

論 説

ESG と米国会社法の信認義務

－ DEI に関する議論を手掛かりとして－

藤 田 真 樹

- I. 背景と目的
- II. 国際機関・欧州を中心とする諸外国の DEI へ向けた取組みと信認義務
- III. 米国のコーポレートガバナンスの変遷と DEI へ向けた取組み
- IV. 先行研究における DEI に関する課題と議論
- V. DEI と信認義務に関する議論
- VI. わが国の会社法における DEI に関する若干の私見
- VIII. 結びに代えて

I. 背景と目的

ESG とは、改めて説明を要しない程、社会に広く普及した言葉であるが、環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Governance) の英語の頭文字を合わせたものであり、これらの項目に着目した投資や事業活動を意味する⁽¹⁾。近年、中長期的な企業価値の向上に向けた持続可能性 (Sustainability) が重要であるとの認識の下、ESG へ向けた投資や事業活動が活発化している。

ESG の課題において特に重視される項目の1つとして、DEI に関する取組が挙げられる。DEI とは、多様性 (Diversity)、公平性 (Equity)、包括性 (Inclusion) の頭文字を合わせたものであるが、わが国でも、2021年4月6日のスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議において、「企業がコロナ後の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現する上では、取締役会のみならず、経営陣にも多様な視点や価値観を

(1) ESGについて詳しくは、ESG/SDGs 法務研究会編『日弁連 ESG ガイドンスの解説とSDGs時代の実務対応』(商事法務・2019年)、森・濱田松本法律事務所編『ESGと商事法務』(商事法務・2021年)他参照。

備えることが求められる。我が国企業を取り巻く状況等を十分に認識し、取締役会や経営陣を支える管理職層においてジェンダー・国際性・職歴・年齢等の多様性が確保され、それらの中核人材が経験を重ねながら、取締役や経営陣に登用される仕組みを構築することが極めて重要である」と提言された⁽²⁾。

この提言を受け、2021年6月11日に改訂された東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」においても、「社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保」が挙げられ（原則2-4）、「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させる形で構成されるべき」とし（原則4-11）、「各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリック」等の開示が推奨される（補充原則4-11①）。また、2021年6月11日に改訂された金融庁の「投資家と企業の対話ガイドライン」においても、「取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、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、職歴、年齢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。その際、取締役として女性が選任されているか」（原則3-6）が挙げられる⁽³⁾。

近年、米国において、DEIは、ブラック・ロック、バンガード、ステート・ストリートといった資産運用会社のピック・スリーが、他の機関投資家を率先し、また、ISS、グラス・ルイスといった議決権行使助言会社が、積極的に取り組んでいる重要課題である。

DEIが重要課題となっている背景として、2006年の国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）等の影響を受けた機関投資家の企業経営へのエンゲージメントの強化、性的虐待に端を発する#Me Too運動や、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

-
- (2) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」3頁（2021年4月6日）。
 - (3) 「投資家と企業の対話ガイドライン」とは、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの附属文書として重点的に議論される事項を纏めたもの。金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」3頁（2021年6月21日改訂）。

拘束によって死亡した事件等を受けた人種差別問題に対する抗議活動である #Black Lives Matter⁽⁴⁾、新型コロナ・ウィルスのパンデミックの影響によって、性別、人種による米国の経済格差が深刻化していること等が挙げられる。

近年の DEI へ向けた取組みは、労働者を対象としたものではなく、女性を含む過小評価グループ⁽⁵⁾ 出身の企業役員の選任に焦点が当てられている。もともと、米国の企業法、特に会社法の領域において、一般に、企業役員は、委託者である会社から会社経営を委任された受託者と類似の関係にあり、受益者である株主のために信認義務 (fiducially duty) を負うため、株主利益の最大化へ向けて行動しなければならないと長らく解釈されてきた。しかし、取締役会構成員の多様化と株価の間には必ずしも正の相関が見られないとする実証研究も出されている。このような背景を受け、近年米国において、DEI を中心として、ESG と信認義務の関係の解釈に関する議論が活発化しており、ジョージタウン大学のクリス・ブルマー教授、デラウェア州最高裁判所の元首席判事レオ・ストライン弁護士から「義務と多様性 (Duty and Diversity)」と題する DEI と信認義務について扱った注目すべき共著論文も出された⁽⁶⁾。

本稿は、米国の ESG と信認義務の関係について探る手掛かりとして、ブルマー教授とストライン弁護士の共著論文を中心に、DEI と信認義務に関する議論について検討し、わが国の政策に対する若干の私見を述べることを目的とする。以下、国際機関・欧州を中心とする諸外国の DEI へ向けた取組みと信認義務について概観した後 (Ⅱ)、比較法的な観点から、米国のコーポレートガバナンスの変遷と DEI へ向けた取組みを概観し (Ⅲ)、米国ではじめて罰則付きで割当制度を導入したカリフォルニア州を中心として、これまで先行研究

(4) Black Lives Matter が米国の DEI への取組みに影響を与えていること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) 他。

(5) 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 (マイノリティー) をいう。

(6) Chris Brummer & Leo E. Strine Jr., *Duty and Diversity*, *Vanderbilt Law Review*, Volume 75, Issue 1 (Jan. 2022) .

において、DEIに関してどのような課題や議論があったか確認する(Ⅳ)。その上で、ブルマー教授、ストライン弁護士の共著論文を中心にDEIと信認義務に関する議論を概観し、(Ⅴ)、わが国の会社法におけるDEIに関する若干の私見を述べ(Ⅵ)、結びに代える(Ⅶ)。

Ⅱ. 欧州を中心とする諸外国のDEIへ向けた取組みと信認義務

米国のDEIへ向けた取組みは、①カリフォルニア州に代表される州法による割当制度、②NASDAQの規則の改正等、連邦レベルの情報開示、③機関投資家によるアクティビズム等、資本市場のインフラを活用したものに大別できる。それぞれの取組みは、国際機関や、欧州を中心とする諸外国のDEIへ向けた取組みの影響が見られる。そこで本章では、比較法的な見地から米国のDEIと信認義務に関する議論を検討するため、国際機関、欧州を中心とする諸外国のDEIへ向けた取組みと信認義務について概観する。

1. 国際機関によるDEIへ向けた取組み

第二次世界大戦後に設立された国連は、1946年に「女性の地位委員会」を設置し、1952年に「女性の参政権に関する条約」、1967年に「女子差別撤廃宣言」、1979年には「女子差別撤廃条約」を採択した。1999年の世界経済フォーラムにおいて、国連は当時国連事務総長であったコフィー・アナン氏によって、企業に対し人権、労働権、環境、腐敗の防止に関する10原則を遵守し実践するよう企業に対して要請するイニシアティブである「国連グローバル・コンパクト」が提唱された⁽⁷⁾。原則6は雇用と職業に関する差別の撤廃を挙げる。2000年9月、国連は2015年までに達成する8つの目標と21のターゲット、60の指標からなるミレニアム開発目標(Millennium Development Goals: MDGs)を採択した。ターゲット3は、ジェンダーの平等促進と女性の地位向

(7) 下記 URL 参照 [<https://www.unglobalcompact.org/about/governance>].

上を掲げ、その達成手段として割当制度が有効であるとする⁽⁸⁾。2006年4月、アナン氏は機関投資家に対して受託者責任の範囲内でESGを反映させ、投資対象となる企業へESGを反映させるべく国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）⁽⁹⁾を公表した。また、国連はビジネスと人権に関する課題について、共通基盤を見だせない勢力の対立があったが、それを解消すべく、2005年に当時ハーバード大学の教授であったジョン・ラギー氏を事務総長特別代表に任命した⁽¹⁰⁾。ラギー氏は2008年に「保護、尊重、救済の枠組」を国連人権理事会に提出したが⁽¹¹⁾、国連は2011年「ビジネスと人権に関する指導原則」として奨励することを承認した⁽¹²⁾。枠組みおよび原則は、2010年に国際標準化機構（ISO）が発行したISO26000（社会的責任に関する手引き）に取り入れられた。

1976年に経済開発協力機構（OECD）は、参加国の多国籍企業に対して、期待される責任ある行動を採るよう勧告するため多国籍企業行動指針⁽¹³⁾を採

-
- (8) 2015年度以降においても、女性の地位向上のためには、割当制度が重要な役割を担うとされる。下記 URL 参照 [https://www.un.org/millenniumgoals/pdf/Goal_3_fs.pdf]。
- (9) PRI 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つの原則からなる。
- (10) この間の経緯について、John Gerard Ruggie, *Just Business : Multinational Corporations and Human Rights*, W. W. Norton & Co Inc (Dec., 2013); ジョン・ジェラルド・ラギー、東澤靖晴『正しいビジネス：世界が取り組む『多国籍企業と人権』の課題』（岩波書店・2014）参照。
- (11) 下記 URL 参照 [https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/reports-and-materials/Ruggie-report-7-Apr-2008.pdf]。
- (12) 下記 URL 参照 [https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/media/documents/ruggie/ruggie-guiding-principles-21-mar-2011.pdf]。日本弁護士連合会国際人権問題委員会『ビジネスと人権』20頁（現代人分社・2022年）。
- (13) 下記 URL 参照 [https://www.oecd.org/corporate/mne/]。

択した。多国籍企業行動指針においては、両性の平等について規定される (V.1 (e))。国連責任投資原則 (PRI) を受け、2011 年の多国籍企業行動指針の改訂版においては、問題解決支援へ向け、行動指針の各国連絡の窓口 ((National Contact Point: NCP) が設けられた。2015 年 9 月の国連総会では、SDGs が示され、17 の目標が掲げられた。5 つ目の目標に男女共同参画の実現が掲げられるが、達成基準として「政治、経済、公共分野のあらゆるレベルの意思決定において、完全かつ効果的な女性の参画および平等なリーダーシップの機会を確保」が挙げられる (5:5.5)⁽¹⁴⁾。2016 年 1 月、国連責任投資原則 (PRI) と国連環境計画金融イニシアティブ (United Nations Environment Program Finance Initiative: UNEP FI) は、ジェネレーション・ファウンデーション⁽¹⁵⁾ 金融イニシアティブ (Generation Foundation Finance Initiative: GFFI) の支援の下、主に環境問題を中心として、投資家の義務に関する国際的な声明の作成と公開等を目的として⁽¹⁶⁾、4 年間のプロジェクトを立ち上げた。

2019 年 10 月にニューヨークで公表された「21 世紀の信託義務に関する最終報告書 (Fiduciary Duty in the 21 Century)」では、① ESG の問題を、投資期間に合わせて投資分析および意思決定の過程に組込むこと、② 投資先の企業やその他の事業体における高水準の ESG の達成を奨励、③ 受益者と貯蓄者の持続可能性に関する選好を理解し組込むこと、④ これらのコミットメントについて、どのように実施したかの報告が提案された⁽¹⁷⁾。2020 年の世界経済フォ

(14) SDGs について、詳しくは、関正雄『SDGs 経営の時代に求められる CSR とは何か』(第一法規・2018 年)他参照。女性取締役の少なさは人身売買や所有権の制限と同様の枠組において問題視されている。

(15) ジェネレーション・ファウンデーション (the Generation Foundation) は、2004 年に持続可能な社会へ向けた投資活動を行う投資会社であるジェネレーション・インベストメント・マネジメントとともに設立された英国登録の慈善活動を行う財団である。下記 URL 参照 [<https://www.genfound.org>]。

(16) その他の目的として、② 市場における投資家の義務に関する分析調査を行う準備と国別のロードマップの作成、③ 政策立案者に対するエンゲージメント、市場における ESG 課題と投資家の義務を明確化と形式化 (formalize) のための政策措置 (policy measure) の採用への働きかけが挙げられる。

(17) 下記 URL 参照

[<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>]。

フォーラムのダボス会議において、フォーラムの主催者で議長でもあるクラウス・シュワブ氏は「2020年ダボス宣言」において「企業の目的は、すべての利害関係者が共有でき、持続的な価値の創造に参加させることにある。このような価値の創造によって、企業は株主だけでなく、従業員、顧客、供給業者、地域社会、社会全体という、全てのステークホルダーに奉仕 (serve) できる。すべての利害関係者の異なる利益を理解し、調和させる最良の方法は、企業の長期的な繁栄を強化する政策の決定へ向けた、共同のコミットメントを通じてである」と述べている⁽¹⁸⁾。

2. 欧州の DEI へ向けた取組み

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⁽¹⁹⁾、②制裁を伴わない法律で対応する国⁽²⁰⁾、③業界の自主規制やガイドライン等に委ねる国に分類される。また、法律で対応する場合には、会社法で対応するか⁽²¹⁾、それ以外の法律で対応するか、法律の他に業界の自主的ガイドライン等を伴うかによっても分けられる⁽²²⁾。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⁽²³⁾。

大陸法系に属する欧州の国においては、1978年のノルウェーの男女平等法を嚆矢として、性別による差別の解消の見地から公的部門を中心に早くから男女平等へ向けた取組みがみられた。EUにおいて、民間部門において女性役

(18) 下記 URL 参照 [https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK2596016.pdf]。

(19) フランス、イタリア、ベルギー等が挙。詳しくは、服部有希「フランスにおける取締役等へのクォータ制の導入」外国の立法 257 号 3 頁 (2013 年 9 月)。

(20) オランダ、スペイン、デンマーク、ドイツ等。

(21) 会社法に規定を置く国としては、ノルウェー、オランダ等。オランダについては田邊真敏「オランダ会社法の女性役員クォータ規定—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 卷 2 号 481 (1) 頁以下 (2015 年 2 月)。

(22) 田邊・前掲註) 32 頁。柴山恵美子「欧州連合のクォータ 2020 戦略」『活躍する女性会社役員国際比較』渡辺峻他編著 217 頁以下 (ミネルヴァ書房・2016 年)。

(23) Yaron G. Nili, Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms *Indiana Law Journal*, Vol. 94, 145, at 193 (2019). 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評価グループの割立制度を中心として」駒澤法曹 17 号 123 頁以下、127 頁 (2021 年 3 月)。

員の割当が急激に進んだのは、2013年に「非業務執行役員におけるジェンダーバランスの改善」と題する指令案⁽²⁴⁾が公表されて以降である。欧州で民間部門の割当の導入が進んだ理由としては、①水平的で民主的な政治運営による公的部門における割当制度導入の経験、②2006年の国連責任投資原則(PRI)を受け、機関投資家が投資先企業に対してDEIへ向けたエンゲージメントの強化してきたこと、③2009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から同質集団による企業経営に対する批判の高まがあったこと、④役員候補者となる中間管理職の女性の供給の問題から、2013年のEUの指令案は、その対象を非業務執行役員⁽²⁵⁾に限定していたこと、⑤共同決定制度⁽²⁶⁾を採用するドイツ等の国において、労働者代表監査役といったステークホルダー代表に馴染みがあったこと等が挙げられる⁽²⁷⁾。もっとも、近年EUにおいては、上場企業や金融機関を対象として、原則や指令によって、持続可能性へ向けた透明性の高い情報開示を促す取組みも見られる⁽²⁸⁾。

これに対し英国は、2020年1月にEUを離脱したが、取締役会による単層構造の機関設計を採用するコモン・ローの国である。2006年の会社法改正において、これまで判例法理で認められていた信認義務から、啓発された株主価値(Enlightened Shareholder Value: ESV)モデルに転換した⁽²⁹⁾。取締役の

(24) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Improving the Gender Balance among Non-Executive Directors of Companies Listed on Stock Exchanges and Related Measures, COM (2012) 614 final; 2012/0299 (COD) .

