



インパクトコンソーシアム第1回アドバイザリー委員会  
プレゼン資料

# インパクト機運醸成のためのアプローチと法的課題

---

2025年1月22日

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業

パートナー弁護士 山本 晃久

# 報告者紹介



## 山本 晃久

Akihisa Yamamoto

パートナー | 東京

M&A・コーポレート

a.yamamoto@nishimura.com

### | 学歴

- 2007年 東京大学法学部(LLB)
- 2009年 東京大学法科大学院(JD)
- 2020年 The University of Michigan Law School(LLM)
- 2022年 London Business School(MBA)

### | 経歴

- 2011年 - 西村あさひ法律事務所入所
- 2023年 - 経済産業省 J Startup Impact 選定検討会 委員
- 2024年 - 一般社団法人スタートアップデータ標準化協会 理事  
金融庁 インパクトコンソーシアム アドバイザリー委員会 委員

### | セミナー・講演・執筆

セミナー：「M&A契約のポイント」(金融財務研究会)、「TOB実務のポイント」(金融ファクシミリ新聞) 他多数

講演：「マルチステークホルダー経営の視点から見た会社法の諸論点について」(関西経済連合会)、「日本におけるベネフィットコーポレーションの導入に向けて」(経済同友会)、「インパクト金融の現状」(FDSF Impact Conference 2024)

執筆：「受託者責任とサステナビリティ投資をめぐる議論の諸相(上)(下)」(金融法務事情)、「『周辺学』で差がつくM&A」(ビジネス法務連載)、「新英国上場規則(UKLR)導入によるイギリスの上場制度改革に関する概要」、「女性取締役比率を含むイギリスの取締役会の多様性に関する開示規制の概要」、「サステナビリティ経営におけるB Corp認証制度の利用」「インパクト投資の普及に向けた法的論点の整理」等(西村あさひニューズレター)、「会社法実務相談」(商事法務)、「企業労働法実務相談」(商事法務)他多数

国内外のM&A、JVを含む事業提携、事業承継、エクイティファイナンス、非同意型買収、買収防衛対応等を多数取り扱う。株主総会対応、アクティビスト対応、コートレートガバナンス、労働法務、紛争対応等一般的な企業法務全般に関する経験も豊富。

企業のサステナビリティの観点からの戦略的な事業展開・ガバナンス戦略、ESG投資やインパクト投資を含むサステナブルファイナンス、インパクトスタートアップ等のソーシャルエンタープライズ支援等のサステナビリティ関連の業務にも力を入れている。

スタートアップの資金調達、IPO、新規事業展開のためのサポートも行う。

### | 近時の代表的な案件実績

- Bain Capital：ジャムコの完全子会社化 (2025)
- Sakana AI：NVIDIAを含む海外投資家からの資金調達(2024)、国内のリーディングカンパニーからの資金調達(2024)
- Heralbony：パリへの進出サポート等 (2024)
- Sagri：東南アジアにおけるカーボンクレジット創出プロジェクト等 (2024)
- NECネットエスアイ：NECによる完全子会社化 (2024)
- ハウスコム：大東建託による完全子会社化 (2024)
- 日本郵船：ENEOSオーシャンの海運事業の取得 (2024)
- INPEX：国内における石油・天然ガス事業の分社化 (2024)
- B Market Builder Japan：B Lab Globalの日本拠点の設立 (2024)
- 内閣府：「ソーシャル・インパクト・ファンド等に関する国外の先行事例等調査報告書」(令和5年度委託調査報告書)に関する有識者ヒアリング (2024)
- 関西経済連合会：中長期目線の経営を後押しする環境の整備に関する委託調査(2024)
- ナガホリ：名誉毀損及びプライバシー侵害に基づく損害賠償請求訴訟(2024)、株主総会決議取消訴訟(2024)
- IESEビジネススクールの学生：日本におけるトラディショナル型サーチファンドの組成 (2024)
- 本田技研工業：八千代工業の完全子会社化・売却 (2023)、ミネバアミツミへのホンダロック株式の譲渡(2022)
- 内閣官房 新しい資本主義実現会議：新たな法人形態に関する委託調査(2023)
- ベントール・グリーンオーク：リーガロイヤルホテルの買収(2023)
- 精養軒：株式併合による非公開化(2023)
- 東宝：国際事業の分社化(2023)
- 合同会社四国まちづくり&おもてなしプランニング：マンダリンオリエンタルとの協業によるホテル事業への参入(2023)
- 三菱UFJ銀行：カム株式の取得(2022)、東銀リース株式の追加取得(2022)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループ：中京銀行の経営統合に伴う保有株式売却(2022)
- 三菱マテリアル：ダイヤソルトの譲渡(2022)
- 丸和運輸機関：ファイズホールディングスの連結子会社化(2022)
- エクサウィザーズ：東京証券取引所へのIPO(2021)他多数

