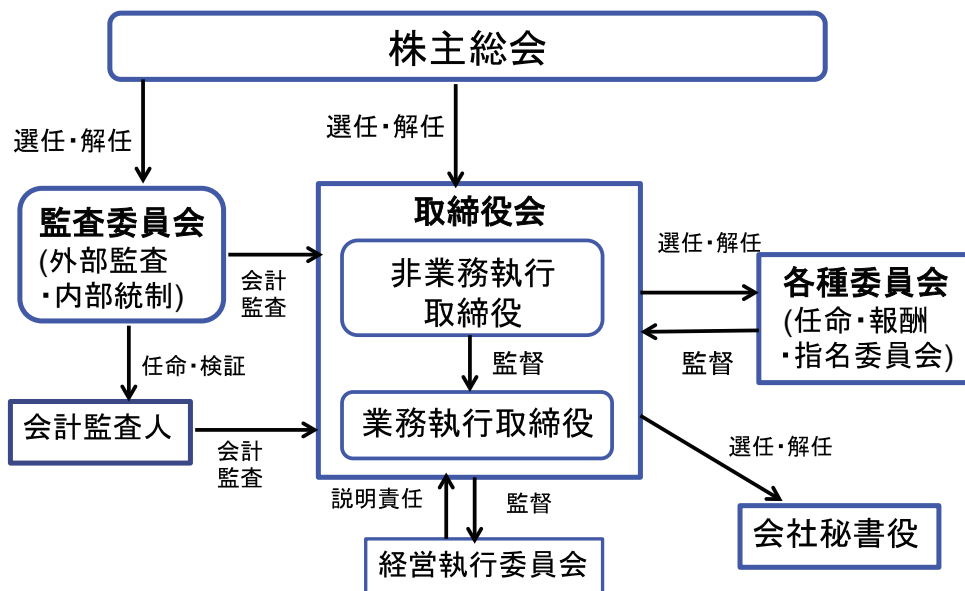
シンガポールの法体系は、イギリス法を中心にマレー慣習法も法源をなしている。また会社法はコモン・ローに基づき、マレーシア会社法（1948イギリス総括会社法）、またオーストラリア

17 SGX, "SGX-ST Listing Manual Amendments – Effective 29 September 2011: Listing Rules to Corporate Governance and Foster Greater Disclosure". [http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Mainboard_rules_September_29_2011.pdf], Wong Partnership, "SGX Amends Listing Rules to Strengthen Corporate Governance", LegisWatch, September 2011 [<http://www.wongpartnership.com/index.php/files/download/1029>] [2016.10.5].

18 SGX, op.cit., News and Updates, 05 Jan 2016.

など先進国の会社法も模範にし、1, 2年おきに改訂されてきたが、近年は独自の制度も取り入れつつ現在のものが成立している。会社法主務官庁は財務省（MOF）であり、法務執行機関は会計会社統制庁（ACRA）¹⁹である。

図表 2-2 シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス構図



(出所) 筆者作成

会社法上の機関構成は、株主総会（Shareholders' Meeting）、会計監査人（Auditor）、会社秘書役（Company Secretary）、監査委員会（Audit Committee）の規定が存在する。特に上場企業は監査委員会が義務付けられており、委員会は3名以上の取締役からなることが規定され、その過半数は独立取締役（Independent directors）である必要がある。また取締役会は単層型取締役会制度（Unitary Board）を採っている。これは経營業務を執行し、それを監督する業務が単一で行われる形態である。取締役会（Board、取締役は1名以上、そのうち1名はシンガポール居住者である必要がある）に関しては、招集手続き、定員数、決議要件などの定めはなく、明確な設置要求はない。付属定款において任意で設置の位置づけがあり、内容に関しても定款に委ねられる。

監査に関しては、会計監査人が会計監査を担い、監査委員会は会計監査とともに内部監査及び

19 2004年4月にシンガポール会社登録局（RCB）と公認会計士局（PAB）と合併してできた企業情報開示機関である。企業の組織体制に関して、同機関よりガイドブックが公表されている。[https://www.acra.gov.sg/Publications/Guides/Guidebook_for_Audit_Committee_s_in_Singapore/]