松井智予「フランス企業における女性取締役とクォータ」金融法研究 34号 166頁以下(2008年)。

(25) 共同決定制度を採用する二層構造の会社の監査役・取締役会のみからなる単層構造の会社の社外取締役。

(26) 労働者代表と株主代表が監査役会を選任し、業務執行取締役を選定する制度。

(27) 藤田真樹「米国の取締役会構成員の多様化へ向けた課題と議論：欧州の法令・ガイドラインを比較の対象として」比較法研究 83号 5頁以下、5頁(2023年)。

(28) EUの主なサステナビリティ情報開示規則、指令として、環境目的に貢献する経済活動の分類枠組みであるタクソノミー規則、金融機関に対するサステナビリティ情報開示規則(SFDR)、大企業、上場企業を対象としたサステナビリティ情報開示指令(CSRD)がある。

(29) 杉浦保友「イギリス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』197頁以下(勁草書房・2007年)。

義務を規定する 172 条は、「会社の成功を促進する義務 (duty to promote the success of the company)」という見出しとし、会社の取締役は、誠意を持って (in good faith)、構成員全体の利益のために会社の成功を促進する可能性が最も高いと考える方法で行動しなければならない。そのためには特に、会社の決定が長期にわたってもたらす結果、会社の従業員の利益、供給業者、顧客などの会社のビジネス関係を促進する必要性、会社の事業が地域社会および環境に与える影響、高い水準の業務遂行に対する評判を維持する会社への要請、会社の構成員間において公正に行動する必要性について考慮する必要があるとする (172 条 (1) (a)-(f))⁽³⁰⁾。172 条は当初は 417 条の取締役報告書によって担保されていた⁽³¹⁾。

英国では相次ぐ金融不祥事に対して、基本的には、株主によるエンゲージメントを強化する方向で対応した。2010 年に健全なコーポレートガバナンスの構築の見地から、上場会社に対する「コーポレートガバナンス・コード」、機関投資家に対する「スチュワードシップ・コード」として公表した。これらは、2006 年改正会社法の啓発された株主価値 (ESV) モデルに依拠したものである。2010 年のコーポレートガバナンス・コードでは、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)⁽³²⁾。同年、政府は産業界と共同で、上場企業を対象として、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 月ダーヴィス報告書 (「取締役会における女性 (Women

(30) 下記 URL 参照 [https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172]。

(31) 取締役は会計年度毎に取締役報告書 (director's report) を作成しなければならない (415 条)、取締役報告書には、小会社を除いて取締役報告書には事業報告を記載しなければならない (417 条 (1))。上場会社の事業報告の記載事項として、当該会社の事業の発展、成果および状況を理解するのに必要な範囲で、環境、従業員、社会、共同体に関する事項が挙げられていた (417 条 (5) ((b) (i)-(iii)))。川島いずみ他著「イギリス 2006 年会社法 (7)」比較法学 43 巻 3 号 269 頁以下、283-284 頁 (2014 年 5 月)。

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

on Boards)」)⁽³³⁾を公表した。同報告書の作成過程においては、割当制度の導入も検討されたが、産業界の強い反対があったため、その導入を見送り、英国財務報告評議会 (Financial Reporting Council: FRC) のコーポレートガバナンス・コードを中心とするソフト・ロー⁽³⁴⁾によって「遵守せよ、さもなければ、説明せよ (Comply or Explain)」の方式で対応することとした。その後、コーポレートガバナンス・コードは、数度の改訂を経たが、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、知識が組み合わせられ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とする (原則3.L)⁽³⁵⁾。

その後英国は、非財務情報の開示への社会的要請の高まりを受け、2013年会社法改正規則によって2006年改正会社法417条を削除し、小会社を除いて、取締役の事業報告に代えて、戦略報告書と取締役報告書の作成を義務付けた (414条A)。戦略報告書の目的は、取締役が172条の義務をどのように果たしたかについて、会社構成員 (株主) に情報を開示し、構成員 (株主) の評価を助けるところにある (414条(c)(1))。414条においては、2006年改正会社法417条の記載事項であった、環境、従業員、社会、共同体に関する事項を引き継ぎつつ (417条(7)(b)(i)-(iii)、戦略とビジネスモデル、会社の取締役、上級管理職、従業員の性別 (414条(8)(c)(i)-(iii))、人権に関する事項 (414条(7)(b)(iii)) を

(33) 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]。

(34) ソフト・ローとは「裁判所その他の国の権力によってエンフォースされないような規範であって、私人 (自然人および法人) や国の行動に影響を及ぼすもの」をいう。中山信弘他編著『ソフトローの基礎理論』(有斐閣・2008年11月) i 頁。

(35) The U.K. Corporate Governance Code at 8 (July 2018) .

下記 URL 参照

[<https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>]。

加えた⁽³⁶⁾。なお、英国学士院は、オックスフォード大学サイド経営大学院の経済学者コリン・メイヤー氏を代表として、2017年に「企業の未来」に関するプロジェクト⁽³⁷⁾を立ち上げた。これは2020年のダボス宣言に繋がった。

3. イギリス以外のコモン・ローを採用する諸外国における信認義務
英国以外のコモン・ローの国において、啓発された株主価値（ESV）モデルに近い取締役の義務を認めている国として、イスラエル、カナダ、英国の植民地であったインドの会社法等が挙げられる。イスラエルの会社法は1999年に制定されたが、「会社の目的は、その利益を実現する上で、事業上の考慮に従って運営することにある。その考慮要素として、債権者、従業員、および公共の利益が含まれる」とする（11条（a））⁽³⁸⁾。カナダは、取締役の忠実義務は、株主ではなく会社自体に向けられる。2004年カナダ最高裁は、取締役が会社の最善の利益のために行動しなければならないと法によって規定される場合、取締役はその他の共同体、または利害関係者の利益を考慮に入れることが出来る旨判示した⁽³⁹⁾。裁判所は、会社の最善の利益の範囲内として考慮できる要素として、株主のみならず、従業員、供給業者、債権者、消費者、政府、環境についても明確に挙げる。カナダ最高裁は、2008年の判決においても2004年判決を引用し取締役の信認義務の考慮要素として「責任ある企業市民としての企業の義務に見合った公正な方法で影響を受ける利害関係者を扱う必要性」を挙げる⁽⁴⁰⁾。インドは、英国を旧宗主国とするが、2013年の会社法改正において、一定の会社に対して、少なくとも1人の女性取締役の選任を義務化した（149条）。インド会社法において、取締役の一般的な義務を規定する166条2項は、「会

(36) 大塚章男『法学から考える ESG による投資と経営』27頁以下（同文館出版・2021年）。

(37) 下記 URL 参照 [https://www.thebritishacademy.ac.uk/programmes/future-of-the-corporation/]。

(38) 下記 URL 参照 [https://www.jewishvirtuallibrary.org/jsource/Politics/CompaniesLaw57591999.pdf]。

(39) Peoples Dep't Stores Inc. v. Wise, [2004] 3 S.C.R. 461, 482 (Can.) .

(40) BCE Inc. v. 1976 Debentureholders, [2008] 3 S.C.R. 560, 593 (Can.) . Anat Alon Beck et al., No More Old Boys' Club: Institutional Investors' Fiduciary Duty to Advance Board Gender Diversity, Case Legal Studies Research Paper, Case Western Reserve University 101, at 141-143 (2021) .

社構成員全体の利益、会社、従業員、株主、共同体の最善の利益、環境保護の促進といった会社の目的のために誠実に行動しなければならない」とする⁽⁴¹⁾。

以上のように欧州を中心とする諸外国では、細部において相違があるが、法律で割当制度を採用する EU の一部の国と、ソフト・ローを中心として、情報開示を通じて DEI を促す英国の2つの流れに大別できる⁽⁴²⁾。もっとも英国においても、近年はソフト・ローから会社法の開示規定を通じて取締役会の多様化を促すハード・ロー化の傾向が見られる。これに対して、近年 EU においては、上場企業や金融機関を対象として、原則や指令によって、持続可能性の向上へ向けた透明性の高い情報開示を促す取組みも見られる。共同決定制度を採用している欧州の成文法の国では、割当制度の導入は比較的容易だったのに対して、コモン・ローの国においては、信認義務の範囲内で ESG、DEI をとのように取り入れるか議論がある。英国においては、従来の判例法理によって認められてきた信認義務を 2006 年会社法改正によって、啓発された株主価値（ESV）モデルへ転換したが、他のコモン・ローを採用する国では、判例の解釈によって対応する国も見られる。以上を前提として、以下では米国のコーポレートガバナンスの変遷と DEI へ向けた取組みについて検討する。

Ⅲ. 米国のコーポレートガバナンスの変遷と DEI へ向けた取組み

米国のコーポレートガバナンスについて、UCLA のスティーブン・ベインブリッジ教授は、2002 年の論稿で、企業の目的（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（会社経営に関する最終的な意思決定を行うのは、経営陣か、株主か）に分けて、米国のコーポレートガバナンスの変遷について分析した⁽⁴³⁾。

(41) 下記 URL 参照 [<https://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/CompaniesAct2013.pdf>].

(42) 藤田・前掲註 27) 6 頁（2023 年）。

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の確立、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への移行、③金融不祥事を受けた機関投資家主導のESGへ向けたエンゲージメントの強化、④連邦法、州法、民間部門による取締役会の多様化を中心とする近年のDEIへ向けた取組みに分類できる⁽⁴⁴⁾。それぞれの時期のガバナンスに関する議論は米国のDEIへ向けた取組みにも影響を与えている。そこで以下では、それぞれの時期のガバナンスに関する議論とDEIへ向けた取組みについて概観する。

1. 経営陣主導によるステークホルダー重視の企業経営

米国においては、20世紀初頭、執行役を中心として、執行役が選んだ取締役に助言を求める、経営陣を中心とした株主価値を尊重する経営が行われていた。1919年のDodge v. Ford Motor Company事件⁽⁴⁵⁾では、「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、その目的達成のための手段の選択までであり、目的自体を変更し、利益を削減し、または他の目的のために株主へ剰余金を配当しないことまでは及ばない」⁽⁴⁶⁾とする株主第一主義(Shareholder Primacy)の考えが採用されていた⁽⁴⁷⁾。

(43) 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) .

(44) 米国のガバナンスの変遷に関する分類は、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、134頁以下(2020年・夏季号)、大塚・前掲註36) 55頁以下(2021年)、Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United State, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices, Columbia Law School and ECGI, Working Paper No.74,1465 (2006) (last updated 2008) 等を参考とし、藤田真樹「コーポレート・ガバナンスと米国の取締役会の多様化」駒澤法曹 18号 205頁以下(2022年3月)に大幅に加除修正を加えたものである。

(45) Dodge v. Ford Motor Company, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919) .

(46) Id.at 684.

(47) 藤田・前掲註44) 241頁(2022年)。

しかし、1970年代までには、株式が分散所有されることによる、所有と経営の分離の下、経営陣に広い裁量の余地が認められ、ステークホルダーの利益を重視する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世紀前半にかけて一連の反トラスト法が整備され、1929年の世界恐慌を受け、ニューディール政策が実施された。1933年にはグラス＝スティーガル法 (Banking Act of 1933)⁽⁴⁸⁾が制定され、反金融資本的な政府の規制が強化された。第一次世界大戦後は、家計による株式の所有が急激に増大し、金融資本による企業の支配力は低下した。このような状況下、1930年代には、会社の目的に関して、コロンビア大学のアドルフ・パーリー教授とハーバード大学のメリック・ドット教授との間で有名な論争が繰り広げられた。パーリー教授等は1932年の共著『現代株式会社と私有財産』によって、1929年当時の米国上場企業の株式が、非常に多くの零細株主によって分散して所有され、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」が広がっていると指摘した⁽⁴⁹⁾。第二次世界大戦後の共産主義陣営との冷戦下において、CEOは異なる利害関係者の調整役としての役割が期待され、CEOが指名した取締役に助言 (advisory) を求める、経営陣主導の企業支配が確立された。他方で、戦時の犠牲の共有という国民感情の高まりを受け労働者の団結意識の高まりがあった⁽⁵⁰⁾。1970年代には企業のベトナム戦争への関与、公民権運動等の影響を受け、「企業の社会的責任」運動が活発化した。既にこの時期に、年次総会における株主権の行使を通じて社会問題について取り上げる、キャンペーン GM のアプローチにより、ステークホルダー代表取締役 (Constituency Directors) が選任された例もある⁽⁵¹⁾。

(48) 商業銀行と投資銀行を分離し、銀行預金に保険を掛けるため連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) の設立を目的とする。

(49) Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York Macmillan (1933). 邦語訳として、アドルフ A. パーリー & 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)。

(50) Gordon, *Supra* Note 44 at 1511 (2006) .

(51) *Id.* at 1517-1518 (2006) .

この時期のDEIの促進へ向けた基本的な法律は、連邦法を中心として整備された。例えば、ケネディ政権下の1963年、1938年労働基準法（Fair Labor Standards Act of 1938）の改正により1963年同一賃金法（Equality Payment Act of 1963: EPA）⁽⁵²⁾が成立した。同一賃金法（EPA）は、実質的に同等の地位にある労働者の性別による差別を禁止する（合衆国法典 29 編 206 条（d））。翌1964年ジョンソン政権の下で成立した1964年公民権法7編（Title VII of the Civil Rights Act of 1964）は、同一賃金法（EPA）の差別の禁止の対象を拡大し、人種、肌の色、宗教、出身国又は性別に基づく、採用、解雇、報酬、労働条件、労働者の権利について、正当な事業上の理由がある場合を除いて禁止し、15人以上の労働者を有するすべての使用者に適用されることとなった（合衆国法典 2000 条（e））。1964年公民権法第2編は、人種、肌の色、宗教、国籍に基づき、公共の宿泊施設（public accommodation）⁽⁵³⁾における商品（goods）サービス、施設、特典（privileges）、利益（advantages）の完全かつ平等な享受を妨げる差別を禁止している（合衆国法典 2000 条 a（a））⁽⁵⁴⁾。

1964年改正公民権法を受け、米国雇用機会均等委員会（The U.S. Equal Employment Opportunity Commission: EEOC）⁽⁵⁵⁾が設置された。1967年には「雇用における年齢差別（禁止）法（The Age Discrimination in Employment Act of 1967）」⁽⁵⁶⁾が制定され、40歳以上の雇用差別が禁止され、1975年改正によって、その保護される対象年齢は拡大された⁽⁵⁷⁾。

1968年4月11日、人種隔離政策に対する公民権運動の指導者であったキング牧師の暗殺を契機として、連邦議会は1968年公正住宅取引法（Fair Housing

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

(53) ここでいう公共の宿泊施設とは、ホテル、レストラン、劇場などの公共の宿泊施設を含む広範な定義である（合衆国法典 2000 条 a（b））。

(54) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 49-51 (2022) .

(55) 下記 URL 参照 [https://www.eeoc.gov/overview]。

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

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

Act of 1968: FHA) を制定した⁽⁵⁸⁾。同法では、住宅取引における人種、肌の色、宗教、国籍による差別を禁止する。また、同法の改正により、性別、身体障がい、家族構成 (family status) による差別も禁止された。米国司法省と米国住宅都市開発省 (U.S. Department of Housing and Urban Development: DHUD) は、公正住宅取引法 (FHA) に違反した行為を取締り、個人レベルでも公正住宅取引法 (FHA) に基づいて訴訟を提起することができる。1974 年、米国議会は公正住宅取引法 (FHA) に加え、消費者信用機会均等法 (The Equal Credit Opportunity Act: ECOA) を制定し、申込者の人種、肌の色、宗教、国籍、性別、家族構成、年齢を理由とする差別を禁止した⁽⁵⁹⁾。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。この法律によって、米国雇用機会均等委員会 (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。また、レッドライニング (redlining) と呼ばれる、低所得者層の黒人等の人種的、民族的少数派の居住地域を、融資リスクが高いとして赤線で囲み、居住する地域に基づいた適格な申込者への融資等を拒否する金融機関の実務慣行⁽⁶⁰⁾ に対応して、金融機関が地域社会の信用ニーズに応えることを奨励するため、1977 年に地域再投資法 (Community Reinvestment Act: CRA) を制定された⁽⁶¹⁾。

留意すべき事項として、これらの法令に違反した場合の損害賠償が相当な額となることが挙げられる。例えば、公民権法第 7 編に基づく雇用差別に関する事件の殆どは、連邦民事訴訟規則 23 条に基づいて伝統的な集団訴訟として提訴可能である。同一賃金法 (EPA) 違反も、原告全員の同意が必要となるが、集団訴訟として提起可能であり、行政訴訟と同様、その金額が巨額となる可能性がある。また、米国雇用機会均等委員会 (EEOC) は、被害者集団に代わって、

(58) 1968 年公正住宅 (取引) 法 (FHA) は公民権法第 8 編として知られる。キング牧師の暗殺の他、ベトナム戦争において、多くの死傷者が出た若くて貧しいアフリカ系アメリカ人の家族が、人種差別等を理由として、十分な住居を確保できなかったことが挙げられる。

(59) 下記 URL 参照 [<https://www.justice.gov/crt/equal-credit-opportunity-act-3>]。

(60) Dexter H. Locke et al, Residential Housing Segregation and Urban Tree Canopy in 37 US Cities, NPJ Urban Sustainability at 1 (2021) .

(61) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 50-51 (2022) .

雇用主に対して民事訴訟を提起し、連邦機関に対して提起された差別の申立てを裁定する権限が与えられている。ただし、この時期のDEIに関連する連邦法は、経営陣の多様化については適用対象とされない。というのは、例えば1964年公民権法は、雇用における差別を禁止するが、経営陣は、使用人兼務役員（corporate insider）である場合を除いて、通常労働者でないためである。第7巡回区控訴裁判所も、取締役は伝統的に労働者の地位ではなく雇用主である旨確認する⁽⁶²⁾。

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

1970年代は、1990年代以降に主流となる社外取締役を中心とする取締役会主導のモニタリング・モデルへの移行のための基礎的な理論が構築された時期でもある。1970年6月のペンセントラル鉄道の突然の破綻、ウォーターゲート事件等を受け、取締役会による監督機能の不全が問題視された。これを受け1975年にUCBAのメルビン・アイゼンバーグ教授は「現代企業の経営構造の法的モデル」⁽⁶³⁾において、社外取締役を中心とする取締役会による経営陣の監督機能を強化するモニタリング・モデルを提唱した。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・フリードマン教授は「ビジネスにおける社会的責任は、その利益の増大にある」とするエッセイをニューヨーク・タイムズに寄稿した⁽⁶⁴⁾。フリードマン教授の主張を要約すると概ね以下ようになる。ビジネスマンが、単に利益だけでなく、望ましい社会的目的の促進にも関心があると言う時、自由主義を擁護しており、ビジネス

(62) Id. at 51. *Chavero v. Loc. 241, Div. of the Amalgamated Transit Union*, 787 F.2d 1154, at 1157 (7th Cir. 1986) .

(63) 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) .

(64) 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>] この記事は1962年に出版した自らの著書である『資本主義と自由』の第8章「独占とビジネスおよび労働者の社会的責任」を敷衍したものである。Milton Friedman, Chapter 8: *Monopoly and The Social Responsibility of Business and Labor*, *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press at 160-163 (2002, originally published 1962) .

