

## 米国のベネフィット・コーポレーション —社会的課題の解決を後押しする企業形態—

橋口 達

### ■ 要 約 ■

1. 内閣府は 2022 年 6 月 7 日、いわゆる「骨太の方針」を閣議決定した。そこでは、ベネフィット・コーポレーションのような、民間で公的役割を担う新たな法人形態の必要性の有無について検討することが示された。ベネフィット・コーポレーションとは、米国の営利企業形態の一つであり、ビジネスの意思決定において、経済的利益の追求だけでなくステークホルダーへの影響も配慮することが要求される企業である。
2. 米国において、2010 年 10 月から 2017 年 12 月までの間に、少なくとも 7,704 社がベネフィット・コーポレーションの法人格を取得した。企業がベネフィット・コーポレーションになる理由としては、会社の価値観を継続することや、人材の獲得、ブランド認知度の向上等が挙げられる。
3. デラウェア州法に基づくベネフィット・コーポレーションは、パブリック・ベネフィット・コーポレーション（PBC）と呼ばれる。PBC に対する投資額は増加傾向にあり、投資額の上位を占める投資家の多くは利益追求型の伝統的なベンチャー・キャピタルであった。しかし、上場している PBC の過半は赤字企業であり、好調とは言い難い株価推移が続いている。
4. 米国のベネフィット・コーポレーションが拡大している背景の一つには、社会的課題の解決に向けた機運に加え、ベンチャー・ファイナンスが充実していることが挙げられる。日本においては、社会的起業家を育成・支援する観点からも、非上場市場にリスクマネーを呼び込むための積極的な制度改革が期待される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）。
- ・林宏美・加藤貴大「ESG 要素が企業業績や株価等に与える影響—ESG パフォーマンスをめぐる先行研究のレビュー—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号。

## I 「骨太の方針」に示されたベネフィット・コーポレーション

内閣府は2022年6月7日、いわゆる「骨太の方針」を閣議決定した<sup>1</sup>。そこでは、「新たな官民連携の形として、民間で公的役割を担う新たな法人形態の必要性の有無について検討することとし、新しい資本主義実現会議<sup>2</sup>に検討の場を設ける」ことが明言された。同日、内閣官房の新しい資本主義実現会議は、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において、ベネフィット・コーポレーションのような新たな法制度の必要性の有無について、検討することを公表した<sup>3</sup>。

ベネフィット・コーポレーションとは、Bラボ（後述）によれば、米国の営利企業形態の一つであり、ビジネスの意思決定において、経済的利益の追求だけでなく、従業員や顧客、地域、社会、環境といったステークホルダーへの影響も配慮することが要求される企業である。つまり、ベネフィット・コーポレーションは、株主に対する金銭的利益を最大化する株主至上主義から脱却し、ステークホルダーを考慮するガバナンスを実現するための法人格と位置づけることができる<sup>4</sup>。

本稿では、ベネフィット・コーポレーション発祥の地である米国における状況を整理した後、今後の注目点を紹介する。

## II 増加する米国のベネフィット・コーポレーション

### 1. 米国ベネフィット・コーポレーションの要件

ベネフィット・コーポレーションは、連邦制国家である米国において、各州におけるベネフィット・コーポレーション法に基づき設立される。米国では、2010年4月にメリーランド州で最初のベネフィット・コーポレーションに関する法律が制定され、2021年10月時点で、37の州及びコロンビア特別区、プエルトリコで法制化されている<sup>5</sup>。

ベネフィット・コーポレーションの法制化には非営利団体（NPO）であるBラボが貢献している。2006年に設立されたBラボは、ビジネスの力を活用して世界中にポジティブなインパクトをもたらすことを目的としており、認証制度である認証Bコープ（Certified B Corp）を運営していることで知られている<sup>6</sup>。Bラボは、2008年から各州の州議会に対

