

取締役会の多様性重視の機運と米国ナスダックの上場規則改正案

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 米国の証券取引所ナスダックは、2020年12月1日、取締役会メンバーの多様性（ダイバーシティ）確保および開示を求める新たな上場規則案の導入について、米国証券取引委員会（SEC）に承認を申請したことを明らかにした。上場規則に多様性の観点を組み入れようとする証券取引所の動きとしては、ナスダックが先鞭をつけた形である。
2. ナスダックの新上場規則案では、米国取引所に上場する全企業に対して、取締役会メンバーのダイバーシティに関して、継続的かつ透明性の高い統計情報の公表が義務付けられる。加えて、大半の上場企業はダイバーシティの観点を充たす取締役を少なくとも2人（一人は女性、もう一人は人種或いは民族その他のマイノリティ）登用することが求められる。遵守しない場合には、その理由の開示を義務付ける「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みが適用される。
3. 仮に新規導入により、企業価値評価や投資判断の材料として注目度が高まっているダイバーシティ関連の開示情報が増えれば、そのこと自体は歓迎すべきである一方、適切な開示に向けて慎重に対応すべき論点も少なくない。企業を取り巻く様々な要素が異なれば、ダイバーシティの追求が企業業績等にもたらす影響等も異なる可能性がある。
4. ダイバーシティ関連データの不足が指摘されるなかで、ナスダックの取り組みがデータの蓄積に繋がり、ダイバーシティ関連の開示をより適切なものに変えていく道が拓かれることも意義深い。ダイバーシティの情報開示を重視するゲンスラー新SEC委員長の下、同規則案のゆくえに注目したい。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「サステナビリティ指標を取り入れた業績連動報酬の課題」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。
- ・西山賢吾「主体的・能動的な対応が求められるCGコードの改訂」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号。

I はじめに

近年、性別や人種、民族などの属性に捉われず、人材の多様性（ダイバーシティ）を重視する機運がグローバルレベルで高まっている。例えば、2020年5月に発生したジョージ・フロイド事件に端を発する人種差別抗議運動「ブラック・ライブズ・マター運動」が拡大した米国においてもその機運が醸成されており、人権やダイバーシティへの取り組みを通じて社会的課題を解決していくための取り組みが目立つ。

こうしたなかで、米国の州政府レベルでは、企業の取締役会における多様性の確保を義務付ける規制の導入が相次いでいる。たとえば、カリフォルニア州では、2019年までに、同州に本拠地を置く公開会社は、取締役会メンバーの中に女性と自己認識する取締役を少なくとも一人登用することを義務付ける法律（S.B.826）が施行されている。さらに、2020年9月30日に同州で可決された改正会社法（Assembly Bill 979）の下では、2021年12月31日までに、社会で過小評価されているコミュニティ（underrepresented community）に属する取締役を少なくとも一人登用することが義務付けられている。ワシントン州においても、2020年1月に成立した法律（Senate Bill 6037）の下、2022年1月1日までに、女性と自己認識する取締役が取締役会メンバー全体の少なくとも25%以上に達しない公開会社は、取締役の選定プロセスにおいて、多様性のあるグループ（diversity group）からの登用を検討したかどうか等についての情報開示が求められている。なお、同法における多様性のあるグループには、女性や人種のマイノリティ等が含まれる。このような多様性に関連する規制の導入は、カリフォルニア州やワシントン州の他にも、少なくとも11の州で、既に実施されたか、或いは実施に向けた準備が進められている¹。

こうしたなかで、米国の二大証券取引所の一つであるナスダックは、2020年12月1日、取締役会メンバーの多様性（ダイバーシティ）確保および開示を求める新たな上場規則案の導入について、米国証券取引委員会（SEC）に承認を申請したことを明らかにした。上場規則にダイバーシティの観点を組み入れようとする証券取引所の動きとしては、ナスダックが先鞭をつけた形である。

SECが同規則案を承認すれば、ナスダックの米国取引所に上場する全企業は、取締役会メンバーのダイバーシティに関して、継続的かつ透明性の高い統計情報の公表が義務付け

¹ Michael Hatcher and Weldon Latham, “States are Leading the Charge to Corporate Boards: Diversify!”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, May 12, 2020.

られることになる²。加えて、新上場規則案では、一部の例外を除いて、大半の上場企業がダイバーシティの観点を充たす取締役を少なくとも2人登用することが求められている。このうち一人は女性と自己認識している者、もう一人は原則として社会全体の中で少数派である民族や人種グループのマイノリティ（underrepresented minorities、以下 URM³）或いは LGBTQ+⁴（性的マイノリティ）と自己認識している者から選出することが義務づけられている。なお、ダイバーシティの観点を充たす取締役を登用することができない場合には、その理由を開示することが義務付けられる「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」の枠組みが適用されることになる。

2020年12月11日にSECが官報（Federal Register）に掲載したナスダックの規則案⁵に寄せられたパブリック・コメントを受けて、ナスダックは、2021年2月26日、当初規則案の修正版をSECに提出した。SECは、2021年3月10日、ナスダックの修正規則案に対して再度パブリック・コメントを求める文書⁶を発出した。

本稿では、企業のダイバーシティを重視する機運が高まっている米国において、ナスダックが上場規則にダイバーシティの観点を組み込もうとしている背景、ナスダックのダイバーシティに関連する規則案の概要を踏まえ、取締役会における多様性の追求をめぐる今後の展望を探ることとする。

II ダイバーシティに関する規則案の提示に至った背景

ナスダックが取締役会におけるダイバーシティを求める規定を上場規則に盛り込もうとしている背景には、企業のダイバーシティを重要視する機運が、企業（発行体）側、投資家側の双方で高まっている点が挙げられる。