# インパクト機運醸成のための複合的なアプローチの必要性

## ▶ ファイナンスサイドからのアプローチ

- ✓ インパクト投資の法的位置づけの整理 (受託者責任の考え方の明確化等)
- ✓ ベストプラクティスの形成に向けた取り組み(モデル契約の作成等)

## ▶ 企業サイドからのアプローチ

- ✓ 会社の目的・存在意義、経営者の役割の再考 (株式会社以外の法人形態の導入、取締役の善管注意義務の解釈等)
- ✓ 上場企業のオーナーシップの在り方の再考 (上場種類株式の利用等)

# 受託者責任の考え方の明確化

## ▶ インパクト投資の法的位置づけの整理

- ✓ インパクト投資は、投資として一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的 効果」の実現を企  
図する投資 (2024年3月「インパクト投資(インパクトファイナンス)に関する基本的指針」)
- ✓ 投資運用等における受託者責任は基本的には受益者や投資者の経済的利益を念頭においたものである  
ため、非財務要素であるサステナビリティ要素 (とりわけインパクト要素) を考慮する投資が、受託  
者責任と統合的に整理できるのか？
  - 投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるこの観点から、インパクトを含む非財務的  
要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない (2024年6月「新しい資本主義のグ  
ランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」)
  - アセットオーナーにおいては、ステークホルダーの考えや自らの運用目的に照らして必要な場合  
には、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うこと…も考えられる (2024年  
8月「アセットオーナープリンシプル」)
- ✓ 統合的に整理できるとして、受託者の法的役割・責任は具体的にどのようなものとなるのか？
- ✓ 各アセットオーナーが受託者責任の観点から懸念なくインパクト投資を行える理論面・制度面を含め  
た環境整備が必要

# ベストプラクティスの形成に向けた取り組み

## ▶ トランザクションコストの低減・予測可能性の向上

- ✓ 我が国においてインパクト投資を行っていく際に、そのスキーム、ドキュメンテーションについての整理・分析等が十分に行われていないため、**場当たりの対応しているケースも少なくない**という理解
- ✓ 日本の法制度を前提とした場合にどのようなスキーム(休眠預金やブレンデッドファイナンス含む。)が採用可能か、目的に照らしてどのようなスキームが適切か、インパクトの実現を企図する場合に法的観点からどのような条項をドキュメンテーションに落とし込むべきか、インパクトウォッシュ対策としてどのような規制が望ましいかといった点についての議論は未成熟
- ✓ **先行している海外のマーケットプラクティスを参考にしながら、日本の制度・実態に即したモデルとなるスキーム・契約を作成し、それに基づいてプラクティスを積み重ねていきベストプラクティスを生み出していくことが、マーケット全体の予測可能性を高めるとともに、トランザクションコストを低減することにつながるのではないか？(特にスタートアップの文脈では、日本独特のスタートアッププラクティスの中で対応していく結果、日本独自のプラクティスがたこつぼ的に発展していくことが懸念される)**

# ベストプラクティスの形成に向けた取り組み

## ▶ 契約条項の利用実態 (統計分析)

Journal of Financial Economics 142 (2021) 697–718

Contents lists available at ScienceDirect

Journal of Financial Economics

journal homepage: [www.elsevier.com/locate/jfec](http://www.elsevier.com/locate/jfec)

Contracts with (Social) benefits: The implementation of impact investing<sup>\*</sup>

Christopher Geczy<sup>a</sup>, Jessica S. Jeffers<sup>b,\*</sup>, David K. Musto<sup>a</sup>, Anne M. Tucker<sup>c</sup>

<sup>a</sup> Wharton School of the University of Pennsylvania, 3620 Locust Walk, Philadelphia, PA 19104, United States  
<sup>b</sup> Booth School of Business, University of Chicago, 5807 S. Woodlawn Ave, Chicago, IL 60637, United States  
<sup>c</sup> College of Law, Georgia State University, 85 Park Place NE, Atlanta 30316, Georgia