<sup>1</sup> 正式には、内閣府「経済財政運営と改革の基本方針 2022 新しい資本主義へ～課題解決を成長のエンジンに変え、持続可能な経済を実現～」2022年6月7日。

<sup>2</sup> 新しい資本主義実現会議とは、『「成長と分配の好循環」と「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとした新しい資本主義を実現していくため、それに向けたビジョンを示し、その具体化を進めるため』に、2021年10月15日に内閣官房において設置された会議体であり、内閣総理大臣が議長を務める。

<sup>3</sup> 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」2022年6月7日。

<sup>4</sup> 米国における株主至上主義を巡る議論については、岡田功太「米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照のこと。

<sup>5</sup> Russ Stoddard, “How Do You Tell a B Corp from a Benefit Corporation?,” B The Change, October 14, 2021.

<sup>6</sup> 認証BコープはBラボという一組織による認証制度である（世界的に利用されている）。一方、本稿で紹介するベネフィット・コーポレーションは特定の国・地域の法制度に基づくものである。

して、ベネフィット・コーポレーションを法制化するようロビイング活動を開始し、メリーランド州が法制化を決定した最初の州となった<sup>7</sup>。

各州におけるベネフィット・コーポレーションの法律の多くは、B ラボの依頼により弁護士ビル・クラーク氏が作成したモデル法を基にしている<sup>8</sup>。ベネフィット・コーポレーションは従来型の営利企業形態であることに付随する義務を修正した法人形態であり、高水準の①パーパス、②説明責任、③透明性へのコミットメント、が求められる。企業がベネフィット・コーポレーションに転換し、継続する主な要件には、①企業の定款に企業の目的が一般的な公益（General Public Benefit）の追求であることを明記、②企業の定款に取締役がビジネスの意思決定において全てのステークホルダーを考慮することを明記、③株主に対する社会及び環境面インパクトに関するアニュアルレポートを開示、することが含まれる。①の一般的な公益は、全体としての社会及び環境に与える重大かつポジティブなインパクト、と広く定義されることが多い。また、一般的な公益に加えて、地域の教育システムの改善といった特定の利益（Specific Benefit）の創出を任意で要求する州もある。③のアニュアルレポートにおいてベネフィット・コーポレーションは、一般的な公益を創出した度合いやその手法に関して説明することが求められる。当該アニュアルレポートは、第三者機関の基準に基づき策定される必要があるが、どのように基準を選択したかに関する説明は必要とされていない。なお、ここでいう第三者機関の基準には、B ラボが提供するB インパクト・アセスメント等が含まれる<sup>9</sup>。

こうした要件を満たすことで、理論的には、企業は、社会的使命に沿った意思決定を行う際に、それが株主の金銭的利益を損なうものであったとしても、法的に保護されるとされている。たとえば、ベネフィット・コーポレーションは、社会的使命を理由に買収提案を拒否したとしても、株主による訴訟を免れるとされる<sup>10</sup>。

## 2. ベネフィット・コーポレーションのメリット

メリーランド州においてベネフィット・コーポレーションに関する法律が施行された2010年10月から2017年12月までの間に、少なくとも7,704社がベネフィット・コーポレーションの法人格を取得した<sup>11</sup>。

企業がベネフィット・コーポレーションになる理由としては、会社の価値観を継続することや、人材の獲得、ブランド認知度の向上等が挙げられる<sup>12</sup>。著名なベネフィット・

<sup>7</sup> Michael B. Dorff, “Why Public Benefit Corporations?,” *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 42, October 6, 2016.

<sup>8</sup> Anna Patton, “The unexpected evangelist: Bill Clark, father of benefit corporation law,” *Pioners Post*, March 20, 2019.

<sup>9</sup> B インパクト・アセスメントは、ガバナンス、従業員、コミュニティ、環境、顧客の5つのカテゴリーから成る。

<sup>10</sup> Yale Center for Business and the Environment, Patagonia, “An Entrepreneur’s Guide to Certified B Corporations and Benefit Corporations,” March 2017.