外部監査・内部統制制度の検証を行う。また実務上、取締役は業務執行取締役、非業務執行取締役に区別される（図表 2-2 参照）。

図表 2-3 シンガポールにおけるガバナンス規制

1. 法令 (Laws)
会社法 (Companies Act)
証券先物法 (Securities and Futures Act)
2. 規制 (Regulations)
銀行法 (19章)：銀行コーポレートガバナンス規制 2005 (Banking Act)
3. 会計基準 (Accounting Standards)
財務報告基準 (SFARS)
4. 上場ルール (Listing Rules)
SGX 上場マニュアル (SGX Listing Manual)
5. コードとガイドライン (Official Codes and Guidelines)
コーポレート・ガバナンス・コード (Code of Corporate governance)

(出所) Asian Corporate Governance Association (ACGA), "Library-Code and Rules-Singapore" [2014.12.06] より作成。

ii. 証券規制

1973 年の証券業法 (Securities Industry Act) が制定された。これにより、投資家保護のための情報開示などを企業に要請する上場規則の厳守が義務づけされた。その後、2001 年に証券業法は、先物取引規制を含めた証券・先物法 (Securities and Futures Act: SFA) に改正された。これら証券業の監督責任をもつ機関は、MAS である。また上場企業においては、MAS と SGX が監督する。

ガバナンス・コードでは上場規則にもその遵守状況に関する開示責任が組み込まれ施行されている。上場企業においては、取引所 SGX の認可を受け、上場規制に従う必要がある。SGX によって 1993 年に上場マニュアル (SGX Listing Manual) が発行されている。全ての上場企業は、上場の必要要件としてガバナンス・コードのガイドラインに沿ってその実施を表記し、またコードからの乖離など遵守されない場合等の情報を開示すべきであることが要求される。先述したように、SGX はコーポレート・ガバナンスに関連した規制を再検討し、ガバナンスを強化するために改定した上場規則 (SGX-ST Listing Manual Amendments, SGX-ST Listing Manual Section B: Rules of Catalyst Amendments) を 2011 年から適用している。その中で役員報酬に関するコードに沿った開示が要求され、乖離がある場合はその説明をする必要があるとされている。また上場規則でガバナンス・コードの遵守に関して適切な説明がなされない場合、証券先物法 199 条の虚偽表示で法的責任が問われる²⁰。

20 林孝宗, 前掲書, p.302.

3. コーポレート・ガバナンス・コードの概要 — 取締役事項を中心に

ガバナンス・コードは、上述したように、取締役会（取締役会による業務の遂行、取締役会の構成とガイダンス、議長および最高経営責任者、取締役会メンバー、取締役会の業績、情報へのアクセス）、報酬（報酬に関する方針の策定手続き、報酬の水準と構成、報酬の開示、説明責任と監査（説明責任、リスク管理と内部統制、監査委員会、内部監査）、株主の権利と責任（株主の権利、株主とのコミュニケーション、株主総会の実施）の4つの事項から構成されている。この章では、独立性・客観性を持った監督機能を果たす取締役会の構築をいかに果たすかとの視点において重要な取締役会事項を中心に同コードの内容を見ていく。

ガバナンス・コード上の取締役に関わる規定を見てみる。まず「すべての会社は、会社を主導し統制する強力な取締役会を設置すべきである。（Principle 1）」とされ、ガイドラインにはその取締役の役割について補足している（guideline 1.1）。

次に、その取締役会は、経営執行者から経営業務において独立した客観的判断を行使するために、経営陣やとりわけ10%以上を保有する株主から強力かつ独立性がある取締役会であるべきである。いかなる個人、個人による少数グループも取締役の意思決定に独占的圧力を有してはならない（Principle 2）とされる。そのガイドラインには、取締役会は強固でかつ独立性を備えているべきであり、その構成員は少なくとも3分の1は独立取締役（Independent directors）とするべきである（guideline 2.1）とされる。また、(a) 会長がCEO（もしくは同等の役職）を兼ねる場合、(b) 会長及びCEOが近親者である場合、(c) 会長が経営陣を兼ねている場合、(d) 会長が独立取締役でない場合は、取締役会の半数以上を独立取締役とすべきであるとしている（guideline 2.2）。

