



東アジアのコーポレート・ガバナンス改革 -タイ, 韓国, マレーシアの事例を中心に-

金京, 拓司

(Citation)

神戸大学経済学研究年報, 56:59-76

(Issue Date)

2009

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81001985>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81001985>



東アジアのコーポレート・ガバナンス改革*

—タイ、韓国、マレーシアの事例を中心に—

金京 拓司

1. はじめに

1997-98年のアジア通貨危機によって、東アジア新興国は深刻な不況に陥り、社会的に大きな打撃を被った。アジア危機の原因については、投資家のパニックや危機の伝播などにみられる国際金融市場の不安定性を重視する見方 (Furman and Stiglitz, 1998; Radelet and Sachs, 1998) と、国内の金融・企業システムの脆弱性などアジア経済の構造的問題を重視する見方 (Corsetti et al., 1999; Krugman, 1998; Johnson et al., 2000) の二つに大きく分けられる。後者においては、特に政府・銀行・企業の癒着構造によって特徴づけられる縁故資本主義 (crony capitalism) に根本的な原因があるとされ、その解体と競争原理の貫徹する市場経済への変革のために、金融規制・監督の強化とともにコーポレート・ガバナンスの確立が必要と論じられた。IMF 主導の構造改革は基本的にこの考え方に沿って進められ、コーポレート・ガバナンス改革がその大きな柱の一つに据えられた。

そもそも、コーポレート・ガバナンスとは何であろうか。いわゆる英米型のコーポレート・ガバナンスは、株主価値の最大化を目的として、株主のために企業経営を行うよう経営者を規律付けするルールや手続きを意味する (Shleifer and Vishny, 1997)。その理論的根拠は、いわゆるエージェンシー理論である。すなわち、所有と経営の分離によって、潜在的に利害が対立する株主 (プリンシプル) と経営者 (エージェント) の間に情報の非対称性が存在する場合に、経営者が私的情報を利用して株主には不利益だが経営者に利益となる決定を行う可能性がある。投資家がそうした経営者の背信行為を予測すれば、株式への投資に消極的になるであろう。コーポレート・ガバナンスは、そうしたエージェンシー問題を回避することで、企業の資金調達を円滑にするための仕組みと理解されている。

しかし、アジア企業の多くでは、タイのファミリー企業や韓国の財閥に典型的のように、大株主が経営を実質支配しており、上述したような株主と経営者の分離による利害対立はあまり生じない。Claessens et al. (2000) は、東アジア新興国の上場企業において、支配株主が存在しない企業は少なく、家族所有型企業が大きな比重を占めていることを示している。また、少数の特定家族に企業の所有が集中している実態を明らかにしている。これら家族所有

*本稿は、科学研究費・若手研究 (スタートアップ) (課題番号 21830069) による研究成果の一部である。

型企業の大きな特徴は、創業者とその家族（支配株主）がピラミッド型の株式所有や株式持合いを通じて企業経営を実質支配していることである。その結果、キャッシュフロー権（配当など利益配分権）よりも大きな支配権（実質的な議決権）を保有することが可能となる。こうした場合に、支配株主が株主価値の最大化よりも、自己の利益の拡大やグループ内企業の救済を優先すれば、外部株主（少数株主）の利益を損なう恐れがある。つまり、アジア企業のコーポレート・ガバナンスの問題は、所有と経営の分離による株主と経営者の利害対立というよりも、支配株主のキャッシュフロー権と支配権の乖離による支配株主と少数株主の利害対立から生じると考えられる。IMF主導のコーポレート・ガバナンス改革においても、この点が重視されている。

OECD（経済協力開発機構）は、1999年5月に「コーポレート・ガバナンスの諸原則」（Principles of Corporate Governance）を公表し、いわゆるベスト・プラクティスの国際基準（international standard）を示している。この諸原則は、金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）がとりまとめた「健全な金融システムのための12の基準」（Twelve Key Standards for Sound Financial Systems）にも含まれており、さらに世界銀行が加盟国のコーポレート・ガバナンスの評価を行う際のベンチマークに用いられている¹⁾。但し、この諸原則は、英米型や大陸欧州型などの異なる企業法制・慣行の妥協の産物であったため、文字通り抽象的な原則に止まっている。このため、アジア各国の改革において実際に参考とされたのは、英米のコーポレート・ガバナンスであったとみられる（Walter, 2008, p.78）。

本稿では、危機から10年以上が経過した東アジア新興国において、コーポレート・ガバナンス改革がどのように進展したかを検証したい。特に、IMF支援を受け入れた国のうちタイと韓国、ならびに支援を受け入れずに独自の改革に取り組んだマレーシアの3ヶ国を分析の対象とする。コーポレート・ガバナンス改革にはいくつかの側面があるが、ここではアジア企業にとって特に重要な取締役会の独立性向上や監査委員会の設置などの内部チェック機能の強化と、株主による企業の重要事項に関する決定への参加の確保などの株主利益の保護に焦点をあてる。また、各国とも金融危機の発生に伴って銀行部門の大幅な再編が行われ、所有構造に変化が生じたが、このことが企業のコーポレート・ガバナンスに与えた影響についても簡単に触れたい。

1) この評価は、IMFと世界銀行の共同プログラムであるROSC（Report on the Observance of Standards and Codes）の一環で行われる。なお、金融安定化フォーラムは、2009年4月に金融安定理事会（Financial Stability Board）に改組された。

2. タイ

タイにおいては大企業の中にも、いわゆるファミリー企業（家族所有型企業）が多い。末廣（2006、40頁）によれば、タイ系の大企業においては、個人（大半が華人又は華人系タイ人）が筆頭株主である比重が高く、1988年時点で年間売上高が10億バーツを超える上場企業のうち、上位3大株主が同一家族に所属する企業が3分の1以上を占める。また、そうした企業では、社長の60%、会長の63%が最大株主と同じ家族に所属している。このようにタイ系の大企業では、個人・家族への所有と経営の集中が広範にみられる。そのため英米型のコーポレート・ガバナンスが想定するような内部チェックや少数株主の利益保護が十分に行われることが期待できない。

