

(はじめに)

会社法の一部を改正する法律が、衆議院にて一部修正の上、令和元年12月4日に参議院にて可決・成立し、同月11日に公布された(公布日から1年6月以内の政令で定める日から施行。)。今回の会社法改正における主要事項の一つが、社外取締役設置の義務化である。以下では、この社外取締役設置の義務化について概説するとともに、不動産業界における現状と課題について触れることとする。

(社外取締役とは)

社外取締役とは、株式会社の取締役であって以下の要件すべてに該当するものをいう(会社法第2条第15号)。

- ①現在及び取締役就任前10年間当該会社又はその子会社の業務執行取締役等ではなく、なかったこと
- ②取締役就任前10年以内に当該会社又はその子会社の取締役・会計参与・監査役であったことがある者にあつては、その取締役等就任の前10年間当該会社又はその子会社の業務執行取締役等ではなかったこと
- ③当該会社の大株主¹、親会社の取締役・執行役・支配人その他の使用人ではないこと
- ④当該会社の親会社の子会社(=兄弟会社)の業務執行取締役等ではないこと
- ⑤当該会社の取締役・執行役・支配人その他の重要な使用人・大株主の配偶者・2親等以内の親族でないこと

要は、会社経営陣からの独立性が不十分な者や親会社・大株主に近い者を除外して、当該会社から一定の独立性を有することを社外取締役たる要件とする趣旨である²。一般に独立性の要件としては、雇用等関係の不存在、親族関係の不存在、取引関係の不存在の3つが要求されるが、会社法上は取引関係の不存在については社外取締役の要件とはされていない³。ただし、この点については、上場規程における独立役員たる要件とされている(後掲(社外取締役設置に向けた動きの背景)参照。)

(社外取締役設置の義務化)

今回の法改正により、監査役会設置会社(公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。)であつて金融商品取引法第24条第1項の規定により有価証券報告書の提出義務を有している会社は、社外取締役を置かなければならなくなる(会社法第327条の2)。

公開会社とは、株式の譲渡制限を行っていない会社(複数の種類株式の定めがある会社であつて、少なくとも1種類の株式について譲渡制限を行っていない会社を含む。)である(会社法第2条第5号)。したがって、上場会社に限られるものではないが、実際はそのほとんどが上場会社又は近い将来上場を予定している会社であると

¹ 法令上は、「親会社等(自然人であるものに限る。)」という表現となっている。「親会社等」の定義は、同条第4号の2参照。

² 伊藤靖史・大杉謙一・田中亘・松井秀征「会社法 第4版」(有斐閣 2018年)(以下「伊藤他」という。)p177～179。

³ 神田秀樹「会社法[第21版]」(弘文堂 2019年)(以下「神田」という。)p207。

いわれる⁴。大会社とは、資本金 5 億円以上又は負債総額が 200 億円以上である株式会社をいう(同条第 6 号)。

監査役会設置会社は、その名のとおり監査役会を置く又は置かなければならない会社をいう(同条第 10 号)。公開会社でかつ大会社である会社は、その機関設計において監査役会の設置(監査役会設置会社)、監査等委員会の設置(監査等委員会設置会社)、指名委員会・監査委員会・報酬委員会の設置(指名委員会等設置会社)のいずれかを選択することになる(会社法第 328 条第 1 項)。これらのうち、監査等委員会は、3 名以上の取締役からなり、その過半数は社外取締役でなければならない(会社法第 331 条第 6 項)。指名委員会等設置会社の各委員会の委員は、3 名以上の取締役からなり、その過半数は社外取締役でなければならない(会社法第 400 条第 1 項・第 3 項)。したがって、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社については、今回の改正前から社外取締役の設置が義務づけられていたことになる。

