

会社法と ESG 課題への対応：序論的考察

—— 役員間のジェンダーバランスの問題を素材として ——

高 橋 真 弓*

- I はじめに — ESG 重視の潮流と会社法に関する野田教授の示唆
- II 会社の経済的利益を根拠とする ESG 課題への取組み — ビジネスケース
- III 役員間のジェンダーバランスの促進とビジネスケース
- IV 結びに代えて

I はじめに — ESG 重視の潮流と会社法に関する野田教授の示唆

近年、「ESG（環境（Environment）・社会（Social）・（企業）統治（Governance）」「サステナビリティ（sustainability）」の語は急速な広がりを見せ、ビジネストレンドを把握するためのキーワードのようにさえ位置づけられてきている。東京証券取引所が定める『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』（以下、「CG コード」という）は、その策定当初より、会社の持続的成長や中長期的企業価値の創出は様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であるとの理解に基づき、株主以外のステークホルダーとの適切な協働に努めるべきことを基本原則の一つ（基本原則 2）に掲げ、特に同原則の下で「ESG 問題への積極的・能動的な対応」（基本原則 2 考え方）・「サステナビリティを巡る課題への適切な対応」（原則 2-3）につき明示的に言及していたが、2018 年及び 2021 年の同コードの改訂を経て、国際的に ESG 要素を含むサステナビリティの課題（以下、「ESG 課題」という）が重要な経営課題であるとの意識が高まっていることを指摘し（基本原則

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 21 巻第 2 号 2022 年 7 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学法学研究科准教授

2 考え方)、特定の ESG 課題への取組み(補充原則 2-3①、2-4①など)や、取締役会・従業員レベルにおける多様性の確保(原則 2-4、補充原則 4-11)につき、より具体的に記載するとともに、一歩進んだ促進を打ち出している。

低迷が続く日本経済の成長戦略の一環として策定されたソフトローである CG コード¹⁾と、出資者・債権者の合理的期待を保護し、健全で円滑かつ効率的な企業活動を可能にすることを規制目的とするとされるハードローたる会社法²⁾とでは、目的も実効性確保のためのアプローチも異なるが、上場会社の企業統治のあり方を規律する両者のルールには、連続体上にあるように見える内容が相当程度含まれてもいる。

野田博名誉教授は、2019 年に公刊された「ESG 重視の潮流と会社法」の中で、会社法の外の出来事のようにも考えられている昨今の ESG 重視の趨勢が、会社法といかなる関わりを持つ事象であるかを論じられた³⁾。同論文では、経営者が ESG やサステナビリティを巡る課題に自ら主体的に取り組むことは、そもそも株主の長期的利益につながることが多く、また、会社も社会的実在である以上、その資産や収益の状態に照らして相当な範囲である限りは、社会からの期待・要請に応えることも許容されるとの判例理論に鑑みれば、株主利益最大化原則の下にあっても、取締役らの行為が善管注意義務・忠実義務に抵触することは通常ないと整理されている⁴⁾。他方で、ESG やサステナビリティ課題への取組みの欠如の結果として会社に損害が生じ、その結果として、取締役らの内部統制システム(リスク管理体制)構築義務違反の法的責任が問われ得る場合には、このメカニズムを通じて、ESG 課題の考慮が、会社の社会的責任に属する問題から取締役らの行為規範の問題になると分析されている⁵⁾。

会社及びその経営者は、当然に、様々な利益の保護(労働者・消費者等の会社と直接契約関係を有する者の利益保護に限らず、広く企業活動を取り巻く人々の

1) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「『コーポレートガバナンス・コード原案』序文」(2015 年) 1-6。

2) 神田秀樹『会社法〔第 24 版〕』(2022 年) 28 頁等。

3) 野田博「ESG 重視の潮流と会社法」名城法学 69 巻 1=2 号(2019 年) 369 頁。

4) 野田・前掲注 3) 379 頁。

5) 野田・前掲注 3) 384 頁、390 頁。

権利や環境の保全等も含む)を目的とし会社を名宛人とする各種法令の遵守義務を負い⁶⁾、法令違反を回避するための内部統制システムの構築義務を負うことから、これらの法令の内容は経営者の行為規範に反映され、会社内部の経営体制のあり方にも直接影響を及ぼす。ケースによっては、会社・取締役らに対し、不法行為や会社法 429 条 1 項違反等を根拠とする責任追及訴訟を提起する途も開けており⁷⁾、また単なる当事者間の金銭的補償にとどまらず、和解に至った場合、あるいは再発を防止する必要性から、将来の当該課題に対処するための具体的な内部統制システムの構築につながれば、訴訟当事者を超えて広く社会の利益に資することもある。これに加えて、具体的な法令の遵守の確保(違法行為の回避)を超えた様々な利害関係者の利益自体の保護までが、会社の構築すべき内部統制のシステムの目的に含まれると解されるようになるならば、その範囲は一層広がるだろう。ただし、現在の判例実務では、会社が一度構築した内部統制システムから当然に想定される対応をとらない結果として、禁反言を生じたり、当該内部統制システムの作用による利益の保護に対する利害関係者の具体的期待に反したりする場合などの一部の事例⁸⁾を超えて、一般的に会社利害関係者の利益保護を図る内部統制システムの構築・運用が会社・経営者の義務になるとまでは考えられていないようにも思われる。

これに対して、前述の野田教授の示唆にあるように、ESG 課題への取組みは会社の長期的な利益につながりうるという理由から、経営者が自主的にこれに取り組むことは、その多くが経営裁量の範囲内にあるとされている。また、会社に損失をもたらす可能性を認識しながら、ESG 課題に対して内部統制システムを

6) 最二判平成 12 年 7 月 7 日民集 54 卷 6 号 1767 頁。

7) なお、会社法 429 条 1 項の趣意に関しては、近時、最高裁判決(最大判昭和 44 年 11 月 26 日民集 23 卷 11 号 2150 頁)の考えを見直し、従前の少数説であった不法行為特則説(直接損害限定説)を再評価する議論がみられる。高橋陽一「取締役の対第三者責任に関する判例法理は今後も維持されるべきか? — 両損害包含説の問題性と直接損害限定説の再評価 — (一)(二・完)」法学論叢 177 卷 6 号(2015 年)1 頁、178 卷 2 号(2015 年)1 頁。取締役らによる内部統制システムの構築義務違反は、原告第三者に対する不法行為に該当するものとは限らないため、不法行為特則説に拠る場合には、この点の変質が生じる可能性がある。なお、判例には、内部統制システム構築義務違反を不法行為の根拠であるかのように位置づけている事例も見られる(最一判平成 21 年 7 月 9 日判時 2055 号 147 頁等)。

