

論 説

英連邦諸国の会社法・
資本市場法制の比較研究（1）

英連邦諸国の会社法・資本市場法制の比較研究会
（代表者 川島いづみ）

取締役会における多様性についての法的考察
——アメリカでの議論を参考にして——

林 孝宗

取締役会における多様性についての法的考察

——アメリカでの議論を参考にして——

林 孝 宗

1. はじめに
2. アメリカでの議論
 2. 1. ダイバーシティ・マネジメントと「ガラスの天井」論
 2. 1. 1. アメリカ社会の変化とダイバーシティ・マネジメント
 2. 1. 2. 「ガラスの天井」論と Glass Ceiling 委員会報告書
 2. 2. 取締役会の多様性に関する法規制とその理論的根拠
 2. 2. 1. 取締役会の多様性に関する実証研究の進展
 2. 2. 2. 取締役会の多様性に関する法規制と議論状況
3. むすびに代えて

1. はじめに

最近、我が国では大規模な上場企業における取締役会の構成について、人材の多様性（特に、性別・民族的多様性）をどのように促進していくべきかが重要な課題とされている。このような議論が生じた背景には、現在の安倍政権下の成長戦略の1つとして、2015年に金融庁と東京証券取引所が共同で策定したコーポレートガバナンス・コードが人材の多様性を求めるようになったからといえるだろう。特に、2017年に同コードの改訂に際し、同コード原則4-11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を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。（傍線は改訂部分）」と取締役会の多様性に関してより具体的な文言が付け

加えられた。そして、同コードは、取締役会全体における知識・能力・経験のバランス、多様性および規模について、当該企業の考え方を開示することを求めている（補充原則4-11①）。投資家側からしても、SDGsやESG投資の観点から、投資対象の企業に対して取締役会における人材の多様性を求めている。

しかしながら、我が国の現状を見ると、一部の企業を除けば、同コードにあるジェンダーや国際性を含んだ多様性が促進されたかという点もそうとはいえない。たとえば、東京証券取引所が2019年5月に公表した『コーポレート・ガバナンス白書2019』によると、同コード原則4-11の実施状況を開示している企業は、前年度と比較して市場第一部・第二部ともに大幅に下がっている⁽¹⁾。また、同コード補充原則4-11①の実施状況を開示している企業も、ジェンダーや国際性に関するキーワードである「女性」や「外国人（国籍）」について記載している企業は、少数にとどまっているのが現状である⁽²⁾。他にも、ある調査では、2017年度時点において東京証券取引所に上場している企業3627社のうち、女性取締役を選任していない企業は67.4%にのぼり、女性取締役を選任している企業もそのほとんどは1名のみ選任している状況といわれている⁽³⁾。これは、他の先進国から見ても低い水準であり、研究者や実務家から批判的な指摘を受けることも多いように見受けられる。

我が国における取締役会の多様性に関する議論の前提には、取締役会の

(1) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2019」2019年）13頁によると、市場第一部と第二部を合計した同コード原則4-11の実施状況を開示しているのは、前年の96.5%（2451社）から27.6%下げて、68.9%（1806社）となっている。

(2) 東証・前掲（注1）109頁によると、同コード補充原則4-11①の実施状況を開示している企業は96.1%（2519社）となっているが、その中でも「女性」について記載している企業は7.8%（92社）であり、「外国人（国籍）」について記載している企業は8.2%（207社）となっている。

(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32号（2018年）72頁。

多様性を促進することが企業パフォーマンス⁽⁴⁾に何らかの形でプラスに作用することが暗に含まれている。この取締役会の多様性と企業パフォーマンスとの関係は、アメリカを中心に経営学・経済学の世界で長年議論されてきた問題であり、国内外を問わず多くの実証研究が蓄積されてきた。そして、連邦証券諸法を通じて、取締役会の多様性について、アメリカの上場企業は年次報告書等で開示することが求められている。2018年には、カリフォルニア州会社法が改正され、カリフォルニア州にある上場企業に対して女性取締役の選任を義務付ける Quota 制度が導入されている。アメリカでの議論は、多くの先進国で取締役会の多様性を議論する際の前提となっているように思われる。他方で、我が国では、取締役会の多様性を法的に担保すること（たとえば、有価証券報告書等で情報開示を強制すること等）にどのような意味があるのか十分議論されているとはいえないものとなっている。

そこで、本論文では、アメリカにおける議論を参考にして、上場企業の取締役会の多様性を法的にどのように考えるべきかについて検討する。取締役会の多様性といっても、その意味は多義的であるが、本論文では、我が国でも関心を集めている性別・民族的多様性に関する議論に焦点を当てる。以下では、アメリカにおけるダイバーシティ・マネジメントや取締役会の多様性に関する実証研究の動向を概観し、連邦証券諸法における開示規制とカリフォルニア州会社法上の Quota 制度を中心に、そこでの議論状況も踏まえて検討する。最後に、若干の点をまとめてむすびに代える。

(4) 企業パフォーマンスという言葉は多義的であるが、本論文では ROE (Return On Equity) や ROA (Return On Assets) などの財務指標を中心に、原則として企業の収益性を企業パフォーマンスということにする。

2. アメリカでの議論

2. 1. ダイバーシティ・マネジメントと「ガラスの天井」論

2. 1. 1. アメリカ社会の変化とダイバーシティ・マネジメント

ここでは、取締役会の多様性に関する議論について、アメリカでの議論を概観していきたい。現在のアメリカにおいて、取締役会の多様性は経営学・経済学を中心に企業パフォーマンスとの関係で議論されている。前述したように、アメリカでの議論は、多くの先進国で取締役会の多様性を議論する際の前提になっているように見受けられる。アメリカで取締役会の多様性と企業パフォーマンスとの関係が議論されたのは、1980年代頃に企業内における（取締役会のみならず管理職や従業員を含めた）人材の多様性の研究（このような研究を、経営学の領域ではダイバーシティ・マネジメント（diversity management）という。）がその嚆矢であったといわれている⁽⁵⁾。より具体的にいえば、ダイバーシティ・マネジメントとは、企業（もしくはより広い概念としての組織）において、人材の多様性を効率的にマネジメントすることによって、企業パフォーマンスをどのように向上させるのか（または、企業パフォーマンスとの間に関係性を見出せるのか）について研究するものである。たとえば、企業内における人材の多様性は、複数の視点をもたらすことで事業の創造性を高め、企業パフォーマンス向上につながる等である⁽⁶⁾。

(5) 1980年代以前のアメリカにおける人材の多様性に関する研究とは、格差是正やマイノリティの救済など社会運動的な研究であった。谷口真美「組織におけるダイバシティ・マネジメント」日本労働研究雑誌50巻5号（2008年）72頁。また、当時のアメリカの経営学自体が、総じて人材の多様性について必ずしも考慮していなかったようである。この点を指摘するものとして、Taylor H. Cox, *Problems with Research by Organizational Scholars on Issues of Race and Ethnicity*, 26 (1) JABS 5, (1990) 等がある。