危機発生直後から、タイ政府は英米型のコーポレート・ガバナンスの確立を目指し、取締役の責任や株主の権利保護の強化を目的とした公開株式会社法及び証券取引法の改正に着手した。しかし国内企業を中心に強い反対にあい、いまだに成立の目途が立っていない。このため、コーポレート・ガバナンスの強化は、主にタイ証券取引所の規則の策定で対応してきたが、それらの多くは上場企業への勧告（recommendation）の形をとり、法律上の義務を伴っていない。

2.1 内部チェック機能の強化

タイ証券取引所は、1998年に上場企業を対象としたコーポレート・ガバナンスの指針（Code of Best Practices for Directors of Listed Companies）を公表した。さらに2002年に諸原則（The Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies）を公表し、上場企業の年次報告書の中でその遵守状況を説明することを求めている²⁾。

この諸原則の中で、取締役会は株主に対して責任を持ち、経営者から独立している必要があるとの原則が示され、さらに社外取締役（independent director）が取締役会の構成員の3分の1以上を占め、かつ3人を下回らないことがベスト・プラクティスとして提示されている。この基準は、後でみるように韓国と比べて緩い。スタンダード＆プアーズ（S&P）がシンガポール国立大学・NUSビジネススクールと共同で行った調査（以下、「S&P共同調査」と略記）によると、SET50インデックスに含まれる50社のうち、社外取締役の割合が3分の1又はそれを下回る企業は58%を占める。しかも、取締役のうち誰が社外取締役であるかの情報を開示している企業は3分の1に過ぎない（Standard & Poor's, 2004, p.4）。また、アジア開発銀行研究所の委嘱でNam and Nam（2004）が実施したアジアの上場企業を対象としたサー

2) 2006年に改訂版を公表。

ベイ調査(以下、「ADBI調査」と略記)の結果では、回答したタイ企業の4割弱で社外取締役(independent directors)の割合が25%を下回っている(Nam and Nam, 2004, p.72)³⁾。

CEO(最高経営責任者)と取締役会長の分離も取締役会の独立性向上にとって重要とみなされているが、この点に関しては、特に規定が設けられていない。S&P共同調査によれば、二つの役職を同一人物が兼務している企業の割合は12%に過ぎない。しかし、分離していると回答した残りの企業において、それぞれの役職を担当する人物の間に何らかの人的関係があるかどうかは明らかにされていない点に注意が必要である(Standard & Poor's, 2004a, p.5)。一般的にタイでは、CEOと会長が別の人物であっても、両者の間に家族関係があることが多い。実際、ADBI調査でもタイ企業の4割において、CEOが創業者又はその家族であるとの結果が示されている(ADBI, 2004, p.51)。また同調査で、経営陣が提案した取締役候補を株主が否決することは「考えられない」と回答した取締役の割合が5割を超え、残りの半数弱も全員が「そうしたことが起きるとしてもめったに起きない」と答えている(同上書, p.67)。

経営の監視強化を目的とした監査委員会の設置についても、2000年から全ての上場企業が求められている。しかも、監査委員会の構成に関する要件は韓国やマレーシアよりも厳しく、全員が社外監査役であることが求められている(Walter, 2008, p.85)。しかし、実態は必ずしも全ての企業が要件を満たしているわけではない。S&P共同調査によれば、全て社外監査役で構成され監査委員会を設置している企業の割合は80%であり、残りの20%はこの要件を満たしていない。しかも後者のうち7割の企業において、監査委員長が社外監査役でない(Standard & Poor's, 2004a, p.9)。また、監査委員会への各委員の出席状況について、情報開示を行っている企業は4%に過ぎず、監査委員会がどの程度機能しているのか正確な実態はわからない(同上書, p.10)。他方、ADBI調査の結果では、35%の企業で監査委員会の社外監査役の割合が50%を下回る(ADBI, 2004, p.73)。

これらの結果から推測できることは、支配株主である個人・家族が取締役会や経営陣を実質的に支配下に置くタイのファミリー企業の実態は、あまり大きく変わっていないということである。

2.2 株主利益の保護

特定の個人・家族へ株式所有が集中するタイ企業において、少数株主の利益を保護するためには、情報開示の充実と株主による企業の重要事項の決定への参加の確保が必要となる。

3) 調査対象企業数は、タイ61社、韓国111社、マレーシア69社、インドネシア66社である。また、アンケート調査に回答した取締役の人数は、タイ169人、韓国214人、マレーシア128人、インドネシア85人である。

前者に関しては、まず監査済みの財務報告書を四半期ごとに公表することが求められている。また、上位10大株主について、その名前を公表するとともに、他人名義の口座 (nominee account) で株式を保有する場合には、その受益者 (beneficiary) も明らかにすることが求められている。これは、タイでは他人名義の口座での株式保有が多く、企業の所有構造の実態把握を困難にしていることに対応した措置である。さらに、少数株主の権利侵害につながりやすい関連当事者との取引 (related-party transaction) について開示が求められている⁴⁾。

しかし形式面での情報開示が強化される一方で、肝心な点が見過ごされているため、その実効性が伴っていないとの指摘がある。例えば、子会社がある企業に対しては、連結財務諸表の開示が求められているが、子会社は親会社の出資比率が50%以上のものと定義されている。しかし親会社が経営を実質的に支配していても、出資比率が50%を下回っている子会社は連結の対象外となってしまう。さらに、他人名義の口座を使って間接的に子会社を所有する場合も対象にならない。このため、親会社の資産を支配株主の関連子会社に安値で転売して利益操作を行うなどの行為に対して、当局や株主の監視を困難にしている (Nikomboriak, 2004, p.224)。

株主の基本的な権利については、概ね認められていると世界銀行は評価している (World Bank, 2005a, p.ii)。しかし、以下に掲げるような点で改善の余地がかなりある。

第一に、株主が臨時株主総会の開催を請求するためには、議決権の20%又は25人以上の株主の合計で議決権の10%が必要であるが、これは韓国の3%、マレーシアの10%の基準に比べて厳しい。また、総会の議題の提案には議決権の3分の1を必要とするが、韓国、マレーシアではそれぞれ1%と5%で足りる。