には「社会的良心」があり「現代の改革者のキャッチフレーズ」である雇用の提供や差別の撤廃、汚染の回避等に関する責任があると真剣に受け止めている。しかしそれは実際、「社会主義」について語っていることを意味する。このように話すビジネスマンは、過去数十年にわたって「自由主義の基盤を弱体化させてきた知的勢力の無意識の操り人形」である。というのは、企業役員は本人 (principal) である株主のために奉仕する代理人 (agency) に過ぎず、企業役員が企業に勝手に (企業に) 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、その正当性が失われる。このようなことを許容するならば、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るためである。フリードマン教授の主張は後に、ハーバード・ビジネス・スクールのジェンセン教授等によって「エージェンシー理論」として発展した⁽⁶⁵⁾。すなわち、株主以外の従業員や取引先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権者であり、自己の利益の増大に強い動機を有する。そのため、株主総会に経営陣に対する選解任を中心とするコントロール権を与えれば、企業価値の最大化を目指した経営が期待できる。そのため経営陣の行為規範として株主利益最大化原則を採用すべきとするものである⁽⁶⁶⁾。

前述のように一連の反トラスト法等の影響を受け、米国の株式所有は分散したが、1974年のERISA法⁽⁶⁷⁾の制定を受け、株式は機関投資家に集中することとなり、1980年代から1990年代を通じて機関投資家の会社に対する影響力は急激に増大した⁽⁶⁸⁾。1980年代、米国において、オイルショック、基幹産業

(65) Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4 (Oct.,1976) .

(66) 藤田・前掲註44) 242-244頁 (2022年)。

(67) 「従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act: ERISA)」。米国の企業年金の受給者保護の目的で、年金の運用者に受託者責任を義務付け、年金の運用状況や資金調達に関する情報開示、受給者の不服申立て手続を明確化した法律。

(68) Edward Rock, For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 515 at 13 (Sep.2020) .

の国際競争力の低下等に伴う不景気の影響を受け⁽⁶⁹⁾、機関投資家のアクティビズムが活発化し、敵対的買収が増加した。経営陣は各種の防衛策を用いて対抗したが、裁判所は、防衛策の有効性をめぐる訴訟において（経営陣と株主との間の潜在的な利益相反の問題に着目し）独立取締役の判断を重視した⁽⁷⁰⁾。裁判所の判断を受け、経営陣は、社外取締役の数を増加させるという対応をとった⁽⁷¹⁾。この時期の著名な判例として、1986年にデラウェア州最高裁判所のRevlon判決⁽⁷²⁾が挙げられる。Revlon判決では、対象会社が敵対的な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、取締役が果たすべき役割は、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。その後デラウェア州においては、Revlon基準は会社の売却の場面のみならず、会社支配権の移転の場面においても適用されるようになり⁽⁷³⁾、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⁽⁷⁴⁾。

1990年代に入ると、機関投資家のアクティビズムの活発化により、取締役会の株主に対する説明責任の強化のため、独立取締役によるモニタリングが一層強化された。そのため、1980年代から1990年代にかけ、社外取締役の比率が大幅に増加し、過半数を上回るようになった⁽⁷⁵⁾。社外取締役を中心とするモニタリング・モデルの導入は、①敵対的買収防衛策の場面において、経営陣は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業務執行を行わない社外取締役の業績評価という難問に対して、経営陣の報酬と株価を連動させるという簡単な解決策が提供されたこと等、株主利益最大化原

(69) Gordon, *Supra* Note 44 at 1521 (2006) . 中本悟「1980年代における企業合併・買収運動：LBOを中心に」季刊経済研究 13巻2号 54頁以下参照（1990年2月）。

(70) *Id.* 1523-1526 (2006) .

(71) 田村・前掲註44) 144-145頁（2020年）

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

(73) *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (1988); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987) .

(74) 藤田・前掲註44) 245頁（2022年）。

(75) Gordon, *Supra* Note 44, at 1473-1476 (2006)

則と親和性があった⁽⁷⁶⁾。株主利益の最大化については、別の観点からは、ソ連の崩壊により、市場経済に対して、労働者の支持を獲得する、イデオロギー的な競争相手がなくなったことも挙げられる⁽⁷⁷⁾。1997年9月に発表された米国最大の大企業の経営陣のロビー団体であるビジネスラウンド・テーブル (Business Round Table: BRT) の「企業の目的に関する声明」においては、株主第一主義の立場が強調される。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」に過ぎないとする⁽⁷⁸⁾。

以上のようにこの時期は、機関投資家のアクティズムが企業経営を主導するようになったが、経営陣からは、機関投資家の経営に対する干渉に対抗して、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⁽⁷⁹⁾。米国では、ショート・ターミズムは、敵対的買収に対する防衛策である毒薬条項 (poison pill) の発明者⁽⁸⁰⁾ マーティン・リプトン (Martin Lipton) 弁護士の1979年の論文で⁽⁸¹⁾、株主である機関投資家による敵対的買収に対する、企業経営陣の裁量権の確保の問題として注目された。リプトン弁護士は、ショート・ターミズムの懸念に対して、経営陣の独立性を確保するために株主の影響力から隔離すること (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。著名なビジネス・スクール

(76) 田村・前掲註44) 146頁 (2020年)。

(77) Gordon, *Supra* Note 44, at 1526-1527, 1535 (2006) .

(78) 下記 URL 参照 [https://cdn.theconversation.com/static_files/files/693/Statement_on_Corporate_Governance_Business-Roundtable-1997%281%29.pdf?1566830902]. 藤田・前掲註44) 246頁 (2022年)。

(79) 例えば、後に成果が出るような研究費を削り、目先の収益を増大させることが挙げられる。ショート・ターミズムに関する論争の整理については、田村・前掲註44) 149頁以下 (2020年) に従った。Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, *Columbia Law Review*, Vol. 113, No. 6, 1637 (Sep., 2013) .

(80) Chase deKay Wilson, *Marty Lipton's Poison Pill*, *International Financial Law Review* 10 (Jan., 1984) .

(81) Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom" , *American Bar Association, The Business Lawyer*, Vol. 35, No. 1 at 101-134 (Nov., 1979) .

の教員等は、ショート・ターミズムがこの時期の米国の悲惨な企業のパフォーマンスの要因であると分析した。この時期以降、ショート・ターミズムは、株主の影響力を削ぎ、株主の影響力から経営陣の独立性を確保する体制を維持し、企業の不祥事や失敗の要因を説明するための最強の武器（ammunition）として定期的に用いられるようになった⁽⁸²⁾。

敵対的買収の増加に対して、ペンシルバニア州等においては、利害関係者制定法（Constituencies Statutes）を設け、Revlon 基準の適用に一定の制限を設ける州も現れた⁽⁸³⁾。利害関係者制定法は、敵対的買収の場面において、経営陣に、従業員等の株主以外の利害関係者について考慮する、裁量権を与える、または義務を負わせる等の機能を有する⁽⁸⁴⁾。また、経営学の分野においては、1984年にエドワード・フリーマンの著書によって⁽⁸⁵⁾、ステークホルダー論が提唱された。ステークホルダー論は、経営陣は株主に対してだけでなく、会社の行為に影響を与える、または、影響を受ける個人・集団である労働者、顧客、供給業者（suppliers）、競業者、債権者、地域社会等の全ての利害関係者（stakeholder）のために価値を生み出さねばならないとする。

以上のように、1990年代までには、機関投資家によるエンゲージメントを受け、社外取締役を中心とする取締役会主導の株主利益重視の企業経営が確立

(82) Bebchuk, *Supra* Note 79 at 1646-1647 (2013) . 藤田・前掲註 44) 253 頁 (2022 年)。

(83) 米国において、最初に利害関係者制定法を設けたのは、1983年のペンシルバニア州法であり、制定当時「取締役会、委員会、各取締役、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。詳細については、Edward S. Adams and Jhon H. Matheson, *A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns*, 49 *Emory Law Journal* 1085 (2000) .

(84) 利害関係者制定法は、各州によって要件が異なり、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義務型、③定款で利害関係者制定法の規定を定めることのできる選択型の三つに分類可能である。詳細については、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』93 頁、107 頁以下参照（中央経済者・2014 年）。

(85) *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Boston: Pitman 1984) .

された。もっとも、米国では、企業経営は経営陣によって主導されるべきとする考えが強く1990年代の機関投資家によるエンゲージメントは、社外取締役の形式的な数に着目したものに留まった⁽⁸⁶⁾。

この時期のDEIへ向けた取り組みとしては、1990年の「身体障がい者法」⁽⁸⁷⁾が挙げられる。この法律は、能力があるにも関わらず、身体障がい者であることを理由に雇用差別をすることを禁止するもので、公民権法第7編に定める5つの分野に6つ目が加えられた。1991年には、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、その額も高額化した。このような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、労働者の採用、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。人種差別と結びつく可能性のある恣意的な人事を排除し客観性や透明性を高めることを目的として、職務型人事制度もこの頃に確立された⁽⁸⁸⁾。

3. ESG へ向けた機関投資家のエンゲージメントの強化

2000年代初頭には、エンロンやワールド・コム の破綻等の金融不祥事が相次いだ。これらの不祥事では、独立取締役の数の増加は企業価値の向上に繋がらないことや、株価と連動した役員報酬が不正会計に繋がったことが問題視された⁽⁸⁹⁾。これを受けて、粉飾決算に対応し、企業会計、財務諸表の信頼性を向上させる目的で、サーベンス・オクスリー法⁽⁹⁰⁾が制定された⁽⁹¹⁾。

前述のように、国連は、2006年に金融業界に対して、機関投資家の意思決

(86) 田村・前掲註44) 147頁(2020年)。

(87) 下記 URL 参照 [<https://www.ada.gov/law-and-regs/ada/>]。

(88) 尾崎俊哉『ダイバーシティ・マネジメント入門』29頁(ナカニシヤ出版・2017年)。

(89) Gordon Supra Note 44 at 1501, 1536 (2006) .

(90) 正式名称は、「上場企業会計改革および投資家保護法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)」。

(91) Atinuke O. Adediran, Disclosing Corporate Diversity, Virginia Law Review, Vol. 109 at 33-34 (2023) .

定過程に ESG を受託者責任の範囲内において反映させるべく国連責任投資原則 (PRI) を提唱した。これを受け、ESG の一環として、国際的な機関投資家等による役員構成の多様化へ向けた取組みも活発化し、形式的な社外取締役の数に着目するだけでなく、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、委任状争奪戦を通じて取締役会の多様化を促進するため具体的な提案を行うようになった⁽⁹²⁾。

ショート・ターミズムに関する議論は、1980 年代から 1990 年代にかけて活発化したものの、米国経済の回復に伴う敵対的買収の減少によって収束の方向へ向かっていた。しかし、2000 年代になると機関投資家の企業経営に対するエンゲージメントの強化に対する経営陣からの警戒としてショート・ターミズムの問題が再び用いられるようになった。2005 年に、リプトン弁護士は、再びショート・ターミズムの原因は株主の短期主義にあるとする趣旨の論稿を出した⁽⁹³⁾。2006 年に CFA センター (Business Roundtable Institute for Corporate Ethics) と BRT 企業倫理研究所 (Business Roundtable Institute for Corporate Ethics) は「ショートターム・サイクルの打破 (Breaking the Short-Term Cycle)」とする提案において、ショート・ターミズムの原因は株主の短期的な視野での行動にあるとする⁽⁹⁴⁾。2012 年に UCLA からコーネル大学に異動したリン・スタウト教授は⁽⁹⁵⁾、同年の『株主価値神話：株主第一主義が投資家、企業、一般市

(92) The Corporate Governance Adviser, Aspen Publishers, Vol. 20, No. 2 at 4 (Mar./Apr.,2012) .

(93) 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 (Aug., 2005) .

(94) Krehmeyer et al., Breaking the Short-Term Cycle, CFA Centre for Financial Market Integrity & Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, Position Paper (July 2006) .

(95) 原因は UCLA が証券業界で不祥事を起こした経験のある慈善事業家から寄付を受け研究所を設立したことに抗議したことにあるといわれる。下記 URL 参照 [https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/08/22/milkens-gift-provokes-dispute-at-u-c-l-a-law-school/]

民に、どのような害を及ぼすか』⁽⁹⁶⁾ という著書において、株主第一主義の考えは、経営陣が近視眼的に短期的な利益を追い求め、事業への投資と企業改革を停滞させ、投資家のみならず、従業員、顧客、コミュニティに害を及ぼす。また、株主第一主義は、歴史的、法学的、経験則からの支持を欠く抽象的経済理論であり、一貫性はないため、経営陣にステークホルダーの利益調整へ向けた裁量を認めるべきと批判した。このようなショート・ターミズムの原因を株主第一主義に求める見解に対して、ハーバード大学のベブチャック教授は2013年、「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」⁽⁹⁷⁾ 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、大きな費用を生じさせることも予測される。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、理論的にも実証研究からも裏付けがないと反論した。

ベブチャック教授の論文を受け、2014年4月、当時デラウェア州最高裁判所首席判事であったストライン弁護士は、「一般投資家によってうまくやれるのか? : 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」⁽⁹⁸⁾ と題するエッセイを出した。ストライン弁護士は、ベブチャック教授

(96) Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler Publishers (May, 2012).

著書の概要については、Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth*, *European Financial Review*, April-May (2013) 参照。スタウト教授の法学の観点から株主利益の最大化原則への批判を要約すると、①株主は株式の保有者であるが会社の所有者ではないこと、②株主が残余権者であることが問題となるのは会社が解散、清算する場面においてのみであり、平時において経営陣は株主以外のステークホルダーの利益を調整する役割が期待されること、③株主の権利は、取締役の選解任権等に限定されており、受益者である株主と取締役との関係は本人 (principal) と代理人 (agency) の関係にはないことが挙げられる。

(97) Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, *Columbia Law Review*, Vol. 113, No. 6, 1637 (Sep., 2013).

(98) 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 (Mar., 2014).

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を粗雑な区分けであると批判し、代わりにエンド・ユーザーの長期投資家である一般株主と、資産運用者の利益の不一致という「所有 (ownership) と所有 (ownership) の分離」の問題について焦点をあてるべきであるとする。すなわち、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、ベプチャック教授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繋がらない。ストライン弁護士は、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、ショート・ターミズムの防止のための8つの提案を行った⁽⁹⁹⁾。

この時期の米国のDEIへ向けた取組みとしては、米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) の多様性へ向けた規則改正が挙げられる。2000年代の相次ぐ金融不祥事を受け、SEC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が、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⁽¹⁰⁰⁾。2008年のリーマン・ショックを受け、オバマ政

(99) 8つの提案としては、①インデックス・ファンドによる主体的な思考、②長期的な利益に焦点を当てた401(k)の投資家が、より適切な投資機会を利用できるようにすること、③適切な経営判断をし、エージェンシー・コストを削減するため、不要な議決権の行使を減らすこと、④役員報酬に関する株主の議決権の行使は、役員の任期と一致する3年または4年毎とすること、⑤株主提案権等の濫用を防止するため、株主の費用負担を持株比率等に応じた公平なものとする、⑥より信頼性が高く責任ある取締役選任過程を構築、⑦議決権を有する一般株主が、企業の事業戦略に影響を与え、変更することを提案するヘッジファンドやアクティビストの機関投資家の経済的インセンティブについて、もっと知るようになること、⑧機関投資家が、期差任期制度を採用しない取締役会による敵対的買収に対する防衛策(Pill)について、敵対心を持たないようにすることが挙げられる。Id. at 477-502 (2014) . 藤田・前掲註44) 253-254頁(2022年)。

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

権下の2010年7月、ドット=フランク法⁽¹⁰¹⁾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、取締役会構成員の多様性に関する項目を導入した。

SECは2009年に規則S-Kの改正にあたって、意見公募を行った。これに対して、130を超える回答が寄せられたが、その多くは年金基金や機関投資家によるものである。2009年12月16日、規則S-Kは改正された(299条407項(c)(vi))。これにより(証券)発行者は、指名委員会(または取締役会)が、取締役候補者を指名する際、取締役会構成員の多様性を考慮したか、取締役構成員の多様性について考慮する指針がある場合は、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載を求められるようになった⁽¹⁰²⁾。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、意図的に広い裁量の余地を残した⁽¹⁰³⁾。前述のサーベンス=オックスリー法の開示規定は、407条において監査委員会の財務専門家を定義する等、ある程度明確化され、事実上義務化されているのに対し、SECの多様性へ向けた規則改正は、多様性の定義が明確化されておらず、事実上倫理規定に留まる点で相違がある⁽¹⁰⁴⁾。そのためSECによる規則は、大多数の企業の実務において、多様性の「考慮」と多様性の「方針」は連動せずに記載するという緩やかな運用となった。これを受け、その10年後、SECは、コンプライアンスと開示に関する解釈指針を新たに策定し、規則の見直しを行った。もっとも、この解釈指針においても、多様な特性として「人種、性別、民族性、宗教、国籍、障がい、性的指向、または文化的背景」を例示するのみで、(証券)発行者には、依然として裁量の余地が残された⁽¹⁰⁵⁾。多様性の定義は、企業に

(101) 正式名称は「ドッド=フランク・ウォール街改革および消費者保護に関する法律(Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」。主な内容として、①大規模金融機関への規制強化、②金融システムの安定を監視するための金融安定監督評議会(Financial Stability Oversight Council: FSOC)の設置、③金融機関の破綻処理ルールの策定、④銀行によるリスクのある取引の規制等が挙げられる。

(102) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 52 (2022)

(103) Thomas & Lissa, *Supra* Note 100, at 56 (2012)

(104) Adediran, *Supra* Note 91, at 34 (2023) .

(105) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 52-53 (2022) .

