

僅差で認可された取締役会の多様性要件を 含むナスダックの改正上場規則

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2021年8月6日、取締役会の多様性向上を目指すナスダックの改正上場規則を僅差で認可した。ナスダックの米国取引所に上場する殆どの企業は、①毎年1回取締役会の多様性に関するデータをマトリックス形式で開示すること、②多様性要件を充たす最低2人の取締役を選任するか、選任しない場合はその理由を開示すること、が求められる。上場規則に多様性要件を盛り込んだ証券取引所は、ナスダックが初めてである。
2. 多様性に関する規則を遵守できないナスダック上場企業は、当該企業が立てた計画に基づいて遵守できる体制にすることが求められる。なお、企業が期日までに遵守に向けた計画を提出できないか、或いは計画を実行できない場合、ナスダックの上場審査部門が上場廃止決定書（Staff Delisting Determination Letter）を発行し、上場廃止となる可能性が高まる。
3. ナスダックは、取締役候補者の人材プラットフォームのデータベースを企業が利用できるようにするなど、多様性向上に向けた取組みを円滑に進められるような支援も行う方針である。
4. ナスダックは、企業の実績の多様性レベルに対する注目度が、近年の投資判断の重要な材料の一つとして高まっているなかで、多様性をめぐる一貫した、かつ他社との比較可能なデータの蓄積が進んでいない点に着目し、こうしたデータの蓄積に一役買うことで、投資家が利用しやすい投資判断材料を提供できるようにしたいという意図を強調している。
5. 今後、上場規則に多様性要件を含む証券取引所を回避し、同要件が求められない証券取引所への上場を選択したり、そもそも新規株式公開を目指さずに、非公開企業として事業を継続する戦略を取る企業が増える可能性もある。今後の主要証券取引所の動向を注目したい。

I SECの認可を受けたナスダックの改正上場規則

米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下 SEC）は、2021年8月6日、取締役会メンバーの多様性向上を目指す米国証券取引所ナスダック（Nasdaq Stock Market LLC）による改正上場規則の導入を、賛成3名、反対2名（うち1名は部分的な反対）の僅差で認可した。共和党のヘスター・ペイルス委員が反対、同じく共和党のエラード・ロイスマン委員は、取締役会メンバーの多様性追求という規則改正の目的については称賛した一方、そのやり方が誤っている、とする声明を公表した。

ナスダックは、2020年12月1日に同改正上場規則案について SEC に認可を申請したが、その後寄せられたパブリックコメント等を踏まえて2021年2月26日、一部の内容を修正した改正上場規則案に差し替えて、SEC に認可申請をしていた。ゲーリー・ゲンスラー SEC 委員長は、ナスダックが一連の改正上場規則を導入することによって、ナスダック上場企業における取締役会の多様性に対するアプローチについて、投資家がより良く理解することが可能となるうえ、当該上場企業は、自身のステークホルダーのために最善の判断を可能とするよう、（取締役会の多様性向上に向けた対応について）自由度が確保されている、とコメントした。

当該改正上場規則の導入によって、ナスダックの米国取引所に上場する殆どの企業は、①ナスダック規則 5606(a)で規定された標準的な多様性マトリックステンプレートをを用いて、毎年1回取締役会メンバーの多様性に関するデータを開示すること、②ナスダック規則 5605(f)の下、多様性の要件を充たす最低2人の取締役を選任するか、或いは選任できない場合にはその理由について開示すること、が求められることになる。

上場企業などの取締役会メンバーの多様性向上を求める機運が投資家を中心に高まるなかで、証券取引所が多様性の要件を上場規則に盛り込んだ事例は、ナスダックが初めてである。以下では、ナスダックの上場改正規則のポイント、導入の予定などを概観し、今後の展望と注目点について SEC 委員の声明のポイントも交えながら整理してみることとする。

1. 取締役会の多様性に関するデータの開示

1) 取締役会の多様性に関するマトリックス

ナスダックの米国取引所に上場する企業は、ナスダックが図表1のように規定した取締役会の多様性に関するマトリックス（Board Diversity Matrix）、或いは当該マトリックスに相当程度類似した形式を用いて、毎年1回取締役会メンバーの多様性に関するデータを開示することが求められる。