第二に、現行の株式会社法の規定には抜け穴があり、少数株主による企業の決定への参加は実効性を伴っていない。例えば、株主総会の定足数が足りない場合に、経営者が事後的に議決権代理行使のための委任状を集め、総会での決定を有効にしてしまうことが可能である。あるいは、支配株主がその意向に従う知人・家族・従業員等に株式を一株ずつ譲渡して株主とし、総会に出席させることで定足数を満たすなどの手法が用いられている (Nikomboriak, 2004, p.223)。

第三に、関連当事者との取引は、タイ証券取引所の規則によって株主総会の承認 (75%以上の多数) が求められているが、その一方で公開株式会社法の中には取締役が当該取引を取締役会に報告するとの規定があるに過ぎない。したがって、株主の承認を得ずに関連当事者との取引を行った場合に、公開株式会社法への違反となるかはっきりしない (同上書, p.223)。

第四に、少数株主の権利侵害に対する法的救済の制度も十分に整っていない。集団訴訟に

4) 関連当事者には、取締役と主要株主及びそれらの関係者が含まれる。

については、危機後に法案が準備されたが、いまだに国会での成立の目途が立っていない⁵⁾。また、株主代表訴訟は、既に公開株式会社法に規定があるが、これまでほとんど利用されていない⁶⁾。その原因の一つとして、勝訴による利益は会社に帰属する一方で、裁判の費用負担に関しては規定がなく、誰の負担となるかはっきりしないことがあるようである (World Bank, 2005a, p.10)。

以上のように、情報開示や株主権利の強化に関して、制度面での改善はあるが、必ずしも実効性を伴っていない。これは関係する法律の改正が進まないことに主な原因があるが、そもそもファミリー企業存在を脅かしかねない改革に対する根強い反発がタイ企業の間にあることが、より根本的な問題としてあるのであろう。

3. 韓国

韓国経済において圧倒的な地位を占める財閥は、総帥と呼ばれるオーナーに所有と経営が集中する企業グループである。総帥は系列企業の株式を直接的に又は所有する中核企業を通じて間接的に所有することで、グループ全体を支配する⁷⁾。また経営についても、取締役会に総帥一族が多数入ることや、総帥がCEOと取締役会長を兼務することで支配下に置く (高安雄一, 2005, 88頁)。このように総帥に所有と経営が集中することで、総帥 (支配株主) と少数株主との間で利害対立が生じ得る。例えば、総帥がその支配力を利用して、業績の悪化した系列企業の救済を目的とした系列企業間の取引 (不当内部取引) を行うことで、支援を行う優良企業の外部株主の利益を損なうことが起きる (高安雄一, 2005, 92頁)。

危機を受けて韓国の金大中政権は、財閥改革を最重要課題の一つと位置づけ、1998年1月に企業構造改革の5原則を示した⁸⁾。コーポレート・ガバナンスの確立はこの中に含まれている。

3.1 内部チェック機能の強化

韓国政府は、1999年3月にコーポレート・ガバナンスに関する有識者委員会を設置し、9月に指針 (Code of Best Practice for Corporate Governance) を公表している (Korean Committee

5) 集団訴訟は、一部の少数株主が企業に対して訴訟を提起して賠償を受け取る場合に、他の全ての株主に判決の効力が及ぶことを認める制度。

6) 株主代表訴訟は、企業の取締役が企業に損害を与え賠償責任を負っている場合に、個々の株主が会社に代わって訴訟を提起することを認める制度。

7) 財閥の系列会社同士の相互出資は禁じられているため、循環出資を活用して実質的に株式持合いを行っている (高安雄一, 2005, 85頁)。

8) 5原則とは、①企業経営の透明性の確保 (結合財務諸表の作成)、②相互債務保証の解消、③財務構造の改善 (債務比率の低下)、④主力事業の選択と集中、⑤支配株主と経営陣の責任強化 (コーポレート・ガバナンスの確立) である。1999年8月に追加の三原則が示された (高, 2009, 10頁)。

on Corporate Governance, 1999)。この中で、取締役会の少なくとも25%は社外取締役とすることが勧告された。これは1997年1月から銀行について求められていた50%の基準を下回るより緩やかなものであるが、その後、徐々に基準が強化され、2000年には50%基準が銀行以外の金融機関に拡大され、2001年からは韓国証券取引所に上場する大企業に適用されている(Walter, 2008, p.145)。

これらの制度改革に伴い、韓国企業の社外取締役の割合は増加したが、ADBI調査によれば、社外取締役(independent directors)の割合が50%を下回る企業は依然として8割に上る(Nam and Nam, 2004, p.72)。また、社外取締役であっても経営者の意に沿う関係者が選ばれるケースが多いようである(高, 2009, 14頁; 高安雄一, 2009, 97頁)。これを裏付けるかのようになり、ADBI調査では、経営陣が提案した取締役候補を株主が否決することは「考えられない」と回答した取締役の割合が6割に達する(Nam and Nam, 2004, p.67)。また、CEOと取締役会長が兼務する企業の割合が9割を超え(同上書, p.72)、CEOが創業者又はその家族である割合が6割近くに上る(同上書, p.51)。さらに、社外取締役が取締役会の議題を否決することは、「全くない」又は「めったにない」と回答した取締役の割合が85%に達する(同上書, p.73)。

指針は、監査委員会についても大企業と銀行に設置を求めている。その構成に関しては、委員長を含め3分の2以上を社外監査役とし、少なくとも1人は専門的知識を有する者とすることを求めている。しかし、一般的に韓国企業は監査委員会の設置には消極的なようである。ADBI調査によれば、実に8割弱の企業で監査委員会を設置していない(Nam and Nam, 2004, p.73)。これは同じ調査で、内実はともかく、タイやマレーシアの企業がほぼ100%の割合で監査委員会を設置していることと比べて際立っている。さらに、監査委員会を設置している場合でも、専門的知識の欠如などから、監査責任を十分に果たしていないとの指摘もある(World Bank, 2003, p.14)。

