



日本取引所グループ
ロンドン駐在員事務所
トークリー紀子

—連載（第14回）—

VWの排ガス不正問題、ドイツ企業のガバナンス体制にも注目集める

■ 1. はじめに

フォルクスワーゲン（VW）の排ガス不正問題は、ドイツ企業の特有なコーポレートガバナンス体制に注目を集めている。同社は昨年秋、排ガス不正に絡むリコールコストを約67億ユーロ計上したため、15年来初めての四半期赤字を計上した。この決算発表と合わせ、不正発覚後に就任したMatthias Muller CEOは異例の投資家向け電話会議を行い、その場で再発防止のための組織改革を約束したのだ。

VWでは、独裁的な企業文化が不正の温床になったとの批判がある中で、組織の改革は必然と見られている。ただこれに加え、ドイツ企業のガバナンス体制を根本的に見直す必要があるとの声も聞かれている。本稿では、VWの企業統治体制に加え、ドイツのコーポレートガバナンスの仕組みを考察してみたい。

■ 2. VWのガバナンス体制

VWでは、不正発覚を受けてMartin Winterkorn CEOが辞任し、その後任にVWの子会社であるPorscheのCEOであったMuller氏が就任した。この任命が短期期間で、しかもグループ内で実施されたことで、“ボードルームポリティクス”（取締役間の駆け引き）があったのではないかと批判を浴びた。また、昨年4月から空席となっていた会長職にも10月、グループ内金融子会社の会長（Hans Dieter Potsch氏）が就いた。

こうしてVWが内部者を任命したのに対し、2006年に贈賄スキャンダルが発覚した同じくドイツ企業のSiemensでは、外部から会長とCEOを抜擢したという。これは創立150年来初めての試みだったとのことだ。

VWについては、特殊な株主構成とガバナンス体制がこの駆け引きの根底にあると言われ、これがにわかに注目を浴びることになっ

た。

ドイツの企業は、2ボード制（2階層システムとも言う）の下で、CEOの率いる取締役会（Management Board、事業の執行を担当）と、最高意志決定機関である監査役会（Supervisory Board、経営の監督役）を設けているが、VWにおいては、この監査役会のメンバー構成が問題だと指摘された。2ボード制の仕組みについては以下で詳しく述べるが、まずは今回問題視されたVWの監査役会の構成を以下で見してみる。

■ 3. VWの監査役会と株主構成

ドイツのコーポレートガバナンスは、“共同決定制度”がその大前提となっている。つまり、従業員と株主の代表が経営に係わる決断を共同で下すということだが、これに基づき監査役会には、従業員（労働組合代表者）が参画することが求められている。また従業員2,000人以上の企業は、監査役会を20人で構成する必要がある、その内訳は、株主代表と従業員代表で10人ずつとすることが定められている。

VWの監査役会の株主代表を選出する基となる株主構造は次のとおりだ。

VWはそもそも、ヒトラーに米国のフォード車に似た“庶民の車”（フォルクスワーゲン）を作ることを委託された自動車メーカーだ。その創業者はFerdinand Porsche氏であり、VWは今日でもPorsche家とPorsche氏の分家

であるPiech家の二大ファミリーが株式の51%を保有している。

さらに、VWは1960年代に民営化され政府の出資がなくなったが、本社および主要工場のあるニーダーザクセン州が株式の20%を握り、カタール投資庁が17%を持っている。この出資構造を反映して、監査役会の5人は、Porsche家およびPiech家出身の人物、2人はニーダーザクセン州の代表（この場合は州首相と労働大臣）、さらに2人はカタール投資庁の代表、となっている。こうして、筆頭株主のPiech家とPorsche家に支配されているわけだが、この構成が独立性を欠いているというのだ。

なおドイツではコーポレートガバナンスコードで、原則的に1株＝1議決権と定められており、優先株や多議決権種類株は存在しないため、保有率はそのまま議決権の強さを反映する。

さて、上記の両家は長らくお家騒動を抱えてきた。MSCIは、企業のガバナンスランキングを算出しているが、VWのスコアは、今回の排ガス不正問題の発覚する以前の2014年から28%であり、世界の他の企業より72%劣っているとの結果が出ていたという。MSCIによるとその理由は、「経営およびボードにおける混乱」が問題だったという。特に、排ガス問題の発覚する前から、（この問題を受けて今回辞任した）Winterkorn前CEOとFerdinand Piech前会長の対立が問題視されていたという。Piech前会長は、昨年4月に



辞任したが、2012年には、妻で保育園の元先生であったUrsula Piech氏を監査役会に任命するなど、職権を乱用していたという。

なお、かつてVWの監査役会は、ドイツのコーポレートガバナンスコードの執筆者の一人であるGerhard Cromme氏（元ThyssenKrupp会長）もメンバーに抱えていたが、同氏はPiech前会長が労働組合の票を悪用しようとしたことをめぐり2006年に辞任したといういきさつもあった。

■ 4. ドイツ企業のガバナンス体制

ドイツにおけるガバナンス体制はそもそもどうなっているのか。ドイツでは、1990年代後半以降の世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流に乗って、2002年にガバナンスコードが制定された。同コードは、英国のコードと同様、comply or explainの原理に基づく遵守が求められており、現行のコードは、数回の改正を経て昨年5月に発効したものだ。

2002年以降、ドイツ企業をとりまく環境や企業のガバナンスに関する意識そのものは変革し、加えて、以前は株式保有や監査役派遣などを通じて金融機関が企業のガバナンスに大きな影響を与えていたが、最近では外国人を中心とした機関投資家の影響力が増大しているという。