よって様々であり、それぞれの視点が反映される。例えば、ある企業は、多様性の概念を拡大し、視点、職業経験、学歴、技能、その他の個人の資質の違いに焦点を挙げる企業もある。このようにSECは、多様性に関して企業に広い裁量の余地を与える立場であるが、その柔軟性について、意味がないとまではいえないが効果的ではないとする批判もある⁽¹⁰⁶⁾。

以上のように、この時期の米国のDEIへ向けた取組みは、金融不祥事を受けた機関投資家によるエンゲージメントの強化を受けたものである。この時期のDEIは、社外取締役を中心としたものであるが、その数のみならず、属性にも着目されるようになった。この時期の取締役会の多様化の理論的背景として、エージェンシー理論を基礎とした、同質集団の経営陣に対する取締役会のモニタリングの強化に重心を置いたものといえる。もっとも、2009年のSECの規則S-Kの改正は、2006年の国連のESGへ向けたPRIを受けた機関投資家の投資対象の企業に対するエンゲージメントの強化にあることに着目すれば、ステークホルダー論の影響を受けたものとする評価も可能であろう。

4. 連邦法、州法、民間部門による取締役会の多様化を中心とする近年のDEIへ向けた取組み

米国では近年、性別、人種による経済格差が深刻化している。米国は、1920年代に賃金格差は拡大傾向にあったが、1930年代には比較的安定し、第二次世界大戦後は縮小した。大戦後の1950年代を通じて米国の賃金格差は低水準で安定していた。しかし1970年代以降企業役員の報酬は、社外取締役の報酬が株価と連動したこと等の影響を受け、インセンティブ報酬、ボーナス、ストック・オプション等の導入により急激に増加した⁽¹⁰⁷⁾。他方、米国における白人の割合は、2020年末時点で約60%であり、フォーチュン500の企業の取締役会構成員を占める割合は約84%である。アフリカ系アメリカ人は全米の人口の13.4%を占めるが、フォーチュン500の企業の取締役会構成員の8.6%に過ぎない⁽¹⁰⁸⁾。

(106) Id. at 54 (2022) .

(107) Thomas Piketty, *Capital in the Twenty- First Century*, Harbord University Press at 298-303 (2014) .

(108) Brumer & Strine, *Supra* Note 6, at 11.

全米における女性の人口は約 50.2%であるが、フォーチュン 500 の取締役会における女性の役員は約 26.1% である。白人女性の取締役会の割合は、2004 年の約 16.7% から 2018 年の 22.5% に増加したが、白人女性以外の過小評価グループの女性、取締役会構成員の割合は 3.2% から 4.6%、過小評価グループの男性の割合も 9.9% から 11.5% と、その増加率は僅かである⁽¹⁰⁹⁾。2016 年の典型的な白人世帯の純資産 (net worth) は、2018 年のドル換算で、171,000 ドルであるのに対し、黒人世帯の純資産は 17,150 ドルと、ほぼ 10 倍である。米国の白人と黒人の世帯収入の中央値の経済格差は、1960 年代から 1970 年代に改善の傾向が見られ、1970 年は 23,800 ドルであったが、レーガン政権下で再び拡大に転じ、2018 年には 33,000 ドルとなった⁽¹¹⁰⁾。近年の業界分析によれば、生涯の最高年収を迎えるピークは、黒人男性は白人男性よりもはるかに早く、また相対的に低い年収であることが指摘される⁽¹¹¹⁾。その理由として、黒人男性のキャリア・パスを早期に妨げるブラック・シーリング (Black Ceiling)⁽¹¹²⁾ の問題の存在が推測される⁽¹¹³⁾。

近年、米国においては、性的虐待等に端を発する #Me Too 運動、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

(109) 最高経営責任者 (chief executive officer: CEO) になるための資質は業界によって大きく異なるが、S&P 500 企業の CEO に関しては、少数民族出身者は 9% である。最高財務責任者 (chief operating officer: CFO)・最高執行責任者 (chief operating officer: COO)・最高情報責任者 (chief information officer: CIO) からなる C-Suite において米国のトップ 3000 に占める過小評価グループ出身者の数は 167 名であり、その内、女性に関しては 7% から 12% に増加した。しかし、フォーチュン 500 企業の中で CEO の地位に占める女性はわずか 6% であり、全米における人口比率と比較すると依然として少ない。民族的に多様性のある者は 9% である。S&P 100 の上場企業の内、上位 50 社には、279 人名のトップエグゼクティブがいるが、黒人はわずか 5 名に過ぎない。Id. at 15-17.

(110) Id. at 25.

(111) 黒人男性の生涯の最高年収に到達する年齢は 45 歳から 49 歳で 43,859 ドルである。これに対し、白人男性の場合は、50 歳から 54 歳で 66,250 ドルである。Id.

(112) 組織内で昇進の能力がある黒人が目に見えない壁によって阻まれているという比喩的な表現。

(113) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 25 (2022)

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した事件等を受けた #Black Lives Matter の抗議運動が活発化している。このような抗議活動の背景には性別、人種等を理由とした根深い差別と経済格差の問題がある。新型コロナ・ウィルスのパンデミックは、このような差別と格差の問題を全米に露呈し、DEI へ向けた取組を一層加速させることとなった⁽¹¹⁴⁾。

以下、近年の米国の DEI へ向けた取組について、(1) 連邦の取組み、(2) 州レベルの取組み、(3) 民間部門による取組みの順で概観する。

(1) 連邦の DEI へむけた取組み

2017 年、民主党のキャロリン・マロニー下院議員は、SEC に対し、(証券)発行者の取締役会構成員の性別による多様性を高めるための戦略について研究および勧告を行うためのジェンダー多様性諮問グループを設立し、1934 年証券取引所法を改正し、上場企業に、取締役や取締役候補者の性別の多様性に関する委任状の開示を義務付け男女比に関する委任状開示を義務付けることを目的として「2017 年企業リーダーシップにおける性別の多様化法案 (Gender Diversity in Corporate Leadership Act of 2017: H.R.1611)」を提出した⁽¹¹⁵⁾。

2018 年には、民主党のエリザベス・ウォーレン議員は、連邦レベルで欧州をモデルとした共同決定制度の採用を求める「責任ある資本主義法案 (Accountable Capitalist Act: S. 3348)」を提出した⁽¹¹⁶⁾。ウォーレン議員は法案提出の経緯について、「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、企業の目的は、「株主価値の最大化」であるとする考えが採用された。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、米国の基本的な経済問題の多くの根本的な原

(114) #Me Too 運動とカリフォルニア州の 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) 他。

(115) 下記 URL 参照

[<https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/1611/text>]

(116) 下記 URL 参照

[<https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/3348/text>]

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、米国の大企業は、利益の93%を株主への配当に向けている。ここ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必要がある」と述べる⁽¹¹⁷⁾。法案の概要は、①年商10億ドル以上の米国企業は、商務省に新設される米国企業局から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⁽¹¹⁸⁾、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、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共同決定制度を参考とし、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こと等を内容とする革新的なものである。ただし、株主第一主義の明確な否定は、ウォーレン議員の法案が最初ではなく、フロリダ州の上院議員であり、2016年の共和党の大統領候補であったマルコ・ルビオ氏の「21世紀の米国の投資：強力な労働市場と国家開発プロジェクト」と題する研究報告においても既に述べられていた⁽¹¹⁹⁾。また、バーモント州の

(117) 下記 URL 参照 [<https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Pager.pdf>]。

(118) 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。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 卷 3 号 1043 頁以下 (2016 年 11 月)。

(119) 報告書では、生産的な事業会社は、株主にとっての正味現在価値 (net present value) をはるかに超える程、米国にとって価値がある。事業会社の適切な機能によって、市場が機能し、米国の人々に安定し継続した職場をもたらし、途方もない制度的知識 (institutional knowledge) を蓄え、経済活動の中心となる。これらの生産要素が組み合わされるのは設備投資によってである。米国は、株主第一主義では、十分に説明できないレベルの固定資産に対する事業投資を現に行っており期待できる。株主第一主義は、結果として生じる長期的な経済と社会全体の負の外部性を、事業上の意思決定の領域外に置くことによって、それらを削減または無視するための枠組みを提供している。負の外部性は、米国経済のみならず、個々の企業の健全性さえも脅かしかねないとする。Senator Marco Rubio, American Investment in the 21st Century: Project for Strong Labor Markets and National Development at 22 (2019) .

上院議員であり、2016年と2020年に民主党の大統領候補であったバーニー・サンダース氏は、ウォーレン議員よりも革新的な提案をしていた⁽¹²⁰⁾。このように、近年米国では、コーポレートガバナンスは政治的キャンペーンとして党派を越えて用いられる傾向にある⁽¹²¹⁾。

2019年11月、連邦下院議会は、超党派の支持を経て、1934年連邦証券取引所法を改正し、SECに多様性諮問グループを設置し、一定の(証券)発行者に対して、その取締役会、執行役における人種、民族、性別、退役軍人の構成、多様性を促進するための計画を開示させることを目的とする「2019年多様性を通じた企業統治改革法案(H.R.5084)」⁽¹²²⁾を可決した⁽¹²³⁾。

2020年12月1日、NASDAQ証券取引所は、同取引所に上場する企業の取締役会構成員を多様化するため、上場規則の改正案を提出し、2021年8月4日に米国連邦証券取引委員会によって認可された⁽¹²⁴⁾。改正規則の概要は以下の通りである。

① NASDAQ 上場会社は、外国(証券)発行者(Foreign Issuers)、小規模

(120) その内容は、①少なくとも年間の収益が1億ドルの企業、全ての上場企業の株式を民主的従業員所有ファンド(Democratic Employee Ownership Fund)によって20%保有されるまで毎年、その株式の少なくとも2%の譲渡が強制される。②ファンドの受託者は従業員によって選任され、株式を売却することを許されず、剰余金は従業員に分配される。③ファンドの取締役の45%は従業員によって選任される。以上のように、ファンドは株主への配当を第一にする慣行を終わらせ、企業がすべての利害関係者の利益を考慮に入れた方法で事業を行うことというものである。下記 URL 参照

[<https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/>].

(121) Edward B. Rock, For Whom Is the Corporation Managed in 2020?, European Corporate Governance Institute? Law Working Paper No. 515, at 23-27 (2020) .

(122) 下記 URL 参照

[<https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/5084/text>].

(123) 同様の法案(H.R.1277)(S.374)は2021年にも提出されているが、現在のところ成立していない。詳しくは、藤田・前掲註44)262頁以下(2022年)。

(124) 下記 URL 参照

[<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>]。改正規則の翻訳にあたって、大崎禎和「取締役会の多様性向上を図るNASDAQの上場規則改正」野村総合研究所(2021年8月12日)他を参照した。

開示会社 (Smaller Reporting Companies)、または小規模取締役会設置会社 (Companies with Smaller Boards) を除いて (5605 条 (f) (2) (B)-(D))、「多様性のある (diverse)」取締役会構成員を少なくとも 2 人選任するか、選任しない場合はその理由を説明しなければならない (5605 条 (f) (2) (A))。多様性のある取締役には、(i) 女性を自認する少なくとも 1 人、および、(ii) 「過小評価マイノリティ (Underrepresented Minority)」または「LGBTQ +」として自認する者が少なくとも 1 人は含まれなくてはならない (5605 条 (f) (2) (A))。「過小評価マイノリティ」とは、黒人またはアフリカ系アメリカ人、ヒスパニック系、ラテン系、アジア人、ネイティブ・アメリカンまたはアラスカ先住民、ハワイ先住民または太平洋諸島民 (Pacific Islanders)、または 2 つ以上の人種または民族に属すると自認する者をいう。また、「LGBTQ +」とは、レズビアン、ゲイ、バイセクシュアル、トランスジェンダー、またはクィア・コミュニティ⁽¹²⁵⁾の構成員と自認する者をいう (5605 条 (f) (1))。

②外国 (証券) 発行者を除く NASDAQ 上場企業は、2022 年の 8 月以降、「取締役会多様性マトリックス (Bord Diversity Matrix)」⁽¹²⁶⁾を使用して、取締役会の数、取締役が自認する多様性についての統計資料を毎年度開示しなければならない (5606 条 (a))。外国 (証券) 発行者については、女性を自認する少なくとも 1 人の多様な取締役を含む、多様性のある取締役会の構成員を少なくとも 2 人有しているか、有しない場合はその理由を説明しなければならない。

③外国 (証券) 発行者の 2 人目の多様性のある取締役には、女性、LGBTQ+、または発行者の主たる事業所のある国における国民、人種、民族、先住民、文化的、宗教的、または言語的アイデンティティに基づいて過小評価されていると自認する者が含まれる (5605 条 (f) (2) (B))。小規模報告会社は、女性を自認する少なくとも 1 人の多様な取締役を含む多様な取締役会の構成員を少なくとも 2 人選任するか、または選任していない理由を説明しなければな

(125) クィア・コミュニティ (queer community) とは、性的マイノリティ等、既存の性別の区分に当てはまらない人々の総称。

(126) 下記 URL 参照

[<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Board%20Diversity%20Disclosure%20Matrix.pdf>]

らない。2人目の多様な取締役には、女性、LGBTQ +、または過小評価マイノリティの1つ以上を自認する者が含まれる (5605条 (f) (2) (C))。取締役会の構成員が5名以下の小規模取締役会設置会社は、取締役会の構成員の内、多様な取締役を1名選任するか、選任していない理由を説明しなければならない (5605条 (f) (2) (D))。

④全てのNASDAQ 上場企業は、改正規則が認可された2年以内 (2023年8月7日) に少なくとも1人の多様な取締役を置くことが期待される。(上位区分の大企業である) グローバル・セレクトまたはグローバル・マーケットに上場している会社は規則が認可された4年後 (2025年8月6日) までに2人の多様な取締役を選任しなければならない。(下位区分の企業である) キャピタル・マーケットに上場している会社は、規則が認可された5年後 (8月6日) までに2人目の多様な取締役を選任する必要がある (5605条 (f) (7))。

2021年2月18日には、ESG 開示標準化法 (ESG Disclosure Simplification Act)⁽¹²⁷⁾ が連邦議会に提出され、2021年6月17日に下院を通過した。この法案は、既に多くの企業において、CSR/ESGに関する情報が自主的に開示されていたが、これらの企業による自主的な開示を標準化し、取締役会構成員に関するCSR/ESG開示を統一することを目的とし、EUの開示規則と同様に、持続可能性、気候リスク、政治献金、役員報酬、労務管理、多様性 (人種、民族、LGBTQ+ ステータス、すべての従業員の性別) など、様々なCSR/ESGに関する事項の開示を義務付けるものである。法案は、職場における上級管理職 (senior executives)、その他の従業員の人種、民族、自己の認識する性的指向 (sexual orientation)、性別に関する開示 (603条)、上場企業の取締役会構成員、取締役候補者、執行役の人種、民族、性別に関する認識、性的指向、退役軍人であると自己認識に関する統計的な情報の開示を義務付ける (902条)。902条はSEC規則S-K407項(c)を反映したものである⁽¹²⁸⁾。

(2) 州レベルにおける DEI へ向けた取組み

2018年以降、州レベルでは、カリフォルニア州を嚆矢として会社法を改正し、

(127) 下記 URL 参照 [<https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/1187/text>]。

(128) Adediran, *Supra* Note 91, at 37-38 (2023) .

州内に主たる事業所を置く上場企業を対象として、罰則付で一定数の女性を中心とする過小評価グループ出身の取締役を罰則付きで割当る取組み等が見られる。カリフォルニア州では、取締役会の多様化を目指した2つの法律が制定されている。1つは性別の多様性を目的としたものであり、もう一つは人種・民族・性的指向の多様性を目的としたものである。

2018年9月30日、ジェリー・ブラウン知事は、上院法案(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⁽¹²⁹⁾。SB-826の概要は以下の通りである。

① 2019年度末までに、年次報告書(Form 10-K)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人の女性取締役を選任しなければならない(301.3条(a))。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条(b)(1))、取締役の数が5人の公開会社は最低2人(301.3条(b)(2))、取締役の数が4人以下の場合は、最低1人の女性取締役を選任しなければならない(301.3条(b)(3))⁽¹³⁰⁾。なお、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し(301.3条(f)(2)・2115.5条(b))、301.3条は、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条(a))。

② 2019年7月1日までに、州務長官は、インターネット上のウェブサイトにおいて、少なくとも1人の女性取締役が選任されている公開会社の数を記載した報告書を公開しなければならない(301.3条(c))。また州務長官は、2020年3月1日までに(それ以降毎事業年度)、前事業年度において、本条の規制対象となる公開会社の数(301.3条(d)(1))、前事業年度において、本店を米国の他の州からカリフォルニア州に移転させた公開会社、または、カリフォルニア州から他の州へ本店を移転させた公開会社の数(301.3条(d)(2))、前事業年度において本条の規制対象となった公開会社で、非公開化した会社の数について(301.3条(d)(3))、ウェブサイト上で開示しなければならない(301.3

(129) SB-826の翻訳については、藤田=吉田・前掲註21) 139-140頁(2021年)参照。

(130) ここでいう女性とは、出生時に割り振られた性別ではなく、自己が女性であると認識している者のことを意味する(301.3条(f)(1))。

条 (d)。

③州務長官は、本条を導入するにあたって必要な規則を制定することができ、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10万ドルの罰金を課することができる(301.3条(e)(1)(A))。最初の規則違反に関しては、10万ドルであるが(301.3条(e)(1)(B))、2回目の違反においては、30万ドルの罰金が課される(301.3条(e)(1)(C))。本条に違反して集められた罰金は、議会の同意を得て、州務長官が、本条の執行のための費用と相殺する(301.3条(e)(4))。

SB-826導入の2年後の2020年、同州のギャビン・ニューサム知事は下院法案(AB-979)に署名し、州会社法を再び改正した。改正会社法においては、取締役会の構成員が5名から8名の上場企業に対し、一定数の女性以外の過小評価グループからの取締役の選任が罰則付きで義務化された。AB-979を反映した改正会社法の概要は以下の通りである⁽¹³¹⁾。

2021年度末までに、年次報告書(Form 10-K)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(以下、単に公開会社とする)は最低1人の取締役を過小評価コミュニティ(underrepresented community)から選任しなければならない(301.4条(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条(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条(b)(2))、取締役の数が4人以下(four or fewer)の場合は、最低1人、過小評価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条(b)(3))。過小評価コミュニティ出身者とは、黒人、アフリカ系アメリカ人、ヒスパニック系、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認識する者、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認識する者をいう(301.4条(e)(1))。その他の内容はSB-826とほぼ同様である。

以上のように、カリフォルニア州の割当制度は、①州の主たる事業所がある州内外の上場企業に対して、②一定数の女性を中心とする過小評価グループ出身の取締役の選任を、③一定の期限を設け罰則付きで義務付けることを特徴と

(131) AB-979の翻訳については、藤田=吉田・前掲註21) 150-151頁(2021年)参照。

するが、同様の法案は、ハワイ州、マサチューセッツ州、ミシガン州、ニュージャージー州、ワシントン州においても検討されている⁽¹³²⁾。他方、ニューヨーク州等においては、連邦法と同様に、開示制度をより充実させる方向へ向けた取組が見られる⁽¹³³⁾。

(3) 民間部門による DEI へ向けた取組み

近年、年金基金等の機関投資家や議決権行使助言会社も、取締役会の多様化へ向けた関心を高めている。既に述べたように、SEC は 2009 年に規則 S-K を改正し、指名委員会が多様性について考慮しているかどうかの開示を求めるかどうかについて意見公募を行った。その結果、130 通以上の意見が寄せられたが、その殆どは、投資信託、年金基金、ESG ファンドなどの金融機関から提出されたものであった⁽¹³⁴⁾。また、その数年後の 2015 年、当時の総資産 1 兆 1200 億ドルを管理していた 9 つの大規模な公的年金基金が、SEC に対して、登録企業に対して、取締役候補の性別、人種、民族の多様性などに関連する情報を開示するよう求めた。当時 2.8 兆ドルの資産を持つ、ヒューマン・キャピタル・マネジメント・コーリション (Human Capital Management Coalition: HCMC)⁽¹³⁵⁾ も、2017 年に同様の請願を SEC に提出した。それから約半年後、投資家の圧力や ESG 投資への関心の高まりに直面した機関投資家のみならず、S&P 等の格付会社からも圧力を受け、投資コミュニティは再び企業の多様性に関する情報の提供を求める声が高まりを見せた⁽¹³⁶⁾。2018 年 1 月には、世界最大の資産運用会社ブラック・ロックの CEO であるラリー・フィンク氏は、投資対象会社の CEO に宛てた手紙の中で「上場、非上場を問わず、企業には社会的な責務を果たすことが求められています。企業が継続的に発展していくためには、すべての企業は、優れた業績のみならず、社会にいかに関与していくかを示さなければなりません。企業が株主、

(132) Michael Hatcher et al., States are Leading the Charge to Corporate Boards: Diversify!, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, (May 12, 2020) .

