

# IFRS実務ガイド

## アセットマネージャーのためのIFRS10号

pwc

### はじめに

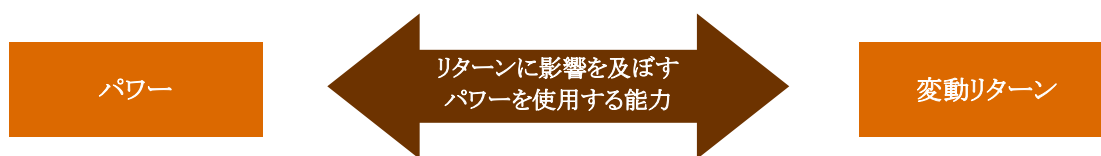
2011年5月、国際会計基準審議会(IASB)は国際財務報告基準(IFRS)第10号「連結財務諸表」(「IFRS10号」または「当基準」)を公表し、支配と連結に関する新しいガイダンスを導入した。この新基準は、2013年1月1日以降に開始する会計年度から強制適用され、早期適用も認められる。

本稿は、アセットマネージャーが、自らが運用するファンドに対して支配を有しているかどうか(特に本人か代理人かどうか)を判断するためにIFRS10号を適用する際に用いるフレームワークについて記載している。なお本稿には、IFRS10号における設例に対する我々の解釈だけでなく、我々が実務において有用と思われるその他の事項も含めるようにした。なお、PwCはこれまでに、アセットマネージャーに特有ではない一般的な実務ガイドも作成しており、[IFRS実務ガイド「連結財務諸表－支配の再定義」](#)を参照されたい。

この新基準により、アセットマネージャー(アセットマネージャーを有する保険会社や銀行グループを含む)が自ら運用するファンドを連結するかどうかの判定方法が変わることになる。その結果、アセットマネージャーが連結するファンド数も変わる可能性が高い。IFRS10号で明らかなのは、支配の有無が所有権の「50%基準」には依存しないということである。これまで、この「50%基準」を適用してきたアセットマネージャーは、より多くのファンドを連結する必要性が生じる可能性がある。一方で、アセットマネージャーのパワーだけでは、自らが運用するファンドの支配にはつながらないということも明らかである。支配の有無は、関連するあらゆる要因を考慮した上での判断が必要となる。

IFRS10号の原則では、ある事業体が他の事業体を支配するためには、パワー、リターン、及びリターンに影響を及ぼすパワーを用いる能力を有している必要があるとしている。

#### 支配の要素



これまでのガイダンスでは、アセットマネージャーが自ら運用するファンドを連結すべきかどうかの評価は、最も困難な項目の一つであった。IFRS10号では、アセットマネージャーに特有のガイダンスを含めることでこの問題に対処している。

- 支配の判定を行う際のポイントは、アセットマネージャーが代理人として(つまり他の当事者に代わって)行動しているか、もしくは本人として(つまり自身のために)行動しているかを判断することである。後者のケースにおいてのみアセットマネージャーは事業体を支配していると認められる。
- 当基準は、アセットマネージャーが代理人か本人かの判定規準を定めているが、「ブライト・ライン」を定めていないため、多くの場合、アセットマネージャーには重要な判断が必要となる。ただし、単一の当事者による実質的な解任権や市場の合理的水準から乖離した運用報酬がある場合には、そのみで決定的な要素となる<sup>1</sup>。
- 判定規準は、投資先に対するパワーと投資先からの変動リターンに対するエクスポージャーの概念に関係している。
- アセットマネージャーはほぼ常に自身の運用するファンドに対してパワーを有している。
- 多くの場合、意思決定権の範囲と報酬に関する要素は、他の当事者が保有する権利と変動リターンに対するエクスポージャーほど重視されない。
- アセットマネージャーが支配のための十分なパワーを有していないことを示すためには、他の当事者が保有する解任権あるいはその他の権利が実質的なものである必要がある。そのような権利がどの程度実質的かどうかについては、重要な判断を要する領域であるだろう。

<sup>1</sup> 例えば、アセット・マネージャーは、別の単一の当事者が実質的な解任権を有している場合には、他の要因にかかわらず、代理人とされることになり、また、その報酬が市場の合理的な水準から乖離したものとなっている場合には、本人とされることになる。(IFRS10.B69, 70)

- 
- 変動リターンに対するエクスポージャーが運用報酬のみである場合、アセットマネージャーが代理人であることを示すことがある。ただし、これらの報酬に加え、ファンドに対する直接投資等その他の持分が存在する場合には、アセットマネージャーは本人とみなされる可能性がある。これもまた判断の重要なポイントになるだろう。

---

## 目次

支配の原則.....	4
代理人か本人か .....	5
意思決定権の範囲 .....	6
他の当事者が保有する権利 .....	9
報酬.....	16
リターンに対するエクスポージャー .....	17
追加で検討すべき事項 .....	19
終わりに .....	23
連絡先.....	25