ARTICLE INFO

Article history:  
Received 9 December 2019  
Revised 22 April 2020  
Accepted 13 May 2020  
Available online 16 January 2021

JEL codes:  
A13  
D23  
D86  
G24  
K12

Keywords:  
Impact investing  
Contracts  
Venture capital  
Private equity  
Socially responsible investing

ABSTRACT

We draw on new data and theory to examine how private market contracts adapt to serve multiple goals, particularly the social-benefit goals that impact funds add to their financial goals. Counter to the intuition from multitasking models (Holmstrom and Milgrom, 1991), few impact funds tie the compensation directly to impact, and most retain traditional financial incentives. However, funds contract directly on impact in other ways and adjust aspects of the contracts such as governance. In the cross-section of impact funds, those with higher profit goals contract more tightly around both goals.

© 2021 Published by Elsevier B.V.

複数のビジネススクール・ロースクールの教授らによる、2021年に公表された各国の53の海外のインパクトファンドと96のポートフォリオカンパニーが作成した207の契約書やタームシートを分析した論文

- ファンド契約・投資先契約別に、契約条項の規定条項等を分析
- ほぼすべてのファンド(98%)が、インパクト追求の意図に関連する条項を定めている一方、インパクトファンドの報酬がインパクトに直接結び付けられているものは少なく、ほとんどは従来の財務インセンティブを維持している
- ガバナンスについても、インパクトファンドは、90%以上の割合でLPにインパクト委員会といった諮問委員会へ参加する役割を付与しており、これは(通常のファンドと比べた)インパクトファンド特有の特徴であるといった指摘がなされている

### 1. Introduction

The last two decades have seen impact investing emerge and rapidly grow as a sector of the private markets, exceeding 13,000 deals and \$33 billion per year in 2019.<sup>1</sup> The addition of a social-benefit goal alongside the goal of financial performance sets impact investing apart from conventional private equity (PE) or venture capital (VC) investing.<sup>2</sup> For example, an impact fund might finance

<sup>\*</sup> We are grateful to the Wharton Social Impact Initiative, and in particular to Katherine Klein, Nick Ashburn, Jacob Gray, Harry Douglas, Michael Brown, WSII fellows, and participant fund general partners, for making this paper possible. We also thank Shawn Cole, Steve Kaplan, Adair Morse, Robert Vishny, Ting Xu, and Ayako Yasuda; attendees at NBER Entrepreneurship, PERC, MFA, Berkeley's Third Annual Corporate Law Symposium, PRI, GRASFI, the Impact & Sustainable Finance Faculty Consortium, the Grunin Center for Social Impact & Enterprise, Berkeley Impact Capital Managers, and WAPFIN; and seminar participants at the University of Chicago, the University of Miami, IUP, HEC, and IBS. Ari Conterato, Tianshu Lyu and Philip Trammell provided excellent research assistance, and we thank the Fama-Miller Center for support.

<sup>\*</sup> Corresponding author.  
E-mail addresses: [geczy@wharton.upenn.edu](mailto:geczy@wharton.upenn.edu) (C. Geczy), [jessica.jeffers@chicagobooth.edu](mailto:jessica.jeffers@chicagobooth.edu) (J.S. Jeffers), [musto@wharton.upenn.edu](mailto:musto@wharton.upenn.edu) (D.K. Musto), [amtucker@gsu.edu](mailto:amtucker@gsu.edu) (A.M. Tucker).

<sup>1</sup> See "2019 Annual impact investor survey," Global Impact Investing Network (GIIN), 2019.

<sup>2</sup> There is ongoing debate about the definition of impact investing (see, e.g., "The state and future of impact investing," Forbes, February 23, 2012), with some arguing that impact investment should require an outcome that would not occur but for the investment [i.e., "additionality" (Brest et al., 2018)]. The GIIN outlines its own core principles of impact in-

Geczy, C., Jeffers, J. S., Musto, D. K., & Tucker, A. M. (2021). Contracts with (social) benefits: The implementation of impact investing. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 697-718

# ベストプラクティスの形成に向けた取り組み

## ▶ インパクト投資モデル契約策定の取り組み



Impact Term Sheet 2.0: <https://www.lisi-law.eu/impact-term-sheet>

Term Sheets & Case Studies:  
<https://www.impactterms.org/case-studies-term-sheets/>

