

# 日本版ベネフィットコーポレーションの課題<sup>1</sup> ～ステークホルダー主義と株主価値の関係～

一橋大学大学院 経営管理研究科 教授 田村俊夫

## 第1章 はじめに

2022年6月7日に閣議決定された「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、「民間で公的役割を担う新たな法人形態・既存の法人形態の改革の検討」として、以下のように日本版「ベネフィットコーポレーション」の検討が明記されている<sup>2</sup>。

社会がより複雑化している中で・・・これまで官が担ってきたサービスにおいても、多様なニーズにきめ細かく対応するため、民間の主体的な関与が期待されている。こうした中、我が国では、社会的課題と経済的成長の二兎を追いたい起業家が増えている。従来の株式会社では、株主利益の追求が大前提である一方、非営利組織においては、事業実施主体として限界があり、資金調達の柔軟性が低いことから、大規模な課題解決が難しいとの指摘もある。欧米では、ベネフィットコーポレーション等の新たな法制度が整備されつつある。米国では、2010年から2017年までの間に7,704社のベネフィットコーポレーションが設立されており、全米に広く拡大した。ベネフィットコーポレーションへの投資額も、5年間で6倍に、1件当たりの投資額も4倍に増加している。投資家も、インパクト投資家だけでなく、通常の利益追求型の投資家も投資を行っている。新たな官民連携の形として、こ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とし、新しい資本主義実現会議に検討の場を設ける。・・・

政府関係筋の説明に基づくと推測される報道<sup>3</sup>と併せ読むと、短期の利益追求に傾きがちな株主利益偏重を是正する公益目的の営利企業形態を導入することにより、特に中長期的な社会課題の解決を目指すスタートアップを支援し、民間の資金を呼び込

<sup>1</sup> 本稿は、田村（2016）第Ⅲ章を基に、近時の情勢を含めて大幅に加筆修正したものである。

<sup>2</sup> 「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）〔強調筆者〕。

<sup>3</sup> 「「公益重視」会社に新形態 政府検討 短期利益偏重を見直し」日本経済新聞（2022年5月17日）。

もうということであろう。今後の検討のベースとなるのは、米国の「ベネフィットコーポレーション (Benefit Corporation)」と呼ばれる新しい法人格制度である。米国では会社法は州法なので、法人格の新設は州法によるが、ベネフィットコーポレーションを認める法律は2010年にメリーランド州で成立したのを嚆矢として、既に全米37の州で立法化され、4州で立法化に向けて取組中である<sup>4</sup>。とりわけ、2013年7月、多くの大手上場企業が設立準拠州とし米国会社法をリードするデラウェア州が加わったことは、重要な転機となった。

以下、本稿では、日本版ベネフィットコーポレーションの課題について探るために、まず、第Ⅱ章で、米国でベネフィットコーポレーション制度が誕生した経緯と実際に立法化されたベネフィットコーポレーション制度について説明する。第Ⅲ章ではベネフィットコーポレーション制度が普及した要因と、同制度に対する批判について論じる。第Ⅳ章では、ベネフィットコーポレーションを巡る最近の動向、特に上場ベネフィットコーポレーションの出現について述べる。最後に第Ⅴ章では、日本への導入について、若干の論点を提示する。

## 第Ⅱ章 B コープとベネフィットコーポレーション

### 1. B コープとベネフィットコーポレーション

ベネフィットコーポレーションとは、株主の利益のみならず、ステークホルダーの利益、さらには公益を目的とする営利法人のことである。公益を目的とするが、あくまで営利法人である。なぜこのような新しい法人格が必要とされたのだろうか。そのきっかけとなったのが、2000年にベン & ジェリーズ社がユニリーバに買収された事件であり、その法制化を強力に推進したのが非営利法人の B Lab である。

ベン & ジェリーズは、ベン・コーエンとジェリー・グリーンフィールドの二人が1978年に創業したアイスクリームチェーンである。自然由来の素材を使い、社会貢献に熱心で、利益同様に従業員を大事にし、地元経済や環境への貢献を重視していた。2000年初、経営者のコーエンは社会貢献に理解のある投資家グループの支援を受けて、同社にバイアウトを提案した。しかし、ユニリーバが遥かに高値の買収提案を行ったため、2000年4月、取締役会はやむを得ずユニリーバの買収提案を受け入れた<sup>5</sup>。創業者や取締役会メンバーがユニリーバへの売却を嫌がっていたにも関わらず、弁護士から高値買収提案の受け入れを強く迫られたと報じられたことで、本件は「株主利益だけでなくステークホル

<sup>4</sup> 新しい資本主義実現会議（第6回）基礎資料。

<sup>5</sup> ちなみにユニリーバは、買収後も同社の自主経営や社会貢献の継続を認めることに合意した。その後、ベン & ジェリーズ社は B コープ認証を取得している。

ダーや社会貢献も重視できる法的枠組みが欲しい」という運動の象徴的存在となった<sup>6</sup>。

このような状況を受けて、同社地元のバーモント州は、「取締役は、株主の利益だけでなく、他のステークホルダーの利益も考慮することができる」とする条項（「コンスティテューエンシー条項」）を会社法に取り込んだ。他州でも、主に敵対的買収防衛を念頭に同様のコンスティテューエンシー条項が次々に制定され、現在では30以上の州で立法化されている<sup>7</sup>。これは通常の株式会社を前提に、取締役の受託者責任の対象を株主からそれ以外のステークホルダーまで拡大することを「許容」するものである。それでは不十分だという問題意識から、B Labによるベネフィットコーポレーション立法運動が始まった。

B Labは「ビジネスの力で社会・環境問題を解決する」ことを目的に2007年に設立された民間非営利団体である。B Labは、社会貢献ビジネスを志向する企業家を支援するために、2つの問題に取り組んだ<sup>8</sup>。第一は、社会貢献企業の認証（公認Bコープ制度）、第二は、ベネフィットコーポレーション立法運動である。

社会貢献を標榜する企業の中にも、真の社会貢献企業と、マーケティング目的の自称「社会貢献企業」がある。そこで、B Labは（1）社会的・環境的パフォーマンス、（2）アカウンタビリティ、（3）透明性の3点を第三者機関（B Lab）の客観的な視点から分析し、一定の要件を満たした企業を「Bコープ」として認証する「公認Bコープ（Certified B-Corp）」制度を創設した。2022年7月現在、70カ国以上で4,000社以上が公認Bコープに認証されている<sup>9</sup>。

しかし、公認Bコープはあくまで私的な認証制度であり、法的には通常の株式会社である。したがって、既存の会社法の下では、やはり法的には株主利益優先から逃れることは難しい。そこでB Labは、会社法そのものを改正して、株主以外のステークホルダーの利益や公益の考慮を正面から義務付けた新しい法人格（「ベネフィットコーポレーション」）を創設しようとする立法運動を開始した。なお、以上の記述から明らかのように、「（公認）Bコープ」と「ベネフィットコーポレーション」は、名称は紛らわしいが、まったく別個の概念である。ともに社会貢献企業という精神では共通しているが、「（公認）Bコープ」は私的な認証であり、「ベネフィットコーポレーション」は会社法に基づく特別な法人格の名称である。

<sup>6</sup> もっとも Page & Katz (2012) は、そもそも同社は「売却の局面」ではなく、かつ株主構成上も買収防衛策上もユニリーバの買収を阻止することが可能であったと指摘している。これに対して、Gilbert, et al. (2013) は、通常の株式会社における取締役の受託者責任と現実のプレッシャーの相乗作用により、実際には抵抗は難しかったと論じる。

<sup>7</sup> Clark & Babson (2012).

<sup>8</sup> “Do-Gooder: Jay Coen Gilbert, Co-Founder, B Lab,” Social Good Network (January 9, 2013), <http://blog.socialgoodnetwork.com/2013/01/do-gooder-jay-coen-gilbert-co-founder-b.html>.

<sup>9</sup> <https://www.bcorporation.net/en-us/faqs/how-many-certified-b-corps-are-there-around-world> (last accessed on 2022/7/18).

## 2. ベネフィットコーポレーション白書

B Labの委嘱により作成された「ベネフィットコーポレーション白書」<sup>10</sup>には、なぜ新しい法人格が必要なのかについて詳細に論じられている。まず、利益だけでなく公益も目的とする公益営利法人に対する消費者、投資家、および企業家のニーズが説明される。しかし問題は、第三者による客観基準がないので、謳い文句だけで実質のない場合（いわゆる“green washing”）を消費者や投資家が見分けるのが困難なことである。

さらに問題なのは、既存の会社法が、株主の利益を最優先としない社会貢献企業を必ずしも守ってくれないことである。米国会社法には「株主利益が最優先である」と必ずしも明記されているわけではないが、判例法をみると、古くは約100年前の判決である「ドッジ対フォード」事件判決（1919年）<sup>11</sup>で、「企業は、主に株主の利益のために組織され運営される」と述べられている。2010年の「eBay 対ニューマーク」事件判決<sup>12</sup>でも、デラウェア州衡平法裁判所は、（営利）株式会社という法人格を選択した以上、「株主の利益のために会社の経済的価値を最大化する」ことを求めないで公益を優先することは、正当な会社の方針として是認できないと判示している。

もちろん、株式会社が社会的通念の範囲内で寄付等の行為をすることは認められているし、従業員、その他のステークホルダーの利益を大事にしたり、社会・環境貢献を行うことは、長期的な株主の利益にもかなう。そして平時には、取締役は「経営判断の原則」で保護されるので、社会貢献等についてもかなりの裁量の余地がある。しかし、買収防衛や会社の支配権変更（買収、合併等）の局面では、取締役の裁量の余地は著しく狭められる<sup>13</sup>。特に会社売却の局面では、デラウェア州法では「レブロン原則」の適用により、株主のために売却額を最大化することが求められ、金額は安いが地元の雇用や社会貢献を重視する企業に売却することはできないと考えられている。このような事態に対処するために、既述のコンスティテューション条項を立法化した州も多くあるが、同条項は、他のステークホルダーの利益も考慮することが「できる」というオプションなものであり、他のステークホルダーの利益考慮を取締役に「義務付ける」ものではない。

<sup>10</sup> Clark & Vranka (2013). 筆頭著者であるクラークは、ベネフィットコーポレーション模範法案の起草者でもある。なお、同白書の趣旨を論文化したものとして Clark & Babson (2012) 参照。

<sup>11</sup> Dodge v. Ford (Michigan Supreme Court 1919).