(133) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 57 (2022) .

(134) *Id.*

(135) 人的資本の改善は長期の株主価値を生み守ることに貢献する、ということについて投資家や企業に理解を求めるアセットオーナーの集団。

(136) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 58 (2022) .

従業員、顧客、地域社会を含め、すべてのステークホルダーに恩恵をもたらす存在であることが、社会からの要請として高まっているのです」と述べた⁽¹³⁷⁾。

2019年8月19日、BRTは「企業の目的に関する声明」において、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転換したことを強調した⁽¹³⁸⁾。2019年の声明は、これまでの企業の目的に関する声明では「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。……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」と述べ5つの目標を掲げた。2つめの目標としては従業員へ投資し、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が挙げられる⁽¹³⁹⁾。この声明に対して米国商工会議所（The United States Chamber of Commerce: USCC）も同月19日に全面的な賛同を表明した⁽¹⁴⁰⁾。2019年の

(137) 下記 URL 参照

[<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/ceo-letter/archives/2018>].

(138) 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>].

(139) その他の目標として、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を発展、③供給業者と構成で倫理的な取引を実施し、企業規模にかかわらず、我々の目標達成に協力する良きパートナーへの献身、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が挙げられる。

(140) 下記 URL 参照

[<https://www.uschamber.com/small-business/us-chamber-responds-the-business-roundtable-s-updated-statement-the-purpose-of>].

声明については、「V」で改めて検討するが、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⁽¹⁴¹⁾。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。BRTの転換前には、共和党からも企業の雇用の確保へ向けた圧力があつたが、(機関投資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「責任ある資本主義法案」の成立へ向けた動きを封じ⁽¹⁴²⁾、経営陣の裁量権を取り戻すことにあつたとする見解もある⁽¹⁴³⁾。

2020年10月、イリノイ州財務長官は他の20の投資家団体とともにイニシアティブをとり、ラッセル3000指数に属するすべての企業に対し、各取締役の性別、人種、民族を含む取締役会の構成について開示するよう求めた。同月、世界最大の資産運用会社であるブラック・ロック社は、2021年に取締役会と従業員の民族的・性別的ダイバーシティの拡大を企業に働きかける計画を発表し、その目標達成のために行動しない取締役には反対票を投じることを明らかにした⁽¹⁴⁴⁾。7.8兆ドル以上の資産を管理する同マネージャーは、米国企業に対し、従業員の人種、民族、性別の構成(EEO-1と呼ばれるデータ)と、多様性と包括性を推進するために実施している施策の開示を求めた。また、7.2兆ドル以上の資産を運用するバンガードは、取締役会において人種や性別の多様性を推進しない取締役に反対票を投じる予定であると述べた。顧客から約3兆ドルを預かっているステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、企業に対して人種的多様性を高めるための指標や目標について質問することを約束(commit)した⁽¹⁴⁵⁾。2022年6月には、国際的な投資会社の業界団体である投資会社協会(Investment Company Institute: ICI)は、法学、経営学の専門家等と共同で、提案依頼書(Request for Proposal: RFP)の質問を標準化し、規制対象となる機関投資家のDEIに関する情報の透明性と開示を強化

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

(142) Id. at 364.

(143) 田村・前掲註44) 136-138頁(2020年)。

(144) Brummer & Strine, Supra Note 6 at 58 (2022) .

(145) Id.

するための枠組み（D&I RFP Framework）を策定した⁽¹⁴⁶⁾。議決権行使助言会社であるISS⁽¹⁴⁷⁾、グラス・ルイス⁽¹⁴⁸⁾は、一定数の女性を中心とする過小評価グループ出身取締役がいない指名委員会等の提案に対して、反対するよう推奨している。

5. 小括

以上のように、米国のコーポレートガバナンスは、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連邦法、州法、民間部門による取締役会の多様化を中心とする近年のDEI へ向けた取組みに分類することが出来る。

①の時期には、東西冷戦や公民権運動の影響を受け、1963年同一賃金法（EPA）、1964年公民権法の第7編をはじめとするDEIに関する基本的な法律が連邦を中心として整備された。この時期のDEI へ向けた取組みは、公的部門における差別、民間における過小評価グループ出身の労働者に対する差別の撤廃へ向けた取組みが中心であった。

②の時期は、産業構造の転換等の影響を受け、米国の国際競争力が低下した時期であり、企業の合併や買収が活発化した。会社の売却の場面において、エージェンシー理論を基礎として、株主利益の最大化が重視され、経営陣から独立した社外取締役を中心とする取締役会によるモニタリングが強化された。この時期は、1990年「身体障がい者法」が成立し、公民権法第7編に定められていた5つの分野に6つ目が増えられ、1991年の改正公民権法では、懲罰的な損害賠償請求が認められ、その額も高額化した。企業も職場における差別の撤廃等、法令遵守の観点から、人事における客観性や透明性を高めるため、人事労務管理制度や職務型人事制度を整備した。

(146) 下記 URL 参照

[https://www.ici.org/system/files/2022-06/22-di-rfp-framework_0.pdf]

(147) ISS, Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations at 12 (Dec.13, 2022) .

(148) Glass Lewis 2023 Policy Guidelines at 41-43 (Nov.17, 2022) .

③の時期は2000年代初頭のエンロンやワールド・コム の破綻、2008年のリーマン・ショック等の相次ぐ金融不祥事に対応するため、機関投資家のエンゲージメントを受けて、取締役会の監督機能が一層強化されることとなった。2000年代初頭の金融不祥事を受け、粉飾決算に対処し、企業会計・財務諸表の信頼性を向上させるためサーベンス・オクスリ法が制定された。また、リーマン・ショックを受け、2009年ドッド=フランク法が制定された。金融不祥事で問題とされたのは、社外取締役の数にのみ着目した取締役会の監督機能の不全である。そこで、取締役会の監督機能を一層強化するため、2009年12月16日、SEC規則S-K(299条407項(c)(vi))を改正し、上場会社において、取締役構成員の多様化が図られた。もっとも、この改正では、多様性の定義が示されなかったため、企業に広い裁量の余地が残された。④近年、米国は、機関投資家や議決権行使助言会社のESGへ向けたエンゲージメントの強化、性別や人種等による経済格差を背景とした#Me Too運動や#Black Lives Matterの抗議活動、新型コロナ・ウイルスのパンデミックの影響によって、機関投資家主導によるステークホルダーの利益を重視したガバナンスに向かっている。ビジネスラウンド・テーブルの2019年の声明にみられるように、企業の目的についても、株主利益のみを意識したものから、英国同様にESGを重視し、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啓発された株主価値(ESV)モデルへの移行が見られる。また、近年の米国のDEIへ向けた取り組みは、これまで労働者ではないことを理由として公民権法等で保護されなかった上場企業の取締役等役員構成の多様化を目的としたものである。州レベルではカリフォルニア州を中心として州会社法を改正して、過小評価グループ出身取締役を罰則付きで割当てる取組みがあるのに対して、連邦レベルでは、SECの規則改正、NASDAQ証券取引所の規則の改正、1934年連邦証券取引所法を改正し、役員が多様化へ向けた情報開示の促す法案等、英国類似の取組みが見られる。①の時期のステークホルダーを重視したガバナンスは、分散株主による所有と経営の分離により、経営陣の裁量に委ねられていたため、裁量権の濫用に対する懸念があった。しかし、近年の機関投資家主導によるステークホルダー重視のガバナンスは、株主である機関投資家(株主)に対する情報開示を通じて、説明責任が厳格化されている点で相違がある。

		目的地	
		株主利益重視	ステーク・ホルダー利益重視
手段軸	株主 (機関投資家) 主導	2000年代以降	近年の動向
	取締役会主導	1990年代以降	
	経営陣主導	20世紀初頭の米国	1970年代までの米国

田村俊夫「株主主導の新ステーク・ホルダー主義」
資本市場リサーチ 56号 (2020年) 134頁以下参照

IV. 先行研究における米国の DEI に関する課題と議論

米国の DEI に関して、2018年にカリフォルニア州がSB-826によって、罰則を伴う過小評価グループの割当制度を導入して以降、法的・経済的観点から、多くの課題や議論が提示されている。本章では、カリフォルニア州の割当制度を中心として、どのような課題⁽¹⁴⁹⁾や議論があったか確認し、その検証を行う。

1. DEI がもたらす経済的課題

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(株価)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⁽¹⁵⁰⁾。

(149) SB-826に関する先行研究の課題、議論の整理については、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ォータ制をてがかりに」金沢法学 63巻1号(2020年)114頁以下、藤田=吉田・前掲註21(2021年)他を参照し加除修正を行った。

(150) 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). 藤田・前掲註44) 267頁(2022)。

しかし、2019年に、SB-826の導入が取締役会の構成、株価を中心とする企業価値等に与えた影響について、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た調査では⁽¹⁵¹⁾、①SB-826の導入の前後である2019年の1月から7月までにSECに委任状を提出した会社は488社であったが、女性取締役は23% (143)の増加が見られた。これは、カリフォルニア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。②2019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人の女性取締役の導入が必要であると推計される。③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。もっとも、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ころにある。④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の意味しない。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であり、一定の企業にとっては費用となる可能性がある。⑤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⁽¹⁵²⁾。

また、別の実証研究によれば⁽¹⁵³⁾、①カリフォルニア州に本店を置くSB-826の適用対象となった企業の株価と、他州やワシントンD.C.に本社を置く類似会社を比較した場合、割当制度の導入の前後で、カリフォルニア州の対象企業

(151) Daniel Green et al. "Do Board Gender Quotas Affect Firm Value? Evidence from California Senate Bill No. 826", *Journal of Corporate Finance* 60 (2020) .

(152) Id. at 2-19. 調査の概要については、Daniel T. Greene et al., "Research Briefs in Economic Policy, No. 216, (May 27, 2020) ; Rick Uhlmann, "Study: California falling short of nation's first board gender quota", *The news stand*, Clemson University (Oct.23, 2019) . 藤田=吉田・前掲註23 (2021年) 141-142頁。

(153) Felix von Meyerinck et al., *As California Goes, so Goes the Nation? Board Gender Quotas and Shareholders' Distaste of Government Interventions*, European Corporate Governance Institute ? Finance Working Paper No. 785 (2021, Posted Jan. 3, 2019, Last revised Dec.7, 2022) .

の方が否定的な影響が見られた。②カリフォルニア州の割当制度の直接の適用対象とならない、カリフォルニア州と同様の割当制度の導入を検討している他州に主たる事業所を置く企業の株価にも良い影響を与えなかった。これとは対照的に、社会的責任投資（Socially Responsible Investment: SRI）のスコアが高い企業やステークホルダーに友好的な株主基盤を有する企業は、投資家からより肯定的な反応が見られた。③性別による割当制度については、一般的に問題として挙げられる取締役候補者となる中間管理職の不足の問題ではなく、単に、投資家がステークホルダーに好意的な州政府による介入を高く評価せず、性別による割当制度を導入する可能性について懸念しているという単純な理由による可能性があるとする⁽¹⁵⁴⁾。

他方、NASDAQの上場規則の改正の背景についての実証研究を文献学的な見地から調査した研究も調査によれば、規則改正は、2020年の新型コロナウイルスの流行、ジョージ・フロイド氏の死によって、米国社会に巢食う性別や人種による差別といった根深い病理が明らかとなったのを受けたものであると分析する。しかし、このような差別の撤廃へ向けた善意の行為によって、投資家は動員され、巻き添えの被害に遭う者が出る可能性がある。というのは、NASDAQは規則の改正が投資家に利益をもたらすと主張するが、これまでの実証研究（その多くは一流の女性エコノミストによるもの）においては、取締役会の多様性を高めることが実際に株価の低下に繋がったことを示唆するものもあると指摘する⁽¹⁵⁵⁾。

以上のように、米国の上場企業を対象とした先行研究においては、取締役会の多様化と株価を中心とする企業価値の間には、必ずしも正の相関が見られなるとする実証研究がある。

2. DEIがもたらす法的課題

SB-826の制定の前後において、法的観点から、以下のような課題が指摘されている。

(154) Id. at 33.

(155) Jesse M. Fried, Will Nasdaq's Diversity Rules Harm Investors? (April, 2021) .

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点において、課題があるとする指摘がある。米国においては、取締役会の役割は第一に株主利益の最大化にあり、特に企業の支配権の交代が避けられない場面において問題となるといわれる。そのため、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、他州に主たる事業所の所在地を移す可能性がある⁽¹⁵⁶⁾。

この指摘については、カリフォルニア州改正会社法を受け、州務長官が州のHPに設けた“Women on Boards”というサイトの2022年3月の報告書⁽¹⁵⁷⁾によって、一定程度の検証が可能であろう。2021年度にSECの規則10-Kの様式に従ってカリフォルニアを主たる事業所と記載した公開会社（割当制度の適用対象会社）716社の内、公開会社情報開示報告書（Publicly Traded Corporate Disclosure Statement）を提出した割当制度の適用対象会社は358社である。適用対象会社の内、情報開示報告書においてSB-826の遵守を報告した会社は186社、AB-979の遵守を報告した会社は301社である。これに対して、本社を他州からカリフォルニア州に移転した公開会社が13社、2021年に本社をカリフォルニア州から他州に移転した公開会社が40社、2021年3月の年次報告書に掲載された上場企業の内、2021年度中に、非公開化した（割当制度の適用対象とならなくなった）会社が30社である。以上のように、州務長官のウェブサイトの情報からは、時価総額の大きい上場企業の中には改正会社法を遵守せず敢えて罰金を支払った、あるいは、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した会社が一定数あったことが推測される。

②SB-826は抵触法上の内部事項の原則（the internal affairs doctrine）に反する点で課題があるとする見解がある。SB-826によれば、割当制度の適用対象となる公開会社とは、その株式の大部分を米国の主要な証券取引所に上場し

(156) Diana C. Nicholls Mutter, *Crushing The Boards: A Comparative Analysis of The Boxing Out of Women on Boards in The United States and Canada* The Journal of Business, Entrepreneurship & The Law, Vol. 12, Issue 2, 285 (2019) . 藤田 = 吉田・前掲註23 (2021年) 142-143頁。

(157) 下記 URL 参照 [<https://bpd.cdn.sos.ca.gov/div-on-boards/dob-report-2022.pdf>].