- 契約においてインパクトに関連する規定を設けるかは、インパクトウォッシュを避けるという側面の他に、投資期間中における事業運営・インパクトの実現についての価値観・行動指針についての共通の認識を持つことで、最終的なインパクト目標の実現にも貢献すると考えられている
- 海外ではインパクト投資に関する契約条項についての認識や理解を促進しようという取り組みも広がってきている
- 例えば、欧米を中心とする弁護士等から組成される有志の団体であるLISI(Legal Innovation for Sustainable Investments)やインパクト投資に関するターム・事例の紹介を行うThe Impact Terms ProjectによるTerm Sheets & Case Studies等実際のタームシートや契約条項の例、考慮すべき要素等についての情報提供も行われている

# 会社の目的・存在意義、経営者の役割の再考

## ▶ 株式会社以外の法人形態の可能性

- ✓ 従来、日本において民間の法人が何らかの公的役割を担おうとする場合、法人形態として、株式会社・合同会社といった会社法上の営利法人や、NPO法人・社団法人・財団法人等の非営利法人が選択されることが一般的
  - これらの法人形態については、営利法人の場合には取締役の善管注意義務の問題も含め収益性を犠牲にして社会的事業を行うことに一定の制約があり得る点、非営利法人の場合にはリターンを求める投資家からの資金調達が困難である点等が悩ましい問題となり得る
- ✓ 2022年6月に決定・公表された『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画』及び2023年6月に決定・公表された『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版』においては、「民間で公的役割を担う新たな法人形態」(日本版Public Benefit Corporation)の導入可否が検討された
  - 2023年3月31日には、内閣官房より『米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書』(西村あさひ法律事務所による調査。[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/wgkaisai/bc\\_houkokusyo/hontai.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf))が公表され、米国その他の国において導入されている営利性と非営利性の両立を認める法人形態に関する調査結果を報告
  - 2024年6月21日に公表された『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版』では「民間で公的役割を担う新たな法人形態の制度について、中長期的に検討を進める。」として検討対象として維持されている

# 会社の目的・存在意義、経営者の役割の再考

## ▶ ベネフィットコーポレーション (公益も目的とする法人形態)

- ✓ 営利企業でありながら経済的・社会的目的の実現(公益実現)を追求するハイブリッド型企业の一種(国や州ごとに制度の詳細は異なる)
  - 株主利益だけでなく、他のステークホルダーに対する便益やポジティブな影響をもたらすことを目的に掲げた経営を行う会社形態であり、その内容を定款に記載することが求められる
  - ベネフィットコーポレーションにおける取締役は、取締役の注意義務として、株主の関心や便益だけでなく、企業の行動によって影響を受けるステークホルダーを考慮することが求められる
- ✓ デラウェア州のベネフィットコーポレーション(Public Benefit Corporation) の基本的な枠組みは以下の通り
  - PBCの取締役は、株主の経済的利益、当該PBCの行為により重大な影響を受ける者の利益、及び、定款で特定された公益(public benefit identified in its certificate of incorporation)を「比較衡量(balance)」してPBCを管理運営する義務を負う
  - デラウェア州PBC法は、PBCに対して、2年に1回の頻度で、公益報告書の作成及び株主への送付を要求している
- ✓ 2023年3月時点でデラウェア州PBCは合計4,065社存在しており、そのうち18社がアメリカの証券取引所に上場している
- ✓ アメリカのOpen AIは、2024年12月27日、PBCの法人形態に移行する方針である旨の計画を発表している

# 会社の目的・存在意義、経営者の役割の再考

## ▶ デラウェア州PBC法の制度内容

項目	デラウェア州PBC法上の規定
会社の商号	<ul style="list-style-type: none"><li>デラウェア州PBC法の制定当初、PBCはその社名のなかに、「public benefit corporation」、「P.B.C.」又は「PBC」の何れかの語句を含める必要があったとされていた</li><li>その後2015年改正により、PBCの社名における上記の語句の使用は任意となった</li></ul>
組織転換に関する決議要件	<ul style="list-style-type: none"><li>通常の株式会社からPBCへの転換、PBCから通常の株式会社の転換ともに、総議決権の過半数の賛成により可能</li></ul>
「公益」の定義	<ul style="list-style-type: none"><li>1又は2以上の種類の個人、事業体、地域社会又は利益集団(ただし、株主としての資格における株主を除く)に対するプラスの影響(又はマイナスの影響の減少)を意味し、芸術的、慈善的、文化的、経済的、教育的、環境的、文学的、医学的、宗教的、科学的又は技術的性質の影響を含むが、これらに限られない</li></ul>
公益に関する取締役の責務	<ul style="list-style-type: none"><li>取締役は、株主の経済的利益、その他のステークホルダーの利益及び定款で特定された公益を比較衡量(balance)する義務を負う</li></ul>
公益報告書の提出頻度	<ul style="list-style-type: none"><li>2年に1回の頻度で株主に対して提供する必要あり</li></ul>
原告適格	<ul style="list-style-type: none"><li>以下の何れかの者のみ、PBCの取締役に対して比較衡量義務を遵守させるための訴訟を提起可能。<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 当該PBCの株式の2%以上を保有している株主</li><li>✓ 上場しているPBCにおいては、2%以上の株式、又は、市場価格にして総額200万ドル以上に相当する株式を保有している株主</li></ul></li><li>なお、デラウェア州PBC法はPBCに関して特別な訴訟類型を定めてはいないため、DGCL(Delaware General Corporation Law)上の通常の訴訟手続を利用することになる</li></ul>