ナスダックは、多様性のある個人を、①女性、②過小評価されている社会的少数者¹

¹ ナスダックは、「社会的少数者」とは、黒人またはアフリカ系アメリカ人、ヒスパニック或いはラテン系（Latinx）、アジア人、アメリカ先住民或いはアラスカ先住民、ハワイ先住民または太平洋諸島民族のいずれかである、と自認する者、或いは2つ以上の人種或いは民族に属する者、と自認する個人を指す、としている。

図表 1 取締役会多様性マトリックス（〇年〇月〇日現在）

取締役の人数	#			
ジェンダー	男性	女性	ノンバイナリー	ジェンダー非公開
ジェンダー・アイデンティティに基づく取締役の人数	#	#	#	#
以下の分類のいずれかに属する取締役の数				
アフリカ系アメリカ人、黒人	#	#	#	#
アラスカ系先住民、アメリカ先住民	#	#	#	#
アジア人	#	#	#	#
ヒスパニック、ラテン系	#	#	#	#
ハワイ先住民または太平洋諸島の住民	#	#	#	#
白人	#	#	#	#
2つ以上の人種或いは民族	#	#	#	#
性的マイノリティ(LGBTQ+)	#			
非公開	#			

(注) 「非公開」とは、取締役個人が、多様性に関する分類を開示しなかった場合を指す。

(出所) ナスダックより野村資本市場研究所作成

(underrepresented minority)、③性的マイノリティ (LGBTQ+²) の分類の中で、一つ或いは複数に該当する個人、と定義している³。

企業は、こうした多様性に関するデータを、株主総会招集通知等 (proxy statement 或いは information statement) やフォーム 10-K やフォーム 20-F (企業が同招集通知等を提出しない場合)、或いは当該企業のウェブサイトを開示しなければならない。多様性マトリックスでは、①取締役会の合計人数、②取締役会メンバーのジェンダー、人種や民族、性的マイノリティ (LGBTQ+) の中の各分類に属していると自認する人数を示すことが求められる。ナスダックの規則 5605 が開示を求めているのは、あくまでも各分類における取締役の合計人数であり、取締役個人がどの分類に属するかという個別開示までは求めている⁴。

なお、外国企業 (Foreign Private Issuers) も類似した取締役会多様性マトリックスを提出することが求められるものの、多様性要件についてより広範な定義を用いることが認められている。すなわち、国籍や民族、人種、先住民、文化面や宗教面、言語面のアイデンティティに基づき、外国企業が本拠地を置く国 (home country) における社会的少数者 (underrepresented minority) と自認する取締役の人数を提示すること、とされている。

2) 開示のスケジュール

ナスダック上場企業が、ナスダックが求めるフォーマット等に基づき、多様性マトリックスを初めて開示するのは以下で示すように 2022 年である。すなわち、

- ① 2022 年 8 月 8 日以前に 2022 年向けの株主総会招集通知等 (以下プロキシ) を

² ナスダックは、「LGBTQ+」とは、レズビアン、ゲイ、バイセクシャル、トランスジェンダーのいずれか、或いはクイア・コミュニティ (queer community) に属する者と自認する個人を指す、としている。

³ ナスダック規則 5605(f)(1)に基づく。

⁴ 各取締役は、人種や民族等に関する開示を強制されるわけではない。仮にこうした開示を拒否した場合には、多様性マトリックスにおける非開示 (undisclosed) に分類されることになる。

提出するが、プロキシに多様性マトリックスを含んでいない場合には、当該企業は、2022年8月8日までに同マトリックスを提示すること

- ② 2022年8月8日以後に2022年向けのプロキシを提出する場合には、プロキシに多様性マトリックスを含めるか、或いはプロキシ提出後1営業日以内に当該企業のウェブサイト同マトリックスを掲載すること
- ③ 企業が2022年のプロキシを提出する意向がない場合には、当該企業は、2022年8月8日までに自社のウェブサイト同マトリックスを掲載すること

とされている。次年度以降に多様性マトリックスを開示する際には、最新年に加えて、直近年の多様性マトリックスを開示すること、とされている。なお、自社のウェブサイト同マトリックスを掲載する企業は、URLリンクを含む簡単なフォームを作成し、ナスダック上場センター（Nasdaq Listing Center）に提出することが求められる。