<sup>11</sup> Ellen Berrey, “Social enterprise law in action: organizational characteristics of U.S. benefit corporations,” *The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 20, 23 May, 2019.

<sup>12</sup> 前掲脚注10を参照。

コーポレーションの一つであるパタゴニアは、ベネフィット・コーポレーションを会社形態として選択する動機に、「会社が売却されたとしても、また、遠い将来においても、会社の価値観を継続することができる」ことを挙げている。また、ベネフィット・コーポレーションであることを対外的にアピールすることで、社会的使命を追求する企業としての認知度が高まり、共感する人材や消費者の獲得が期待できる。さらに、社会的責任投資を志向する投資家が増加していることは、ベネフィット・コーポレーションの資金調達に寄与すると考えられる。なお、ベネフィット・コーポレーションは、営利企業であるため、税制優遇制度は存在しない。一方、ベネフィット・コーポレーションは倫理的な企業であることを前面に打ち出しているために、ベネフィット・コーポレーションでない競合他社と比較して社会活動家から厳しい目を向けられる、他の企業形態からベネフィット・コーポレーションに転換するにあたり法的なコストが発生する、といった点がデメリットとして指摘されている。

他方、州政府は、ベネフィット・コーポレーションを法制化することで、環境及び社会に対してポジティブな影響を与えることを望む企業や人材を誘致して、州の経済を活性化させたいものと考えられる。たとえば、保守的なことで知られるカンザス州において、ベネフィット・コーポレーションに関する法律の策定に貢献した弁護士の一人であるビル・マッシュューズ氏は、カンザス州が採択した理由は、単純にビジネス・フレンドリーな州であり続けるためだ、と述べている<sup>13</sup>。

### III デラウェア州におけるベネフィット・コーポレーション

#### 1. パブリック・ベネフィット・コーポレーション

デラウェア州は、他の多くの州と異なり、一般会社法（General Corporation Law）を修正する形で、独自のベネフィット・コーポレーションのモデルを採用している。デラウェア州のベネフィット・コーポレーションは、その会社法での名称から、パブリック・ベネフィット・コーポレーション（PBC）と呼ばれる<sup>14</sup>。デラウェア州のPBCは、モデル法に基づき設立されたベネフィット・コーポレーションと異なり、株主に対する社会及び環境面でのインパクトに関するレポートは開示しなくてよいが、定款における特定の公益に関する記載については任意でなく義務である等の違いがある<sup>15</sup>。

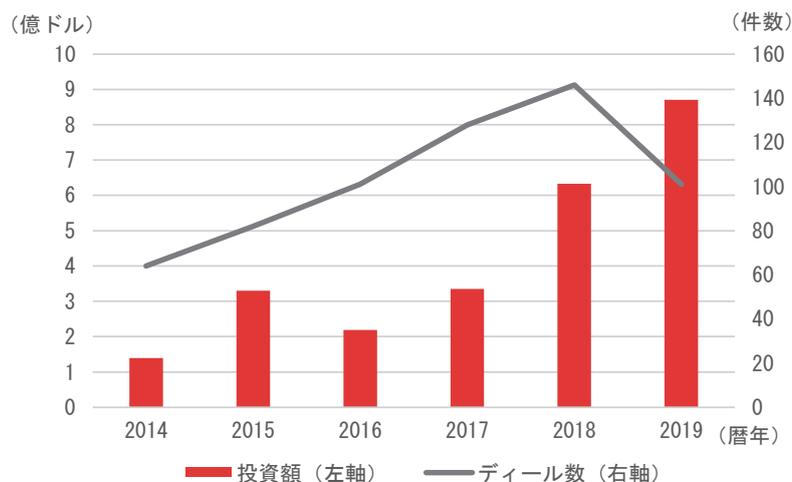
PBCの資金調達の推移は図表1の通りであり、特に投資額において増加傾向にあることが見て取れる。そして、投資額の上位を占める投資家は、ほとんどが環境・社会課題へのインパクト創出を目指すインパクト投資家ではなく、利益追求型の伝統的なベンチャー・キャピタルであった（図表2）。

<sup>13</sup> B The Change, “New Guidebook Helps States Create Better Businesses How to Pass Benefit Corporation Legislation,” August 10, 2018.