以下では、ナスダックがダイバーシティに関する上場規則案の提示に至った背景について

² 欧州におけるナスダック傘下の各取引所の状況は以下の通りである。ナスダックの北欧およびバルト取引所では、大企業は取締役会のダイバーシティに関する欧州連合（EU）指令（EU Directive 2014/95/EU）を遵守することが義務付けられている。同EU指令は、企業が取締役会のダイバーシティに関する方針（ジェンダーを含む）を、計測可能な目標とともに開示するか、或いは同方針を有しない理由について説明するかのいずれかの対応をすることが義務付けられている。また、ナスダック・ビリニウス（リトアニア）では、企業は、上場企業向けのナスダック・コーポレート・ガバナンス・コードを遵守することも義務付けられている。すなわち、同ビリニウスでは、企業は取締役会におけるダイバーシティの検討、ジェンダー平等の追求が求められている。ナスダック・コペンハーゲンにおいても、同様に、同国コーポレート・ガバナンス勧告（企業はジェンダーや年齢、国際経験を考慮するダイバーシティ方針を採用、開示することを義務付けられている）の遵守が求められており、もし遵守できない場合にはその理由の説明が求められる。ナスダック・アイスランドでは、上場企業は取締役会メンバーの少なくとも40%が女性であることが義務付けられている。

³ URMとは、黒人、アフリカ系アメリカ人、ヒスパニック、ラテン系、アジア系、ネイティブ・アメリカン、アラスカ・ネイティブ、ネイティブ・ハワイアン、ポリネシア人、2つ以上の人種或いは民族に属すると自己認識する人々を指す、と定義している（ナスダック規則案 5605(f)(1)）。

⁴ 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、あるいは性的マイノリティ・コミュニティの一員として自己認識している人々を指す、と定義している（ナスダック規則案 5605(f)(1)）。

⁵ Securities and Exchange Commission (SEC), “Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Notice of Filing of Proposed Rule Change to Adopt Listing Rules Related to Board Diversity”, *Federal Register*, Vol.85, No.239, December 11, 2020.

⁶ SEC, “Release No.34-91286; File Nos.SR-NASDAQ-2020-081; SR-NASDAQ-2020-082”, March 10, 2021.

て、企業側、投資家側の双方の状況に触れたうえで、ナスダックの見解と判断について述べることとする。

1. 企業の取締役会のダイバーシティをめぐる実情

1) ジェンダーを中心にダイバーシティへの意識が高まる企業

大手企業を中心に、自社のダイバーシティの実情を開示する企業が増えている。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）社が米国 S&P500 指数を構成する 160 超の企業が 2020 年に発行した年次報告書を調査した結果、大半の企業が女性従業員の人数を開示していたほか、全体の 75% 弱の企業が、人種あるいは民族のダイバーシティ関連の実情について何らかの情報を開示していたことが明らかになった。ダイバーシティに関する開示の大半は、これまでのところ白人の従業員、非白人の従業員といった大雑把な区分にとどまっているものの、中には、退役軍人、若年者・高齢者、障害者、性的マイノリティを自己認識している従業員の数といったより詳細な情報を開示している報告書も見られた。

また、議決権行使助言会社の大手である ISS の責任投資部門である ISS ESG が 2020 年 9 月に公表した調査では、S&P500 の構成銘柄における全取締役の約 27.4% が女性で占められていたのに対し、人種および民族のマイノリティが占める割合は同 16.8% であった。2015 年に実施した同様な調査では、女性取締役が 18.3%（9.1%ポイント上昇）、人種および民族のマイノリティが 13.6%（3.2%ポイント上昇）であった点と比べると、女性取締役のシェアの伸びが大きいことが伺われる。

ちなみに、米国では、人種や肌の色、宗教、性別、国籍、年齢、障害の有無等によって、求職者および労働者を差別することが連邦法で禁止されており、本法の執行を管轄する組織として、米国雇用機会均等委員会（U.S. Equal Employment Opportunity Commission、以下 EEOC）が設けられている。この EEOC に対して、100 人以上の従業員を有する企業はダイバーシティに関するデータを開示する EEO-1 レポートを毎年 1 回提出することが義務付けられている。EEO-1 レポートは通常非公開であるが、2020 年 7 月にニューヨーク市のスコット・ストリンガー財務官が最大手上場企業 67 社に対して EEO-1 レポートの公開を求める発言をしたこと等を契機に、同レポートをオンライン上で公開する企業が増えている。EEO-1 レポートでは、男性、女性というジェンダー別のダイバーシティの状況に加えて、職種ごとのダイバーシティの進展状況も開示されている点が大きな特徴である（図表 1）。ニューヨーク市財務局は、同レポートの公開に踏み切ったか、或いは公開に向けた準備を進めている企業数は、2020 年 9 月時点で 14 社、2021 年 3 月初め時点では 54 社に増加している旨を公表した。

なお、EEO-1 レポートの開示項目は、後述するナスダックの改正規則案においても、参考とされている。

図表1 EEO-1 レポートの形式と実例イメージ

	ヒスパニック系、ラテン系		ヒスパニック系、ラテン系以外											合計	
	男性	女性	男性						女性						
			白人①	黒人、アフリカ系アメリカ人②	ハワイ先住民、太平洋諸島の住民③	アジア系④	アメリカ先住民、アラスカ先住民⑤	2つ以上の民族⑥	①	②	③	④	⑤		⑥
経営陣	7	3	68	8	0	9	0	0	45	4	0	3	0	0	147
マネージャー等	443	277	3,015	319	1	399	19	25	1,946	270	0	287	7	19	7,027
専門職	96	91	1,098	79	1	172	1	13	895	98	1	132	0	6	2,683
技術者	29	35	697	66	0	11	2	24	426	39	0	32	3	10	1,374
営業職	124	80	810	93	1	38	5	28	509	63	2	50	3	16	1,822
アドミ関連	30	53	509	66	1	6	2	4	1,492	134	0	32	14	9	2,352
職人	51	8	1,458	91	1	27	10	9	177	37	0	1	4	1	1,875
工員	298	68	4,485	739	6	95	61	58	1,297	298	1	25	17	16	7,464
非熟練工、ヘルパー等	18	27	138	21	0	5	1	1	69	16	0	5	0	8	309
サービス職	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
総数	1,096	642	12,278	1,482	11	762	101	162	6,856	959	4	567	48	85	25,053
総数(前回レポート)	1,090	637	11,987	1,378	13	735	95	140	6,650	909	8	521	47	72	24,282

