論　説

コーポレート・ガバナンスと米国の取締役会の多様化
ー欧州の法令・ガイドラインを比較の対象としてー

藤　田　真　樹

Ⅰ．はじめに

過小評価グループ（Under Represented Group）とは、ある部分群の内、集団全体における人口の割合よりも明らかに低い割合しか有さない、集団の部分集合をいう。近年、世界的に上場企業を中心として、女性を中心とする過小評価グループ (Under Represented Group) から企業の役員に登用しようとする取組みが進められている。MSCI（All Country World Index）の報告書によれば、2019 年に、フランス（44.3%）、ノルウェー（39.2%）、ドイツ（33.3）と欧州の多くの国で女性企業役員の比率が 30％を超えたのに対し、米国は 26.1％と相対的に低かった [(1)]。このような相違が生じた理由として、米国は自由資本主義 (liberal capitalist economies) であるのに対して、欧州は調整的資本主義（coordinated capitalist economies）であることが指摘されていた [(2)]。欧州においては、ノルウェーのように政府が法令で罰則付の割当制度の採用を導入するなど、市場に一定の介入を認めてきた。これに対し、米国は連邦レベルにおいては、米国証券取引所（U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) の登録会社に適用される Regulation S-K において、上場企業に対し、取締役の構成員の多様性に関する情報開示を求めつつ (§229.407(c)(2)(iv))、女性取

(1) もっとも、2020 年の MSCI 統計では、ドイツが 25.2% に低下しているのに対し、米国は 28.2％へと上昇し、女性企業役員の割合は逆転している。Christina Milhomen, Women on Boards Progressive Report (Nov. 2020) at 21-24.

(2) Mahdi Rastad & Jhon Dobson, “Gender Diversity Corporate Boards: Evaluating The Effectiveness OF Shareholder Activism” The Quatarly Review of Economics and Finance”, (October 13, 2020) at 2.

締役を 30% 以上とするため、業界の自主的な取組みである 2011 年の 30% 連合、2014 年 6 月の 30% クラブに委ねていた [3]。しかし 2018 年、米国カリフォルニア州において、上院法案（Senate Bill 826：SB-826）において州会社法を改正し、カリフォルニア州に主たる事業所を置く上場企業に対して、取締役会の規模に応じて一定数の女性取締役の選任を罰則付きで義務付けた [4]。さらに、同州は 2020 年、下院法案 (AB-979) によって、州会社法を再び改正し、取締役会の構成員が 5 名から 8 名の上場企業に対し、黒人やラテン系、アジア圏出身者、LGBTQ 等の過小代表グループから一定数の取締役の選任を罰則付きで義務付けた [5]。

2019 年 8 月 19 日、ワシントン D.C に拠点を置く、米国の大企業の CEO が加入する米国最大の財界ロビー団体である、ビジネス・ラウンド・テーブル（Business Round Table: BRT）は、182 名の CEO の署名を伴うかたちでの「企業の目的に関する声明（Statement on the Purpose of A Corporation）」を公表し、企業の目的は株主利益の最大化にあるとしてきた 1997 年以来の基本方針を、ステーク・ホルダーを重視するものへ転換したことを強調した。声明においては、従業員への投資をコミットメントの一つとして掲げ、「多様性と包括性、尊厳と尊敬を育む」ことを目標として掲げる [6]。

他方、連邦レベルにおいて、1934 年証券取引所法を改正し、多様性諮問グループを設置し、(証券) 発行者に多様化に関する詳細な情報開示の提出を義

---

(3) 伊藤正晴「各国上場企業の女性取締役の状況と財務パフォーマンスとの関係」大和総研調査季報 2018 年秋季号 (Vol.32)66 頁以下、70 頁。

(4) SB-826 に関する先行研究として、村上裕「取締役会構成員についての序論的考察－カリフォルニア州会社法の女性取締役クウォータ制をてがかりに－」金沢法学 63 巻 1 号 (2020 年)114 頁以下。

(5) Rachel Sandler「カリフォルニア州、上場企業や役員に黒人や LGBTQ の起用を義務化へ」Forbs Japan (10 月 2 日)。法案について下記 URL 参照 [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201920200AB979&fbclid=IwAR0Z44J6SwCtWOb6s4ckAS87t5USQtKLz4vJBFnASC-gKiG8YGmFz0A_SdQ]。

(6) 下記 URL 参照 [https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/]。

務付けること等を目的として「多様性を通じた企業統治改革法案（H.R.1277）[7]（S.374）[8]」が提出されている。以上のように、米国においては、女性を中心とする過小評価グループから企業役員登用へ向けて取組みとして、カリフォルニア州を中心とする一部の州にみられる法律による割当制度と、連邦レベルの情報開示制度による二つがみられる。しかし、米国の取締役会の多様化へ向けた背景と目的は、必ずしも明らかではない。また、その達成手段についても、割当制度と情報開示制度のどちらが効果的であるか議論がある。

本稿では、企業法におけるコーポレート・ガバナンスの見地から、欧州を比較の対象として、米国の取締役会の多様化の背景と目的を明らかにし、割当制度と開示制度をめぐる課題と議論について検討する。以下、取締役会の多様化へ向けた基礎理論を確認した上で「Ⅱ」、欧州の企業役員の多様化へ向けた法令・ガイドラインについて概観し「Ⅲ」、米国の企業役員の多様化へ向けた取組みの背景と目的について比較法的な見地からその特徴について検討する「Ⅳ」。その上で、企業役員の多様性へ向けた課題と議論を検討し「Ⅴ」、わが国の政策に対する若干の私見を述べ「Ⅵ」、結びに代える「Ⅶ」。

Ⅱ．取締役会の多様化へ向けた基礎理論

女性を中心とする過小評価グループからの企業役員の登用については、企業価値に及ぼす影響に関する実証研究を中心に行われてきた。しかし、その他にも取締役会の多様化へ向けた動機や推進力となる理論的根拠も提示されている。これらの理論においては、正義・衡平の理念から説明するものもあるが、コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の役割を中心として、会社の機関について焦点を当て、理論的に説明する見解も見られる。以下では、取締役会の多様化へ向けた基礎的な理論について、どのようなものが提示されているか

(7) 下記 URL 参照
[https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-117hr1277ih/pdf/BILLS-117hr1277ih.pdf]。

(8) 下記 URL 参照
[https://www.congress.gov/117/bills/s374/BILLS-117s374is.pdf]。

概観する[9]。

1．社会正義と差別の撤廃からのアプローチ

(1) 社会正義と差別の撤廃

社会正義の観点は、原則として、平等な社会へ向けた原則を基礎としている。この観点からは、取締役会の代表は、社会における代表から選ばれる必要がある。社会正義を源流とする積極的是正措置は、権力と資源の不公平で偏った分配の結果として生じる不正義と不平等に対して補償すべきであるとする。機会の平等と差別の撤廃について、企業の取締役会における女性の存在は、性別に関係なくすべての男女の従業員を平等に扱うべきとする基本的市民権の観点から捉えられる。差別の撤廃に関するアプローチの主な主張は、全ての個人に対する平等な権利を保障したいとする要請によるものである。均等待遇は、同一賃金、同一労働条件、意思決定プロセスにおける平等、研修や昇進への平等なアクセスという原則に基づく。差別の撤廃の前提として、機会均等におけるジェンダーの平等、差別の撤廃へ向けた法律、すべての社会集団の生活水準を向上させるためのプログラムが強調される[10]。

(2) ジェンダー論

ジェンダー論によれば、性別は、認識（包摂）と差別（排除）の源泉であり、二つの性別の間において、社会における女性の虐待といった不平等として認識される。典型的なジェンダーによる運営の形態として、グループ内優遇主義、またはグループ内選考主義として現れる。ジェンダー化された組織構造は、職務の分離、組織の階層的格差をもたらし、従業員が職場で自身のジェンダー・アイデンティティを決定するために使用するプロセスに影響を与える。典型的

---

(9) 以下の分類は、Luca Pirolo, Corporate Boards, Barbara S. Magnanelli & Luca Pirolo, Corporate Governance and Diversity in Boardrooms: Emperical Insights into the Impact on Firm Performance, Palgrave Macmillan (2021) 5 頁以下、Maria Aluchna & Tomasz Szapiro, Women on Corporate Boards, Maria Aluchna & Güler Aras, Women on Corporate Boards, Routledge (2018)9 頁以下を参考とした。

(10) Id. Aluchna & Szapiro at 15-16.

なジェンダーに対する信念（ジェンダー・ロール）は、他者への期待へ埋め込まれた社会規範としても、個人のジェンダー認識に埋め込まれた気質としても作用する。一般的に、タスク指向的、自動的、指示的、支配的な行動を基本とする男性的なリーダーシップのスタイルが、組織構造を支配してきた。取締役会に参加する女性は、事実上、教育や専門的スキルの面で必要な文化資本を有しているといえる。しかし、社会的活動に携わる取締役は、歴史的に、男性らしさが強調される社会の構築を行ってきた。組織においては、個人は自身とは異なる特性を持つ集団の構成員に対して差別を行う傾向がある。女性と男性は性別によって定義され、それによって行為規範や資源へのアクセスが決定される。男女間の対立は、集団の構成員に与えられた特性や行動の再現へ向けて誘導されるが、企業役員の多様化は、これを是正する働きがある[(11)]。なお、ジェンダー論の考え方は、黒人をはじめとする他の過小評価グループに対する差別に対する問題についても応用可能であろう。

2．コーポレート・ガバナンスの観点からのアプローチ

(1) エージェンシー理論 (The Agency Theory)

エージェンシー理論の枠組みは、既によく知られているように、プリンシパルとエージェントの間のジレンマの問題を素材として、取締役会の役割を分析するために用いられる。会社の所有者である株主がプリンシパルであるのに対して、業務面から会社を運営する経営陣はエージェントであるとされる。この理論は、後述するように 1932 年のバーリー＝ミーンズの実証研究にまで遡ることができる。大規模事業会社では、株式は多様な主体に帰属し、どの主体も単独で一定量の株式を保有していない。（零細）株主は、会社に関する知識を殆ど有しておらず、結果として、会社の株式を保有していないジョブ・マーケットを通じて雇われた経営陣によって、会社が管理経営される[(12)]。

そのため、所有と経営の分離が起こり、株主（プリンシパル）と経営陣（エージェント）の間に利害の対立が生じる。株主の目的は株式価値の最大化であ

(11) Id. at 16.
(12) Id. 9 pirolo at 11.

り、経営陣の目的は会社における地位と権限を強化し、報酬と個人的利益を増大する。実際、経営陣が占める地位は、企業の資産を過度のリスクにさらすことによって、利用可能な機会を創出し、正確で真実の情報から利益を得、または根拠のないボーナスや報酬を自分自身に与えることができる。これらのリスクに対処するため、株主は、経営陣とその行動を監視し、株主の利益の保護と達成を保証する義務を負う取締役会に依存する[(13)]。

株式所有が分散してない大規模株主がいる企業では、バーリー＝ミーンズが強調するような所有と経営の分離が生じず、典型的なエージェンシー問題は存在しない。結局のところ、エージェンシー問題は、経営陣の行動をコントロールするインセンティブを有する大規模株主の存在によって大きく軽減される。また通常、大規模株主は支配株主として、会社経営に携わり、ガバナンスにも関与しているため、エージェンシー問題は解消される。このような状況下では、支配株主と少数株主の利害の不一致という、別のエージェンシー問題が発生する。この文脈において回避すべきリスクは、支配株主が、少数株主や会社の他の利害関係者を犠牲にして個人的利益を得ることを目的とする可能性があることである。支配株主と少数株主の関係は、利益相反と情報の非対称性によって特徴づけられることは容易に理解できる[(14)]。

取締役会の能力を高めるために過去にとられた措置の一例として、独立取締役や非業務執行取締役の設置がある。これは、会社や他の取締役、経営陣と個人的、物質的、金銭的な関係を持たない新しい取締役を取締役会構成員として迎えることを意味する[(15)]。

エージェンシー理論では、株主の利益を満足させ保護するために取締役会を重要視するが、その起源は、企業が株主の富を最大化しなければならないという古典的経済思想にある。しかし、この理論的枠組みが一般に受け入れられ、有名になったのは、ここ数十年の間に起きた、（エンロンの破綻やリーマンショック等の）企業の破綻や不祥事によるものである。このような企業の破綻や不祥事の原因については、長期的な企業価値よりも短期的な株価の最大化を求

(13) Id. at 11-12.
(14) Id. at 12.
(15) Id. at 12-13.

める風潮にあると分析する研究もある。株主の利益（主に利潤の追求）のみを優先させることは、企業業績の過小評価につながり、ひいては従業員、地域社会、投資家の福利厚生とともに企業価値を悪化させる懸念がある。このような理由から、ここ数年、よりステーク・ホルダー志向の理論が重視され始めている[16]。

エージェンシー理論からは、取締役会の多様化は、取締役会のプロセスを改善し、取締役会の監視の質を高め、結果として財務業績の改善につながる戦略として捉えられる。企業統治に女性を中心とする過小評価グループが参加することは、投資家の権利を保護し、株主の価値を創造するための努力をしていることを意味する[17]。もっとも、以下で検討するように、取締役会の多様化と企業のパフォーマンスとの間には、強固な正の相関があるのかについて、疑問を呈する実証研究もある。

(2) ステーク・ホルダー理論 (The Stakeholder Theory)

エージェンシー理論が株主と取締役会の間に固有の関係に焦点をあてているのに対し、フリーマン[18]によって提唱されたステーク・ホルダー理論は、それ以外の多様な要素 (actors) についても着目する。この理論は、企業が株主に対してだけでなく、より広範なステーク・ホルダーに対して責任を負うことを意味する。ステーク・ホルダーとは、会社の行為に影響を与える、あるいは、会社の行為によって影響を受ける個人・集団として定義される。具体的には、企業の労働者、顧客、供給業者 (suppliers)、競業者、債権者、会社の経営の拠点となる地域社会も含まれる。この理論によれば、会社は株主のためだけでなくすべてのステーク・ホルダーのために価値を生み出さねばならないことを意味する[19]。

ステーク・ホルダー論における、コーポレート・ガバナンスの役割は、異なるステーク・ホルダー間の利益を調整することにある。多くの実証分析によっ

(16) Id. at 13.

(17) Id. 9 Aluchna & Szapiro at 17.

(18) Edward R. Freeman & David L. Leed, Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, California Management Review Vol.25 (3) 88 (1983).

(19) Id. 9 Pirolo at 13.

て証明されるように、多様なステーク・ホルダーの利益を調整することが、より良い財務結果 (financial outcomes) に繋がるためである。この仮定は、株主のための企業価値の最大化という伝統的なビジョンを克服し、企業全体のパフォーマンスの最大化に立脚した新しいパラダイムを支持する。ステーク・ホルダー理論の生みの親であるフリーマンは、その代表的な著書『戦略的経営：ステーク・ホルダー・アプローチ』[(20)] において、戦略に対する現実的なアプローチを提示し、一部の企業が規範的な理由ではなく、戦略上の目的でより広い社会政策と行動を正当化していることを強調する[(21)]。

全体として、この理論は企業についての新たな定義付けによるアプローチ (descriptive approach) を提供する。というのは、この理論によれば、企業の本質的な価値の源泉を、企業に協力的であり競争的な利害を持ったものの座標であるステーク・ホルダーにあると定義するためである。ステーク・ホルダーは、企業が関心を向ける対象から定義されるのではなく、対象が企業に関心があるかによって認識される。この枠組みにおいて、ステーク・ホルダーの活動と企業の様々な到達目標との関係は精査可能となる。また、ステーク・ホルダー理論では、既存の状態の記録や因果関係の予測という狭い範囲に限られるものではなく、企業の組織構造を定義し、一般的な方針を設定する際に、すべての適切なステーク・ホルダーの正当な利益に対して同時に注意を払う必要がある。経営の実践において、主要な問題はステーク・ホルダーの特定、ステーク・ホルダーの企業に対する正当な関心によって表現される[(22)]。

ステーク・ホルダー理論からは、女性取締役の役割について様々な利害関係者の利益、社会・環境に対する影響の観点から捉えられる。取締役会は、投資家に対する従来の配慮に加え、（従業員、消費者、供給業者 (suppliers)、NGO、地域社会等の）様々なステーク・ホルダー・グループが協力するためのプラット・フォームを提供する。ステーク・ホルダーの代表が参加することで、コーポレート・ガバナンスの有効性が高まることが期待される。取締役会は、相反する利害を調整し、必要な結束 (cohesion) を生み出す場と考えられる。様々

(20) Edward R. Freeman, Strategic management: A Stakeholder Approach, Business and Public Policy Series,Pitman series in business and public policy (1984).

(21) Id. 9 Pirolo at 13-14.

(22) Id. at 14.

なステーク・ホルダーの代表者を多数擁する取締役会は、企業が活動する環境において企業の正当性 (legitimacy) を高める。また、同質集団のネットワークを脱構築化し (deinstitutionalization)、行動パターンとコミュニケーションの力学を変化させる。したがって、取締役会の性別の多様性は、実質的および象徴的な意味における代表性を高める。女性は取締役会の正当性と信頼性を高め、株主の企業に対する信頼を醸成し、その結果、市場パフォーマンスに貢献する[23]。

(3) スチュワード・シップ理論 (The Stewardship Theory)

1990 年代、経営陣の社会心理や行動に焦点を当てた研究が進み、スチュワード・シップ理論と呼ばれる新しい観点が登場した。この新しいパラダイムは、先に述べたエージェンシー理論に対抗して、企業の経営陣は企業の利益のために働き、企業の利益に反することはしないという仮定から出発する。スチュワード・シップ理論は、株主が取締役会に参加する取締役をいかに指名するかを強調する。取締役は、あらゆる面で株主の利益に従って行動することを唯一の任務としており、これが株主保護の法的基盤となって、取締役（スチュワード）は集団主義的 (collectivists) で、親組織的 (pro-organizational) で、信頼 (trustworthy) できる存在と想定される[24]。

言い換えるならば、スチュワード・シップ理論は、心理学や社会学の理論に基づき、心理的な契約や密接な関係の結果として、エージェントはコミュニティに焦点を当てた方法で行動し、企業やその株主に対して信頼できる道徳的な経営を行うことから、プリンシパルとエージェントが一致する可能性を主張する。スチュワード・シップ理論は、システム内の人間やその行動に影響を与えるものに着目し、経営陣のモチベーションに固有の一般的な問題はないと考える。具体的には、個人に影響を与える心理的要因として、社会的・感情的な豊かさと経済的な豊かさの二つがあり、その関係が、親組織的・集団的行動が利己的利益よりも大きな効用を持つ場合、スチュワード・シップ理論の観点から捉えることができる[25]。

その結果として、企業の動機が個人の動機に優先することになる。基本的に

(23) Id. 9 Aluchna & Szapiro at 18.
(24) Id. 9 Pirolo at 14-15.
(25) Id. at 15.

は、スチュワードとして行動する経営陣は、組織全体の目標、例えば、イノベーション、収益性、売上高、成長、存続･継続性などを達成しようとするため、集団的に行動する。スチュワードは、株主の利益を監視し、好ましい企業業績を通じてその利益を最大化しようとする（この目的は、大多数のステーク・ホルダーの利益と共有される）。というのは、そのことによって、スチュワード自身の効用も最大化されるからである。しかし、日和見主義的な行動のリスクは、人間の本質に関わるものであり、無視することはできない。したがって、効率的なスチュワード・シップへの鍵は、会社の組織設計にあり、それは信頼や誠実さといった基本的な価値観の上に築かれるべきものである。この意味で、経営陣や取締役会の構成員の人選は、組織文化のルールを尊重し、これらの価値を共有することによって、会社の利益のために行動する意欲ある人材の採用を目的として行われるべきであるとされる[(26)]。

スチュワードの個人主義的な利己的行動は集団主義的な組織のものよりも効用が低いので、組織が優先され、協力関係がスチュワードの合理性の鍵となる。スチュワード・シップ論は、他のステーク・ホルダーの存在と、それらに対する企業の戦略の影響を考慮する必要性を認めているが、他のステーク・ホルダー（例えば､サプライヤーや従業員）は法律でその利益が保護されているので、第一の忠誠心は株主へ向けられている。つまり、スチュワード･シップ理論は、スチュワード（取締役）がグループ内で生じる対立を解決し、企業に関わるすべての関係主体の利益を満たす具体的な成果を生み出す、バランスのとれたガバナンスを求める[(27)]。

もっとも、以下で述べるように、近年、スチュワード・シップ理論は取締役の責任という文脈よりも、個人投資家から資産を預かっている機関投資家の責任の文脈において語られることが多い。2008 年の企業不祥事を受けて策定された英国発祥のスチュワード・シップ・コードは、個人投資家から資産運用を任された機関投資家を対象としたソフト・ローであるが、企業の中長期的な視野にたった成長を目指したガバナンスの強化のための指針である。わが国においてもスチュワード・シップ・コードが策定されたが、近年は、国連の責任あ

(26) Id.
(27) Id. at 15-16.