<sup>12</sup> eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark (Del. Ch. 2010).

<sup>13</sup> デラウェア州では、敵対的買収のように会社支配への脅威が関わる局面では、通常の「経営判断の原則」は適用されず、「ユノカル原則」や「レブロン原則」により、取締役会の判断内容やプロセスがより厳しく精査される。

### 3. ベネフィットコーポレーション模範法案

そこで、B Labは、会社法関係の立法起草経験の豊富な弁護士に委嘱し、ベネフィットコーポレーション模範法案（Model Benefit Corporation Legislation、以下「模範法案」）を作成し、各州に立法化を働きかけた。模範法案は、各州の既存の会社法に対する「特別法」的なものとして起草されている。すなわち、ベネフィットコーポレーションについて、模範法案に明示的に規定されている部分以外は、既存の会社法の条文がベネフィットコーポレーションにもそのまま適用される。

企業は最初からベネフィットコーポレーションとして設立することができるが、既存の株式会社が転換するには特別決議（株主の2/3以上の賛成）が必要である。ベネフィットコーポレーションには「一般公益」を増進するという目的が必須であり、さらに定款で一般公益以外の特定の公益増進を目的として規定することができる。ベネフィットコーポレーションの取締役は、株主だけでなく、従業員、顧客、コミュニティ等の利益をバランス良く考慮しなければならず（均衡配慮義務）、株主利益の優先は立法的に明確に否定されている。

しかし、ベネフィットコーポレーションの取締役も通常の株式会社同様に株主総会で選出される。それでは誰がどうやって一般公益やステークホルダーの利益を守るのだろうか。模範法案では、それらの利益に関しては金銭的賠償を求めることができず、訴訟は「公益執行手続き」と呼ばれる特定履行訴訟に限定される。原告適格を有するのは、会社自身、取締役、2%以上の持株比率を有する株主等である。株式会社であれば、代表訴訟の原告適格を有するのは株主のみであるが、ベネフィットコーポレーションで拡大された受託者責任の対象となる他のステークホルダーにまで原告適格を広げると、濫訴の弊を招きかねない。それではベネフィットコーポレーションとなることがかえって社会企業家のリスクを増大させるため、このように訴訟形態および原告適格を限定したものである。他方で、取締役や一定持株比率以上の株主は、会社が公益増進目的を怠っている場合に、公益執行手続き提訴という武器を有することにより、履行を促すことができる。

### 4. デラウェア PBC 法

ベネフィットコーポレーション法は、2010年のメリーランド州、バーモント州に始まり、瞬く間に全米各州に広まったが、B Labはデラウェア州での採択を重要な分水嶺とみなしていた。それは会社法におけるデラウェア州の特別な地位によるものである。デラウェア州の会社法は、全米で最も先進的かつ柔軟であり、デラウェア州の裁判所、とりわけデラウェア衡平法裁判所は、実務経験に富む判事を擁して極めて洗練されており、その生み出す豊富な判例法体系はすべての関係当事者に予測可能性を与えている。そのため全米の有力企業で（実際の本社所在州に関わらず）デラウェア州

を設立準拠州とする企業は多く、2020年時点でフォーチュン500社の約68%、新規上場企業の約93%はデラウェア法人である<sup>14</sup>。

会社法のリーダーとしてのデラウェア州にとって、全米で急速に広がりを見せるベネフィットコーポレーション法は注目すべき存在であり、とりわけデラウェア州を設立準拠州としていたボストン近郊のソフトウェア会社、ディマジ (DiMagi) 社が、2012年12月、マサチューセッツ州のベネフィットコーポレーション法施行後直ちに、ベネフィットコーポレーションに転換するため設立準拠州をマサチューセッツに移した<sup>15</sup>ことは、見過ごせない状況であったと思われる。その後のデラウェアの行動は素早かった。2013年4月、デラウェア州のマーケル知事は州議会議員らとともにデラウェア州版のベネフィットコーポレーション法案の提出を発表した。法案は7月に成立し、翌8月に施行された。施行初日にはキャンベルスープ子会社のベビーフード会社プラムオーガニクスなど17社が登録を行った<sup>16</sup>。

デラウェア州の立法（以下、「PBC法」と呼ぶ）<sup>17</sup>は、デラウェア会社法を改正し、新設されたSubchapter XV（“Public Benefit Corporations”）で361条から368条を付け加える形で制定されている。PBC法も模範法案同様に、既存の会社法に対する「アドオン」として立法されているので、Subchapter XVに規定されていること以外は、PBCにも通常の会社法条文が適用される。PBC法には模範法案とはかなり異なる部分がある（図表1参照）。

図表1：デラウェア州PBC法（当初制定時）と模範法案（B-Lab）の比較

		デラウェア州PBC法(2013年制定時)		模範法案(B Lab)	
名称	BCであることの明示	必須(PBC)	362条(c)	任意	
会社の目的	一般的な公益促進目的	必須 (公益を生み出し、責任ある持続可能な方式で経営する必要)	362条(a)	必須 (一般的な公益増進を目的とする必要)	201条(a)
	特定の公益促進目的	必須 (目的とする特定の公益を定款に明記する必要)	362条(a)	任意 (目的とする特定の公益を定款に明記することができる)	201条(b)
取締役	取締役の責務	株主の利益、その他全てのステークホルダーの利益、定款記載の特定公益をバランスする責務	365条(a)	株主、その他全てのステークホルダーの利益、および公益を考慮する責務	301条(a)
	公益取締役の選任	不要		必須 (公益オフィサーの選任は任意)	302条

<sup>14</sup> Delaware Division of Corporations, 2020 Annual Report Statistics.

<sup>15</sup> Andy Metzger, “State enacts ‘B-Corp’ to foster new businesses,” The Daily News of Newburyport (2012/12/4).

<sup>16</sup> “Governor Markell Registers Delaware’s First Public Benefit Corporations,” State of Delaware, news.delaware.gov (2013/8/1).

<sup>17</sup> デラウェア州PBC法の概要について日本語でまとめた説明として、近澤＝川本（2022a）参照。

取締役	公益執行手続き	なし		公益目的については金銭賠償ではなく、「公益執行手続き」と呼ばれる特定履行訴訟に限定	305条
	代表訴訟原告適格（公益目的違反訴訟）	持株比率2%以上の株主（グループ） 上場会社の場合は2百万ドル以上の市場価値の株式保有でも可	367条	持株比率2%以上の株主（グループ）、取締役、持株比率5%以上の親会社株主（グループ）、その他定款で定める者	305条(c)
公益報告書	頻度	2年に1回 （定款で毎年等に短縮可）	366条 (b) (c)	毎年	401条(a)
	第三者評価基準の採用	任意(定款でオプトイン可能)	366条(c)	必須	401条(a)
	第三者機関による監査	任意(定款でオプトイン可能)	367条(c)	任意	401条(c)
	一般公表	任意(定款でオプトイン可能)	368条(c)	必須(原則としてウェブサイト掲載による)	402条(c)
転換	一般法人からの転換（合併による転換を含む）	発行済株数の90%以上の賛成 反対株主の買取請求権あり	363条 (a) (b)	2/3以上の賛成による議決 反対株主の買取請求権なし	104条 102条
	一般法人への転換	発行済株数の2/3以上の賛成 反対株主の買取請求権なし	363条(c)	2/3以上の賛成による議決 反対株主の買取請求権なし	105条 102条

出所：田村（2016）〔一部改〕

以下、PBC法を、模範法案との違いに留意しつつ概観する。なお、PBC法は2015年と2020年に改正されており、特に2020年の改正は大規模なものであったので、それについても適宜言及する<sup>18</sup>。

### 名称

デラウェア州のベネフィットコーポレーションは、名称が「パブリック・ベネフィットコーポレーション（PBC）」となっている。立法時には、社名の中に“public benefit corporation”, “P.B.C.” または “PBC” という語句を含むことが義務付けられていた（旧362条c）が、2015年改正により、「PBC」の名称を社名に入れることは任意となった（362条c）。

### 会社の目的

PBCは、ひとつまたは複数の「公益（public benefit）」を増進し、責任のある持続的なやり方で事業運営を行う目的を有する営利法人である（362条a）。ここで公益とは、以下のように定義されている（362条b）：

「公益」とは、人、組織体、コミュニティないし（株主の資格としての株主を除く）利害関係者に対するプラスの効果（ないしはマイナスの効果の削減）を意味

<sup>18</sup> 2020年改正については Littenberg et al. (2020) ; Simmerman et al. (2022) 参照。

し、芸術的、慈善的、経済的、教育的、環境的、文芸的、医療的、宗教的、科学的、技術的な性質の効果を含む。

模範法案との違いは、PBCは定款で、目的とするひとつまたは複数の「特定公益」を明記しなければならないことである（362条a）。すなわち、模範法案では特定公益目的はオプションであるが、PBC法では特定公益目的が必須である。

