



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

セーラ・ビーム

—連載（第31回）—

Nasdaqによる取締役会のダイバーシティと開示に関する規則改正案

1. はじめに

いわゆるコーポレート・アメリカにおける取締役会レベルでのダイバーシティの欠如に焦点が高まり（注1）、また、社会的正義のムーブメントが広がりつつある状況において、2020年12月1日、Nasdaqは、取締役会のダイバーシティと開示に関する新たな上場規則の案（以下「改正案」）をSECに提出した。この改正案は、Nasdaqが運営する米国証券取引所に上場する企業に対し、その取締役に關して一貫性があり透明性の高いダイバーシティ統計データの開示を求めるというものである。さらにこの改正案は、Nasdaq上場の大部分の企業に対して、ダイバーシティのある取締役に少なくとも2名登用するか、又はそうしない理由を説明することを求めている。

この改正案は、上場会社があらゆるステークホルダーに対して現状の取締役の構成につ

いて正しく理解してもらい、取締役の選任においてダイバーシティの検討を行っていることを投資家に信頼してもらえるようにすることを目的としている。また、本改正案の理論的根拠として、20を超える実証研究の結果、ダイバーシティのある取締役会と良い財務パフォーマンス及び良いコーポレートガバナンスとの間には一定の関連性が見られたとしている。Nasdaqは、これらの調査は、質の高い財務状況の開示から監査問題に関するものなど幅広いレンジにわたって、取締役会のダイバーシティによって得られる多くのメリットを示しているとしている。

Nasdaqのアデナ・フリードマンCEOは、「取締役会のダイバーシティは、企業の将来のサステナビリティに関する投資家の信頼性を高める重要な要素である」と語っている。また、同氏は取材に対し、本改正案が最適な取締役会の構成であるとNasdaqが言っているわけではなく、あくまでも「すべての取締役会が最低限導入すべきと考えるレベルのダイバー



シティ」と述べている。Nasdaqは、取締役会のダイバーシティについて具体的な要件を求めるものの、それを遵守するかそれとも説明するかどうかは企業に委ねるとしている。また、あくまで開示ベースでのアプローチを行うことによって、より議論の余地を減らし、フレキシブルに対応できると考えているとのことである。

Nasdaqは、本改正案やその他の組織的取組みを通じて、巨大な運営体制と顧客基盤のスケールメリットを生かすことで、グローバルな地域社会にポジティブなインパクトをもたらすことを目指していると述べている。2020年9月、Nasdaqは企業家・投資家等あらゆるステークホルダーの成長と繁栄を目的として設計された“Purpose Initiative^(注2)”を立ち上げた。同イニシアティブには、1994年に設立されたNasdaq財団のリニューアル及び従業員のボランティア活動や慈善活動を通じた取組みやNasdaq Entrepreneurial Center（起業家育成センター）での取組みも含まれている。また、資産形成を支援するための多様なコンテンツを定期的に提供する新たな投資教育ポータル“Smart Investing”も併せてローンチした^(注3)。

■ 2. 改正案の主なポイント

(1) ルール案5605 (f)：ダイバーシティのある取締役の登用

- ・ 女性としてのアイデンティティを持つ

た取締役を少なくとも1名登用し、また少なくとも1名の過小評価されているマイノリティ^(注4)又はLGBTQ+の取締役を登用する。

- ・ または、これらのカテゴリに属すると自ら認める人材を取締役に少なくとも2名登用しない理由を説明する。
- ・ 小規模報告会社や外国企業（外国の未公開企業を含む。）は、女性1名及び過小評価されているマイノリティ又はLGBTQ+の人材の登用に代えて、女性2名の取締役の登用で基準を満たす。
- ・ Nasdaq Global SelectやNasdaq Global Marketの区分^(注5)に上場する企業は、ダイバーシティ取締役を1名登用するまでに2年間の移行期間、2名登用するまでに4年間の移行期間を設ける。
- ・ Nasdaq Capital Marketの区分に上場する企業は、ダイバーシティ取締役を1名登用するまでに2年間の移行期間、2名登用するまでに5年間の移行期間を設ける。
- ・ 設定された移行期間以内にダイバーシティ取締役の登用が不可能な企業について、その基準達成が困難な理由を開示する場合には、上場廃止の対象とはしない。
- ・ もし企業が説明を開示しなかった場合でも、次の株主総会の開催までの期間