以上から、韓国において、支配株主である総帥が経営を実質支配する財閥の本質は大きく変わっていないことがうかがえる。

3.2 株主利益の保護

危機以前の韓国の会計基準は、タイやマレーシアと比べても国際基準との乖離が大きかった。この状況を改善するため、1998年10月に韓国会計基準委員会(KASB)が設置され、政府から中立の立場で基準設定を行うこととした⁹⁾。KASBは、IFSR(国際財務報告基準)やU.S. GAAP(米国会計基準)とほぼ整合的な基準を設定しており、2011年までに上場企業に

9) 但し、金融監督委員会は、ステークホルダーの利益保護と国際会計基準との整合性確保のため必要があれば基準の改定を求める権限を確保している(Walter, 2008, p.153)。

対してIFSRの採用を義務付けるとしている。

また、企業構造改革の5原則の一つに掲げられた企業経営の透明性確保のため、1999年1月から30大財閥に対して結合財務諸表の公表を義務付けている。連結の対象となるのは、親会社が30%以上の株式を保有するか又は実質支配し、資産規模が70億ウォン以上の国内外全ての系列会社である(高, 2009, 15頁)¹⁰⁾。これは2000年3月を期限とした相互保証の廃止とともに、財閥の透明性向上につながると期待されている。なお、結合財務諸表の公表によって、上位4大財閥で売上高総額に占める内部取引の比率が40%近くに上ることが明らかになった(同上書, 15頁)。

他方、開示基準の質については、改善の余地が大きいとみなされている(World Bank, 2003, p.11)。特に問題となる関連当事者との取引に関して、支配株主が情報開示に消極的であり、監査委員会が設置されている場合でも十分な牽制効果が働いていないようである(Walter, 2008, pp.156-157)。

株主権利の強化については、タイやマレーシアに比べて進んでいる点もある。例えば、臨時株主総会の開催や議題の提案は、各々議決権の3%と1%で足りる。他方で、少数株主の利益保護の観点からは、以下のような問題点が指摘されている。

第一に、取締役選任における累積投票制度の導入は、企業の自主性に委ねられており、定款に適用除外の規定がない場合に限り、株主は累積投票の実施を求めることができるに過ぎない¹¹⁾。このため、累積投票制度の導入は進んでおらず、ADB調査では9割を超える企業で適用除外となっている(Nam and Nam, 2004, p.67)。

第二に、関連当事者との取引は、タイ・マレーシアでは少なくとも形式上は株主の承認が求められているのに対して、韓国では求められておらず、取締役会の決議事項となっている。この結果、財閥ファミリーの中で経営支配権を不透明な形で譲渡するといったことが可能となっている。最近の例では、三星グループの中核企業である三星エバーランドが、取締役会の決議によって転換社債を適正価格よりかなり安値で発行し、グループ前会長の李健熙の長男である李在鎔が取得したケースがある(高, 2009, 176頁)¹²⁾。

第三に、株主の権利侵害の法的救済制度として、株主代表訴訟の規定があるが、費用が嵩むなどの理由であまり利用されていない(Walter, 2008, p.148)。また、集団訴訟制度が2005年から大企業について導入され、2007年からは全ての上場企業に対象を広げた。しかし、財

10) 連結財務諸表は系列企業の所有比率を基準にしており、財閥の全体像がわかりにくい。このため、結合財務諸表は系列企業の実質支配も考慮しており、連結の対象が広い。

11) 累積投票制度とは、株主総会で2名以上の取締役を選任する場合に、株主に与えられた議決権の全部を1人の取締役候補者に投票することや複数の候補者に分けて投票することを認める制度。

12) 裁判では三星エバーランドに損害を与えたとして同社の幹部二人(いずれも元社長)が背任罪に問われたが、無罪となった。

閥のロビー活動の結果、過去の粉飾会計については、自発的に修正すれば金融監督委員会の特別監理を免除することが認められ、集団訴訟の実効性がかなり失われた(高, 2009, 58頁)。

このように、財閥のガバナンス確立に向けた政府の取組みにもかかわらず、依然として財閥の経営は不透明であり、少数株主の保護も不十分なようである。その要因の一つは、危機後の政府主導の産業再編によって、特定分野で上位財閥への市場集中が進んだことである。韓国経済に占める経済力を背景として財閥は政治的影響力を維持し、ファミリービジネスとしての性格の温存を図ったと考えられる。

4. マレーシア

マレーシアは、英国のコモンローの伝統を引き継ぎ、1980年代からの資本市場育成策の中で関連法制度の整備を進めてきたこともあり、アジアの中では英米型に近いコーポレート・ガバナンスが発達しているとみられてきた(Walter, 2009, p.109)。一例をあげれば、危機前に既にマレーシア証券取引所の上場基準として社外取締役や監査委員会の設置が求められていた。

しかし、他の近隣アジア諸国と同様に、家族所有型の企業が多く、株式の持合いやピラミッド支配を通じて所有と経営の集中が図られていた。これに加えて、マレーシアでは国家所有型の企業の比重が大きい。背景には、1971～90年に実施された新経済政策(NEP)の下で本格化したブミプトラ政策(マレー人を中心としたブミプトラの優遇政策)があり、経済格差の是正を目的として一定規模以上の企業の株式についてはブミプトラが30%以上の株式を保有する目標が設定された。この達成を支援するため国営・公企業が相次いで設立され、その民営化や各種事業の許認可権の配分を通じてブミプトラの株式保有と事業進出を後押しした。しかし、この過程で生まれたレントの獲得を巡って、与党連合の中心であるUMNO(統一マレー人民組織)とその支持者(マレー人のみならず、華人・インド人企業家も含まれる)の癒着が深まっていく(Gomez, 2004, pp.124-126)。

マレーシアは、危機発生直後から、銀行の不良債権処理と再編と並行して、コーポレート・ガバナンスの強化に取り組み、内外投資家の信頼の回復に努めている。1998年3月に財務省はハイレベル金融委員会を設置し、1999年2月にコーポレート・ガバナンスの諸原則とベストプラクティスに関する提言をとりまとめた。これを受けて証券委員会が指針(Malaysian Code on Corporate Governance)を2000年3月に公表している¹³⁾。この指針は強制力を持たないが、マレーシア証券取引所に上場する企業はその年次報告書の中で遵守状況を説明することが求められている。また、指針の内容は上場基準にも反映されている。