以上からコードでは、会社はまずは取締役会を設置する必要があること、またその取締役会は高い独立性を維持する監督機関であることが規定されている。そのために構成する取締役の3分の1は独立した取締役（非業務執行取締役）であること、さらに会長とCEOが兼務されている取締役会のケースなどでは過半数の独立取締役である必要性が要請される。

この独立取締役に關しては、コード上での定義づけが為されている。それによると、「独立取締役」とは、経営者が会社利益のために独立した経営判断を行使する上において、会社、関連会社、10%以上を保有する株主、またはその役員との間に妨げるになる関係、または合理的に妨げると認識される関係がない取締役に指すと規定されている（guideline 2.3）。

また取締役が独立性を欠いていると思われる事例として、例えば (a) 取締役が、当該事業年度か、過去3年以内に当該会社、または関連会社に雇用されている場合、(b) 取締役の近親者が、当該事業年度か、過去3年以内に当該会社、または関連会社に雇用され、報酬が報酬委員会で決定している場合、(c) 取締役またはその親近者が、当該事業年度もしくは直近の事業年度に、取締役の報酬以外に、サービス提供の対価として多額の報酬を会社、もしくは関連会社から受け

取った場合、(d) 取締役が次に該当する場合、(i) 取締役が当該事業年度、または直近の事業年度において、または (ii) 取締役の親近者が当該事業年度、または直近の事業年度において、ある組織の 10% の株式を保有する株主かパートナー、業務執行取締役または取締役であり、当該事業年度または直近の事業年度において、会社とその組織または子会社に多額の支払い、または重要なサービスを提供し、またはそれを受けた場合、(e) 取締役が会社の 10% 株式を保有する株主、または親近者である場合、(f) 取締役が当該事業年度、または直近の事業年度に 10% 株式を保有する株主と直接の関係を有している場合（guideline 2.3）が示されている。これらの状況に該当する場合は、取締役会は取締役の独立性を保っていると説明する必要があるとしている。このように独立取締役に關してはコードでの規定を見る限り、業務執行と一定の距離を保ち、客観的に取締役会をモニタリングできる点で非常に重要なガバナンス上の課題として位置付けていることが窺える。

さらに、シンガポール企業において独立性を担保するために置かれている「非業務執行取締役（Non-executive directors）」についても規定されている（guideline 2.7）。これらの業務は、(a) 戦略について建設的に異を唱え、戦略に関する提案のサポートをすること、(b) 合意された目標達成にあたって経営陣の業績を評価し、業績報告を監視すること、とされる。また、これら非業務執行取締役は、経営陣に対するチェック機能として有効性を高めるために、経営陣が同席することなく定期的に会合を持つことが望ましい（guideline 2.8）、とされている。この非業務執行取締役は、独立取締役の中で経營業務から独立した取締役である。これらは経營業務に精通している必要はなく、単に業務執行者から独立性が担保された取締役であるとされる²¹。

以上のように、取締役の独立性（もしくは社外性）の問題は、諸外国においてもガバナンスの中心の問題として取り上げられる。特にシンガポールの取締役会は、業務執行と監督が同一の単層型取締役会の形であることから、独立性の確立・維持は取締役改革上の重要な課題となる。つまり業務と監督を兼ねる独立取締役会が、業務とは関わらない立場から、客観的に経営陣を監督し、その業績を評価することが大きく期待される。

さらには、「取締役会と会社の経営を執行する役員の実任は、明確に分担されるべきである。いかなる個人にも権限が大きく集中してはいけない。（Principle 3）」とされ、ガイドラインには原則として取締役会長（chairman）は最高経営責任者（CEO）を兼任すべきではない（guideline 3.1）とされている。また、会長と CEO の分離を明確化、文書化した上で取締役会の承認をえなくてはならず、会長と CEO が近親者である場合は、取締役会は情報開示を要する（guideline 3.1）、としている。

この点に関して、シンガポールの地場企業は支配株主が業務執行を兼ねるという家族・同族経営である場合が多い。そのようなケースは、会長と CEO が分離しておらず、情報開示にも消極