(注) 1. 女性の項目の①～⑥は、男性の項目の①から⑥と同じ項目を指す。

2. ある企業の実際の数字を記載している。

(出所) EEOC より野村資本市場研究所作成

2) 人的資本に関する SEC 規則の導入

米国で 2020 年 11 月 9 日に施行された、非財務情報の開示を規定した改訂レギュレーション S-K の下、SEC が登録企業に対して人的資本管理に関する情報開示を求めた点が、企業によるダイバーシティ関連情報の開示を後押ししている面もある。本改訂は、2020 年 11 月 9 日以降に SEC に提出するフォーム 10-K (年次報告書) に反映させることが求められている。改訂規則のもとでは、SEC 登録企業に求められるビジネスの概要 (レギュレーション S-K 101 項)、訴訟案件 (同 103 項)、リスクファクター (同 105 項) の開示を簡素化するとともに、ビジネスの概要の項目に、新たに人的資本管理に関する情報開示を盛り込むことを登録企業に対して義務付けた (改訂レギュレーション S-K 101 項(c)(2)(ii)、図表 2)。すなわち、同項には、「登録者 (= 企業) の事業を理解するために重要な (material) 範囲において、人的資本の状況説明を求める」という文言が加えられた。

レギュレーション S-K の改訂前に義務付けられていた人的資本関連の開示と言えば登録企業の従業員数のみであった点に鑑みると、今回の改訂の意義は大きい。もっとも、企業による具体的な開示項目やその開示レベルに関する規定が盛り込まれたわけではなく、プリンシプル・ベース・アプローチの下、企業による裁量が幅広く認められている。したがって、人的資本管理をめぐる開示内容には、従業員の離職率、研修プログラムから、ダイバーシティ関連データに至るまでの幅広い項目が含まれることが想定されるなかで、ダイバーシティ関連情報の開示に必ずしも積極的ではない企業も一定程度存在すると見られる。

図表 2 レギュレーション S-K 101 項(c)(2)(ii)

登録者が雇用する人数を含む登録者の人的資本資源の説明、および登録者が事業を営む上で重視する人的資本の施策或いは目的 (例えば、登録者の事業および労働力の性質に応じて、人材の開発、企業自身の魅力及び従業員の維持に対処する施策或いは目的など)

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

このように、ダイバーシティに関する情報開示が義務付けられている訳ではないものの、当該改訂 SEC 規則導入を契機にして、2020 年以降、企業によるダイバーシティ関連情報の開示が大手企業を中心に増える傾向が見てとれる。

2. 多様性を追求する投資家等

1) 多様性を重要視する向きが強まる投資家

機関投資家の間でも、投資先企業のダイバーシティに関する情報は、ポートフォリオの適切なアセットアロケーションを構築するうえで必要不可欠である、と捉える機運が近年急速に高まっている。

たとえば、米国の大手資産運用会社であるバンガードは、投資スチュワードシップをめぐる 2020 年年次報告書 (Investments Stewardship 2020 Annual Report) において、投資先の上場企業に対して、取締役会メンバーの性別や年齢、人種や民族、国籍等に関する情報開示を求める方針を表明した。加えて、同社は、CEO レベルの実務経験を中心とした伝統的な選定基準を超えて、幅広い見地から取締役候補者リストを作成することを求めるうえで、ダイバーシティの観点を取締役会での経営判断に反映させることが出来る候補者を意図的に検討することも求めている。

同じく米国の大手資産運用会社であるキャピタル・グループのロブ・ラブレス CEO は、2021 年 2 月 1 付けで、投資先企業 1,500 社超の CEO に対して、従業員のダイバーシティに関するデータ開示を求める書簡を送付した⁷。キャピタル・グループが投資先企業の CEO に対して、企業のダイバーシティに関するスタンスを明らかにしたのは今回が初めてである。ラブレス CEO は、従業員および取締役会のそれぞれについて、役職ごとのジェンダー、人種、民族を含む人員構成の開示を求めているほか、先進国の投資先企業に対しては、各国市場におけるベストプラクティスと整合する形で、取締役会のダイバーシティを確保することを求めた。ラブレス CEO が一連のダイバーシティを重視する姿勢を示した背景には、企業によるダイバーシティの確保が、財務パフォーマンスならびに生産性の向上に加えて、多様化する顧客基盤の維持につながる、と捉えている点もある。

なお、ダイバーシティをめぐる数値目標を明示していないバンガードやキャピタル・グループなどとは対照的に、ゴールドマン・サックスは、2020 年 7 月、米国或いは西欧では、取締役会メンバーの少なくとも一人はダイバーシティ要件を満たす人材を登用していることを、企業が株式公開を行う際の条件とする方針を打ち出したのに続き、2021 年 7 月以降、一人の女性を含む、二人のダイバーシティ要件を充たす取締役を登用している企業に限り、新規公開に関与する方針を打ち出している。ゴールドマン・サックスがこうした方針を採用する背景には、取締役会のダイバーシティが確保されている企業は、そうではない企業に比べて財務パフォーマンスが良く、ガバナ

⁷ Reuters, “Capital Group calls for diversity data from portfolio companies-letter”, March 5, 2021.

ンス体制も向上する素地がある、との見解に立っているためである。

代表的な大手の議決権行使助言会社である ISS およびグラス・ルイスは両社とも、議決権行使助言方針において、取締役会のダイバーシティに関する情報開示を拡充するよう求めるなど、ダイバーシティに重きを置く傾向を強めている。

このうち、ISS は、2020 年 11 月 12 日に採択した 2021 年の議決権行使助言方針の改訂版⁸において、ラッセル 3000 あるいは S&P1500 に属する企業の取締役会で、人種および民族のダイバーシティが欠如している企業、あるいはダイバーシティに関する情報開示が欠如している企業を抽出し、2022 年以降は、このように抽出された企業の指名委員会委員長を反対推奨の対象にする方針を明らかにした。

一方で、女性が一人も含まれていない取締役会の指名委員会委員長への反対推奨を出しているグラス・ルイスも、2020 年 11 月 24 日に発出した 2021 年議決権行使助言方針⁹において、2022 年からは、ジェンダーに関連するダイバーシティ方針を拡充し、女性取締役が 2 人未満の取締役会の指名委員会委員長に反対推奨を出す方針を打ち出した。グラス・ルイスは、2021 年の株式議決権行使期以降、S&P500 指数の構成銘柄における取締役会のダイバーシティやスキル、取締役の指名プロセスに関連する企業の委任状に係る開示（proxy disclosures）の評価レポートを含める方針である。グラス・ルイスは、同方針の中で、①取締役会における人種および民族のダイバーシティを有する取締役の割合（現時点）、②取締役会におけるダイバーシティの定義において、ジェンダー、人種、民族の観点を含めることが明確であること、③新たに取締役を選任する際の候補者プールに女性およびマイノリティが含まれていることを求める方針を当該企業が採択しているか、④取締役会のスキルに関する情報開示について、企業が委任状参考資料（proxy statements）に記載する方法を反映する見込みである。