### 設立・転換

企業は最初からPBCとして設立することができるが、定款変更や合併等により株式会社等からPBCに転換する場合には、発行済株式総数の90%以上の賛成という極めて高いハードルが課せられていた（旧363条a）。これは既存株主の利益を保護するためのものである。しかも、転換に際しては、反対株主の買取請求権が与えられていた（旧363条b）。したがって、既存の上場企業がPBCに転換することは難しいと考えられていた<sup>19</sup>。逆にPBCが株式会社等に転換する場合の議決は、発行済株式総数の2/3以上であった（旧363条c）。

この転換に際しての高いハードルは順次緩和され、2015年改正ではPBC転換時の議決も「発行済株式総数の3分の2以上」となり、さらに2020年改正では旧363条（a）から（c）までが一括削除された。これにより、定款変更による決議（242条b）や合併承認決議（251条b）に関する会社法による通常の特別決議基準が適用されることになったが、デラウェア州の場合、それらの基準は「発行済株式総数の過半数」である。さらにPBC転換時の一律の反対株主の買取請求権付与も消滅し、合併時等の通常の買取請求権に限定されることになった。これらの変更によって、通常の株式会社からPBCへの転換も、PBCから通常の株式会社への転換も、大幅にやりやすくなった。

### 取締役の責任

PBC法も模範法案と同様に、取締役の受託者責任の内容を株主優先からバランス型に作りかえる。PBCの取締役は、受託者責任を果たすために、「株主の経済的利益」、「会社の活動によって大きな影響を受けるもの（ステークホルダー）の最善の利益」、「定款記載の特定公益」をすべてバランスよく考慮しなければならない（365条a）。このように、PBC法でも模範法案同様、株主利益以外のステークホルダー利益や公益を考慮することを義務付け（「公益配慮義務」）、かつ、それらの利益をバランスさせるよう行動することを義務付け（「均衡配慮義務」）ているが、取締役の責任が重くなりすぎて使い勝手の悪い制度にならないように、取締役の責任追及に制約を課している。

まず、PBCの取締役は、上記「公益条項」にもかかわらず、特定公益やステークホルダー利益に関して何人に対しても如何なる義務も負わない。そして、「均衡配慮義

<sup>19</sup> Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21).

務」については、情報に通じて、利害関係なく行動すれば、通常の健全な判断力を有する何人も是認しないようなものでないかぎり、そのような受託者責任を果たしたものとみなされる（365条 b）。つまり PBC は、「公益配慮義務」や「均衡配慮義務」にもかかわらず、実際の取締役の責任追及の面では、通常の株式会社と比べて重くなっていないということである。

さらに、PBC は公益配慮義務、均衡配慮義務違反だけでは取締役の個人免責規定は無効にならないと定款に規定することを認めていたが、(旧365条 c)、2020年改正で、定款の定めがない限り、公益配慮義務、均衡配慮義務違反だけでは取締役の個人免責規定は無効にならないと、「オプトイン型」から「オプトアウト型」に改めた（365条 c）<sup>20</sup>。また、2020年改正は、取締役が株式を保有すること自体は、均衡配慮義務上の利益相反に当たらないことを明記（365条 c）して、取締役の保護を強化している。

### 公益配慮義務・均衡配慮義務に関する訴訟

365条 a に関する義務違反訴訟を提起できるのは、2% 以上の持株比率を有する（上場企業の場合は、もしくは時価 2 百万ドル以上の株式を保有する）株主（グループ）のみである（367条）<sup>21</sup>。したがって、たとえ PBC の取締役が公益配慮義務・均衡配慮義務を怠っても、株主以外のステークホルダーや公益対象者が訴訟を提起することはできない。

なお、模範法案では、公益目的違反等に関しては金銭的な賠償を求めることはできず、訴訟は「公益執行手続き」と呼ばれる特定履行訴訟に限定されている。その原告適格は、持株比率 2% 以上の株主（グループ）、取締役、持株比率 5% 以上の親会社株主（グループ）、その他定款で定める者に限定されている。結局、模範法案も PBC 法も、取締役が株主利益以外にもバランス良く考慮することを義務付けることにより、実質的に取締役の判断の裁量範囲を拡大しているが、濫訴の弊を恐れて、株主以外の受益者であるステークホルダー等が取締役の責任を追求する道を閉ざしている点では大同小異である。

### 透明性

PBC 法が模範法案と最も乖離するのが、透明性の規定である。PBC は、少なくとも 2 年に 1 度、株主に「公益ステートメント」を送付しなければならない（366条 b）。公益ステートメントには、公益増進のために取締役が設定した目的、公益増進の成果を測定するために取締役が採用した基準、公益増進目的の達成状況のアセスメントと

<sup>20</sup> Littenberg et al. (2020) 参照。

<sup>21</sup> なお、旧367条ではこの原告適格制限は365条 a 違反に関する代表訴訟に限定されていたが、2020年改正により、原告適格制限の範囲が「365条 a に定める均衡配慮義務の履行を求めるあらゆる訴訟」に拡大されている。これも取締役保護強化の一環と考えられる。

その根拠となる事実を記載しなければならない。

このPBC法の透明性条項は、模範法案より相当緩いものとなっている。第一に、模範法案は年次公益報告書の作成を義務付けているが、PBC法は2年に1度以上である。第二に、模範法案はウェブサイト掲示等による公衆への開示を義務づけているが、PBC法は株主への開示だけにかまわない。第三に、模範法案は「第三者設定基準に照らしてのアセスメント」を義務付けているが、PBC法は第三者による基準設定を要求していない<sup>22</sup>。特に、第三の点は重要である。模範法案は、この「第三者設定基準に照らしてのアセスメント」を「ベネフィットコーポレーション立法における本質的な要請」として非常に重視しており、この観点からみるとデラウェア州の立法は、相当水で薄められたものとも見ることができる。また、模範法案では、上場ベネフィットコーポレーションについては、年次公益報告書を作成し監査意見を述べる責務を負う「ベネフィット取締役」の指名が義務付けられているが、PBC法にはそのような規定はない。

### 第三章 ベネフィットコーポレーション立法の普及と批判

#### 1. ベネフィットコーポレーション立法の普及

2007年にB Labが設立され、ベネフィットコーポレーション立法化運動を開始してから、わずか数年の間にデラウェアを含む多くの州で法案が成立したが、これほど速やかに立法化が進んだ背景には、以下のような側面がある。

第一に、政治的レトリックである。ベネフィットコーポレーションは、単なる金儲けではなく、ステークホルダーの利益や公益を促進する「より高い目的」を持ち、また、短期利益主義を抑制すると期待される。たとえばデラウェア州のマーケル知事は、「ベネフィットコーポレーションは、長期的な繁栄を損なう短期主義の病弊と戦ううえで助けになるだろう」<sup>23</sup>と述べている。このようなレトリックは、2008年の金融経済危機後の世界で、政治的に受け入れやすいものであった。

第二に、コストである。ベネフィットコーポレーション立法はほとんど予算措置を必要としない、いわば「タダ」の政治活動である。しかも、税制面では通常の株式会社と同様に扱われるので、税収の流出もない。

第三に、オプション性である。ベネフィットコーポレーションは、従来の株式会社

<sup>22</sup> ただしPBC法は、公益ステートメントに関し、定款規定により、(i) より頻繁に（たとえば年次）作成すること、(ii) 公衆に開示すること、(iii) 第三者基準を採用しあるいは第三者機関による監査を行うこと、を義務付けることを認めている（366条c）。

<sup>23</sup> John Elkington, "Ending the plague of short-termism," Director (2013/9/1).

を置き換えるものでなく、単に、新しい法人格のオプションを付加するだけである。仮にベネフィットコーポレーション法制が後から振り返ってあまり効果的なものではなかったとしても、今よりも悪くなるわけではない。逆にベネフィットコーポレーション制度が成功を取れば、アップサイドを享受することができる。この発想は特にデラウェアに顕著である。デラウェア州としては、ベネフィットコーポレーションの効用については懐疑心があるものの、「ここまで広がってきた以上、米国会社法のリーダーとしての地位を守るためにとりあえず制度を用意して、今後どうなるか見てみよう」というのが本音であったようにも思われる<sup>24</sup>。

第四に、企業誘致である。例えばロードアイランド州の議員は、「他の多くの州よりも早く立法化することにより、わが州はベネフィットコーポレーションを設立したいという企業家の誘致競争で先んじることができる」<sup>25</sup>と述べている。デラウェア州はより戦略的であり、会社法および設立準拠州のリーダーとしての地位を守る固い決意を持って行動している。2013年4月の法案提出時に、マーケル知事は、「わが州は、PBC法の追加により、会社法における全米的なリーダーシップを継続し、会社目的、アカウントビリティ、透明性におけるより高い基準を満たそうと踏み出す新しい社会企業家や投資家を支援する」と述べている<sup>26</sup>。

第五に、超党派的支持である。ベネフィットコーポレーション立法は、民主党のクリントン元大統領から共和党のクリスティー・ニュージャージー州知事まで、超党派の広範な支持を受けた<sup>27</sup>。その理由は、模範法案起草者のクラーク弁護士によれば、「民主党は、社会や環境が直面している問題の解決にベネフィットコーポレーションが貢献できることに関心があり、共和党は、政府の介入なしに（民間の活動で）これらの問題解決を支持することができることに魅力を感じている。つまり、民主党はベネフィットコーポレーション立法の目的に共鳴しており、共和党は（政府支出を必要とせずに社会・環境問題にいい顔ができるという）手段に魅力を感じている」<sup>28</sup>からである。ベネフィットコーポレーションは、リベラル派の観点からは、社会正義の実現に貢献するものであり、保守派の観点からは、社会問題の解決を自由市場のイニシアティブに委ねるものなのである<sup>29</sup>。

以上をまとめると、ベネフィットコーポレーション立法が急速に広まった要因は、

<sup>24</sup> Wade Malcolm, "Incorporation: Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21).