2. 多様性要件を満たす取締役の選任要件

1) 多様性要件を充たす取締役に関する規定

ナスダックの改正上場規則 5605(f)(2)では、企業は多様性要件を満たす取締役を少なくとも2人選任するか、選任しない場合にはその理由について開示することが求められる。すなわち、米国企業は、一部の例外を除いて、取締役の一人は女性を自認する者、もう一人は、過小評価されている社会的少数者（underrepresented minority）或いは LGBTQ+（性的マイノリティ）コミュニティに属する者から選任することが求められている。

これに対して、浮動株時価総額が2億5,000万ドル未満の小規模継続開示企業（smaller reporting company）及び外国企業については、女性を自認する者一人、社会で過小評価されている少数者或いは LGBTQ+コミュニティに属する者一人という組み合わせでなくても、例えば女性を自認する個人二人の選任でも容認することとされている⁵。また、外国企業については、既述した多様性マトリックスによる情報開示に適用される、当該企業が本拠地を置く国における「多様性」の定義に基づく多様性要件を充たせば、規則を遵守しているものと見なされる。なお、取締役会メンバーが5人以下の企業については、多様性要件を満たす一人の取締役を選任すればよいこととされている⁶。

多様性要件を充たす取締役を規定通り選任しない企業は、その理由について公開することが求められるが、その理由を開示する際に、多様性を追求するナスダックの規則とは異なったアプローチに関する記述を含むこともできる、とされている。なお、ナスダックは、規則が求める多様性要件を満たす取締役を選任しない企業について、

⁵ 小規模継続開示企業については、ナスダック規則 5605(f)(C)に、外国企業についてはナスダック規則 5605(f)(2)(B)にそれぞれ基づく。

⁶ ナスダック規則 5605(f)(2)(D)に基づく。

当該企業がその理由を公開したかどうかを証明する一方、多様性のある取締役を選任しない理由の正当性等を評価することは行わない、としている⁷。

2) 移行期間

ナスダック上場企業の中で、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット (Nasdaq Global Select Market、以下 NGS) およびナスダック・グローバル・マーケット (Nasdaq Global Market、以下 NGM) の市場区分に属する企業は、2023年8月7日までに多様性要件を満たす一人の取締役を選任するか、或いはそうした取締役を選任しない理由を公表すること、2025年8月6日までに多様性要件を満たす2人の取締役を選任するか、或いはそうした取締役を選任しない理由を公表すること、がそれぞれ求められる。

これに対して、ナスダック・キャピタル・マーケット (Nasdaq Capital Market、以下 NCM) に上場する企業については、多様性要件を満たす1人の取締役を選任するか、或いはそうした取締役を選任しない理由を公表する期限は、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット等と同様2023年8月7日までである。その一方で、多様性要件を満たす2人の取締役を選任するか、或いは選任しない理由を説明する期限は、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット等よりも1年猶予がある2026年8月7日とされている。

なお、取締役会のメンバーが5人以下の上場企業においては、いずれの市場区分に属していたとしても、2023年8月7日までに、多様性要件を満たす一人の取締役を選任するか、或いは選任しない理由を公表するかのいずれかを行えばよい、とされている。

また、ナスダックに新規上場した企業についても、取締役会の多様性確保に関する規則の段階的導入が認められている。すなわち、NGSおよびNGMの市場区分に新たに上場した企業は、①上場日から1年後、或いは当該企業が上場後初めて開催する株主総会に向けて提示される株主総会招集通知書を提出した日のいずれか遅いほうの期日までに、少なくとも一人の多様性要件を満たす取締役を選任すること、②上場日から2年後、或いは当該企業が2回目に開催する株主総会に向けて提示する株主総会招集通知書を提出した日のいずれか遅いほうの期日までに、少なくとも2人の多様性要件を満たす取締役を選任すること、が求められる⁸。また、NCMの市場区分に新規上場した企業については、上場日から2年後、或いは当該企業が第2回目に開催する株主総会に向けて提示する株主総会招集通知書を提出した日のいずれか遅いほうの期日までに、少なくとも2人の多様性要件を満たした取締役を選任することが求められる⁹。