3. ナスダックの見解と新規則案の導入に向けた判断

1) ナスダックのパーパス・イニシアティブ

ナスダックは、2020 年 9 月、包括的な成長およびすべてのステークホルダーにとつての繁栄を擁護するパーパス（企業の存在意義）・イニシアティブを立ち上げた¹⁰。ナスダックのパーパス・イニシアティブは、強い経済を創出し、より多くの平等な機会を生み出し、より持続可能な世界に寄与することを通じて、コミュニティや顧客、従業員、その他様々なバックグラウンドを有する人々が潜在的な能力を 100% 発揮する一助となることを目指している。また、同イニシアティブは、事業を発展、持続させるのに必要なリソースを、女性や URM コミュニティに提供するように設計されている。

パーパス・イニシアティブの下には、1994 年に設立したナスダック教育財団

⁸ ISS Governance, ISS Announces 2021 Benchmark Policy Updates, November 12, 2020.

⁹ Glass Lewis, “2021 Proxy Paper Guidelines: An Overview of the Glass Lewis Approach to Proxy Advice-United States”, November 24, 2020

¹⁰ Nasdaq, “Nasdaq Launches Purpose Initiative to Advance Inclusive Growth and Prosperity”, September 21, 2020.

(Nasdaq Educational Foundation) を 2020 年にリニューアルしたナスダック財団 (Nasdaq Foundation)、従業員のボランティア活動プログラムである「ナスダック・グッドワークス (Nasdaq GoodWorks)」、女性や URM コミュニティによるグローバルな起業家エコシステムへのアクセスを支援する「ナスダック起業家センター (Nasdaq Entrepreneurial Center)」による取組みなどがある。

このうちリニューアルしたナスダック財団は、ナスダックによる資本市場での役割を梃にして、豊かな将来の構築に必要な金融ナレッジを提供すること、ナスダック起業家センターにおけるナスダックの投資を梃にすること、という 2 つの目標に焦点を当てて、女性や URM コミュニティを支援する取組みを行っている¹¹。たとえば、有色人種の女性が新規事業を始めるまでのスピードは迅速である一方で、女性が起業したビジネスに対する米国のベンチャーキャピタル (VC) の投資額は 3% 未満にとどまるほか、黒人やラテンアメリカ系が起業したビジネスには VC のわずか 1% の資金しか投じられない、との調査結果¹²もあることから、こうした状況から抜け出すことがイメージされている。

このように、ナスダックは自らの組織としてもダイバーシティを追求する幅広い活動を行っている状況が伺われる。

2) ダイバーシティの開示が投資家の信頼向上につながる、という判断

ナスダックが取締役会のダイバーシティを求める規則案を提示した背景には、ナスダックが様々な研究論文を分析した結果、取締役会のダイバーシティに関する情報開示に経済的合理性を見出した点がある (ナスダックが引用している研究論文の概要については補論を参照のこと)。ナスダックによれば、企業の取締役会のダイバーシティ確保は、財務パフォーマンス向上、コーポレート・ガバナンス向上との間にそれぞれ正の相関関係がある、と結論付ける論文が主流を占めていた。それらの研究論文を踏まえ、ナスダックは、取締役会のダイバーシティと、市場関係者がよく活用する数々の財務指標、すなわち投下資本利益率 (Return on Invested Capital、ROIC)、自己資本利益率 (ROE)、一株当たり利益 (EPS)、利払い前・税引き前利益 (Earnings Before Interest and Taxation margin)、資産価値マルチプル、信用格付け等との間にそれぞれ正の相関関係がある、と捉えている。

ナスダックは、研究論文の中には、取締役会のダイバーシティと企業業績等との相関関係が軽微である、プラスとマイナスの関係が混在している、等と結論づけた論文が存在することも認識したうえで、取締役会のダイバーシティ追求が企業業績に対して少なくともマイナスの影響を及ぼすことはないと思える点に鑑み、取締役会の多様性をめぐる規則案の提示をするに至った、と説明している。

¹¹ ナスダックは、リニューアルしたナスダック財団の資金として設立当初 1,000 万ドルの資本投入をした。なお、ナスダックから同財団への毎年の拠出金は、ナスダックの業務利益と連動して決められる。

¹² 脚注 10 参照 (原典は American Express, PitchBook2)。

また、こうした財務指標とのプラスの相関関係にとどまらず、取締役会或いは監査役会のジェンダー・ダイバーシティが進んでいる企業では、公開情報の透明性向上ならびに情報の非対称性低下、利益操作の可能性低下、フォワードルッキングな情報の自発的開示の可能性向上、証券詐欺の発生可能性低下などにつながるとする調査結果も出ている。

ナスダックは、規則案を導入することによって、ナスダック上場企業が、ダイバーシティの条件を満たす取締役を登用するか、ないしは登用しない場合にその理由を説明するかのみならず、各上場企業のダイバーシティに対する取組みの透明性を向上させ、ダイバーシティに関する情報に対する投資家のニーズに対応することが、ひいては投資家の信頼向上につながる、という好循環を想定している。例えば、金融の専門知識を有する女性の監査委員会メンバーは、投資家にとって有益な財務データや見通しを含むフォワードルッキングな企業の情報開示戦略に影響を及ぼす重要な役割を担っている、と結論づける論文¹³などが発表されており、ナスダックによる新規規則の導入を後押ししている。

III 取締役会のダイバーシティを求めるナスダックの規則案

本章では、上場企業の実業取締役会のダイバーシティを求めるナスダックの新上場規則案の概要、ダイバーシティ要件を満たす取締役候補の抽出の際に活用できる取締役会候補人材プラットフォームについて触れる。