又はその不備の原因となるイベントが発生してから180日間のいずれか長い方までの間に、追加のダイバーシティ取締役を任命する又は求められた説明をすることによって、当該不備を修正することができる。

(2) ルール案5606：取締役会のダイバーシティの開示

- ・ Nasdaq上場会社は、自社の取締役に関する統計情報と、そのメンバーが自ら認識している性別、人種及びLGBTQ+としての自らの認識の提供が求められる。
- ・ 取締役会のダイバーシティに関する情報は、自社Webサイト、議決権行使委任状又は株主招集通知にて毎年開示が求められる。仮に上場会社が自社Webサイトに開示をする場合には、上場会社は定時株主総会日から起算し15日（カレンダーベース）以内に、Nasdaq Listing Centerを通じて当該情報が開示されているページのURLをNasdaqに提供しなければならない。
- ・ Nasdaq上場会社は、統計情報を提供するに際して、所定の取締役会ダイバーシティ・マトリックスの利用が義務付けられる。
- ・ 自らのアイデンティティの認識をしないことを選択した取締役は、「非公開」のカテゴリに分類される。

- ・ 上場会社は、SECが同改正案を承認してから1年以内に開示要件を遵守することが求められる。
- ・ 基準未達の理由に係る開示要件の遵守ができない企業は、最大180日以内にダイバーシティ人材の登用又は理由の説明といったコンプライアンス遵守ができなかった場合、上場廃止となる。

(3) 適用除外となる企業

特定種類の企業、大部分のSPAC、資産担保証券の発行体、並びにその他受益証券の発行体、協同組合、リミテッド・パートナーシップ、資産運用会社、無議決権優先証券の発行体、債券・デリバティブ証券の発行体及び特定の上場証券の発行体は、開示要件とダイバーシティ要件の適用除外とする。

(4) 新規上場会社^(注6)の移行期間

例外規定として、ルール案5605 (f) で提案するダイバーシティ要件適用への移行期間^(注7)（以下「ダイバーシティ要件適用移行期間」という。）終了後に上場する企業に適用される移行期間は上場日から1年間とし、ダイバーシティ要件適用移行期間終了前に上場する企業については、上場日から1年間又は当該移行期間終了までの期間のいずれか長い方の期間を移行期間とする。

(5) Equilarとのパートナーシップ

Nasdaqは、Nasdaq上場会社が取締役会の



体制計画の変更の取組みを支援することを目的として、経営人材データベンダーであるEquilar社とのパートナーシップを行う。同社のEquilar BoardEdgeプラットフォームを通じて、また、Nasdaq Center for Board Excellenceの既存のサービスを活用することによって、改正案に掲げるダイバーシティ要件をまだ満たしていないNasdaq上場会社は、取締役候補者の選定プロセスを拡大すべく、高度に適格で、多様な、取締役にふさわしい候補者が存在する大きなコミュニティにアクセスすることができるようになる。

■ 3. 市場関係者の反応

この改正案は2020年12月1日の公表後、2021年1月4日までパブリックコメントを募集した。ESGの支持者はNasdaqの改正案を受け入れると予想される一方で、ESG懐疑派や企業への規制強化をあまり支持しない立場の人々は難色を示すだろうとも考えられる。実際、保守派として知られるWall Street Journal Editorial Boardは、既にいくつかのオピニオン記事で同改正案に対して強く批判している（注8）。調査機関Harris Pollによる米国投資家へのサーベイによると、およそ22%の回答者が同改正案に強く賛成する一方で、33%がやや賛成、そして27%が同改正案の要件に反対であるとの集計結果がある。さらに、投資家以外の人々に対する調査でも、ほぼ同様の結果となっている。