る投資家原則や ESG を巡る世界的な動向を踏まえ、このような変化自体がリスクや収益機会に影響を及ぼし得るとする考えの下、ESG 要素を含むサステナビリティに関する課題についても、スチュワード・シップ・コードに組込まれる傾向にある。

(4) 資源依存の理論 (The Resource Dependence Theory)

取締役会の役割に対する研究においては、エージェンシー理論が依然として主流であるが、資源依存理論に関する実証研究を通じて、取締役会の役割について、より深く理解することができる。資源依存理論によれば、取締役会が現在の資源への依存を最小化し、新たな資源へのアクセスを得ることを可能にするという考えに基づく。資源依存理論は、もともとは、合併の実践、組織の失敗に影響を与える組織内部の関係性について調査するための安全装置（interlock）としての取締役の役割に関する経済理論に代わるものとして提唱された[(28)]。

この理論は、組織の存続は、企業が活動する環境において、利用可能な資源を獲得し維持する能力に依存するという考察から出発し、企業は依存関係を再構築し、それを削減するための戦略・戦術を計画しなければならないとする。この目標を達成するため、資源依存理論を用いた初期の研究では、企業が資源依存に対処し、重要な資源の新たな供給源に企業を開放する能力を代理するものとして、取締役会の規模と構成に焦点が当てられた。例えば、取締役会の規模が企業の環境ニーズに関係し、相互依存性が高い企業は、より高い社外取締役の比率が必要とされる[(29)]。

言い換えるならば、取締役会の規模と構成は、ランダムあるいは独立した要因ではなく、むしろ、外部環境の条件に対する合理的な組織の反応であるとされる。また、取締役会の規模と環境依存性との関係について、メタ分析により、取締役会の規模と企業の財務パフォーマンスとの間に正の相関があることを示したものもある。取締役会の構成とその規模は、外部環境だけでなく、企業の現在の戦略や過去の財務実績に左右される。より一般的な見方をすれば、取締

(28) Id. at 16.
(29) Id.

役会の構成員が提供する資源は企業のニーズと一致すべきである。これは、取締役の数だけでなく、（会社にもたらすことのできる資源という観点から見た）取締役の類型（type）が重要であることを意味する。取締役が組織に提供することができる利益としては、4つが挙げられる[30]。

①アドバイスや助言：より一般的には、これまでの専門知識、経験、スキルから得られた情報で、より高い成果を上げるために利用できるもの。

② 企業外部の組織、情報チャネルへのアクセス：これは、取引コストを削減し、外部環境の不確実性に対処するための有用性を高める。執行役員の外部とのつながりは、戦略策定プロセスやその後の企業業績において重要な役割を果たす。例えば、戦略的情報や機会、他の企業の課題や業務に関する情報を明らかにする際に、執行役員の外部とのつながりは、アクセスを容易にする。

③企業外部の重要な要素からのコミットメントや支援：企業は、金融機関、政治団体、その他の重要な利害関係者（顧客、サプライヤー、地域社会など）から、より多くのコミットメントと支援を生み出すために、これらの利害関係者の代表を取締役会の実質的な構成員として招聘することも可能である。

④正当性：企業の評判と信頼性の観点からの取締役会を構成する取締役の名声が組織の価値を高めることができる。正当性は企業の外部依存を最小化するものであり、この理論の前提を検証し測定するために行われた実証分析として、例えば、企業が地域社会の有力者を取締役会に引き入れ、協力させる能力と、環境から重要な資源を獲得する能力との間に正の相関があることを明らかにしたもの、特定のタイプの資源である金融資源に注目し、企業が新しい資金源にアクセスする能力が、その取締役会に金融機関が参加しているかどうかに依存することを明らかとしたものがある[31]。

さらに、資源依存の理論によれば、企業が取締役会から提供される資源から最も恩恵を受けることができる特定の状況や条件の分析に向けて注意することが求められる。例えば、企業のライフサイクルと取締役会の役割との関連につ

（30）Id. at 16-17.

（31）Id. at 17-18.

いての重要性を強調するものもある。さらに、取締役会、または会社の特徴を調査した実証研究において、規模や構成といったいくつかの取締役会の特徴と、小規模企業が獲得する業績との間に有意な関係があるとしたものもある[32]。

資源依存理論によれば、企業の内部資源は競争優位の源泉である。様々な資産の中でも、人的資本は、技術と能力の開発を促進し、経営と監督の質を向上させることができる重要な資源である。この観点からは、取締役会を支配(control) の場であるとする概念から、様々な環境要因によって決まるより多面的な役割へ改善することを示唆する。取締役会は、企業とその環境および企業が依存する外部資源との間の重要な繋がりを構成する一方、組織に有用な情報を提供し、コミュニケーションのチャネルを確保し、環境の重要な要素から支援を受けることを助け、企業の評判とパフォーマンスを向上させる結果をもたらすことが期待される[33]。

(5) 制度論 (The Institutional Theory)

制度論は、これまでの理論とは全く異なる観点から、組織の行動を説明する。この理論の主要な目的は、認知や期待といった象徴的環境と規則や機能といった規制的環境に対して企業がどのように適応していくかを説明するところにである。実際、組織は制度的な環境に埋め込まれているため、組織のダイナミクスは、より大きな環境の規制や構造への複製やレプリカとなる傾向がある[34]。

この想定の下、企業は同じような状況に置かれると、同じような適応をみせる傾向がある。これは、企業（より一般的な組織）がその集団で受け入れられている規範に適合することを意味する同質化（isomorphism）の問題として知られる。同質化を説明するメカニズムとしては、①組織が依存している社会や外部の構成員における文化的な期待が、組織に一定の変化を強いる強制的なメカニズム、②組織が専門化することにより、適切な行動指針の導入が迫られる規範的メカニズム、そして ③組織が、その行動が合理的であり、逸脱や後退と思われたくないという欲求から、他の組織の成功したロールモデルを真似す

(32) Id. at 18.

(33) Id. 9 Aluchna & Szapiro at 17.

(34) Id. 9 Pirolo at 18.

る擬制メカニズムの３つがある[35]。

同質化を説明するのに有効なメカニズムがどのようなものであるにせよ、このプロセスの結果、組織の行動は、時間とともに、組織とその環境の中で正統化された行動パターンとして、大きく反映される。組織的行動の実践により、規範も変化し、制度化される。つまり、制度化とは、ある特定の構成要素や活動のセットが規範的・認知的に保持され、規則とみなされるようになる過程と定義できる。既存の規範の実践が、執行力を伴うものとなるとき、強制的または同質的な手段によって制度化されることが目標となる[36]。

にもかかわらず、この理論は、組織が外部環境で発生した変化に適合する程度が異なる可能性が認められる。実際、同質化への圧力は、企業の戦略的ポジショニングだけでなく、規制政策によっても増幅されたり、低減されたりする。このような状況において、取締役会は、社会的なルールや慣習といった外圧に対応し、最終的には企業の正当性を確保することを目的とする。そのために、外部環境の分析を入念に行い、期待の変化に迅速に対応することが求められる[37]。

制度的な視点は、これまで取締役会の多様化を説明するためにあまり用いられてこなかった。しかし、最近の比較分析によれば、国ごとの制度の違いが強調される。このアプローチは、企業行動、戦略、ベストプラクティスの実践が、制度的な文脈に大きく組み込まれていることを示唆する。組織は、環境からの影響を転換するための理論的な方法を有している。高い適応性と柔軟性を持つ企業もあれば、遅れをとる企業もある。環境と社会生活におけるジェンダーの多様性を促進または阻害する環境要因について示唆したものもある。特に、比較分析によれば、文化的・社会的規範、制度的環境、法的・政治的制度の重要性が明らかにされている。この枠組みによる研究によれば、女性が業務を行う制度的環境と組織の状況は、企業での行動、共有された価値観、一般的なリーダーシップスタイル、昇進のパターンを決定することを

（35）Id. at 19.

（36）Id.

（37）Id.

示している[38]。

(6) ダイバーシティ・マネジメント (Diversity Management)

ダイバーシティ・マネジメントとは、職場のグループや組織に、さまざまな属性を持つ人々を受け入れることを意味する。このアプローチは、異質性がコミュニケーションを刺激し、議論を豊かにし、問題解決に貢献し、柔軟性を高め、戦略における選択肢に多様な観点を提供することから、多様性それ自体に価値があるとする。ダイバーシティという概念は、異なる経歴や経験を持つ構成員が、チームのパフォーマンスを向上させるため、価値を創造する潜在的な機会であると考える。具体的には、同質的な知覚や集団・文化的思考といった症状がもたらす問題を克服することによって、多くの利点がもたらされる。多様性が高まれば、地域市場や顧客に対する理解が深まり、優秀な人材の確保や維持が容易になり、創造性や問題解決力が高まり、組織の柔軟性が向上する。ダイバーシティ・マネジメントの枠組みにおける研究は、トップマネジメント・チームや上級職に関しても言えることであり、組織階層の最上位レベルでの行動を説明する[39]。

以上の取締役会の多様化へ向けた基礎理論を前提として、以下では、欧州の企業役員の多様化へ向けた法令・ガイドラインについて概観し「Ⅱ」、米国の企業役員の多様化へ向けた取組みの背景と目的について比較法的な見地からその特徴について検討する。

Ⅲ．欧州の企業役員の多様化へ向けた法令・ガイドライン

1．EU の企業役員の多様化へ向けた取組み

EU の女性を中心とする過小評価グループの社会進出へ向けた取組みは、ノルウェーを嚆矢として公的部門から始まった。1975 年に左派社会党が候補者選定に割当制度を導入して以降、保守・中道系を含む政党も、これを追随した。

(38) Id. 9 Aluchna & Szapiro at 16.

(39) Id. at 18.

その後1988年には、国の委員会に、1992年には地方自治体の委員会に割当制度が導入された。ノルウェーが公的部門の割当制度が可能であった背景としては、社会的階級による格差が比較的小さく、公正や平等、連帯といった価値観が尊重されてきたため、男女の不平等の是正についても政府に抵抗がなかったことが挙げられる[(40)]。欧州の割当制度に大きな影響を与えたのは、1979年に採択された「女子差別撤廃条約 (Convention on the Elimination of all forms of Discrimination Against Women: CEDAW」である。女子差別撤廃条約は、締約国が女子に対するあらゆる形態の差別を非難し撤廃する政策を、適切な手段により遅滞なく追求すべく合意し、積極的是正措置を含む各種の措置を採らせることを内容とする[(41)]。

民間部門における割当制度についてもノルウェーは先陣を切って導入した。ノルウェーは、2003年に会社法を改正し、全ての公開会社を対象として、2005年6月を期限として、最低40％の女性役員の導入を自主的に導入するよう促した。しかし、自主的な取組みが進まなかったため、2005年6月1日から40％以上とすることを罰則付きで義務化した[(42)]。罰則は厳しく、警告から罰金、会社の解散にまで及ぶ。

2006年、欧州経済共同体は、「雇用と職業に関する男女の機会均等と平等な扱いの原則の実施に関する指令」（2006/54/EC）を採択した。2009年12月リスボン協定が発効して以降は、欧州連合運営条約10条に基づいて、欧州委員会は、女性の地位向上の取組みが行ってきた。欧州において、女性役員の導入が急速に進んだのは、2013年11月に、「非業務執行役員におけるジェンダー・バランスの改善 (Improving the Gender Balance among Non-Executive Directors of Companies Listed on Stock Exchanges and Related Measures)」

---

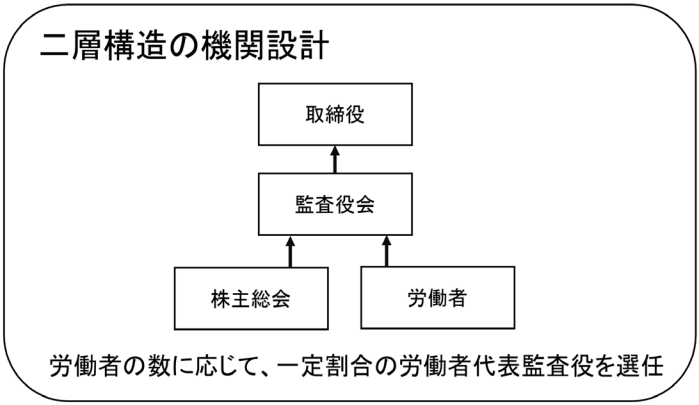
(40) 木下淑恵「女性と政治」岡沢憲芙他編著『ノルウェーの政治－独自路線の選択－』（早稲田大学出版部・2004年）167頁以下。

(41) 下記URL参照
[https://www.ohchr.org/Documents/ProfessionalInterest/cedaw.pdf]

(42) Marit Hoel, The Quota Story: Five Years of Change in Norway, Susan Vinnicombe et al. Women on Corporate Boards of Directors, Edward Elgar Publishing Limited, 79 (2008)

(2012/0299 (COD)) [43] と題する指令の採択以降である。指令の採択には、経済界の強い反発があった。しかし、2009 年 10 月のギリシャの財政問題に端を発する欧州債務危機により、同質集団による企業経営に対する批判の高まりがあり [44]、コーポレート・ガバナンスの強化の見地から採択に至った。

欧州では、株主総会のみで取締役会構成員が選任され、過半数の非業務執行取締役（社外取締役）から指名委員会等を構成する単層構造の機関設計の国、株主と労働者の代表から業務執行に関与しない監査役会（supervisory boards）を構成し、監査役会が業務執行取締役を指名する二層構造の機関設計の国がある。



規制対象が非業務執行役員（単層構造の機関の非業務執行取締役（社外取締役）、二層構造の機関の監査役）に限定された理由として、企業役員の多様性を確保する要請がある一方で、企業の日常業務に関する干渉を最小限にする

(43) 下記 URL 参照
[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0614&from=EN]。

(44) 野村浩子「揺れる欧州、女性役員クウォータは要らない？」日経ビジネス (2014 年 3 月 31 日) 。

必要があったことが挙げられる[45]。

指令は、2028年までの時限立法として、加盟国に対し、2020年までに民間部門において、会社の取締役会の非業務執行取締役の最低40%を過小評価グループの性別から構成することを目標とし、その取組に対する報告義務を課す。40%の目標を達成するため女性を積極的に採用する措置（4条(1)(3)-(5)）を採らない加盟国は、それ以外の措置を採用し、それが有効であることの説明が求められる（9条(2)）[46]。もっとも、民間部門の割当制度の導入をめぐっては、内政干渉や[47]、イデオロギーの観点[48]から同案に反対する国もあった。そこで、採択に先だって、2011年3月までに上場企業に女性取締役の比率を向上させるための自主規制を要請することとし、割当制度は最終手段とされた[49]。

女性取締役の導入については、①制裁を伴う法律で対応する国[50]、②制裁を伴わない法律で対応する国[51]、③業界の自主規制やガイドライン等に委ね

(45) 2012/0299 (COD) (EN) at 5.

(46) 松井智予「フランス企業における女性取締役とクウォータ」金融法研究34号166頁。指令の基本的な発想は女子差別撤廃条約と共通する。すなわち、①加盟国に非業務執行取締役の40%以上49%以下を過小代表グループの性別から構成する積極的是正措置を講じさせ（4条）、②40%の目標を達成するため女性を積極的に採用する措置を採らない加盟国に、それ以外の措置を採用することを求め、その有効性についての説明を求める（5条3号）。③加盟国に制定した法令の本文について報告義務を課し（8条）、④加盟国から選任された委員会に審議検討の上、評価させる（9条）というものである。Id. at 11-28.

(47) ドイツ、オランダ、スウェーデンが挙げられる。もっとも、ドイツは後に割当制度を立法化した。

(48) ハンガリーとポーランドが挙げられる。

(49) 前掲註45松井)167頁。

(50) フランス、イタリア、ベルギー等が挙げられる。フランスの取締役会クウォータ制度は、主に商法典の株式会社等に関する規定及び国の公企業の取締役会等について定める法律第85-675号を改正する法律によって導入された。詳しくは、服部有希「フランスにおける取締役等へのクウォータ制の導入」外国の立法257号（2013年9月）3頁以下。

(51) オランダ、スペイン、デンマーク、ドイツ等が挙げられる。

る国に分類される。また、法律で対応する場合には、会社法で対応するか[52]、それ以外の法律で対応するか、法律の他に業界の自主的なガイドライン等を伴うかによっても分けられる[53]。一般に、規制手段が厳しい程、女性取締役の比率は上昇する傾向が見られる[54]。

欧州において割当制度の導入が進んだのは、公的部門において割当制度が導入の経験があったこと、労使共同決定制度を採用する調整型資本主義の国において、従業員代表監査役といったステーク・ホルダー代表制度に馴染みがあったこと、取締役会に比べて監査役会に割当制度を導入するのは容易であったことが挙げられる[55]。

他方、欧州委員会は2013年に会計指令（Directive 2013/34/EU）を採択し[56]、大規模企業(上場企業および非上場企業で従業員が250名を超える企業等)を対象として、特定の事業に関連する財務、非財務上の主要なパフォーマンス指標(KPI)を伴う管理報告書(management report)の作成を義務づけた。この指標には従業員に関する事項も含まれる（17条(e)）。2014年には、環境および社会問題に関するEU企業の透明性と業績を向上させ、長期的な経

---

(52) 会社法に規定を置く国としては、ノルウェー、オランダ等が挙げられる。オランダについて田邊真敏「オランダ会社法の女性役員クオータ規定－ユトレヒト大学・ランブーイ博士の調査研究を踏まえて－」修道法学37巻2号481(1)頁以下参照。

(53) 前掲註田邊）32頁。柴山恵美子「欧州連合のクウォータ2020戦略」『活躍する女性会社役員の国際比較』渡辺峻他編著(2016年)217頁以下参照。

(54) Yaron G. Nili, “Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms” Indiana Law Journal, Vol. 94, 145 (2019) at 193.

(55) 監査役会（Supervisory boards）のみに割当制度を導入した国としては、ノルウェー、アイスランド、フランス、ドイツが挙げられる。これに対して、取締役会（executive bords）の両方に割当制度を導入した国として、オランダ、ベルギー、イタリア、スペインが挙げられる。監査役会と取締役会の両者に割当制度を導入するよりも、監査役会のみに割当制度を導入する方が企業にとっては容易である。Patricia Gabaldon et al. “Gender Diversity in the Boardroom: The Multiple Versions of Quota laws in Europe”, Cathrine Seierstad et al. ed., Gender Diversity in the Boardroom, Vol. 1: The Use of Different Quota Regulations, Springer 223 (2017) at 237.