1. 規則案の概要

1) 取締役会レベルの多様性に関する統計情報の開示

ナスダックの米国取引所に上場するすべての企業は、一貫性があり透明性の高い形で取締役会メンバーにおけるダイバーシティに関連する情報データを開示することが義務付けられる。具体的には、上場企業は、少なくとも年に1回、取締役会ダイバーシティ指標（Board Diversity Matrix）或いは同指標に相当程度類似した形式を用いて、株主総会招集通知等（proxy statement、information statement）で、当該企業における取締役会レベルのダイバーシティに関する情報を開示することが求められる（図表3）。なお、企業が同指標を公表後1年以内に取り締役メンバーを変更した場合には、アップデートした情報を提供することもできるが、義務付けられているわけではない。

ナスダックは、取締役会ダイバーシティ指標と必ずしも同一形式でなくても相当程度類似した形式であれば容認するスタンスを示しているが、容認する具体的な事例、容認できない具体的な事例等について明示するなど、上場企業に対するガイダンスを

¹³ Francisco Bravo and Maria Dolores Alcaide-Ruiz, The disclosure of financial forward-looking information, 34(2) Gender in Management.140, 142-44(2019).

丁寧に行うスタンスがうかがわれる。図表4はナスダックが容認しない開示例の一つであるが、一人の女性取締役の他に、ダイバーシティの категорияに該当する別の取締役が存在するかが読み取れない、言い換えれば一人の女性取締役がダイバーシティの категорияも満たしている可能性がある点が示された。また、図表5の開示例では、「取締役会ダイバーシティ指標」テンプレートに含まれていない категорияである「アジア系（南アジアを除く）」「南アジア人」「原住民」「中東」「障がいをもつ人」を加えている点がそれぞれ適切ではない、とナスダックが捉えることが示された。障がいをもつ取締役などの情報については、求められるダイバーシティ指標を示す表に補足する形をとるか、或いは別表で補足するかのいずれかとすべき点も併せて示されている。

図表3 取締役会ダイバーシティ指標（Board Diversity Matrix）の形式

取締役の人数	#			
	男性	女性	ノンバイナリー	ジェンダー非公開
ジェンダー				
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	#	#	#	#
ハワイ先住民或い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) 当人がダイバーシティに関する開示を拒否した場合には「非公開」に含まれる。

(出所) ナスダックより野村資本市場研究所作成

図表4 ナスダックが容認できない取締役会ダイバーシティの実情を示す形式例①

取締役会ダイバーシティ指標(2021年3月1日時点)				
取締役の人数	女性	男性	ノンバイナリー	非公開
9	1	8		
ダイバーシティの категория				
アフリカ系アメリカ人、黒人			1	
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			2	
ハワイ先住民或いは太平洋諸島の住民				
白人			6	
2つ以上の人種或いは民族				
性的マイノリティ(LGBTQ+)				

(注) 当人が多様性に関する開示を拒否した場合には「非公開」にカウントされる。

(出所) ナスダックより野村資本市場研究所作成

図表5 ナスダックが容認できない取締役会ダイバーシティの実情を示す形式例②

取締役の人数	9			
	女性	男性	ノンバイナリー	非公開
ジェンダー				
取締役	3	6	0	0
以下の分類に該当すると自己認識する取締役の数				
アフリカ系アメリカ人、黒人	0	0	0	0
アラスカ系先住民、アメリカ先住民	0	0	0	0
アジア系(南アジアを除く)(※)	0	1	0	0
南アジア(※)	0	0	0	0
ヒスパニック、ラテン系	0	0	0	0
土着の人(※)	0	0	0	0
中東(※)	1	0	0	0
ハワイ先住民、太平洋諸島の住民	0	0	0	0
白人	2	3	0	0
2つ以上の人種或いは民族	0	0	0	0
LGBTQ+			2	
障がいがある人(※)			0	

(注) 1. 当人が多様性に関する開示を拒否した場合には「非公開」にカウントされる。
 2. (※) は、取締役会ダイバーシティ指標テンプレートに含まれていないカテゴリ。
 (出所) ナスダックより野村資本市場研究所作成

企業は、こうしたダイバーシティの情報を株主総会招集通知書 (proxy statement や information statement) に記載する。なお、企業が株主総会の招集通知を提示しない場合には、フォーム 10-K、フォーム 20-F を提出するか、あるいは当該企業のウェブサイト上で開示するか、いずれかを満たすことが求められるが、どちらの場合も次回の株主総会開催前にダイバーシティ関連の統計情報が開示されることが義務付けられている。なお、企業が自社のウェブサイト上でダイバーシティに関する情報を開示する際には、株主総会招集通知などと同じタイミングでの開示が求められる。また、ウェブサイト上に開示した場合 1 営業日以内にナスダック上場センター (Nasdaq Listing Center) 上に URL のリンクを提出する必要がある。

仮に企業が本規則案を遵守できない場合には、ナスダックは、当該企業が上場基準を遵守していない点を企業に通知する。通知を受けた企業は 45 日以内に改めて上場基準を遵守する計画を提出し、ナスダックが承認すれば最大 180 日以内にその計画を実行に移し、上場基準を遵守できている体制に戻すことが求められる。なお、企業が上場基準の遵守に向けた計画を提出しなかったり、ナスダックが指定した期日までに上場基準を遵守できる状況に戻せなかったりした際にはナスダックが上場廃止決定書 (Staff Delisting Determination) を提示することとなり、当該企業の上場廃止となる可能性が高まる¹⁴。

¹⁴ 上場廃止決定書を受けた企業は、ナスダックのヒアリング委員会 (Hearing 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 (規則 5815)。

2) ダイバーシティのカテゴリーに該当する取締役

大半のナスダック上場企業は、少なくとも2人のダイバーシティのカテゴリーに該当する取締役を含むか、或いはそうした取締役を登用しない理由を説明するかのいずれかを遵守することが求められる。なお、取締役会の人数が5人以下の企業においては、ダイバーシティのカテゴリーに入る少なくとも一人の取締役が含まれているか、或いは含まれていない場合にはその理由を説明すればよいこととされている。

仮に本規則案について SEC の承認が得られた場合には、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットおよびナスダック・グローバル・マーケットに上場する全企業は、ダイバーシティのカテゴリーに入る2人の取締役を4年以内に、ナスダック・キャピタル・マーケットに上場する全企業は、同じく2人の取締役を5年以内に、それぞれ登用することが求められる¹⁵。