(6) たとえば、Taylor H. Cox & Stacy Blake, *Managing cultural diversity: implications for organizational competitiveness*, 5 (3) The Executive 45, at 47,

ダイバーシティ・マネジメントが誕生したのにはいくつかの要因が複雑に絡んでいるものと思われるが⁽⁷⁾、アメリカ社会における人口動態の変化がその中心的な要因として挙げられる。たとえば、1987年にアメリカ労働省（Department of Labor）の協力の下、ハドソン研究所（Hudson Institute）が「Workforce 2000」という報告書⁽⁸⁾を公表した。同報告書では、1987年から2000年までの13年間に高齢化社会が進むことによって、アメリカの労働力の中心であった白人男性に代わって、女性や民族的マイノリティ出身者（アフリカ系アメリカ人・ヒスパニックなど）、南米やアジアからの移民が労働力の中心となることを予測している⁽⁹⁾。そのため、アメリカ企業の経営者にとって、将来的にどのような形で多様な人材を企業内に取り込むべきかが喫緊の課題となっていったのである⁽¹⁰⁾。これは、アメリカ企業は、人口動態の変化によって、白人以外の多様な民族的背景をもつグループにまで市場を拡大しなければならず、そこでの多様なニーズを掴まなくてはならなくなったからともいえる⁽¹¹⁾。そして、同報告書の公表を契機として、ダイバーシティ・マネジメントに関する研究はより一層拡大したといわれている⁽¹²⁾。

(1991)によれば、人材の多様性は、①コスト、②人材の獲得（resource acquisition）、③マーケティング、④創造性（creativity）、⑤問題解決、⑥組織の柔軟性（organizational flexibility）の面で競争優位性を獲得するという。

(7) アメリカにおけるダイバーシティ・マネジメントの理論的展開については、谷口・前掲（注5）69頁以下以外では、辺見佳奈子「米国におけるダイバーシティ・マネジメントの台頭と理論的展開」大阪市立大学経営研究68巻2号（2017年）73頁以下、脇夕希子「1960年代以降の米国における多様な人材マネジメントからダイバーシティ・マネジメントへの展開」大阪市立大学経営研究59巻1号（2008年）85頁以下、有村貞則「アメリカン・ビジネスとダイバーシティーアメリカ企業は労働者の間の多様性を如何に管理してきたか—」山口経済学雑誌47巻1号（1999年）247頁以下を参照。

(8) William B. Johnston & Arnold E. Packer, *Workforce 2000: Work and Workers for Twenty-first Century*, (Hudson Institute, 1987) .

(9) *Id.* at 75~95.

(10) *supra* note 6, at 48~49.

(11) 脇・前掲（注7）91頁。

2. 1. 2. 「ガラスの天井」論と Glass Ceiling 委員会報告書

1980年代のアメリカ社会では、ダイバーシティ・マネジメントの拡大と同時に、企業内での女性や民族的マイノリティ出身者の雇用格差が社会問題として注目を集めていた。特に、優秀な人材が女性や民族的マイノリティ出身者であるために CEO (chief executive officer) など企業のトップにたどり着けそうでたどり着けない現象を「ガラスの天井 (Glass Ceiling)」と呼び、このような雇用格差をどうすれば解消できるかが議論されていた⁽¹³⁾。この時代は、1960年代以降、公民権法 (Civil Rights Act) や Affirmative Action を通じて、企業における女性や民族的マイノリティ出身者の雇用が徐々に増加し、その社会的地位も向上している時代であった⁽¹⁴⁾。そこで、1991年に、当時の大統領である George H. W. Bush は、1964年公民権法 (Civil Rights Act of 1964, Pub. L. 88-352) の第7編⁽¹⁵⁾を改正し、1991年公民権法 (Civil Rights Act of 1991, Pub. L. 102-166) を新たに制定した。この1991年公民権法の第2編を Glass Ceiling 法と呼び (1991年公民権法201条)、その内容は Glass Ceiling 委員会の設置および企業の多様性を表彰する制度⁽¹⁶⁾が中心であった。また、Glass Ceiling 法は、女性などの性別による雇用格差のみならず民族的マイノリティ出身者に対する雇用格

-
- (12) 谷口・前掲 (注5) 73頁によると、「Workforce 2000」が公表されて以降、アメリカにおいて人材の多様性と企業パフォーマンスとの関係についての論文が増加したようである。
- (13) アメリカ企業における女性と「ガラスの天井」に関する議論については、筒井清子「グラス・シーリングと米国の女性上級経営者」京都マネジメント・レビュー 1号 (2002年) 85頁以下を参照。
- (14) 1970年代には、Affirmative Action による女性および民族的マイノリティの雇用がアメリカ企業において定着していたようである。谷口・前掲 (注5) 70頁。
- (15) 1964年公民権法の第7編は「雇用の機会均等 (equal employment opportunity)」に関するもので、たとえば、連邦政府は、雇用機会について人種、皮膚の色、宗教、性別、出身国によって差別されないよう確保しなければならないとしている (1964年公民権法701条 (b) 項)。
- (16) このような企業の多様性を表彰するものとして、1988年にアメリカ労働省が創設した「Opportunity 2000 Award」などがある。筒井・前掲 (注13) 89頁。

差なども、その対象としていることには注意しなければならない。

本論文では、Glass Ceiling 委員会が公表した報告書を中心に見ていきたい。同委員会は、1995年までの設置とされており⁽¹⁷⁾、それまでの期間に企業内における性別・人種などによる雇用格差（特に、経営の意思決定を行う CEO などの経営トップ）について調査・報告することが求められた（1991年公民権法203条（a）項各号）。そこで、同委員会は、1995年3月に「Good for Business : Making Full Use of the Nation's Human Capital」⁽¹⁸⁾（以下、「Good for Business」という。）、同年11月に「A Solid Investment : Making Full Use of the Nation's Human Capital」⁽¹⁹⁾という報告書を公表した。前者は、どのような形で「ガラスの天井」が生じ、優秀な女性や民族的マイノリティ出身者が経営の意思決定に関わる地位に就くことができないかを詳細に検討している⁽²⁰⁾。そして、後者は、連邦政府や企業などに対して、アメリカ企業にある女性や民族的マイノリティ出身者の「ガラスの天井」を取り除いていくための提言を行っている。

ここでは、「Good for Business」の内容に注目したい。同報告書は、そもそも「ガラスの天井」をなぜ取り除かなくてはならないかを検討している。ここでは、ダイバーシティ・マネジメントに関する研究者である Taylor H. Cox & Carol Smolinski による調査⁽²¹⁾を参照している。この調査

(17) Glass Ceiling 法は、1995年までの時限法であった（1991年公民権法210条（a）および（b））。

(18) Glass Ceiling Commission, *Good for Business: Making Full Use of the Nation's Human Capital*, (U.S. Department of Labor Glass Ceiling Commission, 1995) .

(19) Glass Ceiling Commission, *A Solid Investment: Making Full Use of the Nation's Human Capital*, (U.S. Department of Labor Glass Ceiling Commission, 1995) .