<sup>14</sup> コロラド州等においてもベネフィット・コーポレーションをPBCと称する。

<sup>15</sup> Alicia Plerhoples, “Purpose Driven Companies in the United States,” April 4, 2022.

図表 1 PBC の資金調達<sup>16</sup>



(出所) Michael B. Dorff, James Hicks, Steven Davidoff Solomon (2021). “The Future or Fancy? An Empirical Study of Public Benefit Corporations,” *Harvard Business Law Review*, Volume 11, Issue 1 より野村資本市場研究所作成

図表 2 PBC への投資家

PBC (デラウェア州) への投資件数の多い投資家			PBC (デラウェア州) への投資金額の多い投資家		
投資家	ディールの 案件数	投資戦略	投資家	総投資額 (100 万ドル)	投資戦略
テックスターズ	19	利益追求型	グーグル・ベンチャーズ	559.4	利益追求型
ビレージ・キャピタル	17	インパクト投資	ジェネラル・キャピタリスト	475.3	利益追求型
プラグ・アンド・プレイ・テック・センター	16	利益追求型	スライブ・キャピタル	453.2	利益追求型
500 スタートアップス	15	利益追求型	アリアンツ・エックス	420.1	利益追求型
エクスアールシー・ラボズ	15	利益追求型	ソフトバンク・グループ	420.1	利益追求型
ワイ・コンピネーター	15	利益追求型	アワークラウド	312.0	利益追求型
マスチャレンジ	14	利益追求型	オミダイア・ネットワーク	185.1	インパクト投資
キャンディディート・グループ	11	インパクト投資	ラーン・キャピタル	181.5	利益追求型
ファースト・ラウンド・キャピタル	10	利益追求型	アンドリュース・ホロウィッツ	168.3	利益追求型
ケイパー・キャピタル	10	インパクト投資	エックスエル・イノベート	166.8	利益追求型

(注) 投資戦略は利益追求型とインパクト投資に大別した場合。

(出所) Michael B. Dorff, James Hicks, Steven Davidoff Solomon, “The Future or Fancy? An Empirical Study of Public Benefit Corporations,” *Harvard Business Law Review*, Volume 11, Issue 1 より野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 図表 1 と図表 2 では、PBC として最初に上場した企業であるローリエイト・エデュケーションを除いた PBC295 社を対象に調査。参照論文の調査時点で、ローリエイト・エデュケーションがすでに上場して様々な投資家から多額の出資を受けており、PBC の形態の一般的な分析には適さない企業であったためとされる。詳細は、Michael B. Dorff, James Hicks, Steven Davidoff Solomon, “The Future or Fancy? An Empirical Study of Public Benefit Corporations,” *Harvard Business Law Review*, Volume 11, Issue 1 を参照のこと。

## 2. 上場ベネフィット・コーポレーションの事例

米国法律事務所のフェーガー・ドリンカー・ビドル&リースによれば、2021年8月時点で上場しているベネフィット・コーポレーションは10社であるが、すべてデラウェア州のPBCである(図表3)<sup>17</sup>。この背景としては、米国の上場企業のうち過半数、また米国を拠点とした企業で2020年にIPOした企業の約93%が、デラウェア州法に準拠して設立されていることが考えられる。

図表3のうち、アマルガメイテッド・フィナンシャル、ブロードウェイ・フィナンシャル、ヴィーヴァ・システムズ、ユナイテッド・セラピューティクスは、もともと上場していたところ株主の承認を経てPBCになった企業であり、それ以外の10社はPBCとなった後にIPOした企業である。