有価証券報告書とは、有価証券の発行者である会社が事業年度ごとに提出する継続開示書類である。金融商品取引法(以下「金商法」という。)は、投資者保護及び資本市場の健全性を確保するため、投資判断に必要な情報を記載した開示書類の提出を義務づけ(金商法第 2 章以下)、これを公衆縦覧に供することとしている(金商法第 25 条)。この情報開示には、大きく分けて有価証券の発行を行う場合の発行開示と発行された有価証券の流通市場における情報開示である継続開示とがあるが、有価証券報告書は後者に該当する⁵。有価証券報告書の提出義務があるのは、①上場有価証券、②店頭売買有価証券、③募集・売出しにつき発行開示した有価証券、④所有者数 1000 名以上の株券など外形基準に該当する有価証券の発行者である会社等である(金商法第 24 条・第 27 条)。

したがって、今回の改正は、上場会社の約 4 分の 3 を占める⁶監査役会設置会社にも社外取締役の設置を義務づけることにより、上場会社全般に社外取締役による監督体制を確保しようとするものであるといえる⁷。

(今回の法改正の主旨)

改正前の会社法第 327 条の 2 は、2014 年に新たに設けられた規定であり、改正後と同じ要件を満たす監査役会設置会社に対して、社外取締役を置いていない場合には、定時株主総会において社外取締役を置くことが相当ではない理由⁸を説明する義務を課すものであった。ここでの「置くことが相当ではない理由」とは、単に社外取締役を置かない理由を説明するだけでは足りず、社外取締役を置くことがかえってその会社にマイナスの影響を及ぼすような事情をいうとされる⁹。このような説明義務を課した背景には、社外取締役の設置を会社法が強制するところまではしないものの、社外取締役の設置を強く推奨していたことがある¹⁰。

今回社外取締役の設置の義務づけに至った理由としては、次のようなことが挙げられている。すなわち、上場

⁴ 伊藤他 p23。

⁵ 松尾直彦「金融商品取引法[第 5 版]」(商事法務 2018 年)p100・107・108・155。

⁶ 2018 年 7 月 13 日時点において、東証上場会社の 73.3%が監査役会設置会社であり、監査等委員会設置会社は 24.7%、指名委員会等設置会社は 2.0%となっている(「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019」(2019 年 5 月) (株)東京証券取引所) (以下「東証ガバナンス白書」という。) p66。

⁷ なお、新規上場企業の一部には大会社に該当しない会社もあり(伊藤他 p135)、上場会社ではあっても本義務づけの対象にならない会社もある。

⁸ なお、事業報告における「社外取締役を置くことが相当でない理由」としては、①独立性があることと自社・業界に関する専門知識があることの双方を要件とした上で「適任者」が不在、②「適任者」でない者が取締役になると、迅速かつ的確な経営が阻害される、③社外取締役を置かなくとも現状のガバナンス体制で十分、の 3 つの類型があるという(「法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会参考資料 48 東証上場会社における社外取締役の選任状況及び『社外取締役を置くことが相当でない理由』の傾向について」(東京証券取引所) p9)。

⁹ 伊藤他 p177。なお、社外監査役(会社法第 2 条第 16 号)が 2 人以上いることのみをもって社外取締役を置かない理由とすることはできない旨明定されている(会社法施行規則第 74 条の 2 第 3 項・第 124 条第 3 項)。

¹⁰ 神田 p207。

会社等については、一般的に不特定多数の株主が存在し株主による経営の監督が期待しづらい面があり、上場会社等が社外取締役を一人も置かない場合には経営が独善に陥ったり経営陣が保身に走るといった危険に対する予防や強制のメカニズムを備えているのかについて株主が疑念を抱く面がある。このような疑念を払拭し、我が国の資本市場が信頼されるようにするためには、上場会社等についてはそれが最低限満たすべき基本的な要件として社外取締役による監督がされることを画一的に要求すべきである¹¹。