(20) 同報告書では、「ガラスの天井」が生じている理由として、社会的障壁 (societal barriers), 連邦政府による障壁 (government barriers), 企業内にある障壁 (internal business barriers) があるとしている。supra note 18, at 27~36. 同報告書の内容については、筒井・前掲（注13）91~92頁を参照。

(21) Taylor H. Cox & Carol Smolinski, *Managing Diversity and Glass Ceiling Initiatives as National Economic Imperatives (Glass Ceiling Report)*, (U.S. Department of Labor Glass Ceiling Commission, 1994) .

において、Taylor H. Cox & Carol Smolinski は、1983年から1993年までに公表されたダイバーシティ・マネジメントおよび「ガラスの天井」に関する論文を分析している⁽²²⁾。その分析の結果、人材の多様性を効率的にマネジメントすることは企業パフォーマンスの向上に寄与すると再確認し⁽²³⁾、アメリカ経済界に蔓延する「ガラスの天井」を取り除き、企業がより効率的なマネジメントを実現するための施策を連邦政府やアメリカ企業などに対して提言している⁽²⁴⁾。

このように、同委員会は、人材の多様性が企業パフォーマンスの向上に寄与するというダイバーシティ・マネジメントのロジックを導入することで、取締役会などを含む経営の意思決定レベルでの人材の多様性を促進しようとしたといえる。そして、同委員会がこのような意思決定レベルにおける多様性を求める背景には、性別や民族的マイノリティなどに対する雇用格差の是正という社会的公正の実現があったことは理解できるであろう⁽²⁵⁾。同委員会による調査報告は、アメリカ企業の人材不足に対する危機感も相まって、アメリカの研究者のみならず、アメリカの経済界全体に影響を及ぼしていった。後述するように、1980年代以降、アメリカ企業における女性や民族的マイノリティ出身者の管理職は順調に増加していったものの、Glass Ceiling 委員会が期待したCEOなど経営トップの割合は低い水準のままであった。

(22) *Id.* at 17~37は、様々な角度から（たとえば、給与格差、従業員の退職率、マーケティング、創造性（creativity）、問題解決など）理論的研究および実証研究に分類して検討している。

(23) *Id.* at 37~49.

(24) たとえば、経済界に対しては、①すべての人間が勤務している企業において、やりがいのあるプロジェクトなどに取り組める機会が与えられること、②キャリア志向の女性やそれ以外の女性のニーズなどを理解し、より柔軟な勤務体制に変えていくこと、③Affirmative Actionによる社会的スティグマ（stigma）を減らすよう努力すること、④多様性に関する社員研修プログラムに投資すること等を提言している。*Id.* at 37~49.

(25) 辺見・前掲（注7）74頁は、そもそもダイバーシティ・マネジメントは多様な人材を企業内に参画させるという社会的公正がその前提にあると指摘する。

2. 2. 取締役会の多様性に関する法規制とその理論的根拠

2. 2. 1. 取締役会の多様性に関する実証研究の進展

1980年代からはじまったダイバーシティ・マネジメントは、その後も多くの研究成果が公表され精緻化していった。また、1990年代以降、コーポレートガバナンスに対する経済分析の隆盛もあって、取締役会の多様性の研究について、主に経済学を中心に実証研究という形で展開されていった⁽²⁶⁾。そこで、近年のダイバーシティ・マネジメントの成果と取締役会の多様性に関する実証研究がどのように進展しているか見ていきたい。

まずは、現在のダイバーシティ・マネジメントにおける議論の枠組みを知るため、Sujin K. Horwitz & Irwin B. Horwitz の研究⁽²⁷⁾を見てみよう。Sujin K. Horwitz & Irwin B. Horwitz は、1985年から2006年に公表されたダイバーシティ・マネジメントに関する論文を対象に meta-analyses の手法によって⁽²⁸⁾、多様性を知識・経験などのタスク型の多様性 (task-related diversity) と性別・民族などのデモグラフィック型の多様性 (bio-demographic diversity) の2つの類型に区分して分析した⁽²⁹⁾。その分析結果として、タスク型の多様性は企業パフォーマンスにプラスの影響を与えているものの、デモグラフィック型の多様性は影響を与えていないと結論づけた⁽³⁰⁾。このようなタスク型の多様性とデモグラフィック型の多様性の2つの類型に区分することは、現在のダイバーシティ・マネジメント研究の一般的な議論の枠組みであり⁽³¹⁾、タスク型の多様性が企業パフォーマンス

(26) アメリカにおける取締役会の多様性と企業パフォーマンスとの関係に関する実証研究について、松本守「コーポレート・ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ—内部ガバナンス・メカニズムを中心に—」北九州市立大学商経論集48巻3・4号(2013年)73~75頁を参照。

(27) Sujin K. Horwitz & Irwin B. Horwitz, *The Effects of Team Diversity on Team Outcomes: A Meta-Analytic Review of Team Demography*, 33 (6) JOM 987, (2007) .

(28) *Id.* at 998.

(29) *Id.* at 990.

(30) *Id.* at 1009.

にプラスの影響を与えていることは研究者の間である程度見解の一致をみているようである⁽³²⁾。他方で、デモグラフィック型の多様性に関しては、どのような条件であれば企業パフォーマンスにプラスの影響を与え得るのかについて未だに見解の一致がなされておらず、多くの実証研究が公表されている⁽³³⁾。

つぎに、取締役会の多様性に関する実証研究での議論状況を見ていきたい。2003年に、David A. Carter は、*Fortune* 1000のアメリカ企業を対象として、女性取締役と民族的マイノリティ出身者の取締役（アフリカ系アメリカ人、アジア人、ヒスパニック）の比率と企業パフォーマンス（ここではTobin's Qを企業パフォーマンスの指標としている）との関係を分析したところ、取締役会の多様性は企業パフォーマンスの向上に関係があること（取締役会における女性取締役・民族的マイノリティ出身取締役の比率とTobin's Qとの間には正の相関関係が見られること）を示した⁽³⁴⁾。そして、David A.

(31) 辺見・前掲（注7）86頁は、Sujin K. Horwitz & Irwin B. Horwitzのように、知識・経験などのタスク型の多様性を内在的な多様性（Diversity in Underlying Attributes）と性別・民族などのデモグラフィック型の多様性を観察可能な多様性（Diversity in Observable Attributes）の2つの類型に区分して分析するFrances J. Milliken & Luis L. Martins, *Searching for Common Threads: Understanding The Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups*, 21 (2) AMJ 402, (1996) の枠組みを紹介している。そして、多くのダイバーシティ・マネジメントの研究は、この枠組みをより精緻化して調査したものであると述べている。

(32) 菊池宏樹・北山寛子「ダイバーシティ経営に潜む罠—経営学輪購 Lau and Murnighan (1998) —」赤門マネジメント・レビュー17巻6号（2018年）224頁。たとえば、Aparna Joshi & Hyuntak Roh は、Sujin K. Horwitz & Irwin B. Horwitzと同様の分析手法を用いて、タスク型の多様性は企業パフォーマンスの向上に影響を与えているのに対して、デモグラフィック型の多様性はマイナスの影響を与えているとしている。Aparna Joshi & Hyuntak Roh, *The Role of Context in Work Team Diversity Research: A Meta-Analytic Review*, 52 (3) AMJ 599, at 621~622, (2009) .