なお、ダイバーシティのカテゴリーに入る取締役が病気などの理由で任期途中で辞任する事態が発生し、取締役に欠員が生じた際には、当該企業がダイバーシティのカテゴリーに入る取締役を登用するまで1年間の猶予期間を設けることとされた。

3) 中小企業および外国企業における規定等

中小企業および外国企業については、2人の女性を取締役に登用するか、或いは登用出来ない場合にはその理由を説明することで、取締役会におけるダイバーシティの条件を充たすとされている。なお、中小企業の実務では、メンバーの一人が女性、もう一人は女性か、URM、LGBTQ+のいずれかの取締役を含めることでも条件を満たすとされている。同様に、外国企業においても、一人は女性取締役、もう一人は女性か、当該企業の本拠地が所在する国において、国籍、人種、民族、土着、文化面、言語面の各アイデンティティに基づくマイノリティ、或いはLGBTQ+のいずれかの取締役を選出することでも条件を満たすとされている。

また、取締役会のメンバーが全体で5人以下の企業の場合には、ダイバーシティのカテゴリーに入る取締役の人数は少なくとも一人でよい、との規定案に変更された。

なお、ナスダック規則 IM-5101-2 に基づいてナスダックに上場している SPAC¹⁶ (Special Purpose Acquisition Company、特別目的買収会社) については、一連の取締役のダイバーシティを求める規則案の適用がすべて除外される。SPAC は、IPO 時には何の事業も持たない白紙の状態での上場であることに鑑みると、その時点で同規則案が適用されないのは合理的である。SPAC が企業としての実体を備えるのは、買収が実施された時点である。したがって、SPAC については、上場日か、あるいは当該 SPAC が買収実施後2回目の年次株主総会に向けて同招集通知等 (proxy statement or its

¹⁵ ナスダックの市場区分は、①ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット、②ナスダック・グローバル・マーケット、③ナスダック・キャピタル・マーケットの3分類である。

¹⁶ SPAC について詳細は、神山哲也・岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO—SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

information statement) を提出した日のどちらか遅い日から 2 年以内に、適切なダイバーシティをめぐる上場規則を遵守することが求められる、とされている。

2. 取締役候補人材プラットフォームの開設

ナスダックは、上場企業の取締役会におけるダイバーシティの向上を支援するべく、経営人材データベンダーとして主導的なプロバイダーである Euilar と提携している。ナスダックと Euilar との提携によって、ナスダック上場企業は、取締役候補人材プラットフォームである Equilar Board Edge プラットフォーム、Equilar Diversity Network にアクセスすることが可能となる。

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前者のプラットフォームを活用すると、企業は、取締役会メンバー構成を客観的に評価することによって、取締役の採用を改めて見直すことが可能となる。本プラットフォームでは、ジェンダーや肩書、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、業界での実務経験といった基準に合致する候補者をリストアップすることができる。すなわち、企業は、Equilar Board Edge を活用することで、取締役会のメンバー構成を同業他社と比較することが可能となるほか、退任する取締役の後継者要件を満たす候補者の発掘も行いやすくなる。

後者の Equilar Diversity Network は、Equilar Board Edge プラットフォーム上でのみ利用できるネットワークであり、グローバルレベルにおける取締役会の多様性向上を目指すコンソーシアムである。民族およびジェンダー・ダイバーシティの主導的な組織から取締役となるのにふさわしい資質を備えた人材が登録されている。したがって、本ネットワークを活用すると、取締役候補者の網を広範囲に広げることが可能となる。ナスダック上場企業は、自社のフォルダを作成し、多様性のある取締役候補者リストを構築したり、各組織があらかじめ構築しているフォルダ内で候補者プロフィールを閲覧したりすることも可能となる。

ナスダックは、ダイバーシティ要件を満たす取締役の登用を支援するべく、一部のナスダック上場企業（＝適格企業（Eligible Company））に対して、1 企業当たり 2 人のユーザーが上記のプラットフォームに 1 年間無料¹⁷でアクセスできるようにする方針である。このサービスを楽しむことができる適格企業として、ナスダックは、①女性と自己認識する取締役が一人もいない上場企業、②黒人またはアフリカ系アメリカ人、ヒスパニック系またはラテン系、アジア系、アメリカ先住民またはアラスカ系先住民、ハワイ先住民または太平洋諸島の住民、のいずれか一つ、或いは二つ以上の人種/民族に該当すると自己認識する者、或いは性的マイノリティと自己認識する者の取締役が一人もいない上場企業、とすることを提案している¹⁸。同プラットフォームへのアクセスを希望する企業は、2022 年 12 月 1 日

¹⁷ 小売価格にすると、年間 1 万ドルに相当する、とナスダックが説明している。

¹⁸ ナスダックが指定する「適格企業」に該当しない場合であっても、ナスダックの全上場企業は、Equilar Board Edge プラットフォームに 90 日間無料でアクセスするサービスを受けることができる。

までに、ナスダック上場センター（Nasdaq Listing Center）を通じてアクセス申請をする、とされている。ナスダックによる同プラットフォームの無料提供は、ナスダックが同サービスそのものに加えて、上場企業におけるダイバーシティの進展度合いを評価することを目的としており、1年の期間満了を迎える前に、サービス期間の延長をすることも視野に入れていることを表明している。

IV ナスダックが提示した規則案への主な反応

ナスダックが提示したダイバーシティに関する新規則案の導入に対して、SECには支持するコメントが数多く寄せられている。2021年1月6日付けの書簡¹⁹を送付した Dianne Feinstein 上院議員（民主党）もその一人である。Feinstein 上院議員は、同書簡の中で、取締役会メンバーにおけるダイバーシティの進展が様々な観点でより良い結果を生み出すことに寄与する十分な証拠が既に存在することに加えて、運用ポートフォリオのパフォーマンス向上や投資判断における社会的目標の促進のために、ダイバーシティ関連の情報に関心を持つ投資家が数多く存在している点に鑑みると、こうした投資家のニーズに応える新規則案の導入に賛成する旨が示されていた。また、米国商工会議所資本市場競争力センター（Center for Capital Markets Competitiveness）のエグゼクティブ・ヴァイス・プレジデントである Tom Quaadman 氏は、2021年1月4日付で送付した書簡²⁰の中で、企業の取締役会におけるダイバーシティを向上させようとするナスダックの新規則案をおおむね支持するスタンスを明確にしていた。そのうえで、Quaadman 氏は、スタートアップ企業や売上高10億ドル未満の新興成長企業（Emerging Growth Companies、EGCs）、さらには新規株式公開（Initial Public Offering、IPO）を検討している企業に対して新規則案が及ぼす影響を継続的に評価していく必要性にも言及していた。