## 支配の原則

IFRS10 号では、連結の判断の基礎として支配概念を定めている。事業体の性質や投資家の投資先に対する関与の程度に関係なく、投資家は持分を保有しているあらゆる事業体に対して支配しているかどうかを判定する必要がある。

支配は、投資家が以下の3つの要素をすべて有している場合に存在する。

- 投資先に対するパワー
- 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
- 投資家のリターンの額に影響を及ぼすように投資先に対するパワーを使用する能力 [IFRS10 号第7項]

アセットマネージャーが、自身が運用するファンドを支配しているか否か決定することは簡単ではない。一般的に、アセットマネージャーは、(マネジメント契約を介して)ある程度のパワーと、(サービスに対する報酬および所有持分の保有を通じて)変動リターンに対するある程度エクスポージャーを有している。しかし、変動リターンに対するエクスポージャーの程度によって、アセットマネージャーのパワーの水準が変化することは一般的にはない。これは、保有する株式数、これらの株式によりもたらされるパワー、及び投資家としての残余利益に対する持分が直接リンクするような、企業による他の企業の普通株式への投資と対照的である。すなわち、アセットマネージャーは、ファンドに対する直接持分を増加させたとしても、ファンドに対するパワーはほとんど変化しないと考えられる。

アセットマネージャーは一義的にそのパワーを、他の投資家に代わって行使している(代理人として行動している)可能性もあれば、自らのために行使している(本人として行動している)可能性もある。この区別を決定することは困難である。それゆえ経営者は、本人・代理人の判定を行うにあたり、関連するすべての要因(ファンドのリターンに対するアセットマネージャーの関与度合や、全体的なファンドのリターンの変動の程度に対するアセットマネージャーのリターンの変動の程度を含む)を考慮する必要がある。

支配が存在するには、パワー、変動リターンに対するエクスポージャー、およびリターンに影響を及ぼすようにパワーを使用する能力、の3つの要素をすべて有している必要がある。例えば、投資運用契約に実質的な解任権がない場合、アセットマネージャーにファンドの重要な活動を指図するパワーが与えられているかもしれない。この重要な活動とはファンドのリターンに重要な影響を与える活動のことである。しかし、アセットマネージャーがファンドの変動リターンに対する重要なエクスポージャーを有していない場合は、支配は存在しないと考えられる。一方で、投資運用契約に実質的な解任権が存在する場合、たとえ報酬やファンドへの投資を通じて変動リターンに対するエクスポージャーを有していたとしても、アセットマネージャーはファンドを支配していない可能性がある。

## 代理人か本人か

アセットマネージャーは、運用するファンドについて、自身の役割が第三者の代理人としてのものか、本人としてのものかを決定しなければならない。代理人とは、「他の当事者(本人)に代わってその利益のために一義的に行動する当事者であり、それゆえ意思決定権限を行使する際に投資先を支配しない」[IFRS10 号第 B58 項]とされる。つまり、代理人と判断されるならば一義的に他者(ファンドの投資家)の利益のために行動しており、ファンドを支配しているわけではないと言える。逆に、自身の利益のために行動する場合は本人であるとされ、ファンドを支配していることになる。

IFRS10 号の適用指針では、意思決定者(すなわち、アセット・マネージャー)は、自身が代理人として行動しているかどうかを決定する際に、アセットマネージャー自身、投資先(すなわち、ファンド)および投資先に関与する他の当事者(すなわち、ファンドに投資している第三者投資家)の関係を総合的に勘案する必要があるとしている。このとき、経営者が考慮すべき要素は以下のようなものである。

1. アセットマネージャーの意思決定権限の範囲
2. 他の当事者が保有する権利
3. アセットマネージャーの報酬
4. リターンの変動性に対するエクスポージャー

最初の2つの要素は、ファンドに対するアセットマネージャーのパワーの程度およびパワーに対する制限についての事項である。たとえば、アセットマネジメント契約により、アセットマネージャーはファンドの重要な活動(日々の管理業務)に

対するパワーが与えられる。ただし、ファンドの投資家が 5 名のみで、投資家が多数決でいかなる場合でも理由なしにこのアセットマネージャーを解任することができる場合、他の当事者が保有する解任権は実質的であり、この権利により、アセットマネージャーのファンドに対するパワーが制限されていると考えられる。

3 番目と 4 番目の要素は、リターンに関する基準である。それらの要素は、ファンドの投資活動から予想されるリターン全体に対して、アセットマネージャーがファンドから得るリターン（予想額および最大額）の大きさとその金額の変動の程度を考慮することを求めている。例えば、ファンドの変動リターンに対するアセットマネージャーのエクスポージャーが、市場における合理的な水準の運用報酬のみに限定されている場合がある。アセットマネージャーの運用報酬が、リターンの大きさとその変動の程度に対して十分なエクスポージャーを有していない場合には、そのアセットマネージャーは代理人である可能性がある。一方、状況によっては、運用報酬、成功報酬及びファンドに対する投資持分などを通じて、アセットマネージャーが変動リターンに対するエクスポージャーを有している場合がある。経営者は、ファンドに対するアセットマネージャーのパワーとともに、アセットマネージャーが得るすべてのリターンの合計が本人であることを示すのに十分なものであるかどうか慎重に分析しなければならない。