(33) 現在でもダイバーシティ・マネジメントの研究の多くは、デモグラフィック型の多様性に関する研究のようである。辺見・前掲（注7）92頁。

(34) David A. Carter & Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *Corporate Governance*,

Carter は、エージェンシー理論 (agency theory) を援用し⁽³⁵⁾, Tobin's Q が上昇するのは、取締役会の多様性によって CEO に対する監督機関としての独立性が高まっているからであると結論づけた⁽³⁶⁾。この David A. Carter の実証研究は、ダイバーシティ・マネジメントというデモグラフィイ型の多様性が企業パフォーマンスにプラスの影響を与えることを統計的に示したものとして、現在でも多くの文献で引用されている。ちなみに、このように取締役会を CEO などの業務執行者に対する監督機関として位置づけることをモニタリングモデルという⁽³⁷⁾。このモニタリングモデルの考え方は、1970年代後半に誕生したものであるが⁽³⁸⁾, エージェンシー理論と相性がよかったこともあって⁽³⁹⁾, アメリカの研究者のみならず、

Board Diversity, and Firm Value, 38 TFR 33, at 51, (2003) .

- (35) エージェンシー理論とは、プリンシパル (principal) が情報の非対称からくるエージェント (agent) のモラルハザード (moral hazard) や逆選択 (adverse selection) の問題に対して、適切な契約を結ぶことによって克服する工夫を考察する経済学上の理論である。また、プリンシパルとエージェントとの間にある情報の非対称を克服するためのコストをエージェンシーコスト (agency cost) という。細江守紀「第1章株式会社、会社法、および企業統治」細江守紀編著『企業統治と会社法の経済学』(勁草書房, 2019年) 22頁。
- (36) *supra* note 34, at 36~38 & 51.
- (37) モニタリングモデルという言葉は多義的であって定義づけすることは実際のところ困難であるが、さしあたり本論文の意味で用いる。アメリカにおけるモニタリングモデルについては、川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋・川濱昇・前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』(有斐閣, 1997年) 3頁以下などを参照。
- (38) モニタリングモデルの提唱者の1人とされる Melvin A. Eisenberg は、1976年に出版した Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, (Beard Books, 1976) において、モニタリングモデルを提唱している。
- (39) コーポレートガバナンスにおけるエージェンシー問題の1つとして、プリンシパルである株主とエージェントである CEO のエージェンシーコストを低減させるため、取締役会を CEO の監督機関として位置づけ、どのように監督機能を高めるかが議論されてきた。そこでは、取締役会の独立性を高めることがその監督機能を向上させるものであり、独立取締役の増員や取締役会の多様性を促進することは独立性を高めるものと考えられている。このような観点から、コーポレートガバナンスを分析したものとして、Eugene F. Fama &

アメリカ企業においても急速に受容されていった⁽⁴⁰⁾。

上記の David A. Carter による実証研究に対して、Tobin's Q や ROA などを企業パフォーマンスの指標とした場合に統計結果のバラツキを見せており、相関関係の有無についても問題点が指摘されている。たとえば、2009年に、Renee B. Adams & Daniel Ferreira は、S & P (Standard and Poor's) 500を中心としたアメリカ企業を対象に、取締役会における女性取締役比率と Tobin's Q および ROA (Return on assets) との間の相関関係について分析したところ、推定方法によって正反対の相関関係が出ることを示した⁽⁴¹⁾。また、2010年に行った David A. Carter の実証研究では、取締役会における女性取締役・民族的マイノリティ出身取締役の比率と Tobin's Q や ROA などの財務指標を企業パフォーマンスとした場合の相関関係について、同じ推定方法を用いたとしても、Tobin's Q と ROA で統計結果にバラツキが出ることを示した⁽⁴²⁾。そこで、David A. Carter は、取

Micheal C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 (2) J. L. & Econ. 301, (1983)などを参照。また、エージェンシー理論から取締役会の多様性と監督機能との関係を論じたものとして、Sandeep Gopalan & Katherine Watson, *An Agency Theoretical Approach to Corporate Board Diversity*, 52 San Diego L. Rev. 1, (2015)がある。

- (40) アメリカにおけるモニタリングモデルの普及については、山中利晃『上場会社の経営監督における法的課題とその検討—経営者と監督者の責任を中心に』(商事法務, 2018年)104~145頁, 増田友樹「なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか—」同志社法学67巻1号(2015年)49頁以下を参照。
- (41) Renee B. Adams & Daniel Ferreira, *Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, 94 JFE 291, at 304~307, (2009)では、通常の最小二乗法 (OLS: Ordinary Least Squares)・固定効果モデルによる推定では、取締役会における女性取締役の比率と Tobin's Q・ROA との間には正の相関関係が見られるが、企業の個別効果を考慮した固定効果モデル・Arellano and Bond 法による推定では、取締役会における女性取締役の比率と Tobin's Q・ROA との間には負の相関関係が見られるとした。
- (42) David A. Carter & Frank D'Souza & Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance*, 18 CGIR 396, at 410~411, (2010)は、固定効果モデル

締役会に女性取締役や民族的マイノリティ出身取締役を選任する理由として、企業パフォーマンスとは別の観点から論じなければならないと述べている⁽⁴³⁾。これは、エージェンシー理論に基づく考え方（取締役会の多様性によって独立性が高まり、監督機能が向上することでエージェンシーコストが低減すること）に対して、別の理論的なアプローチが必要であると捉えることもできる。

このように、取締役会の多様性と企業パフォーマンスの関係について、実証研究の面からいくつかの議論すべき問題点が明らかになってきた⁽⁴⁴⁾。これまでの経済学を中心とした実証研究は、ダイバーシティ・マネジメントというデモグラフィック型の多様性が中心であったことから、タスク型の多様性をどのように考慮するかが今後の課題であるとも指摘されている⁽⁴⁵⁾。また、実証研究をメインとする研究者からも、取締役会に女性取締役や民族的マイノリティ出身取締役を選任することにどのような意義があるか再考すべきとの指摘は重要である。そして、アメリカにおけるエージェンシー理論に基づく実証研究は、自覚的であるか否かに関わらず、モニタリングモデルを想定していることには注意しなければならないであろう。

による推定では、取締役会における女性取締役・民族的マイノリティ出身取締役の比率と ROA との間には正の相関関係があるものの、Tobin's の上昇には相関関係はなかったとしている。