21 林孝宗、前掲書、p.304 コードでは「独立取締役は社外性のみならず独立性が加味された非業務執行取締役を指す（guideline 2.1）と規定されている、としている。

的であり、また会長職の在任期間が長期にわたるなどの状況も見受けられる。このためシンガポールでは、CEOと取締役会長との分離の実施や役員報酬開示は実施率が低くなる傾向にある²²。また任期に関しても、コードでは最初の選任から9年を超える取締役の独立性については、時に厳格な評価の対象とすべきである（guideline 2.4）と規定されている。

また一方で、大規模上場企業は政府系関連企業が民営化して上場した企業も多い。その場合の取締役会メンバーは、関連企業と兼任した取締役や関係省庁の役人で構成される場合も多く、支配的株主も政府持株会社や政府関連企業である²³。このような現状からも、シンガポールでは取締役会に監視する機能を持たせること、つまり取締役会の中で利害を持たない独立取締役（非業務執行取締役）を導入することは重要であると思われる。

さらに、コードでは取締役構成員に関して、「その選任・再任に際しては公式かつ透明性あるプロセスが決められるべきである（Principle 4）」としており、またその選任において取締役会に助言を行うために、取締役会は権限と職務を明記した指名委員会（Nominees Committee）を設置すべきであるとしている²⁴。それらに関しては、少なくとも3名以上の取締役によって構成、委員長含め過半数は独立取締役でなければならない、また年次報告書においてその名前と設置要綱を公表すべきであると規定している。（guideline 4.1）。

その他に取締役会に関しては、効率的意思決定をするために適切な構成人数を決定すべきである（guidance 2.5）と言及されている。また取締役会と各種委員会は、スキル、経験、性別や経営知識の適切なバランスと多様性を以って構成されるべきとされ、そしてその構成員は高度な財務、ビジネス、経営の経験と産業に関する知識、戦略的経営計画策定の経験と顧客ベースに基づく経営のコア・コンピタンスを有する者であるべきとすること（guideline 2.6）が要求されている。

このように取締役は、適切な方法で適切な人材を配置することが規定されているが、取締役の能力を担保するために多様な研修の規定が盛り込まれるようになった。これに関してコードでは、次期取締役は、包括的で各々に合わせた研修プロセスを経るべきであるとしている。これら研修は、取締役としての職務内容・遂行方法に加え、事業やガバナンス慣行に精通するためのオリエンテーションプログラムを含むべきであり、初めて就任する取締役に対しては会計、法務、産業の網羅的知識の研修を実施すべきであると規定している。またすべての取締役は定期的に、特に

22 PwC (2014), 『コーポレート・ガバナンス・コード等に関する海外運用実態調査～英国、フランス、ドイツ、シンガポール、米国～』株式会社東京証券取引所委託調査, p.46.

23 政府系企業の所有構造に関しては、中村みゆき（2004）「シンガポールの政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察－民営化政策による公的支配への影響－」『アジア研究』アジア政経学会、第50巻4号を参照。

24 指名委員会に関しては、ガバナンス・コード2005に規定されている。（1）委員長は独立しており、当該会社と関係がある取締役（株式5%以上所有）であってはならず、年次報告書で各委員の情報開示が要求されている（guideline 4.1）、（2）また構成員が他会社の兼任取締役の場合、職務を適切に行うための機会を確保しなくてはならない（guideline 4.4）、（3）その職務は取締役の任命・再任に関する検討、その結果を取締役に勧告すること。3年おきに全ての取締役の再任手続きに付させること（guideline 4.2）とされている。MAS(2005), Code of Corporate Governance.

最新の法律・規制、ビジネスリスクについて、研修を実施することが重要であるとし、上場企業が会社責任のもと役員研修をアレンジし、取締役に対して行った就任やオリエンテーション研修を年次報告書で開示すべきである（guideline 1.6）としている。また指名委員会は各々の研修プログラムを評価し、取締役にアドバイスする任務がある（guideline 4.2）とされる。