(56) 下記URL参照
[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034&from=EN]。

済成長と雇用に効果的に貢献することを目指して非財務情報に関する開示指令 (Directive 2014/95/EU) として改正した [57]。改正指令では、従業員 500 名以上の EU 域内の上場企業等に対して、ESG に関連する非財務情報の開示を求める。大規模上場企業は、役員の多様性に関する情報開示についても求められることとなった (20 条 (g))。また、2017 年 5 月、投資家の透明性を高め、投資決定における ESG 要素の統合、長期的な株主関与のレベルと質、および投資家の投資責任と報酬体系と中長期的なパフォーマンスとの関連について投資家に説明責任を負わせ、EU 企業の安定性と持続可能性を高めるため、株主権指令 (shareholder Rights Directive: SRD) が改正された（Directive 2017/828/EU）[58]。

以上のように、EU の取締役会の多様化の取組みは、公的部門を中心として、正義・衡平の理念に基づく差別の撤廃や、労使共同決定制度を前提としたステーク・ホルダー論の影響を強く受けたものであると言えよう。ただし近年は、持続的な企業の発展をめざして、企業役員のみならず、投資家に対しても、スチュワード・シップ責任を強化する流れにある。

（2）英国の企業役員の多様化へ向けた取組み

以上のような EU の取組みに対し、単層構造の機関設計を採用するコモン・ローの国である英国は、経済界の反発を受けて割当制度の採用に反対してきた。英国は、移民問題等を背景に、2020 年 1 月 31 日に EU を離脱したが、企業役員の多様化について、当初は英国財務報告評議会（Financial Reporting Council：FRC）策定のガイドラインによって対応してきた。しかし、近年は会社法における開示制度等によっても対応する動きが見られる。

英国は、相次ぐ企業の不祥事を受け、健全なコーポレート・ガバナンスの構築の見地から、キャドバリー委員会を設置し、1992 年に、「キャドバリー報告書」を発表した [59]。その後、同報告書は、「グリーンベリー報告書」（1995 年）、「ハ

---

(57) 下記 URL 参照
[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095]。

(58) 下記 URL 参照 [ttps://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN]。

(59) 下記 URL 参照
[https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf]。

ンペル報告書」（1998 年）の規範、原則を統合し、1998 年にロンドン証券取引所によって、上場規則を構成する統合規範（Combined Code）として編成した。2008 年に改訂された統合規範は、ヒッグス報告書 (2003 年)、タイソン報告書（2003 年）、ウォーカー報告書 (2009 年) の勧告を踏まえ、英国財務報告評議会（Financial Reporting Council：FRC）より 2010 年に、統合規範の規律対象を明らかとし、発行主体である企業に対しては、「コーポレート・ガバナンス・コード」、投資家側に対して「スチュワード・シップ・コード」として公表した。英国においては、金融危機を引き起こした経営陣の中長期の利益を犠牲にして短期利益を追求する「ショート・ターミズム」の問題に対して、株主によるエンゲージメントを強化する方向で議論が進んだ [60]。

英国は、2006 年の会社法改正において、伝統的な株主第一主義（shareholder Primacy）を採用する取締役の信認義務を修正し、従業員をはじめとするステーク・ホルダーの利益への配慮を要する包括的（inclusive）アプローチへ転換した（172 条）[61]。172 条の会社の成功を促進する義務を取締役に履行させるため、事業報告書の作成と開示が義務付けられる（417 条）。2006 年改正当時の会社法の事業報告の記載事項として、環境に関する事項、会社の従業員、社会およびコミュニティに関する事項が挙げられる（同条 (b)(ⅰ)-(ⅲ)）。コーポレート・ガバナンス・コードの改訂による取締役会の多様化へ向けた取組みも、2006 年会社法改正の影響を受けたものである。

2010 年のコーポレート・ガバナンス・コードでは、ジェンダーを含む取締

---

(60) 田村俊夫「株主主導の新ステーク・ホルダー主義：ESG・SDGs 時代のコーポレートガバナンス」資本市場リサーチ 56(2020 年夏季）号 134 頁以下、149 頁。

(61) 杉浦保友「英国新会社法の下での取締役によるステーク・ホルダー利益考慮義務」『EU スタディーズ 4 企業の社会的責任』(勁草書房・2007 年)197 頁以下。172 条は、取締役は会社の事業に成功をもたらす可能性が最も高いと誠実に判断 する方法によって、行動しなければならないとした上、その目的達成のため、一定の意思決定がもたらす可能性のある長期的な影響 (a)、労働者の利益 (b)、供給業者・ 顧客その他の事業上の関係を強化する必要性 (c)、会社の事業が地域社会および環 境に与える影響 (d)、高い事業活動上の評価を維持することの妥当性 (e)、構成員 (members) を平等に扱う必要を考慮しなければならないと規定する。

役会の多様性について言及される[62]。コードでは、取締役候補者の選別、取締役の選任は、そのメリット、客観的な基準に照らし、性別を含む、取締役会における多様性の利点を十分に考慮して実施しなければならないとする（B・2 補足原則）[63]。同年、政府は産業界と共同で、上場企業を対象として、より多くの女性取締役の選任へ向けた障害を明確にし、取締役会の女性割合を増加させるための施策を勧告するため、ダーヴィス委員会を設置し、翌 2011 年 2 月「取締役会における女性 (Women on Boards)」と題する報告書（ダーヴィス報告書）[64] を公表した。

報告書は、コンサルタント会社等の複数の報告書を引用し、「取締役会や経営陣のトップに女性が多く参加している企業は、そうでない企業よりも……業績に肯定的な影響を与える。取締役会は、様々な人生経験に基づいた多様な意見を反映させれば、より良い意思決定ができることは明らかである。その意見には、女性も含まれなければならない。他方、現在の女性取締役の増加率では、英国の大企業 100 社の取締役会におけるジェンダー・バランスを達成するには、70 年以上かかると考えられ、このペースの変化では十分ではない。この課題の一部は、供給、つまり企業の中間管理職に関するものである。……他方で、英国には、取締役となる能力を有するにもかかわらず、現在は取締役を務めていない女性が存在するという需要の問題もある。これらの課題を解決するには、英国企業の会長や CEO が行動し、投資家や上級職のリクルート会社などの企業関係者がそれを支援する必要がある。また、政府も支援しなければならない」とする[65]。

---

(62) 英国の取組みについて、本間美奈子「英国の上場会社における取締役への女性登用を促進する取組み」早稲田法学 94 巻 3 号 335 頁以下参照。

(63) The U.K Corporate Governance Code (June 2010) at 13. 下記 URL 参照 [https://www.frc.org.uk/getattachment/31631a7a-bc5c-4e7b-bc3a-972b7f17d5e2/UK-Corp-Gov-Code-June-2010.pdf]。

(64) Women on boards (February 2011).
下記 URL 参照
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf]。

(65) Id. at 3.

報告書の策定過程において、取締役会の女性の数を増加させるためには、割当制度の導入しかないとする意見もあった。しかし、2,654件の回答のうち、割当制度の導入を推奨する意見は全体の11%に過ぎなかった。結論として報告書は、取締役の選任は、ビジネスにおける需要、技能、能力に基づいて行われるべきだと考えており、割当制度の導入を推奨しない。ただし、委員会は、政府が経済界主導のアプローチで大きな変化が得られない場合に備えて、より厳格な代替案を導入する権利を留保すべきとした[(66)]。その上で、ダーヴィス報告書は10項目からなる勧告をおこなった[(67)]。2015年10月には、ダーヴィス報告書以降の5年間の評価の抄録として「英国の取締役会におけるジェンダー・バランスの改善」とする報告書が出された[(68)]。

ダーヴィス報告書の勧告を受け、上級職の人材紹介会社は2011年に業界の自主的な行為規範を策定した。2010年コーポレート・ガバナンス・コードは、2012年、2016年、2018年に改訂されたが、2012年以降のコードの改訂において、

---

(66) Id. at 2.

(67) Id. at 18-21. 10項目からなるダーヴィス報告書の勧告の概要は下記の通りである。FTSE100の企業は、2015年を目標として取締役会における女性の割合を25%以上とする。FTSE250の企業は、より長期間をかけて、女性の割合を25%とする（勧告1）。FTSE350の企業は、取締役、上級管理職、企業全体における女性の割合を2013年10月以降開示する（勧告2）。FRCは、コーポレート・ガバナンス・コードを改訂し、2012年10月以降、上場企業に取締役会の多様性に関する方針の策定する（勧告3）。FTSE350の企業は、取締役会における女性の割合を増加させるための意欲的な目標、企業内の男女の内訳、取締役会の多様性に関する方針を開示する（勧告4）。FTSE350の企業の指名委員会は、人材発掘と選任の過程、および企業内の多様性にどのように対処しているかについて意義のある開示を行う（勧告5）。投資家は、FTSE350の企業に対し、ジェンダーと取締役会の多様性について積極的な関与と行動を求める（勧告6）。FTSE350の企業は非業務執行取締役を公募する（勧告7）。性別の多様性の領域で実践の手引を促進するため、上級職管理職の紹介会社は、業界標準となる自主的規範を策定する（勧告8）。英国の企業の取締役候補者となる企業社会内外の女性に教育と訓練の機会をあたえる（勧告9）。運営委員会は、6ヶ月ごとに会合を開き、進捗状況を確認する（勧告10）。

(68) Women on Boards Davis Review Five Year Summery (Oct. 2015). 下記URL参照[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/482059/BIS-15-585-women-on-boards-davies-review-5-year-summary-october-2015.pdf]。

取締役会の多様性に関する原則が導入された。2018年の改訂では、取締役への選任は、公式かつ厳格で透明性のある手順に従うべきであり、取締役および上級管理職の効果的な後継者計画を維持すべきであり、選任と後継者育成計画はいずれも、その利益と客観的な基準によるべきとし（原則３.J)、取締役会と、その委員会は、技術、経験、知識が組み合わさったものでなければならない（原則３.K)、取締役会の年次評価 (Annual evaluation) において、その構成員、多様性、いかに目的達成に向けて構成員が協力するか考慮しなければならない（原則３.L）とする[(69)]。また、2016年にメイ首相は、グローバリズムに伴う格差拡大に対する批判を受け、従業員代表を企業の取締役会の構成員とすることを提案した[(70)]。同案は廃案となったが、2018年のコーポレートにおいては、従業員代表取締役の選任を含む３つから１つ以上の措置の採用が「説明せよ、さもなくば、遵守せよ」の形式で導入された（原則 1.D.E.・５条）[(71)]。

また、英国金融行為規制機構（ Financial Conduct Authority：FCA）は2021年７月28日、上場企業の開示・透明性に関する指針を改訂予定であることを公表した。指針案は10月22日まで産業界や市場関係者から意見を公募し、

---

(69) The U.K. Corporate Governance Code (July 2018) at 8.
下記 URL 参照
[https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF]。

(70) 宮垣淳一「雇用不安時代のコーポレート・ガバナンス－英国メイ首相「従業員代表を取締役に」ニッセイ基礎研究所（2016年10月31日)。

(71) The U.K. Corporate Governance Code (July, 2018) at 4-5.
５条によれば、取締役会は、会社のその他の主要なステーク・ホルダーの意見を理解し、どのような関心を持っているか、2006年改正会社法172条に規定される事項について、取締役会の議論と決議において、どのように考慮されたかを年次報告書に記載しなければならない。取締役会は、従業員に対するエンゲージメントの仕組みが効果的なものとなるよう、適時見直さなければならない。取締役会は、従業員とのエンゲージメントについては、①従業員から選任された取締役、②公式な従業員諮問委員会（workforce advisory panel)、③非業務執行取締役の指名から１つ以上の組合せを用いなければならないとされ、取締役会が、これらの方法を選択しなかった場合は、どのような代替措置がとられているのか、またそれが効果的であるか説明しなければならないとする。

年内に改訂予定であり、2022年1月以降の会計年度から適用される。指針案は、年次報告書による開示の方式を維持し、割当制度を導入するものではない。ただし、多様性について、①英国の主要な証券取引所の上場企業を対象とし、②取締役会の少なくとも40％を女性（自認も含む）とすること、③取締役会の上級職（会長、最高経営責任者（CEO）、最高財務責任者（CFO）、上級独立取締役（SID））の内、少なくとも1名は女性を含むこと、④取締役会の構成員のうち少なくとも1名は、非白人系少数民族（国家統計局の定義による）の出身者とすること、⑤開示事項となる主要な取締役によって構成される委員会には、英国コーポレート・ガバナンス・コードで要求される監査、報酬、指名に関する委員会が含まれるものとする[(72)]。

2006年会社法自体も、非財務情報の開示への要請が高まり、2013年会社改革規則により改正された。この改正により、417条は削除され、事業報告書に代えて、戦略報告書と取締役会報告書の作成が求められることとなった（414条A）。戦略報告書は、それまで取締役会報告書の記載事項であったものの殆どが残り、戦略報告書の記載事項となったが、新たに上場会社に対して、会社の取締役、上級管理職、従業員の性別（414条C(8)）、および人権問題と方針に関する開示が求められるようになった（414条C(7)(b)(ⅲ)）[(73)]。

以上のように、取締役会の多様化に関する取組について、EUにおいては、法令による割当制度の方式を採用してきたのに対し、英国は原則としてソフト・ローによる対応を行ってきた。英国は、2006年改正会社法で、取締役の信認義務を、啓発された株主価値（Enlightened Shareholders Value: ESV）を重視したものに転換しつつ、企業に対しては、「コーポレート・ガバナンス・コード」、投資家側に対して「スチュワード・シップ・コード」として公表し取締役会の多様性を促してきた。イギリスの取締役会の多様化の背景としては、エージェンシー理論のみならず、スチュワード・シップ理論等の影響も見られる。もっとも、英国においても、近年は企業の自主的な取組みのみならず、会

(72) 下記URL参照
[https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-consults-proposals-boost-disclosure-diversity-listed-company-boards-executive-committees]。

(73) 下記URL参照
[https://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1970/regulation/3/made]。

社法自体の非財務情報の開示事項として、取締役会の多様化を促す傾向が見られる。また、労使共同決定制度を導入へ向けた動きも見られることから、英国のガバナンスは、欧州同様によりステーク・ホルダーの利益を重視したものへ向かいつつあるといえる。

Ⅳ．米国の企業役員の多様化へ向けた取組みの背景と目的、その特徴

以上、コーポレート・ガバナンスの見地から、欧州の女性を中心とする過小代表グループの企業役員登用へ向けた取り組みについて概観した。以下では、欧州との比較の見地から、米国の企業役員の多様化の背景と目的について検討する。

米国企業における取締役会の多様化へ向けた取組みは結論先取的にいえば、①社会正義と組織の中での差別の撤廃と人権の確立、②コーポレート・ガバナンスの強化の両者の流れを受けたものである。米国の取締役会の多様化へ向けた取組みの背景には、公民権運動や、金融不祥事等を受けたものであるが、特にコーポレート・ガバナンスの観点からは、それぞれの時代において重視された目的や理論的背景も異なり、それぞれの要素が複雑に絡み合っている。以下、①②について、時系列に沿って概観する。

1．社会正義と組織の中での差別の撤廃と人権の確立

米国において、女性を中心とする過小代表グループの地位向上の初期の取組みとして、1944年ニューヨーク州バッファロー出身の共和党女性議員スタンレー氏（Winifred C. Stanley）(74) による「性別による賃金差別の禁止」に関

(74) スタンレー議員は、「第二次世界大戦中、何百万人もの女性が銃後の労働に従事してきたが、戦時における、意欲 (drive) と熱意をもった女性の献身を平時においても維持したい」とのべる。U.S. House of Representatives, History, Arts & Archives 下記 URL 参照
[https://history.house.gov/Historical-Highlights/1901-1950/Representative-Winifred-Stanley-of-New-York/]。なお、わが国においても、第二次世界大戦中、女

する法案 (H.R. 5056) [75] が挙げられる。法案は、労働委員会に提出されたが成立には至らず、1963 年 6 月の公正労働基準法（Fair Labor Standards Act of 1938）[76] を修正する同一賃金法（Equal Pay Act 1963）[77] の成立まで待たなければならなかった。同一賃金法の背景には、1950 年代頃からの公民権運動の影響が見られる [78]。この運動は全米に広がりを見せ、人種差別の問題のみならず、性別や出身国による差別の問題にまで波及するようになる [79]。

同一賃金法が制定された翌 1964 年、公民権法 (The Civil Rights Act of 1964) が成立し、人種、肌の色、宗教、性別、出身国の 5 項目を根拠とする雇用差別は禁止され（第 7 編）[80]、翌 1965 年、米国雇用機会均等委員会（The U.S. Equal Employment Opportunity Commission : EEOC）[81] が設置された。1972 年には連邦議会は、公民権法第 7 編を改正し「雇用機会均等法（The Equal Employment Opportunity Act of 1972)」を制定した。この法律によっ

性の労働力が必要とされた結果、女性の労働環境が整備され、結果として社会における女性の地位向上につながったともいわれる。

(75) 下記 URL 参照
[https://catalog.archives.gov/id/4397822]。

(76) 米国の最低賃金制度の経緯について詳しくは、笹島芳雄「アメリカ合衆国の最低賃金制度の経緯、実態と課題」日本労働研究雑誌 593 号（2009 年 12 月）55 頁以下。

(77) 下記 URL 参照
[https://www.eeoc.gov/statutes/equal-pay-act-1963]。

(78) 1954 年に、公立学校における人種分離を違憲とした連邦最高裁判決が出され、その後、1955 年に黒人女性が、白人専用座席に座り逮捕され、1956 年頃からキング牧師らによる抗議運動が行われるようになった。

(79) 藤田真樹 = 吉田友紀「米国の取締役会の多様化へ向けた課題 − カリフォルニア州の過小代表グループの割当制度を中心として −」駒澤法曹 17 号（2021 年 3 月）123 頁以下以下、吉田 128 頁。

(80) 久保田きぬ子「アメリカ公民権法 = 1 世紀にわたる理性の戦い」アメリカ研究 1968 巻 2 号 (1968 年) 161 頁以下、奥山明良「アメリカにおける雇用差別とその法的救済 − 公民権法第七編を中心に −」(1)-(3・完)、成城法学 4 号 (1979 年 6 月)1 頁以下、成城法学 5 号 (1979 年 9 月)145 頁以下、成城法学 6 号 (1980 年 2 月)29 頁以下参照。

(81) 米国雇用機会均等委員会（EEOC）の目的は、人種、肌の色、宗教、性別（妊娠、トランスジェンダー、性的指向を含む)、国籍、年齢、障害または遺伝情報による雇用差別を禁止するために連邦法を執行するところにある。
下記 URL 参照
[https://www.eeoc.gov/overview]

て、EEOC は、雇用差別に対して法的措置を採ることが可能となった[(82)]。この他、米国においては、1967 年に「雇用における年齢差別（禁止）法（The Age Discrimination in Employment Act of 1967）」[(83)] が制定され 40 歳以上の雇用差別が禁止され、1975 年の改正でその保護される対象年齢は拡大した[(84)]。1990 年には「身体障碍者法」が成立し、能力があっても身障者であることを理由の雇用差別をすることを禁止するもので、公民権法第 7 編に定められていた 5 つの分野に 6 つ目が加えられ、1991 年改正公民権法が成立し、懲罰的な損害賠償請求が認められるようになり、その額も高額化していった。このような公民権運動を端緒とする一連の法改正を受け、企業もそれに対応する必要に迫られ、コンプライアンスの観点から、採用、人事評価と賃金体系、昇給や昇進、懲戒を含む一連の人事労務管理制度が整備された。職務型人事制度も、人事における客観性や透明性を高めることによって、恣意的な采配が人種差別と結びつく可能性を排除するために確立されたものである[(85)]。

カリフォルニア州は、米国の過小代表グループに地位向上について革新的な取組みを行ってきた州である。同州は、1964 年の公民権法第 7 編の成立を受け、女性を中心とする過小代表グループの教育、雇用差別の解消等に向けた取組を先導した[(86)]。同州では、1970 年代後半から、同一価値労働同一賃金の原

---

(82) 前掲註 80 奥山 (2) (1979 年 9 月)155 頁以下。

(83) 下記 URL 参照
[https://www.eeoc.gov/statutes/age-discrimination-employment-act-1967]。

(84) 下記 URL 参照
[https://www.dol.gov/agencies/oasam/regulatory/statutes/age-discrimination-act]。

(85) 1978 年の「改正公務員法」によって、既婚・未婚の別、政治的信条、縁故などをもとにした雇用や処遇の差別禁止が人事政策として導入されが、この法律は、公的部門のみならず民間企業に対しても影響を及ぼした。1980 年代には、性別や、性的指向、障害に基づく雇用差別、職場におけるセクシャル・ハラスメントに関する判例理論が蓄積されるようになり、企業はこれらの問題への対応を迫られるようになった。後掲註 126 尾崎 (2017 年)29 頁、前掲註 79 藤田 = 吉田)129 頁。

(86) 詳しくは、Kate Sproul, “Women and Equality: A California Review of Women’s Equity Issues in Civil Rights, Education and The Workplace”, California Senate Office if Research (Feb. 1999) at1.
下記ＵＲＬ参照
[https://sor.senate.ca.gov/sites/sor.senate.ca.gov/files/Women%20and%20Equality%20A%20California%20Review%20of%20Women%E2%80%99s%20Equity%20Issues%20in%20Civil%20Rights%2C%20Education%2C%20and%20the%20Workplace.pdf]。

則 (Comparable worth) に関連する一連の法律が制定された。もっとも、カリフォルニア州人事行政局（Department of Personnel Administration: DPA）は、人事行政局に対して女性が多い職種の賃金設定について、年度毎に分析した統計の提供を求める 1981 年の法律（SB-459）を遵守して報告書を発行していたが、80 年代後半には女性割合の高い職種に関するデータの収集、分析報告を中止した [87]。その理由としては、欧州のほぼすべての国が、ILO100 号条約（Work of Equal Value）に批准し、1975 年 EU 男女同一賃金指令において、同条約が EU において法制化されたのに対し、米国は条約に批准してないこと [88]、職務評価の労働協約による導入がなかったことが推測される [89]。

このように同一価値労働同一賃金の原則 (Comparable worth) の運動は衰退する一方で、職種職能給制度自体の変革を求める運動として、1980 年代後半から、ガラスの天井（Glass Celling）と称される、女性と役員の地位との間の不可視で通過不可能な障壁に関する議論がなされるようになる。ガラスの天井の問題意識は、すぐに女性以外の過小評価グループに対しても共有されることとなった。ガラスの天井の背景には、MBA を取得し 25 年間の実務経験を有するといったような典型的な経歴を有する女性が不足しているために、上級役員に占める比率が低いという問題がある。1995 年 3 月に連邦政府が設置したガラスの天井（Glass Celling）委員会は、1990 年代初頭、Fortune 1000 および Fortune 500 の事業会社において、95%-97% の上級管理職が男性であり、97％が白人であり、Fortune 2000 の工業、サービス業の会社において、女性の上級管理職は 5% に過ぎないと推計する [90]。

連邦レベルでは、ニューヨークに拠点を置く女性の地位向上団体である Catalyst による、この時期の調査によれば、Fortune 500 の企業の内、高所得者、執行役員、取締役会構成員に占める女性の割合は小さいが上昇傾向にあ

---

(87) Id. at 40

(88) 遠藤公嗣「同一価値労働同一賃金原則の定義とそれに特有な職務評価の手法」社会政策学会第 138 回大会発表ペーパー（2019 年 5 月 18 日）10 頁。なお、EU においては、1997 年のアムステルダム条約によって、EU 基本条約 141 条に、EU 男女同一賃金指令の内容が規定された。

(89) 前掲註 11 頁。同一価値労働同一賃金原則に関する判例理論の変遷について、詳しくは、Ellen M. Ryan, “Comparable Worth: A Necessary Vehicle For Pay Equity”, 68 Marquette Law Review 93 (1984).