- (43) *Id.* at 411~412. ただし、当該論文において、どのような理論モデルによって取締役会の多様性を捉えるべきかについては明確に示されていない。
- (44) もちろん、本論文で見てきた実証研究のみが、取締役会の多様性に関する実証研究すべてではないことには気をつけなければならないが、実証研究が孕んでいる問題点の一面を捉えていることはたしかなように思える。
- (45) 乾友彦・中室牧子・枝村一磨・小沢潤子「企業の取締役会のダイバーシティとイノベーション活動」RIETI Discussion Paper Series 14-J-055 (2014年) 11頁は、2009年の Renee B. Adams & Daniel Ferreira の実証研究について、ダイバーシティ・マネジメントというタスク型の多様性を十分考慮していないと指摘している。この指摘は、これまでの取締役会の多様性に関する実証研究一般にも当てはまっているように思われる。

2. 2. 2. 取締役会の多様性に関する法規制と議論状況

いくつかの問題点は指摘されているものの、アメリカでは取締役会における多様性と企業パフォーマンスとの関係についての実証研究が盛んであり、企業パフォーマンスにプラスの影響があるとの研究が数多く公表されている。そのような状況もあって、アメリカの証券市場では、機関投資家や議決権行使助言会社を中心に、企業パフォーマンス向上の観点から、取締役会における多様性を促進するよう上場企業に強く求めるようになってきている⁽⁴⁶⁾。たとえば、2000年代に入ると、アメリカ証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）は、SEC規則を通じて、上場企業に対し取締役会の多様性を開示するよう求めている。また、2018年には、カリフォルニア州議会は、同州に本拠地を置く上場企業に対して、女性取締役の選任を義務付ける Quota 制度を導入する州会社法の改正を行っている。そこで、以下では、SEC規則による開示規制およびカリフォルニア州会社法上の Quota 制度について、法規制の観点から、取締役会の多様性に関する議論を見ていく。

SECが、上場企業に対し取締役会の多様性を開示することを求めたのは、2009年の「Proxy Disclosure Enhancements」というSEC規則の改正案⁽⁴⁷⁾が公表されたのが契機である。2010年2月には、この改正案に基づいたSEC規則が施行されている（以下、2009年改正SEC規則という。）。SECは、投資家の多くが企業の説明責任（corporate accountability）を重視してきており、株主総会における議決権行使や投資決定（investment decisions）をするための追加的な情報（additional information）を求めていることが、

(46) 1990年代以降、SEC規則（17 CFR Part 240）に基づく株主提案権の行使によって、多くの投資家が上場企業に対して取締役会の多様性を開示するよう求めるようになっていたようである。ただし、経営者側は取締役会の多様性を開示することに積極的ではなかったようである。Thomas Lee Hazen & Lissa Lamkin Broome, *Board Diversity and Proxy Disclosure*, 37 (1) U. Dayton L. Rev. 39, at 45~49. (2011) .

(47) 74 FR 68333, (Dec. 23, 2009) .

2009年の改正の背景にあると述べている⁽⁴⁸⁾。ここでいう「追加的な情報」とは、後述するように、リスク・マネジメント、コーポレートガバナンス、役員報酬などに関する非財務情報のことを指している。同改正案は、Form 10-Kや委任状参考書類(proxy statement)の開示情報について、非財務情報の開示項目に関するRegulation S-K(17 CFR Part 229)を改正し、コーポレートガバナンスなどに関する記述情報を充実することとした。ちなみに、Form 10-Kとは、SECに提出する書類で株主向けの年次報告書(annual report)の元になるものであり⁽⁴⁹⁾、委任状参考書類は、株主総会の招集通知とともに添付される書類である。

そこで、主な改正内容を見ると、リスク・マネジメントの観点から、取締役会のリスクに対する監督(risk oversight)およびそこでの役割(17 CFR § 229.407(h))⁽⁵⁰⁾、報酬方針(compensation policy)および報酬に関する慣行(compensation practice)を新たに開示するものとした(17 CFR § 229.402(s))⁽⁵¹⁾。また、取締役会のリーダーシップ構造(leadership structure)

(48) *Id.* at 68334. また、同改正案では削除されているが、草案である「Proxy Disclosure and Solicitation Enhancements」では、2008年に生じた世界的な金融危機による証券市場の混乱に対して、リスク特性(risk profile)に関する上場企業の説明責任を強化する目的もあると述べていた。74 FR 35075, at 35076, (July. 17, 2009) .

(49) 1970年代までは、株主向けの年次報告書について、ニューヨーク証券取引所の上場契約(listing agreement)によって規制されており、現在のようなRegulation 14a-3などのSEC規則による規制はなかった。その後、1974年にRegulation 14a-3等を改正したことを契機に、上場企業が株主向けの年次報告書を開示するにあたってSEC規則に服することとなっていった。1970年代における株主向けの年次報告書の改正経緯については、平松一夫「米国における年次株主報告書規制の展開」関西学院大学商学論究32巻2号67頁以下を参照。

(50) 同規則について、リスク情報の開示の観点から検討したものととして、近藤汐美「米国におけるリスク情報開示の制度的展開—SECによる非財務情報開示を中心として—」愛知学泉大学現代マネジメント学部紀要3巻1号(2014年)15頁以下がある。

(51) 具体的には、同規則によって、CEOなどの役員報酬だけではなく、すべての従業員の報酬方針および慣行を記述情報として開示することが求められるようになった。同規則における報酬情報の開示については、熊代拓馬「経営者報

(17 CFR § 229.407 (h))⁽⁵²⁾や、指名委員会 (nominating committee) における取締役の選任・評価プロセスを開示させることとしている (17 CFR § 229.407 (c) (2) (iv))。くわえて、指名委員会 (または取締役会) が、取締役の選任プロセスにおいて多様性を考慮しているのか否か、考慮しているのであればどのように考慮しているのかを開示しなければならない (17 CFR § 229.407 (c) (2) (iv))。そして、指名委員会 (または取締役会) が、取締役の選任プロセスで多様性を考慮するために何か方針 (policy) を有しているのであれば、どのようにその方針に沿って取締役を選任するのか、その方針の有効性 (effectiveness) を評価する方法を開示しなければならない (17 CFR § 229.407 (c) (2) (iv))。ただし、同改正案では、多様性について明確な定義は設けておらず、どのような多様性をもった取締役を採用するかは各企業の裁量に任せている⁽⁵³⁾。

このように、2009年改正 SEC 規則は、取締役の選任プロセスの開示を通じて、企業に対して取締役会の多様性を説明させることとした。また、SEC は、上場企業に取締役会の多様性を開示させる根拠として、取締役

開示の機能とそのあり方—米英豪を手がかりとして—」神戸法学雑誌67巻3号 (2017年) 72~73頁を参照。

- (52) 2009年改正 SEC 規則は、取締役会の構成について、① CEO と取締役会議長 (chairman) を同一人物が兼任している否か、② 筆頭独立取締役 (lead independent director) を置いているのか否か、③ 筆頭独立取締役が取締役会においてリーダーシップを発揮するためにどのような役割を担っているのか否か等を開示すべきであるとする (17 CFR § 229.407 (h))。前述したように、2009年改正 SEC 規則は、2010年2月に施行されたが、2010年7月に制定された Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (正式名称は、An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes) も、委任状 (proxy) を通じて CEO と取締役会議長を同一人物が兼任しているのか否かを開示しなければならなくなった (15 U.S. Code § 78n-2)。
- (53) *supra* note 47, at 68344. また、*supra* note 46, at 561は、取締役会の多様性について各企業の裁量に任せた方が、機関投資家にとって各企業の経営方針等が分かって判断しやすいとして肯定的に捉えている。