■ 4. 今後のステップ

パブリックコメントを含む同改正案のレビュープロセスは、SECの取引市場規制局（注9）のスタッフにより行われる。レビュープロセスは、同改正案が連邦官報にて12月11日に公表されると共に公式にスタートしたが、最大240日（注10）まで延長可能ないくつかのステージに分かれる可能性もある。

多くの取引所規則はSECスタッフによって承認又は否認されているが、特定の状況下ではSEC委員が最終決定を下すこともある（注11）。バイデン政権下でのSECは、Nasdaqの提案に対してよりオープンである可能性が高いが、同改正案はESGに関連する上場規則としては主要な米国証券取引所では最初の事案となることから、依然として議論を醸し出す可能性はある。

これまでNasdaqは、SECに対してダイバーシティの開示をすべての企業が遵守するルールとするよう促してきた。NasdaqのフリードマンCEOはニューヨーク・タイムズのインタビューにおいて、「理想的な結果は、SECがここで重要な役割を果たすこと」、そして「SECはプライベート・エクイティ業界も監督していることから、上場会社と非上場会社の両方に適用すること」とも述べている。同改正案は、上場会社に対するダイバーシティの推進に関するこれまでにない具体的な提案であり、今後非上場会社にも進展する可能

性も備えていると見て取れるだろう。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2020/34-90574.pdf>
- ・ <https://www.nasdaq.com/press-release/nasdaq-to-advance-diversity-through-new-proposed-listing-requirements-2020-12-01>
- ・ <https://www.jdsupra.com/legalnews/nasdaq-proposes-new-rules-regarding-70403/>
- ・ <https://www.jdsupra.com/legalnews/nasdaq-proposes-new-listing-rules-on-90595/>
- ・ <https://www.nytimes.com/2020/12/01/business/dealbook/nasdaq-diversity-boards.html>

(注1) 現状、ESGのパナーのもと、ブラック・ロック、バンガード・グループ及びステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズなど多くの機関投資家がさらなるダイバーシティに向けて圧力をかけている。カリフォルニア州の新しい法律では、同州に本社を置く企業に対してマイノリティ取締役に係る最低人数を課している。また、ゴールドマン・サックスは、同社がIPOを手掛ける企業に対して多様性のある取締役を少なくとも1名配置することを求めると公表した。

(注2) 女性や過小評価されているコミュニティの人材によるビジネスを支援する、新たな一連の取組みのスローガン。

(注3) <https://www.nasdaq.com/press-release/nasdaq-launches-purpose-initiative-to-advance-inclusive-growth-and-prosperity-2020-09>

(注4) 過小評価されているマイノリティとは、黒人・アフリカ系アメリカ人、ヒスパニック、ラテン系アジア人、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、パシフィック・アイランダーズ又は2つ以上の人種／民族性を持っていることをいう。

(注5) Nasdaqには、Nasdaq Global Select Market、Nasdaq Global Market及びNasdaq Capital Marketの3つの上場区分がある（上場要件が一番厳しいのは、Nasdaq Global Select Marketである。）。

(注6) 新規上場は、IPO、ダイレクト・リスティング、他市場若しくはOTC市場からの市場変更又はSPACとの逆さ合併による上場を含む。

(注7) SECによる改正案の承認後、ダイバーシティ取締役に1名の登用までに2年間、2名の登用までに4年間又は5年間の期間。

(注8) <https://www.wsj.com/articles/nasdaq-and-groupthink-11607556598>（2020年12月10日）

(注9) Division of Trading and Market

(注10) Nasdaqもまた、SECによる決定プロセス期間が240日を超えることを選択することもできる。

(注11) SEC委員は、2018年にはWinklevoss兄弟によるビットコインETFの取引所上場を、2020年にはWilshire Phoenix Funds LLCによるビットコインETFの取引所上場を否認している。その際、共和党委員であるヘスター・パース氏のみが承認票を投じた。

