

## 実質優先と代理人概念

藤 田 晶 子

### 1. 問題の所在—連結範囲と支配概念—

わが国における財務報告制度の中心が個別から連結に移行して久しい。国際標準にむけた会計制度改革の一環とはいえ、個別に比した連結情報の有用性は Harris et al (1994) や Niskanen (1998) らの実証研究によりすでに確認されていたところである。ただし、そもそも連結情報が有用であるためには、その根底にある支配概念、いいかえると、どこまでを子会社として認定するか連結範囲を明確に規定しておく必要がある。現行の連結範囲にかかる IFRS 第 10 号は、金融危機時に顕在化したオフバランスビークルのリスクを意識して、IAS 第 27 号および SIC 第 12 号における支配認識上の問題を解消すべく公表された会計基準である。

しかしながら、IFRS 第 10 号についても、支配の存否にかかる詳細な枠組を提供したとする IASB (2022) のレビューにもかかわらず、その適用後に連結範囲を縮小した企業の財務諸表の有用性が低下したとする Bugeja et al (2015) や、IAS 第 27 号の支配概念を継承した結果、IFRS 第

10 号は不必要な複雑さを生じさせ、さらなる主観性を許容したとする Ben-Shahar et al (2016) など、否定的な評価がみられる。

さらに、Beck et al (2017) は、2004 年から 2008 年までの US-GAAP および IFRS のいずれかに準拠している 2,475 社をサンプルに実態調査した結果、持株比率が 50% 未満に集中する傾向、いいかえると、支配認定の回避行動が依然としてみられ、連結範囲にかかる裁量の余地は解消されていないと指摘し、Coronella (2024) も経営者の裁量権がその適用効果を軽減し、連結範囲に対する影響は限定的になると論じている。

連結範囲は、どの主体の経済活動を企業集団の成果として測定するかを決定する重要な問題であり、それゆえに、企業における実質的支配を網羅的に規定しようと、IFRS 第 10 号は代理人概念を導入した。しかしながら、その適用後もなお連結範囲をめぐる解消されない課題は、支配それ自体を画一的基準によって把握することの困難さを示しているように思われる。

本稿は、IFRS 第 10 号が実質優先をかかげて導入した代理人概念をとりあげ、とりわけ、投資運用における principal or agent の問題と、de

facto agent の議論をつうじて、支配認定において、なにを実質としてみようとしているのかを検討することを目的としている。

## 2. 支配認識における実質優先と代理人概念の導入

子会社の判定にいずれも支配力基準を採用しながら IAS 第 27 号から IFRS 第 10 号へと改訂した目的のひとつは代理人概念の導入であり、上述したように、その契機は金融危機時のオフバランスピークにあった。持分を有していないにもかかわらず、破綻したピークルの救済は銀行による支配の実態を顕在化させ、意思決定者が投資者または代理人のいずれであるかの判断基準を示す必要性が生じたためである。

Acharya et al. (2013) は、規制資本の削減とリスク分散を目的として、ABCP コンデュイット (Asset Backed Commercial Paper Conduits) に中長期資産を売却しながらも、それに対する流動性保証などの明示的な補償によりエクスポージャーを実質的に引き受けていた商業銀行の実態を分析している。コンデュイットに売却された ABCP の残高は 2004 年 1 月の 6,500 億ドルから 2007 年 7 月には 1.3 兆ドルにも達していたという (Acharya et al., 2013, p. 516)。

商業銀行の役割は、その管理であり、持分を有さない代理人であった。そのために IAS 第 27 号に準拠して、こうしたコンデュイットを銀行の連結範囲から除外したものの、リスクを移転していなかったがために、金融危機時に重大な損失を被ったのは投資家ではなく銀行であったという (Acharya et al., 2013, p. 516)。

形式的には持分を保有せず、意思決定者として行動していた銀行が、実際にはコンデュイットに

対するリスクを実質的に負担していた。すなわち、法的形式上は代理人として位置づけられる主体であっても、その経済的実態においては投資者として機能していた可能性があり、支配認識がたんなる意思決定権限の有無によっては把握できず、当該意思決定が誰のために行われ、誰がリスクを負担しているのかという実質が問われることになったといえよう。

それを意識して公表された IFRS 第 10 号の支配概念には、前稿でも確認したように、①投資先に対するパワー (「関連性のある活動を指図する能力」(IASB, 2015, para. 10))、②投資先への関与により生じる変動リターンに対するエクスポージャーまたは権利、③投資者のリターンの額に影響をおよぼすように投資先に対するパワーをもちいる能力 (IASB, 2015, para. 7) の定義とともに、それを補完するべく、本稿においてとりあげる代理人概念があらたに導入された。すなわち、金融危機時の教訓をふまえると、実質的な支配関係を把握するためには、支配概念だけでは充分ではなく、補助的に代理人概念の導入が必要であったと考えられる。