一方で、新規則案の導入に反対する立場のコメントも SEC に対して少なからず寄せられている。例えば、米国の上院銀行委員会に属する共和党上院議員数名は、2021年2月12日付けで SEC に書簡²¹を送付し、反対する姿勢を示した。共和党上院議員は、同書簡において、取締役会の多様性が企業の業務改善や業績向上にとって必要なことであるとする認識を示しながらも、自主規制機関としてのナスダックが社会政策の仲裁人（arbitrator）として振る舞うべきではない、マーケットや投資家に対して画一的なソリューションを示すべきではない、との考えを示した。その他反対する理由として、ナスダックによるダイバーシティの定義が狭い点、法的義務を遵守し、企業および株主にとっての最良の利益を求めるという取締役会の役割を阻害することになりかねない点、ひいては上場企業に

¹⁹ “Re: SR-NASDAQ-2020-081”, U.S.Senator Dianne Feinstein California, January 6, 2021.

²⁰ “Re: Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Notice of Filing of Proposed Rule Change to Adopt Listing Rules Related to Board Diversity”(Release no.34-90574;File No, SR-NASDAQ-2020-081),Chamber of Commerce’s Center for Capital Markets Competitiveness, January 4, 2021.

²¹ “Re: NASDAQ Notice of Filing of Proposed Rule Change to Adopt Listing Rules Related to Board Diversity, File No.SR-NASDAQ-2020-081”, United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, February 21, 2021.

(当該規則を遵守する) コストを課すことで企業の経済的な成長を損ない、非公開企業が上場を目指さなくなることに繋がりがねない点等も挙げられていた。上場へのモチベーションを阻害しかねない点については、商工会議所の Quaadman 氏らも指摘している。

なお、ダイバーシティの定義が狭い点については、障がい者を代表する米国の 2 団体である米国障がい者協会 (American Association of People With Disabilities、AAPD) および非営利組織である Disability:IN も注文を付けている。両者は、2021 年 2 月 23 日、多様性に関する規則案における「社会的マイノリティ (underrepresented minority)」の定義に障がい者を含めることを求めた。ナスダックの規則案においては、障がい者の情報を補足的に含めることは容認されているものの、あくまでも補足的な位置づけであり、ダイバーシティのメインのテンプレートに組み込むことは認められていない。

V 今後の注目点と展望

以上見てきたように、ナスダックによる取締役会のダイバーシティを求める上場規則案は、標準を示しながらも、事業内容や規模、現在の取締役会の構成をはじめとした、各企業が置かれている環境を重視し、ダイバーシティ関連情報の開示方法などについて、各企業の自由度を確保している点に大きな特徴を見出すことができる。

仮にナスダック上場企業が、取締役会において求められるダイバーシティ基準を遵守できないとしても、その基準を遵守しない説得力のある理由を開示すれば、上場廃止に繋がることはない「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みを採用している。また、取締役会ダイバーシティ指標の開示についても、テンプレートが示されているものの、必ずしも同一形式による開示が求められているわけではない。様式がナスダックの容認する範囲内であれば、企業が置かれた状況に応じた開示をすることも可能であるとして、具体的な許容事例、許容されない事例も示されている。

ナスダックによるこうした枠組みでは、標準的な開示情報を蓄積するだけでなく、ナスダックが求める取締役会のダイバーシティを追求しない理由やダイバーシティに対する企業の哲学等に関する情報も蓄積できることから、ダイバーシティ関連情報におけるより適切な開示の在り方を模索しようとするナスダックの意図も伺われる。

新規則が導入されれば、企業価値評価や投資判断の材料として注目度が高まっているダイバーシティ関連の開示情報が増えることとなり、それ自体は歓迎すべき取組みと捉えられる一方、充実した開示に向けて慎重に対応すべき論点も少なくない。

例えば、企業の取締役会メンバーの構成割合が従業員の構成割合と著しく乖離する状況は、社会的な観点で望ましくない、とする考え方は理解しやすい。しかしながら、当該企業の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をはじめとした、企業を取り巻く様々なファクターが異なれば、ダイバーシティの追求が企業業績等にもたらす影響などが異なる可能性も慎重に見極める必要があるのではないかと。企業の置かれた環境によって、重視すべきダイバーシティの観点もまた異なるであろう。企業は、業績や株式市

場でのパフォーマンス向上にとって重視すべきダイバーシティはどのような観点なのか、ダイバーシティの中身をより吟味していくことが肝要となろう。今後ダイバーシティに関するデータの蓄積が進むにつれて、企業にとって重要なダイバーシティの要素がより明確になってくることも期待される。

SEC は、2021 年 3 月 10 日に発出した文書で示したように、ナスダックのダイバーシティをめぐる今回の新規則案の導入を承認するか否かについて、Order Instituting Proceedings という手続きを取る方針である。同手続きにより、SEC は、ナスダックの提案導入に対する可否を判断する期限を 90 日間延長したうえ、さらに 60 日間の延長をすることも可能となった。したがって、ナスダックの新規則案をめぐる SEC が承認するかどうか判断するのは 2021 年 8 月頃になるのではないかと見られている²²。

2021 年 4 月 16 日に、オバマ政権下で米国商品先物取引委員会（CFTC）委員長を務めたゲーリー・ゲンスラー氏が SEC 委員長に就任した点は、ダイバーシティをめぐる規則の導入を後押しすると見られる。ゲンスラー氏は、2021 年 3 月 2 日に上院銀行・住宅・都市問題委員会（Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs）で実施された承認公聴会において、気候リスクやダイバーシティの追求にコミットしていく方針を示した。同公聴会の席で、ゲンスラー氏は、気候リスクやダイバーシティが多くの投資家の最大の関心事であるなかで、取締役会やシニアレベルのリーダーシップにおけるダイバーシティ追求が、企業の経営判断をするうえで有益である、との考えを明らかにしていた。投資家にとって有益な ESG 情報の開示を重視するゲンスラー新 SEC 委員長の下、その一つの試金石ともなる、ナスダックの上場規則案のゆくえを注目することとしたい。

²² “Ruling on Nasdaq Diversity Plan for Boards Is Delayed by SEC”, *Wall Street Journal*, March 10, 2021.