<sup>25</sup> 同上。

<sup>26</sup> Delaware Division of Corporations, 2012 Annual Report.

<sup>27</sup> Masada Siegel, "Benefit corporation' legislation set for Arizona vote in spring," Phoenix Business Journal (2012/12/7).

<sup>28</sup> 同上。

<sup>29</sup> Zak Kozuchowski, "New Virginia law adds legal structure of 'benefit corporations'," Virginia Business (2011/6/1).

B Lab や社会企業家による積極的なロビー活動があったにせよ、ポリテカリーコレクティブなフリーオプションであり、政治的な抵抗がなかったという側面が強いように思われる。株主利益優先を修正する新しい法人格を立法化するという「画期的」な運動がこれだけ急速に成果を取めているにもかかわらず、米国内での報道も乏しく注目度もあまり高まっていないことも、その傍証であろう。

## 2. ベネフィットコーポレーション立法への批判

ベネフィットコーポレーションは、単なる株主利益のみならずステークホルダー利益や公益をバランスよく追求する法人形態として称賛される一方で、批判的な意見も根強い。代表的な批判論は、(1) そもそも新しい法人格を作らなくても既存の会社法で対処できるのではないか、(2) ガバナンス上の問題が大きいのではないか、といったものである<sup>30</sup>。

### ベネフィットコーポレーション立法不要論

米国会社法上、経営者には長期的な株主利益を増進する方法について、経営判断原則に支えられた広範な裁量権が与えられている。これに関して、デラウェア州最高裁判官を務めたストライン判事は、以下のように説明する<sup>31</sup>。

会社法は、取締役が株主のために短期的利益を最大化するよう要求しているわけではない。会社法は、忠実義務により、取締役に株主の〔長期的な〕利益を最大化する真摯な戦略を遂行することを要請しているのである。取締役はもちろん、支配権移動の局面を除いては、その目的を達成する最適な手段の選択や、株主にリターンをもたらす時間軸について、広範な裁量権を有している。

このように既存の株式会社でもステークホルダーの利益を考慮することは十分に可能である。特に、近年では、裁判所も市場も、ステークホルダー重視が長期的な株主価値創造につながることに関する理解が深まっているので、なおさらである<sup>32</sup>。確かに、ベネフィットコーポレーションの場合には、ステークホルダーの利益を考慮することを「義務付けている」点で違いはあるが、その執行の担保を株主のみに委ねているので、実質的に既存の株式会社とどれほどの違いがあるのかは疑問である<sup>33</sup>。それど

<sup>30</sup> Hiller & Shakelford (2018), 45-46頁参照。

<sup>31</sup> Strine (2012), 155頁 (□ 内は筆者による補足)。

<sup>32</sup> El Khatib (2015), 188頁。

<sup>33</sup> Blount & Offei-Danso (2013), 669頁参照。

ころか、ベネフィットコーポレーション立法を行うことによって、あたかも既存の株式会社の取締役は株主の金銭的利益のみを考えなければならないという誤った解釈を助長してしまうおそれもある<sup>34</sup>。

これに対しては、たとえ法解釈上は取締役がステークホルダーの利益を考慮に入れる広範な裁量権を有していたとしても、保守的な弁護士が株主利益を最重視するように助言するなど、実際の（訴訟を恐れる）取締役や経営者の行動には株主利益重視が大きな影響を与えているので、それを中和する意味でもベネフィットコーポレーションという法人格には意味があるという反論がある<sup>35</sup>。

さらに、経営判断原則が必ずしも適用されない、会社売却の局面や敵対的買収防衛の局面では、会社法・判例法上の規定が大きな意味を持つ。デラウェア州判例法では、いったん会社が売却の局面に入ると、取締役は株主利益を最大化するために、他のステークホルダーの利益がどうであるかに関わらず、最高値の買収者に売却する義務を負う（「レブロン原則」）。これがまさに、ベン & ジェリーズ事件で象徴的に取り上げられた問題である。ストライン判事によれば、PBC法の最も重要な点の一つは、PBCにはレブロン原則が適用されないことを明確にしたことである<sup>36</sup>。また、敵対的買収防衛におけるユノカル原則についても、株主の利益のみならず他のステークホルダーの利益も考慮することが可能になるであろう。しかし、現実の訴訟で裁判所がどのように判断を下すかについては、まだ不明な点が多い<sup>37</sup>。

### ガバナンス上の問題

ベネフィットコーポレーション法制、特にデラウェア州のPBC法については、コーポレートガバナンスの専門家を中心にアカウントビリティ欠如についての批判が強い。ベネフィットコーポレーションでは、受託者責任の対象が株主から広くステークホルダーや社会・環境に拡散されているため、株主による責任追及は困難になるかもしれない。デラウェア大学コーポレートガバナンスセンターのエルソン所長は、「この仕組みでは、投資家に対するアカウントビリティはゼロである。経営者は、あるステークホルダーの関心に応えるという題目のもとに、ほとんどなんでも好きなことができる」と述べている<sup>38</sup>。立法に賛同する法律専門家の中にも、経営陣が公益の名のも

<sup>34</sup> Chu (2012), 162, 188頁; El Khatib (2015), 188頁。

<sup>35</sup> Lan (2021), 1 頁; Hiller & Shakelford (2018), 46-47頁参照。

<sup>36</sup> Strine (2014), 245頁。

<sup>37</sup> PBCのM&Aに関する論点整理については Alexander et al. (2017) 参照。

<sup>38</sup> Jena McGregor, "Creating a class of 'do good' companies; More and more leaders are adopting a new legal structure for their businesses - it's called the benefit corporation," Washington Post.com (2013/9/26).

とに無責任・不適切な経営を行うことに懸念を抱くものが存在する<sup>39</sup>。もっとも、ベネフィットコーポレーションの取締役も、通常の株式会社同様に株主総会で選任されるので、それが一定の歯止めになる可能性はある。但し、そうやって選任された取締役は、あくまで株主利益、ステークホルダー利益、公益をバランスする責務を負い続ける。

他方で、ステークホルダーや社会・環境へのアカウンタビリティにも問題がある。取締役選任を含めた議決権を有するのはすべてのステークホルダーの中で株主だけであり、また、経営陣がステークホルダー利益や公益の追求を怠っても、その責任を追及できるのも株主だけである<sup>40</sup>。このように、一方で取締役にさまざまなステークホルダー利益を擁護する均衡配慮義務を課す一方、株主だけがその責任を追及できるという中途半端な組み合わせの弊害については、2019年のビジネスラウンドテーブル（BRT）「企業の目的に関する声明」に対して機関投資家団体である Council of Institutional Investors（CII）が行った批判が、同様に当てはまる。CIIは、長期的な株主利益創造のためにステークホルダーの利益を重視する重要性は十分に認識しつつも、BRT 声明のステークホルダー利益をバランス良く重視する考え方は、経営者のアカウンタビリティを弱めるとして、以下のように述べている<sup>41</sup>。

皆に対してアカウンタビリティを負うということは、誰に対してもアカウンタビリティを負わないということである。BRT 声明は実際には昔のステークホルダー主義を復活させたものであるが、それによって株主の権利を弱めようとする一方、取締役会と経営陣が他のどのステークホルダーに対してアカウンタビリティを負うのかというメカニズムを何も提示していない。

但し、通常の株式会社がステークホルダー主義を標榜するのと異なり、PBC の取締役は法的にステークホルダー利益に配慮する義務を負っており、株主がその違反を法的に追及することができる点は大きな違いである。これについて、立法当時は、そもそも株主に経営陣の公益追求を監視・促進するインセンティブはどれだけあるのかとの疑問もあり、他方で、ベネフィットコーポレーションが、その企業の社会・環境貢献を担保するために株主になる投資家（創業株主を含む）を引き寄せ、株主が積極的に公益促進を擁護する場合もあるのではないかとの期待もあった。しかし、その後の ESG・サステナビリティ投資の劇的な増加により、株主による公益追求のインセンティブは大きく増加しているものと思われる。

<sup>39</sup> Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21).

<sup>40</sup> Strine (2012), 150頁脚注45参照。

<sup>41</sup> Council of Institutional Investors Press Release, "Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose" (August 19, 2019). [筆者訳]

また、立法当時には、上述のように投資家へのアカウントビリティが希薄化した企業に、投資家の資金が集まるのだろうかという懸念も強かった<sup>42</sup>。これに対して「ベネフィットコーポレーション白書」では、社会責任投資等の資金を引き寄せるので問題ないと反論しているが、特にベネフィットコーポレーションの発展可能性を占う上で重要な問題の一つは、上場企業としての資金調達がスムーズにできるか否かであると考えられていた。2015年4月に手芸品オンラインバザール企業でありBコープの認証を受けたEtsy（デラウェア州法人）が上場して注目を浴びたが、法的にはPBCを選ばず通常の株式会社形態を選択した<sup>43</sup>。Etsyはその結果、Bコープ認証を失うという代価を払ったが、この事件は、やはりベネフィットコーポレーションが上場企業として投資家の理解を得るのは難しいのではないかという印象を与えた。その印象が大きく変わるのは2020年以降のことである。

### 第三章 その後の展開

#### 1. 非上場ベネフィットコーポレーション

ベネフィットコーポレーションはまず、非上場企業から広まった。2010年に最初のベネフィットコーポレーション法が制定されて以降、2019年までは、2017年に上場したLaureate Educationを除き、ベネフィットコーポレーション登録を行ったのは、すべて（ほとんどが小規模の）非上場企業であった。

ベネフィットコーポレーションに転換した企業のうち最も有名なのは、アウトドア用品のパタゴニア社であろう。同社のミッション・ステートメントは「最高の製品を作り、環境に与える不必要な悪影響を最小限に抑える。そして、ビジネスを手段として環境危機に警鐘を鳴らし、解決に向けて実行する」というものである<sup>44</sup>。同社は「責任ある企業」を目指して、事業運営面で環境保護や公正かつ安全な労働環境を重視し、それをサプライチェーン管理にまで推し進めている。

パタゴニアは以前から公認Bコープの認証を受けていたが、2012年1月、カリフォルニア州ベネフィットコーポレーション法施行の初日に転換を登録した<sup>45</sup>。創業者のイヴォン・シュイナードは、転換に際して、「パタゴニアは100年存続する企業を築こうとしている。ベネフィットコーポレーション法は、パタゴニアのような社会貢献企

<sup>42</sup> Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21).