しかしながら、代理人概念もまた、かならずしも統一的な論理にもとづいて構成されているわけではない。代理人と理解されていた銀行が実質的にはリスク負担者として機能していた問題、第 3 節で検討する投資運用会社における principal or agent の問題、第 4 節の de facto agent の問題は、それぞれ異なる局面における支配認識上の困難さを反映している。IFRS 第 10 号における代理人概念は、統一的な概念というよりも、支配認識上の個別問題に対応するための補助として機能していると考えられる。

以下では、代理人概念における principal or agent と de facto agent をとりあげ、IFRS 第 10

号の実質優先主義における代理人概念の役割を検討していこう。

### 3. Principal or Agent—意思決定権限を有する主体の地位—

近年、資本市場においてファンド<sup>1</sup>は著しく巨大化し、ビッグスリーのひとつである Blackrock 社の運用資産残高<sup>2</sup>は、2023 年の 3.3 兆ドル（約 500 兆円）から 2025 年には 4.7 兆ドル（約 760 兆円）にまで急成長している。くわえて、ファンドのなかでも、アクティブ運用よりもむしろ、S&P や TOPIX などの指数にもとづいて売買し、投資先の業績や戦略にそれほど深く関与しないパッシブ運用がその市場シェアをリードしているとされる<sup>3</sup>。

ファンドのビジネスモデルは、受益者であるプリンシパルと、その資金を運用するエージェントの関係で説明することができる。所有と経営の分離を前提とした、株主と経営者のエージェンシー問題は、古くから議論されており、たとえば、Jensen & Meckling (1976) は、エージェンシーコストの発生メカニズムと抑制手段を分析し、Fama & Jensen (1983) は、意思決定の統制 (decision control) と意思決定の管理 (decision management) を分離させることで、こうした問題を抑制しうる枠組を示している。本稿における受益者と投資運用会社との関係は、株主と経営者にくわえて、さらにもう一層のエージェンシー問題を提起している。

プリンシパルのために資金を運用するファンドは、投資運用会社に対して固定報酬を支払う場合と、運用成績に応じた成果連動報酬を支払う場合がある。指数に連動するパッシブ運用においては、運用成績にかかわらず報酬が固定化するため、投資先の議決権行使に充分なコストを投じるインセ

ンティブが弱く、エージェンシー問題が深刻化しやすい。他方で、成果連動報酬により企業価値向上にむけた議決権行使に期待できるアクティブ運用についても、スチュワードシップ活動にはコストがともなうため、エージェンシー問題は完全には解消されない。

Bebchuk et al (2017) は、運用会社の投資行動をエージェンシー理論にもとづいて体系的に分析し、スチュワードシップ活動のコストや経営陣に反対することによる私的コストの負担回避、超過リターンを追及しないパッシブ運用のビジネスモデル等の制約から、ファンドの拡大は企業監視への過小投資 (underinvestment) をもたらすと主張する。すなわち、投資運用会社は、受益者であるプリンシパルの利益最大化のためにならずしも議決権を行使するとはかぎらないと指摘する。

また、パッシブ運用は、トラッキングエラーを最小限におさえる必要性から、本来はボイスメカニズムをつうじて企業方針改善のインセンティブがあるとする先行研究に対して、Heath et al (2019) は、米国株式ファンドの議決権行使行動を分析し、パッシブ運用はむしろ、アクティブ運用に比して、経営陣に権限をゆだねる傾向が強く、ポジションの解消を企業方針改善の手段として利用していないことを検証している。その結果、パッシブ運用の台頭は投資家から経営陣への権限シフトをもたらし、コーポレートガバナンスを弱体化させていると結論づける。

かれらの議論は、コーポレートガバナンスに主眼をおきつつも、本稿の問題意識にてらすと、議決権行使における意思決定の主体が株式の所有者にあるのか、それとも投資運用会社にあるのかの論点を提起しているともいえよう。すなわち、代理人の立場からすれば、投資運用会社は株式の所有者のために議決権を行使すべきところ、実際に

は、株式の所有者のための利益最大化よりもむしろ、自己のコスト負担を回避する行動が観察され、意思決定の主体が実質的には投資運用会社に帰属している可能性を示唆している。

こうした問題意識は、IFRS 第 10 号における支配の認識において、意思決定権限を有する主体の地位をどのように評価すべきかという問いに直結する。すなわち、投資運用会社は、自己のために意思決定を行う主体（principal）として理解されるのか、それとも受益者のために行動する代理人（agent）として評価されるのかが問われていると考えられる。