13) 2007年に改訂版を公表。

4.1 内部チェック機能の強化

取締役会の構成については、上場基準の中で、社外取締役の人数を3分の1以上又は2人以上とすることが求められている。S&P共同調査によれば、KLCI(クアラルンプール・コンボジット・インデックス)に含まれる上位50社のうち、社外取締役の割合が3分の1を上回っている企業が68%を占め、同調査におけるタイの結果に比べて高い。しかも、全ての企業において取締役の名簿と誰が社外取締役であるかの情報を開示している。しかし、韓国の基準である50%以上を満たしている企業は18%に過ぎない(Standard & Poor's, 2004b, p.8)。ADBI調査でも、社外取締役(independent directors)の割合が50%又はそれを上回る企業は3割弱に止まる(Nam and Nam, 2004, p.72)。

CEOと取締役会長の分離については、指針のベストプラクティスにおいて、分離しない場合には理由を明らかにすることが求められている。これを反映して、S&P共同調査によればCEOと会長を同一人物が兼務している企業の割合は6%に過ぎない。しかし、タイのケースと同様に、残りの企業についてCEOと会長の間に何らかの人的関係があるかどうかは開示されていない(Standard & Poor's, 2004b, p.9)。ADBI調査によれば、CEOが創業者又はその家族である企業の割合は3割を超えており、韓国の6割弱及びタイの4割は下回っているが、比較的高い水準である(Nam and Nam, 2004, p.51)。また、経営陣が提案した取締役候補を株主が否決することについても「考えられない」と回答した取締役の割合が4割を超える(同じ回答をした取締役の割合は韓国が6割でタイが5割)(Nam and Nam, 2004, p.67)。これらの結果から、家族・国家所有型の企業が多いマレーシアでは、制度面での改善がみられるものの、引き続き支配株主が取締役の選定に強い影響力を行使しているとみられる。

監査委員会の構成については、マレーシア証券取引所の上場基準の中で、過半数を社外監査役とし、少なくとも1人は専門的知識を有する者を含めることを求めている。S&P共同調査によれば、90%の企業で社外監査役が過半数を占め、全ての企業で監査委員長に社外監査役をあてており、マレーシア企業の遵守状況は良い(Standard & Poor's, 2004b, p.14)。また、ADBI調査でも8割以上の企業において社外監査役の割合が50%又はそれを超える(ADBI, 2004, p.73)。

指名委員会と報酬委員会については設置を求められていないが、S&P共同調査では、84%の企業が指名委員会を設置しており、このうち4分の3で社外委員が過半数を占める(Standard & Poor's, 2004b, p.11)。また、報酬委員会についても、82%の企業が設置をしており、社外委員が過半数を占めるものがその54%占める(同上書, p.12)。このように、多くの上場企業で、独立性の高い各種委員会が設置されている。但し、その実効性については、信頼できるデータがないこともあり、検証は困難であるとの指摘もある(Walter, 2008, p.115)。

4.2 株主利益の保護

マレーシアの会計基準は基本的にIFSRに沿っており、2012年までに両者の完全な収斂を目指している。また、関連当事者との取引や他人名義の株式保有口座についても情報開示が求められており、企業の遵守状況も良いようである(Walter, 2008, p.116)。

世界銀行は、株主の基本的な権利は認められていると評価している(World Bank, 2005b, p.2)。例えば、臨時株主総会開催の請求や議題の提案は、各々議決権の10%と5%あれば可能であり、取締役の解任も投票権の50%で可能である。また、関連当事者との取引については株主の承認(50%以上の多数)を必要としている。しかし、少数株主の利益の実質的な保護という点で、以下の問題が指摘されている。

第一に、マレーシア企業では支配株主への集中度が高く、取締役の解任や関連当事者取引の承認に必要な議決権の50%の基準では少数株主の保護には十分ではない可能性がある(Walter, 2008, p.115)。また、取締役の解任に関して累積投票の規定がない。

第二に、株主代表訴訟の規定はあるが、取締役による義務違反行為を一部の株主が是認した場合に他の株主の訴訟提起の権利を否定するかどうか不明確であり、実際に大多数の株主が是認した場合に裁判所が申し立てを却下することが頻繁に起きている(World Bank, 2005b, p.7)。また、集団訴訟の規定もない。

第三に、政治的な配慮から、恣意的な規制の運用が行われる余地がある。こうした恣意性は、危機後のプミプトラ系企業に対する救済の過程で顕著になった。例えば、UMNO系の企業で国内最大のコングロマリットであるレノン社(Renong Bhd)が、危機後に巨額の債務を抱えて経営が悪化した際に、政府はその破綻を回避するため、同社の子会社UEM(United Engineers Malaysia)による救済買収を支援した。しかし、買収にあたって必要となる情報開示、株式公開買付け、株主の承認などの手続きは行われなかった。なお、このときUEMの株価は大幅に下落し、一般株主が損失を被っている。結局、政府は2001年に国营投資会社(カザフ・ナショナル)を通じて、レノン・グループを買収している(小野沢, 2001, 23頁; Walter, 2008, p.117)。

規制の恣意的な運用を可能にしている要因の一つに、法執行機関である証券委員会に完全な独立性が与えられていないことがある。同委員会は、運営面で広範な独立性を与えられているが、その委員と委員長任命・解任権は財務大臣に帰属するなど、完全な政治的中立性が保証されているかはっきりしない(World Bank, 2005b, pp.12-13; Walter, 2008, p.116)。

このように、マレーシアにおいては、情報開示や株主権利の保護について、国際基準に沿った法制度・基準の整備が行われ、総じて企業の遵守状況も良いとみられる。しかし、プミプトラ政策の下で長年にわたって培われた政府と企業の癒着構造の中で、状況に応じて政治的利害が優先し、制度の公平な適用が妨げられることが起き得る。これはコーポレート・ガバナンスのあり方には止まらない、マレーシアの政治的枠組みにかかわるより根源的な問