会の多様性を促進することは企業パフォーマンスの向上に寄与するものと述べている⁽⁵⁴⁾。これは、改正経緯から考えれば、モニタリングモデルを前提に取締役会の多様性がその独立性を高め、取締役会の監督機能の向上に結びつくという考え方に基づいていると解することができよう⁽⁵⁵⁾。この点について、法学領域の研究者は、取締役会の多様性を開示させることに肯定的ではあるが、後述するように、多様性を正当化する根拠に関しては研究者間で議論がある。法学領域において、取締役会の多様性に関する研究が一般的になったのは、2000年代に入ってからのものである⁽⁵⁶⁾。当初、多くの研究者は、ジェンダー・ギャップの解消など社会的公正の観点から取締役会の多様性を論じていた⁽⁵⁷⁾。

その後、法学領域においても、ほとんどの研究者は、社会的公正の実現というよりも企業パフォーマンスの向上など経済合理性の観点から取締役会の多様性を論じるようになっていった⁽⁵⁸⁾。具体的には、このような経済合理性の観点から取締役会の多様性を論じる研究者のほとんどは、本論文で見てきた実証研究の分析結果などを引用し、取締役会の多様性を図るべきであると主張している。その背景には、2000年代に入ってから、アメリカ企業における女性取締役や民族的マイノリティ出身の取締役は増加しておらず、取締役会の多様性を社会的公正から論じていても、アメリカ経済界には決して受け入れられないとの認識が研究者間で広まったことが

(54) *supra* note 47, at 68343.

(55) たとえば、増田・前掲（注40）80～81頁は、アメリカのモニタリングモデルが普及したのは、アメリカで生じた企業不祥事に対して、SECが連邦議会に対するアピールや自身の法的権限を拡大するため積極的に行動するインセンティブがあったからであると結論づけている。同論文を参考にすれば、SECが取締役会の監督機能に着目したモニタリングモデルを前提としていることは当然であろう。

(56) Lisa M. Fairfax, *Board Diversity Revisited: New Rationale, Same Old Story?*, 89 N. C. L. Rev. 855, at 856, (2011).

(57) *Id.* at 857.

(58) *Id.* at 857.

指摘されている⁽⁵⁹⁾。また、このような傾向は、取締役会の多様性に関する実証研究が蓄積され理論的に精緻化してきたことも多分に影響しているのであろう⁽⁶⁰⁾。そして、現在の ESG 投資の普及も相まって、経済合理性の観点から論じることは、アメリカの機関投資家や議決権行使助言会社などにも受け入れられ、取締役会の多様性を開示する流れを一層後押しした⁽⁶¹⁾。

アメリカにおいて取締役会の多様性が促進する状況が生まれてきているといっても⁽⁶²⁾、現時点では、アメリカ企業の女性取締役や民族的マイノリティ出身の取締役の割合は期待しているほど増加していない⁽⁶³⁾。また、取締役会の多様性（特に、性別・民族的多様性）が企業パフォーマンスの向上に寄与することに疑問符を投げかける実証研究が公表されていることもあって、男女・人種差別の解消など社会的公正の観点からの議論に立ち戻

(59) *Id.* at 857.

(60) *Id.* at 860~864は、取締役会の多様性に関する実証研究について、取締役会の多様性（特に、性別・民族的多様性）が企業パフォーマンス向上に少なからず関係があるという研究が存在するのであるから、取締役会の多様性を正当化する根拠となると述べている。

(61) たとえば、2015年には、アメリカの公的年金基金が中心となって SEC に対して、取締役会の多様性に関する情報開示を強化するよう要望書を提出している。Ohio Public Employees Retirement Systems et al, Petition for Amendment of Proxy Rule Regarding Board Nominee Disclosure-Chart / Matrix Approach, (March 31, 2015) .

(62) さらにいえば、アメリカでは女性のキャリア支援・調査等を行なっている国際的な NPO (Non-Profit Organization) である Catalyst などが女性取締役の割合を高めるよう積極的に提言している。また、2004年には、Catalyst などの取締役会の多様性を推進する団体が、Alliance for Board Diversity (ABD) という国際的な連合体を立ち上げ、取締役会の多様性を推進するための報告書等を公表している。

(63) たとえば、Terry Morehead Dworkin & Cindy A. Schipani, *The Role of Gender Diversity in Corporate Governance*, 21 (1) J. Bus. L. 105, at 108 (2018) は、2020 Women on Board が2017年に行った *Fortune* 1000のアメリカ企業を対象とした調査で女性取締役の割合が全体で19.8%であることを期待して未だ残念な数字であると述べている。

るべきであると主張する法学領域の研究者もあらわれている⁽⁶⁴⁾。

ところで、2018年に、カリフォルニア州議会は、同州に本拠地を置く上場企業に対して、女性取締役の選任を義務付ける Quota 制度を導入する州会社法の改正を行なっている。これは、従来の SEC 規則による情報開示のような間接的な規制ではなく、取締役会の多様性を直接的に規制するものとして注目されている。そこで、最後に、2018年のカリフォルニア州会社法改正について簡単ではあるが見ておきたい。カリフォルニア州では、以前から上場企業に対する女性取締役の選任義務付けについて関心が高かったようである。たとえば、カリフォルニア州議会は、2013年に法的拘束力はないものの、上場企業に対して、取締役会の規模に合わせて女性取締役の割合を増加させるべきとの決議案を可決している⁽⁶⁵⁾。このような経緯もあって、2018年に州会社法を改正して Quota 制を導入することとなった。

具体的には、カリフォルニア州会社法301.3条では、SECに提出する Form 10-Kにおいて、カリフォルニア州を主たる業務上の事業所 (principal executive offices) と記載している州内外の上場企業 (a publicly held domestic or foreign corporation) に対して、2019年末までに取締役会に

(64) *supra* note 56, at 884~885は、取締役会の多様性が経済合理性の観点から論じられて以降、アメリカ企業における取締役会の多様性が促進しないのは、社会的公正の実現など規範的な側面からの検討が足りないことを述べている。そもそも、取締役会の多様性は社会的公正の観点から論じられていたはずだと危惧している。同様の見解として、Barbara Black, *Stalled: Gender Diversity on Corporate Boards*, 37 (1) U. Dayton L. Rev. 7, at 20, (2011)がある。また、*supra* note 63, at 122~131は、取締役会の多様性について、本論文で述べた経済的合理性の観点から論じることの問題点を指摘し、職場におけるハラスメント (harassment) の観点から論じている。