⁷ 「ナスダックの取締役会多様性規則—ナスダック上場企業が認知しておくべきこと—」 (“Nasdaq’s Board Diversity Rule-What Nasdaq-listed companies should know”, 2021年8月17日版) では、「2人の(多様性要件を満たした)取締役を有しない理由について、正しい理由、間違った理由(と評価できる)ものは存在しない(There is no right or wrong reason that a company may give for not having at least two directors)」としてナスダックの立場を明確にしている。

⁸ ナスダック規則 5605(f)(5)(A)に基づく。

⁹ ナスダック規則 5605(f)(5)(B)に基づく。

3. 遵守できない場合の対応について

取締役会の多様性に関するデータ開示を規定したナスダック規則 5606 を遵守できない企業は、ナスダックに対して同規則遵守に向けた計画を 45 日以内に提出する。ナスダックが当該計画のレビューを行ったうえで、当該企業は 180 日以内に規則を遵守できる体制にすることが求められる¹⁰。

一方で、多様性要件を満たす取締役を原則 2 人以上選任することを求めるナスダック規則 5605(f)(2)を遵守できない企業に対しては、ナスダックの上場審査部門（Listing Qualifications Department）がその旨を迅速に告知する。そのうえで、当該企業は、次回の株主総会、或いは遵守できない状況となった日から 180 日後のいずれか遅い期日までに、本規則を遵守できるようにすることが求められる。

企業が遵守に向けた計画を期日までに提出できない場合、或いは当該企業が期日までに遵守計画を実行できない場合には、ナスダックの上場審査部門が「スタッフによる上場廃止決定書（Staff Delisting Determination Letter）」を発行する、とされており、当該企業が上場廃止となる可能性が高まる¹¹。

II 取締役候補人材プラットフォームの活用

ナスダックは、多様性要件を満たす取締役を確保できていない上場企業がナスダック上場センター経由で申請すれば、2022 年 12 月 1 日までの期間、多様性要件を満たす取締役候補者を紹介する、以下のナスダックが提携する人材プラットフォームに 1 年間無料でアクセスできる、としている¹²。

すなわち、ナスダックは、Equilar の BoardEdge Platform および Equilar Diversity Network、Athena Alliance の女性リーダーコミュニティ、さらには theBoardlist の premium talent marketplace と提携しており、こうしたプラットフォームにアクセスできるようにすることで、上場企業の実務経験における多様性の追求を支援している（図表 2）。

なかでも、100 万人近い取締役候補者のプロフィールが含まれている Equilar の BoardEdge Platform¹³を利用すると、ジェンダーや現在所属する企業における肩書、取締役会や指名委員会、報酬委員会をはじめとした委員会での経験、業界での実務経験などの各項目について基準を満たす候補者をリストアップすることができる。当該プラットフォームの活用によって、自社の取締役会メンバーの構成を、同業他社と比較することができる点に加えて、退任する取締役の後継者に求める要件等を設定して検索をかけることで、後任の候補者の選定もしやすくなる点などのメリットがある。

¹⁰ ナスダック規則 5810(c)(2)に基づく。

¹¹ 上場廃止決定書を受領した企業は、ナスダックのヒアリング委員会（Hearings Panel）に対して上場廃止に反対する立場を伝えることができる（ナスダック規則 5815 に基づく）。