<sup>43</sup> Etsy News (November 25, 2017), "Business as a Force for Good: Defining Etsy's Path." Available at: <https://www.etsy.com/news/business-as-a-force-for-good-defining-etsys-path>.

<sup>44</sup> 同社 Website, <http://www.patagonia.com/jp/patagonia.go?assetid=6652&ln=140>.

<sup>45</sup> Mat McDermott, "Patagonia Becomes a California Benefit Corporation," treehugger (2012/1/3).

業 (Mission-driven Business) が、創業企業家の定めた価値観、文化、プロセス、高い基準を制度化することにより、経営者の交代や資本調達のみならず合併・買収を通じて、社会貢献企業であり続けるための法的フレームワークを提供してくれる」と述べている<sup>46</sup>。

パタゴニアは創業者の支配する非上場企業であり、株主からの利益最大化圧力は受けていない。しかし、たとえば今後上場したとしても、ベネフィットコーポレーションとなったパタゴニアは、公益やステークホルダー利益のために高値の買収申し入れを拒否することができる。また、経営者の交代や外部資本（株主）の導入で、同社の掲げる公益が守られないおそれが出た場合には、2%以上の株式を持つ創業者一族等の株主が、公益を守るよう訴訟を提起することができる。

このように、社会貢献企業の創業者にとって、ベネフィットコーポレーションになることには一定の魅力があるが、マーケティング目的でベネフィットコーポレーションに転換する企業も存在する。たとえば、第Ⅱ章第4節で触れたディマジ (DiMagi) 社の最高執行責任者は、「われわれにとって、ベネフィットコーポレーションになる目的は、マーケティングと採用活動だ」と明言している<sup>47</sup>。

そもそも、多くの非上場ベネフィットコーポレーションには支配株主が存在し、その中には上場大企業の子会社も含まれる<sup>48</sup>。支配株主の存在する会社では、公益目的自体も事実上支配株主のコントロール下にあり、究極的にはベネフィットコーポレーションから通常の株式会社に転換することもできるので、公益目的の遂行は支配株主の意向に左右される部分が大きく、ベネフィットコーポレーション化する法的な実益はそれほどない。むしろ、実益としては顧客や従業員に対するブランディング目的の方が強いであろう。

なお、立法当初から懸念されていた資金調達問題であるが、デラウェア州法に基づく PBC についてはすでに多くの企業が VC 投資を受けている<sup>49</sup>。VC 投資を受けた PBC の多くは消費者向け事業を営んでおり、PBC であることが利益向上に役立つ場合に PBC 形態が選択されることが示唆されている<sup>50</sup>。ベンチャーキャピタルにとっては、EXIT 価値が最重要である。M&A により EXIT する場合には、買い手企業は支配株主として PBC のステータスを維持することも、一般の株式会社に転換することも容易

---

<sup>46</sup> 同上。

<sup>47</sup> Andy Metzger, "State enacts 'B-Corp' to foster new businesses," The Daily News of Newburyport (2012/12/4).

<sup>48</sup> 例えば、Danone North America は世界最大級の PBC でありかつ B コープ認証企業である。Danone North America Press Release, "Unveiling New Name: Danone North America Celebrates First Anniversary with Two Major Milestones" (April 12, 2018).

<sup>49</sup> Fisch & Solomon (2021), 1 頁。

<sup>50</sup> Dorff et al. (2021), 158 頁。

であるので、PBCであることは必ずしも買収の障害にはならない。したがって重要なのは、PBCとして上場することが可能か、可能であるとして株価が低迷しないかという上場PBCの問題である。

## 2. 「株主主導の新ステークホルダー資本主義」の勃興

上場企業としてのPBCが投資家の資金を引き付けられるかについて疑念が抱かれていた背景には、株主は経営者が株主価値最大化のために行動することを期待しており、他のステークホルダーの利益も含めた均衡考慮義務を課すことは、経営者に株主価値最大化から逸脱した経営を行う格好の口実を与えるのではないかという考え方があった。しかし、この株主利益対ステークホルダー利益という対立の図式は、デラウェア州がPBC立法を行った2013年以降、急激に変化している。

すでに、2000年代に入って、取締役の責務としてステークホルダーの正当な利益を顧慮することが株主の長期的利益につながるという、英国会社法における「啓発された株主価値」の考え方の法制化(2006年)や、社会的課題を捕捉して社会的価値全体のパイを大きくすることにより企業の長期的価値も向上すると主張するマイケル・ポーターらの「シェアード・バリュー」の議論(2011年)<sup>51</sup>などが出現していたが、2013年頃から、株主の上場企業に対する影響力の拡大と、ESG・サステナビリティ投資のメインストリーム化があいまって、「株主主導の新ステークホルダー主義」とも称すべき潮流が力を増している<sup>52</sup>。

株主の影響力が増したのは、2013年以降のアクティビスト・ヘッジファンドの急速な台頭と密接に関連している。現代の一流アクティビストは、年金基金等の長期投資家を資金源に、長期的な価値を生む施策を提案し、長期的な施策を実行するメリットを洗練された市場が認識すれば直ちに株価に反映されることを利用して、短期的にも利益を上げるという戦略を取っている。このようなアクティビストの台頭は、大量の株式を保有する大手パッシブ投資家の影響力の飛躍的な拡大をもたらし、パッシブ投資家まで包含したエンゲージメントの重要性が増大した。こうして、上場企業経営における株主の実態的な影響力が大幅に強化されたのである。

他方で、ESG・サステナビリティ投資の影響力の拡大には、ユニバーサルオーナーでありかつ超長期投資家である巨大年金基金の影響が大きく働いている。巨大年金基金にとっては、顧客、従業員、サプライヤー、地域社会といった従来から重視されていたステークホルダーとの関係のみならず、地球環境や人権、その他SDGs的課題といった短期的には企業収益にとって外部性であるようなE&S要因も、超長期的視点からは、ポートフォリオに重大な経済的影響を与える。このような認識のもと、巨大年

<sup>51</sup> Porter & Kramer (2011).

<sup>52</sup> 「株主主導の新ステークホルダー主義」については、詳しくは田村(2020)参照。

金基金は、直接ないし委託先のアセットマネージャーを通じて間接的に、企業への圧力を強めている。

旧来型のステークホルダー主義では、株主以外のステークホルダーとして重視されていたのは、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティという、企業と直接の関係にある当事者であった。しかし、ダボスマニフェスト2020に代表される新しいステークホルダー観では、ESG や SDGs の観点からステークホルダー概念が大幅に拡張され、地球環境やサプライチェーン等まで包含したものとなっている。さらに、旧来型のステークホルダー主義では、なにがステークホルダーの利益にかなうのかを判断するのは経営者ないし取締役会であると暗黙の裡に前提とされていた。しかし近年、ESG 投資の急速なメインストリーム化にみられるように、機関投資家によるモニタリングが従来の株主価値向上の枠を超えて急速に活発化しつつある。田村（2020）では、この2つの特徴をあわせて「株主主導による新ステークホルダー主義」と呼んでいる。このような状況は、次節に見るように、上場 PBC の問題とも密接に関連している。

なお、以上の流れの中でややトリッキーな位置づけにあるのが、2019年8月に米経営者団体であるビジネスラウンドテーブルが出した「企業の目的に関する声明 (Statement on the Purpose of a Corporation : 「BRT 声明」)」である<sup>53</sup>。

BRT 声明およびそれに伴うプレスリリースでは、1997年以降堅持されてきた株主至上主義 (Shareholder Primacy) の原則撤廃を宣言し、顧客、従業員、サプライヤー、地域社会および株主という全てのステークホルダーに対する基本的なコミットメントを表明した。ここでは株主は最後に言及され、他のステークホルダーと等置されている。BRT 声明は、一般には「米国経営者がついにフリードマン流の株主至上主義と決別した」と歓迎されたが、識者の間ではステークホルダーの利益擁護は是としつつも BRT 声明の動機に疑念を抱く懐疑的な意見も強かった<sup>54</sup>。BRT 声明が出された2019年夏の時点で、米国では大手企業に対する批判が高揚していた。特に、労働者の数百倍にも達する高額の CEO 報酬や、高額所得者の税負担の低さ、企業が様々な税制措置に乗じて税金をあまり払っていないことなど、格差に関する不満は非常に強かった。さらに、2020年の大統領選挙に向けて、当時民主党の有力大統領候補と目されていたバーニー・サンダース上院議員やエリザベス・ウォーレン上院議員による「社会主義的」な動きが脅威になりつつあった。

<sup>53</sup> Business Roundtable Press Release, “Updated Statement Moves Away from Shareholder Primacy, Includes Commitment to All Stakeholders” (August 19, 2019). 以下、BRT 声明について、詳しくは田村 (2020) 参照。

<sup>54</sup> 例えば、ハーバードロースクールのマーク・ロウ教授は、アクティビストに代表される株主からの影響への抵抗と、政治的・社会的な大企業批判への対応を BRT 宣言の背後にある力学として挙げている。Roe (2019). なお、BRT 声明の最大の皮肉は、同声明が大々的に否定した1997年の「株主至上主義」宣言は、すでにその後のビジネスラウンドテーブルによるコーポレートガバナンス原則の改訂で変更され、存在しなくなっていたということである。田村 (2020), 138-139頁参照。