### IFRS10 号の設例とそのガイダンス

アセットマネージャーが支配についてのガイダンスをどのように適用できるかを分析するために、以下では、IFRS10 号における設例を使用している。実務においては、関連するすべての事実および状況を分析すべきであり、それらの事実や状況が異なる場合には、異なる結論が導かれる可能性がある。以下の表は、IFRS10 号の設例をまとめたものであり、以下のセクションでそれぞれの要因に対する分析を行っている。

IFRS10 号の設例	設例 13 - 上場ファンド	設例 14 - 非上場ファンド	設例 14A - 非上場ファンド	設例 14 B- 非上場ファンド	設例 14C - 非上場ファンド
意思決定権限の 範囲	狭く限定	幅広い裁量	幅広い裁量	幅広い裁量	幅広い裁量
他の当事者が 保有する権利	実質的でない	実質的でない	実質的でない	実質的でない	実質的
報酬	市場ベース	市場ベース	市場ベース	市場ベース	市場ベース
リターンに対する エクスポージャー	重要ではない	重要ではない	重要ではない	重要	重要
結論	代理人 ↓ 支配なし	代理人 ↓ 支配なし	代理人 ↓ 支配なし	本人 ↓ 支配	代理人 ↓ 支配なし



### 意思決定権限の範囲

アセットマネージャーは、自身の持つ意思決定権限の範囲を評価しなければならない。この評価に関連する要因には次のものが含まれる。

- 関連する契約や法律に従ってどのような活動が認められているか、およびそうした活動がファンドにとって重要な活動に該当するか
- これらの重要な活動を指図する際のアセットマネージャーの裁量の程度
- ファンドの目的および設計
- ファンドが晒されているリスク、およびそのリスクを関与する当事者にどのように移転しているか
- ファンドの設計にアセットマネージャーがどの程度関与したか

[IFRS10 号第 B62-B63 項]

## IFRS10 号の設例とそのガイダンス

IFRS10 号の設例	設例 13 – 上場ファンド	設例 14A – 非上場ファンド	設例 14 B– 非上場ファンド	設例 14C – 非上場ファンド
活動	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドの投資委任事項で定められた限定的なパラメータ</li> <li>法律・規則の適用</li> <li>様々な投資対象に投資可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>パラメータ、投資委任事項または法律・規則による制限の程度に関する情報はない</li> </ul>		
裁量	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資委任事項のパラメータの範囲内での完全な裁量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>幅広い意思決定権限</li> <li>アセットマネージャーはすべての投資家の利益を最優先して行動</li> </ul>		
目的と設計	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場企業の持分証券の分散ポートフォリオを個人投資家に提供するファンド</li> <li>アセットマネージャーがファンドを設定、販売、運用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多数の投資家に投資機会を提供するファンド</li> <li>アセットマネージャーがファンドを設定、販売、運用</li> </ul>		
リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>様々な上場株式の価値変動</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド、アセットマネージャーおよび投資家が晒されるリスクに関する情報はない</li> </ul>		
結論	 <b>アセットマネージャーは パワーを有する</b>		 <b>アセットマネージャーは パワーを有する</b>	

## 活動と裁量

パワーとは、投資先の重要な活動を指図する能力をいう。重要な活動とは、投資先のリターンに重要な影響を及ぼす活動とされる。ファンドの重要な活動は、通常、投資資産の取得、保有、管理及び処分などを含む資産選択についての意思決定である。アセットマネージャーは、通常はファンドの投資意思決定について裁量を有しているが、その裁量の範囲は限定されているだろう。基準の設例では、次のように説明している。すなわち、設例 13 および 14 のいずれの例においても、投資委任事項、法律、規制又は他の要因により、ファンドの活動を指図するアセットマネージャーの裁量が制限されている。ファンドの活動を指図するアセットマネージャーの裁量の範囲は設例 13 においてより制限されていると考えられるが、基準ではどちらの状況においてもアセットマネージャーはパワーを有していると結論づけている。

### 設例

あるアセットマネージャーが DAX インデックスに連動するリターンを得ることを目的としたインデックス連動型ファンドを運用している。アセットマネージャーの裁量は限定されているが、それでもなおファンドのリターンに影響を及ぼす意思決定、すなわち、インデックスに最大限連動させ、トラッキングエラーを最小限に抑えるように投資する意思決定を行っている。