取締役の独立性は重要な課題であるが、その中核となって機能するのが独立取締役の役割である。実際にシンガポールの非業務執行取締役は経営の専門性を問われないが、独立取締役の需要が高まるに従い、経営業務を監督する立場としてその資質・能力が問われるようになってきている。様々な事業の理解力・問題把握力はもとより、善管注意義務に基づく、客観的・中立的立場からの取締役モニタリングと経営判断など取締役の望まれる資質・能力が提供できなければ、取締役会自体の機能の強化には繋がらなく、むしろ弱体化する可能性も生じると考えられる。そのためコードではこれら取締役育成を重要な課題として対応していると考えられる²⁵。

2012年5月、MASはガバナンス審議会（CGC）によるガバナンス・コードの改正案を承認し、今コードを受けて、役員研修ルールを強化することを公表した²⁶。また1998年シンガポール取締役協会（Singapore Institute of Directors, SID）が創設されており、ガバナンスの啓蒙教育と調査研究を実施している²⁷。SIDの他に、取締役教育に関しては、シンガポール国立大学（NUS）やシンガポール経営大学（Singapore Management University : SMU）大学と提携した研修プログラムが開始されている。

4. シンガポール企業におけるコーポレート・ガバナンスの現状

上記したようにシンガポールの企業は、年次報告書のコーポレート・ガバナンスセクションの冒頭でコード原則やガイドラインに従っていること、また従っていない部分を明記しなければならない。また自社のガバナンス体制に関して開示する義務がある。以上から、多くの上場企業がこれに従っている。

2010年、シンガポール国立大学ビジネススクールに組織のガバナンス研究を行う目的でコーポレート・ガバナンス・制度・組織センター（Centre for Governance, Institution and Organizations, CGIO）が設立された。同組織と会計監査会社CPA オーストラリアは共同でアジア

25 シンガポール上場企業の取締役研修の状況に関しては以下参照。SID, Survey & Award [http://www.sid.org.sg], その他 CFA Institute (2011), 「取締役の専門性 アジア太平洋地域における取締役研修の状況」日本語訳版（“Director Professionalism—A Review of Director Training Programs in Asia-Pacific”）。

26 MAS, [http://www.mas.gov.sg/~ /media/resource/fin_development/corporate_governance/cgcmasresponsedraftwithannexes2may2012.pdf] [2016.11.05]

27 SID はイギリス取締役協会を模範として設立され、関係当局や規制主体と連携して多様な取締役教育プログラムや情報の提供、啓蒙や懸賞制度などの活動を行うことからガバナンス文化の涵養を目指している。また取締役に関する実態調査を実施し公表している。SID [http://www.sid.org.sg]

地域での包括的コーポレート・ガバナンスに関する調査を2009年より実施している²⁸。本章では、同報告書の検討を通じてシンガポール企業におけるガバナンスの実態を見る手がかりとしたい²⁹。
(数値は2013年から2015年の変化)

まず取締役事項に関して、コード推奨されている代表独立取締役 (lead independent director) 導入は35.2%から53.8%、非独立非業務執行会長 (non-independent and non-executive chairman) 導入は15.4%から18.2%に増加、また取締役就任期間の制限は0.8%から4.1%、取締役人数の制限は3.2%から24.7%に増加し、反対に独立取締役会長の導入は16.9%から14.6%に減少した。また取締役研修に関しては意識が高く7.8%から21.8%に増加している。

報酬事項では、非業務執行取締役報酬の開示は、11.6%から31.3%、業務執行取締役の報酬の開示は9.1%から27.5%、CEOの報酬の開示は7.8%から24.3%へと増加している。また執行取締役とパフォーマンスとの関係性の開示はコード原則に合わせて9.9%から37.4%に飛躍的に増加した。

説明責任と監査の事項に関して、リスクマネジメントと内部統制の構築は持続可能なビジネスを実施する上で、コードの重要な要素となっている。コードでは少なくとも1年に一度リスクマネジメントと内部統制の適切性と効果を取締役会が検討することを推奨している。このことから、適切なリスクマネジメントと内部統制に関するプロセスとフレームワークの開示は22.3%から37.6%、IIA (内部統制国際認可資格) に適合した内部統制は20.5%から25.2%、適切性に対する取締役会、もしくは監査委員会の開示は82.4%から92.5%へと増加した。また89.4%の企業が決算書のCEO/CFOの保証を得て、86.9%の企業がリスクマネジメントや内部統制の有効性に関するCEO/CFOの保証を得ている。