なお、社外取締役の設置の義務づけに反対する立場からは、①既にほとんどの上場会社が社外取締役を選任しているため、社外取締役を置くことを義務づけることが必要とされる状況にない、②社外取締役を置いていないことに関する評価については、投資家による議決権行使や市場における評価に委ねればよい、③経営判断の迅速性の観点等からあえて社外取締役を置くことが相当でないと判断している上場会社の個別の事情を考慮せずに、画一的に社外取締役を置くことを義務づけると弊害が生じ得る、④取締役会の最適な構成は企業によって大きく違うということが分かってきており、これに反して社外取締役を置くことを一律に強制することは慎重であるべき、といった指摘がなされていた¹²。

これらの指摘に対しては、社外取締役選任の状況に照らしても、その義務づけにより上場会社等においては社外取締役による監督が最低限保証されている旨のメッセージを発信すべきである。また、取締役会の構成に係る評価を市場に委ねた場合には、社外取締役の監督を受ける立場にある経営者が自律的にそれを置くという判断をすることに期待することには限界があり、さらに上場会社の株主構成は多様であり、いわゆる安定株主比率が高い場合等には株主による議決権行使や市場による評価が最適なガバナンス体制の選択等の結果に必ずしも結び付かない。加えて、機関投資家及び金融商品取引所を中心として、上場会社等については最低限の基本的な要件として画一的に社外取締役を置くことを義務付けるべきであるという指摘が広くされていることにも留意する必要があるとしている¹³。

(社外取締役設置に向けた動きの背景)

前章でも触れたとおり、既にほとんどの上場会社が社外取締役を選任しており、その割合は東証上場会社の97.7%を占めている¹⁴。法令上社外取締役設置の義務化がなされる前にここまで社外取締役の選任が進んだのには、次のような背景がある。

まず、2009年の有価証券上場規程の改正により、独立役員の確保に係る条項が新設され、上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、独立役員(一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役)を1名以上確保しなければならないとされた(有価証券上場規程第436条の2)。なお、ここでの独立役員たる要件は、会社法上の社外取締役等に係る要件より厳しく、上場会社の主要な取引先・その業務執行者でないこと、上場会社から役員報酬以外に多額の金銭等を得ているコンサルタント・会計専門家・法律専門家でないこと等の要件を満たす必要がある¹⁵。ただ、1名の独立委員は、社外監査役でもよいわけで、社外取締役設置の義務づけがなされていた訳ではない。ちなみに、2008年8月時点での東証上場会社における社外取締役選任会社の割合は45.4%であった¹⁶。

¹¹ 「法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会資料25」(法務省)(以下「部会資料25」という。)p15～16。

¹² 「法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会資料24」(法務省)p5。

¹³ 部会資料25 p16。

¹⁴ 東証ガバナンス白書 p80。

¹⁵ 「上場管理等に関するガイドライン」(平成19年11月 東京証券取引所)Ⅲ 5.(3)の2、「独立役員の確保に係る実務上の留意事項(2015年6月改訂版)」(東京証券取引所)p3～4。

¹⁶ 「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2009」(東京証券取引所)p18。

その後、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」を受けて、2013年8月に金融庁において機関投資家の行動原則である日本版スチュワードシップ・コードが策定・公表された。この中で機関投資家は投資先企業のガバナンスについても的確に把握し、投資先企業と認識の共有を図るとともに問題の改善に努めるべきとされた¹⁷。明記はされていないが、ここでのガバナンスには当然社外取締役等の設置も含まれるものと考えられる。さらに、2014年6月に閣議決定された『「日本再興戦略」改訂2014』を受けて2015年6月からコーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。この中では、上場会社は独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとされ、また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、そのための取組み方針を開示すべきとされた¹⁸。なお、後段については、2018年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂により、「十分な人数の独立社外取締役を選任すべき」とより直接的表現に改められている¹⁹。