題であるだけに、その変革は容易ではないと想像される。

5. 銀行再編の影響

タイ、韓国、マレーシアのいずれにおいても、危機発生で深刻化した不良債権問題への対応を通じて銀行再編が進み、所有構造にも変化が生じた。

タイは、銀行部門の不良債権比率が1998年に40%を超えるなど3カ国の中で最も不良債権問題が深刻であった。タイ政府は、経営破綻していた金融会社 (finance company) の整理を進めるため金融再建庁 (FRA) を設立し、91社のうち56社を閉鎖した。これに伴い、優良資産は新設の国営銀行 (ラタナシン銀行) に移管し、不良資産は公的資産管理会社 (AMC) を設立して処理を促進した。金融会社に比べ、商業銀行への政府の介入は抑制的であった。経営破綻が明らかであった地場銀行については国有化を行ったが、基本的な方針は厳格な資産分類基準や自己資本規制を適用して自助努力による経営再建を促し、自力増資が困難な場合に限って公的資金の資本投入を認めるというものであった (末廣, 2006, 268 頁)。また、2001年に公的資産管理会社 (TAMC) が設立されるまで、個々の銀行による私的資産管理会社の設立の支援に止まり、不良債権問題の解決を遅らせる結果となった (高安健一, 2005, 169 頁)、他方、銀行の外資買収の道を開くため、外国資本の出資規制を期限付きで撤廃した。

表1 不良債権比率及び自己資本比率の推移

(単位：%)

		1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
不良債権比率	インドネシア	48.6	32.9	34.4	31.9	24.0	19.4	14.3	14.8	13.2	9.3
	韓国	7.4	8.3	8.9	3.4	2.4	2.6	1.9	1.2	0.8	0.7
	マレーシア	18.6	16.6	15.4	17.8	15.9	13.9	11.7	9.6	8.5	6.6
	フィリピン	11.0	12.7	24.0	27.7	26.5	16.1	14.4	10.3	7.5	5.8
	タイ	42.9	38.6	17.7	11.5	15.7	13.5	11.9	9.1	8.1	7.9
自己資本比率	インドネシア	-12.9	-4.1	6.0	5.2	8.8	9.6	10.8	10.2	10.7	10.0
	韓国	2.8	3.9	4.6	4.9	7.2	7.0	8.0	9.3	9.2	9.0
	マレーシア	8.9	8.9	8.5	8.3	8.7	8.5	8.2	7.7	7.6	7.5
	フィリピン	14.8	16.0	13.6	13.6	13.4	13.1	12.5	11.8	11.7	11.7
	タイ	4.8	5.5	7.5	8.9	6.1	7.4	8.0	8.9	8.9	9.5

出所：IMF, *Global Financial Stability Report* (各年版)

銀行再編の結果、中下位の地場銀行については外資売却や国営銀行との統合が行われ、上位行についても、家族所有の形態は維持されたが、株式の家族保有比率は10%未満に大きく低下した。これに代わって、経営権を持たない外国人投資家や少数株主の保有比率が非常

に高くなった(末廣, 2006, 248頁)。これらの変化を通じて、上位10行の所有比率は、国が1997-99年平均の1.3%から2004年には29.3%に上昇し、外国人投資家も8.1%から11.7%に上昇した(Gosh, 2006, p.64)。なお、銀行部門の不良債権比率は2005年に一桁台まで低下し、2007年は7.9%となった。

韓国では、1997年からの財閥破綻と1998年の不況で銀行の不良債権が急増し、さらに1999年のV字回復期以降も巨額の新規発生が続いた(高安雄一, 2005, 17頁)。政府は1998年1月に経営危機に陥っていた市中銀行2行(第一・ソウル)を国有化し、翌月に金大中政権が発足すると、金融監督体制の一元化を行うため金融監督委員会を設立し、政府主導による金融改革に着手した。経営破綻に陥っていた総合金融会社16社は閉鎖し、銀行のうち自己資本比率が8%を下回る12行のうち、金融監督委員会が自力再生不可能と判断した5行は健全行に吸収合併した。また、残り7行については合併・外資導入・増資のいずれかによる再建を促した。

これらと並行して、政府は多額の公的資金を投入し、資本増強や合併を支援するとともに、公的資産管理会社(KAMCO)による不良債権の買取りを行った¹⁴⁾。不良債権処理は、危機に見舞われた他の国に比べて速いペースで進み、不良債権比率は2001年に3%台まで低下した。さらに、2000年に金融持株会社法が制定され、2005年までに3つの金融持株会社(ウリィ・新韓・ハナ)が設立され、自力再建が困難な銀行が傘下に入った。

これらの結果、16行あった市中銀行が7グループに集約された。これに伴い、所有構造も大きく変化し、上位10行における外国人投資家の所有比率が、1997-99年平均の12.2%から2004年には21.3%に大幅上昇している(Gosh, 2006, p.64)。

マレーシアでは、株価と不動産価格の下落で銀行の不良債権が増加した¹⁵⁾。しかし、銀行の対外借入れは規制で抑制されており、海外からの資本流入は主に株式市場を経由していたため、銀行のバランスシート悪化は、他国に比べて深刻ではなかった。1998年の時点で銀行部門の不良債権比率は18%を超えていたが、自己資本比率は8%を上回っていた。

マレーシア政府は、不良債権処理を促進するため、公的な資本注入機関(ダナモダル)と資産管理会社(ダナハルタ)を設立した。また、タイや韓国の対応とは異なり、金融機関の閉鎖は行わずにその経営基盤を強化するため、銀行を中心に金融機関を再編した。当初、マレーシア中央銀行は、6つの中核銀行(アンカー銀行)を軸に集約することを試みたが、恣意的な選別に銀行界の反発が強く、結局は自己資本の最低基準を示しつつ、合併相手の選択は

14) 公的資金は2002年までに総額159兆ウォン(名目GDPの30%近くに相当)が投入された(高安雄一, 2005, 36頁)。

15) 不良債権問題は、特にブミプトラ銀行やサイム銀行などブミプトラ系銀行に集中していた。これらの銀行は、UMNO関係者に多額の株式購入資金を融資し、危機後の株価暴落でそれらが焦げ付いた(小野沢, 2001, 22頁)。