懐疑派の疑念は、BRT 声明はこのような米国大企業への批判をそらしつつ、返す刀で株主の影響力を削ごうとするレトリックに過ぎず、経営者が行動を変えるつもりはまったくないのではないかというものである。実際に、BRT 声明には CEO 報酬の削減や（ダボスマニフェスト2020には含まれている）公正な税金の支払いといった経営者個人や企業にとって痛みを伴う具体的な施策は一切示されていない<sup>55</sup>。

本稿との関係で特に注目されるのは、ウォーレン上院議員が2018年に法案として提出した「責任ある資本主義法（Accountable Capitalism Act）」<sup>56</sup>である。同法案の骨子は、売上高10億ドル以上の米国企業の設立準拠法を州法から連邦法に移して連邦の監督下におき、ベネフィットコーポレーションと同様に、取締役「従業員、顧客、株主、コミュニティを含むすべてのステークホルダーの利益」を考慮する法的義務を負わせるとともに、取締役の40%以上を従業員に選出させるというものである。BRT 声明の骨子であるステークホルダー主義宣言は、ウォーレン上院議員の法案の趣旨と一致する。しかし、ビジネスラウンドテーブルはウォーレン流の「社会主義」を最も恐れていたのである。

その後、JP モルガンチェースは、2021年の株主総会に向けて、PBC への転換を検討し結果を公表すべきという株主提案を受け取った<sup>57</sup>。同社は同提案を総会にかけなくて済むように、自発的に法律事務所に委嘱したPBCへの転換の是非に関する報告書を公表した<sup>58</sup>。2021年1月5日付の報告書は、当時、上場企業がPBCに転換した先例が皆無なこと、通常の株式会社のままでも（ビジネスラウンドテーブル会長でもあるJP モルガンチェース会長のダイモンが署名した）BRT 声明のように、ステークホルダーの利益を考慮することが可能なこと等を列挙し、それを受けて、取締役会はPBCへの転換は会社の利益に適わないと結論付けた。ちなみに、同報告書は「株主と他のステークホルダーの利益が相反する場合には、取締役は受託者責任により株主の利益を増進するように行動する義務がある」と明記しており、株主提案を行ったアクティ

<sup>55</sup> David Gelles & David Yaffe-Bellany, "Shareholder Value Is No Longer Everything, Top C.E.O.s Say," *New York Times* (August 19, 2019) ("There was no mention at the Roundtable of curbing executive compensation, a lightning-rod topic when the highest-paid 100 chief executives make 254 times the salary of an employee receiving the median pay at their company . . . . The Business Roundtable did not provide specifics on how it would carry out its newly stated ideals, offering more of a mission statement than a plan of action. . .").

<sup>56</sup> Accountable Capitalism Act, S. 3348, 115th Cong. (2018) ("A bill to establish the obligations of certain large business entities in the United States, and for other purposes," sponsored by Senator Elizabeth Warren, introduced on August 15, 2018).

<sup>57</sup> Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom, "Shareholder Proposal Submitted by John C. Harrington" (January 11, 2021). Available at: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2021/harringtonjpmorgan011121-14a8-incoming.pdf>.

<sup>58</sup> Richards, Layton & Finger, "Report to the Board of Directors of JPMorgan Chase & Co. Regarding Public Benefit Corporations." (January 5, 2021). Available at: <https://www.jpmorganchase.com/content/dam/jpmc/jpmorgan-chase-and-co/documents/public-benefit-report.pdf>.

ビストは、JP モルガンチェースの決定について、BRT 声明のレトリックに関わらず、結局、株主第一の姿勢を改めるつもりがないと解釈している<sup>59</sup>。

### 3. 上場 PBC

上場 PBC の第 1 号は、2017年に PBC として初めて IPO に成功した Laureate Education である。同社は PE ファンドの KKR 等が出資するオンライン高等教育を提供する企業であり、PBC 転換後に上場した。その後、しばらく後続の上場 PBC は誕生しなかったが、2020年に、ソフトバンクグループも出資していた AI ベースのオンライン損害保険企業の Lemonade と、平飼い飼育された鶏の卵を販売する食品企業 Vital Farms が相次いで PBC として上場した<sup>60</sup>。

この流れは2021年に急加速し、2021年だけで11社もの上場 PBC が誕生した。このうち 4 社は PBC 企業の IPO であり、3 社は SPAC 関連での上場であるが、特筆すべきは既存上場企業の PBC への転換が 4 社もあったことである。とりわけ、Veeva Systems と United Therapeutics の 2 社は、上場 PBC として初めて時価総額が100億ドルを上回る企業となり、ラージキャップにまで上場 PBC が登場したという意味で意義深い。(なお、確認できた限り、現時点での上場ベネフィットコーポレーションは、すべてデラウェア州の PBC である。)

デラウェア州 PBC 法は、立法当時は株式会社から PBC への転換について、非常に高いハードル（発行済株式総数の90%以上）を課しており、現実問題として当面、上場企業が PBC に転換することは極めて難しいと考えられていた。しかし、2015年、2020年の PBC 法改正を経て、転換の議決は発行済株式総数の過半数で済むことになり、一気に転換の手続き的ハードルが下がった<sup>61</sup>。しかし、転換のハードルが下がったとはいえ、既存上場企業の転換には、過半数の議決権を有する株主の賛成が必要である。いったいなぜ、株主は「株主利益以外のステークホルダーの利益もバランス良く考慮する」提案に賛成票を投じたのであろうか。以下、初の上場企業による PBC 転換事例であり、時価総額300億ドルを超える最大の上場 PBC である Veeva Systems の事例について検討してみよう。

Veeva Systems は、製薬会社等のライフサイエンス企業向けのアプリケーションを提供するクラウドコンピューティング（SaaS）企業である。2007年に米国で創業し、

<sup>59</sup> Ross Kerber, "JP Morgan's board rejects switch to stakeholder-focused entity," Reuters (February 9, 2021). Available at: <https://www.reuters.com/article/us-jp-morgan-investors-esg-idUSKBN2A91C6> .

<sup>60</sup> Belonick et al. (2020) 参照。

<sup>61</sup> また、2022年改正で、PBC 取締役の責任がさらに限定されたことも、上場 PBC 化の検討に際しては非常に重要なファクターである。

図表2：米国の上場 PBC

社名 <sup>(注1)</sup> (すべてDelaware法人)	B Corp 認証	上場/転換年 <sup>(注2)</sup>	上場市場	上場手法 <sup>(注3)</sup>	時価総額 <sup>(注4)</sup> (百万ドル)	事業内容	備考
Laureate Education	○	2017	Nasdaq	IPO	1,970	オンライン 高等教育	PBC 上場第1号
Lemonade	○	2020	NYSE	IPO	1,215	損害保険 テック	ソフトバンクが VC 投資
Vital Farms	○	2020	Nasdaq	IPO	363	倫理的食品	
Allbirds	○	2021	Nasdaq	IPO	745	靴、アパレル 販売	
Amalgamated Financial Corp	○	2021	Nasdaq	Conversion	629	銀行	金融業界初の上場 PBC
AppHarvest	○	2021	Nasdaq	De-SPAC	411	環境的 屋内農場	PBC の Appharvest が SPAC の Novus Capital と 合併して上場
Broadway Financial Corp	○	2021	Nasdaq	Conversion	72	銀行 持株会社	CFBanc との合併時に転換
Coursera	○	2021	NYSE	IPO	2,266	オンライン 学習	Laureate Education が VC 出資
Planet Labs		2021	NYSE	De-SPAC	1,244	衛星画像	SPAC の dMY Technology Group と合併して上場
Sustainable Development Acquisition I Corp		2021	Nasdaq	SPAC IPO	388	環境関連 企業との 合併を企図	SPAC として初の PBC 上場
United Therapeutics		2021	Nasdaq	Conversion	10,876	バイオテック テクノロジー	
Veeva Systems		2021	NYSE	Conversion	31,446	医薬向け クラウド	2013年上場
Warby Parker	○	2021	NYSE	IPO	1,380	アイウェア (眼鏡)	Direct Listing による上場
Zymergen		2021	Nasdaq	IPO	203	バイオ テクノロジー	
Greenlight Biosciences HD	pending	2022	Nasdaq	De-SPAC	264	バイオ テクノロジー	SPAC の Environmental Impact Acquisition Corp と合併して上場
{Chobani}		pending	N/A	{IPO}	N/A	ギリシャ ヨーグルト	IPO 延期

[注1] 上場 PBC のリストアップおよび B Corp 認証の有無は原則として B Impact Assessment ホームページ、Publicly Traded B Corps (下記 URL、Modified on: Feb 4, 2022) によるが、一部諸種資料により補足  
<https://kb.bimimpactassessment.net/support/solutions/articles/43000632643-publicly-traded-b-corps>

[注2] 上場 / 転換年は、PBC としての IPO については上場年、Conversion については転換年、De-SPAC については De-SPAC 年

[注3] 上場手法のうち、IPO は上場時にすでに PBC であったもの、Conversion は上場企業が PBC に転換したものの、SPAC は SPAC との合併により上場 PBC となったもの

[注4] 2022年7月15日終値ベース (Yahoo! Finance)

出所：諸種資料より作成

その後、アジア、ヨーロッパの160カ国以上で事業を展開している<sup>62</sup>。同社は2021年1月の臨時株主総会で、定款変更によるPBCへの転換議案を諮り、投票株主の議決権の99%の支持という圧倒的多数でPBCへの転換が決議された<sup>63</sup>。しかし、なぜそのような圧倒的多数の株主が、一見、株主重視を後退させるかのようなPBCへの転換に賛成票を投じたのであろうか。その答えは、臨時株主総会の招集通知に相当する委任状勧誘書面<sup>64</sup>から窺うことができる。