そもそも企業に社外取締役設置を求める動きは、既に世界的潮流となっている。2006年に国連事務総長が機関投資家に対し、ESG (Environment, Social, Governance) を投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」(PRI, Principles for Responsible Investment) を提唱したのをきっかけにして、多くの機関投資家がPRIに署名し、ESGを重視した投資が世界の主流となってきている。ここでのG (Governance) とは、企業統治を意味するのであるが、その中には社外取締役の設置も含まれている。ガバナンスに配慮した企業でなければ、機関投資家の投資対象から除外されてしまうかもしれない訳であり、企業側における社外取締役設置の動きの大きな促進要因になっているものと考えられる。実際、有力な機関投資家の中には、複数の社外取締役が選任されていない場合、あるいは社外取締役の比率が3分の1に満たない場合については、株主総会において取締役選任議案に反対するといった基準を設けている例が複数存在する²⁰。

(不動産における社外取締役設置状況)

それでは、不動産を営む会社において社外取締役の設置はどの程度進んでいるのか。前章で触れたとおり、コーポレートガバナンス・コードにおいては、上場会社は独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきであり、業種・規模等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきとされている(コーポレートガバナンス・コード原則4-8)。この原則4-8を実施している会社の割合を業種別に示したのが図1である。

この図を見ると、不動産は、業種間で最も実施会社数の割合が低い結果となっている。不動産を営む東証1部・2部上場会社87社中16社が独立社外取締役の数が2名に満たないなど原則4-8不実施ということになっている。そこで、以下では不動産企業における社外取締役選任の実態について、より細かくみていくこととする。

図2は、会社の組織形態について上場企業全体²¹と上場不動産企業とを比較したものである。組織形態別の割合では、不動産と全産業との間に特に相違はみられない。

¹⁷ 『「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>』(平成26年2月 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会)p9・10。

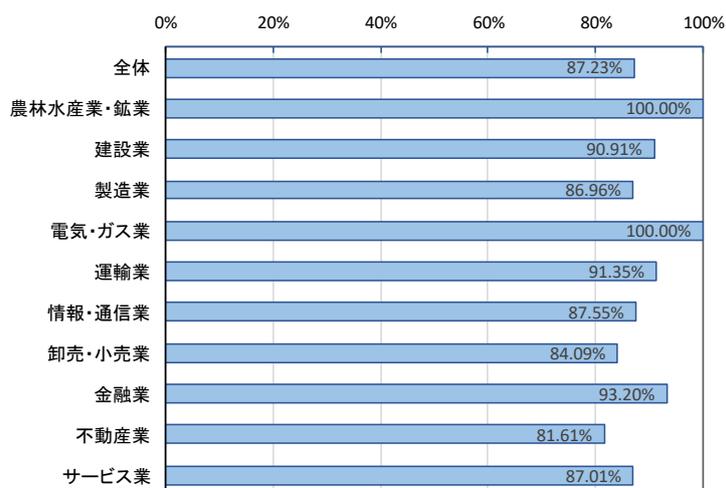
¹⁸ 「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月 東京証券取引所)p18~19。

¹⁹ 「コーポレートガバナンス・コード」(2018年6月 東京証券取引所)p18。

²⁰ 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第16回)資料3」(平成30年11月 金融庁・東京証券取引所)p32。

²¹ なお、東京証券取引所以外の国内の証券取引所のみを上場している会社は含めていない。なお、東証以外の証券取引所のみを上場している不動産企業は、3社ある。

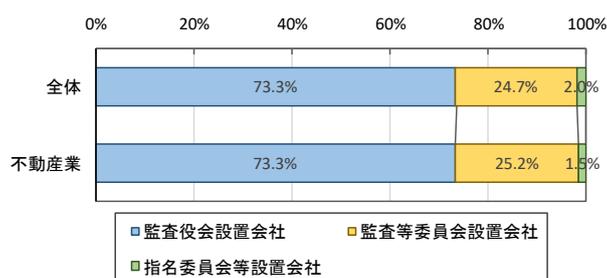
図 1. 業種別で見たコーポレートガバナンス・コード原則 4-8 実施会社数の割合