(90) Id. 86 Sproul at 40. 前掲註 79 藤田 = 吉田)135 頁。

る。1995 年において、会長（chair）、CEO(Chief Executive Officer)、執行役（President）である女性は、1.2% に過ぎなかったが、1997 年には、2.5% に増加した。CEO、CLC(Chief Legal Counsel) に占める割合も 1995 年には 8.7％だったが、1995 年には 10.6％に増加した。しかし、取締役会の構成員に占める割合は、1993 年に 8.3% だったが、1996 年には 10.6％に増加しているものの依然として、その割合が低いことを指摘する [91]。

カリフォルニア州の上院議員である Lucy Killea 氏は、これらの指摘を受け、女性を取締役等役員に選任するための法案の作成に着手した。1991 年には、SB-455(Ch. 669) によって、州政府規則（54973・54874）を改正し州や地方自治体の委員会等 (Local Boards and Commissions) の空席を、幾つかの州立図書館において一般に開示することとした。改正の目的は、女性を中心とするより多くの少数派グループに、委員会等のポストに空きがあることを知らせ、職業上のキャリア形成に役立てところにある。1992 年の SB-1690(Ch. 1264) は、人事行政局に対して、女性を中心とする少数派グループの賃金水準について統計をとり議会に報告させることで、ガラスの天井の問題について追跡調査させることを要求した [92]。

以上のような指摘を受け、1993 年、カリフォルア州は上院法 SB-545(Ch. 508) によって、カリフォルニア州会社法を改正し 318 条を導入した [93]。同条は、2012 年に改正されたが、その目的としては、女性及び少数派グループが、カリフォルニア州における性別、人種、民族の平等を促進し、もってコーポレート・ガバナンスにおける性別、人種、民族の平等を促進することにあるとする [94]。

318 条の概要は以下のとおりである。①州務長官 (Secretary of State) は取締役を務めることができる有能な女性及び少数派（アメリカン・インディアン、アジア系（中国、日本、韓国、太平洋諸島 (Pacific Islanders)、サモア

(91) Id. Sproul at 40-41. 前掲註藤田＝吉田 135 頁。
(92) Id. Sproul at 41. 前掲註藤田＝吉田 136 頁参照。
(93) 下記ＵＲＬ参照
[https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codes_displaySection.xhtml?sectionNum=318&lawCode=CORP]。
(94) この法案の提出は 1993 年に提出されているが、1992 年の #Mee Too 運動の影響を受けたものであるとする指摘がある。

(Samoans)、東南アジアを含むが、これらに限定されない)、黒人、フィリピン、ヒスパニックを含む有色人種）の登録簿（registry）を作成し、維持しなければならない (318 条 (a))。登録簿に記載される情報としては、学歴、専門、地域貢献活動、企業経営の経験等が挙げられるが (318 条 (b))、これの情報に加え、登録簿に登録した女性及び少数派は、取締役会の多様性に貢献する属性（性別、身体障碍、人種、民族としての起源（ethnic origin）等）を幾つでも開示することが出来る (318 条 (c))。また、想定または希望している企業の規模、業種、所在地、取締役会開催の頻度、取締役としてのエフォート、役員賠償保険や補償等、企業の特徴を提示することができる (318 条 (d))。いかなる女性や少数派も、(318 条 (b)) に関する情報を所定の様式に従って、登録簿へ記載することを州務長官に求めることが出来る。その際、履歴書と 2 通の推薦状を添付することができ、これらは登録簿の謄本 (registry transcript) の構成要素となる (318 条 (e))。

②州務長官は、登録者が記録を更新し、登録情報の正確性を保証するために必要となる規則を制定する権限を有し (318 条 (f))、登録者に登録番号を割り振り、登録番号によって登録者を識別し、318 条 (b)(c)(d) に関する情報をデータ・ベースに入力する。登録簿においては、登録者の氏名や居住区域 (street address) は開示されないが、事業所や居住地が存在する市や国 (city, country)、郵便番号は開示対象となる。③州務長官は、以下の 318 条 (i)(j) に該当する者に対してデータ・ベースの情報の利用を認める。データ・ベースの利用は直接データ・ベースを検索する方法によっても、書面による申請によってもよい (318 条 (g))。州務長官は、登録簿データ・ベースに含まれる情報を、カリフォルニア州において、データ・ベースへのアクセスや検索サービスを主たる事業として従事する資格のあるいかなる者（any person or entity）に対しても、利用を認める。ただし、これはデータ・ベースの利用者に、登録者の全ての情報についての利用を認めるものではない (318 条 (h))。また、登録簿の相当量に含まれる情報は、会社やその代理人 (Representative) が利用できるものとする。ここでいう代理人とは、弁護士、会計士、上級職のリクルーター（Retained Executive Recruiter）を意味する (318 条 (i))。また、会社の役員を実際に探しており、取締役会の空席を埋める資格のある候補者を探しだすことのみを目的として、登録簿の情報を利用しようとする者と州務長官が認める

者もアクセスが許可される (318 条 (j))。④州務長官は、登録簿への登録、データ・ベースへのアクセス、登録簿の複写に対する費用を課すことが出来る。州務長官は、コーポレート・ガバナンス委員会等の意見を聴取した上、登録簿制度の運営に関する全ての費用を支出するのに十分な総額となるように、規則によって費用を定める (318 条 (n))。州務長官は、企業に登録簿の利用を促すこと、取締役候補とりうる女性や少数派を探し出し、登録簿への参加を促すこと、登録簿を目的に沿って効果的に活用するため、関心のある当事者に研修を施すことを目的として、関係委員会と協力するものとする (318 条 (p))。州務長官は、登録者の資格等の要約を含む、取締役として従事する資質を有する女性や少数者の名簿を出版することを登録者に要請ができる (318 条 (q))。⑤州務長官は、コーポレート・ガバナンス委員会等の意見を聴取した上、3 年に 1 度、議会に対して、登録簿が女性及び少数派の選任の確保を促進するか報告しなければならない (s)。州務長官は、カリフォルニア大学 (University of California) 及びカリフォルニア州立大学（California State University）のキャンパスに、登録簿の保管する機会を与えることを知らせる。複数の大学が登録簿の保管に関心を示した場合、州務長官は、選考の移管先のキャンパスを決める。キャンパスが選ばれた場合、登録簿に記載された情報を無料で、キャンパスに移転する。大学は登録簿を本条に従って維持しなければならず、州によって徴収された利用料は大学に移転され登録簿の維持のために利用される。州務長官は、カリフォルニア大学、カリフォルニア州立大学による同意が得られるまで、この登録簿を維持する (t) [(95)]。

以上のように、カリフォルニア州においては、SEC の取組を受け、コーポレート・ガバナンスにおける性別、人種、民族の平等を促進の取組は、女性を中心とする同一価値労働同一賃金を求める運動が生じたが、1980 年代後半から、この運動の衰退とともに、職種職能給制度自体の変革を求める運動としてガラスの天井（Glass Celling）の問題が議論されるようになり、女性以外の少数派グループに対しても共有されることとなった。これを受け州政府は、取締役候補者の登録者名簿の作成することにより、女性を中心とする過小評価グル

(95) 前掲註 79 藤田＝吉田)136-138 頁参照。

ープのキャリア形成を促してきたといえる[96]。

カリフォルニア州においては、近年、性的スキャンダルに端を発する #Me Too 運動の盛り上がりや、2020 年 5 月にアフリカ系アメリカ人の黒人男性であるジョージ・フロイド (George Floyd) 氏がミネアポリス近郊で、警察官の不適切な身体の拘束によって死亡させられた事件に対する Black Lives Matter の抗議活動を受け、一層、過小評価グループの地位向上のための取組みに力を入れている。後述の上院法案（SB-826)、下院法案（AB-979）による女性を中心とする過小代表グループ出身取締役の割当制度も、このような流れを受けたものであるとする指摘がある[97]。

Black Lives Matter の抗議活動を受け、2020 年の Fortune 500 の上位 10 社[98]において、歴史的人種差別問題に対する声明を出した企業もある。例えば、ウォルマートは Fortune500 の第 1 位に位置する企業であるが、2020 年 6 月 12 日、「人種平等へ向けた我々の取組み（Advancing Our Work on Racial Equity)」と題する声明を発表した。声明は、同社の CEO であるダグ・マクミル（Doug McMillon）氏が 2020 年 6 月 5 日の午後の会議の後、全てのウォルマートの関係者 (associate) へ向けて発したノートをハイライトしたものである[99]。

声明は、同社の人種差別に対する取組みについて、「私たちが改善したいと考えている（人種差別）構造は複雑で、長い年月を経たものです。……反人種差別主義者の味方として、黒人やアフリカ系アメリカ人、ヒスパニックやラテ

---

(96) 前掲註 138 頁。

(97) #Me Too 運動と SB-826 の関連について指摘した文献として、Joan MacLeod Heminway, “Me, Too and # Me Too: Women in Congress and the Boardroom, George Washington Law Review, Vol. 87, No. 5, 1079 (2019); Ann Nenoff, “#METOO: A Look at the Influence and Limits of “Hashing Activism” to Effectuate Legal Change”, University of Illinois Law Review, Vol. 2020, No. 4, 1327 (2020) 等がある。Black Lives Matter と AB-916 の関連を指摘した文献として、Blair Johnson, “How the Black Lives Matter Movement Enhanced Corporate Governance in 2020”, The Emory Corporate Governance and Accountability Review, Vol.8, Issue 1,98 (2021).

(98) 2020 年の Fortune 500 の上位 10 社は、Walmart、Amazon、ExxonMobil、Apple、CVS Health、Berskhire Hathaway、UnitedHealth Group、McKesson、AT&T、Amerisource Bergen である。Id. Johnson at 110.

(99) Id.

ン系、アジア系、ネイティブ・アメリカン、LGBTQ、障害者、女性などが、声を上げることを大きな決断だと感じない環境を作るには、どうしたらいいでしょうか。……すべてのレベル、すべてのポジションにおいて、黒人やアフリカ系アメリカ人のアソシエイトの雇用をさらに進める必要があります。そして、彼らが当社にとどまり、キャリアを積んでいくことを保証する必要があります……私たちは、人材パイプラインを通じて、黒人やアフリカ系アメリカ人など多様なアソシエイトの継続的な社内異動を確保すべく、育成機会について慎重に検討するつもりです。そのためには、アソシエイトのための新しい育成プログラムを立ち上げるとともに、バイスプレジデントレベルまでのすべてのポジションを公募 (posting all positions) する予定です。また、私たちの業務の透明性を重視し、公正な報酬を約束します。最後に、私たちは黒人やアフリカ系アメリカ人の社員の声に耳を傾け、学び、その声を高めることに注力し、誰もが仲間に恵まれ、大切にされ、成長、開発、報酬、影響を受ける機会を平等に得られるようなウォルマートづくりにつながる変化を確実に起こしていきます」として、財務、ヘルスケア、教育、刑事司法システムの４つの主要な分野における慈善活動のイニシアティブを促進する人種平等センターの創設に１億ドル寄付すると述べる[(100)]。しかし、この声明に対しては、どれだけ実効性を伴うものか懐疑的な見解もある[(101)]。

（100）Id. at 110-111.

（101）ウォルマートはこれまでの歴史において、人種差別問題への取組みは殆ど見られない。Making Change at Walmart というプラット・フォームは、Walmart に雇用責任を果たし、従業員の生活の改善するよう求めて、全米食品商業労働組合（the United Food and Commercial Workers International）によって、開設されたものである。このウェブサイトには、アフリカ系アメリカ人など、社会的に疎外されたコミュニティに焦点を当てたセクションがある。 その中で、ウォルトン一族とアフリカ系アメリカ人の貧富の差について、ウォルトンの資産は、アフリカ系労働者の家族を合わせた資産の 79％に相当するという人種的不平等について言及される。また、2014 年に、オハイオ州は銃の携帯が許されている州（open carry）であるにも関わらず、州警察がウォルマートの店内で、球の入っていない BB 弾の銃を携帯している黒人男性を射殺した。この射殺事件から間もなくして、ウォルマートはセキュリティ・カメラに撮られた映像の公開を拒絶した。ウォルマートの歴史において、人種差別に対峙してきた歴史は事実上、存在しない。同社は、「公正と衡平に関する戦略を日常業務に取り入れる」とするが、その意味を明確にする必要がある。ウォルマートの人種差別に対する取組みが殆ど見られないばか

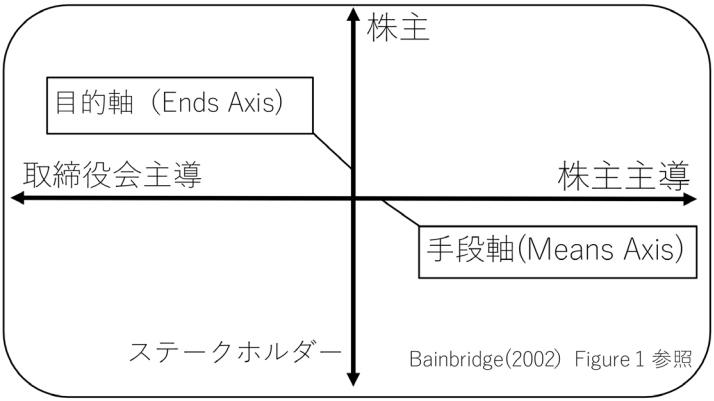
以上のように、社会正義と差別の撤廃へ向けた取組みは、第二次世界大戦後活発化し、公民権運動の時期に最盛期を見せ、人種や性別等の社会的差別の撤廃へ向けた各種の連邦法、州法が制定された。近年は、#Mee Too 運動、Black Lives Matter 等、公民権運動以来の大きな盛り上がりを見せ、カリフォルニア州をはじめとする革新的な州においては、会社法を改正し、罰則付きで女性を中心とする過小評価グループの割当制度を導入する動きも見られる。欧州と比較した場合、米国の差別の撤廃へ向けた取組みは、女性のみならず、黒人をはじめとするその他の過小評価グループによる運動の影響も大きい点が、その特徴として挙げられる。

2．コーポレート・ガバナンスの強化

米国のコーポレート・ガバナンスについて、2002 年の UCLA のスティーブン・ベインブリッジ教授は、企業の目的軸（株主価値の最大化か、ステーク・ホルダー利益の最大化か）と手段軸（会社経営に関する最終的な意思決定を行うのは、取締役会か、株主か）に分けて、コーポレート・ガバナンスについての分析を行った[(102)]。

りではなく、現在の取締役会の構成員を診ても、過小代表グループに対する取組が先進的なものであると見て取れない。というのは、ウォルマートの取締役の構成員には、有色人種が 1 人しかいないからである。Id. at 111.

（102）Stephan M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, University of California, Los Angeles, School of Law, Research Paper Series, Research Paper No.02-06 (Feb. 2002),



近年の動向も踏まえると、①経営陣主導によるステーク・ホルダー重視の企業経営、②社外取締役を中心とする取締役会主導による株主利益重視の企業経営、③ESGへ向けた機関投資家のエンゲージメントの強化、④ショート・ターミズム論争、⑤州法、連邦法における取締役会の多様化へ向けた法改正へ向けた時期に分類することができる[(103)]。以下、それぞれの時期の法令、議論について、時系列に沿って概観する。

(1) 経営陣主導によるステーク・ホルダー重視の企業経営の時期

20世紀初頭の米国においては、経営陣を中心とする株主価値を尊重する経営が行われていた。1919年のドッジ対フォードモーター事件[(104)]においては、「事業会社は、主として株主の利益のために組織、運営される。取締役の権限は、その目的のために行使される。取締役の裁量の範囲は、その目的を達成するための手段の選択までであり、目的自体の変更、利益の削減、または他の目的の

(103) この分類は、前掲註60田村)134頁以下、大塚章男『法学から考えるESGによる投資と経営』（同文館出版・2021年）56頁以下を参考とした。
(104) Dodge v. Ford Motor Company, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

ために株主へ剰余金を配当しないことまでは及ばない」[105] とする株主第一主義（Shareholder Primacy）の考えが採用されている。

しかし、1970 年代までには、株主の分散による所有と経営の分離の下、経営陣の広い裁量権の行使によって、ステーク・ホルダーの利益を重視した企業経営が確立された。18 世紀後半から 19 世紀前半は金融資本による企業支配が続いていた。しかし、19 世紀後半から 20 世紀前半にかけての一連の反トラスト法、1933 年のグラス＝スティーガル法の制定等、政府は反金融資本的な規制を行った。また第一次世界大戦後、家計による株式の保有が急激に増大し、金融資本による企業の支配力は減退した。このような状況において、アドルフ・バーリーとガーディナー・ミーンズの 1932 年の著書『現代株式会社と私有財産』によって、1929 年当時のアメリカにおける上場企業の株式が広く分散して非常に多くの零細株主によって所有され、株主による経営監視が不在の中、経営陣主導の企業の支配、すなわち「所有と経営の分離」が広がっているとの指摘がなされた[106]。

その後の第二次世界大戦と社会主義陣営との冷戦下において、経営陣主導の企業支配は確立される一方、労働者の権利の確立のための運動が活発となり、ステーク・ホルダー主義が広く受け入れられるようになる。、1970 年代になると、公民権運動の影響を受け、「企業の社会的責任」運動が活発化した。この時期は、経営者主導でありながらも、公民権運動を受けた株主による株主権の行使により、ステーク・ホルダーの利益を代表する取締役（Constituency Directors）が選任された例もある[107]。

1965 年、サウル・アリンスキー (Saul Alinsky) 氏[108] が率いる黒人活動家

（105）“a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes." Id.at 684.