# 会社の目的・存在意義、経営者の役割の再考

## ▶ 取締役の義務に関する各国比較

- ✓ 取締役の義務はアセットオーナーの受託者責任と本質的に同質のイシューであり、併せて議論することが望ましい
- ✓ 多くの国で株式会社の経営者は株主利益最大化の義務を負っていると解釈されているが、インパクト志向の企業を想定した場合に、経営者の負う義務に関しても再考していく必要がないか？

国	取締役の義務の内容	サステナビリティとの関係性
日本	株式会社の経営者は、株主利益を最大化するような経営を行う善管注意義務を負うというのが確立した解釈	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 相当な範囲でのサステナビリティ経営は、株主利益最大化原則との関係でも許容されると解される</li> </ul>
アメリカ	会社は第一に株主の利益のために組織、運営されるのであり、取締役の権限はその目的のために用いられなければならない (Dodge v. Ford Motor Co、170 N.W. 668 (Mich. 1919))	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 株主利益最大化原則が確立しているが、2008年の金融危機以降は反対の見解も強まる</li> <li>• 取締役のfiduciary dutyに関連して、企業の長期的価値を維持するために、サステナビリティに関する問題を考慮すべきとの見解も存在</li> <li>• ビジネス・ジャッジメント・ルールにより、取締役には経営判断に関する幅広い裁量が認められているため、サステナビリティ要因をどの程度考慮するかという決定に関して、責任を問われる重大なリスクに直面する可能性は限定的か</li> </ul>
イギリス	取締役は会社の成功を促進すべき義務を負い、株主利益に加えて広範なステークホルダーの利益を考慮する必要がある(2006年会社法172条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 条文上「地域社会・環境への影響」を考慮する必要があることが明記</li> <li>• 但し、あくまで株主全体の利益が優先であり、サステナビリティ経営を行う場合には株主利益の最大化につながる旨を説明できることが必要</li> </ul>

# 上場企業のオーナーシップの在り方の再考

## ▶ インパクトの実現を促進するための上場企業のオーナーシップの在り方

- ✓ インパクト企業のIPOに関する議論においては、ファイナンスサイドの議論だけではなく、**上場企業としてのオーナーシップの在り方を併せて議論すべき**
- ✓ インパクト企業が上場企業としてインパクトを効果的に実現していくためには、例えば、以下のような通常の上場株式会社とは異なる方策を通じて、インパクト実現を促進していくことも有益であると考えられる

### ① 複数議決権株式の利用

- **短期的利益の追求を目的とした投資行動を行う株主と、企業に対して一定の長期的コミットをしている株主が、株主として同等の権利を有していることが、企業経営者が安心してインパクト実現に向けた各施策を講じることを阻害していないか？**
- フランスのフロランジュ法と同様に**複数議決権制度その他の長期保有株主優遇制度(Tenure Voting・Loyalty Shares)**を導入することが考えられる

### ② 上場種類株式の利用

- 上場会社において普通株式以外の利用に一定の制約があり**企業経営者が常に買収の脅威にさらされていることが、企業経営者が安心してインパクト実現に向けた各施策を講じることを阻害していないか？**
- アメリカと同様に、新規上場時に限って複数議決権株式を利用した**Dual Class Structure**(1株1議決権を有する普通株式を上場させ、創業者等に対して10倍議決権等複数議決権株式が与えられる制度)の導入を認めることが考えられる
- 上場企業であっても一定の場合には**拒否権付種類株式(いわゆる黄金株)**の利用を認めることが考えられる



NISHIMURA  
& ASAHI