ている州内外の会社を意味し(301.3条(f)(2)・2115.5条(b))、会社設立の際の準拠法は適用されないとする(2115.5条(a))。しかし、連邦最高裁判所は、1982年のEdgar事件⁽¹⁵⁸⁾において、「内部事項の原則とは、抵触法上のものであり、企業と現在の役員(current officers)、取締役と株主の関係(among or between)といった会社の内部事項については、利害が対立する可能性がある場面があるため、1つの州のみが会社の内部事項に関する規制権限を有すべきだとする原則である。取締役会の構成員は、このような内部事項に関する典型的な例であり現在誰が……取締役の地位にあるかは、利害の対立を避けるため、1つの管轄に服さなければならない」と判示した⁽¹⁵⁹⁾。また、連邦最高裁判所は、1986年のCTS Corp事件⁽¹⁶⁰⁾においても、内部事項の原則について確認した⁽¹⁶¹⁾。

取締役会の性別による多様性は、株主の(取締役の選任に関する)議決権の行使の問題であると同時に、コーポレートガバナンスに関する内部事項であるが、SB-826はこの両者の問題に干渉する点で問題となる⁽¹⁶²⁾。というのは、取締役に欠員が生じ、取締役の指名に関する取締役会の権限が制約されている状況で、SB-826によって義務付けられた最低限の数の女性の選任を株主によって否認された場合、罰金が課されることによって、株主による議決権の行使に干渉することとなるためである⁽¹⁶³⁾。デラウェア州においては女性取締役の選任について取締役会の経営判断事項であるとして規制がない。そのためデラウェア州法に従って株主が議決権を行使した場合、抵触法上の問題が生ずる。カリフォルニア州の立案担当者は、このような事態を避けるため2115条を設けているが、州法において内部事項の原則を制限することはできない⁽¹⁶⁴⁾。

(158) Edgar v. Mite Corp., 457 U.S. 624 (1982) .

(159) 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 at 2-3 (Sep., 2018) .

(160) CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69 (1986) .

(161) Grundfest, *Supra* Note 159 at 3 (2018). 藤田 = 吉田・前掲註23) 144-145頁(2021年)。

(162) *Id.*

(163) *Id.*

(164) *Id.* at 3-4. 藤田 = 吉田・前掲註23) 145頁(2021年)。

③ SB-826 は法案で設けられた期限までに、割当制度で要求される最小限の数の女性取締役の選任を義務化するが、法の下での平等を規定する合衆国憲法修正 14 条及びカリフォルニア州憲法 1 条 7 項に反し違憲である。また、1959 年制定のウンルー市民権法として知られるカリフォルニア州民法 51 条⁽¹⁶⁵⁾に違反する疑いがあるとする指摘がある⁽¹⁶⁶⁾。というのは、SB-826 は取締役となることを望む男性候補者を排除することに繋がるためである。法案作成者は、男性取締役を女性取締役に交代させることを避け、単に取締役会の規模の拡大によって企業が法案の要請に応ずることを想定しているようであるが、取締役会に空席があり、男性と女性の取締役候補者がそれぞれ存在し、女性の取締役を選任しなければ法案の要請を満たせない場合、企業は男性候補者を拒絶し女性候補者を選任することとなる。というのは、株主が取締役会の規模の拡大を望まない場合、企業は男性取締役を解任し女性取締役を選任することで対応するか、罰金を支払うかの選択しかなくなるためである⁽¹⁶⁷⁾。

憲法違反の主張については、実際に、連邦レベル、州レベルで提訴され、現在も係争中である。Meland v. Padilla 事件⁽¹⁶⁸⁾では、デラウェア州に設立され、カリフォルニア州に本社を置く上場企業の株主が、SB-826 が合衆国憲法修正第 14 条の平等条項に反し違憲であるとする宣言的判決 (Declaratory judgement) と、法案の施行・執行の永久的差止命令を求めて、連邦地方裁判所に提訴した。これに対して 2020 年 4 月 20 日連邦地方裁判所は、SB-826 は公開会社に要求と罰金を課すものであるが原告は株主であり公開会社ではない。株主である原告は、男性候補者の取締役構成員へ向けた議決権の行使を妨げらておらず直接的な損害を被っておらず原告適格を欠くとして請求を却下し

(165) ウンルー公民権法は、1959 年に制定され、カリフォルニア州民法第 51 条として成文化されたものであるが、ホテル、モーテル、レストラン、劇場、病院、理容室、美容室、住宅宿泊施設、小売店等の州内の全ての事業に対して、性別、人種、肌の色、宗教、家系、国籍、年齢、障害、病気、遺伝情報、配偶者の有無、性的指向、市民権、母国語、移民であるか否かに基づく差別を禁止する。詳しくは下記 URL 参照 [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201520160SB600]

(166) Grundfest, *Supra* Note 159, Appendix A at 9 (2018) .

(167) *Id.* at 9. 藤田 = 吉田・前掲註 23) 144 頁 (2021 年)。

(168) Meland v. Padilla, No. 2:19-CV-02288 JAM-AC E.D. Cal. (April 20, 2020) .

た。しかし、2021年6月第9巡回区裁判所は、「原告がSB-826が性別に基づく差別を要求または奨励していることを一応合理性に主張した（plausibly alleged）と判断しMeland v. Weber事件⁽¹⁶⁹⁾として審理を進めることとした。

州レベルにおいては、2019年8月9日、保守系の財団ジュディシヤル・ウォッチ（Judicial Watch）が、3名のカリフォルニア州の納税者を代理して税務訴訟として、州務長官を相手方当事者として、SB-826による割当制度は州憲法に反し、その運営に係る費用の支出が違法であるとの宣言的判決、およびその執行のための費用の支出の永久的差止命令を求めて提訴した（Crest v. Padilla I事件）。これに対し、2022年5月13日、ロサンゼルス・カリフォルニア州上級裁判所のモーリン・ルイス判事は、カリフォルニア州会社法301.3条（SB-826）について、厳格基準により審査し、州憲法の平等条項に違反しているとして原告の主張を認めた⁽¹⁷⁰⁾。また、AB-979が法制化された直後の2020年10月に、同じくジュディシヤル・ウォッチが代表する3人のカリフォルニア州の原告が、AB-979はカリフォルニア州憲法の平等保護条項に反し、その施行に州の住民が納めた税金が利用されることが違法であることの宣言的判決、および、執行のための費用の支出の永久的差止命令を求めて提訴した（Crest v. Padilla II事件）。これに対して、2022年4月1日、ロサンゼルス・カリフォルニア州上級裁判所テリー・グリーン判事は、AB-979がカリフォルニア州憲法の平等保護条項に違反しており、納税者の資金または納税者が提供するリソースの支出をAB-979の規定の実施または執行に使用することはできないと原告の主張を認めた⁽¹⁷¹⁾。これらの判決に対して、カリフォルニア州の州務長官は上訴している。

以上のように、SB-826の制定の前後において、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可能性、②法の下で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懸念

(169) Meland v. Weber, No. 2:19-cv-02288- JAM-AC Cal. (Dec. 20, 2021) .

(170) Crest v. Padilla, No. 19-STCV-27561 (L.A. Super. Ct., May 13, 2022) .

(171) In Crest v. Padilla, No. 20STCV37513 (Cal. Super. Apr. 1, 2022) .

があること、③内部事項の原則に反するといった理論的課題が先行研究において指摘されている。この内、①②については、現時点における実務の動向を見る限り、実証されつつあると言えよう。

3. 米国の DEI に関する先行研究における政策論

SB-826 による改正会社法に関しては、以上のような課題が指摘されているが、政策論的な見地から、以下のような提案がなされている⁽¹⁷²⁾。

①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、法規制と民間部門の協働が必要であるとする見解がある⁽¹⁷³⁾。この見解は、取締役会の多様化を機関投資家や議決権行使助言会社の自主的な取組みに委ねた方が、憲法の平等条項や内部事項の理論の課題を回避できる。しかし、現在の機関投資家等の取締役会の多様化へ向けたトレンドが維持されるという保証はないと、民間部門の取組みに懐疑的な立場を採り⁽¹⁷⁴⁾、公的部門と民間部門が共同することで初めて相乗効果 (synergy) が生ずるとする⁽¹⁷⁵⁾。国が規制をした場合に、企業はどのような反応を示すかについて、カリフォルニア州と同様に年間 GDP が 2 兆 5000 億ドルのフランスの割当制度の導入に関する取組みを例として挙げ⁽¹⁷⁶⁾、フランスにおいて割当制度が法制化された際、代表的な民間企業は、既に割当制度の意味するところと制度導入の結果について検討の機会を設けており、制度導入へ向けた準備が出来ていた。法制化への脅威は、法制化されることそれ自体と同等の影響力を持ち民間部門の自主的な行動を促進した。フランスにおける官民の相互作用が意味するところは、民間部門による自主的な割当制度の導入は、法律による義務的な割当制度を伴って初めて機能すると提言する⁽¹⁷⁷⁾。

(172) 村上・前掲註 149) 147 頁以下 (2021 年)、藤田 = 吉田・前掲註 23) 146 頁以下 (2021 年) 参照。

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

(174) Id at 1449-1450.

(175) Id at 1450.

(176) Rosenblum, Supra note 173 at 1451 (2019) .

(177) Id. at 1453. 藤田 = 吉田・前掲註 23 (2021 年) 147-148 頁。

②の見解は、改正会社法が米国全体に与える影響は限定的なものに留まる可能性があり、カリフォルニア州の罰則付の割当制度を導入する必要性は乏しいとして、カリフォルニア州は、機関投資家や議決権行助言会社を活用すべきとする⁽¹⁷⁸⁾。この見解は、SB-826は、法の下での平等に関する憲法の規定および抵触法上の内部事項の理論の観点から課題がある。他方、主要な機関投資家による株主権の行使は、SB-826よりもはるかに高い確率で上場企業の女性取締役を増加させ、また、カリフォルニア州に本社を置く小規模な数の企業に留まらず、全米の企業に対して、目的の達成が可能となる。株主権の行使は、積極的是正措置に関する司法審査の進化や訴訟の提起にともなう遅延という副次的なリスクを生じさせることなく、女性取締役の増加という結果を迅速に達成させることが出来とする⁽¹⁷⁹⁾。この見解は、「Ⅲ.」で確認したように、近年、機関投資家や議決権行使助言会社による自主的なガイドラインの策定、議決権の行使、助言といったかたちで既に具体的な取組みが見られる。

③の見解は、割当制度は憲法上の課題があることから⁽¹⁸⁰⁾、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。現在のSECの規則は、何をもちて多様性 (diversity) とするか意図的に定義せず、各企業の自主的な定義に委ねることとしているが (299条 407項 (c)(2)(vi))、これでは投資家が取締役会の構成員について適切に評価することは出来ない⁽¹⁸¹⁾。SECは、2009年の規則の改正において、現行の299条 407項 (c)(2)(v)の「企業は、指名委員会が指名する候補者が、取締役会名簿に記載の地位にふさわしいと指名委員会が確信する具体的で最低限の資質を記載しなければならない。また取締役名簿に記載の取締役に必要であると指名委員会が確信する1つ以上の資格や技術を記載しなければならない」とする文言に「多様性」について書き加えることも可能であった。しかし、多様

(178) Grundfest, *Supra* Note 159 (2018) .

(179) *Id.* at 8. 藤田=吉田・前掲註23 (2021年) 146-147頁。

(180) Yaron G. Nili, “Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms” *Indiana Law Journal*, Vol. 94, 145, at 193-194 (2019) .

(181) *Id.* at 195.

性に関する強力な指針を有していない企業に対してインセンティブに欠けるとして排除した経緯がある⁽¹⁸²⁾。この見解は多様性の定義を企業に委ねる現在のSECの規則を改正し、多様性について明確に定義すべきであり⁽¹⁸³⁾、具体的には、取締役会に占める男女の比率、男性取締役と比較した場合、女性取締役は取締役としてどのような重要な役割を担っているか、年齢、終身職か否か、その他、取締役や企業の構造がどのように多様性を促進するかに関する情報を含む、性別の多様性に関する実質的な情報の開示 (Substantive Gender Diversity Disclosure: SGDD) を考慮すべきであるとする⁽¹⁸⁴⁾。この見解についても、「Ⅲ。」で確認したように、2020年のNASDAQ証券取引所の上場規則の改正、「多様性を通じた企業統治改革法案」といったかたちで、既に具体的な取組みが見られる。

以上、SB-826の導入に伴う改正会社法に対しては、①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、②改正会社法が米国全体に与える影響は限定的なものに留まる可能性があり、カリフォルニア州の罰則付の割当制度を導入する必要性は乏しいとして、機関投資家や議決権行使助言会社の自主的な取組みに委ねるべきとする見解、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ではなく、実質的な意味で取締役会の構成員を多様化すべきとする見解等、政策論的な見地から議論や提案がなされている。このような提案に対して近年、経営陣の信認義務を通じてDEIを促進できるとする新たな議論と提案がなされている。以下では、DEIと信認義務に関する議論について検討する。

(182) Id. at 188.

(183) Id. at 196.

(184) Id. at 196-202. 藤田=吉田・前掲註23 (2021年) 148-149頁。

V. DEI と信認義務に関する議論

米国において、執行役、取締役の地位は、会社による選任と権限の付与に基づく契約によって生ずる。もっとも、会社法の形成の初期段階の古い判例においては、会社と取締役との関係は、会社を委託者、取締役を受託者、株主を受益者とする信託関係に類似し⁽¹⁸⁵⁾、また取締役の地位が会社の代理人に類似したものであることから、取締役の行為の規律については、信託法理、代理法理が適用されていた。そして、信託関係が適用される結果として、信託受託者である取締役と受益者である株主との関係は信認関係 (fiduciary relationship) にあると解釈されてきた⁽¹⁸⁶⁾。

現在は、会社法の理論の発達に伴い、信託法が直接参照されることはなくなり、アメリカ法曹協会 (American Bar Association: ABA) やアメリカ法律協会 (American Law Institute: ALI) の模範会社法に準拠する各州会社法、一定の裁量の余地を認めるデラウェア州を中心とする⁽¹⁸⁷⁾ 裁判所の判例法理によって信認義務が導かれる。以上のように、信託法における信認義務は、単なる信託財産の維持・管理を目的として保守的な傾向があるのに対し、会社法における信認義務は、信託財産の維持・管理を越えて、時代の要請に応じて、裁判所の裁量によって、積極的な義務が認める柔軟性があるといった特徴を有する⁽¹⁸⁸⁾。

近年米国において、①ビジネスラウンド・テーブルが、企業の目的を株主利益の最大化からステークホルダーを重視へ転換したと「企業の目的に関する声明」で強調したこと、②2020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した事件に対する抗議活動である #Black

(185) Guth v. Loft 事件において、デラウェア州最高裁判所は、「執行役、取締役は、その信用 (trust)、信頼 (confidence) のある地位を、個人的な利益 (private interests) のために利用してはならない。技術的には、経営陣は、会社とその (構成員) である株主との間には信託関係にはないが、信認関係にある」と判示する。
Guth v. Loft Inc, 5 A.2d 503, 23 Del. Ch. 255, at 510 (Del. 1939) .

(186) 酒井太郎「米国会社法における取締役の信認義務規範(1)」783-784頁(2012年11月)。

(187) Fortune500の6割以上の企業がデラウェア州法を設立準拠法としている。

(188) 酒井・前掲註186) 785-786頁(2012年11月)。

Lives Matter、③新型コロナ・ウィルスのパンデミックの影響等によって、性別、人種等による経済格差が深刻化していることを受け、ESGと信認義務の関係に関する議論が再び活発化している。ブルマー教授、ストライン弁護士との共著論文は、このような社会状況を受けて出されたものである。本章では、①まずBRTの転換の前後に米国の信認義務についてどのような議論があったかを概観した上で、②ブルマー教授、ストライン弁護士の共著論文を中心に信認義務とDEIについて検討する。

1. 2019年BRTの声明の前後における米国に信認義務に関する議論

(1) BRTの転換に対する肯定的な評価

BSTの声明の転換について、リプトン弁護士等は肯定的な立場に立つ⁽¹⁸⁹⁾。リプトン弁護士の主張の概要は以下の通りである。2019年は後から振り返ると、コーポレートガバナンスの進化における分水嶺の年(watershed year)と見做されるかもしれない。2008年の金融危機以降、株主利益の最大化が、ショート・ターミズムと社会的経済的不平等の原因であるとする認識が、ステークホルダー・ガバナンスの基礎を築いた。経営陣の受託者責任は、株主利益の最大化ではなく、企業の長期的価値の向上にあり、そのためには、従業員、顧客、サプライヤー、環境、コミュニティ、および企業の成功に不可欠なその他の構成員の利益を考慮することが不可欠である⁽¹⁹⁰⁾。

ステークホルダー・ガバナンスの支持者はブラック・ロック等の主要なインデックス・ファンドであり、今後の課題は、取締役会が他の利害関係者の利益を考慮に入れるべきか否かではなく、どのように実行するかである。取締役会の目的は、企業が長期的健全性と収益性の高い成功をし続け、その結果を達成するための事業上の判断をし続けるところにある。ステークホルダー・ガバナンスの本質は、利他主義ではない。株主は他の利害関係者の利益との間のゼロサムのトレードオフになるのでないかという懸念は、株主が(会社の資産の額から、債権者が契約であらかじめ決まっている取り分を差し引いた)残余権者

(189) Martin Lipton et al, Thoughts of Board of Directors in 2020, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Dec., 2019) .

(190) Id.