通じて組織的に対応することを怠った場合には、法的責任を生じうることから、その限りで同課題の対応は内部統制システム構築義務の一部になるとも説明できる。

これらは、ESG 課題への取組みを、会社自身の経済的利益（長期間経過後に顕在化する利益も含む）を通じて捉えることにより、利益の追求を支える法規整の定立を基本命題とする会社法等の企業法制のベクトルに平仄を合わせた説明とも言え、こうした考えに基づけば、企業法制に ESG 課題に対応する趣旨のルールを位置付けることの問題も小さくなる。社会的要素を組み込んだ投資商品に流入する資金を増大させ、経営者に ESG 課題に対して積極的に取り組ませるために利用されてきたロジックであるが、更に、民事責任に係る議論以外にも、ESG 課題への取組みを企業法制中に位置付ける具体的な法規制が論じられてきている国際的な潮流の下にあって、特に株主第一主義（shareholder primacy）を強く標榜する米国などの国で、これらの法規制は同主義に矛盾するところはなく、むしろ企業・株主の（長期的）経済的利益に結びついている、との議論に際し、盛んに引用されてきている論理でもある⁹⁾。

しかし、企業価値の低減を抑止するという側面を伴う企業統治（G）はともかく、環境（E）・社会（S）に係る課題への取組みについて、政治のプロセスを経

8) イビデン事件最高裁判決（最一判平成30年2月15日判時2383号15頁）では、上告会社（被告）の子会社甲の従業員Aが、別の子会社乙の従業員であった被上告人（原告）に対しハラスメント行為を行ったことにつき、上告会社が従前企業集団の業務の適正等を確保するための法令遵守体制の一環として、グループ内の従業員らが法令等の遵守につき相談できる窓口を設けるなどしていたことから、上告会社には相応の措置を講ずる信義則上の義務違反があるとして、債務不履行又は不法行為に基づく損害賠償請求がなされた。最高裁は、上告会社は被上告人に対してその指揮監督権を行使する立場等ではなく、就業環境に関する労働者からの相談に応じて適切に対応すべき雇用契約上の付随義務を履行する義務を負うとは言えないが、本件窓口制度の趣旨及び周知や利用促進等の事実を照らすと、グループ内の従業員が上記窓口相談の申出をすれば、上告会社は相応の対応をするよう努めることが想定されていたといえ、申出の具体的状況いかんによっては、当該申出者に対し、体制として整備された仕組みの内容、当該申出に係る相談の内容等に応じて適切に対応すべき信義則上の義務を負う場合があるとした。同判例の評釈として、野田博「親会社の法令遵守体制と子会社従業員に対する親会社の信義則上の義務」私法判例リマックス60号（2020）94頁以下も参照。

9) See Lisa M. Fairfax, *Board Diversity Revisited: New Rationale, Same Old Story*, 89 N.C.L. REV. 855, 857-858 (2011) [hereinafter referred to as "Fairfax I"].

て会社法外のルールに拠るほかは、会社自身そして究極的には出資者（株主）の経済的利益につながることを理由にしなければ正当化することができないとする論理は、それらの課題に日々直接対峙している人々や、会社の目的やこれが実現する利益を広く捉える人々の目には硬直的に映るかもしれない¹⁰⁾。他方で、専ら会社・株主の経済的利益を介して環境・社会に係る課題解決の必要性を裏付けるアプローチに、実際のどの程度の期待を寄せることができるのだろうか。

ESG・サステナビリティ概念と会社法との関係は、根本的なところでは現代資本主義のあり方そのものに関わる大きな問題であり、本小論で議論が及ぶところでは到底ないが、野田教授の研究に示唆を得て、この関係の一端を紐解くための準備としたい。

Ⅱ 会社の経済的利益を根拠とする ESG 課題への取組み —— ビジネスケース

上述したように、会社ひいては経営者に ESG 課題への対応を求める議論の主たる論拠として——株式会社における利害調整の原則として株主第一主義が強く支持されている米国では特に——、これらの課題への対応が会社の収益、ひいては株主の利益に資するということが掲げられてきた。一般に「ビジネスケース (business case)」と呼ばれる論拠づけである¹¹⁾。

ビジネスケースが会社による ESG 課題への取組みをどのように促進してきているか、以下、会社・経営者及び株主による同課題への取組みの一般的な動機とその限界を整理する。

10) 詳細な相違は措くとして、類似の議論は枚挙に暇がないが、例えば、Colin Mayer, *Shareholderism versus Stakeholderism—A Misconceived Contradiction. A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*, ECGI WORKING PAPER SERIES IN LAW N° 522 (2020) 等参照。

11) 野田・前掲注 3) 374-375 頁。

1 会社・経営者による ESG 課題への取組み

ビジネスケースを介することで、ESG 課題への合理的な取組みは経営裁量の範囲内となり、場合によっては「対応しなければならない」課題にさえなりうる。先に述べたように、わが国の CG コードでも ESG 課題への取組みが強く推進されているが、これらの規定が定められている理由は「会社の持続的な成長」、究極的には企業価値の向上にある¹²⁾。comply or explain のアプローチを採るソフトローたる現在の日本の CG コードの下では、ESG 課題への取組み自体は法的義務ではないが、CG コードが改訂を経るたびに、課題への取り組みを強く推進するようになっているのは、国際的動向に平仄を合わせていることは勿論のこと、ESG 課題のビジネスケースが強く支持されるようになっていることもあるのだろう。

ESG 課題への取組みそのものが長期的な企業業績や株価の上昇につながるかについては、様々な実証研究が世界中で行われているが、統一的な結論が必ずしも導き出せていない課題も多い（ジェンダーバランスについての実証研究については後述Ⅲ 2(1)）。ESG 重視の潮流自体が、——特に気候変動・環境問題においてその傾向が強いように思うが——イノベーションの素材としてビジネスチャンスを創出することを目的としている側面もあり¹³⁾、また、内生性の問題を完全に排除するには困難が伴うことから、実証研究により統一的な帰結を導き出すのはなお容易でないようにも思える。

ただ、ビジネスケースの主張が強くなるにつれ、多くの企業にとってのベスト・プラクティスとして、ESG 重視に傾斜する（あるいは傾斜せざるを得ないと考える）契機を生み出しているといえるだろう。

12) 例えば、補充原則 2-3①は、「サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである」としている。

13) EU は、サステナビリティ政策の一環として、サステナブルな製品の枠組みを提示するなどして、循環経済への移行を推進することによる EU 内の GDP の増加、雇用創出、収益性の向上、事業の創出、起業家精神の促進等を謳っている。European Commission, A NEW CIRCULAR ECONOMY ACTION PLAN: FOR A CLEANER AND MORE COMPETITIVE EUROPE (2020)。