透明性と投資家とのリレーションシップ事項に関しては、シンガポールにおける株主権利の保護は弱い項目であったが、企業はコードの実践が進むにつれて株主権利の認識も高まっている。2015年度の企業の取り組みはかなり改善されている。株主権利において、コードは、株主の株主総会出席に関して二つ以上の代理投票の選択肢を取り入れるように推奨している。株主権利と株主総会の実施に関する調査では、企業の半数 (55.2%) が電子議決権行使を実施し (前年比で31.1%増加)、また株主総会に出席する上で二つの代理投票選択肢を認めた企業は34.7% (前年比で15.1%増加) となっている。

これら上場企業のガバナンスの取り組みに関するGTI調査の包括的結果として、全体平均は47.6ポイントであり、これはGTI調査が開始された2009年33.9ポイントから14ポイントほど上昇し、毎年ガバナンス改革が進展してきてきていることを示している。

28 同調査は2009年より開始され、2016年時点で7年の研究蓄積を有している。一連の研究は、NUSビジネススクールCGIOウェブサイトから入手できる。[<https://bschool.nus.edu.sg/our-research/our-research/asean-corporate-governance-initiative>]

29 Lawrence Loh et al (2015), *Corporate Governance Highlights 2015*, November, CGIO and CPA Australia. [<https://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/images/CGIO/Report/corporate-highlights-2015.pdf>]

また CGIO は個別企業のガバナンス透明度指数（Singapore Governance & Transparency Index, STGI）を公表している³⁰。これは会計年度（本年3月）までの年次報告書を公表した631社を調査、各項目を指数化したものである。これによると、シンガポール通信（Singapore telecommunications, SingTel）は6年連続して1位となった。

5. 総括 — バナンス・コードの意義と課題

以上、本稿ではシンガポールのコーポレート・ガバナンスの取り組みの経緯とその現状について、ガバナンス・コードの視点から検討した。シンガポールのコードはイギリスに倣って採択、導入されているが、自国の企業環境に合わせて変更がなされてきた。2001年、最初のコード導入から2005年、2012年と改訂を重ねて、会社法のみならず、実務レベルでの効果的なガバナンス制度構築への取り組みが図られている。4章のCGIO調査からも窺えるように、コードによる規制は企業のガバナンス意識を変えてきている。特にコード上の独立取締役導入など取締役会事項はもっとも改善が進んでいる項目となっている。しかし、逆説的に言うと、執行と監督が分離されていない単層型取締役制の形を採るシンガポール取締役会では、コードにおいて取締役に執行役員を選任や報酬の決定など多くの権限を持たせず、独立取締役（非業務執行取締役）の役割を大きくする監督体制を敷くことが重要となる。これは独立性を高めた指名委員会や報酬委員会の設置へと繋がり、独立取締役の意義はさらに大きくなっている。またこれら取締役の質を担保するために、現在シンガポールでは、MASを中心に取締役研修が推奨され、その育成が図られている。

しかし、こうした上場会社を中心としたガバナンス体制が進む一方で、シンガポールの地場企業では、上場企業においても未だ創業者や家族が支配的株主として所有権をもつことが相対的に多く見られる。その場合家族による経営執行と監査が一般的であり、取締役会長とCEOの職能の分離していない企業が多い現状がある。この点、コードでは取締役会の独立性を高める取締役会長とCEOの職能の分離の実施を強調しているが、シンガポールで主流の企業形態である私会社は、会社代表の権限の分化やコードが推奨するガバナンス構築は課題である。さらに、シンガポール企業構造の特徴として基幹産業を担う政府関連系企業（GLCs, SOEs）や民営化企業が挙げられる。基幹産業を担うこれら企業は、経済における大きな付加価値を生み出し上場している企業も多い。近年、これら企業はシンガポールのガバナンス改革を牽引する役割を果たしてきた。しかしながら、2016年、政府系企業 SingTel を筆頭株主とするシンガポール・ポストで起こっ