委任状勧誘書面によれば、PBCに転換する目的は、従来から有している同社のコアバリューである「正しいことをする (do the right thing)」、「顧客の成功」、「従業員の成功」、「スピード」と法的責務の整合性を高めることである。PBCへの転換は、顧客や従業員にとって価値がある一方、投資家の権利を薄めるものではなく、長期的な財務パフォーマンス向上につながる可能性があり、株主価値創造につながると説明する。そもそも長期的に成功している企業はステークホルダーの利益も重視しているものであり、均衡配慮義務が長期的な株主価値の最大化につながる可能性は考え難いというのが同社の信念である。なお、PBC化に関連して、同社の事業戦略担当役員は、「当社の事業運営には何ら変化はないだろう」と述べる一方、「従業員の採用や顧客との関係構築にはプラスである」とマーケティング的なメリットも認めている<sup>65</sup>。

PBCへの転換に際しては、初の上場企業のPBC転換の試みであり先例がないことから、取締役会はPBCについて徹底的な研究を行い、2020年9月にPBC化について株主の意見を求めることを公表した後、上位株主の多くと意見交換を行った。その際に同社が株主に強調したのは、PBC化はなんら長期の収支予測や2025年度の売上目標等を変えるものではないということである。これらの丁寧なプロセスが99%以上という圧倒的な支持につながったものと思われる<sup>66</sup>。Veeva Systemsの株主の立場から考えれば、もともと同社のビジネスモデルがPBCと相性が良い上に、PBC化は事業面でもプラスに働く可能性があること、経営陣が株主価値創造にコミットしていることに加え、デラウェア州法の転換のハードルが大幅に下がったことにより、PBC形態が不都合になればいつでも一般の株式会社に再転換できることも安心材料につながったものと思われる。

<sup>62</sup> 「世界シェア、驚異の80% — ライフサイエンスにおける未来は、Veevaに託された」Forbes Japan (2021年3月3日)。 Available at: <https://forbesjapan.com/articles/detail/40081> .

<sup>63</sup> Veeva Systems, Press Release: “Veeva Becomes First Public Company to Convert to a Public Benefit Corporation” (January 13, 2021). なお、臨時株主総会では、同時に買収防衛策である取締役の期差選任制の廃止も承認された。すなわち、PBC転換は、株主によるガバナンス強化とセットで提案された。

<sup>64</sup> Veeva Systems, Proxy Statement, filed on December 3, 2020.

<sup>65</sup> Ed Miseta, “Why Did Veeva Become A Public Benefit Corporation?” Clinical Leader (February 11, 2021).

<sup>66</sup> 以上、Sterling & Miazad (2022) による。

## 4. PBC と ESG の関係

さらに一般的に上場企業の PBC 化への強力な追い風になっているのが、「株主主導の新ステークホルダー主義」の潮流である。米国でアクティビスト・ヘッジファンドの台頭により株主の経営への影響力が高まったのも、ESG・サステナビリティ投資残高が急激に伸びたのも<sup>67</sup>、デラウェア州 PBC 法が制定された2013年以降のことである。最近の ESG 投資の特徴は、企業の自主的イニシアティブであった CSR と異なり、株主・投資家が投資先の企業に ESG や持続可能性に配慮した経営を求めるということである。そのような株主からすれば、企業が PBC として定款で社会的目的を明記することは、当該企業のビジネスモデルに適合し、ガバナンス面で問題がない限り、むしろ歓迎すべき場合も多いであろう。なぜなら、デラウェア州 PBC 法では、公益目的の遂行を求める責務は株主に委ねられており、法的にも株主として取締役直接的な株主利益にとどまらない公益目的の遂行を求める大義名分が与えられるからである<sup>68</sup>。確かに現行のデラウェア州 PBC 法では、株主が取締役の選解任や定款変更を通じて公益目的を無にすることも比較的容易であるが<sup>69</sup>、逆にいえば、PBC 法を通じて株主が企業による公益目標を推進することも容易になるということである。

ESG 投資により企業が ESG の向上を求められることや、PBC 化によりステークホルダーや環境など社会全体にとっての価値創造をミッションとすることは、少なくとも一定以上の規模の上場企業にとって、株主価値創造の責任を免除することにはならないであろう。なぜなら、社会全体の価値というパイを拡大して公正に分配すれば、結果的に株主価値も高まるはずだからである。ESG や PBC 化により株主価値拡大の責務が免除されないのみならず、その利益の上げ方が正しいものであるかまで株主から問われるという意味で、株主の精査 (Scrutiny) の度合いはより高まるであろう。パーパス経営の信奉者であるファベール CEO の下で、ESG 重視の経営を行ってきたダノンは、2019年にフランス版のベネフィットコーポレーションが法制化<sup>70</sup>されると、直ちにベネフィットコーポレーションに転換した。しかし、2021年3月、ダノン取締役会はアクティビスト株主からの圧力にさらされてファベールを解任した。株主が異を

<sup>67</sup> US SIF (2021), 1 頁, Figure A 参照。

<sup>68</sup> このように、ESG やサステナビリティと PBC は相補的な関係にあるが、他方で ESG 的な要素を法制化する EU の Sustainable Governance Framework のような取り組みが進展すれば、少なくとも上場企業については別途、PBC 法を活用する必要性は低下するかもしれない。Ferrarini & Zhu (2021) 参照。

<sup>69</sup> Fisch & Solomon (2021), 1-2頁。

<sup>70</sup> 米国以外で最初にベネフィットコーポレーション制度を立法化したのは、2016年のイタリアである (名称は「Società Benefit」)。その後、EU 諸国ではフランスが2019年に「Entreprise à Mission (ミッションを有する企業)」という名称で法制化を行っている。Ferrarini & Zhu (2021), Section 2.3 参照。なお、英国の「Community Interest Company」やドイツの「gGmbH」も広く公益目的の営利企業であるが、利益の出資者への分配が制限されるなど米国型ベネフィットコーポレーションとはかなり異なる。新しい資本主義実現会議 (第 6 回)「基礎資料」(2022年4月28日) 21頁参照。

唱えたのは、ダノンが ESG 経営を推進したことではなく、同様に ESG 経営を推進するネスレやユニリーバに比べて業績が劣後していたからである<sup>71</sup>。

このように、ESG は株主価値向上の責務を免除するものではないが、他方で、ESG 投資のメインストリーム化が、株主価値以外にもバランス良く考慮するPBCを上場企業としてワーカブルなものにしているというのは興味深い。もともとデラウェア州PBC法は、公益目的遂行に関する取締役の責任追及や報告義務等の点において非常に縛りの緩いものであり、最大の懸念はガバナンス面の懸念により投資家の支持が得られないのではないかとという点であった。PBC法では取締役の選任や公益目的を履行させる訴訟の原告適格が株主に限定されていることから、支配株主の存在する非上場企業等では実質的な問題は小さいが、所有と経営の分離した上場大企業では「均衡配慮義務」を口実にした株主に対する受託者責任の希薄化が問題と考えられていた。しかし、2013年頃を境に株主の経営に対する影響力が急速に高まる中、そのような懸念は、少なくとも米国においては、やや後退しているように思われる。むしろ、欧州に遅れて米国でも高まってきた ESG・サステナビリティ投資の観点からは、企業のビジネスモデルやガバナンスの状況によっては、Veeva Systems の例に見られるように、PBC化は投資家にとっても好ましい場合も出てきている。

確かに、現行のデラウェア州 PBC 法は、ステークホルダー利益擁護の観点からは不徹底な制度であり、株主の立場からはガバナンスの不透明な制度である。しかし、ストライン判事は以下のように述べて PBC 法の漸進主義を擁護している<sup>72</sup>。

ベネフィットコーポレーション制度は米国の伝統的な会社法の伝統に基づいた控えめな進化であり、ラディカルな刷新よりも漸進的かつ実行可能な改革を積み重ねるというリベラルな伝統に則っている。しかし、この進化は非常に重要なものとなる可能性をはらんでいる。なぜなら、もし市場で広く受け入れられれば、ベネフィットコーポレーションモデルは、企業は単に株主の最善の利益のためだけでなく従業員、消費者、コミュニティ、さらには社会全体の最善の利益のためにも経営されるべきであるという思想に、実際に力を与え得るからである。

すなわち、現在の PBC 法の真の力は、実体的な法的権利義務の変更という部分よりも、思想の転換にある。この考え方は、近年急速に影響を増している、企業の目的として地球環境や社会問題までも包含した拡張されたステークホルダー利益を重視し、その実行を株主（機関投資家）が企業に迫るという ESG・サステナビリティ投資に象徴されるような「株主主導の新ステークホルダー主義」とも整合的である。

<sup>71</sup> “Danone: a case study in the pitfalls of purpose: CEO’s departure shows need to marry sustainability with profitability,” ft.com (March 18, 2021).