2 株主による ESG 課題への取組みの推進

投資者側でもここ数年で ESG 投資への資金の流入が急速に進み¹⁴⁾¹⁵⁾、会社の利益追求のエンジンとなる利害を有する株主自身もまた、ESG 課題への取組みを強めているとされる。特に米国のように分散投資を行う一部の機関投資家へ株式の所有が集中すると、これらの投資家は回避困難なシステマティック・リスクに対応する ESG 課題への取組みから大きな利益を得る傾向にあるとされるため、この領域ではむしろいわゆるアクティビスト・ヘッジファンドなどよりも声高な主張者となりうるとされる¹⁶⁾¹⁷⁾。米国では、環境・社会問題に関する株主提案が過半数の支持を集める事例が過去最高の水準に達し¹⁸⁾、大手石油会社で気候変動対策の強化を求める株主の推薦した取締役が就任するなど、株主の声によって ESG 課題が経営の基本体制に影響を及ぼす事例も現れた¹⁹⁾。日本では、従業員等一部のステークホルダー利益への配慮を除き、幅広い環境・社会問題への配

14) 2020 年の世界における ESG 投資総額は 35 兆 3 千億ドルに上り (2018 年比 15% 増、2016 年比 55% 増)、調査対象となった機関投資家の全運用資産の約 36% を占めるまでに なっているとの統計もある。See Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020 (2021), 4, 7, 9.

15) 米国では、投資家の側でも、ERISA 法の適用を受ける年金基金のように、本来的に ESG 指向とは限らない性質の資金を預かる機関投資家 (受託者) が ESG 指向の投資を行うことをどの程度許容すべきかにつき、長らく議論がある。現在、バイデン政権は、トランプ政権の末期に採択された ESG 投資を抑制する方向に働く米国労働省の規則の見直しを提案している。Department of Labor, Employee Benefits Securities Administration, Proposed Rules: Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights, 29 CFR Part 2550, 86 FR 57272 (Oct 14, 2021).

16) John C. Coffee Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602, 610, 613, 619, 622 (2021).

17) 後述の役員の多様性についても、大規模機関投資家から具体的な提案が行われてきている。例えば、世界最大の資産運用会社である BlackRock は、米国企業に対する議決権行使方針において、投資先企業には取締役会構成員の 30% につき多様性を求め、かつ最低 2 名の女性を自認する取締役を置くことを推奨している。BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP: PROXY VOTING GUIDELINES FOR U.S. SECURITIES (Jan. 2022). 同社は、日本企業に対する議決権行使方針の中でも、2023 年以降、TOPIX100 構成銘柄の企業には、女性の取締役若しくは監査役が 2 名以上選任されていない場合、その理由に関して合理的な説明がなされなければ、取締役会構成に責任のある取締役の再任に反対するとしている。「BlackRock Investment Stewardship 議決権行使行使に関するガイドライン」(2022 年 1 月) A. 1) 参照。

18) 日本経済新聞 2021 年 9 月 5 日朝刊記事。

19) 日本経済新聞 2021 年 6 月 3 日夕刊記事。

慮が会社組織の中枢部に深く入り込むということは未だ顕著にみられるところではないが、ビジネスケースの浸透を背景に、機関投資家や議決権行使助言会社の議決権行使方針・エンゲージメント活動等には既に端緒が見られ²⁰⁾、それらを背景に、あるいは経営者の自主的判断により、会社の側でも、サステナビリティ・ESG 委員会など対応のための固有の組織を置いたり²¹⁾、役員報酬の評価要素として組み込んだりするなど²²⁾、組織の仕組みの中にまで ESG 課題を取り込む姿勢がみられるようになっている。

3 ビジネスケースの課題

現代の日本企業を取り巻く環境においては、株主第一主義に基づく経営への要請が高まる一方で²³⁾、同時に幅広い ESG 課題への対応も求められてきており、米国同様、後者についてはますますビジネスケースに大きく依拠することを志向する蓋然性が高い状況にあると思われる。

反面、ESG 課題は単一の企業やグループだけでは対応できない課題も多い上、企業価値に影響を及ぼすに至るまでに長い因果関係の連鎖を経るものも少なくない。将来会社に甚大な損害をもたらす可能性のある ESG 課題であっても、様々な偶発的要素に左右される可能性が高ければ、損害が顕在化する時期や蓋然性を

20) 例えば、日本最大のアセットオーナーである年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、運用受託機関による ESG を考慮した議決権行使及びエンゲージメントを求める方針を明確に打ち出し、2018 年より毎年「ESG 活動報告」も公表している。GPIF「議決権行使原則」「スチュワードシップ活動原則」「2020 年度 ESG 活動報告」参照。また、主要議決権行使助言会社の一つ ISS (Institutional Shareholder Services) の日本向け議決権行使方針では、社会・環境問題の提案の賛否推奨に関しては、当該提案が株主価値の向上・保護に資するかどうかを基準に、個別に判断するとされている。後述の役員の多様性については、2023 年より、株主総会後の取締役会に女性取締役が一人もいない場合は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する旨が記されている。ISS「2022 年度版日本向け議決権行使助言基準」3、16。

21) 株式会社東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2021』(2021 年) 58-59 頁、日本経済新聞 2022 年 3 月 12 日朝刊。

22) 日本経済新聞 2022 年 2 月 15 日朝刊 (パナソニックホールディングス)、2022 年 3 月 28 日朝刊 (NTT) 等。

23) 株主第一主義を支持する議論として、例えば、田中亘「株主第一主義の意義と合理性——法学の視点から——」証券アナリストジャーナル 58 巻 11 号 (2020 年) 7-8、16 頁。

把握することは容易でないことも考えられる。その結果、中には、自主的な対応に委ねられたことで、会社にとって大きな損害をもたらす可能性のある事象でありながら、対応が遅れるという課題も想定される。また、会社からみて損害の規模と蓋然性とに鑑みたときに直ちに対応を求められる課題でなくとも、他の観点から見れば当該課題自体に迅速な解決の要請が認められる問題は存在するだろう。これらの点は、経営者・規制者による ESG 課題への取組みを考える上で、ビジネスケースに依拠しうる範囲やその有効性を検討する必要性を示唆するものであると捉えられる。