注) 2018 年 12 月時点での東証 1 部・2 部上場会社を対象としている。

資料: 東証ガバナンス白書添付資料の「項目別集計表:コード全 78 原則の実施状況」より作成。

図 2. 上場企業の組織形態別割合



注) 東証第 1 部・第 2 部・マザーズ・JASDAQ に上場する企業を対象としている。

上場企業全体は、2018 年 7 月 13 日時点、不動産業企業は、2019 年の定時株主総会前時点のデータによる²²。

以上については、図 3～6 においても同じ。

資料: 東証ガバナンス白書、各社の 2019 年定時株主総会招集通知付属の事業報告より作成 (図 3～6 においても同じ。)

図 3 は、上場企業全体と不動産企業について、社外取締役及び独立社外取締役の人数別の会社数の比率を示したものである。不動産業は全産業に比較して社外取締役・独立社外取締役の人数が 2 人未満(コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 に不適合: 図 1 参照。)の会社数の割合が多い一方、社外取締役・独立社外取締役の人数が 4 人以上の会社数の割合も多い。これらの会社の中には、既に社外取締役設置が義務づけられている監査等委員会設置会社と指名委員会等設置会社も含まれているため、これらを除き現行法上社外取締役設置が義務づけられていない監査役会設置会社のみで社外取締役及び独立社外取締役の人数別の会社数の比率を示したのが図 4 である。社外取締役・独立社外取締役の人数が 2 人未満の会社数の割合が多い一方で、社外取締役・独立社外取締役の人数が 4 人以上の会社数の割合も比較的多いという不動産業の特徴がよりはっきりと表れている。

²² 本来であれば、上場企業全体と同じく 2018 年 7 月時点での各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書によるべきであるが、データ抽出に要する手間等を勘案して今回は 2019 年定時株主総会資料を用いた。したがって、不動産業のデータは全体のデータに比べて半年から 1 年半程度後にずれていることになる。

図 3. 社外取締役・独立社外取締役の人数別の会社数の比率

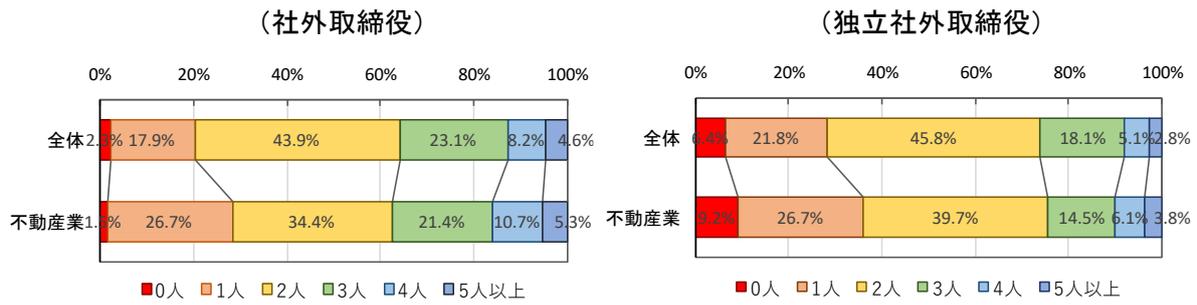


図 4. 社外取締役・独立社外取締役の人数別の会社数の比率(監査役会設置会社)