### PwC の見解

法律や規制、または投資委任事項に認められている活動は通常、ファンドの重要な活動(すなわち、ファンドのリターンを生み出す活動)である。ほとんどすべてのファンドにおいて、ファンドのリターンに影響を及ぼす意思決定が行われることが必要である。アセットマネージャーは、ほとんどすべての場合、これら重要な活動に対してパワーを有していると考えられる。アセットマネージャーが晒されているリターンの水準など、他の要因と併せて考慮する場合に、アセットマネージャーの活動範囲が制限されていることが、総合的な支配の判定に影響を及ぼす可能性がある点は留意が必要である。



## 目的と設計

アセットマネージャーは、ファンドの目的とファンドがどのように設計されているかを考慮すべきである。これには、投資家または他の当事者がどの程度ファンドの設立に関与したかの考慮を含む。IFRS10 号の設例 13 では一般投資家および機関投資家が購入できると考えられる上場ファンドが想定されており、設例 14 では「多数の投資家に対し投資機会」が提供されているファンドが想定されている。これらの設例では、アセットマネージャー以外の当事者がファンドの目的と設計の決定に大きく関与しているという示唆はない。このことはほとんどの場合に当てはまるだろう。

すでに存在するファンドを新たに運用することになった場合（例えば、ファンド運用契約を受注した場合や、取得を通じて引き継いだ場合）、アセットマネージャーがファンドの目的や設計に関与する程度はより小さいだろう。しかし、それだけでは、アセットマネージャーがパワーを有していないと示すには十分ではない。

また、ファンドの中には、単一の投資家により設定されるものもある。その投資家は、その設計に著しく関与している可能性がある。

### 設例

あるアセットマネージャーがファンドのストラクチャーや投資対象の設定に大きく関与しているとする。この場合、アセットマネージャーが、ファンドにおける重要な活動を指図できる権利を獲得する機会とインセンティブを有していることを示している可能性がある。しかし、ファンドの設立時にアセットマネージャーが目的と設計について関与しているということだけではファンドに対するパワーを有していることにはならない。[IFRS10 号 B51 項]

### 設例

ある投資家が唯一の持分保有者となるファンドにおいて、その投資家があるアセットマネージャーを選任し、ファンドの投資一任事項を比較的詳細かつ具体的な水準に決定するよう依頼したとする。このことは、アセットマネージャーには、ファンドに対するパワーを有する権利を獲得する機会がなかったことを示している可能性がある。むしろ、投資家がアセットマネージャーに一義的に自らの代わりに行動するよう依頼したものであり、それゆえにアセットマネージャーの意思決定権限は代理人として投資家により委譲されたものであることの指標である可能性がある。

## PwC の見解

「目的と設計」が、アセットマネージャーが自ら運用するファンドに対しパワーを保有しているかどうかを評価する際の重要な要因となる可能性は低い。また、少数の機関投資家に売り出されたファンドと比較して、一般投資家向けの規制されたファンドの方が、アセットマネージャーが大きなパワーを有している可能性は低い。どちらのケースにおいても、ファンドは投資家に対し資産運用サービスを提供するよう設計されている。しかしながら、他の当事者が設計に関与している場合には、アセットマネージャーがファンドに対するパワーの保有につながる権利を獲得する機会がなかったか、あるいはそのパワーが制限されていることを示している可能性がある。

## リスク

ファンドがどのようなリスクに対するエクスポージャーから利得を得るために設定されているか、また、そのリスクが関係するそれぞれの当事者に最終的にどのように帰属するのかを検討する必要がある。IFRS10 号の設例 13 および 14 では、投資家はファンドの設定により投資の公正価値リスクを負う（設例 14 ではこの点は明確ではないが、これに該当すると想定）。リスクの中にはインベストメントマネージャーに移転（すなわち、変動報酬を通じて移転）されるものもあるが、これらの説例においては、異なる投資家が別々のリスク（例えば、公正価値リスクや信用リスク）を負うケースは想定されていない。

## PwC の見解

すべての当事者が同じリスク（ファンドの価値変動リスク）を負う場合、リスクの検討が決定的な要因になる可能性は低い。ただし、様々な当事者が異なったリスクにさらされている場合は、リスクの検討は重要となるだろう。

## 設例

アセットマネージャーがファンドの投資リターンを保証していたとする。この場合、アセットマネージャーが自身にパワーをもたらす権利を獲得しようとするインセンティブがある可能性が高い(また、投資リターンの保証を通じて、アセットマネージャーのリターンがより大きく変動する可能性がある)。

## 結論

通常、ファンドには一定の重要な活動がある。つまりアセットマネージャーはファンドを設定し、投資活動を決定し、決められた範囲内で最大限の裁量を用いて運用を行っている。このことは、ほとんどの場合においてアセットマネージャーがパワーを持っていることを示唆している。したがって、アセットマネージャーは自身がファンドの本人であるか否かを決定する際に、ファンドの変動リターンに対するエクスポージャーの水準と合わせて自らのパワーに制限があるかどうかを考慮する必要があるだろう。