Ⅲ 役員間のジェンダーバランスの促進とビジネスケース

ビジネスケースには、取組みの有無や内容を通じた会社のレピュテーションへの影響といった、多くの ESG 課題に共通する事項もあるが、課題の内容ごとに異なる根拠も当然にある。本論文では、一例として、しばしば主要な ESG 課題の一つに挙げられているダイバーシティの問題、特に役員間のジェンダーバランス²⁴⁾に固有の問題を考えてみる。

1 女性役員クォータ制の広がり

既に一部の国では、ビジネスケースを介して企業法制に ESG 課題への具体的対応が組み込まれてきている。その一つが役員間のジェンダーバランスの促進である。ヨーロッパでは、英国などなお企業側の自主的な取組みに委ねている国もあるが²⁵⁾、EU の欧州委員会は女性役員の増加が遅々として進まない状況を受けて、2012 年、「上場会社の非業務執行役員におけるジェンダーバランスの改善に関する指令案」を採択している。その後、同指令案は発効にまで至っていなかつ

24) ジェンダーバランスは当然男性・女性の問題にとどまらないが、以下は議論の簡略化のために特に女性役員（女性取締役）に着目した議論を紹介する。

25) イギリスでは取り組みに賛同する上場会社の CEO 等で構成される「30% Club」が主体的にダイバーシティの取組みを進めてきた。既に日本でもこれに倣った活動が開始されている。「30% Club Japan」<https://30percentclub.org/chapters/japan-2/> [最終閲覧日：2022 年 4 月 1 日]。

たものの、2022年に改めて、2027年までに、上場会社において、少数派の性の取締役が、非業務執行取締役の40%以上50%未満、またはすべての取締役の33%以上50%未満を占めるようになるという目標の達成を加盟国に求める再提案がなされているところである²⁶⁾。EU非加盟国のノルウェーは早くからクォータ制を採用していたが、こうした動きに呼応して、EU加盟国の中にも、スペイン・イタリア・オランダ・フランス・ベルギー・ドイツなど、上場会社・公営企業等に一定数あるいは一定割合の女性役員の就任を義務づけるクォータ制を導入する国が急増し²⁷⁾、同制度を採用した国では実際にも大規模上場会社における女性役員の割合が相当程度上昇している²⁸⁾。

EU及び一部加盟国のこうした法政策の進展の背景には、ビジネスケースへの注目もあるものの、加盟国が労働生活における男女間の実質的な完全平等を達成するためにポジティブアクションを採ることを認めるEU機能条約の規定²⁹⁾や、株主第一主義を必ずしも至上としない土壌もあると思われる。クォータ制を採用する国には、特別法等で対応している国だけでなく、会社法典中に規定を置く国もある³⁰⁾。

他方、米国では、早くから欧州の取組みが紹介されながらも、役員間のジェンダーバランスへの対応スピードはそれほど顕著ではなかった。しかし、2009年

26) 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, 2012/0299 (COD), ST 6468 2022 INIT (Mar. 2022).

27) 内閣府男女共同参画局「平成28年度 女性リーダー育成に向けた諸外国の取組に関する調査研究(女性役員登用の閣議決定目標「2020年10%」達成に向けて)」(2017年)9-10頁。

28) See OECD, SOCIAL PROTECTION AND WELL-BEING STATISTICS, EMPLOYMENT: FEMALE SHARE OF SEATS ON BOARDS OF THE LARGEST PUBLICLY LISTED COMPANIES, <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54753> [最終閲覧日: 2022年4月1日]。例えば、同統計によると、2011年にクォータ制を採用したイタリアでは、2010年には4.5%であった優良銘柄インデックス上位50社の女性役員の割合が、2021年には38.8%にまで上昇している。

29) Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union, §157 (4)。

30) 田邊真敏「オランダ会社法の女性役員クォータ制——ユトレヒト大学・ランブーイ博士の調査研究を踏まえて——」修道法学37巻2号(2015年)513頁。

には、証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission : SEC) により、上場会社等に対し、年次報告書等において、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に多様性を考慮しているかどうか、またどのように考慮しているかについて開示し、更に取締役候補者を特定する際に多様性を考慮することに関する方針を有している場合は、この方針がどのように実施されているか、また、指名委員会 (または取締役会) が方針の有効性をどのように評価しているかを説明するよう義務付ける規則が採択された³¹⁾。さらに、2021 年には、Nasdaq が、同証券取引所の上場企業につき、取締役会レベルでの多様性マトリックスの開示を義務付け、多様性が実現できていない場合にはその理由を説明することを求める規則を制定している³²⁾。これらの動きは、米国でも、役員間のジェンダーバランスを含む多様性確保について、ビジネスケースが受容されてきていることの一つの証左と評価できる³³⁾。

加えて、2018 年には、カリフォルニア州法が、主要証券取引所に発行証券を上場し、カリフォルニア州に主たる事業所を有する同州内外の株式会社は、2019 年までに少なくとも 1 人、2021 年末までに取締役が 5 人の会社は少なくとも 2 人、6 人以上の会社は少なくとも 3 人の、女性を自認する取締役を置かなければならないとするクォータ制の導入を行った³⁴⁾。同法は、カリフォルニア州以外の州で設立された会社にも及ぶとされているため、内部事項原則 (internal affairs doctrine) 違反のおそれがあり、また連邦及び同州の憲法の平等保護条項違反を根拠とする訴訟提起の可能性もあるとされて、その法的有効性には疑問が

31) 17 C.F.R. § 229.407 (c) (2) (vi).

32) Nasdaq Stock Market LLC Rules 5605 (f) and 5606 (a).

33) Fairfax I, *supra* note 9, at 872-874. See Proxy Disclosure Enhancements : Final Rule, 74 Fed. Reg. 68,334, 68,343, 68,355. ただし、SEC 規則は「多様性」の定義を会社自身に委ねており、また直接方針を規定することを求めているものではないため、ジェンダーバランスの実現という側面での実効性には疑問も示されている。Fairfax I, *id.* at 874-876.