銀行の自主性に委ねる対応とした。この結果、2001年頃までに金融機関が銀行を中心に10グループに再編された。

危機後もマレーシア政府は外資規制を維持し、外国資本による国内銀行の経営支配を認めなかった¹⁶⁾。このため、アンカー銀行の基本的な所有構造は変わっていない(Lum and Koh, 2006, p.258)。しかしそれでも、上位10行における外国投資家の所有比率は、1997-99年平均の15.9%から2004年には26.2%に上昇する一方で、国の所有比率は10.9%から3.5%に低下しており、変化がみられる(Gosh, 2006, p.64)。なお、不良債権比率は、2001年に景気減速や資産分類基準の厳格化などの影響で一時的に上昇するが、その後着実に低下しており、2007年は6.6%となった。

こうした銀行部門における再編と所有構造の変化は、コーポレート・ガバナンスの改善に結びついているのであろうか。一般的に、外資系銀行は政府の改革に協力的であり、銀行部門のコーポレート・ガバナンスの向上に貢献をしている(Walter, 2008, p.172)。しかし、タイの家族所有型の上位地場銀行においては、依然として支配株主が取締役会のメンバーとなり、CEO又は会長のポストを占めるなど、経営に一定の影響力を残している(Polsiri and Wiwattanakantang, 2006, p.352)。また、マレーシアでは外資規制が維持されたこともあり、アンカー銀行10行のうち、政府系機関が所有する銀行が4行、家族所有型の銀行が4行を占め、不特定多数の株主が所有する銀行はわずか2行に止まっている(Lum and Koh, 2006, p.257)。これら政府系・家族所有型銀行のコーポレート・ガバナンスは本質的に大きく変わっていないとみられる。さらに、外資系銀行の多くは、個人向け業務に重点を置いていたこともあり、融資を通じて国内企業の経営を監視し、コーポレート・ガバナンスの改善を促すモニタリング機能を十分に果たしていない。

また、金融監督体制に関しても、韓国では金融監督委員会が新設されるなど抜本的な改革が行われたが、タイ・マレーシアではあまり変化がなかった。タイにおいては、監督を担う中央銀行の独立性を強め、金融監督の一元化を行うための法改正の準備が進められたが、いまだに国会で成立していない。他方、マレーシアでは以前から中央銀行に監督権限が統合されていたが、政治的な独立性が十分に確保されていないという問題があり、危機後もこの点は改善がみられない。さらに、韓国の金融監督委員会に関しても、その独立性にかかわらず政府による人事介入が行われていることや、大宇やハイニックスなどの財閥企業の救済のため、金融規制の恣意的な運用や銀行に対する融資継続の圧力があったことなどが指摘されている(Walter, 2008, pp.133-135)。このように、金融監督の基本的な枠組みが変わらない状況下では、外資系銀行の比重の高まりによって、地場銀行や国内企業のコーポレート・ガバナ

16) もっとも、マレーシアでは危機前から現地法人を通じた外国銀行のプレゼンスが比較的高かった(Hamilton-Hart, 2002, p.54)。

ンスの改善が促される効果は限定的であったと考えられる。

6. おわりに

本稿では、タイ、韓国、マレーシアの3ヶ国について、アジア危機後のコーポレート・ガバナンス改革の進展について検証を行った。3ヶ国に共通することは、表面上のコーポレート・ガバナンスの改善と実態の間に大きな乖離がみられることである。いずれの国も英米型のコーポレート・ガバナンスの確立を志向し、国際基準に沿った諸原則や指針を設定して、企業に遵守を求めた。しかし、その実施を担保する法整備に関しては国の間で開きがあり、企業の遵守にもバラツキがみられる。他方で、コーポレート・ガバナンスの実質的な改革があまり進展しなかったにもかかわらず、各国とも不況から脱却し、成長軌道に復帰している。このことは、東アジア新興国におけるコーポレート・ガバナンスの欠如が不透明性を高め、対外的なショックへの脆弱性を強めた側面があるものの、危機の直接的な原因では必ずしもない可能性を示唆する。

それでは、こうした改革の帰趨を左右した要因は何であったのであろうか。一つには、各国政府のコーポレート・ガバナンス改革へのコミットメントが、内外投資家の信頼を回復するためのレトリックとしての色彩が強く、経済状況の改善とともに改革のモメンタムが低下した可能性が考えられる。確かに、韓国の金大中政権が財閥改革を経済民主化の鍵と考え、真剣に取り組んだことは間違いないであろう。しかし、財閥が韓国経済の成長と雇用の多くを担っている現状では、財閥の基盤を揺るがしかねない改革の断行には自ずと限界があったのではないか。

また、タイやマレーシアの家族所有型企业にとって、コーポレート・ガバナンス改革はファミリー支配を脅かす以外の何ものでもなかったのであろう。コーポレート・ガバナンスの確立によって資本市場からの円滑な資金調達が可能となることが期待されるが、これらアジア企業は資金調達の多くを内部留保や銀行借入で賄っているため、改革のメリットをあまり感じていなかったとみられる。

マレーシア政府は資本市場育成やコーポレート・ガバナンス改革に積極的であったが、もともとプミプトラ政策の一環として推進してきたものである。したがって、その本来の趣旨と矛盾する場合やUMNOを中心とした政治体制の動揺につながりかねない事態に対しては、政治的利害がコーポレート・ガバナンス改革に優先することは想像に難くない。

このように、アジアにおけるコーポレート・ガバナンス改革の停滞は、その政治経済システムに潜む強い慣性と継続性の現われと考えることができる。問題となるのは、そうした慣性・継続性が各国の経済発展にもたらす弊害である。コーポレート・ガバナンス改革の停滞が資

本市場の育成を妨げる要因となることは否定できない。特に、家族所有型の企業グループで支配株主が自己の利益を優先し、企業価値を損なえば外部投資家を遠ざける結果になるであろう。しかし、企業グループの存在そのものに問題があるわけではない。家族所有型の企業グループはアジアのみならず新興国に広く存在し、むしろその成長が国の経済発展の原動力となることが多い。その理由として、Khanna and Palepu (1997) は新興国における制度の欠如と企業グループの補完的役割を指摘する。すなわち、制度やインフラの不備で未発達な各種市場に代わって、企業グループがその中で人材育成・資金配分を効率的に行っていると論じる。