## 他の当事者が保有する権利

他の当事者が保有する権利によって、ファンドの重要な活動を指図するためのアセットマネージャーのパワーが制限される場合がある。これらの制限が存在する場合、アセットマネージャーが、自身のためではなく、他者のために権利を行使していることを示している可能性がある。

基準では他の当事者が保有する権利として次のものが挙げられている。

- 単一の当事者による解任権
- 複数の当事者による解任権
- 取締役会が有する権利

他に関連する権利としては次のものが考えられる。

- 投資委任事項を変更する権利
- ファンドに持分を買い戻させる権利
- ファンドを強制的に解散させる権利

アセットマネージャーのパワーを制限するためには、他の当事者が保有する権利の性質は実質的なものであるべきであり、単なる防御的なものであってはならない。防御的な権利とは、その保有者にパワーを与えず、その保有者の持分を保護するために存在する権利である[IFRS10号 付録A, 第B27項]。例えば、投資家がファンドの投資委任事項の変更を承認することを認める権利は防御的であるが、投資家が投資委任事項を直接変更することを認める権利は実質的な参加権である可能性が高い。

権利が実質的かどうかを判断するためには、経営者は次の事項を考慮すべきである。

- 保有者による権利行使を妨げる障害(経済的もしくはその他の障害)の有無
- 権利行使に必要な当事者の数
- 権利行使により権利行使者に利益をもたらすかどうか

[IFRS10号 第B23項]

実質的であるとみなすために権利が行使されている必要はない。[IFRS10号 第12項] アセットマネージャーが解任された前例がなくても、解任権は実質的なものとなりうる。重要なのは、実際にそれらの権利を行使できるかどうかである。



## IFRS10 号の設例とそのガイダンス

IFRS10 号の設例	設例 13 – 上場ファンド	設例 14A – 非上場ファンド	設例 14 B– 非上場ファンド	設例 14C – 非上場ファンド
単一の当事者による解任権	なし	なし	なし	なし
その他の権利	なし	防御的 (契約違反がある場合)	防御的 (契約違反がある場合)	取締役会がもつ毎年の再任権
考慮すべき他の要素	投資家はいつでも自分の償還を受けることができる	なし	なし	アセットマネージャーの行っているサービスは、他のアセットマネージャーが行うことができる
結論	↓ パワーを有している	↓ パワーを有している	↓ パワーを有している	↓ パワーは有していない

### 解任権

#### 単一の当事者による解任権

単一の当事者による解任権が存在する場合、アセットマネージャーは代理人である[IFRS10 号 第 B65 項]。ただし、代理人であることが決定的となるためには、解任権は実質的でなければならない。アセットマネージャーは、解任権を理由なしに行使可能な場合であっても、その権利行使を妨げる(経済的もしくはその他の)障害が存在するかどうかを考慮する必要がある。これらの障害が存在する場合、解任権は実質的でない可能性がある[IFRS10 号 第 B23(a)項]。

#### 設例

解任権はアセットマネージャーが契約違反をした場合に限り行使できるとする。契約違反には不正や過失も含まれるが投資パフォーマンスの不振は含まれない。この場合、この解任権は例外的な状況でしか行使できないため、実質的ではない(すなわち、防御的である)。

#### 複数の当事者による解任権

複数の当事者により行使可能な解任権は、それだけでアセットマネージャーが他者の利益のために行動していると結論づけることはできない[IFRS10 号 第 B65 項]。この権利が、アセットマネージャーのパワーを制限することができるかを(その他の 3 つの要因の検討と合わせて)さらに評価すべきである。

複数の当事者による解任権を検討する場合、解任権を行使するためには何人の当事者の同意が必要かを考慮することが重要である。その上で、他の要因の中で解任権の存在がどの程度重視されるかをよく検討し、アセットマネージャーが代理人であるか本人であるかを決定する必要がある。

#### 設例

アセットマネージャーを解任するためにはファンドの議決権の過半数が必要であり、各投資家の議決権保有はファンドの 0.001%に満たないとする。この場合たとえ年次総会が開催されていたとしても、50%超の票を集めるのは困難であり、投資家はこの権利を行使する能力は実際にはない可能性がある。そのためこのケースでは投資家が保有する解任権は実質的でないと思われる。

### 設例

あるファンドに20の投資家が存在し、いずれも単独で10%以上の持分を保有しておらず、過半数の決議でアセットマネージャーを解任できるとする。また、投資家名簿は入手可能であり、どの投資家も投票をするための会議を招集できる。解任権が行使されれば、投資家は利益を得ることができ、これはアセットマネージャーのパワーを制限する実質的な権利となり得る。しかし、この解任権だけをもって、ファンドマネージャーが代理人であると結論付けることはできない。この解任権の他に、アセットマネージャーの意思決定権限の範囲、報酬、及びリターンの変動性に対するエクスポージャーを併せて考慮すべきである。