図表3 上場PBCの事例

企業名	上場PBCとなった時期	企業概要
ローリエイト・エデュケーション	2017年2月	1999年創業。世界各地で大学を運営する大学ネットワーク
レモネード	2020年7月	2015年創業。保険加入の手続きを人工知能で合理化するインシュアテック企業
バイタル・ファームズ	2020年8月	2007年創業。小規模な酪農家と契約し、放し飼いで飼育した鶏の卵を販売
サステナブル・デベロップメント・アキュイジション・ワン	2021年2月	2020年設立。持続可能な世界の実現に資する企業の買収を目的に設立された特別目的買収会社(SPAC)
ヴィーヴァ・システムズ	2021年2月	2007年創業。ライフサイエンス業界を対象としたクラウド基盤のソフトウェア会社
アップハーベスト	2021年2月	2017年創業。植物工場を運営するアグリテック企業
ブロードウェイ・ファイナンシャル	2021年3月	1947年創業。銀行持株会社。傘下のシティ・ファースト・バンクは地域社会志向の商業銀行
コーセラ	2021年3月	2012年創業。スタンフォード大学の教授により設立されたオンライン教育プラットフォーム
アマルガメイテッド・ファイナンシャル	2021年3月	1923年創業。大規模労働組合のワーカーズ・ユナイテッドが大株主の銀行持株会社
ザイマーゼン	2021年4月	2013年創業。遺伝子組み換え微生物を利用し、医薬品等を開発、製造するバイオテクノロジー企業
ワービー・パーカー	2021年9月	2010年創業。D to C(ダイレクト・トゥー・コンシューマー)型の眼鏡製造販売企業
ユナイテッド・セラピューティクス	2021年9月	1996年創業。慢性症状に対処するための製品および販売に重点を置くバイオテクノロジー企業
ヴィータ・ココ	2021年10月	2004年創業。ココナッツ・ウォーター販売企業
オールバーズ	2021年11月	2015年創業。環境にやさしい素材を使用する製靴企業。ニュージーランド発祥

(注) 二重線以上の10社はフェーガー・ドリンカー・ビドル&リースの調査に基づく2021年8月時点の上場PBC、二重線以下の4社は筆者が確認した2021年8月以降の上場PBC。

(出所) Faegre Drinker Biddle & Reath LLP, "Shareholder Proposals Requesting Conversion to Public Benefit Corporations: A Fleeting Trend or the Future?," August 6, 2021、その他資料より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> Faegre Drinker Biddle & Reath LLP, "Shareholder Proposals Requesting Conversion to Public Benefit Corporations: A Fleeting Trend or the Future?," August 6, 2021. なお、2021年8月以降に上場したベネフィット・コーポレーション、または上場企業がベネフィット・コーポレーションに転換した事例として4社が確認されたが、いずれもデラウェア州のPBCである。

上場した後に PBC に転換した初めての事例である ヴィーヴァ・システムズは、ライフサイエンス企業の営業担当者から顧客である医師への情報提供活動のデータ分析や販売戦略の立案、薬事申請情報の管理などに係るクラウド・ベースのソリューションを提供する企業である。ヴィーヴァ・システムズは 2021 年 1 月、臨時株主総会を開催し、PBC に転換することを提案した<sup>18</sup>。そして、当時の株主であったブラックロックやステート・ストリートを含めた、議決権の 99% を有する株主の支持を受けて、PBC に転換した。なお、ブラックロックは 2022 年の議決権行使の方針において、投資先企業において PBC を含む他の企業形態に転換する提案があった際、株主利益が適切に保護されるのであれば、基本的に経営陣の提案を支持する、と述べている<sup>19</sup>。ヴィーヴァ・システムズの創業者兼 CEO のピーター・ガスナー氏は、ベネフィット・コーポレーションへの転換に係る株主投票にあたり、株主宛レターにて、PBC への転換により、同社の価値基準（良いことをする、顧客の成功、従業員の成功、スピード）ならびにビジネス上の意思決定に対するアプローチと、法的責任とを合致させることができると述べている<sup>20</sup>。