34) Cal. Corp. Code § 301.3 (a), (b) (1) - (3), (f) (1) (2). 違反は罰金の対象となる。*Id.* § 301.3 (e). カリフォルニア州は、2020 年に、同様の上場企業に対し、「代表性の低いコミュニティ出身の取締役」を一定数選任することを義務付ける法案も採択している。Cal. Corp. Code § 301.4 (a), (b) (1) - (3), (d), (e) (1) (2). 邦語での紹介として、村上裕「取締役会構成員の多様性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) 141 頁。

呈されているが³⁵⁾、これを機に多様性への取組みを強化しようとしている州もあるという³⁶⁾。

2 女性役員登用のビジネスケースとその問題点

(1) 実証研究

しかしそもそも、女性役員の存在や人数・割合と、株価やROE、またはTobin's QやROA等のパフォーマンス指標との関係について、米国で行われてきた従前の実証研究には、有意な正の関係を認める研究もあれば、負の関係がある、あるいは関係性がないことを示唆する研究もあり、結論は収斂していないとされる³⁷⁾。また、女性取締役は優れた監視者となる傾向にあり、ガバナンスが脆弱な企業では企業のパフォーマンスに正の影響を及ぼす可能性があるとの研究や³⁸⁾、特定の状況下でのみ正の関係が認められる可能性があるとする研究もある³⁹⁾。経済・文化的環境や労働市場の状況等多くの事項が変数になると考えられるところであるが、萌芽期にある日本企業を対象とする分析にも、女性役員と企業のROAとの相関性について業種により異なることを示す研究や⁴⁰⁾、女性役

35) Joseph A. Grundfest, *Mandating Gender Diversity in the Corporate Boardroom: The Inevitable Failure of California's SB 826* (Stanford Law Sch. & The Rock Ctr. for Corp. Governance, Working Paper No. 232, 2018), at 2, 7. <https://ssrn.com/abstract=3248791> (last visited, Apr. 1, 2022).

36) Lisa M. Fairfax, *Foreword: Fall 2018 Symposium: All on Board? Board Diversity Trends Reflect Signs of Promise and Concern*, 87 GEO. WASH. L. REV. 1031, 1037-1038 (2019) [hereinafter referred to as "Fairfax II"].

37) 松中学「コーポレート・ガバナンスとダイバーシティ」ジュリスト1563号(2021年)30頁注10)が掲げている文献のほか、因果関係の存在を示す証拠も否定する証拠も認定されなかった研究として、David A. Carter, Frank D'Souza, Betty J. Simkins, and W. Gary Simpson, *The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance*, 18 CORP. GOVERNANCE 396 (2010) なども参照されている。このほか、一早くクォータ制を採用したノルウェーを対象とした実証研究もあるが、結論は一貫していない。松中・30-31頁。

38) Renee B. Adams & Daniel Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, 94 J. FIN. ECON. 291, 292-93, 308 (2009).

39) Carter et al., *supra* note 37, at 411.

40) Jordan Siegel = 児玉直美「日本の労働市場における男女格差と企業業績」RIETI Discussion Paper Series 11-J-073 (2011年), <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j073.pdf> (last visited, Apr. 1, 2022).

員がいる会社がその数を増加させることと Tobin's Q の改善との相関性を認定する研究⁴¹⁾等がある一方で、業種や内生性をコントロールすると Tobin's Q や ROA との有意な正の関係は認められなくなる旨の研究⁴²⁾や、女性取締役の導入という事象によるこれらの値の顕著な改善は認定されないとした研究⁴³⁾等がみられる。

実証研究における帰結の相違は、分析手法やデータによるところも大きいと推測されるが、内生性の問題が特に重要である⁴⁴⁾。例えば、役員の候補となりうる人材の中で、特定のジェンダーの特質及び当該ジェンダーに属する者の存在が直接一定の財務上の結果をもたらしているのか、各企業が各候補者に求める資質や用いている選任プロセス、さらには役員全体のスキルマトリックスとの関係で候補者が確定してくることからすれば、純粋に女性役員の選任という事象のみと財務指標との因果関係を実証することは容易でないものと考えられる。また、女性役員は会社の業績に大きな影響を与えることが難しい任務を与えられる傾向がある、あるいは組織が危機に瀕した時に選任されやすいなどの指摘もあり、能力とパフォーマンスの直接の因果関係を測ることを阻む更なる状況も想定される⁴⁵⁾。

（2）理論的根拠

しかし、結果が混在していても、因果関係を否定する研究ばかりではないことから、ビジネスケースへの期待は生じうる。そこで、役員間の多様性、特にジェ

41) 新倉博明＝瀬古美喜「取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係」三田学
界雑誌 110 巻 1 号（2017 年）1 頁。

42) 松本守「日本企業の取締役会における女性取締役の登用は本当に企業パフォーマンスを
引き上げるのか？」商経論集（北九州大学）54 巻 1＝2＝3＝4 合併号（2019 年）69 頁。

43) 松本守「日本企業における女性取締役の導入効果に関する実証分析——女性取締役の導
入は企業パフォーマンスの改善に寄与しているのか？——」産業経理 80 巻 2 号（2020
年）78 頁。

44) 松中・前掲注 37) 29-30 頁。

45) Abhilasha Gokulan, *Note: Increasing Board Diversity: A New Perspective Based in
Shareholder Primacy and Stakeholder Approach Models of Corporate Governance*, 96
N.Y.U.L. REV. 2136, at 2153-2155 (2021). なお、役員の多様性の実現を、各ジェンダーの
人数だけではなく、取締役会における役割等に注目して検討すべきとする見解として、
Yaron Nili, *Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms*, 94 IND.
L.J. 145, 164, 201 (2019).

ンダーバランスの実現を図ることを経済的意義から支持するものとして挙げられているいくつかの理論的根拠を検討してみる⁴⁶⁾。

第一の根拠は、人口や労働力の構成に鑑みると、特定のジェンダーを無視し続ければ、会社が成長を続け、競争力を維持するために有用な人材を獲得できなくなる、というものである⁴⁷⁾。特定のジェンダーを排除すれば、役員候補の選択肢を大きく狭めることで、企業価値を損なう可能性が考えられる。ただし、この点、独立社外役員として女性を登用——女性役員の拡大初期の段階では社外者としての就任が多く想定される⁴⁸⁾——するのであれば、これらの者は一般に複数会社の兼任が可能であることから、その結果、役員の潜在的候補を大きく増やす方向には必ずしも作用しないかもしれない⁴⁹⁾。また、特に上場会社等では役員に経営経験や財務知識等の特定の要件を求める傾向が強くなってきているが、従前これらの要件を充足する者が相対的に少なかったジェンダーでは、求める人材が得られないという指摘がなされる（いわゆるプール問題⁵⁰⁾）。しかし、前者は、クリティカル・マスの実現に向けて複数の役員が求められる、あるいは業務執行取締役らに少数派ジェンダーの就任が求められるようになれば、候補の幅を広げることにつながることも論じ得る。また後者は、いわば鶏と卵の関係という側面もある問題であるため、少数派ジェンダーの役員候補者の育成やそれを取り巻く環境整備等とともに短期的コストの一環と捉えることができよう。こうしたコストは、長期的・国際的視点から見た人材確保の必要性との比較の上で、考えなければならない。

第二に、多様化する顧客や取引先に対応するためには多様な人材が必要であり、

46) ダイバーシティのビジネスケースについては、様々な分類の下詳細な分析が行われているが、紙幅の関係上本稿では主たる指摘についてのみ検討する。See Carter et al., *supra* note 37, at 398-399.