30 Lawrence Lee (2016), *Findings on the Singapore Governance & Transparency Index (SGTI)*, CGIO Business School, 3 Aug.. 同スコア構成は取締役責任 (35ポイント)、株主権利 (20ポイント)、ステークホルダーエンゲージメント (10ポイント)、説明責任と監査 (10ポイント)、情報開示と透明性 (25ポイント) の要素となっている。以下、2位シンガポール開発銀行 (DBS)、3位シンガポール証券取引所 (SGX)、4位キャピタランド、5位ケッペル・コーポレーションとなっており、いずれも政府関連企業、もしくは民営化された企業であった。[<http://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/images/CGIO/cgio-scorecard-slides-2016.pdf>]

た CEO の突然の解任が表面化した。同 CEO はメガディール M&A などの経営戦略を高く評価されたていたが、在任期間が 20 年に及ぶ現会長との確執が表面化し、そのガバナンス体制への不信が株式市場に影響を与え 25% 株価が下落した。その後、外部調査によるガバナンス調査が実施されている。

シンガポールでは、取締役会に完全な監督機能を期待しながらも、実質経営の意思決定が行われる執行機関である現状を鑑みた独自のガバナンス・コードが策定されている。このようなソフトローによるガバナンス制度は合理的であるが、今後は政府関連企業においても、固有の企業文化をより考慮しつつも株主主義の原則に則らなければならないであろう。また、それは市場によるコントロールの機能をいかに働かせるかということであり、アクティビスト投資家や機関投資家などの投資家との長期の関係性も重要になってくる。

2016 年、サステナビリティ報告書の作成が任意であるが開始された。これによって利害関係者利益への配慮も射程にのぼるようになってきている。

【参考文献】

- ACRA, *Companies Act (Chapter 50)* [https://www.acra.gov.sg/Legislation/Companies_Act/]
- Asian Development Bank (2014), *ASEAN corporate governance scorecard: Country reports and assessments 2013–2014*.
- Corporate Governance Committee (2007), *Improving the Implementation of Corporate Governance Practices in Singapore* Written by Associate Professor Mak Yuen Teen for MAS (2012), *Response to Recommendations by the 2 May 2012 Corporate Governance Council*, 2 May 2012.
- Corporate Governance Committee (2011) *Report of The Committee and Code of Corporate Governance*.
- CFA Institute (2011), “Director Professionalism — A Review of Director Training Programs in Asia-Pac” 「取締役の専門性 アジア太平洋地域における取締役研修の状況」日本語訳版, 2011.
- C, Chen (2012), Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China, Vol.36, *Northwestern Journal of International Law & Business*.
- CLSA, “CG Watch 2016 Ecosystems matter Asia’s path to better home-grown governance”, September 2016.
- Lawrence Loh et al. (2015), *Corporate Governance Highlights 2015*, CGIO and CPA Australia. November.
- Lawrence Lee (2016), *Findings on the Singapore Governance & Transparency Index (SGTI)*, CGIO Business School, 3 Aug..
- MAS, *Code of Corporate Governance* (2005).
- MAS, *Code of Corporate Governance* (2012).
- Michael Tang, “Singapore corporate governance regime: History and development”, *Listing in Singapore: Corporate governance perspectives*, Lucien Wong (eds), White Page.
- NUS Business School, SGX (2013) *Singapore Board Diversity Report 2013*.
- 上田純子 (2005) 「シンガポールの企業統治と企業法制改革」『東アジアの企業統治と企業法制改革』今泉慎也他編, アジア経済研究所.
- 金融庁 (2012) 「コーポレート・ガバナンス・コード (2012 年 5 月 2 日)」参考資料 5, コーポレート・ガ

バナンス・コードの策定に関する有識者会議（第4回）。

中村みゆき（2004）「シンガポールの政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察－民営化政策による公的支配への影響－」『アジア研究』アジア政経学会，第50巻4号。

中村みゆき（2006）「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス」佐久間信夫編『アジアのコーポレート・ガバナンス』学文社。

林孝宗（2010）「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス－取締役会の機能と独立取締役の役割を中心に－」『社会学論集』vol.16。

PwC（2014）『コーポレート・ガバナンス・コード等に関する海外運用実態調査～英国，フランス，ドイツ，シンガポール，米国～』株式会社東京証券取引所委託調査。