【補論. ダイバーシティの追求と企業業績等との関係に関する主な論文】

本文 8 ページで言及した論文概要は、以下の通りである。

論文 (注 1)	研究の結論	相関 関係
FCLTGlobal(2019)①	2010～2017年について、年齢およびジェンダーの両者を示すジェンダー指数を用いて、MSCI ACWI 指数を構成する企業を評価すると、最もダイバーシティが進展している取締役会を有する企業（上位 20%）は、最もダイバーシティが進んでいない取締役会を有する企業（下位 20%）に比べて、投下資本利益率（Return on Invested Capital、ROIC）が 3.3%ポイント高い。	+
Bernile, Bhagwat and Yonker(2018)②	ジェンダーや人種、学歴、年齢、金融の専門能力、取締役の経験を含む、取締役会におけるダイバーシティが進展することは、企業業績の向上、資産価値マルチプルの向上、株式リターンのボラティリティ低下、金融レバレッジの低下、株主への配当支払い増加、R&D 投資の増加、イノベーションの向上につながる。	+
Carter, Simkins and Simpson(2003)③	フォーチュン 1000 に入る企業を見ると、取締役会において女性或いはマイノリティが含まれている点と企業価値との間には統計上きわめて有意な正の相関関係がある。	+
Credit Suisse(2014)④	取締役会に少なくとも一人の女性取締役がいる企業は、セクター調整後 ROE が平均 12.2%であった。取締役会に女性がいない企業では平均 10.1%であった。過去 9 年間で同様の数字を見ると、それぞれ同 14.1%、同 11.2%であった。	+
Credit Suisse(2016)⑤	LGBTQ+のダイバーシティと株価パフォーマンスとの間に正の相関関係を見出した。LGBT の従業員を支援、擁護している北米、欧州、オーストラリアの企業 270 社で構成したバスケットでは、過去 6 年間に、MSCI ACWI 指数を年平均 3.0%アウトパフォーマンスした。	+
McKinsey(2020)⑥	取締役会のダイバーシティが最も進展している上位 25%の企業では、財務パフォーマンスが同業他社に比べてアウトパフォーマンスする公算が 28%大きい。また、取締役会のジェンダー・ダイバーシティと利払い前・税引き前利益のアウトパフォーマンスとの間には、統計上重要な相関関係を見出した。	+
MSCI(2016)⑦	少なくとも 3 人の女性取締役を登用している米国企業は、2011 年 7 月 1 日～2016 年 6 月 30 日までの 5 年間に、EPS が 37%ポイント増、ROE が 10%ポイント増となったのに対し、女性取締役がゼロの米国企業では、同期間に EPS が -8%ポイント、ROE が -1%ポイントとなった（本論文では、期初時点の女性取締役の人数を基に場合分けしている）。	+
Moody's(2019)⑧	格付けがトリプル A である企業では、取締役会メンバーの平均 28%が女性で占められているのに対し、格付けがダブル C である企業では、取締役会に女性が占める割合は 5%未満である。	+
Pletzer et al.(2015)⑨	取締役会におけるジェンダーのダイバーシティを追求するだけでは、企業の財務パフォーマンスとの関係は小さくかつ重要ではない、という結果が出た。	軽微
Post and Byron(2014)⑩	企業の市場パフォーマンスとの関係はほぼゼロ（near zero）との結果を出したが、企業業績リターンとは正の相関関係を見出した。	±
Carter, D'Souza, Simkins and Simpson(2010)⑪	トービンの Q（注 2）を財務パフォーマンス指標として計測するならば、ジェンダー・ダイバーシティ、人種のダイバーシティのいずれの場合も、正の相関関係も負の相関関係も見いだせなかった。	?
Adams and Ferreira(2009)⑫	株主の権利が弱い会社においては、ジェンダー・ダイバーシティがプラスの影響を及ぼしている。こうした会社では、取締役のモニタリング機能を追加すると、企業価値の向上につながり得るためである。もっとも、株主の権利が強い企業ではこうした効果を見出すことはできなかった。	±

(注) 1. ①～⑫の番号は、下の【参考論文一覧】の番号と対応している。

2. トービンの Q とは、株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価格で割った数値である。Q 値が 1 より大きければ、市場で評価された当該企業の企業価値のほうが保有ストックの価値よりも大きいことを意味する。

(出所) 各論文より野村資本市場研究所作成

【参考論文一覧】

- ① FCLT Global(2020):FCLT Global, The Long-term Habits of a Highly Effective Corporate Board 11 (March 2019).
- ② Gennaro Bernile et al., Board Diversity, Firm Risk, and Corporate Policies, Journal of Financial Economics127(3),588-612(2018).
- ③ David A.Carter et al., Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value,38(1) Fin.Rev.33.
- ④ Credit Suisse, The CS Gender 3000: Women in Senior Management 16 (Sept. 2014).
- ⑤ Credit Suisse ESG Research,LGBT: The Value of diversity 1, April 15, 2016.
- ⑥ McKinsey & Company, Diversity wins: How inclusion matters 13, May 2020.
- ⑦ Meggin Thwing Eastman et al., MSCI,The tipping point :Women on boards and financial performance 3 (December 2016).
- ⑧ Moody's Investors Service, Gender diversity is correlated with higher ratings, but mandates pose short-term risk 2(September 11, 2019).
- ⑨ Jan Luca Pletzer et al., Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance-A Meta-Analysis1. PLOS One, June 18, 2015.
- ⑩ Corinne post and Kris Byron, Women on Boards and Firm Financial Performance:A Meta-Analysis 1 (2014).
- ⑪ David A.Carter et al., The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance, 18(5) Corp.Governance 396.410(2010).
- ⑫ ReneeB.Adams and Daniel Ferreira, Women in the boardroom and their impact on governance and performance, 94J.Fin.Econ. 291(2009)