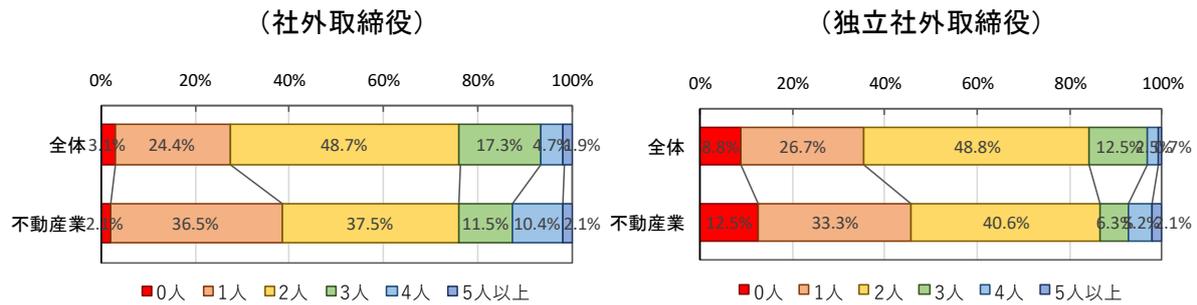
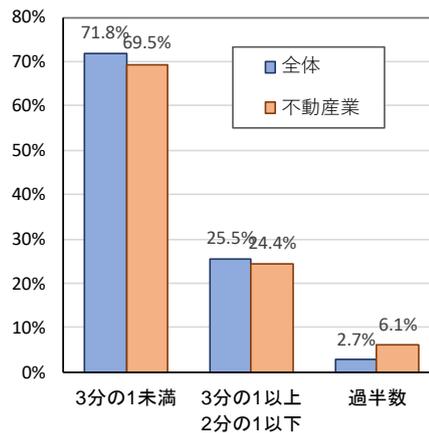


図 5 は、独立社外取締役の取締役会に占める比率を示したものである。不動産業は全産業と比較すると、取締役会に占める独立社外取締役の割合が 3 分の 1 以上 2 分の 1 未満の会社数の割合はやや低いものの、独立社外取締役の割合が過半数の企業数の割合は全産業より高くなっているようである。

以上から、全産業と比較して、不動産業については全般的には社外取締役設置に消極的な企業の割合が高いものの、逆に社外取締役設置にかなり積極的な企業の割合も高めである²³ということがいえよう。

図 5. 独立社外取締役の取締役会に占める比率



最後に、上場不動産企業における社外取締役設置に係る直近の状況について触れる。図 6 は、独立社外取締役の人数別の会社数の比率について、2019 年定時株主総会前後で比較したものである。社外取締役 0 の会社数の比率は変わらないが、全般に独立社外取締役の人数が増加する傾向がみられる。

²³ この点については、脚注 22 のとおり不動産業に係るデータの方がより最近のものに含まれることにも留意する必要がある。

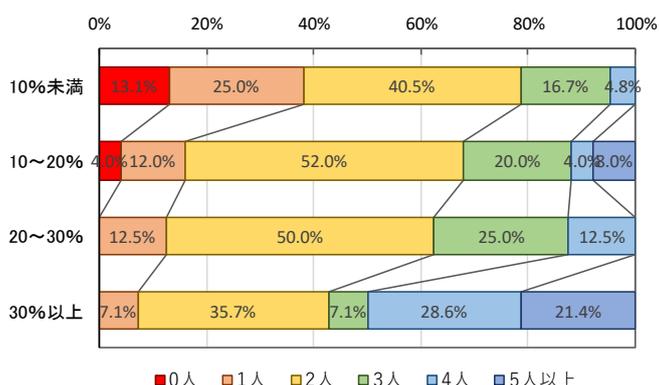
図 6. 2019 年定時株主総会前後での独立社外取締役の人数別の会社数の比率(不動産業)



注)2019 総会前は図 2~5 のデータと同じ。2019 総会后は、2019 年定時株主総会での役員選任案に基づく数値である。

また、既に触れたように、機関投資家が社外取締役設置を求める動きは世界的趨勢になっている。そこで、海外の機関投資家による株式保有が社外取締役設置にどの程度の影響を及ぼしているかをみるため、上場不動産企業における外国人数式所有比率と独立社外取締役の人数との関係を示した(図 7)。これによると、外国人株式所有比率が高い会社ほど独立社外取締役数が多い傾向が明らかである。なお、同様の傾向は、上場企業全体においても見られる²⁴。