PBC として上場したレモネードは、2019 年末時点で時価総額が 20 億ドルを超えるユニコーン企業であったことから注目を集めた。レモネードは、人工知能を活用することで、保険の契約や支払いに要する時間の短縮化を図るサービスを提供する企業である。レモネードの取引初日の株価は新規公開価格の 2.4 倍まで上昇したが、インシュアテックという投資家の期待が高まりやすい業種であること、社会にインパクトを与えることを目指す企業で構成される投資信託からの資金流入があったことも、株価上昇の一因と指摘されている<sup>21</sup>。

図表 3 の上場 PBC の財務状況を見ると、特別買収目的会社（SPAC）であるサステナブル・デベロップメント・アクイジション・ワンを除く 13 社のうち、2021 年度の当期純利益（net income）がプラスであったのは、アマルガメイテッド・ファイナンシャル、ローリエイト・エデュケーション、ヴィーヴァ・システムズ、バイタル・ファームズ、ヴィータ・ココ、ユナイテッド・セラピューティクス の 6 社であり、残る 7 社は、当期純利益がマイナスであった。また、ユニコーン企業の新規上場として話題になったレモネード、ワービー・パーカー、オールバーズの上場してからの株価推移について、直近オールバーズが上場した 2021 年 11 月を起点に見たところ、ナスダック 100 指数や、企業あたりの時価総額が同程度のナスダック 中型株指数と比較しても好調とは言い難い状況が続いている（図表 4）。上場から日も浅く現時点で得られる情報は限定的だが、今後、中長期的に、PBC と株主との間でどのような対話がなされていくか、注目される。

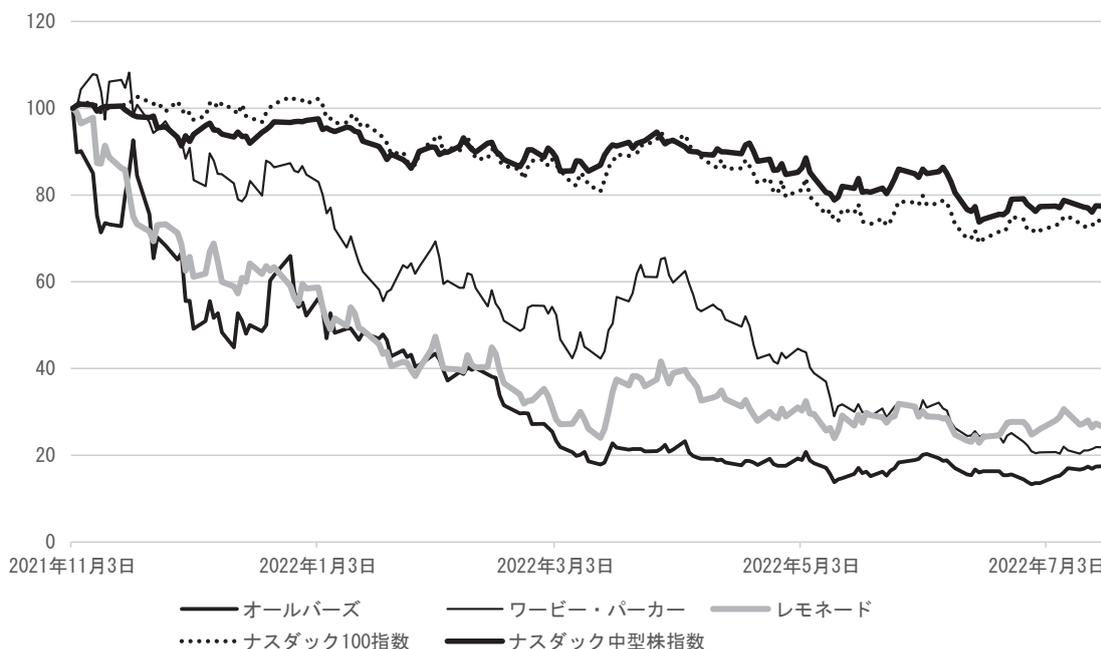
<sup>18</sup> 多くの州法において、C コーポレーション等がベネフィット・コーポレーションに転換するには株主投票で 3 分の 2 以上の支持を得る必要がある。デラウェア州法では、PBC を導入した 2013 年時点では、PBC への転換にあたり 90% 以上の支持が必要であったが、その水準を、2015 年に 3 分の 2 に、2020 年に過半数へと引き下げた。詳細は、前掲脚注 17 を参照のこと。