IFRS 第 10 号は、ファンドについて直接的には言及していないものの、代理人か否かの決定には、①投資先に対する意思決定権限の範囲、②他の当事者が保有している権利、③報酬契約にしたがって得る権利のある報酬、④リターンの変動性に対する意思決定者のエクスポージャー、の 4 つの要因を考慮しなければならないとする（IASB, 2015, paras. B58-72）。これらの要因は総合的に評価されなければならないが、ここでは、投資運用会社におおきくかわる③および④の報酬要件を整理しておくことにしたい。

③の「報酬契約に従って得る権利のある報酬」は、投資運用会社の報酬が固定または変動のいずれかを問題とし、④の「リターンの変動性に対する意思決定者のエクスポージャー」は、投資運用会社がどの程度のリスクを負担しているかを俎上とする。両要件にてらすと、固定報酬かつリスク負担の限定的なパッシブ運用会社は、実質がどうであれ、代理人として理解されることになる。

ここで注目されるのは、意思決定の主体か代理人かの判断において、IFRS 第 10 号が、その権限の有無よりもむしろ、それが意思決定者のリターンやリスクにむすびついているか否かを主眼

に評価している点である。もっとも、受益者の利益を最優先に行動する法律上または契約上の義務をおう意思決定者については、かりにリターンの大半を受け取る場合であっても、基本的に代理人として行動すると仮定する（IASB, 2015, para. BC128-131）。すなわち、IFRS 第 10 号は、意思決定権限それ自体よりも、それが自己のリターンのために行使されるか否かを重視しており、その判断にさいして、当該主体を支配主体とはみなさず、法律上または契約上の代理人関係が重要な役割をはたすとしている。

以上のことをふまえると、IFRS 第 10 号は、実質的な支配関係の把握を志向しながらも、最終的に法律上または契約上の代理人関係に依拠せざるをえず、そこにその限界があらわれていると考える。

#### 4. de facto agent—他主体の権利・行動の帰属—

前節で確認したように、IFRS 第 10 号は、自己のリターンやリスクにてらして代理人か否か、ひいては投資先に対する支配の有無を判断する。しかしながら他方で、同基準は、みずからの権利や行動を投資者に帰属させる de facto agent を認めており（IASB, 2015, paras. B73-75）、そこではリターンにくわえて、意思決定の実質的な帰属先を問題とする。

こうした問題の背景には、エンロン社による SPC の連結外しがあるが、わが国においても、直近では、ENECHANGE 社の事例をあげることができる。連結範囲から除外されていた SPC の出資者に対して、実際には ENECHANGE 社の CEO が出資額の半分ちかい貸付をしていた事実が判明し、その結果、当該 SPC は実質的に支配

されていると認定され、連結対象となった（日経、2024年10月31日）。形式上は、独立した主体であっても、その背後にある関係性をつうじた支配の行使が問題となったのである。

すなわち、IFRS第10号は、投資先の活動にかかる意思決定にさいして、その投資者が投資者自身のために行動するよう指示する能力を有する場合には、de facto agent となりうるとし（IASB, 2024, Appendix A）、こうした能力を有する具体的事例として、①投資者の関連当事者、②投資先に対する持分を投資者からの出資または借入として受け取った者、③投資者の事前承諾なく、投資先に対する持分の売却・譲渡・抵当権設定をしないことに同意した者、④投資者からの劣後的な財政支援なしでは営業活動の資金を調達できない者、⑤統治機関のメンバーの過半数または経営幹部が投資者と同じである投資先、⑥投資者と密接な事業上の関係を有する者をあげている（IASB, 2015, para. B75）。もっとも、具体的事例をあげつつも、de facto agent になりえるか否かは断定的ではなく、そこには高度な判断がもとめられるという（IASB, 2023, paras. 11-13）。

投資者のために行動する可能性が高い①ないし⑥の例示は、代理人関係の契約が存在しないにもかかわらず、自己のリターンやリスクよりもむしろ投資者の利益を優先させるインセンティブを示しており、支配の判定においては、投資者が直接的に保有する意思決定権限として考慮されるという（IASB, 2015, paras. BC143-146）。いいかえると、de facto agent の概念は、形式的には独立した主体を通じて支配を迂回的に行使する可能性を考慮するものであり、支配の隠れた集中を把握する役割をはたしている。それゆえに、代理人か否かの決定に慎重な判断が求められるのであろう。

ここで問題となるのは、こうした判断基準が前

節のリターンへの帰属とは焦点が異なる点である。すなわち、前節においては、意思決定権限が自己のリターンやリスクに結びついているか否かが支配認識の中心におかれていたのに対し、本節で検討した de facto agent は、当該意思決定が誰のために行われているかという関係性を重視し、支配の拡張に注目している。