### PwCの見解

解任権の評価に影響を与えるその他の要因としては次のものがある。

- 権利行使する際の障害やペナルティ(運用報酬の補償等の財務的なペナルティを含む)
- 投資家が互いに連携できるメカニズム
- 必要な通知期間の長さ
- そのファンドにかかる資産運用サービスの専門性

資産運用サービスの専門性については、基準の設例では、同様のサービスを提供できるアセットマネージャーが他にいるかという点以外は触れられていない(設例 14C)。解任権が実質的かどうかを決定する際には、アセットマネージャーは同様のサービスを提供できるアセットマネージャーが他にいるかどうかを評価すべきである。そのためアセットマネージャーは類似ファンドのマーケット指標や専門知識について検討する必要がある。中には他のアセットマネージャーには運用できない専門性の高いファンドがあるかもしれないが、そういったケースは稀であろう。

### 設例

運用期間に期限があるファンドで、アセットマネージャーを解任する際、投資家がアセットマネージャーに一年分の運用報酬に見合う額を補償しなければならないとする。アセットマネージャーは、このペナルティによって解任権が実質的なものでなくなるかどうかを判断する必要がある。当該ペナルティが類似ファンドにおいて一般的で、実際に他のファンドで行使されたことがあるかどうかも参考となる可能性がある。さらに、運用成績の不振により投資家が被る可能性のある潜在的な損失と比較して、当該ペナルティの存在が投資家の権利行使を妨げるものであるかどうかという点も判断に際して考慮する必要がある。

### 設例

アセットマネージャーが、自らの名前を冠した'Manager X Growth Fund'というファンドを設定したとする。ファンド名はアセットマネージャーが解任されたとしても変更できない。この条項の存在は解任権を行使する際の障害となる場合がある。ただし、実務上、解任されるアセットマネージャーが、解任されたファンドの名称に自らのブランドが残ることを実際に望むかどうか、また、新しく契約したアセットマネージャーが競合他社の名前がついたファンドを運用することを望むかどうかについて考慮する必要がある。

アセットマネージャーに対する通知期間付き解任権および再任権は、通知期間なしの解任権と同様に取り扱うことができるだろうか。基準の設例では通知期間付き解任権については触れられていない。設例 14C では、アセットマネージャーを毎年任命する取締役会の権利(再任権)は、アセットマネージャーのパワーを制限する実質的な権利であるとされている。我々の見解では、アセットマネージャーを限定的な期間で任命する積極的な権利(再任権)を含む契約は、通知期間付きの行使可能な解任権を伴う無期限の契約とは異なると考えている。再任権は、アセットマネージャーのパフォーマンスを積極的に評価するメカニズムに基づく。一方、解任権はアセットマネージャーのサービスが十分でなくなった時点からのみ行使されるものである。アセットマネージャーが次期一年間任命された場合に、任命された初日にそのサービスが十分でないとはならないと想定される。したがって、一年の再任権は一年の通知期間付き解任権よりも実質的であると考えられる。

通知期間について検討する際は、権利が実質的かどうかについてのガイダンスが関連する。本人・代理人の判定において通知期間がどの程度の影響を与えるかをアセットマネージャーが評価する際に聞くべき事項には、次のようなものがある。

- 通知期間の長さはどの程度か
- 通知を出すことが可能な期間は短い期間に限られているか
- 通知期間における意思決定がファンドのリターンに重大な影響を与えるか

### 取締役会

取締役会や類似の機関が、アセットマネージャーのパワーを実質的に制限する権利を有する場合がある。ただし、解任権を評価する上で、取締役会は単一の当事者とはみなされない。したがって、取締役会にどのような権利があろうとも、それのみでは代理人か本人かの判断を決定づけるものにはならない[IFRS10号 第BC135項]。取締役会は、解任権をもつ単一の当事者というよりも、ファンドの投資家のために行動するものと考えられる。アセットマネージャーは、投資家が（例えば議決権の行使により）取締役会を通じてファンドの重要な活動の意思決定に影響を与えることができるか、また、どのように影響を与えることができるかを考慮する必要がある。ファンドの取締役会は、投資家の権利を保護するという法規制上の理由のためだけに存在し、ファンドの重要な活動の意思決定に参加できない場合もある。

ファンドの中にはアセットマネージャーのパワーを制限できる取締役会や類似の委員会が存在する場合もある。この場合には、取締役会の権利が実質的であるかどうかを判断する必要がある。これは以下のような事項を検討する必要がある。

- 取締役会を誰がどのように組成したか
- 取締役を選任する権利を誰が有しているか
- 取締役会は、どのように投資家の意思を反映しているか
- 投資家は、どのように取締役会を通して権利行使でき、意思決定に参加できるか
- 取締役会は何を意思決定でき、どのような権限を有するか

### PwCの見解

解任権をはじめとする他の権利は、アセットマネージャーが本人または代理人として行動しているのかどうかを判断する際の重要な指標となる可能性がある。これらの権利があることで、投資家は、アセットマネージャーに意思決定権限の一部を委託したとしても、意思決定のパワーを維持することができる。また、これらの権利は、アセットマネージャーが他者の代わりにそのパワーを用いて代理人として行動していることを示す場合がある。ただし、これらのことは、その権利が実質的である場合にのみ当てはまる。