47) See Lisa M. Fairfax, *The Bottom Line on Board Diversity: A Cost-Benefit Analysis of the Business Rationales for Diversity on Corporate Boards*, 2005 WIS. L. REV. 795, 811-813 (2005) [hereinafter referred to as "Fairfax III"]. 同論文は人種上の多様性を論じているが、論旨はジェンダーバランスの問題についても多くの点で参考になると思われる。

48) 松中・前掲注37) 33頁。

49) See Fairfax III, *supra* note 47, at 814.

50) See *id.* at 815-820.

それを充足することで会社の市場での地位を向上させることができるという説明である⁵¹⁾。業務執行取締役らにジェンダーの多様性が見られれば、その特性を活かした新たな製品・サービスの開拓等につながる可能性が指摘される。しかし、マーケティング機能は役員にしか果たせないものではなく、社外への外注すら可能なものがあることに鑑みると、この議論はやや単純に過ぎるかもしれない⁵²⁾。

第三に、取締役性に多様性がある会社では、従業員間におけるジェンダーバランスの実現や、ハラスメント・差別その他ジェンダー間で生じうる対立・無理解の解消に好影響を与え、その結果、生産性・収益性の高い労働環境を実現できるとの説明がなされうる⁵³⁾。また、役員と同じジェンダーの従業員に対する「ロールモデル効果」も期待でき、多様な従業員の採用や定着率も向上するという⁵⁴⁾。確かに、日本のように終身雇用を背景とした人材育成がなお継続する労働市場では、社内役員のジェンダーバランスを求めることは、将来の幹部候補である従業員間のジェンダーバランスにも正の影響を与えるかもしれない。この議論は、ビジネスケースが道徳的・社会的根拠を包摂していることを示しているものでもあるが⁵⁵⁾、それゆえに因果関係はやや間接的である。従業員間のジェンダーバランスを図り、労働環境の改善を行うには、労働法制を通じてそれ自体を直接推進する手段が考えられ、女性役員の存在が問題を解決するための決定打になるというわけでもない。また、社外役員として女性が増えることは従業員に直接の影響をもたらさない可能性もある⁵⁶⁾。

第四に、最も良く指摘されるビジネスケースの論理として、異なるジェンダーの取締役を増やすことで、取締役会の意思決定や監督機能の質が向上することが指摘されている⁵⁷⁾。集団の力学に関する社会心理学の有力な理論は、集団のメ

51) *See id.* at 820-822.

52) *See id.* at 822-823.

53) *See id.* at 825, 828-829.

54) Gokulan, *supra* note 45, at 2173.

55) Fairfax I, *supra* note 9, at 879-880.

56) 松中・前掲注 37) 33 頁。

57) *See* Fairfax III, *supra* note 47, at 831-833. *See also* Lynne L. Dallas, *The New Managerialism and Diversity on Corporate Boards of Directors*, 76 TUL. L. REV. 1363, 1391, 1396, 1400-1401 (2002).

ンバーの多様性を確保することで質の高い決定が実現され、意思決定機能を促進するとしている。メンバー全員が同じ視点・立場を有すると、彼らが有する情報の範囲や検討点が制限され、極端な主張を行う傾向にも陥る（いわゆる「group-think」の問題）⁵⁸⁾。これに対し、異質な視点を持つ集団は、相反する意見・知識・視点を持ち寄ることで、代替案をより幅広く、かつ深く検討することが可能になるとされる。このことは、取締役会の業務上の意思決定だけでなく、監督機能においても同様に作用するとされ⁵⁹⁾、また、女性取締役の存在は、会社の倫理・社会的規範の遵守やESG課題への対応にも好影響をもたらさうとされる⁶⁰⁾。企業価値の減少を抑止するというベクトルでのビジネスケースとして考えられる。

しかし、そもそも、ジェンダーの相違だけで異なる視点を提供するという推定が正しいかどうか議論がありうるだろう⁶¹⁾。また、「女性に適した役割」を果たすことを求めて女性役員を選任する場合、その「特質・役割」に適合する（と期待された）者が選任されることも考えられる旨の指摘がある⁶²⁾、ジェンダーに着目した地位は当該ジェンダーへの帰属意識を高め、それによって役員相互間の協力を妨げることにつながるかもしれない⁶³⁾。他方、女性役員がこの摩擦を軽減するプレッシャーを感じれば、多様性の効果は損なわれるし⁶⁴⁾、またそもそも集団内での摩擦を避けるために、他のジェンダーの役員と類似した資質を有することを理由として選任が行われる可能性もあり、そうなればジェンダーの相違が異なる視点をもたらす範囲は限られることになる⁶⁵⁾。

58) Irving L. Janis, VICTIMS OF GROUPTHINK: A PSYCHOLOGICAL STUDY OF FOREIGN-POLICY DECISIONS AND FIASCOES 8-9 (Houghton, Mifflin, 1972).

59) See Fairfax III, *supra* note 47, at 832-833.

60) Terry Morehead Dworkin & Cindy A. Schipani, *The Role of Gender Diversity in Corporate Governance*, 21 U. PA. J. BUS. L. 105, 113 (2018); Gokulan, *supra* note 45, at 2170-2172.

61) Ian Maitland, *Why the Business Case for Diversity Is Wrong*, 16 GEO. J.L. & PUB. POL'Y 731, 740-741 (2018).

62) 松中・前掲注37) 31-32頁。

63) Maitland, *supra* note 61, at 743-744.

64) See Fairfax III, *supra* note 47, at 834.

65) See *id.* at 835-836.

このように、理論面から見ても、ビジネスケースにはなお相当の議論の余地があり、専らこれを根拠に少数派ジェンダーの役員の選任推進の是非を論じることには注意が必要である。仮にビジネスケースが十分でないにもかかわらずこれに依拠すると、少数派ジェンダーの役員に対して過大な要求を行うことにもなりかねず、その要求を満たさないということになれば、多様性推進の取組みにむしろダメージを与える可能性さえあるとの指摘は傾聴に値する⁶⁶⁾。

3 女性役員の登用拡大の難航と打開の試み

以上のように、ビジネスケースに疑問符が付きまとう状況は、一般的にこれが広く主張され、政策上の活用例が見られながらも、実際の役員間における多様性の拡大を抑制する要因となっている可能性がある⁶⁷⁾。

米国では、前述したような株主からの働きかけを背景に、特に大規模公開企業において、女性取締役の選任状況が改善されてきている。2018年の時点で、Russell 3000社のうち80%以上で女性取締役が選任され、またS&P500を構成する会社の87%で2名以上、49%で3名以上の取締役が選任されるに至っている。また、同年のS&P500社の新任取締役は46%が女性であり、将来の女性候補者を増やすことにつながる点でも重要な傾向であるといえるだろう。しかし、女性取締役はこれらの会社でも特に規模の大きな会社に集中しやすく、中小規模の公開会社では割合が大きく下がり、2018年の時点で、Russell上位100社の企業では取締役会の25%が女性であるのに対し、101から1000位の企業では21%、1001から2000位の企業では17%、2001から3000位の企業では13%と段階的に下落する⁶⁸⁾。2020年現在の進捗では、ジェンダーパリティの実現にはなお18年を要するとの分析もある⁶⁹⁾。

日本でも、上場企業における女性取締役の比率は、CGコード制定年の2015

66) *See id.* at 842-844.