¹² ナスダック規則解釈資料 IM-5900-9 に基づく。

¹³ BoardEdge Platform を無料で利用できる企業として認定されない場合も、90 日間の無料トライアルサービスを利用することができる。

図表 2 取締役候補人材プラットフォーム等の概要

名称	概要
BoardEdge Equilar Diversity Network	<ul style="list-style-type: none"> ・100万人近い取締役候補者の詳細なプロフィール(勤務経験、性別、人種、民族などの人口分類に基づく詳細な情報を含む)を閲覧可能。ユーザーはデータベースやベンチマーク(自社の取締役会の構成を評価)を検索することができ、自社の取締役として迎え入れる候補者を見出すことができる。 ・BoardEdgeのデータベースには、SECに提出した書類、企業のウェブサイト、第三者のデータプロバイダー、ユーザーからの情報が集積されている。SECに提出した書類や企業のウェブサイト、第三者のデータプロバイダーからの3つのデータ情報についてはEquilarが自動的にアップデートしている。
Athena Alliance	<ul style="list-style-type: none"> ・SaaS(注)に基づいた、女性リーダー・取締役向けの研修会社。当該プラットフォームを用いると、取締役クラスやCEO等の役割をはじめとした経営陣に必要な能力を企業が評価すること、競合他社から学ぶことを容易に行うことが可能となる。 ・オンデマンド学習、1対1のコーチング、内情を熟知している取締役とのバーチャルネットワーキングなどに容易にアクセスすることが可能となる。
theBoardlist	<ul style="list-style-type: none"> ・公開会社、非公開会社の両者と、多様性のある取締役候補者をつなぎ、グローバルなリーダーシップを出すことができる機会を提供。 ・2,000を超える企業に対して、1万人超の多様性のある取締役候補者をつなぐプラットフォーム。取締役候補者は、既に良く知られている取締役から、取締役となるのがふさわしいと急浮上した取締役候補者までカバーしている。 ・ナスダックの上場企業等は、20%割引で無制限の検索サービス、候補者に関するプレミアム情報サービス等が受けられる。

(注) SaaS(サーズ)とは、Software as a Service(サービスとしてのソフトウェア)という言葉から誕生。ソフトウェアを利用者(クライアント)側に導入するのではなく、提供者(サーバー)側で稼働しているソフトウェアを、ネットワーク経由で、利用者がサービスとして利用する状況を指す。

(出所) ナスダック等より野村資本市場研究所作成

III 今後の展望と論点

以上見てきたように、多様性要件を盛り込んだナスダックの改正上場規則は、上場企業が一律にナスダックの定めた規則を遵守することを求めているのではなく、遵守しない場合には、その理由を公表すればよいコンプライ・オア・エクスプレインの枠組みが取られている。したがって、ナスダックが設定した多様性要件を充たす取締役2人以上を求める規定の遵守、ならびに「取締役会多様性マトリックス」形式を用いた取締役会メンバーの人数内訳の開示を行わない場合であっても、遵守しない理由を公開したり、類似した他の形式で多様性の観点における人数構成を開示したりしても良いこととされている。そして、既述した通り、取締役会の多様性を確保できない企業が開示する理由の内容の評価をナスダックが行うことはない、としている。このようにナスダックは、今回新たに設けられた取締役会の多様性確保を目指す規則が必ずしも画一的に遵守を求める性質ではない点を強調してはいるものの、上場規則に盛り込まれる以上、多様性確保を目指す取組みが原因で上場廃止となる可能性が出てきたことは事実であろう。

ナスダックは、企業の取締役会の多様性レベルに対する注目度が、近年の投資判断の重要な材料の一つとして高まっているなかで、多様性をめぐる一貫した、かつ他社との比較可能なデータの蓄積が進んでいない点に着目し、こうしたデータの蓄積に一役買うことで、投資家が利用しやすい投資判断材料を提供できるようにしたいという意図を強調している。

このように、グローバルに見て社会的に多様性の価値を重視する潮流に疑いの余地はないものの、証券取引所の上場規則に多様性要件を盛り込むことの是非については、今後も様々な議論が続く公算が大きいと見られる。ナスダックの改正上場規則が、SEC委員5人中3人の賛成、2人の反対という僅差で認可された点にも、そうした背景が反映されている。認可が決まった2021年8月6日当日、SEC委員全員がそれぞれ声明を公表したが、こうした声明にも今後の議論の余地が少なくない点が垣間見える¹⁴。以下で、主な論点を挙げる。

第一に、ナスダックが改正上場規則で焦点を当てている多様性が、性別、人種、民族という、全体として見た目で分かりやすいデモグラフィ型をめぐる議論に偏っている点が挙げられる。多様性には、デモグラフィ型に加えて、個人が受けてきた教育や能力、積み重ねた実務経験等におけるタスク型の多様性という大きく2種類が存在する。