取締役会は多くの場合、防御的な権利しか保有していない。あるいは、取締役会には重要なパワーがあるものの、ファンドの投資家を代表して行動する方法がない場合が多い（例えば、ミューチュアルファンドでは投資家の数が多すぎて現実的に投資家と取締役が集まる仕組みがない）。そのため、明らかに重要なパワーがあったとしても、それは必ずしも実質的でない可能性がある。取締役会を通じて行使される権利が実質的でなければ、アセットマネージャーのパワーを制限することはできない。

またアセットマネージャーは、解任権や他の権利が実質的かどうかの判断に際して、その権利が行使された場合にどのような仕組みで機能するかを考慮する必要がある。

#### 設例

投資家との総会における過半数の決定でアセットマネージャーを解任できるとする。アセットマネージャーはファンドの51%の持分を保有しているが、その持分には議決権はない。そのため49%の持分を保有する投資家がアセットマネージャーを解任することができる。ただし、一度解任されると、アセットマネージャーの持分には議決権が付与されることになる。この51%の議決権により、アセットマネージャーは自らに投票し再任させることができる。この場合には、解任権は実質的なものではない。

#### 設例

アセットマネージャーはファンドの55%の持分を保有しているが、自身は投資家(45%の持分を保有)の代理人であると主張するために、投資家と何ら関係のない「独立の」第三者に解任権を付与していたとする。このような場合、解任権は実質的なものではない。これは、特に、解任権の保有者がその権利から何ら便益を得ることができず、権利行使するインセンティブがないためである。

### 設例

取締役が、ファンドを設立したアセットマネージャーによって設立時に任命されているとする。ファンドの規約では投資家が取締役を再任又は変更できるとされているが、投資家との総会が定期的開催される仕組みはない。さらに、投資家の数が膨大かつ分散しているため、現実的には総会を開催することはできない。この場合、投資家の有する取締役の再任権は、実質的なものである可能性は低い。

## 投資委任事項を変更する権利

ファンドの投資家は、(直接的にもしくは投資家の意見を代表する機関を通して)投資委任事項を変更できるパワーを有している場合がある。そのような権利が実質的であるならば、ファンドに対するアセットマネージャーのパワーを制限することとなるだろう。

### PwC の見解

ほとんどの場合、投資家が持つファンドの投資委任事項を変更できる権利は実質的ではないだろう。ほとんどの投資委任事項は幅広く全般的な記載となっている場合が多く、それゆえ、このような権利が行使される可能性は低い。また、投資家の数などの他の障害によって、権利行使が困難もしくは不可能となる可能性がある。

### 設例

あるアセットマネージャーが、投資家が4人のみで存続期間も限られているプライベート・エクイティ・ファンドを運用しているとする。ファンドの投資委任事項では、フランスのバイオテクノロジーのベンチャー企業に投資することとされている。またファンドの規約では、投資家は過半数の議決権で投資委任事項を変更することができるが、アセットマネージャーを解任することはできないとされている。この場合、投資家はアセットマネージャーのパワーを制限する実質的なパワーを持っている可能性がある。ただし、アセットマネージャーは、変更される可能性のある他の投資委任事項に基づく運用を行えるだけの専門知識を有しているかどうかなど、関連するその他要因を考慮する必要がある。

一方、持分保有者が4,000以上の投資家からなるミューチュアルファンドの規約に上記と似た記載があるとしても、投資家が投票を行うことができる実務的な仕組みがなく、かつ投資家が自身の持分の売却や払戻しにより容易にファンドから撤退できる場合には、アセットマネージャーのパワーの大きさに何ら影響を及ぼさない可能性が高い。

## 持分を売り戻す投資家の権利

投資家は償還請求権を通じて持分を売却することができ、それによりアセットマネージャーのパワーを制限できるため、ファンドの投資家がパワーをもっているとの主張もある。しかし、投資家が自身の持分を売り戻すことができるということが、アセットマネージャーのファンドに対するパワーに影響を及ぼすことはないと考えている。むしろ、持分が償還された場合、アセットマネージャーは縮小したファンドに対してより大きなパワーを有することとなる。

## 清算権

単一またはごく少数の投資家が持分を売り戻す権利を保有している場合、それはアセットマネージャーのパワーに影響を及ぼす実質的な権利とみなされる可能性がある。この権利は清算権と同様の権利として、投資家にファンドマネージャーを指図するパワーを与える可能性がある。アセットマネージャーは関連するすべての要因を考慮し、その権利がどの程度実質的であるかを判断する必要がある。なお、考慮すべき要因には次のようなものがある。