であるという事実によって大きく減殺される。株主を含む利害関係者の利益の調整は、取締役会にとって新しい試みではなく、既に確立された会社法上の原則や取締役に対する既存の受託者責任の枠組みと矛盾しないもので法的障害はない。取締役会は、信認義務によって、企業の長期的価値を高めるように設計された方法で持続可能な長期投資と ESG 原則の促進を追求するという経営判断原則によるセーフハーバーが与えられる⁽¹⁹¹⁾。

ステークホルダー・ガバナンスを批判する論者は、「万人に対する説明責任は、誰に対する説明責任でもない」と共通して批判する。しかし実際、資産運用会社や機関投資家は、上場企業に多大な影響力を及ぼし、圧力をかけることが出来る独自の立場を有し、企業役員の選解任権を有する。そのため、株主や他の利害関係者は、企業により多くの説明責任を求めることとなる。そうなると、取締役会は、自己株式の取得や大幅なコスト削減による株価の下支え、四半期毎に良い結果を生み出すだけでは不十分となる。企業価値は株価や剰余金の配当によってのみ判断されるのではなく、企業のパフォーマンスや成功は複数の指標を用いて測定されるべきであり、これらの指標の発展が重要となる⁽¹⁹²⁾。

(2) ビジネスラウンド・テーブルの転換に対する悲観的な評価

これに対して、ハーバード大学のベプチャック教授は「ステークホルダー・ガバナンスの疑似約束」と題する論稿において⁽¹⁹³⁾、ビジネスラウンド・テーブルの転換は、経営陣による疑似約束であり、利害関係者の保護を目的とした外部の法律、規制、政策から一般の目を逸らすこととなり、利害関係者と社会、そして株主に大きなコストを課すと主張する。ベプチャック教授の主張の根拠としては、① 2019 年の BRT の転換は英国同様に啓発された株主価値 (ESV) モデルを採用したものだとする、経営陣は株主価値を最大化する手段として、利害関係者の利益を考慮に入れる必要がある。しかし啓発された株主価値 (ESV) は、これまで既に採用されてきた株主第一主義と概念的に実質的な相違はなく、それを採用する正当な理由はない⁽¹⁹⁴⁾。② BRT が、株主第

(191) Id.

(192) Id.

(193) Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, The Illusory Promise of Stakeholder Governance *Cornell Law Review*, Volume 106, 91 (2020) .

(194) Id. at 108-114.

一主義ではなく、株主利益の最大化を越えて利害関係者に利益をもたらす多元的ステークホルダー論へ転換したと解釈した場合には、企業を取り巻く従業員、消費者、供給者、債権者、地域共同体、社会、州、米国経済または環境等の企業を取巻く多様な考慮要素の内、どれを優先すべきかを経営陣の裁量に委ねることとなる。しかし、どのような判断基準を用いるべきか、明確な基準はない⁽¹⁹⁵⁾。③多元的ステークホルダー論は、一部の利害関係者の利益と長期的な株主価値との間のトレードオフに直面する可能性がある。この場面において、異なる利害関係者の利益を集約し調整する方法は提示されておらず、再び企業の経営陣の裁量に委ねることとなる。したがって、多元的ステークホルダー論の影響は企業の経営陣がどのように裁量権を行使に大きく委ねられる⁽¹⁹⁶⁾。④実証研究によれば、2019年のBRTの声明に署名した173社の内、47の企業から、CEOの独断によって署名されたものであり、取締役会の承認を経たものではないとの回答が得られた。これに対し、取締役会の承認を経たものであるとする回答をしたのは1社であった。総じて約98%の会社が取締役会の承認を得ずにCEOの独断で署名されたことが明らかとなった。このことは、既に企業が取組んできたステークホルダー保護の取組み以上に、企業に新しい変化をもたらさないことを意味することが挙げられる⁽¹⁹⁷⁾。

また、現在ALIの「コーポレートガバナンスの原理：分析と勧告」の改訂の責任者（Chief Reporter）であるニューヨーク大学のエドワード・ロック教授も「2020年において企業は誰のために経営されるか：企業の目的に関する議論」⁽¹⁹⁸⁾において、多くの文献を引用しつつ、現在、法学、経済学、経営学等の領域において、企業の目的と関連して、①「企業」とよばれる法形態の最良の理論は何か、②ファイナンスの理論は、モデル構築や実証研究を行う際に、企業の法形態の特性をどのように捉えるべきか、③価値ある企業を構築するための優れた経営戦略は何か、④大規模上場企業の社会的役割と義務は何かとい

(195) Id. at 114-121.

(196) Id. at 121-123.

(197) Id. at 130-133.

(198) Edward B. Rock, For Whom Is the Corporation Managed in 2020? European Corporate Governance Institute, Working Paper Series No. 515 (2020) .

った疑問が提起され、議論が混乱しているとする⁽¹⁹⁹⁾。この混乱の原因について、ロック教授は、学会において、企業価値を株式価値と同一視してきたこと、2008年の金融危機から生じたポピュリズムによる圧力と、それに立法的に対応できない政治的な機能不全が合わさったものであると分析する⁽²⁰⁰⁾。

その上でロック教授は、英国学士院の会員で「企業の未来」プロジェクトの研究代表を務めるコリン・メイヤー氏の主要著書を引用しつつ、企業の目的を株主第一主義から転換することについて批判する。メイヤー氏は、その主要著書『繁栄 (prosperity)』⁽²⁰¹⁾等において、取締役の義務は、株主価値の最大化から、企業の定款に掲げる多様な目的の実現に転換すべきであると主張した。これに対してロック教授は、このようなメイヤー氏の主張は、ウルトラ・ヴァーレスの法理の歴史的な展開⁽²⁰²⁾を理解していないためであると批判する⁽²⁰³⁾。ロック教授の主張を要約すると、①取締役の忠実義務を株主第一主義から、ステークホルダーの利益の解釈へ転換することは、債権者ではなく株主のみが議決権を行使できる現在の会社法の抜本的な改正なしに機能する可能性が低い⁽²⁰⁴⁾、②株主の利益と従業員等の他の利害関係者の利益が対立する場合、その調整が困難である⁽²⁰⁵⁾、③現在米国において、企業目的に関して株主第一主義の色彩の強いデラウェア州法から、ステークホルダーの利益への配慮を求めるペンシルベニア州法までであるが、株主第一主義の解釈を変更することは、過去150年間に偉大な富を生み出してきた革新的(技術)の1つある企業形態(corporate format)に関する議論の一貫性を失わせる虞がある。会社法は既に(経営判断原則や、利害関係者保護法、ベネフィット・コーポレーション等)、

(199) Id. at 1-27.

(200) Id at 27.

(201) Colin Mayer, Prosperity: Better Business Makes the Greater Good, Oxford University Press (April 2021). 邦語訳として宮島英明監訳『株式会社規範のコペルニクスの転回』(2021年4月)参照。

(202) 法人の権利能力は定款に記載される目的に限定され、それ以外を無効とする英国法由来の法理。当初は出資者の保護のため厳格に運用されていたが、法人と取引関係にある債権者に不測の損害を被らせる不利益があるため、緩和されてきた。

(203) Rock, *Supra* Note 198 at 27-29 (2020).

(204) Id. at 29

(205) Id.

取締役が、柔軟に企業価値を高めるための戦略を採用し、持続可能な方法で行動するための裁量の余地を提供していることが挙げられる⁽²⁰⁶⁾。ロック教授は結論として、私法を使って社会問題を解決することは、私法の価値を生み出す可能性を破壊し、社会問題の解決に失敗し、我々全員の利益を損なうと悲観的な立場に立つ⁽²⁰⁷⁾。

ロック教授の見解に対しては、ストライン弁護士から「拜復：公正で持続可能なアメリカ経済を再構築するためステークホルダー・ガバナンスが果たさ

(206) Id.

(207) Id. at 30. ただし、ロック教授が責任者を務める ALI の改訂において、企業の目的について規定する 2.01 条は、1992 年の分析と勧告と比較すると、啓発された株主価値モデルを採用する英国の 2006 年改正会社法の 172 条に接近したものとなっている。以下、企業の目的に関する改正条項を引用する。

2.01. 条 企業の目的

- (a) 企業の目的は、法律の範囲内で、企業の経済的価値を高めることである。
 - (1) コモン・ローの領域：企業の株主の利益のために、企業は以下の事項について以下について考慮することが出来る。
 - (a) 会社の従業員の利益。
 - (b) 供給業者、消費者等、企業の事業を促進することが見込まれる望ましい事項
 - (c) 企業の事業が地域社会および環境に与える影響
 - (d) 責任ある事業運営に関連する倫理的考慮事項
 - (2) ステークホルダーの領域：会社の株主の利益のため、および／または州法で許可された範囲で、従業員、供給業者、顧客、共同体、その他の構成員の利益のため
- (b) 企業の経済的価値を高めるかどうかに関わらず、企業は、その事業の遂行において公共の福祉、人道、教育、および慈善の目的に合理的な量の資源を充てることが出来る。

下記 URL 参照

[<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2022/06/06/the-alis-restatement-of-the-corporate-objective-is-seriously-flawed/>] これについて、UCLA のベインブリッジ教授は、現在、多くの上場会社はデラウェア州法を準拠法としているため、ALI の改訂は必要ないと批判する。Stephan Bainbridge, Do We Need a Restatement of the Law of Corporate Governance?, UCLA Law & Economics Series (July, 2022) .

なければならない役割：ロック教授への返信」⁽²⁰⁸⁾と題する反論が出された。その内容は信認義務とDEIに関する議論と重複する部分もあるため以下で検討する。

2. 信認義務とDEIに関する議論

「1.」で見てきたように、ステークホルダー論者と、株主第一主義の論者の間には、ショート・ターミズム論争と同様に、経営陣の裁量をどの程度認めるべきかと関連して、見解の相違がある。これに対して、ストライン弁護士は、既存の信認義務の判例法理によって、経営陣は、株主とそれ以外の利害関係者の間の利益の調整をすることが求められているとし、ステークホルダー論者と株主第一主義の論者の間にある概念的な隔たりを埋めようとする立場に立つ。ストライン弁護士は「拜復：公正で持続可能なアメリカ経済を再生させるためにステークホルダー・ガバナンスが果たさなければならない役割：ロック教授への返信」と題する論稿において、金融、法学、経済学の分野において、社会に対する企業の価値を株式の価値とのみ同一視する傾向があるとするロック教授の指摘に同意する。しかし、企業の目的に関して、ストライン弁護士等は、ロック教授とは異なり、公正で持続可能な経済をよりよくサポートするためにガバナンスを変更することについて楽観的であるとする。ただし、ストライン弁護士のガバナンスの変更とは、改革ではなく、むしろ米国経済が最もうまく機能していた時期のものに戻し、企業を取り巻く利害関係者間のバランスを回復させることを意味する⁽²⁰⁹⁾。そして、その手掛かりとして、ジョージタウン大学のクリス・ブルマー教授との共著である「義務と多様性 (Duty and Diversity)」⁽²¹⁰⁾と題する論稿において、信認義務によってDEIの促進が可能であると主張する。以下、その主張について、やや冗長となるが要約し、概観する。

(208) Leo E. Strine, Jr., Restoration: The Role Stakeholder Governance Must Play in Recreating a Fair and Sustainable American Economy: A Reply to Professor Rock, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law Working Paper No. 637 (Dec.15, 2020) .

(209) Id at 47-67.

(210) Brummer & Strine, Supra Note 6 (2022) .

(1) 米国でなぜ DEI が求められているのか

ストライン弁護士等は、現在米国において DEI が求められている理由として、以下のように分析する。ミルトン・フリードマン教授が、企業の社会的責任について語る者を「現代の改革者たちのキャッチフレーズ」という表現で矮小化して以降、フリードマン教授とその信奉者は、企業の目的に関して受託者責任という窮屈なビジョンを支持し、さらに悪いことに、平等と包摂を促進する外部の法律に対する浸食（規制緩和）を試みてきた。フリードマン教授の見解が企業の経営陣や政策立案者に影響力を持つようになった時期に黒人と白人の経済的格差が拡大した。そして、新型コロナ・ウィルスの大流行によって、米国に巣食う不平等の根深さが露呈した。また、ジョージ・フロイト氏の死といった黒人にたいする暴力事件等が、米国において不平等が依然として存在することを証明した。同様に、女性に対する賃金や機会の不平等も、過小評価グループに悪影響を及ぼし続けている。米国で DEI が求められているのは、企業経営陣が、従業員、事業所やサービスの拠点である地域社会、そして顧客に敬意を持って接するための効果的な実践の促進によって、これらの深刻な問題へ対処することを期待するためである。機会均等を確保し、包摂性のある職場を作り、多様性を受け入れるための積極的な措置を講ずることも求められる。DEI に対するコミットメントは、企業内部で求められるだけでなく、企業が消費者や地域社会にどのような影響を与えるかの評価の指標でもあるとする⁽²¹¹⁾。

(2) 既存の DEI の取組みの限界と信認義務によるアプローチ

ストライン弁護士等は、近年の米国の企業の DEI を促進するための取組は、①カリフォルニア州に代表される州法の割当制度、② NASDAQ の規則の改正等、連邦レベルの情報開示、③機関投資家によるアクティヴィズム等、資本市場のインフラを活用したものに大別できるとする。その上で、①の取組みについては憲法の平等原則違反の可能性や、内部事項の理論による制限があり、②の取組みについては、その目的は明確であるものの、取締役会に対する強制力がないため確実でないこと、また理論的には、上場企業の取締役を目指す適格な候補者が、本規則の「多様性」基準を満たさないことを理由に、取締役の選任を拒否された場合、憲法上の財産権の侵害の可能性や、会社法の内部事項の

(211) Id at 3-4.

理論の観点から問題がある。また、②③の取組みに共通した問題として、今日戦略的に上場を目指さない優良企業が増加しているが、このような企業に対して、機関投資家によるエンゲージメントが及ばず十分ではないと指摘する⁽²¹²⁾。ストライン弁護士等はDEIを促進する最も簡単な方法は、早い段階で、黒人等の過小評価グループ出身者を採用し、取締役候補者となる中間管理職を育成することにある旨指摘し⁽²¹³⁾、そのためには信認義務の解釈が有効であるとすると⁽²¹⁴⁾。また、米国で最も株主利益を重視するデラウェア州一般会社法の下でも、フリードマン教授の主張する規範的な見解は許容されず、平等と多様性を促進する企業の自主的な取り組みに対する障壁とはならないとする。

(3) 信認義務の消極的要素と肯定的要素

ストライン弁護士等は、信認義務に関しては多くの議論があるが、受託者たる経営陣の義務は忠実義務の一つであり、注意義務ですら忠実義務の補助的な要件として理解できるといっても過言ではないとする。忠誠義務は、経営陣が会社の利益の犠牲の下、自己取引、不誠実な行為 (bad faith)、詐欺を行うことを禁ずる消極的要素がある。しかしそれ以上に、忠実義務は経営陣が企業の持続的な収益と株主の利益を促進するため誠実に努力することを要求する積極的・肯定的要素がある。したがって、受託者たる経営陣は忠実義務として、業務に注意を払い、健全な判断をするため、誠実に努力することが必要となり、忠実義務の一環として、企業法の最も重要な義務の一つである注意義務が導かれる。注意義務は、経営陣が、会社・株主に対して、通常の注意力ある慎重な者が同様の状況下で用いる程度の注意力を持って行動することを要求する規範的な義務であるが、20世紀においてはソフト・ロー的に運用され、損害賠償の脅威は大きくはなかった。しかし会社売却の場面における取締役の注意義務が争点となったSmith v. Van Gorkom事件⁽²¹⁵⁾では、デラウェア最高裁判所は、取締役が十分な情報に基づいて行動したものとはいえず、重過失があり経営判

(212) Id at 60-65.

(213) Id. at 62.

(214) Id. at 66.

(215) Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del.1985)

断原則による保護を受けられないとした⁽²¹⁶⁾。

忠実義務は、利益相反取引等、会社に害を与えることを回避する社外取締役を中心とする取締役の消極的な義務として注目を集める⁽²¹⁷⁾。しかしその中心は、むしろ経営陣が、法的裁量及び倫理観の範囲内で、会社の最善の利益と持続可能な収益を促進する積極的義務にある。忠実義務は、利益追求を何よりも優先するものではなく、その最も基本的な要素は会社の目的の範囲内において合法的な手段で合法的な事業を行い、利益を追求するところにある。これは最も規制緩和の進んだデラウェア州一般会社法においても変わらないとする⁽²¹⁸⁾。

(4) Caremark 事件と法令遵守、レピュテーション・リスクと企業価値

会社法が(外部の)法令を遵守することは、ウルトラ・ヴィーレスの法理以上に重要である。経営陣は、利益追求のために、企業に意識的に法令違反をさせないことのみならず、法令遵守、倫理方針の確実に実施へ向けて、真に(genuinely)努力することが必要となる。デラウェア州衡平法裁判所のアレクサンダー判事は、取締役会による会社の法令遵守へ向けた監視義務が争点となった Caremark 事件⁽²¹⁹⁾において、Smith v. Van Gorkom 事件の「重大な過失基準」を意図的に回避し、原告が救済を得るためのハードルを上げ、より多くの主張立証責任を課した。ただし、Caremark 社の取締役に有利な判決を下したものの、疑うべき事実が存在しない限り(no problems were flagged)すべて順調であることが推定されるとする Graham v. Allis Chalmers 事件⁽²²⁰⁾の判例を変更し、法令遵守に積極的に取り組む必要があるとし、忠実義務の積極的要素を復活させた⁽²²¹⁾。

(216) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 67-68 (2022) この判決を契機として、役員賠償責任保険の保険料が大幅に引き上げられ、1986年には、デラウェア州一般会社法も改正され、会社は定款によって、取締役の信託義務違反を理由とする会社または株主に対する損害賠償責任を免責または制限することが可能となった(1.02条(b)(7))。神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」近藤光男他編著『新・アメリカ商事判例研究』(2007年2月)264頁以下他参照。

(217) Brummer & Strine, *Supra* Note 6 at 69-70 (2022) .

(218) *Id.* at 70-71.

(219) *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996) .

(220) *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.* 188 A.2d 125 (Del. 1963) .

(221) Brummer & Strine, *Supra* Note 6, at 71 (2022) .