67) Fairfax I, *supra* note 9, at 869.

68) 以上、Fairfax II, *supra* note 36, at 1051-1058のデータによる。なお、OECDによる米国の大規模公開会社(MSCI ACWI indexの対象会社)を対象とした調査では、2021年の時点で取締役会における女性の比率は29.7%に達しているという。OECD, *supra* note 28.

年には2.8%であったが、2021年には7.5%にまで増加している⁷⁰⁾。しかし、OECD加盟国ではなお最下層に属しており、増加率も顕著であるとは言い難い。また、女性の労働参加率に比して、特に業務執行を担う役員における女性の比率が顕著に低いとされる⁷¹⁾。

長期的な視点からみたビジネスケースが十分有効であり、かつそれが明らかであるならば、会社及び株主の長期的経済的利益を追求する合理的な経営者は、自らジェンダーバランスの推進を図るはずであるが、そうでないとすれば、既存の経営者が目前の短期的コストに囚われて長期的利益との比較を見失っている、あるいは、自らとは異なるジェンダーの候補者を指名することに消極的になっているなどの要因が考えられうる。このような状況が一般的に認められるならば、会社の経済的利益にも資するジェンダーバランスを実現するべく、より踏み込んだ法規制の採択を検討する必要性も唱えられよう。

しかし、先の実証研究の見解のばらつきに見られるように、ジェンダーバランスに関するビジネスケースの論証自体が、多くのESG課題同様、必ずしも容易でない。役員間のジェンダーバランスが企業価値の向上または維持につながることの説明にも長い因果関係の連鎖が伴う。事例によっては、レピュテーションの下落など短期的なコストが大きく、即時の対応を求められることも考えられるが⁷²⁾、これも中小規模の上場企業まで含めたすべての事例に共通するかは明瞭でない。ビジネスケースが一部に肯定されても、確固たるものでなければ、それに乗じてジェンダーバランスの推進に消極的な姿勢を正当化することもありうる。

こうして、ビジネスケースが必ずしも十分でなく、それにもかかわらず、これ

69) Vivian Hunt, Sara Prince, Sundiatu Dixon-Fyle & Kevin Dolan, McKinsey & Company, *Diversity Wins: How Inclusion Matters*, 17 (2020), <https://www.mckinsey.com/feature-diversity-wins-how-inclusion-matters> (last visited, Apr. 1, 2022).

70) 男女共同参画局女性役員情報サイト <https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuin.html> [最終閲覧日: 2022年4月1日]。

71) McKinsey & Company, *supra* note 69, at 16 (Exhibit 4).

72) 2018年、Amazonは、取締役の指名プロセスにおける多様性への配慮を促進することを目的とした株主提案（いわゆる「ルーニー・ルール」の導入提案）に反対した後、世論の反発を受けて提案内容の採用に同意した。See Elizabeth Weise, Amazon to adopt new policy for interviewing diverse candidates, USA TODAY (May 6, 2018).

に依拠しすぎた政策論を進めることが、むしろ役員のジェンダーバランスの実現を図る企業の自主的な努力も規制の進展も妨げている側面があるのではないかという疑念が生じる⁷³⁾。さらに、そもそも一般にジェンダーバランスの問題は、平等・公正の実現、人権保障、権力の民主化といった非経済的価値に係る議論の側面をも有しており、役員に焦点を当てた議論であっても、ビジネスケースのみでその対応のあり方を論じるのは当然のことながら視点が不足していると言えよう。

確かに、強制的な制度は大きなコストを伴うだけでなく、純粹に平等・公正の実現等を図る手段としても、最善であるとは直ちに判じがたい。特に、現行のCGコードのように具体的な目標値を定めずに一般的に多様性の推進を促すルール（原則4-11）や、金融商品取引法⁷⁴⁾または女性の職業生活における活躍の推進に関する法律⁷⁵⁾に基づく開示規制等に比べ、ハードローでクォータ制を導入するとなると、副作用も、検討すべき課題も多い。永続的な措置となれば、ビジネスケースが相当程度減殺される可能性も小さくないだろう。この点、本稿も、必ずしもそうしたクォータ制の採用自体を積極的に主張するものではない。

しかし、米国においても、多様性の確保については、「我々の企業システムが包摂性をもたらし、多様性を促進できなければ、資本主義（あるいは少なくとも現代の企業統治）は政治的に異議を唱えられ、より国家主導の企業統治システムに屈する政治的リスクに身をさらすことになりうる」との指摘まであるところであり⁷⁶⁾、課題を相当程度深刻に捉える向きも出てきている。こうした指摘に鑑

73) See Aaron A. Dhir, CHALLENGING BOARDROOM HOMOGENEITY: CORPORATE LAW, GOVERNANCE, AND DIVERSITY, 63 (Cambridge University Press, 2015). 確かな証拠が現れるのを待ってから多様性の促進を図るのでは、時間の無駄になる可能性があるとの指摘もある。Fairfax I, *supra* note 9, at 877.

74) 有価証券報告書等に、役員の男女別人数を記載するとともに、役員のうち女性の比率を記載することが義務付けられている。企業内容等の開示に関する内閣府令15条、第2号様式記載上の注意（55）、第3号様式記載上の注意（36）。

75) 一定数以上の労働者を雇用する企業に対して、役員に占める女性の割合の公表が求められている。女性の職業生活における活躍の推進に関する法律20条1項、女性の職業生活における活躍の推進に関する法律に基づく一般事業主行動計画等に関する省令19条1項1号へ。

76) Coffee, *supra* note 16, at 620. 同論文は、欧州や英国では既にこのようなシステムへの移行が見られ、こうした政治的動向は株主利益最大化の目標を直接脅かす可能性があるとしている。Id. at 621.