(65) Senate Concurrent Resolution No. 62, c.127. 同決議では、カリフォルニア州のすべての上場企業に対して、取締役会において①取締役の人数が9名以上いる場合には、3名以上の女性取締役、②取締役の人数が5名から8名いる場合には、2名以上の女性取締役、③取締役の人数が5名未満の場合には、1名以上の女性取締役を選任しなければならないとされている。

少なくとも1名の女性取締役を選任しなければならず（改正カリフォルニア州会社法301.3条（a）項）、2021年末までには①取締役の人数が4名以上いる場合には1名以上の女性取締役、②取締役の人数が5名以上いる場合には2名以上の女性取締役、③取締役の人数が6名以上いる場合には3名以上の女性取締役を選任しなければならないと義務付けている（同条（b）項各号）。また、この女性取締役の選任状況を含む取締役会の構成に関する情報について、上場企業は、州務長官（secretary of state）に届け出なければならない⁽⁶⁶⁾。上場企業が、このような情報を届け出なかった場合には10万ドルの科料（fines）に処され（同条（e）項（1）号（A））、また同条に定めた期限内に決められた人数の女性取締役を選任できなかった場合にも、10万ドルの科料に処される（同条（e）項（1）号（B））⁽⁶⁷⁾。

カリフォルニア州議会に提出された州会社法の改正法案⁽⁶⁸⁾を見ると、女性取締役の人数が増加することによって企業パフォーマンスが向上するという研究をいくつも紹介しており⁽⁶⁹⁾、ここでも経済合理性の観点から性別・民族的多様性は企業パフォーマンスの向上に寄与するとのロジックがその根拠となっているように見える。また、前述した2013年の州議会の決議案も、同様のロジックに基づいているようである⁽⁷⁰⁾。このように、

(66) 改正州会社法301.3条（c）項および（d）項各号において、州務長官は、インターネットのウェブサイトを通じて、対象となる上場企業の女性取締役の選任状況などを公表しなければならないとされている。

(67) 同法に定めた期限内に決められた人数の女性取締役を選任できない場合、2回目以降の違反については30万ドルの科料に処される（同条（e）項（1）号（C））。

(68) Senate Bill No.826, c.954.

(69) たとえば、改正法案は、2011～2016年の間におけるアメリカ企業のEPS（earnings per share）について、3名以上の女性取締役がいる企業は、女性取締役が存在しない企業と比較して45%程度高いというアメリカの投資顧問会社であるMSCIの2017年の調査を引用している。Id. at sec. 1.（c）（1）。

(70) 同決議案でも、上場企業に対する女性取締役の選任義務づけの根拠として、女性取締役の人数が増加することが企業パフォーマンスの向上に寄与するとのいくつかの研究を紹介している。

カリフォルニア州会社法上の Quota 制度は、男女平等という社会的公正を主たる根拠に Quota 制度を導入しようとしている EU とは異なるロジックであることが分かるであろう⁽⁷¹⁾。アメリカの法学領域の研究者は、Quota 制度の導入には一般的には慎重な態度をとっているように思える。これは、社会的公正の観点から取締役会の多様性を促進することを主張する研究者も同様であり、女性取締役・民族的マイノリティ出身の取締役の選任義務付けを企業に強制することについて必ずしも明確な立場は示していない、または慎重である⁽⁷²⁾。そして、カリフォルニア州における Quota 制度の導入について、法学領域の研究者などは憲法上の問題点を指摘しており⁽⁷³⁾、実際に違憲訴訟が提起されている⁽⁷⁴⁾。そのため、このよ

(71) EU では、2012年に「上場企業の非業務執行取締役におけるジェンダー・バランスおよび関連措置 (related measures) の促進に関する EU 指令案」(Proposal for Directive of the European Parliament and the Council on improving the gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchange and related measures, COM (2012) 614 final.) を公表している (現在は継続審議中)。この指令案は、EU の理念である男女平等の観点から制定されたものである。同指令案については、上田廣美「会社法とジェンダー・バランスの相克—ジェンダー・バランス推進に関する EU 指令案を手がかりとして—」EU 法研究 4 号 (2018年) 35頁以下を参照。また、EU 加盟国では、ノルウェー、フランス、ドイツなどがすでに Quota 制度を導入している。

(72) *supra* note 63, at 140. ただし、*supra* note 46, at 73は、本論文で検討した2009年の SEC 規則のように情報開示による規制方法が、企業の自発的行動を促し、企業活動を阻害することが少ない方法であるとして肯定的な立場を示している。

(73) ここでいう憲法問題とは、この Quota 制が合理的な affirmative action か否かという問題と内部事項の法理 (internal affairs doctrine) の問題が指摘されている。Joseph A. Grundfest, *Mandating Gender Diversity in the Corporate Boardroom: The Inevitable Failure of California's SB 826.*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 232, at 4~8, (2018). ちなみに、内部事項の法理とは、コーポレートガバナンスなど企業の内部事項の法的問題については、原則として企業の設立州法が適用されるという法理である。アメリカでは、連邦裁判所の判決などを通じて、この内部事項の法理に基づく設立準拠法主義が堅持されているといわれている。伊達竜太郎「会社の設立準拠法主義の機能—アメリカにおける準拠法選択の議論を軸にして—」沖縄法学42号 (2013年) 34~35頁。

うな違憲訴訟によるコストを考慮するならば、証券市場における機関投資家の圧力を通じ、上場企業の自発的な行動によって取締役会における女性取締役の比率を高めるべきであると主張する者もいる⁽⁷⁵⁾。このように、2018年のカリフォルニア州会社法の改正を契機に、どのような規制方法によって、取締役会の多様性を促進していくかについてより活発な議論がなされる可能性がある。

3. むすびに代えて

当初、アメリカでの取締役会の多様性、特にデモグラフィー型の多様性に関する議論は、1980年代におけるアメリカ社会の人口動態の変化や女性・民族的マイノリティ出身者にあつた「ガラスの天井」問題がその根底にあつたといえる。そして、アメリカでは、人材の多様性が企業パフォーマンスの向上に寄与するというダイバーシティ・マネジメントのロジックを用いることによって、アメリカ経済界に対して取締役会の多様性を促進しようとしたのである。このように、アメリカで取締役会の多様性を求めていた背景として、企業パフォーマンスの向上とはいっても、女性や民族的マイノリティなどに対する雇用格差の是正という社会的公正の実現にあつたことは認識しなければならないだろう。

2000年代以降、ダイバーシティ・マネジメント以外にも、主に経済学を中心として、取締役会の多様性について多くの実証研究が蓄積されていった。従来の実証研究では、エージェンシー理論を前提に、取締役会における女性取締役・民族的マイノリティ出身取締役の割合が高まると企業パフォーマンスにプラスの影響を与えると一般的に解されていた。そこでは、

(74) この Quota 制について、合理性の無い affirmative action として、連邦憲法および州憲法に基づき、実際に違憲訴訟が提起されている状況である。事案の概要等については、Robin Crest, et al. v. Alex Padilla (LASC Case No. 19STCV27561) を参照。

(75) *supra* note 73, at 8~12.