ストライン弁護士等は、会社法は外部から密閉隔離された法領域ではなく、忠実義務によって、外部の法的制約と共生して機能し、企業の活動は、社会に害を及ぼさない範囲に限定して設計されているとする。会社は合法的な手段で、合法的な事業を行う限り認可される。社会保障に関する法律は、会社法自体に組込まれていないが、会社の設立行為によって、その運営上、他者に重大な影響を与える可能性のある行為について法令遵守義務が課される⁽²²²⁾。Caremark事件以降デラウェア州においては、監視義務違反を認めるため、原告株主に対して、①報告または情報に関する体制または制御（システム）を整備しなかったこと（体制整備義務違反）、または②意識的にその体制または制御（システムの）運用を監視監督せず、注意が必要な危険や問題が報告されないようにしたこと（運用義務違反）のどちらかの主張を要求してきた。両者とも忠実義務違反についての不誠実・悪意（bad faith）の立証が求められる⁽²²³⁾。デラウェア州において、これらの基準を充足するのは困難であると一般に認識されてきたものの過去20年以上これらの基準は維持されてきた。しかし、近年裁判所は、Marchant⁽²²⁴⁾事件において①体制整備義務違反、Clovis事件⁽²²⁵⁾において②運用義務違反を認め、経営陣に対して損害賠償責任を課した⁽²²⁶⁾。

ストライン弁護士等は、これらの事件で重要なのは、損害賠償が認められたことそれ自体ではなく、企業が社会の基本的な期待を確実に遵守するために積極的かつ予防的な行動を取るように受託者たる経営陣にインセンティブを与えるところにあるとする。例えば、取締役会がCaremark事件において、訴訟を却下されたとしても、その記録には、会社が既に経営陣の交代させていたこと、顧客に対して不誠実で会社の評判を損なう宣伝をしてきたこと、規制当局によって罰金が課され、差止命令を受けていたこと等が残る⁽²²⁷⁾。これらのリスクは通常、訴訟の提起によって発生し、時間の経過とともに増加していく。その

(222) Id. at 73-74.

(223) Id. at 74.

(224) Marchand v. Barnhill, 212 A.3d. 805 (Del. 2019) .

(225) In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litig., C.A. No. 2017-0222, 2019 WL 4850188 (Del. Ch. Oct. 1, 2019) .

(226) Brummer & Strine, Supra Note 6, at 74-75 (2022) .

(227) Id. at 75.

要因の一つとして、デラウェア州一般会社法 220 条に規定される帳簿・記録の閲覧請求の増加が挙げられる。取締役会が電磁的方法により非公式な方法で行動しても、請求者が、取締役会が電磁的方法によって運営を行っていることを示した場合、電子メール等の内容等についての入手も可能となる。そのため、原告が、忠実義務違反について悪意・不誠実 (bad faith) を証明できない場合でも、企業がベスト・プラクティスを実践していないことが社会に暴露され、被告会社の評判は失墜する可能性がある⁽²²⁸⁾。

(5) セーフハーバーとしての経営判断原則

会社法は、企業経営陣に最低限の法令遵守を求めるのみならず、経営判断原則 (Business Judgement Rule) によって、企業の価値、評価を高めること、その他の方法で会社と株主の最善の利益を合理的に促進すると信じる場合、法律が要求するよりも高い水準の誠実性、公平性、倫理観を備えた企業文化を創造する余地を実質的に与えている。すなわち、経営陣は、会社の最善の利益になると誠意を持って信じている場合、株主代表訴訟が提起されても、経営判断原則によって司法による事後的な審査から保護される。デラウェア州法においては、経営判断原則は、単に合理的であったかという非常に緩やかな基準によって審査される。したがって、デラウェア州法の下では、利害関係者に利益をもたらす行動が株主の最善の利益と合理的な関係にあると取締役会が信じる場合、経営判断原則によって株主代表訴訟から経営陣を保護する。その例としてストライン弁護士等は Time 事件⁽²²⁹⁾ を挙げる。

Time 事件の事案の概要は、以下の通りである。Time 社は事業拡張のため Warner 社との新設合併へ向けた交渉を進め両者の取締役会で承認した。しかし、株主総会による承認を得る前に、Paramount 社が Time 社の発行済株式の全部に対して、現金による株式買付の応募を発表した。Time 社の取締役会は Paramount 社の株式買付の応募は企業文化を維持する上で不適切であると判断した。しかし Time 社の株主は、Warner 社との新設合併によってもたら

(228) Id at 76.

(229) Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated, 571 A.2d 1140 (Del. Supr., 1989) . Time 事件について、近藤光男「企業防衛と会社の文化」『新・アメリカ商事判例研究』236-241 頁 (商事法務・2007 年) 他参照。

される会社の長期的な利益を理解せず、Paramount 社による公開買付に応ずることを懸念し、新設合併の予定を変更し、Time 社が Warner 社を買収することを決定し、Warner 社もこれに同意した。その後、Paramount 社は、公開買付の金額を引き上げたが、Time 社の取締役会は、Paramount 社の株式公開の応募は、Time 社の存続と文化に対して脅威を与えるもので、Warner 社との取引の方が、株主の長期的利益に叶うとして、Paramount 社の申込を正式に拒否した。これに対して、Paramount 社、Time 社の株主が Revlon 義務、Unocal 義務違反⁽²³⁰⁾を理由として、Time 社の Warner 社に対する株式公開買付の暫定的差止を求めた⁽²³¹⁾。

アレン判事は「憲法がハーバート・スペンサー氏の社会的統計を祀っていないのと同様に、コモン・ローにおける取締役の義務も、効率的市場仮説を神聖視してはなし」とし、Time の株主に短期的には不利になる可能性が高いことを認識しつつも、Paramount 社から Time 社に対して、より有利な株式買付の申入れを拒否した取締役会決議は、受託者である取締役の判断を尊重しなければならない旨判示した。Time 事件は、株主利益の最大化に最も焦点を当てていると広く理解されているデラウェア州の会社法の下においても、取締役が利益よりも法令遵守を優先することを要請するのみならず、経営判断原則というセーフハーバーによって、経営陣に独自のビジョンを追及するため幅広い裁量の余地を与え、株主の短期的な利益よりも、長期的な利益へむけた決議をすることを認めていることを意味する⁽²³²⁾。

(6) 信認義務と DEI

以上を前提として、ストライン弁護士等は、信認義務は DEI の妨げにならず、むしろ促進するものであると主張する。企業の忠実義務を支える積極的な要素は、取締役や経営者の職務の遂行と株主と企業の最善の利益の追求において与えられた裁量によって、企業の DEI へ向けた方針に重大な影響を及ぼす。第一に、企業は合法的な手段で合法的な事業を行うことを社会から期待されており、デラウェア州の会社法は、法令遵守を忠誠義務の中核的な要素とし

(230) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946 (Del. 1985) .

(231) 近藤・前掲註 229) 236-237 頁 (2007 年) 他参照。

(232) Brummer & Strine, Supra Note 6 at 78-79 (2022) .

て明確に位置付ける⁽²³³⁾。Caremark 事件の規範に従えば、受託者である経営陣は、公民権法と差別の撤廃へ向けた法令遵守を保証するため、企業に法令遵守へむけた戦略（体制整備義務）が存在することを確認する必要がある、また、差別を示す危険信号（red flag）を無視することを許されない（体制運用義務）。そのため、企業が公民権法7編、公正住宅（取引）法（FHA）、消費者信用機会均等法（ECOA）、地域再投資法（CRA）等、差別の撤廃へ向けたの法律の遵守へ向けた内部統制システムの構築、システムの運用に不誠実・悪意（bad faith）があった場合、企業が損害賠償のリスクを負うのみならず、経営陣もまた、株主代表訴訟等によって損害賠償の脅威に直面するリスクがある⁽²³⁴⁾。第二に、DEIを重要な価値であると見る経営陣に対して、経営判断原則は、その目標の推進のため裁量の余地（flexibility）を与え、会社法上の確固たる法的基盤の下、DEIを実践することを可能にする。経営判断原則は、歴史的な不正を是正するという道徳的な呼びかけ、企業の方針が差別の撤廃へ向けた法律や公民権法に違反しないようにする法令遵守義務、Caremark 事件による内部統制システム構築義務といった最低限の基準を越えて、DEIを真摯に受け止める企業のために、資金調達し、留保（save）することに対する合理的な理論的根拠を与える。経営判断原則によって、経営陣は効果的なDEIへ向けて、公民権法等によって具体化された法令の最小限の遵守、または近年発表された（ソフト・ロー等によるDEIの）目標に絞った企業改革を越えて、企業が利害関係者や社会に影響を与えるあらゆる公平性の問題に対処するための幅広い政策へ向けた改革をすることが可能となる⁽²³⁵⁾。

以上のストライン弁護士等の見解を概観した。以下では、ストライン弁護士等の見解を踏まえて、我が国の政策に対する若干の私見を述べる。

(233) Id. at 81.

(234) Id. at 81, 82-86.

(235) Id. at 81, 86-91.

上場企業の女性役員比率

フランス	45.3%
ニュージーランド	43.5%
ノルウェー	40.8%
イタリア	38.8%
イギリス	37.0%
ドイツ	34.1%
アメリカ	29.7%
日本	10.7%

MSCI, Women on Bords-Progress Report 2021
(Nov. 2021) 参照

VI. わが国の会社法における DEI に関する若干の私見

1. わが国の現状

わが国の DEI に関する近年の取組みは、上場会社を対象として、女性を中心とする過小評価グループ出身の社外取締役の増加を図ることを目的として、官民共同で、ソフト・ローの活用を通じて行われてきたと言える。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⁽²³⁶⁾。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）。東京証券取引所の2021年6月11日改訂コーポレートガバナンス・コード、2021年6月11日改訂の金融庁の「投資家と企業の対話ガイドライン」等のソフト・ローにおいては、持続可能な成長と中長期的な企業価値の向上へ向けて、取締役会は、適切な知識・経験、能力のバランスを図りながら、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させる形で構成されるべき旨を規定する。

(236) ただし、この目標は2020年7月に断念された。

わが国の DEI へ向けた取組みの背景には、米国同様に、国境を越える ESG を重視した機関投資家や議決権行使助言会社による上場企業に対するエンゲージメントの強化の他、#Me Too 運動等の影響も伺われる。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。

2. わが国の制度改正へ向けた示唆

わが国においても、DEI へ向けた取組みとしては、①カリフォルニア州同様に罰則付きで割当制度を導入する方向性、②東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードの改訂や金融庁によるガイドラインの改訂による情報開示制度の充実、③機関投資家によるアクティヴィズム等、資本市場のインフラを活用したもの等が考えられる。

①の方向で考える場合において、米国とは異なり、わが国では都道府県毎に会社法は異なることから内部事項の理論については問題とならない。そのため、会社法を改正し、公開大会社に限定して時限的に、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選任を義務付けることも考えられる。しかし、このアプローチは、米国同様に憲法の平等原則（憲 14 条）に抵触する懸念が残る。②③の取組みについては上場企業に対して非常に有効であり、ステークホルダーである取引先等に対して上場企業を通じて間接的に DEI の促進へ向けた取組みを促すことも考えられる。しかし、ストライン弁護士等が米国の取組みにおいて指摘するのと同様に、我が国の圧倒的な大多数を占める非公開中小会社に対して、機関投資家や議決権行使助言会社のエンゲージメントは直接には及ばないため、その効果は限定的なものに留まろう。また、③の取組みについては、DEI の促進へ向けたトレンドが今後も続く保証はないといった懸念も残る。

これに対して、わが国においては、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等の慣行が残っているが、ストライン弁護士等の見解を参考として、善管注意義務（会社 330・民 644 条）、忠実義務（会社 356 条）の解釈を通じて女性を中心として DEI を促進するのは、古くて新しいアプローチであると考えられる。

わが国の会社法の通説的な見解によれば、会社は営利社団法人と解されてき

ており(会社105条参照)、経営陣の行為規範として、善管注意義務(会社330条・民644条)・忠実義務(会社355条)の解釈と関連して、株主第一主義(株主利益最大化原則)が求められるとする見解がある。わが国において、女性を中心とする過小評価グループ出身の役員を増加させることが、株価を中心とする企業価値にどのような影響を与えるか調査した実証研究は未だ多くない。仮に米国同様に、取締役会の多様化と株価の間に正の相関がみられない場合、株主利益最大化原則との関係をどのように解すべきか問題となる。

これについて、八幡製鉄政治献金事件において、米国のDodge v. Ford Motor Co.事件とは異なり、取締役の裁量を広く認め、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⁽²³⁷⁾と判例した。また、わが国においても近年、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」を提唱する見解や⁽²³⁸⁾、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(負の外部性(negative externality))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⁽²³⁹⁾。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⁽²⁴⁰⁾。このことから、取締役の多様化と短期的な株価の間には強固な正の相関は必要とされないと解する余地が残された。

また、そもそも我が国においても忠実義務を規定する会社法355条は、取締

(237) 最大判昭和45年6月24日。北村雅史「会社の能力と目的の範囲」『会社法判例百選[第4版]』1事件、6頁以下参照(有斐閣・2021年)。

(238) 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－会社が楽しく豊かで住みよい社会」(有斐閣・2018年)。

(239) 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。論者は、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。

(240) 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。

役に対して、法令、定款、株主総会の決議の遵守を求める。ここでいう「法令」の範囲に関して、取締役の独占禁止法違反についての任務懈怠責任が株主代表訴訟によって争われた野村証券損失補填事件において、商法（会社法）の善管注意義務・忠実義務を具体化した規定、具体化する形で取締役がその職務遂行に際して遵守すべき義務を個別的に定める規定のみならず、その他の法令に関しても、会社を名あて人として、会社がその業務を行うに際して遵守すべきすべての規定もこれに含まれるとする非限定説を採用した⁽²⁴¹⁾。わが国においても、株主利益最大化原則は、法令に違反してまで貫かれるべき性質のものではない。

Caremark 事件同様に我が国においても、大和銀行株主代表訴訟事件⁽²⁴²⁾において、下級審は取締役の善管注意義務の一内容として、内部統制システム構築義務を認めた。現行会社法においては、取締役会設置会社である公開大会社は、取締役の職務の執行が法令定款に適合することを確保するための体制、当該会社およびその子会社からなる企業集団の業務の適性を確保するために必要な体制の整備について明文で規定される（362条5項・4項6号）。内部統制システムの規模および水準については、通説的な見解によれば、業種や企業規模等に応じて経営陣の裁量の余地が残されるが⁽²⁴³⁾、男女雇用機会均等法を中心として、女性を中心とする過小評価グループ出身者の積極採用、取締役候補者となる中間管理職の育成が、内部統制システム構築義務として求められていると解釈できよう⁽²⁴⁴⁾。このアプローチによれば、大企業の法令遵守義務の一環として子会社に対しても DEI を促進することが可能となる。これは、DEIに限らず ESG に関する企業の取組全般について、同様のことが言えよう。公開大会社においては、サプライチェーンを透明化する海外の法令等に違反した場合にも、任務懈怠責任が生ずる可能性があり、取引先等に人権侵害がないか

(241) 最高裁平成12年7月7日第二小法廷判決 南健悟「取締役の責任と法令違反」『会社法判例百選 [第4版]』47事件、98頁以下参照（有斐閣・2021年）

(242) 大阪地裁平成12年9月20日。

(243) 野村修也「内部統制システム」『会社法判例百選 [第4版]』50事件、104頁以下参照（有斐閣・2021年）。

(244) なお、既に同様の構成で争われた事件として、最判平成30年2月15日がある。

注意が必要となろう。近年上場企業を中心にサステナブル委員会の設置が見られるが、DEI・ESG へ向けた法令遵守体制の強化のために活用することも考えられる⁽²⁴⁵⁾。

VIII. 結びに代えて

以上本稿では、米国の ESG と信認義務の関係について探る手掛かりとして、ブルマー教授とストライン弁護士の共著論文を中心に、DEI と信認義務に関する議論を中心に検討した。

近年米国において、① BRT が、企業の目的を株主利益の最大化からステークホルダーを重視へ転換したと「企業の目的に関する声明」で強調したこと、② 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拘束によって死亡した事件に対する抗議活動である #Black Lives Matter、③ 新型コロナウイルスのパンデミックの影響等によって、性別、人種等による経済格差が深刻化していることを受け、DEI へ向けた取組みが活発化している。米国の企業の DEI を促進するための取組としては、①カリフォルニア州に代表される州法の割当制度、② NASDAQ の規則の改正等、連邦レベルの情報開示、③ 機関投資家によるアクティビズム等、資本市場のインフラを活用したものに大別できる。

これに加えて、近年、デラウェア州最高裁判所元首席判事であったストライン弁護士等によって、経営陣の信認義務を通じて DEI を促進できるとする新たな提案がなされた。ストライン弁護士等は、忠誠義務は、経営陣に利益相反的な行為を禁ずる消極的要素のみならず、忠実義務は経営陣が企業の持続的な収益と株主の利益を促進するため誠実に努力することを要求する積極的・肯定的要素があるとし、信認義務は DEI の妨げにならず、むしろ促進するものであると主張する。その理由として、① Caremark 事件の規範に従えば、受託者

(245) 武井一浩他編著『サステナブル委員会の実務』（商事法務・2022 年）他参照。

である経営陣は、差別の撤廃へ向けた内部統制システム構築義務があること、② DEI を重要な価値であるとする経営陣に対して、経営判断原則は、その目標の推進のため裁量の余地を与えられ差別の撤廃へ向けた法律遵守といった最低限の基準を越えて、DEI を真摯に受け止める企業経営陣に裁量の余地が与えられることを挙げる。

わが国においては、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等の慣行が残っているが、わが国においても、ストライク弁護士等の見解を参考として、善管注意義務、忠実義務、内部統制システム構築義務の既存の解釈を通じて、親会社のみならず子会社に対しても、DEI を促進するというアプローチも考えられる。最後にブルマー弁護士等の論文の結語を紹介して本稿の結びに代える。「最後の問題は、ビジネス・リーダーが効果的な DEI を実践できるかではなく、実践する気があるかどうかである」。

[謝辞]

本稿は JSPS21K01280 の一部である。本稿の執筆にあたって、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。