（106）詳しくは、アドルフ A. バーリー & ガーデナー C. ミーンズ著、森杲訳『現代株式会社と私有財産』（北海道大学出版会・2014 年）。

（107）前掲註 60 田村)134-183 頁。

（108）サウル・アリンスキー氏について詳細は下記 URL 参照
[https://rbscp.lib.rochester.edu/finding-aids/D167]。

グループ F.I.G.H.T.（Freedom, Integration, God, Honor, Today）は、ニューヨーク州ロチェスター市において、イーストマン・コダック（Eastman Kodak）社に対し、黒人従業員の雇用と労働条件の改善を求めて交渉した。その過程で、F.I.G.H.T. はコダック社の株主となり、株主総会おいて質問権を行使するという手段に出た[(109)]。結果として、1967 年 12 月に F.I.G.H.T とコダック社との間で合意が成立した。またラルフ・ネーダー（Ralph Nader）氏は、キャンペーン GM（Campaign GM）を主宰し、ゼネラル・モーターズ社の 1970 年の株主総会において、9 つの株主提案を行った。そのうち、証券取引委員会（SEC）は、公益代表取締役と、社会的責任の監査・忠告を行う株主委員会の設立へ向けて 2 つの議案を採用した。結果として、両案は否決されたものの、ＧＭ社は、黒人牧師のレオン・サリバン（Leon Sullivan）氏を取締役に選任することとなり、公共政策委員会が設置された[(110)]。

以上のように、この時期は、所有と経営の分離による経営陣の広い裁量の下、公民権運動等の影響を受け、ステーク・ホルダーの利益を重視する企業経営が行われていた。この時期の米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは萌芽的なものであるが、公民権運動の一環として株主権が行使され、ステーク・ホルダー代表取締役の選任が見られる。

(2) 社外取締役を中心とする取締役会主導による株主利益重視の企業経営の時期

1970 年代は、1990 年代以降主流となる社外取締役を中心とする取締役会主導のガバナンス・モデルへの移行のための理論と実務的な基礎が整えられた時期でもある。1970 年 6 月 21 日ペンセントラル鉄道の突然の破綻などの企業不祥事を受け、取締役会の監督機能の不全が問題視されるようになる。このような状況下で、1975 年、カリフォルニア大学バークレー校のメルビン・アイ

（109）Daniel R. Wadhwani, Kodak, FIGHT, and the definition of civil rights in Rochester, New York:1966-1967, Historian Vol.60, No. 1, 59 (Oct. 2007) at 71-72.

（110）詳しくは、小方信幸『社会的責任投資の投資哲学とパフォーマンス』(同文館出版・2016 年)69 頁以下。

ゼンバーグ教授は「現代企業の経営構造の法的モデル」(111) において、取締役会の監督機能を強化するモニタリング・モデルを提唱した。また 1970 年 9 月 13 日、新自由主義的なシカゴ学派の代表的論者であるミルトン・フリードマンは、「ビジネスにおける社会的責任は、その利益を増大にある（The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits」とする論稿をニューヨークタイムズ紙に寄稿した (112)。フリードマンは、「株主総会によって、企業役員が選ばれることを許容する正当な全ての理由は、企業役員は本人である株主のために奉仕する代理人であるからである。この正当性は、企業経営者が税金を課し、その収益を社会的目的のために支出する場合失われる。というのは、企業役員は、名目上は、民間企業の従事者（employee of a private enterprise) という地位にとどまるにも関わらず事実上の公務員となってしまうからである。我々が基礎とする政治体制において、社会的責任の名の下に行動する限り、それは単なる粉飾決算ではなく、紛れもなく公務員としての行動と捉えられる。　このような公務員の選任を、現在の（企業役員の）選任制度によることは耐え難い。公務員は、政治的な手続きによって選出されなければならない。もし、（企業役員が）社会的な目的のために税金の拠出するのであれば、税金の査定を行い、政治的なプロセスを通じて目的を決定するという仕組みが必要である」として、企業が社会的責任として株主以外へ利益を拠出することに反対した (113)。

フリードマンの主張の理論的根拠としては「エージェンシー理論」が挙げられる。そして、社会全体からしても企業が株主利益を追求することが望ましいという理論的根拠としては株主の「残余請求権者論」に基礎を置いていると解

---

(111) Melvin A. Eisenberg, “Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants”, California Law Review, Vol. 63, No. 2, 375 (1975).

(112) Milton Friedman, “The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits”, New York Times Magazine (Sep. 13, 1970) 17, Section SM.
下記 URL 参照
[https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html]。

(113) Id.

釈できる[114]。すなわち、株主以外の従業員や債権者等の他の利害関係者は予め契約によって、取り分が決まっているのに対して、株主は他の利害関係者が契約による取り分を取り去った後の残余財産のみを享受する残余請求権者であり、自己の利益を増やすことに強いインセンティブを有する。そのため、株主に他の利害関係者に優先して株主総会における取締役等の選任権を委ねれば、会社利益の最大化を目指した経営が期待できるため、株主利益最大化原則が採用されるというものである[115]。

1980年代半ば頃になると、不景気の影響を受け、敵対的買収の増加、機関投資家のアクティヴィズムが活発化するようになり、社外取締役を中心とする取締役会の機能の強化にさらに拍車がかかった。敵対的買収において、経営陣は各種の買収防衛策で対抗した。その有効性をめぐる訴訟で、裁判所は取締役と株主との間の潜在的な利益相反の問題に対し、独立取締役による判断を重視した。そこで、経営陣は、敵対的買収に備え社外取締役を中心とする取締役会の権限を強化した[116]。

この時期の著名な判例として、1986年にデラウェア最高裁判所によってだされたRevlon判決[117]が挙げられる。Revlon判決においては、対象会社が敵対的株式公開買付を受け、防衛策を講じる段階から会社の売却の段階に移った場合には、取締役は、著しく不十分な買収提案によりもたらされる会社の経営方針および経営効率に対する脅威や、株主の利益に対する脅威には、もはや直面していない。この場合、取締役が果たすべき役割は、会社の防衛者から、株主の利益のために会社の売却に際して最善の価格を獲得する競売人へと変化しており、株主に対し「合理的に入手しうる最高価格」（the highest price reasonably available to stockholders）を提供する義務を負うとする

（114）前掲註60田村)142-144頁。

（115）Jonathan R. Macey, “An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholder the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties”, Stetson Law Review, Vol. 21, 23 (1991) at 26-31.

（116）前掲註60田村)144-145頁。

（117）Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.,506 A.2d 173 (Del.1986).

ものである[118]。レブロン基準は、その後の、Black & Decker 判決[119]や、Paramount 判決[120]等により、デラウェア州では会社の売却の局面のみならず、支配権が移転する場面においても適用されるようになり、会社の目的は株主利益の最大化にあるとする見解が強化された[121]。

ただしペンシルバニア州等、デラウェア州以外の州において、敵対的買収の増加は、取締役・従業員のモラルの低下を招き、結果的に米国経済の長期的に低迷に繋がったとして、州法として、利害関係者制定法 (Constituencies Statutes) を設け[122]、Revlon 基準の適用に一定の制限を設ける州も現れた[123]。

---

(118) Revlon 基準の詳細については、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務・2013)。

(119) Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc., 682 F. Supp., 722 (D. Del. 1988).

(120) Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A 2d 34 (Del. Supr., 1993).

(121) ただし、レブロン義務は、1993 年の Paramount 判決において、株主に「合理的に入手しうる最高価格」を提供する義務という表現から、「合理的に利用可能な最大の価値を株主に実現するため、現在の機会を最大限に利用する義務」(an obligation to take the maximum advantage of the current opportunity to realize for the stockholders the best value reasonably available) へとニュアンスが変更され、それによって、価格の問題から取引相手選択の問題へと移行した。詳細については、玉井利幸「MBO に対する司法審査のあり方と取締役の義務－公正価値移転義務とレブロン義務－」南山法学 38 巻 1 号（2014 年 9 月）参照。

(122) “constituency statute” は “other constituencies statutes”, “nonstockholder (or nonshareholder) constituencies statutes”, “corporate constituency statutes” などと州ごとに異なる名称で呼ばれ統一されていない。本稿では、先行研究にならい、これらの総称として「利害関係者制定法」と呼ぶこととする。詳しくは、畠田公明「取締役による会社関係者の利害の調整－アメリカの利害関係者制定法 (Constituency Statutes) を中心として－」『会社法の目的と取締役会の義務・責任－ CSR をめぐる法的考察－』(中央経済者・2014 年)93 頁以下、94 頁参照。

(123) 米国において、最初に利害関係者制定法を定めたのは、1983 年のペンシルバニア州法である。採用された当時のペンシルバニア州法は「取締役会、委員会、個々の取締役および執行役は、それぞれの義務を履行するにあたり、会社の最善の利益を考慮する際、会社の従業員、供給者、消費者、会社の事業所、その他の施設がある地域社会に対して行為がもたらす影響、その他関連するすべての要素に対する行為がもたらす影響を考慮することができる」と規定していた。このペンシルバニア州の最初の制定法は、他の州が制定法を定める際のモデルとされ、翌年の 1984 年にはケンタッキー州が採用し、1985 年にイリノイ州が、1986 年にミ

利害関係者制定法は、従業員等の株主以外の利害関係者の考慮に基づいて、敵対的買収を拒否する裁量権を買収対象会社の取締役等経営陣に与える機能を有する。

1990年代に入ると、機関投資家のアクティヴィズムが活発化し、取締役会の株主に対する説明責任の強化のため、独立取締役の重視を強く求めるようになった。1980年代から1990年代にかけ、独立取締役の比率は大幅に増加し、取締役会の約70％を占めるようになる。このようにして確立された手段軸としての、社外取締役を中心とするモニタリング・モデルは、目的軸としての株主価値の重視と親和性が高かった。その理由としては、①敵対的買収防衛策の場面において、株主に対する受託者責任（信認義務）を意識せざるを得ないこと、②業務執行役員ではない社外取締役の業績評価という複雑な問題に対して、株価とリンクさせることで簡便な解答を与えたことが挙げられる[(124)]。1997年9月に発表されたビジネス・ラウンド・テーブルの声明においては、株主第一主義の立場を強調される。すなわち、「経営陣と取締役会の最重要の責務は株主に対するものであり、他のステーク・ホルダーの利益は、株主に対する義務の派生物」であるとする[(125)]。

以上のように、1990年代は、機関投資家が企業に対するエンゲージメントを強めた時期であった。しかし、米国では、企業経営は経営者または取締役会が主導されるべきであるという考えが強く、株主による関与に対しては否定的な傾向があった。そのため、1990年代の機関投資家によるエンゲージメントは、

ズーリ州とオハイオ州が続き1992年には29の州において採用され、2000年には32の州が利害関係者制定法を設けた。Edward S. Adams and Jhon H. Matheson, A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns, 49 Emory Law Journal 1085 (2000) at 1085-1089.
利害関係者制定法に関して、①取締役等経営者は株主以外の他の利害関係者を考慮することが出来るのか（許容型）、②取締役等経営者は株主以外の利害関係者の利益を考慮しなければならないのか（義務型）、③定款で利害関係者制定法の規定を定めることができるとしているのか(選択型）の三つに分類することができ、その要件等において相違がある。詳しくは、前掲註畠田)107頁以下参照。

（124）前掲註60田村)146頁

（125）下記URL参照
[https://cdn.theconversation.com/static_files/files/693/Statement_on_Corporate_Governance_Business-Roundtable-1997%281%29.pdf?1566830902]。

形式的な社外取締役の数に着目したものにとどまった。

この時期の過小代表グループを取り巻く環境を企業の内部から観察すると、実力主義の適材適所による人材の配置により企業価値の向上が目指されていた時期であると言える。1980年代、は、米国は財政収支と経常収支の双子の赤字に悩まされ、米国経済の持続可能性に疑問が呈されていた[(126)]。このような状況下で米国企業は、これまで行われてきたブルーカラーの従業員のレイ・オフに加え、ホワイト・カラーの従業員のレイ・オフにも着手するようになった。管理職の圧倒的多数は白人男性によって占められていたが、希望退職制度に応じたのは、より良い条件の転職先をすぐに見つけることができる優秀な白人男性であった。その結果として、組織の再構築を行った企業には、優秀な白人男性比率が減り、女性を中心とする過小評価グループ出身者の中に管理職を任せるべき人材が多く残った。そこで、企業は人件費削減のため、中間管理職の数自体を減少させつつも、同じ能力をもった人材であれば、その属性にかかわらず能力に応じて積極的に管理職として採用する方針に転換した[(127)]。

他方、多国籍企業において、各国ごとに本社と同様の機能を有する現地法人を設け、それぞれの現地法人の経営陣のもとで意思決定を行うことは、人材、資源の重複、意思決定の不統一が生じ、無駄が多いことが示された[(128)]。また90年代には、アメリカ経済は構造的に、製造業における比較優位性を失い、中長期的に、知識集約型で付加価値の高いサービス産業や、サービスと融合し高度化した製造業への構造転換が必要とされる中で必要とされる人材や能力が変化した[(129)]。以上のように、1980年代には、米国は国際競争力の低下と産業構造の変化に伴って、組織のなかの限られた人材を適材適所で配置するとともに、組織の外の多様な能力を効率的に活用し、イノベーションを起こし、新たな企業価値を生み出す必要性に迫られるようになり、多様性を積極的に生かした経営が再検討されるようになった時期でもある[(130)]。

以上のように、この時期の米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは、株主

(126) 尾崎俊哉『ダイバーシティ・マネジメント入門』(ナカニシヤ出版・2017年) 21頁以下、46頁。
(127) 前掲註)53-59頁。
(128) 前掲註)62-69頁。
(129) 前掲註)69-71頁。
(130) 前掲註79藤田＝吉田)129-130頁参照。

に対する説明責任の強化として、執行役を監視する社外取締役の導入が進んだ時期であるが､エージェンシー理論の影響を強く受けたものである。もっとも、リストラにともなう適材適所による人材の配置や、組織外の多様な能力の活用が本格的に検討され始めた時期でもあり、資源依存理論や、ダイバーシティ・マネジメントの影響を受けたものとする解釈上の余地もあろう。

(3)ESG へ向けた機関投資家のエンゲージメントの強化

2000 年代初頭にエンロンやワールド・コムの破綻のようなスキャンダルがあった。エンロン、ワールド・コムの事件において問題視されたのは、両者の取締役の相当数が、当時のコーポレート・ガバナンスの実践の手引きを形式的には充足していたことである。たとえば、ワールド・コムでは取締役の 80％以上は、当時の独立取締役の要件を満たし、取締役会の議長である会長職は、CEO 職と分離されていた。しかし、社外取締役の比率と企業の業績や株価パフォーマンスについて調査した多くの実証研究において、明確な正の相関が得られておらず、実質的には取締役会による監督は機能していなかった [(131)]。

2006 年に国連は金融業界に対して、機関投資家の意思決定過程に ESG(Environment, Social and Governance) を受託者責任の範囲内において反映させるべく責任投資原則 (Principle for Responsible Investment) を提唱した [(132)]。これを受け、ESG 投資の一環として、国際的な機関投資家や議決権行使助言会社による役員構成の多様化へ向けた取組みも活発化し [(133)]、多くの機関投資家は、投資の際の指針となるダイバーシティ・ポリシーを策定し、コーポ

---

(131) 前掲註 60 田村)147 頁。

(132) 責任投資原則は、① ESG の課題を投資分析と意思決定の過程へ取り込むこと、② 活動的な投資家（active owner）となり、ESG を投資家の方針策定と実施に取り組むこと、③投資対象 (the entities in which we invest) に ESG の取組みに関する適切な情報開示を求めること、④投資業界（investment industry）に本原則の受入れ実施するよう促すこと、⑤本原則の実施にあたって、その効果を高めるために協働すること、⑥本原則の実施に向けた活動及び進捗状況について報告することの 6 つからなる。

(133) “The Corporate Governance Adviser”, Aspen Publishers, Vol. 20, No. 2 (Mar./Apr.,2012) at 4. 多様な取締役候補者の存在を企業に認識させるための過去の取組みとしては、女性のリクルートに焦点をあてた Catalyst や、アフリカン・アメ

レート・ガバナンスに関する意思決定を行い、取締役会の多様性を促進するため具体的な提案を行うようになった[134]。

このような状況を受けて、機関投資家は、形式的な社外取締役の数に着目するだけではなく、委任状争奪戦を通じて、取締役の構成員の交代についても議決権を行使するようになった。エンロン破綻後の2008年の金融危機を受け、連邦証券取引委員会は、コーポレート・ガバナンス改革について考慮するようになった。その多くは、取締役の選任過程の開示に関するものである[135]。2010年には、ドット＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法が制定された。この法律を受け、SECは、投資家の保護を挙げ、委任状の開示に関する規則を改正し、取締役構成員の多様性に関する項目を導入した。

2009年6月10日、SECは、委任状開示規則の改正へ向け多くの提案を行った。その中の重要な提案の一つとして、取締役候補者の選任に関する事項が挙げられる。改正前の「1933年証券法、1934年証券取引所法、1975年エネルギー政策と保全に関する書類提出の標準規則（Part 229—Standard Instructions for Filing Forms under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy Policy and Conservation Act of 1975: Regulation S-K）」には、取締役会の構成員の多様性に関する言及はなかった。

SECは規則改正へ向けて、意見公募を行ったが、130を超える回答が寄せられた。取締役会の多様化に賛成の意見を要約すると、職場における差別を減らし、従業員の採用、定着、生産性を改善し、また、多様な従業員、顧客、その他の利害関係者の意見をよりよく反映させ、そうでない取締役会と比べ、より

リカンに焦点をあてたThe Executive Leadership Council、ヒスパニック系に焦点をあてた企業の社会的責任に関するヒスパニック連盟（Hispanic Association on Corporate Responsibility)、ラテン系に焦点をあてた新アメリカ同盟（New America Alliance)、女性、人種的民族的少数派を対象とした取締役会の多様性に関するイニシアティブ（Director Diversity Initiative）等の取組みが挙げられるこの他にも、女性のリクルートに焦点をあてたものとして、インターオーガニゼーションネットワーク、女性起業家フォーラム（Forum for Women Entrepreneurs & Executives)、アフリカン・アメリカンに焦点をあてたThe Executive Leadership Council等が挙げられる。

(134) Id.

(135) Thomas L. Hazan & Lissa L. Broome, “Board Diversity and Proxy Disclosure. University of Dayton Law Review, Vol. 37, No. 1, p. 39, (July 30, 2012) at. 50.

高い業績を上げるとする。これに対して、取締役会の多様化に反対する意見を要約すると、多様性は重要な価値であるものの、①多様性に関する開示規則の充実は役に立たないとするもの、②女性、企業役員の多様性について、少数派であることが取締役候補者の資格であると誤解されてしまうと、女性や少数派の候補者の評価を格下げ (degrade) に繋がる、③取締役候補者として多様性が考慮される場合、委任状争奪戦において議論となり開示事項となるため、これ以上の開示する必要性はないとするもの、④取締役候補者の選任に人種、民族に関して一切考慮する必要はないとする強固な反対意見に分けられる[(136)]。

2009 年に Regulation S-K に関する改正するにあたって、カリフォルニア州職員退職年金基金（The California Public Employees' Retirement System: CalPERS）やカリフォルニア州教職員退職年金基金 (California State Teachers' Retirement System: CalSTRS) 等の機関投資家をはじめとして、コーポレート・ガバナンスの強化のためには、株主総会で指名委員会の提案を承認するか否かの判断材料として、取締役の構成員の多様化に関する情報開示が必要であるとする意見が寄せられた。これに対し、大規模機関投資家の米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金 (Teachers' Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund: TIAA-CREF）からは「全ての会社において多様性が同じように定義されるべきではない。多様性は、性別、民族、地理的な起源、教育歴、専門職経験、その他に区分される異なる領域の構成員に対する考慮によって達成される。それぞれの会社は、そのビジネスモデルや必要性に応じて、その区分について合理的な開示について考慮すべきである」とする意見が出された[(137)]。

2009 年 12 月 16 日、Regulation S-K は改正された（229 条 407 項 (c)(vi)）。これにより、上場会社において、取締役候補者の選任にあたって指名委員会は取締役会の候補者の指名にあたって、取締役会構成員の多様性を考慮したか、指名委員会（または取締役会）が、取締役候補者の特定にあたって取締役構成員の多様性について考慮の指針がある場合は、その方針の導入の経緯、どのように指名委員会（取締役会）が、その方針の有効性を担保するのかについて記

（136）Id. at 51-54.
（137）Id. at 54-55.