図 7. 外国人株式所有比率別に見た独立社外取締役の人数別の会社数の比率(不動産業)



注)独立社外取締役の人数は、2019 年定時株主総会での役員選任案に基づく数値である。

外国人株式所有比率は、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書(2019 年 12 月 24 日現在開示分)による。

資料:各社の 2019 年定時株主総会招集通知付属の事業報告、東京証券取引所 HP のコーポレート・ガバナンス情報サービス検索結果より作成。

(むすび)

以上、会社法改正による社外取締役設置の義務化と不動産業における社外取締役の設置状況について触れてみた。既述のとおり全産業と比較して、不動産業については全般的には社外取締役設置に消極的な傾向がある一方で、逆に社外取締役設置にかなり積極的な企業の割合も高めのようなのである。断言はできないものの、上場不動産企業の中には、住宅販売や不動産取引の仲介等いわば伝統的不動産業を営む会社が多く、これらが旧来のガバナンス体質を残している一方で、アセットマネジメント業務など不動産業の中でも比較的新しい分野に携わる会社は、機関投資家や外国人投資家などを顧客とすることなどもあって、企業ガバナンスの改善に積極的にならざるを得ないのではないかと考えられる。このことは、外国人株式所有比率が高い会社ほど独立社外取締役数が多いことにも表れているのではないかと考えられる。外国人による投資対象となる会社＝新たな分野に携わる会社とは

²⁴ 東証コーポレート・ガバナンス白書 p84。

必ずしもいえないものの、旧来型の不動産業を主とする会社に対してあえて海外から投資を行うとは考えにくく、新たな分野に業務を展開するなど今後の高収益が見込まれる会社ほど海外からの投資対象になりやすく、海外からの投資対象となる会社ほど企業統治に配慮し、企業統治への配慮がさらに高収益をもたらすということではないかと考えられる²⁵。

今回の法改正を受けて、上場不動産企業においてもいずれ独立社外取締役 0 の会社はなくなるであろうし、社外取締役設置に係る対応がさらに活発化するの間違いはないであろう。その際、監査役会設置会社のまま社外取締役を選任するのか、あるいは監査等委員会設置会社へ移行するのか²⁶。場合によっては MBO²⁷などによる上場廃止といった選択肢をとる企業も出てくるかもしれない。いずれにしても、不動産企業にとってもガバナンス改革期の真最中にあることは確かであり、不動産市場の動向を探る上でも、今後の不動産企業のあり方について注視していく必要があるだろう。

(齋藤 哲郎)

²⁵ 海外投資家による株式保有と企業統治の充実や企業の高パフォーマンスとに関係性があることを論じる文献として、宮島英昭・保田隆明・小川亮「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」(宮島英昭(編)「企業統治と成長戦略」(東洋経済新報社 2017 年)所収)。

²⁶ 監査等委員会設置会社は、平成 26 年の会社法改正で設けられた新しいスキームであるが、施行後 1 年の 2016 年 7 月に 637 社となるなど急激に増加している(東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017p60)。監査等委員会設置会社への移行の理由の一つとして、単に監査役会を監査等委員会に置き換えただけの形をとることも可能であり、コーポレートガバナンス・コードの 2 名以上の独立社外取締役設置の要求を満たしやすいことがある(江頭憲治郎「株式会社法 第 7 版」(有斐閣 2017 年)p582～584)。実際、監査等委員会設置会社への移行事例においては、従前の社外監査役が監査等委員である社外取締役になったケースが多い(神田秀樹・山中利晃「監査等委員会設置会社の現状と課題」(ジュリスト No.1495 2016 年)p29～30)。

²⁷ マネジメント・バイアウトの略。現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得することをいう(「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019 年 6 月 経済産業省)p4)。