そもそも、企業が株式市場からの資金調達への依存を深めることが新興国の経済発展に望ましい影響を及ぼすとは限らない。ケインズが一般理論の中で美人投票の喩えを用いて論じたように、株式市場の価格形成は市場心理に大きく左右され、企業のファンダメンタルズを必ずしも正しく反映しない。これは投資家による短期的なリターンの追及を反映したものととも考えられる。そうした状況下では、市場が期待する短期的な利益目標を達成するため、経営者は短期的な利益の追求を優先し、長期的な投資を犠牲にしかねない (Singh, 2003, p.390)。しかし、新興国はキャッチアップの過程で、工業化のために多額の長期性資金を必要とする¹⁷⁾。株式市場がそうした長期性資金を安定的に供給せず、企業に短期的利益追求のバイアスを与えるならば、社会的なコストは大きいと言えよう。

もっとも、韓国の財閥企業の中には、ハイニックス、LG フィリップス LCD、ポスコのようにコーポレート・ガバナンスの改善を積極的に行い、市場で高い評価をされている企業もある。こうした取組みは、世界市場でのブランド・イメージの向上や安いコストでの資金調達を重視する経営戦略の反映であろう。結局、コーポレート・ガバナンスの問題にどう向き合うかは、個々の企業が置かれている政治的・制度的状況やその経営戦略に依存すると考えられる。今後、東アジア新興国におけるコーポレート・ガバナンス改革がどのような進展をみせるかは、そうした個々の企業の選択に大きく左右されるのではないか。

参考文献

- Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1999), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis," *Japan and the World Economy*, 11 (3), pp.305-373.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L.H.P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-112.
- Furman, J. and Stiglitz, J.E. (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.1-114.
- Gomez, E.T. (2004), "Paradoxes of Governance: Ownership and Control of Corporate Malaysia," in Ferdinand, A.G. and Tsui, J.S.L. eds., *The Governance of East Asian Corporations: Post Asian Financial Crisis*,

17) 後発国の工業化における長期資金の必要性とアジアの経験については、寺西・福田 (2007) 及び奥田・三重野 (2008) を参照。

- Houndmills and New York: Palgrave Macmillan.
- Gosh, S.R. (2006), *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, Washington, DC: World Bank.
- Hamilton-Hart, N. (2002), *Asian States, Asian Bankers: Central Banking in Southeast Asia*, Ithaca: Cornell University Press.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E. (2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 58, pp.141-186.
- Khanna, T. and Palepu, K. (1997), "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets," *Harvard Business Review*, 75 (4), pp.41-51.
- Krugman, P. (1998), "What Happened to Asia?," Available from: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.
- Lum, C.S. and Koh, T.N. (2006), "Corporate Governance of Banks in Malaysia," in Nam, S-W. and Lum, C.S. eds., *Corporate Governance of Banks in Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*, Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Nam, S-W. and Nam, I.C. (2004), *Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*, Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Nikomborirak, D. (2004), "Problems of Corporate Governance Reform in Thailand," in Ferdinand, A.G. and Tsui, J.S.L. eds., *The Governance of East Asian Corporations: Post Asian Financial Crisis*, Houndmills and New York: Palgrave Macmillan.
- Polsiri, P. and Wiwattanakantang, Y. (2006), "Corporate Governance of Banks in Thailand," in Nam, S-W. and Lum, C.S. eds., *Corporate Governance of Banks in Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*, Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Radelet, S. and Sachs, J. (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.1-74.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Singh, A. (2003), "The New International Financial Architecture, Corporate Governance and Competition in Emerging Markets: Empirical Anomalies and Policy Issues," in Chang, H-J. ed., *Rethinking Development Economics*, London and New York: Anthem Press.
- Standard & Poor's. (2004a), "Corporate Governance Disclosures in Thailand: A Study of SET50 Companies," A Joint Study by S&P and Corporate Governance and Financial Reporting Centre, NUS Business School, National University of Singapore.
- Standard & Poor's. (2004b), "Corporate Governance Disclosures in Malaysia," A Joint Study by S&P and Corporate Governance and Financial Reporting Centre, NUS Business School, National University of Singapore.
- Walter, A. (2008), *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*, Ithaca: Cornell University Press.
- World Bank. (2003), *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment, Republic of Korea*, Washington, DC: World Bank.
- World Bank. (2005a), *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment, Thailand*, Washington, DC: World Bank.
- World Bank. (2005b), *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment, Malaysia*, Washington, DC: World Bank.
- 奥田英信・三重野文晴 (2008) 「東南アジアの金融発展：共通性・多様性と東北アジアとの対比」, 寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム (東南アジア編)』, 東洋経済新報社。
- 小野沢純 (2001) 「転機に立つマレーシアのUMNO系プミプトラ企業群」『国際貿易と投資』45号, pp.20-23。
- 高龍秀 (2009) 『韓国の企業・金融改革』東洋経済新報社。
- 末廣昭 (2006) 『ファミリービジネス論』名古屋大学出版会。
- 高安健一 (2005) 『アジア金融再生』勁草書房。
- 高安雄一 (2005) 『韓国の構造改革』NTT出版。
- 寺西重郎・福田慎一 (2007) 「経済発展と長期資金」, 寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム (東北アジア編)』, 東洋経済新報社。

Summary

CORPORATE GOVERNANCE REFORMS IN THAILAND, KOREA, AND MALAYSIA

TAKUJI KINKYO

This study examines the progress of corporate governance reforms in Thailand, Korea, and Malaysia over the past decade. Corporate governance was the focus of the structural reforms led by the IMF after the financial crisis of 1997-98. The study shows that despite strong international pressure, the progress of corporate governance reforms has been slow and some of the key institutional changes have been ineffective due to weak enforcement. The rather disappointing outcome seems to reflect the diminished momentum for fundamental reforms and the strong resistance of domestic firms controlled by family owners. Overall, there appears to be a strong inertia and continuity in the corporate systems of these three countries.