載しなければならないとした[138]。ただし、SEC は多様性の定義を各企業の自主的な定義に委ね、その取組みに対して、意図的に企業に広い裁量の余地を残した[139]。

規則の改正について、SEC のコミッショナーである Agular 氏は、① Fortune100 の企業の取締役の内、71.5%が白人で、28.5%が女性を含む過小代表グループ出身であること、民族的マイノリティ、や女性が取締役会の構成員にいない会社は、企業の競争力、株価の向上が見られないとする Alliance の取締役会構成員に関する統計、②5年を超える長期スパンにおいて、取締役会の構成員の多様性が高い企業から選別された集団において、Dow Jones や NASDAQ 市場における配当の平均が高いといった CALPERS の統計等を根拠として挙げ、取締役会構成員の多様化は、企業価値の向上に繋がること等を改正の理由として挙げる[140]。もっとも、この改正は、TIAA-CREF の見解に近い見解を採用したもの評価できよう。

他方、一般投資家や機関投資家が議決権を行使する際の助言を行う議決権行使助言会社もコーポレート・ガバナンスの一環として取締役会の構成員の多様化について考慮するよう助言するようになった。議決権行使助言会社は現在、米国に拠点を置く、ISS（Institutional Shareholders Services: ISS）とグラス・ルイス (Glass Lewis) の二社の寡占状態となっている。2017 年にグラス・ルイスは、株主総会のシーズンに、女性取締役がいない会社および、公式な書面による多様性に関する指針を策定していない一定の会社の指名委員会の提案に反対する推奨した[141]。

以上のように、この時期の取締役会の多様化は、金融不祥事を受け、機関投

（138）Id.

（139）Id. at 56.

（140）Luis A. Agular, “ Speech by SEC Commissioner: Bord Diversity: Why It Matters and How to Improve It” U.S. Securities and Exchange Commission (Nov. 4, 2010).

（141）2021 年株主総会に対する方針では、2022 年 1 月以降の株主総会において、取締役会の構成員が 6 名以下の一定の会社に足しては、これまで通りの推奨を行い、それ以外の一定の会社に対しては女性取締役の数が 2 名を下回る会社に対の指名委員会の提案に対して反対の推奨を行っている。また、ISS は、2019 年の株主総会の時期に性別の多様性に関する指針を導入し、S&P または TSX に上場している会社および ISS への依頼者が株式を所有する会社に対して、グラス・ルイス同様に女性取締役がいない会社および性的多様性についての指針を策定していない会

資家によるエンゲージメントの強化に伴い、社外取締役の数のみならず、社外取締役の属性についても着目されるようになったためである。取締役会の多様化の理論的背景として、同質集団の経営陣に対する監督の強化という文脈ではエージェンシー理論の影響が見られるが、2006 年の国連の責任投資原則等の影響等を受け、機関投資家による ESG を目指したエンゲージメントについては、スチュワード・シップ理論の影響をうけたものといえよう。

(4) ショート・ターミズム論争

以上のようにして、株主である機関投資家が経営を主導するようになったが、経営陣からは、機関投資家の経営干渉に対する警戒として、ショート・ターミズムの批判が引き起こされた。ショート・ターミズムとは、企業が短期的には利益は上がるが、長期的には企業価値を下げるような行動を採ることを意味する。例えば、後に成果が出るような研究費を削って、目先の収益を増大させることが挙げられる[(142)]。

前述のように英国においては、金融危機を引き起こした経営陣のショート・ターミズムに対して、株主のエンゲージメントを強化する方向で議論が進んだ。これに対し米国では、ショート・ターミズムの問題は、株主による敵対的買収に対する経営陣の防衛策の裁量の問題として、マーティン・リプトン (Martin Lipton) 弁護士の 1979 年の論文で注目されるようになった[(143)]。リプトン弁護士は、1979 年の論文で、短期主義の懸念と取締役会の独立性を確保すること (board insulation) の長期的なメリットを挙げ、買収防衛策の導入を支持した。1980 年代には、著名なビジネススクールの教員や実務家は、短期主義がこの期間の米国の悲惨な企業のパフォーマンスの要因であるとした。そ

社の指名委員会（指名委員会が設置されていない会社については、同様の業務を行う会社の機関）の提案に対して、議決権を行使しないように推奨する方針を示している。

(142) ショート・ターミズムに関する論争の整理については、前掲註 60 田村に依るところがところが多い。
Lucian A. Bebchuk, “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value”, Columbia Law Review, Vol. 113, No. 6, 1637 (September 1, 2013) at 1637.

(143) Martin Lipton, “Takeover Bids in the Target's Boardroom”, American Bar Association, The Business Lawyer, Vol. 35, No. 1 (November 1979) at 101-134.

れ以来、短期主義の主張は、定期的に持ち出されるようになり、取締役会を独立する体制を擁護し、そのような隔離を弱める改革に抵抗し、企業の失敗や危機を説明するための最強の武器（ammunition) として用いられてきた[(144)]。議論は、1980 年代から 1990 年代にかけて活発化したものの、米国経済の回復と敵対的買収の減少によって、ほぼ収束した。しかし、2000 年機関投資家の経営に対するエンゲージメントの強化に対する経営陣側からの警戒としてショート・ターミズムの問題が再び利用されるようになる。2006 年に CFA センター (CFA Centre for Financial Market Integrity) とビジネス・ラウンド・テーブル企業倫理研究所 (Business Roundtable Institute for Corporate Ethics から「ショートターム・サイクルの打破 (Breaking the Short- Term Cycle)」とする提案が出された[(145)]。リプトン弁護士からも、再びショート・ターミズムを批判する論文がだされた[(146)]。これに対して、ハーバード・ロースクールのベブチャック教授から 2013 年に「取締役会を隔離することが企業の長期的価値に資するという神話（The Myth That Insulating Board Service Long Term Value)」と題する論文において、取締役会を株主からの圧力から隔離 (insulate) し、その裁量権を認めることは、企業の長期的な価値を高めるかもしれないが、長期的に大きな費用を生じさせることも予想される。取締役会の隔離は、企業全体の価値を高めるとする主張は、理論的にも利用可能な実証研究からも裏付けがないとする反論が出された[(147)]。

ベブチャック教授の論文を受け、デラウェア州最高裁判所の長官であったストライン判事から、2014 年 4 月の「一般投資家によってうまくやれるのか？：

(144) Id. 142 Bebchuk at 1646 -1647.

(145) Krehmeyer etal.,“Breaking the Short-Term Cycle”, CFA Centre for Financial Market Integrity & Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, Position Paper (July 2006).

(146) Martin Lipton, “Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target’s Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War”, The Business Lawyer, Vol. 60, (August 2005).

(147) Id.142 Bebchuk. 前掲註 60 田村）150-153 頁。

会社法におけるイデオロギー的神話の対立に対する現実的な対応」[148] と題するエッセイが出された。ストライン判事は、ベブチャク氏が主張するような「取締役会の隔離論」と株主主導の直接民主主義の支持者といった二項対立関係を粗雑な区分けである批判し、代わりに「所有 (ownership) と所有 (ownership) の分離」の時代における株主権の増大に関する現実的な問題に焦点を当てる必要があるとする。すなわち、現代において企業の直接の株主が一般的にエンドユーザーである一般投資家ではなく、投資信託やヘッジファンドなどの資産運用者 (money managers) である。所有と所有の分離の問題は、長期投資家である一般株主と、その代理人である資産運用者の利益が一致していないために生ずる。企業行動の結果が長期業績に反映されるまで株式を保有しない資産運用者は、企業行動の短期的効果のみを重視しがちであり、ベブチャック氏が主張するように保有期間の短い機関投資家の影響力を現状以上に強めることは米国経済の長期的な利益にかなわない。ストライン判事は、理想的な投資家として退職年金や学資保険等の長期投資を目的としたインデックス・ファンドを挙げ、インデックス・ファンドに主体的な思考と、差別化された投資哲学、持続可能な価値の創造へ関心をもって議決権の行使を求めること等、8つの提案を行った[149]。他方、2014年5月ブルッキング研究所フェローのロバート・ポーゼンは、「米国のショート・ターミズムを抑制するために (Curbing Short-Termism in Corporate America)」と題する論文において[150]、ショート・ターミズムを抑制する最も効果的な方法として、アセット・マネージャーと企業の役員の在任期間を延長し、報酬体系を見直すことをはじめとする4つの改革が必要であると提案を行った[151]。

（148）Leo E. Strine, “Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law”, Columbia Law Review, Vol. 114, No. 2, 449 (March 1, 2014),

（149）Id. at 477-502.

（150）Robert C. Pozen, “Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation”, Governance Studies at Brookings (May, 2014).

（151）下記 URL 参照
[https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2014/05/Brookings_ShortTermism-final.pdf]　前掲註 60 田村)153-158 頁。

(4) 州法、連邦法における取締役会の多様化へ向けた近年の動向

2018年には、民主党のエリザベス・ウォーレン議員は、欧州をモデルとした労使共同決定制度の採用を求める「説明責任ある資本主義法案（Accountable Capitalist Act）」を提出した[152]。法案提出の経緯は以下の通りである。「米国企業は、その長い歴史の中で、従業員、消費者、取引先 (business partners)、株主を含む、すべての利害関係者の利益の調整を図ろうとしてきた。しかし、1980年代に入ると、企業の法的目的は、「株主価値の最大化」であるとする考えを採用するようになった。1997年、ビジネス・ラウンド・テーブルは、「企業の主要な目的は、その所有者に経済的利益をもたらすことである」と宣言した。この転換は、アメリカの基本的な経済問題の多くの根本的な原因となっている。……1980年代初頭、米国の大企業は、利益の半分以下を株主に配当し、残りを企業に再投資していた。しかし、過去10年間にわたって、アメリカの大企業は、利益の93％を株主への配当に向けている。このことから予測される結果は、労働者や長期投資に回されるはずだった何兆ドルもの資金が、（株主への）配当に向けられたということである。……今こそ、アメリカの企業は、労働者と株主の両方を援助し、幅広い成長を実現していた時代に、戻ることが必要である」。

法案の概要は、①年商10億ドル以上の米国企業は、商務省に新設された米国企業局から連邦政府の認可を得なければならず、②企業の取締役は、ベネフィット・コーポレーションと同様に[153]、従業員、顧客、株主、企業が事業活動を行う地域社会など、企業のすべての利害関係者の利益を考慮することが義務付けられる。③取締役会は、ドイツをはじめとする先進国で成功している

（152）下記URL参照
[https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/3348/text].

（153）ベネフィット・コーポレーションとは、株主の利益のみならず、ステーク・ホルダーの利益や公益を目的とする営利法人である。ベネフィット・コーポレーションを認める法律は、2010年のメリーランド州を嚆矢とし、現在33の州とコロンビア特別区において制定され、パタゴニア、ダノンノースアメリカ、キックスターターなどの企業が採用して大きな成果を上げている。ベネフィット・コーポレーションは、非営利法人とではなく、営利法人である。また、社会貢献を標榜しつつも、私的な認証制度をうけたB Labとも異なる。米国のベネフィット・コーポレーションについて詳しくは、高橋真弓「営利法人形態による社会的企業の法的課題（2・完）：英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」一橋法学15巻3号(2016年11月)1043頁以下。

アプローチを参考に、米国企業は、取締役の40％以上 (no fewer than) を従業員から選任しなければならない。⑤米国企業の取締役等役員が、株式を取得してから5年以内、または自社株を購入してから3年以内に株式を売却することを禁止される。⑥米国企業は、すべての政治献金 (all political expenditure) について、株主および取締役会の承認を得なければならない。⑥州の司法長官 (Attorneys General) は、米国企業局に対し、米国企業の許可を取り消す請願を出する権限が与えられる。米国企業局の局長が、当該企業が甚だしい違法行為を繰り返しており、その問題に対処するための意味のある措置を講じていないと判断した場合には、その申請を認めることができるとするものである。法案は成立しなかったものの、この法案は、米国においても連邦レベルでステーク・ホルダー代表役員の選任を求める画期的なものであった。

2019年8月19日、米国最大の財界ロビー団体であるビジネス・ラウンド・テーブルは「企業の目的に関する声明」を出し、企業の目的を株主第一主義からステーク・ホルダーの利益を重視するものへと転換したことを強調した[(154)]。声明によれば、「米国の経済モデルは、自由、解放 (liberty)、その他民主主義の永続的な原則に基づき、競争、消費者の選択、イノベーションを促進しながら、何世代にもわたって生活水準を高めてきた。……しかし、我々は多くの米国人が困難に喘いでいることを知っている。勤勉さが報われないことがあまりにも多く、労働者が経済の急速な変化のペースに適応するために十分な措置がとられていない。もし企業が、我々のシステムの成功は包括的 (inclusive）で、長期的な成長に依存していることを認識できない場合、大規模な雇用主が、我々の社会において果たすべき役割について、多くの人々が正当な疑問を呈することとなろう。こうした懸念を念頭として、ビジネス・ラウンド・テーブルは企業の役割に関する原則を現代化 (modernize) することとした。1978年以来、ビジネス・ラウンド・テーブルは、企業の目的に関する言及も声明を定期的に発行してきた。1997年以降に発行された声明によれば、企業は主として株主に奉仕するために存在すると述べていた。しかし、企業の目的に関するこの言及は、私たち CEO が、長期的な利害が不可分であるすべてのステーク・ホル

（154）下記 URL 参照
[https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans]。

ダーのための価値を創造するために日々努力していることを正確に表現していないことが明らかとなった。それゆえ、我々は、企業の目的に関する新たな声明を提供する。この声明は、以前の声明に代わるものであり、全ての米国人が貢献する自由経済に対する我々のコミットメントを、より正確に反映するものである。この声明は、より包括的な繁栄を確保するためのビジネス・ラウンド・テーブルの活動の一要素に過ぎず、我々は、より多くのことに挑戦し続ける。私たちが企業の CEO として自らの役割を果たすことを約束するのと同様に、他の人々にも自らの 役割を果たすことを求める。特に、有力な投資家に対しては、従業員やコミュニティへの投資を通じて長期的な価値を構築する企業を支援するよう要請する」としつつ、具体的には、①顧客に価値を提供し、顧客の期待に応え、付加価値を与えるという米国の伝統の発展、②従業員へ投資し、公正な報酬と、変化へ対応するための訓練と教育を含む重要な福利厚生を与え、多様性、一体性、尊厳と尊敬の意識を促進すること、③供給業者と公正で倫理的な取引を実施し、企業規模にかかわらず、我々のミッションの達成に協力する良きパートナーに献身すること、④企業活動を行う地域を支援し、地域の人々を尊敬し、持続可能なビジネスの実践を行うことによる環境の保護、⑤企業に対する投資をし、革新をもたらす資金を提供する株主に対して、長期的な価値を創造し株主に対する透明で効果的な繋がりへ向けた貢献することの５つの目標を掲げる[(155)]。なお、この声明に対して、米国商工会議所 (The United States Chamber of Commerce: USCC) も同年同月 19 日に、全面的な賛同を表明している[(156)]。

この声明については、楽観的に評価する立場 (optimistic praise)、悲観的に支持する立場（supportive pessimism）、露骨に反対する立場に分けられる[(157)]。悲観的に支持する立場は、声明の背景には隠された動機があり、歯切れの悪いものであったことに由来する。すなわち、株主のアクティヴィズム（機関投資

（155）前掲註参照

（156）下記 URL 参照
[https://www.uschamber.com/small-business/us-chamber-responds-the-business-roundtable-s-updated-statement-the-purpose-of]

（157）J. Haskell Murray, Corporate Purpose and the Business Roundtable, Tennessee Journal of Business Law Vol. 21, 361 (2020) at 362-363.

家によるステーク･ホルダーに配慮すべしとするエンゲージメント)、あるいは、エリザベス・ウォーレン議員より提案されていた説明責任ある資本主義法の動きを封じ[158]、経営陣の裁量権を取り戻すことにあったとする見解がある[159]。シカゴ大学のエリック・ポズナー氏は、BRT の声明を受け、2019 年 8 月 22 日にアトランティック紙へ寄稿した。ポズナー氏は、「この声明は非常に影響力のあるものとして評価をもって迎え入れられている。しかし、これは企業の社会的責任に関する偽りの理論であり、この新しい哲学によっても企業活動を変えることは出来ない。公共の利益（public interest) に向けて企業活動を強制するには、法令に従わせる他ない」と懐疑的な見解をとる[160]。

他方、州レベルでは、カリフォルニア州において、機関投資家や議決権行使助言会社のアクティヴィズム、#Me Too 運動等の影響を受け、2018 年に米国で初めて、上場企業を対象として、女性取締役の設置の義務化を罰則付で導入する上院法案（SB-826）を可決し同州会社法を改正した[161]。上院法案（SB-826）においては、①社会的責任投資を行う機関投資家による活動によってもジェンダー・グループが影響を持つには、まだ 40 年から 50 年の時間を要すること、②女性取締役の導入は、企業価値の増加に繋がること、③欧州において既に一定割合の女性取締役の設置が義務付けられており一定の成果がみられること等、複数の機関投資家やコンサルティング会社、研究機関の報告書を引用し[162]、カリフォルニア州会社法が改正し、女性取締役の割当制度が必要であることが強調される。改正会社法の概要は、① 2019 年度末までに、SEC10-K

---

(158) Id. at 364. この声明は、2020 年の米大統領選に向け、民主党の候補指名獲得を目指す上院議員のエリザベス・ウォーレン氏が国民皆保険の収益源として富裕層に 6 兆ドルの増税を検討すると発表したことが背景にあるとする見解もある。日経新聞 (2019 年 11 月 6 日夕刊)。

(159) 前掲註 60 田村)134-183 頁。

(160) Eric Posner, “Milton Friedman Was Wrong”, The Atlantic (Aug. 22, 2019).