<sup>19</sup> BlackRock, “BlackRock Investment Stewardship,” January 2022.

<sup>20</sup> Veeva Systems ウェブサイト参照。

<sup>21</sup> Robert S. Rachofsky, Claire E. James and Clifton M. Brannan, “Lemonade, Inc.: Harbinger of Future Public Benefit Corporation IPOs?,” *THE CLS BLUE SKY BLOG*, August 14, 2020.

図表4 上場PBCの株価推移



- (注) 1. オールバーズが上場した2021年11月3日を100としてそれぞれの株価、インデックスを指数化。2022年7月19日までの数値。  
 2. ワービー・パーカーはニューヨーク証券取引所上場。  
 (出所) リフィニティブより野村資本市場研究所作成

なお、2021年の年次株主総会でPBCへの転換を要求する株主提案を受けた上場企業は12社であったが<sup>22</sup>、いずれの企業も2020年にはそうした提案を受けていなかった。PBCへの注目度は高まっており、今後も企業にPBCへの転換を迫る株主提案は増加する可能性が指摘されている。

## IV 今後の注目点

本稿では、米国におけるベネフィット・コーポレーションの状況を紹介したが、2010年に世界で最初のベネフィット・コーポレーションに関する法律がメリーランド州で制定されて以降、カナダやイタリア等でもベネフィット・コーポレーションが法制化されており、利益と社会的課題の解決の両方を追及する企業を支援する機運は高まりつつある<sup>23</sup>。

米国のベネフィット・コーポレーションが拡大している背景の一つには、そうした社会的課題の解決に向けた機運に加え、ベンチャー・ファイナンスが充実していることが挙げ

<sup>22</sup> いずれも承認はされていない。詳細は前掲脚注17を参照のこと。

<sup>23</sup> 2021年7月時点で、イタリア、カナダ、ルワンダ、コロンビア、ペルー、エクアドルにて、ベネフィット・コーポレーションが法制化されている。詳細は、Davide Galli, Riccardo Torelli, Veronica Tibiletti, "Signaling the Adoption of the Benefit Corporation Model: A Step towards Transparency," MDPI, July 21, 2021を参照のこと。

られよう<sup>24</sup>。米国においては、私募制度を巡る継続的な改革によって、非上場市場における企業の成長段階に応じた資金調達手法が整備されている。また、私募の資金調達に参加できる投資家の定義が拡大される傍らで、一般的な投資家に対しても非上場企業に投資するファンドを通じてリスクマネーを供給する選択肢が提供されている。

冒頭で述べた通り、日本でも「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において、公的役割を担う民間企業の新たな法人形態の創設は、スタートアップの企業加速及びイノベーションの推進の一環としても位置付けられている。そして、新しい資本主義実現会議は、日本経済のダイナミズムと成長を促すべく、スタートアップ企業を育成する 5 か年計画を、2022 年末に策定する予定である。社会的起業家を育成、支援する観点からも、非上場市場にリスクマネーを呼び込むための積極的な制度改革が期待される。

---

<sup>24</sup> 詳細は、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」（経済産業省による 2021 年 3 月 31 日に報告された委託調査）参照。

<[https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/venture\\_finance\\_report.html](https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/venture_finance_report.html)>