ナスダックには、かねてからイノベーション等に焦点を当てた企業が数多く上場しており、タスク型の多様性は、企業業績向上のために必須の要件として確保してきた経緯があると見られる。それだけに、デモグラフィ型の多様性向上を強調することが結果的にタスク型の多様性を軽視することにつながりかねないリスクも考えられる。タスク型の多様性は、向上するほど、他社との比較可能な標準的データ等に整理することは困難であるなど、デモグラフィ型と一線を画す特徴も見られ、その対応は一筋縄にはいかないものの、デモグラフィ型に偏った多様性の追求には、慎重な対応が求められると言える。ペイルスSEC委員は、ナスダックの改正上場規則は、民族やジェンダー、人種、LGBTQ+に関するチェックボックスを用いて人々を大雑把に分類することに依存していることから、個性や専門性、受けてきた教育、経験、性格などの分類で人々を捉えることを奪い、取締役会が集団思考（groupthink）に偏る公算が大きい、との懸念を公表していた。

第二に、そもそも企業の資金調達活動に直結する証券取引所という組織が、多様性向上を目指す規則を導入すること自体に対する議論が挙げられる。この点に関して、ナスダックとともに米国の二大証券取引所であるNYSEグループのステイシー・カニンガム社長は、2020年12月10日、ブルームバーグTVのインタビューに応じ、多様性をめぐるナスダックの目標を支持する立場を示しながらも、社会の変革を試みることは、証券取引所の役割ではないと考える、とコメントしていた¹⁵。さらに、カニンガム社長は、取引所の上場規則で多様性プロフィールのような事柄等を要求することは、投資可能なユニバースを取引所が定義づけていることを意味する、とも述べて慎重な対応を求めた。

NYSEグループも、2019年5月、多様性を向上させる観点において、取締役候補者を探しているNYSE上場企業に対して、CEOの個人的なネットワークを駆使して人材を紹介する「NYSE取締役会助言評議会¹⁶（NYSE Board Advisory Council）」を設置するなど、取

¹⁴ 賛成票を投じたアリソン・ヘレン・リー委員およびキャロライン・クレンショー委員の二人は共同で声明を公表した。

¹⁵ “NYSE President on IPOs, Diversity, Chinese Company Listings”, *Bloomberg TV*, December 10, 2020.

¹⁶ 同評議会の詳細は、<https://www.nyse.com/boardadvisory/about-the-council> を参照。

取締役会の多様性推進を支援する取組みは行っている。同評議会には、2021年8月末現在、NYSEに上場する大手企業19社のCEOがメンバーとなっており、登録した企業に取締役の候補者を紹介したり、オンラインでのイベントを開催したりしている。NYSEグループの同評議会は、取締役候補人材の掘り起こしという観点で、ナスダックによる取締役候補人材プラットフォームと役割は類似している。ナスダックの改正規則に反対票を投じたロイスマンSEC委員も、ナスダックによるこうした人材発掘支援サービスの提供には明確に支持するスタンスを取る一方、SECは自主規制機関（self-regulatory organizations、SRO）であるナスダックの上場廃止判断の裁定を下す機関（adjudicating body）である、として慎重な姿勢を示した。

第三に、デモグラフィック型の多様性については、公開を控えたい個人も少なくない点が挙げられる。ナスダックの改正上場規則では、ジェンダーや人種、民族、LGBTQ+といった属性を公開したくない場合、「非公開」を選択できるものの、「非公開」の取締役メンバーが多ければ、実態は多様性が高い企業であっても、その実情が判別できない。そのため、上場規則を遵守するべく、こうしたセンシティブな情報の開示圧力が取締役メンバーにかかってくる可能性も無視できない。

こうしたなかで、今後、多様性要件が上場規則に組み込まれている証券取引所を避けて、そうした要件が求められない証券取引所の上場を選択したり、或いはそもそも新規株式公開（Initial Public Offering、IPO）を通じた資金調達之道を選択したりせず、非公開企業としてプライベートマーケットを活用した事業継続を戦略とする企業が増える可能性もある。企業が属するセクターやビジネスモデル、ビジネスを展開する地域など、企業を取り巻く様々なファクターが異なれば、企業業績の向上等の観点で重視すべき多様性も異なってくる。人間社会として様々な観点での多様性に価値をみいだす点が重要であるという認識が高まるなかで、どのような形で、資金調達と直結する証券取引所の取組みに多様性ファクターを反映させていくのが良いのか、議論が本格化するのはいずれからと言えよう。こうした点に鑑み、海外の主要な証券取引所が、取締役会等の多様性に対してどのような対応をするのか注視していく必要がある。