(161) 下記 URL 参照
[https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201720180SB826] 。

(162) (a) 上場企業において、より多くの女性取締役が、カリフォルニアの経済、職場の機会均等、納税者、株主、CalPERS や CalSTRS によって運用される年金を受給している教職員に対して貢献しているにも関わらず、何かの行動を起こすための行動をとるためにジェンダー・グループが影響を持つには、まだ 40 年から 50 年の時間を要すること、(b) 2013 年 9 月、SCR-62 は、2016 年の 12 月 31 日までに、

の様式に従って、カリフォルニア州に主たる事業所を置く州内外の公開会社（は最低 1 人の女性（出生時の割り振りではなく自認で判断（301.3(f)(1)）取締役を設置しなければならない（301.3 (a)）。公開会社とは、その株式の大部分を米国の主要な証券取引所に上場している州内外の会社を意味する (301.3(f)(2)・2115.5.(b))。② 2021 年末までに、取締役の数が 6 人以上の公開会社は最低 3 人（301.3 (b)(1)）、取締役の数が 5 人の公開会社は最低 2 人 (301.3 (b)(2))、取締役の数が 4 人以下の場合は、最低 1 人の女性取締役を設置しなければならない（301.3 (b)(3)）。②取締役会の構成員に関する情報を規則に沿った適切な時期に開示しなかった場合は 100,000 ドルの罰金が課される (301.3(e)(1) (A))。最初の規則違反に関しては、100,000 ドルであるが (301.3 (e)(1) (B))、2 回目の違反においては、300,000 ドルの罰金を課す (301.3 (e)(1) (C))。③条項 301.1 は、州外の公開会社についても適用され、会社設立の際の準拠法は適用されない (2115.5.(a)) とするものである [163]。

また同州知事は 2020 年、上場企業を対象として、取締役会の構成員の数が一定以上の上場企業に対し、黒人やラテン系、アジア圏出身者、LGBTQ 等の過小代表グループから一定数の取締役選任を罰則付きで義務付ける下院法案（AB-979）に署名した [164]。法案制定の目的としては、①米国労働省労働統計

カリフォルニア州の全て公開会社が取締役会の規模に応じて、1 人から 3 人の女性取締役の導入を促したが、(c)2017 年の MSCI の研究、2014 年の Credit Suisse の研究、2012 年のカリフォルニア州立大学バークレー校の研究によれば、女性取締役の導入は、公開会社において、よりよい企業価値の増加に繋がるとの研究結果が出ていること、(d) ノルウェー、ドイツ、フランス、スペイン、アイスランド、オランダ等、欧州においては、取締役会における取締役会構成員の多様化の欠如を解消するために、30-40% の女性役員の設置を義務化していること、(e)Russel 3000 指数の対象となるカリフォルニア州の 4 分の 1 の企業において女性取締役が設置されておらず、女性取締役が設置されている企業においても、その割合は取締役会構成員の 15%に過ぎないこと、(f) 取締役会における女性の数の増加に対する適切な対応を採れない場合、取締役会における男女平等を達成するためには、40 年から 50 年かかること (g)、10 人程度の取締役会において、最低 3 人以上の女性取締役がいれば、女性が外部者として見られず、取締役会の議論に影響を及ぼすことが可能となり、企業の業績の改善に貢献するといった 2016 年の McKinsey の報告書が引用されている。

(163) 前掲註 79 藤田＝吉田)138-140 頁参照。

(164) 下記 URL 参照
[https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201920200AB979&fbclid=IwAR0Z44J6SwCtWOb6s4ckAS87t5USQtKLz4vJBFnASC-gKiG8YGmFz0A_SdQ]。

局 (United States Bureau of Labor Statistics: USBLS) をはじめとする多くの報告書において、過小評価グループ出身の役員が少ないこと、② 1964 年公民権法第 7 編は、歴史的な差別 (past discrimination)、典型的な差別 (patterns of discrimination) に対して直接的な積極的是正措置を採ることを許容しており、民間企業が白人や男性に対して絶対的な参入障壁（absolute bar）とならない限り、女性や少数派が社会進出を果たすために自主的な取組みをすることを民間部門に禁止していないことは明らかであること、③取締役会構成員の人種的、性別による多様化は、企業において不正が行われる可能性を減少させ、取締役会の独立性を高めるという 2002 年のサーベンス・オックスリ―法の目的達成を推し進めること等が挙げられる [165]。法案を反映した改正会社法の概要は下記の通りである。① 2021 年度末までに、SEC10-K の様式に従って、カ

（165）(a) 米国労働省労働統計局 (United States Bureau of Labor Statistics: USBLS) によれば、アジア系アメリカ人の 54％、白人の 41％が、経営陣や、専門職等に従事しているにも対し、これらの職業に従事するアフリカ系アメリカ人は 31%、ラテン系は 22％に留まる。(b)Deloitte and the Alliance の 2018 年の統計によれば、Fortune 500 の企業の取締役会に占める割合は、アフリカ系アメリカ人 8.6%、黒人、ヒスパニック系は 3.8%、アジア系、太平洋諸島民 (Pacific Islanders) は 3.7％である。(c) 米国労働省労働統計局の 2019 年の調査によれば、90％の執行役 (chief executives) は白人であった。(d) ラテン系取締役協会 (the Latino Corporate Directors Association) の調査によれば、カリフォルニア州に本店を置く公開会社の数は 662 ある。この内、233 の会社は、全ての取締役が白人であった。 (e) ラテン系取締役協会の 2020 年の統計によれば、662 の公開会社の取締役会の全てに、少なくとも 1 人以上の白人がいるのに対し、ラテン系の取締役、アフリカ系アメリカ人、アジア系、白人以外のそれ以外の過小評価グループの取締役が最低 1 人いる会社は、それぞれ、13%、16%、42％、6％に過ぎない。(f) 米国雇用機会均等委員会（Equal Employment Opportunity Commission: EEOC）の調査によれば、コンピュータ・サイエンス、エンジニアリングの領域において、米国平均の 2 倍の成長率がある。過去 10 年間において、他の民間部門と比較して、これらの産業は、より手厚い賃金と福利厚生を提供してきており、経済不況からも回復力がある。またこれに加え、ハイテク産業は、潜在的に強い成長可能性を有する。(g) EEOC はまた、ハイテク産業は、米国の全ての専門職の 4 分の 1 を雇用し、労働力の 5-6% を占めると指摘する。(h) EEOC の分析によれば、最先端テクノロジーを有する会社は、アフリカ系アメリカ人アフリカ系アメリカ人、ラテン系で高ランクの大学でコンピュータ・サイエンス、コンピュータ・エンジニアリングを専攻した学生を 2 倍雇用していることを示す。(i) EEOC の調査によると、全ての民間産業と比較して、ハイテク部門において、白人が占める割合が 63.5% から

リフォルニア州に主たる事業所を置く州内外の公開会社は最低１人の取締役を過小代表コミュニティ（underrepresented community）から選任しなければならない 301.4 (a)。2022 年度末までに、取締役の数が 9 人以上の公開会社は最低 3 人（301.4 (b)(1)）、取締役の数が 5 人以上 (more than 4)、9 人未満の公開会社は最低 2 人 (301.4(b)(2))、取締役の数が 4 人以下 (four or fewer) の場合は、最低 1 人、過小代表コミュニティから取締役を選任しなければならない（301.4 (b)(3)）。過小代表コミュニティから選任される取締役 (Director from an underrepresented community) とは、黒人、アフリカ系アメリカ人、ヒス

68.5% と高いのに対し、アジア系アメリカ人 (5.8% から 14%)、アフリカ系アメリカ人は 14.4% から 7.4%、ヒスパニック系 (13.9% から 8%) と、その割合は低い。(j) この調査はまた、全米のハイテクセクターにおいて、役員に占める白人割合が高く、組織における典型的な最高位の役職も含まれる。 (k)EEOC の調査によれば、アフリカ系アメリカ人がシリコンバレーの役員に占める比率は 1 %以下である。(l) アセンド・ファンデーション（Ascend Foundation）の調査によれば、アジア系アメリカ人はカリフォルニアにおいて管理職や役員に昇進することは稀である。(m) マッキンゼー（McKinsey）の報告によれば、上級役員に占める人種、民族的多様性はそれぞれ 10%増加し、利払税引払前利益は 0.8%増加した。(n) ダルバーグ（Dalberg Global Development Advisors）の調査によれば、ハイテク産業において、労働力に人種、民族の多様性があれば、毎年 3000 億ドルから 3700 億ドル多く利益を生み出す可能性がある。(o)2018 年、カリフォルニア州議会は、ジャンダーの不平等を是正する上院法案（SB826）を可決した。上院法案 (SB826) の制定以降、統計によれば、カリフォルニア州の公開会社において、女性が 511 の取締役の地位にあるが、その 77.9%は白人であるのに対し、3.3% がラテン系、5.3%がアフリカ系アメリカ人、11.5%がアジア系である。(p) 調査によれば、CEO は多様性のない取締役の構成員の中から選定されている。また、取締役会の構成員に多様性のある企業と比べ、取締役会の文化的な多様性のない取締役会は、CEO により多くの報酬を支払うことが明らかとなった。(q) 専門家は、積極的な格差是正措置 (affirmative action plan) は、歴史的に過小評価されてきた領域にあった女性や少数派を代表するもの (the representation)、1964 年の公民権法の立法目的達成に向けた機会を増大させるものであると論ずる。1964 年公民権法第 7 編は、①歴史的な差別 (past discrimination)、典型的な差別 (patterns of discrimination) に対して直接的な積極的是正措置を採ることを許容していること、② 州政府に対して、穏健で、時限的で、衡平な労働力の供給に貢献する限り、女性その他の少数派が、歴史的に過小評価されてきた職域への進出を促す積極的是正措置を採ること ③ 民間企業が白人や男性に対して絶対的な参入障壁（absolute bar）とならない限り、女性や少数派が社会進出を果たすために自主的な取組みをすることを民間部門に禁止していないことは明らかである。(r) 取締役会構成員の人種的、性別による多

パニック系、ラテン系、アジア系、太平洋諸島民 (Pacific Islanders)、ネイティブ・アメリカン、ネイティブ・ハワイアン、アラスカ先住民として自己識別する者、またはゲイ、レズビアン、バイセクシュアル、トランスジェンダーとして自己識別する者を意味する（301.4(e)(1)）。公開会社とは、その株式の大部分が米国の主要な証券取引所に上場している州内外会社を意味し外国会社も含まれる (301.3(e)(2)・2115.6.(b))。②取締役会の構成員に関する情報を規則に沿った適切な時期に開示しなかった場合は 100,000 ドルの罰金を課すことが出来る (301.4(d)(1)(A))。最初の規則違反に関しては、100,000 ドルであるが (301.4 (e)(1) (B))、2 回目の違反においては、300,000 ドルの罰金が課される (301.3 (e) (1) (C))。③会社設立の際の準拠法は除外され、外国の公開会社に対しても、条項 301.4 は適用される (2115.6.(a)) [166]。

このような州レベルでの割当制度の導入の動きを牽制するかのように、連邦レベルにおいても、1934 年証券取引所法を改正し、多様性諮問グループを設置し、発行者に多様化に関するデータの提出を義務付けること等を目的とする「2021 年多様性を通じた企業統治改革法案（H.R.1277）[167]（S.374）[168]」が提出されている。

法案の概要は以下の通りである。米国の主要な証券取引所に上場している企業は、①年次報告書に、自己の認識するところによる、人種、民族、性別の構

様化は、企業において不正が行われる可能性を減少させ、取締役会の独立性を高めるという 2002 年のサーベンス・オックスリ―法の目的達成を推し進める (s)　複数の取締役会の構成員の地位にある取締役は、米国の企業や、社会に対して大きな影響力を有する。より多くの取締役会の構成員となれば、より多くの会社において、政策の形成に携わることが可能となり、企業エリート (corporate elite) の間における企業の地位 (corporate status) を高め、結果として、政策の創造に対する影響力を高めることとなる。(t)　以上の理由から、2023 年の 1 月までに、カリフォルニア州議会は、州の全ての公開会社に対して、この法案の規定に従って、取締役会の構成員に、過小評価グループから、最低 1 人の取締役を選任し、取締役会の構成員を多様化することを要請する。

（166）前掲註 79 藤田＝吉田)149-151 頁参照。

（167）下記 URL 参照
[https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-117hr1277ih/pdf/BILLS-117hr1277ih.pdf]。

（168）下記 URL 参照
[https://www.congress.gov/117/bills/s374/BILLS-117s374is.pdf]。

成（規則 13 条 (s) 項 (2)(A)(i)-(iii))、退役軍人としての自己認識に基づく、取締役会、指名委員会、執行役等に関する事項（13 条 (s) 項 (2)(B))、取締役会、証券取引委員会において、本項における開示を行う時点において、取締役会、指名委員会、執行役についての人種、民族、性別の多様性を促進するための方針、計画、または戦略を採用しているか否かの記載しなければならない (規則 13 条 (s) 項 (2)(C)(i)-(iii))。②法案が効力を生じた日から 18 ヶ月以内に、その後は毎年、証券取引委員会は開示された情報を分析し、それらの情報から特定された傾向についての報告書を、下院の金融サービス委員会および上院の銀行・住宅・都市問題委員会に提出し、また、委員会のウェブサイト上で公表しなければならない（規則 13 条 (s) 項 (4))。③証券取引委員会の女性を含む少数派局 (Office of Minority and Women Inclusion) の事務局長は、本項が発効した日から、3 年以内、その後 3 年毎に、本項を遵守するための実践の手引を公表しなければならない (規則 (s) 項 (5)(A))。④少数派局は、合衆国法典第 5 編第 5 章第 2 節に従い、(A) 項の下に公表された実践の手引に関する意見を公募することができる (規則 (s) 項 (5)(B))（法案 2 条）。

SEC は、⑤連邦政府および州政府、学界、民間部門の代表によって構成される多様性諮問グループを設置しなければならない（法案 3 条 (b))。⑥多様性諮問グループは、取締役会構成員の性別、人種、民族の多様性を高めるために利用できる戦略を明らかとするため研究を実施し（法案 3 条 (c)(1))、⑦設置から 270 日以内に、上院の銀行・住宅・都市問題委員会、下院の金融サービス委員会に対して、調査結果、取締役会の性別、人種、民族の多様性を高めるため、発行者が利用できる戦略へ向けた提言を記載した報告書を提出しなければならない（法案 3 条 (c)(1))。⑧諮問グループが報告書を提出した日から、遅くとも 1 年以内に、その後毎年、SEC は、下院の金融サービス委員会および上院の銀行・住宅・都市問題委員会に、発行者の取締役会の性別、人種、および民族の多様性の状況を説明した報告書を提出しなければならない（法案 3 条 (d))。⑨ SEC は、諮問グループのすべての報告書を、SEC のウェブサイトを含めて、発行者および一般市民が、利用できるようにしなければならない（法案 3 条 (e))。なお、NASDAQ 証券取引所においても、多様性を目指し、連邦証券取

引委員会に上場規則の改訂を求め、2021年8月6日に承認された[169]。

近年の米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは、ESGへ向けた機関投資家のアクティヴィズムや議決権行使会社のエンゲージメントの強化を受けたものである。この文脈において、米国においてもスチュワード理論の影響が一層強まりを見せている評価できる。他方、# Me Too運動、Black Lives Matterの影響、米国経済における格差拡大を受け、エリザベス・ウォーレン議員の説明責任ある資本主義法に代表されるように、よりステーク・ホルダーの利益を重視した経営を目指すべきだとする動きも見られる。

3．欧州と比較における、米国の取締役会の多様化の特徴

これまで見てきたように、EUの取締役会の多様化の取組みは、公的部門を中心として、正義・衡平の理念に基づく差別の撤廃や、労使共同決定制度を前提としたステーク・ホルダー論の影響を強く受け、法令による割当制度の方式を採用してきた。EUにおいて割当制度が導入された背景として、①公的部門おいて割当制度に馴染みがあったこと、②民間部門においても、共同決定制度の従業員代表監査役のようにステーク・ホルダーの利益を配慮してきたこと、③単層構造の取締役会に比べ、二層構造の監査役会に割当制度を導入するのは容易であったこと等が挙げられる。ただし近年は、持続的な企業の発展をめざして、企業役員のみならず、投資家に対しても、スチュワード・シップ責任を強化する流れにある。

これに対し英国は、原則としてソフト・ローによる対応を行ってきた。英国は、2006年改正会社法で、取締役の信認義務を、啓発された株主価値（Enlightened Shareholders Value: ESV）を重視したものに転換しつつ、企業に対しては「コーポレート・ガバナンス・コード」、投資家側に対して「スチュワード・シップ・コード」として公表し取締役会の多様性を促してきた。イギリスの取締役会の多様化の背景としては、エージェンシー理論のみならず、スチュワード・シップ理論等の影響も見られる。もっとも、英国においても、近年は企業の自主的

（169）下記URL参照
[https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-12-11/pdf/2020-27091.pdf]。

な取組みのみならず、会社法自体の非財務情報の開示事項として、取締役会の多様化を促す傾向が見られる。また、労使共同決定制度を導入へ向けた動きも見られることから、英国のガバナンスは、欧州同様によりステーク・ホルダーの利益を重視したものへ向かいつつあるといえる。

これに対して、米国企業における取締役会の多様化へ向けた取組みは、①社会正義と組織の中での差別の撤廃と人権の確立、②コーポレート・ガバナンスの強化の両者の流れを受けたものである。米国の取締役会の多様化へ向けた取組みの背景には、公民権運動や、金融不祥事等を受けたものであるが、特にコーポレート・ガバナンスの観点からは、それぞれの時代において重視された目的や理論的背景も異なり、それぞれの要素が複雑に絡み合っている。

米国のガバナンスについては、①経営陣主導によるステーク・ホルダー重視の企業経営、②社外取締役を中心とする取締役会主導による株主利益重視の企業経営、③ESGへ向けた機関投資家のエンゲージメントの強化、④ショート・ターミズム論争、⑤州法、連邦法における取締役会の多様化へ向けた法改正へ向けた時期に分類することができる。米国の取締役会の多様化への取組みは、それぞれの時代背景を受けたものである。

①1970年代には、所有と経営の分離による経営陣の広い裁量の下、公民権運動の影響を受け、ステーク・ホルダーの利益を重視するガバナンスが行われていた。この時期の米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは萌芽的なものであるが、公民権運動の一環として株主権が行使され、ステーク・ホルダー代表取締役の選任が見られる。②の時期には、米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは、株主に対する説明責任の強化として、執行役を監視する社外取締役の導入が進んだ時期であるが、エージェンシー理論の影響を強く受けたものである。③の時期には、金融不祥事を受け、機関投資家によるエンゲージメントの強化に伴い、社外取締役の数のみならず、社外取締役の属性についても着目されるようになった。取締役会の多様化の理論的背景として、同質集団の経営陣に対する監督の強化という意味についてはエージェンシー理論の影響が見られるが、2006年の国連の責任投資原則等の影響等を受け、機関投資家によるESGを目指したエンゲージメントについては、スチュワード・シップ理論の影響をうけたものといえよう。④時期には、短期的には利益は上がるが、長期的には企業価値を下げるショート・ターミズムの原因は経営陣にあるのか、投

資家にあるのか、ショート・ターミズムの抑制方法についての議論が深まった。⑤近年の米国の取締役会の多様化へ向けた取組みは、ESG へ向けた機関投資家のアクティヴィズムや議決権行使会社のエンゲージメントの更なる強化を受け、米国においてもスチュワード理論の影響が一層強まりを見せていると評価できる。他方、# Me Too 運動や Black Lives Matter の影響、米国経済における格差拡大、エリザベス・ウォーレン議員の説明責任ある資本主義法案に代表されるように、よりステーク・ホルダーの利益を重視した経営を目指すべきだとする動きも見られ、取締役会の多様化に影響を与えている。

米国において、ビジネス・ラウンド・テーブルの 2019 年の声明に見られるように、企業の目的について、株主利益のみを意識したものから、英国同様に SDGs を意識した従業員をはじめとするステーク・ホルダーの利益への配慮を要する包括的（inclusive）アプローチへ移行する動きが見られる。かつてのステーク・ホルダー主義は、何がステーク・ホルダーの利益にかなうのかを経営陣に判断させていたため、経営陣の裁量権の濫用に対する懸念があった。しかし、機関投資家のアクティヴィズムを通じたステーク・ホルダー重視のガバナンスは、説明責任が厳格化されているといった特徴がある。英国においては金融危機以降、投資家によるエンゲージメントが進んだが、同様の現象が米国においても見られ、取締役会の多様化に関する議論に影響を与えている。また、英国のメイ首相は労使共同決定制度を採用すべきとする意見を表明したが、民主党のウォーレン議員からも同様の見解が表明されており、米国においても、よりステーク・ホルダーを重視したガバナンスへ向かっている。近年の取締役会の多様化の背景としては、機関投資家によるアクティヴィズムと、組織の中での差別の撤廃を目指したステーク・ホルダーを重視したガバナンス改革の影響があると言えよう。

もっとも、取締役会の多様化をどのような手段で達成するのかに対して、2018 年、米国カリフォルニア州を中心として州会社法を改正し罰則付きで一定数の女性を中心とする過小代表グループ出身の取締役を導入する欧州型の試みがあるのに対して、連邦レベルにおいて、1934 年証券取引所法を改正し、多様性諮問グループを設置し、(証券) 発行者に多様化に関する詳細な情報開示の提出を義務付けようとする英国類似の取組みが見られる。割当制度と情報開示制度については、どちらが優れたものであるのかについて、以下のような

課題や議論が提示されている。

Ⅴ．企業役員の多様化へ向けた課題と議論

割当制度と情報開示制度のどちらが優れた成果をもたらすかに関する実証研究について、2004年に、世界に先駆けて制裁を伴う割当制度を導入したノルウェーの企業を対象とした研究では、役員として必要な教育や経験を有する女性が不足し、適任ではない女性が取締役に選任される形骸化の問題が生じ、企業価値の増加に繋がらなかったとするものがある[(170)]。

他方で、家族経営の企業の多いイタリアを対象とした研究では、2012年に導入された強制的な割当制度により、縁故主義で不透明や役員選任過程が改善され、男性役員に比べ、若くて優秀な女性役員が選任された結果、企業価値の増加に繋がった。家族的な企業程割当制度による改善が大きいと指摘するものがある[(171)]。ノルウェーとイタリアの割当制度の効果の相違について、ノルウェーの分析では割当制度の導入以前に、イタリアと比べてより若い構成員を取締役に選任されていたこと、また、40％の達成目標までに猶予された時間は少なく、短期間で大きな改善を要求されたため、形骸化の問題が生じた。他方イタリアでは、33％の割当目標を取締役の3期間の任期である9年で達成すればよいとされ、急激に取締役の構成員を変える必要はなく、取締役会の運営に大きな支障がなかったためであると分析するものがある[(172)]。

カリフォルニア州においてSB-826により同州会社法が改正され罰則付きで割当制度が導入されて以降、同州の割当制度が企業価値に及ぼす実証研究、法的課題について活発な議論が行われるようになった。カリフォルニア州に本店を置く602の公開会社を対象として実証研究において、SB-826の導入の前後

---

(170) Kenneth R. Ahern& Amy K. Dittmar, “The Changing of The Boards: The Value Effect of A Massive Exogenous Shock”, The Quarterly Journal of Economics Vol. 127, No. 1 (2012).