かりに法的形式ではなく意思決定の実質的な帰属先を判断基準とするのであれば、前節でとりあげた投資運用会社は、その実態に鑑みると、代理人ではなく、投資者となる可能性が高くなるであろう。

## 5. おわりに—支配認識のアンカー—

実質的な支配関係の把握に定義そのものの再検討にくわえて、代理人概念を導入した IFRS 第10号であるが、そこでの代理人概念はかならずしも統一的な論理にもとづいて構成されているわけではない。

金融危機時に問題となったオフバランスピークルの場合には、形式上は代理人と位置づけられていた銀行が、実際にはリスク負担者として機能していた点が問題となった。他方で、ファンドのビジネスモデルにおいては、意思決定権限を有する投資運用会社がインセンティブ構造にてらして代理人と判定される。また、de facto agent の議論においては、形式的には独立した意思決定主体であっても、その背後にある意思決定の帰属関係が重視される。

すなわち、IFRS第10号は、実質的な支配関係を把握するために、リスク負担、インセンティブ構造、意思決定の帰属関係といった観察可能な要素を局面ごとに使い分けており、そこには実質優先を志向しながらも、実質それ自体を直接認識

することの困難さが露呈しているように思われる。だからこそ、個々のケースにおいて、支配認識には高度な判断が求められるのであろう。IFRS 第 10 号における代理人概念の複雑化は、こうした支配それ自体の多面性を反映したものと理解できよう。

#### 注

- 1 本稿においては、ファンドには投資信託と ETF を含めることとする。
- 2 両年度ともに Blackrock 社の Form13F-HR から入手している。
- 3 Bloomberg Intelligence, March 11, 2021. より詳細なデータについては、OECD (2022) を参照。

#### 参考文献

- Acharyaa, V.V., Schnabla, P. & Suarez, G., "Securitization without risk transfer", *Journal of Financial Economics*, 2013.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A. & Hirst, S., "The Agency Problems of Institutional Investors", *Journal of Economic Perspectives*, 2017.
- Bebchuk, L.A. & Hirst, S., "Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy", *ECGI*, 2019.
- Beck, A.K., Behn, B.K., Lionzo, A. and Rossignoli, F., "Firm Equity Investment Decisions and U.S. GAAP and IFRS Consolidation Control Guidelines: An Empirical Analysis", *Journal of International Accounting Research*, 2017.
- Bedford, A., Bugeja, M. & Ma, N., "The impact of IFRS 10 on consolidated financial reporting", *Accounting & Finance*, 2022.
- Ben-Shahar, D., Sulganik, E. & Tsang, D., "Does IFRS 10 on Consolidated Financial Statements Abandon Accepted Economic Principles?" *Australian Accounting Review*, 2016.
- Blackrock, *Active Investment Stewardship -Global Engagement and Voting Guidelines-*, 2026a.
- Blackrock, *Investment Stewardship Global Principles for Benchmark Policies*, 2026b.
- Buchanan, J., Chai, D. & Deakin, S., "Agency Theory in Practice: A Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan", *ECGI Working Paper Series in Law*, 2014.
- Bugeja, M., Loyeung, A. & Ma, N., "The impact of IFRS 10 on consolidated financial reporting", *Working Paper*, University of Technology Sydney, 2015.
- Coronell, L., "Over Ten Years of IFRS 10: A Still Open Issue on Consolidated Disclosure?", *International Journal of Business Research Management*, 2026.
- Fama, E. & Jensen, M.C., Separation of Ownership and Control, *Chicago Journal*, 1983.
- Gilson, R.J. & Gordon, J.N., "The Agency Costs of Agency Capitalism", *Working Paper No. 438*, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, 2013.
- Harris, T.S., Lang, M. & Möller, H.P., The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting Research*, 1994.
- Heath, D., Macciochi, D., Michaely R. & Ringgenberg, M.C., "Agency Conflicts and the Rise of Passive Investing", *Working Paper*, 2019.
- International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standard No. 10 "Consolidated Financial Statement"*, 2015. (企業会計基準委員会監訳『IFRS 会計基準 2023』中央経済社, 2023 年)
- International Accounting Standards Board, *Project Report and Feedback Statement-Post-implementation Review (IFRS10, IFRS11, IFRS12)-*, 2022.
- International Accounting Standards Board, "Determination of a 'de facto agent' (IFRS 10)", *Staff Paper*, 2024.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Niskanen, J., Kinnunen, J. & Kasanen, E., "A note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland", *The European Accounting Review*, 1998.
- OECD, "Institutional Investors and Stewardship" *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 25, 2022.