<sup>72</sup> Strine (2014), 242頁〔筆者訳〕。

## 第IV章 日本版 PBC について

日本の会社法でも、取締役は株主の利益だけを考えなければならないと書いてあるわけではないが、取締役は株主に対して受託者責任を負うものと法文・判例を総合して考えられている。例えば、レックス・ホールディング事件東京高裁判決<sup>73</sup>は、以下のように判示する。

株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される。

しかし、米国法同様に日本でも通常の経営の局面では経営者には非常に広い裁量権があり、かつ米国ほど株主価値最大化が社会通念として要請されてきたわけではない。また、有事に際しても、日本では一般にはレブロン原則までは適用されるわけではない。したがって、ベン & ジェリーズのようなケースに対処するためには特段の立法措置は必要ないであろう。

さらに、現行の会社法下で、エーザイやユグレナなど定款に公益目的を謳う企業も出現している<sup>74</sup>。エーザイは2022年の定款変更で企業理念として「本会社は、日本発のイノベーション企業として人々の健康憂慮の解消と医療較差の是正という社会善を効率的に実現する。」と規定している<sup>75</sup>。また、ユグレナは2021年の定款変更で、企業の目的を「当会社は、持続可能な社会の実現を目指して、次の事業及びこれに付帯する一切の事業を営むことを目的とする。」として、具体的にSDGsの17の目標に対応する17項を列挙している<sup>76</sup>。

以上のような状況下で、日本におけるベネフィットコーポレーション立法を考えるに際して重要なポイントをいくつか列挙してみたい。

第一に、デラウェア州PBC法のような「緩やか」な制度とするか、より法的実効性を高めた「固い」制度とするかである<sup>77</sup>。「固い」制度とは具体的には、デラウェア州PBC法について批判される、株主以外による公益責任追及の手段の具備や、公益報

<sup>73</sup> 東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁。戸門 [2014] 参照。

<sup>74</sup> これらの定款の法的効力については、近澤=川本 (2022b) 参照。

<sup>75</sup> エーザイプレスリリース「定款の一部変更に関するお知らせ」(2022年5月13日)。

<sup>76</sup> ユグレナプレスリリース「臨時株主総会(バーチャルオンリー株主総会)の開催日時等の決定及び定款一部変更に関するお知らせ」(2021年8月5日)。

<sup>77</sup> 法的論点については、近澤=川本 (2022b) でも論じられている。

告書によるディスクロージャー強化（第三者認証を含む）等である。しかし、あまりに「固い」制度にすると上場企業での利用が見込めなくなるおそれがあり、また上場でのEXITを視野に入れるスタートアップに対するVC投資の獲得も困難になると思われる。ストライン判事の言う「漸進主義」に従い、「緩やか」な形で制度設計を行った方が、現実社会へのインパクトがより期待できるであろう。

第二に、上場企業におけるエージェンシー問題への対処である。米国ではもともと上場企業のガバナンスは独立取締役主体であり、日本よりも株主利益への配慮が強かったにもかかわらず、PBC法については、取締役の責任対象を株主から幅広いステークホルダーに拡張することにより取締役の責任の所在が曖昧になり、結果的にエージェンシー問題が深刻化すると批判が根強い。しかし、PBC法では通常の株式会社と同様にあくまで取締役の選解任権は株主にあり、近年の実態面での株主の経営への影響力増大により、立法時に比べるとややそのような懸念は薄らいだように思われる。それが最近の相次ぐ上場PBCの誕生にもつながっている。このように、取締役の選解任権を株主が握っている限り、上場ベネフィットコーポレーションのガバナンス問題を考えるうえで重要なのは、単なる法文の規定だけでなく、それが実態的にどう機能するかである。

日本のコーポレートガバナンス改革は、近年大きく進展しているものの、まだ途上であり、取締役会の独立性・実効性も一般的には十分に確保された状況とは言い難い。そのような中で「均衡配慮義務」のような内容が入ると、例えば敵対的買収防衛の局面において、株主利益にかかわらず他のステークホルダーの利益を口実に安易に防衛策を発動するような事態も懸念される。したがって、日本でベネフィットコーポレーション立法を行う際に、上場企業については、取引所規則による「上乗せ規制」として、最低限でもプライム市場上場企業に適用されるコーポレートガバナンス・コードの主要部分を“Comply or Explain”ベースではなく強制ベースで適用すべきであると考えられる。それは、投資家にとっても歓迎すべきことであろう。

第三に、上記の論点とも関係するが、上場企業におけるコーポレートガバナンス・コードとの関係である。現行のコーポレートガバナンス・コードは、基本原則4で「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し・・・」と取締役会の株主に対する受託者責任を定め、基本原則2で「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする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ことを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。」と持続的成長のためのステークホルダーとの協働を促している。

日本で上場ベネフィットコーポレーションが誕生した場合、コーポレートガバナンス・コードとの関係はどうなるであろうか。「株主に対する受託者責任」が均衡配慮義務的なベネフィットコーポレーションの規定にそぐわない場合、形式的には「Comply

せずに Explain する」ことも可能であるが、それで良いのであろうか。それとも、「適正な」ベネフィットコーポレーションの目的を包含する形に、現行の基本原則を改訂すべきなのであろうか<sup>78</sup>。いずれにせよ、少なくとも、海外投資家の間でも評価の高い日本のガバナンス改革が後退したという印象を与えないためにも、受託者責任の対象を株主以外にも拡大するのであれば、同時にガバナンス規定を一層強化することが必須であらうと思われる。

<sup>78</sup> 例えば、英国の現行コーポレートガバナンス・コード（2018年版）の基本原則 A では、“A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society.”と規定している。

### 【参考文献】

1. Alexander, F., Hamermesh, L., Martin, F., Monhait, N., 2014. M&A under Delaware’s public benefit corporation statute: a hypothetical tour. *Harvard Business Law Review* 4 (2), 255-280.
2. Belonick, A., MacCormac, S., Silva, A., 2020. Morrison & Foerster discusses publicly traded public benefit corporations. *The CLS Blue Sky Blog* (September 16, 2020).
3. Blount, J., Offei-Danso, K., 2013. The benefit corporation: a questionable solution to a non-existent problem. *St. Mary’s Law Journal* 44 (3), 617-670.
4. Chu, J., 2012. Filling a nonexistent gap: benefit corporations and the myth of shareholder wealth maximization. *Southern California Interdisciplinary Law Journal* 22 (1), 155-192.
5. Clark, W., Babson, E., 2012. How benefit corporations are redefining the purpose of business corporations. *Williams Mitchell Law Review* 38 (2).
6. Clark, W., Vranka, L., 2013. White paper - the need and rationale for the benefit corporation: why it is the legal form that best addresses the needs of social entrepreneurs, investors, and ultimately, the public. Version of January 18, 2013.
7. Dorff, M., Hicks, J., Solomon, S., 2021. The future or fancy?: an empirical study of public benefit corporations. *Harvard Business Law Review* 11 (1), 113-158.
8. El Khatib, K., 2015. The harms of the benefit corporation. *American University Law Review* 65(1), 151-189.
9. Ferrarini, G., Zhu, S., 2021. Is there a role for benefit corporations in the new sustainable governance framework? ECGI Law Working Paper N° 588/2021. Available at SSRN: [http://ssrn.com/abstract\\_id=3869696](http://ssrn.com/abstract_id=3869696).
10. Fisch, J., Solomon, S., 2021. The “value” of a public benefit corporation (April 14, 2021 Draft). Faculty Scholarship at Penn Law. 2225. (Forthcoming in Elizabeth P., Thompson, P., eds. *Research Handbook on Corporate Purpose and Personhood*. Elgar.) Available at: [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/2225](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2225).
11. Gilbert, J., Simon, D., Steiker, J., 2013. Ben & Jerry were right. *Stanford Social Innovation Review* (Winter 2013).

12. Hiller, J., Shackelford, S., 2018. The firm and common pool resource theory: understanding the rise of benefit corporations. *American Business Law Journal* 55 (1), 5-52.
13. Lan, G., 2021. Benefit corporation directors: transparency, third-party standards and commitment. *Journal of Law, Business & Ethics* 27, 1-8.
14. Littenberg, M., Oldshue, E., Pifer, B., 2020. Delaware public benefit corporations: recent developments. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (August 31, 2020).
15. Page, A., Katz, R., 2012. The Truth about Ben and Jerry's. *Stanford Social Innovation Review* 10(4), Fall 2012.
16. Porter, M., Kramer, M., 2011. Creating shared value: how to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review* (January-February 2011).
17. Roe, M., 2019. Why America's CEOs are talking about stakeholder capitalism. *Project Syndicate* (November 4, 2019).
18. Simmerman, A., Greecher, R., Currie, B., Blake, R., 2022. Converting to a Delaware public benefit corporation: lessons from experience. *Wilson Sonsini, Client Advisories* (January 27, 2022).
19. Sterling, A., Miazad, A., Louie, D., 2022. Veeva Systems: the journey to converting to a public benefit corporation. *Berkeley Law Executive Education* (January 20, 2022). Available at: [http://executive.law.berkeley.edu/wp-content/uploads/2022/04/Veeva-Systems-The-Journey-to-Converting-to-a-Public-Benefit-Corporation-Case-Study\\_012022A.pdf](http://executive.law.berkeley.edu/wp-content/uploads/2022/04/Veeva-Systems-The-Journey-to-Converting-to-a-Public-Benefit-Corporation-Case-Study_012022A.pdf).
20. Strine, L., 2012. Our continuing struggle with the idea that for-profit corporations seek profit. *Wake Forest Law Review*, 47 (1), 135-172.
21. Strine, L., 2014. Making it easier for directors to do the right thing. *Harvard Business Law Review* 4 (2), 235-254.
22. US SIF, 2021. Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020 (Executive Summary). Available at: <https://www.ussif.org/files/Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>.
23. 近澤諒, 川本健, 2022a. 「上場会社のベネフィットコーポレーション化の可能性 (上)」 *商事法務ポータル*4055 (2022/7/11).
24. 近澤諒, 川本健, 2022b. 「上場会社のベネフィットコーポレーション化の可能性 (下)」 *商事法務ポータル*4056 (2022/7/12).
25. 田村俊夫, 2016. 「啓発された株主価値: エンゲージメントの共通尺度を求めて」 *みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』* 2016年秋季 vol.41, 33-81.
26. 田村俊夫, 2020. 「株主主導の新ステークホルダー主義: ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス」 *みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』* 2020年夏季 vol.56, 134-183.