(171) Barbara S. Magnanelli et al. “Do Female Directors on Corporate Boards Make a Difference in Family Owned Businesses?”, Journal of Accounting Research, Vol. 19, No.1, 85-122, Springer (2020).

(172) Barbara S. Magnanelli & Luca Pirolo, “Corporate Governance and Diversity in Boardrooms”, Springer (2021) at 91-92.

である 2019 年の 1 月から 7 月までに SEC に委任状を提出した 488 社の会社において、女性取締役は 23%（143）の増加が見られた。これは、同州の改正会社法が適用されない州で観察された数字を上回るものである。2019 年末までに、171(28%) の会社が女性取締役を導入しなければならず、2021 年までには、531（88%）の会社が 1 人以上の女性取締役を導入しなければならず、1,000 人の女性取締役が必要であると推計される。もっとも企業価値の観点からは調査当時の時点では肯定的な影響は見られない[173]。

もっとも、米国においては、独立取締役に関する議論同様に、企業価値に有意な影響を与えないとの実証研究があるからといって、取締役会の多様化それ自体に反対する議論はあまり見られない。これは、現状を変える方に立証責任があるという暗黙の前提に妥当性はないからであると説明される[174]。なお、1994 年にアメリカ法律協会が公表した『企業統治の原則：分析と勧告』にお

---

(173) ①女性取締役を 1 名導入することを求める改正法に対する証券市場の当初の反応は -1.2% であった。しかし、より深刻な問題は、2021 年までに 3 名の女性取締役を導入しなければならないという要求である。②証券市場の否定的な反応は、女性取締役の存在が企業価値に悪影響を与えているということは意味しない。むしろ問題となるのは、改正法が取締役会の構成の最適化に対する制約となっているところにあり、一定の企業にとっては費用となる可能性がある。③女性取締役の候補者の供給量が多い企業においては、既存の取締役をより容易に女性取締役に交代させることができ、女性取締役選任の義務化に伴う否定的な影響を受けにくい。取締役会の規模の拡大に伴う費用は、大企業にとっては、無視できる程のものであるが、小規模な企業にとっては、かなりの影響をおよぼす。③多くの企業にとって、取締役会の規模の拡大に伴う費用は、2019 年に改正法に違反した場合の制裁となる罰金 10 万ドルを上回る。これらの費用は小規模な企業の市場価値の平均 0.76 パーセントである。⑤男性のみによって取締役が構成される企業はいまだ 14% 存在するが、これらの企業は、今年末までにカリフォルニア州の取締役会の女性取締役の設置の義務化条項を遵守しなければならない。一部の企業にとっては、2019 年に 10 万ドルの罰金は、取締役の年間平均報酬よりも少なかったが、女性取締役を導入しない場合、2020 年に罰金は 30 万ドルに増加する。割当制度の導入にあたって課題となるのは、多くの研究者が調査対象とする Russel 3000 に掲載されるような大企業よりも、有能な女性取締役候補者を探し出すのに苦労する中小企業である。Daniel Green et al. “Do Board Gender Quotas Affect Firm Value? Evidence from California Senate Bill No. 826”, Journal of Corporate Finance 60 (2020)。前掲註 79 藤田＝吉田)141-142 頁参照。

(174) 田村俊夫「日米エンゲージメントの新潮流」392 号（月刊資本市場・2018 年 4 月）26 頁以下、32 頁。

いても、会社が社会的責任ないし倫理的要素を考慮して拠出することは、それが会社や株主の利益を増進しなくとも相当範囲であれば許容される（2.01 条(b)(2)）。

他方、カリフォルニア州の SB-826 の導入を契機として、法的観点から、①時価総額の大きい上場企業は改正会社法を遵守せず、あえて罰金を払う可能性や、改正会社法の影響を回避するため、他州に本店の所在地を移す可能性があるという課題、② SB-826 は多様性の尊重を掲げながら性別のみを考慮要素としていること、③法の下の平等について規定するアメリカ合衆国憲法およびカリフォルニア州憲法に反し違憲の疑いがあり、またウンルー市民権法に違反する疑いがあること、④内部事項の原則 (the Internal affairs doctrine) に反するといった課題が指摘されている [175]。その上で、政策論的な見地から、①連邦レベルで会社法を有しない米国において、州ごとに異なる制度を採用する必要性は乏しいとして、機関投資家や議決権行助言会社の自主的な取組みに委ねるべきとする見解 [176]、②現在の機関投資家や議決権行使助言会社の取締役会の多様性に向けたトレンドが維持される保証はないとの観点から、法規制と機関投資家による協働が必要であるとする見解 [177]、③連邦証券取引法の多様性の定義を明確化し情報開示を強化することによって、女性取締役の単なる数合わせをするだけではなく、実質的な意味での取締役会の構成員を多様化すべきとする見解等 [178] が主張されている [179]。

現在連邦レベルにおいて、「2021 年多様性を通じた企業統治の改善法案」が提出されているが、これは③の見解を推し進めたものと評価できる。一般に、機関投資家は割当制度に賛成する傾向があるのに対して、経営者団体は割当制度よりも、情報開示制度を推進する傾向が見られる。例えば、米国商工会議所

---

(175) 前掲 79 藤田＝吉田)142-146 頁参照。

(176) Joseph A. Grundfest, “Mandating Gender Diversity in the Corporate Boardroom: The Inevitable Failure of California’s SB-826”, Stanford Law School & The Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series No. 232 (Sep. 12, 2018)

(177) Darren Rosenblum, “California Dreaming”, Boston University Law Review, Vol. 99, 1435 (2019)

(178) Yaron G. Nili, “Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms” Indiana Law Journal, Vol. 94, 145 (2019)

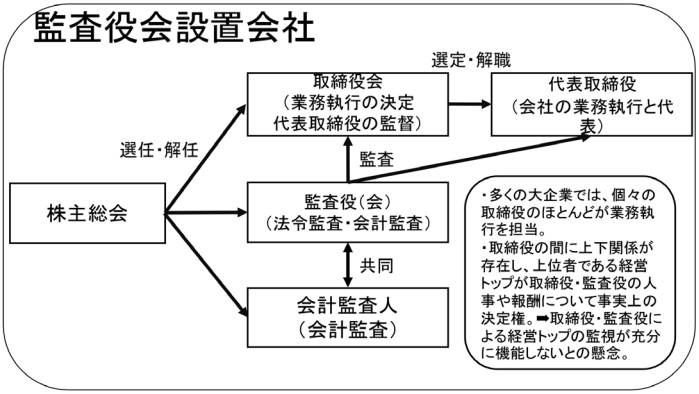
(179) 前掲註 79 藤田＝吉田)146-149 頁参照。

は、この法案に対し「一部の州で試みられているような、逆効果をもたらす割当制度を導入する戦略ではなく、情報開示を通じて取締役会の多様性を効果的に高めるモデルを確立するものである」と支持を表明しており[(180)]、他の産業界の団体にも賛同を表明するものが見られる[(181)]。

Ⅵ．若干の私見

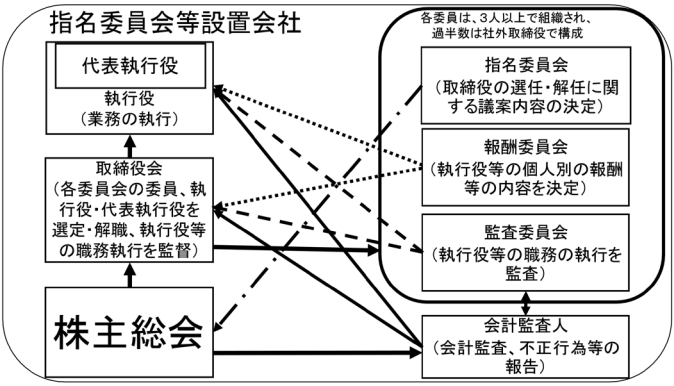
（1）わが国の現状

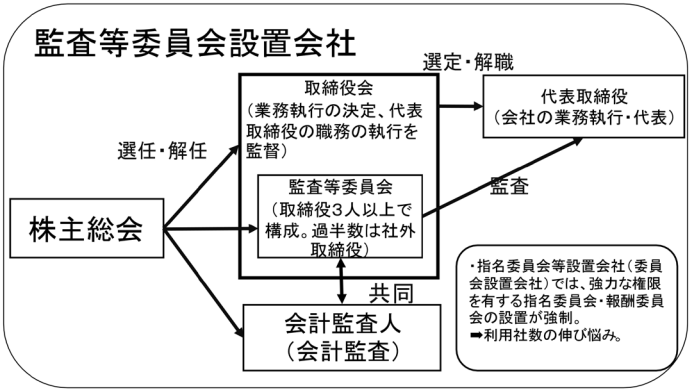
我が国では企業役員の多様化は企業主導で行われてきた。2010年12月の第3次男女共同計画においては「社会のあらゆる分野において、2020年までに指導的地位に占める女性の割合が、少なくとも30％程度になるよう期待する」と明記された。しかし、この目標は2020年7月に断念された。わが国の株式



（180）下記URL参照
[https://www.uschamber.com/improving-government/us-chamber-letter-s-374-hr-1277-the-improving-corporate-governance-through]。

（181）賛同団体として、The National Urban League, Nareit, Financial Services Forum, American Bankers Association, International Council of Shopping Centers, Bank Policy Institute, American Council of Life Insurers, NAIOP the Commercial Real Estate Development Association and Real Estate Roundtableが挙げられる。
下記URL参照
[https://www.banking.senate.gov/newsroom/majority/menendez-bill-corporate-diversity]。





会社は、労使共同決定制度を採用しない単層構造の機関設計であり公開大会社は、会社法によって監査役会設置会社（東証上場 2404 社：東証コーポレート・ガバナンス情報サービスを利用して集計)、指名委員会等設置会社（同 84 社)、監査等委員会設置会社 (同 1279 社) のいずれかの機関設計が義務付けられる。

2019 年改正会社法において、金融商品取引法の適用対象となる監査役会設置会社（公開大会社）に対して、社外取締役の選任が罰則付きで義務付けられた（327 条の 2・976 条 19 の 2 号)。上場企業を対象とした、わが国の 2021 年コーポレート・ガバナンス・コードでは、「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立する形で構成さ

れるべき」とし（原則 4-11）、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社である上場会社については、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合は「取締役会の下に独立した指名委員会・報酬委員会を設置し重要事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべき」とする（補充原則 4-10 ①）。CGC と歩調を合わせ、金融庁は「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定したが、ガイドランでは「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、取締役会が機能を発揮するには、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているかが必要である」とされる（3-6）。

概して、わが国の取組みは、金融商品取引所に上場する公開大会社については社外取締役の設置を義務付け、コードやガイドラインを通じて社外取締役の多様化を図る官民共同の取組であるといえる。しかし、諸外国と比較した場合、わが国の上場企業における女性取締役比率は依然として低い。

フランス	43.3%
ノルウェー	42.3%
英国	34.3%
米国	28.2%
ドイツ	25.2%
日本	10.7%

女性取締役比率（MSCI, ALL Country World Index 2020 年 12 月報告書）

(2) わが国の制度改正へ向けた示唆

わが国において、企業役員の多様化へ向けた取組みとしては、①それに伴う費用の支出に伴う、一時的な株価の低下を懸念する場合、カリフォルニア州会社法 318 条や連邦の「多様性を通じた企業統治改革法案」を参考として、女性を中心とする過小評価グループの名簿の作成や、コーポレート・ガバナンス・コード等を通じて、情報開示に関する規定をより充実させていくという方向、②組織の中での差別の解消と人権の確立を重視し、カリフォルニア州等の割当制度を参考として、法令で割当制度を導入する方向の２つが考えられる。

どのような制度を採用するかは、①社会正義と組織の中での差別の撤廃、②コーポレート・ガバナンスの強化のどちらの観点を重視すべきか明らかにすることが重要となる。本稿では、わが国の制度論について扱うことを主たる目的としないので詳しくは扱わないが、割当制度の導入は、新卒一括採用、年功序列の長期雇用を前提としたジョブローテーション、社会保障制度のあり方等の間で整合性が試される。そのため、現時点においても、①情報開示制度の充実の方向で考えるのが現実的な選択肢ではないかと思われる。

もっとも、②法令による割当制度の導入の方向で考える場合においても、わが国は、単層構造の機関設計を採用するが、都道府県ごとに会社法が異なることはなく、米国と異なり国内における抵触法の問題は生じない。ただし、わが国の会社法の通説的な見解は、会社は営利社団法人と解されており、取締役の多様性と株価の間に、どの程度の正の相関が求められるか問題となる。これについて、企業は直接株主の利益に繋がらない寄附行為について資金を拠出したことが違法でないとした判例がある（八幡製鉄政治献金事件参照）。また、わが国においても、株主第一主義（株主利益最大化原則）の問題点を明らかにした上で、これに代わる取締役の行為基準として「厚生価値最大化」を提唱する見解[(182)]、安易な株主第一主義批判に対して反論しながらも、株主第一主義を貫徹することは望ましくなく、会社の事業活動から不利益を被る者の観点から、株主第一主義に何らかの限界の設定、ないし修正を行う必要があるとする見解が主張されている[(183)]。他方、令和元年改正会社法では、取締役の欠格事由から、成年被後見人、成年被保佐人が外された（会社 331 条）。改正の理由として、少子高齢化におけるノーマライゼーションやソーシャルインクルージョンが挙げられる[(184)]。このことから、取締役の多様性と短期的な株価の間には強固な

---

(182) 草野耕一『株主の利益に反する経営の適法性と持続可能性－会社が築く豊かで住みよい社会』（有斐閣・2018 年）。

(183) 田中亘「株主第一主義の合理性と限界（上）（下）」法律時報 92 巻 5 号 123 頁以下、92 巻 7 号 79 頁以下。取締役の説明責任、株式投資のインセンティブが減殺されることの懸念から、安易な株主第一主義批判を批判しつつも、具体的な数値基準の設定や株主総会の承認、あるいはその両者により、企業価値の増大に繋がらない拠出を認めるべきとする。

(184) 日本弁護士連合会『実務解説 改正会社法［第 2 版］』(弘文堂・2021 年 2 月)340 頁以下。

正の相関は必要とされなくなったと解釈する余地が残された。

組織の中での差別の解消に重点を置いて、役員の多様性を確保することを考慮する場合、例えば、コードの補充原則 4-10 ①を参考として、指名委員会設置会社のみならず、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社においても、社外取締役を中心とする指名委員会の設置を義務化し、内閣府の目標としていた 30% 程度について、女性を中心とする過小代表グループからの選任を会社法自体に取り込む方向も考えられる。他方、業務執行取締役については、わが国の終身雇用の慣行を前提とするならば、取締役等役員候補者となる中間管理職の問題が大きい。この問題については、男女雇用機会均等法の厳守、新卒採用における女性を中心とする過小代表グループ出身者の積極採用、中間管理職育成へ向けたプログラムの策定と改善という地道な努力が必要となろう。

Ⅶ．結びに代えて

以上、本稿では、会社法の見地から、欧州との比較の内に、米国企業の取締役会の多様化へ向けた背景と目的、その達成手段についての議論について検討した。その結果、米国の企業役員の多様化の背景には、①組織の中での差別の解消といった目的に加え、② ESG を意識した機関投資家のアクティヴィズムを受けたコーポレート・ガバナンスの強化という流れがあることが明らかとなった。

企業役員の多様化の手段としては、ＥＵは調整型資本主義の国であり労使共同決定制度を採用する重層構造の機関設計を採用しており、割当制度に馴染みがあったため、EU の指令を受け、上場企業を中心として社外役員の割当制度の導入が進んだ。これに対し、英国は 2006 年の会社法の改正で、伝統的な株主第一主義（shareholder Primacy）を採用する取締役の信認義務を、従業員をはじめとするステーク･ホルダーの利益への配慮を要する包括的（inclusive）アプローチへ転換しつつも（172 条）、経済界の反対を受け、取締役の割当制度を採用しなかった。企業役員の多様化については、FRC 策定のコードの改訂を通じて「遵守せよ、さもなくば、説明せよ」の方式で民間部門が主導で促進されてきた。企業役員の多様化への取組みは、EU は法令による割当制度を中心として公的部門が主導で取組んできたのに対し、英国は、FRC のコード

の策定を通じて、民間部門が主導で取組んできたという違いがある。

米国は連邦レベルにおいては、米国証券取引所の登録会社に適用されるRegulation S-K において、上場企業に対し、取締役の構成員の多様性に関する緩やかな情報開示を求めつつも、女性取締役を30%以上とするため、業界の自主規制である2011年の30%連合、2014年6月の30%クラブに委ねてきた。米国のアプローチは、公的部門が主導する非常に緩やかな情報開示制度と、民間部門の自主的な取組みを組み合わせたものであるといえる。このようなアプローチを採用してきたのは、欧州は公的部門の干渉を一定の範囲で許容する調整型資本主義であるのに対して、米国は、株主第一主義を採用する自由資本主義経済の国であるといわれてきた。しかし、米国においては、#Mee Too 運動や Black Lives Matter 等を受け、組織の中での差別の解消を目指した動きが再び活発化している。また、機関投資家のアクティヴィズムの活発化に伴い、経営の主導権が経営陣から株式の長期保有を前提とする機関投資家へ移りつつある。このような状況を受け、企業の目的についても、株主第一主義から、英国同様に従業員をはじめとするステーク・ホルダーの利益への配慮した包括的アプローチ、もしくは啓発された株主価値（Enlightened Shareholders Value: ESV）へ転換する傾向が見られる。従来のステーク・ホルダー論は、何がステーク・ホルダーの利益にかなうのかを経営陣に判断させていたため、経営陣の裁量権の濫用に対する懸念があった。しかし、機関投資家のアクティヴィズムを通じたステーク・ホルダー重視の姿勢は、説明責任が厳格化されている点で、かつてのステーク・ホルダー論とは異なる特徴を有する。

米国では、取締役会の多様化をどのような手段で達成するのかに対して、2018年、米国カリフォルニア州を中心として州会社法を改正し罰則付きで一定数の女性を中心とする過小代表グループ出身の取締役を導入する欧州型の試みがあるのに対して、連邦レベルにおいて、1934年証券取引所法を改正し、多様性諮問グループを設置し、(証券)発行者に多様化に関する詳細な情報開示の提出を義務付けようとする英国類似の取組みが見られ、どちらの制度が優れたものであるのかについて、企業価値の増加と正の相関関係にあるか、抵触法上の観点などから、課題や議論が提示されている。

わが国も、企業の主導で、英国や米国同様にコードによる開示を通じて役員構成の多様化を促してきた。しかし、わが国の女性を中心とする過小代表グル

ープ出身の取締役の割合は依然低い。米国は単層構造の機関設計を採用しているが、州レベルでは公的部門主導の割当制度の導入がみられる。しかし、米国では、州によって会社法が異なるため抵触法上の問題がある。これに対し、わが国は単層構造の機関設計を採用しており都道府県ごとに法律が異ならない。令和元年の会社法の改正では取締役の欠格事由から、成年被後見人等が外された。これはダイバーシティの見地から説明されるが、取締役会の構成員と企業価値には厳密な正の相関関係が求められなくなったと解する余地が残された。わが国でも、女性を中心とする過小代表グループの企業役員登用をソフト・ローによる情報開示制度によって改善できない場合には、時限的なものとして、会社法において、上場企業を対象として、機関設計に関わらず、社外取締役を中心とする指名委員会の設置させ社外取締役の一定割合について女性を中心とする過小評価グループからの選任することを義務付けることも一つの方向として考えられる。

[付記]

本稿は、「企業役員構成の多様化へ向けた喫緊の課題」東 Asia 企業経営研究 12 号（2022 年 12 月）に紙幅の都合上、掲載できなかった部分を大幅に加え、修正したものである。

また、本稿は科研費（研究課題 / 領域番号：２１Ｋ０１２８０）の助成を受けたものであるが、共同研究者である佐賀大学経済学部吉田友紀准教授より貴重な助言を得た。この場を借りて感謝の意を表する。