みると、わが国でも、上述した EU 各国のように、自発的な取組みの限界を認識し、より踏み込んだ規制の検討を迫られる時が来る可能性もある⁷⁷⁾。

確かに経営の中枢に存在する経営者の多様性確保に関しては、従業員らに比べ、ビジネスケースがより前面に現れやすいと思われる。また、ビジネスケースの主張は、道徳的・社会的価値に基づく主張ばかりでは解決困難とされた多様性の課題につき打開を図る方策であり、限定的ではあっても、その力がなければ、現状までの改善を図ることも難しかったと言えよう。他方で、研究の進化や社会の認識の変容とともに、ビジネスケースがより確固たるものとして主張され得るようになるかもしれない。ただし、特に一歩進んで法的強制力をもって取締役会におけるジェンダーバランスの実現に介入するか否かを検討するならば、女性役員が会社にもたらす経済的利益ばかりに着目するのではなく、ジェンダーバランスが実現されることの社会的・道徳的価値も含めて検討することを忘れては（あるいは諦めては）ならないように思われる⁷⁸⁾。

4 クォータ制と会社法

他方で、仮に、ジェンダーバランスの追求の望ましさ（それ自体の望ましさ、あるいは社会・倫理的に望ましい状態につながるという意味での望ましさ⁷⁹⁾）をも考慮して、クォータ制など、企業法制内に位置付けられる、より踏み込んだ制

77) 松井智予「コーポレート・ガバナンスとSDGs」ジュリスト1566号(2022年)73頁注40)参照。前述のカリフォルニア州会社法の規定の新設についても、役員の多様性が市場原理や自主規制だけでは実現困難であることを浮き彫りにしていると評価する見解がある。Sung Eun Kim, *Mandating Board Diversity*, 97 IND. L.J. SUPP. 31, 33 (2021)。なお、従前大規模上場会社における女性取締役の比率が日本よりも低かった韓国では、2022年以降一定規模以上の会社において取締役会を1つのジェンダーのみから構成することを認めないとする法案が成立している。長谷川及理「韓国における女性役員登用問題」名城法学70巻4号71頁(2021年)参照。

78) See *Fairfax I*, *supra* note 9, at 882-885; *Carter et al.*, *supra* note 37, at 412; *Fairfax III*, *supra* note 47, at 846-853; *Dhir*, *supra* note 73, at 4-5, 70.

79) 松中・前掲注37)28頁は、多様性を求める根拠を、帰結主義的な根拠と、多様性追求の望ましさそれ自体とに分けて整理されているが、本小論では会社の経済的利益につながるものの有無に焦点を当てて分類した。また、同論文は、わが国における役員の女性比率が著しく低いことに鑑みると、CGコードは実質的には多様性の確保自体を目標としているに近いのではないかと示唆している。同32頁。

度の強制的導入を裏付ける場合、現在の法体系の枠組みとの関係をどう捉えるかが課題となる。

米国や日本でも既に、情報開示の手法による場合には、ビジネスケースを一つの梃子として企業法制内に ESG 課題への対応規制が置かれる例が散見されるようになっているが⁸⁰⁾、役員の割当という会社の統治構造の基礎に関わるルールの変更を、会社の経済的利益以外の利益も勘案しながら行うことは、たとえ形式上会社法典外に規定を置くとしても⁸¹⁾、労働者の経営参加を定める共同決定法などと同様、会社法の基本的姿勢に直接・間接の影響を及ぼす問題となる可能性はあろう。このように、ESG 課題への取組みを実質的な意味での会社法のうちに取り込む道筋を作れば、株主第一主義の考え方を基礎として、“企業行動に伴う外部性の削減は会社法の仕事ではない”⁸²⁾と単純には言い切れなくなることも考えられる⁸³⁾。

今後、日本の企業法制は、ESG 課題のビジネスケースが脆弱なうちはそのことを盾として緩やかなスタンスをとり続けるのか⁸⁴⁾、将来も現状の法規整の構造を維持していけるのか、大きな検討課題となる。

80) 野田・前掲注 3) 381-384 頁 (米国 SEC 紛争鉱物規制について)。

81) 松井智予「上場企業における女性役員クォータ制の目的と効用 (1)」上智法学論集 56 巻 4 号 (2013 年) 116 頁は、男女雇用機会均等法などが法律上女性役員の指名の数値目標を示しても、会社法とは抵触しないとしている。

82) See Michael C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, J. APPLIED CORP. FIN. Winter 2010, at 32, 32-33, 35.

83) See Coffee, *supra* note 16, at 649. なお、株主利益を第一に掲げる経済学者の一部からも、少なくとも外部性が生産決定から完全に分離できない場合には、会社は市場価値よりも株主厚生を最大化すべきであるとする見解がみられる。Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J.L. FIN. & ACCT. 247, 248-50 (2017). 多様な価値を重視する株主の存在を鑑みたときに「株主の厚生」をどのように把握するかなど、なお検討が必要な点も多いが、株主を通じて直接社会的価値を企業法制の領域に取り込むことを許容する議論につながる論理の一つと解される。

84) 松井・前掲注 81) 117 頁は、女性役員の登用が望ましくとも、これを法や自主規制で強制することは、業績や株価に与える影響と会社法上の責任を勘案して初めて妥当なものとなり、その点では株主がこれを支持する傾向にある上場会社でのみ検討の余地があると思われる。

IV 結びに代えて

企業法制が ESG 課題に取り組むことになった要因の一つに、会社法外の法令による環境・社会問題への取組みに障害が多いことが指摘される⁸⁵⁾。ESG 問題への対応は国内外多くのステークホルダーの理解が必要であり、必ずしも一朝一夕には実現できないという事情や、法ルールの規定自体も容易でないこともあろうが、結果として、企業法制の領域で激しい論争を生じる要因ともなっているようにもみえる。いわゆるステークホルダー主義 (stakeholderism) の考え方には検討を要する問題点も多く、軽々に支持することはできないが、押し寄せる ESG 課題の波にどう対峙するか、企業法制と他の法領域との関係を改めて精査すべき時機が到来しているように思われる。

拙稿の末尾にて大変恐縮でございますが、指導教官である野田博先生の名誉教授ご就任を心よりお祝い申し上げます。学部生の時分より現在に至るまで、不肖の弟子を常に温かく見守って頂き、かつ洞察に富む御指導を幾度となく賜りましたこと、感謝の念に堪えません。

先生の引き続きのご活躍、そしてご健康、ご多幸を衷心より祈念申し上げます。

85) See, e.g., Hart & Zingales, *supra* note 83, at 249 (政治プロセスの非効率性、法規制の困難さについて)。