モニタリング・モデルとしての取締役会を想定しつつ、構成員の多様性によって取締役会の監督機能が高まることで企業パフォーマンスにプラスに影響を与えていると捉えられている。このような考え方は、アメリカの証券市場において、機関投資家や議決権行使助言会社を中心に肯定的に受け入れられた。しかしながら、近年、このような実証研究に対して、実証研究で用いる指標によっては、取締役会の多様性と企業パフォーマンスとの間の相関関係にバラツキが生じることやエージェンシー理論に対する批判など議論すべきいくつかの問題点が指摘されている。また、ダイバーシティ・マネジメントにおいても、デモグラフィック型の多様性を促進するだけでは必ずしも企業パフォーマンスは向上しないという見解が一般的になってきている。そのため、取締役会に女性取締役や民族的マイノリティ出身取締役がいることによってどのような意義があるのか再考に迫られている。

法規制の面では、世界金融危機などを契機にして、2009年に、SECは上場企業に対し取締役会の多様性を開示することを求めるSEC規則の改正案を公表している。これは、モニタリングモデルを前提に、取締役会の多様性とその独立性を高め、監督機関としての機能向上に結びつくとの方に基づいており、企業パフォーマンスという経済合理性の観点から論じられている。また、2018年には、カリフォルニア州議会は、女性取締役の選任を義務付けるQuota制度を導入する州会社法改正を実現している。そこでも、経済合理性の観点から、取締役会において女性取締役の割合が高まることは企業パフォーマンスの向上に寄与するというロジックによって導入が進められた。このように、アメリカでは、取締役会の多様性に関する法規制について、規制方法の如何を問わず、企業パフォーマンスの観点から根拠づけようとしている。法学領域の研究者の多くも、取締役会の多様性について社会的公正から経済的合理性へとその議論の軸足を移してきている。これは、社会的公正の観点から取締役会の多様性を論じたとしても、アメリカ企業に女性取締役や民族的マイノリティ出身の取締役の人

数を増加させるインセンティブが生じないと認識が研究者の中に浸透していったことが背景にあるようである。ただし、前述したように、実証研究におけるいくつかの問題点が指摘されていることもあって、法学領域の研究者の一部から社会的公正の観点から取締役会の多様性を再検討すべきであるとの主張があらわれていることは注目に値するだろう。

ところで、我が国では、取締役会の多様性がどのように企業パフォーマンスの向上に寄与するかについて、必ずしも明確なロジックがあるわけではない。アメリカでの議論は、我が国における取締役会の多様性と企業パフォーマンスとの関係を考える上で参考になるように思われる。また、我が国の証券市場でも、アメリカの機関投資家や議決権行使助言会社は一定の影響力を有しており、上場企業に対し取締役会の多様性について、さらなる情報開示が促進されることは避けられないであろう⁽⁷⁶⁾。そのように考えると、我が国でも取締役会の多様性を促進することの意義とは、モニタリングモデルを前提として、取締役会の監督機能を向上させることで企業パフォーマンスが向上するというエージェンシー理論を援用したロジックになるのかもしれない⁽⁷⁷⁾。しかしながら、我が国の会社法は、機関構

(76) たとえば、大手の議決権行使助言会社の Glass Lewis は、日本企業向けの 2020年版ガイドラインにおいて、東証1部・2部に上場している企業に対して、女性役員（たとえば、取締役や監査役など）が1名もいない場合には、反対助言を行うとする助言方針の改定を行なっている。ただし、仮屋広郷「グローバル化とコーポレート・ガバナンス改革」社会イノベーション研究13巻2号（2017年）75～82頁は、このような議決権行使助言会社などを含むアメリカのコーポレートガバナンス産業によるアメリカ型のコーポレートガバナンスへの移行の圧力が、日本企業から日本型経営の多様性を失わせるとともに、日本企業の強さを奪う危険性を指摘している。このような指摘を踏まえると、我が国の上場企業の経営者は、どのようなロジックに基づいて取締役会の多様性を図るかについて、十分な説明責任を果たさなければならないように思われる。

(77) これまで行われた我が国の取締役会改革とは、アメリカのモニタリングモデルにどのように接近させるかがその中心であったように思われる。我が国における上場企業のモニタリングモデルの普及を目標とするならば、取締役会の多様性について、取締役会の監督機能との関係から論じることは多少の意義はあり得るかもしれない。ただし、本論文で述べたように、現在の取締役会の多様

造についてある程度の裁量を各企業に与えていることもあって、上場企業の取締役会がモニタリングモデルであるとは限らず⁽⁷⁸⁾、エージェンシー理論を援用するロジックで取締役会の多様性を正当化することが難しい場合もあり得る。そのような場合、取締役会の多様性を促進することを正当化するロジックとしては、企業パフォーマンスの向上に寄与するといっても、社会的公正を加味し、我が国の現状に適合するようなロジックを考え出さなければならないであろう。それは、我が国のコーポレートガバナンスにおいて取締役会をどのように位置づけるかということと関係があり、女性取締役や民族的マイノリティ出身取締役が期待される役割とは何かをより具体的に検討しなければならない⁽⁷⁹⁾。我が国では、コーポレートガバナンスの遵守状況を開示させることを通じて、取締役会の多様性を促進することを試みている。女性取締役の選任状況を見ても分かるように、先

性に関する実証研究からすれば、取締役会の多様性を促進させることが監督機能の向上に結びつくとは限らないことには気をつけなければならない。このような議論は、社外取締役の選任義務付けの際にもなされている。2019年の会社法改正において主に上場企業を対象に（たとえば、会社法上、公開会社かつ大会社である監査役会設置会社であって有価証券報告書の提出する義務を負う会社が対象となる。）社外取締役の選任義務付けが新たに規定された。これは、社外取締役による監督の保証を通じて日本の証券市場に対する信頼を確保するという観点から、社外取締役による監督機能を重要視する方向性を示すことを主たる目的とした改正であるといわれている。白井正和「社外取締役の選任義務づけと業務執行の委託」商事法務2234号（2020年）5頁。

(78) 我が国において、上場企業における社外取締役の選任事例は顕著に増加しているものの、ほとんどの企業では社外取締役は取締役会の少数派である。アメリカのような社外取締役が過半数以上を占めるようなモニタリングモデルに転換するの否かは今後の推移を見なければならない。田中亘「第11章企業統治改革の現状と展望：取締役会制度を中心に」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』（東洋経済新報社、2017年）390頁。

(79) たとえば、社内取締役と社外取締役では、女性取締役やマイノリティ出身取締役に期待される役割は自ずと変わってくるものと思われる。我が国における女性取締役の議論は、社外取締役を前提としているような節があるが、女性の社内取締役（特に業務執行取締役）が増加しなければ、女性の社外取締役の人材は今後も増加しないであろう。

進国の中でも取締役会の多様性が著しく低い我が国の現状からすると、情報開示を通じた間接的な規制が取締役会の多様性を促進するために妥当であるかはさらに検討する必要があるだろう。

【付記】 本論文は、JSPS 科研費（20K01481）および2019年度全国銀行学術振興財団研究助成による成果の一部である。