しかしガバナンス環境が変遷する中で、ド

イツ特有の従業員代表が経営に参画する上述の共同決定制度、またそれを支えている2ボード制のシステムは、そのまま維持されてきた。

ドイツの共同決定制度については、かつてから特に海外の機関投資家により「他国のガバナンスシステムに比べて株主の位置づけが低い」と批判を受けてきたという。このため2005年には、Schroder政権の下で、共同決定現代化委員会が設置され、共同決定制度の要否について検討したという。しかしこの結果「抜本的な変更が必要だとの根拠は存在しない」との判断に至り、今日まで維持されているという。

共同決定制度は、労使協調的な経営だとの捉え方もでき、この観点から、ドイツ企業の持続的な成長を支えてきた、との見方もできる。しかし今回のVWの事件では、監査役会の歪んだ中身が明るみに出たうえ、監査役会におけるダイバーシティの欠如が、問題を早急に摘発できず、それどころか状況を悪化させた原因の一つだと見られた。この点にからみ、2015年の最新のコードの5条4項では、取締役会ならびに監査役会は、女性の登用を含めダイバーシティを考慮して構成することを求めている。女性の登用については、昨年の会社法の改正により、2016年1月より、監査役会の30%は女性とすることを求めている。

なお取締役会については、女性の人数は特定せず、ガバナンスコードで、「ダイバーシ



ティに考慮すること」を求めており、「取締役会以下の経営レベル（シニアマネジメントレベル）における女性登用ターゲットを（各社で）定めること」と規定している。この点、VWにはこれまで取締役会に女性がいなかったが、排ガス不正事件を受けて、Integrity and Legal Affairs担当の取締役ポストを新たに作成し、Christine Hohmann-Dennhardt氏という女性を任命した。皮肉にも、彼女は競合会社Daimlerからの抜擢だった。

■ 5. VWの独立性欠如

上記のダイバーシティ促進に加え、ガバナンスコードの5条4項の2では、監査役会の独立性について規定しており、「監査役会のメンバーは、以下の場合に独立だとは見做さない。つまり、そのメンバーが当該企業やその経営陣、あるいは支配株主（やその経営するビジネス）と利益相反を及ぼすような個人的あるいはビジネス関係を維持している場合」としている。なお独立性のある監査役メンバーの人数については、「当該企業が適切だと思う人数」としているのみで、数値は規定していない。

これについてVWでは、2014年のアニュアルレポートに添付したコーポレートガバナンスレポートで、監査役会のうち「株主代表の4人が独立であることを定めている」とし、「この基準を満たしている」と述べている。しかし機関投資家などのガバナンス担当者に

よると、20人いるメンバーのうち17人がドイツ人であり、真に独立的な声はスウェーデンのSEB銀のAnnika Falkengren CEOのみだという。これについて、Hermes Equity Ownership ServicesのHans Hirt氏は、「（ニーダーザクセン州の）政治家が2人も必要か？ Porsche家とPiech家の代表が4人も5人も必要か？ より経験のある人を採用できないのか」とFTに対して語っている。

5条4項の2ではまた、監査役会における当該企業の執行取締役出身者は2名までに制限するとともに、退任後2年間は監査役就任を禁じることも定めている。しかし後者については、議決権25%以上を保有する株主によって（監査役候補が）提案された場合には、これは許可されるものとしている。VWの場合は、株主構成からしてこれが許可されてしまう。

さらにVWでは、Porsche家/Piech家が監査役会を牛耳っているとしても、監査役会の「従業員代表者10人には、チェック機能が働いていないのか」との疑問が残る。これについては、VWの従業員代表と支配家族系の監査役との間に“ファウスト契約”が存在する、との見方が出ている。ドイツ人ヨハン・ファウストによる長編戯曲「ファウスト」のシナリオに例えられた言い方だが、労働者が悪魔（この場合は支配家族系の監査役）と契約を交わし、魂を売る格好となっているという。つまり、VWの労働者代表は雇用の保護などを約束される半面、他の議題において支配家

族系の監査役に支持票を投じているというのだ。これではチェック機能が働かないわけだ。

■ 6. 将来に向けた抜本的な改革

上記のような状況を受けて、ドイツのCorporate Governance CommissionのChristian Strenger氏は、VWでは監査役会のコントロールメカニズムが機能していなく、改変する必要がある、と話している。「(VWが)信用を取り戻すためには、株主代表10人のうち5人が新しい人材に入れ代わらなければならない。ノーマルな状態に戻るためには、それが大前提だ」と述べている。また同様の声が、VWの株主でありドイツで第3位のアセットマネジャーであるUnion Investmentからも聞かれている。同社のシニアポートフォリオマネジャーであるIngo Speich氏は、「市場の信頼を取り戻すためには、取締役会も監査役会も新しい人材とするべきだ」と述べ、Muller CEOの辞任を求めた。VWの株主(0.5%保有)が同社のガバナンスについて述べたものとしては、これまでで一番批判的なコメントだという。VWの株価は、不正発覚当時から3割以上下落していることを考えれば、当然のことかもしれない。

しかしトップがまた入れ代わっても、グループ内部者が異動するようであれば何ら改善策とはならない。上述のHirt氏が述べるように「根本的な問題は、CEOや会長ではない。監査役会におけるカルチャーやプロセス、そ

して意思決定の過程だ」という。つまり、組織全体の抜本的な改革が早急に求められている。VWも、株価が大幅に下落し、何らかの対応をとらずにはいられないと思われる。どのようなメスの入れ方をするか、今後の動きが注目される。と同時に、VWの監査役会における問題が脚光を浴びたことで、ドイツ企業の共同決定制度や2ボード制の構造が再び見直しの対象となるか注目される。