- どの程度多くの投資家がいれば実質的な清算を行うことが可能か
- 投資家がファンドの予想運用期間において固定されており、そのような権利が現実的には行使できないものになっていないか
- ファンドの保有資産を清算することが実務的に可能か
- 資産の清算を妨げる障害やペナルティが存在するか
- ファンドが持分の償還を妨げる、もしくは著しく遅らせる権利を有するか



## PwC の見解

ファンドに単一の投資家しか存在せず、その投資家がファンドの設計に関与しており、かつ、直接的にまたは持分の償還請求によって理由なしにファンドを清算するパワーを有する場合、清算権の存在は、アセットマネージャーが代理人であることを示している可能性が高い。



## 結論

他の当事者がどのような権利を保有しているかということは、アセットマネージャーが代理人または本人かどうかを判断する際の重要なポイントである。実質的な解任権や他の権利（例えば、投資家の代わりに重要な意思決定に参加できる、独立した取締役会の存在など）はアセットマネージャーのパワーが制限されていることを強く示している可能性がある。これらの権利が実質的かどうかを判断するためには、関連するすべての要因を考慮する必要がある。

## 報酬

アセットマネージャーは運用サービスを提供することにより報酬を得るが、その報酬は一般的に、純資産又はコミットメントの額に一定の割合を乗じたもの、ベンチマークに対する運用報酬、および成功報酬、あるいはこれらの組み合わせ、といった形をとる。ファンドのリターン全体に対するアセットマネージャーの報酬の額や変動の程度が大きいかほど、アセットマネージャーが本人である可能性が高くなる [IFRS10 号 第 B68 項]。その報酬が提供するサービスに見合ったものではなく、類似のサービスでかつ類似の専門知識が要求される独立第三者間契約で通常示される条件を含んでいない場合、アセットマネージャーは代理人にはなりえない（すなわち、契約は市場の条件で行われていなければならない）。 [IFRS10 号 第 B68-70 項]

## IFRS10 号の設例とガイダンス

IFRS10 号の設例	設例 13 – 上場ファンド	設例 14 – 非上場ファンド
報酬の金額	純資産の 1%	純資産の 1%に加えて、所定の利益水準を達成した場合、利益合計の 20%
変動の程度	<ul style="list-style-type: none"><li>投資家を得るリターン合計に比例して増加する</li><li>マイナスにはならない(最少リターンは 0)</li></ul>	
通常相応と 考えられる条件か	○	○
結論	 アセットマネージャーは、報酬のみでは、 リターンに対する重要なエクスポージャーは 有していない	 アセットマネージャーは、報酬のみでは、 リターンに対する重要なエクスポージャーは 有していない

IFRS10号の設例13と14では、アセットマネージャーの報酬が前述の条件を満たしているとし、アセットマネージャーが代理人であることを示唆している。ただし、独立第三者間で締結される報酬でも、他の直接投資とあわせて変動リターンに対するエクスポージャーを考慮する際には、当該報酬の変動性や規模が重要となる場合もある。

## PwC の見解

報酬が独立第三者間における水準であり、かつ、通常示される契約条件となっている限り、通常は、そのみで、アセットマネージャーがファンドを支配していることを裏付けるリターンに対する十分なエクスポージャーを有しているとの指標にはならない。

## 結論

アセットマネージャーは、報酬が市場における合理的な水準であるかを判断するために、類似ファンドを運用する他のアセットマネージャーの報酬水準などの市場データを調査する必要があるかもしれない。しかし、アセットマネージャーと関連のない重要な投資家によって構成されているファンドについては、報酬が市場における合理的な水準であることを比較的容易に示すことができる可能性がある。アセットマネージャーは、受領する報酬に加えて自身のファンドへの投資を通じて、変動リターンに対するエクスポージャーを有している場合がある。アセットマネージャーは、支配の有無を判断する際、あらゆる要因からの変動リターンに対するエクスポージャー全体を評価すべきである。

## リターンに対するエクスポージャー

アセットマネージャーは、運用報酬以外にもファンドに対する他の持分を有している場合がある。これは一般的にはファンドに対して直接投資または貸付をしているケースである。

アセットマネージャーは、報酬だけでなくファンドに対して有する他の持分を含めて、ファンドから得られる経済的持分の大きさとその変動の程度を考慮すべきである。経済的持分の金額と変動の程度が大きいほど、アセットマネージャーがファンドを支配している可能性が高い。エクスポージャーは、ファンドからのリターンの変動性全体に対して評価する必要がある。エクスポージャーの評価は、主に予想リターンに基づいて行う必要があるが、最大エクスポージャーも考慮する必要がある。さらに、アセットマネージャーは自身のリターンに対するエクスポージャーが他の投資家のリターンに対するエクスポージャーと異なるか、異なる場合にはそれが自身の行動に影響を及ぼす可能性があるかを考慮すべきである。[IFRS10号 第B71-B72項]

### IFRS10号の設例とガイダンス

IFRS10号の設例	設例 13 – 上場ファンド	設例 14 – 非上場ファンド	設例 14A – 非上場ファンド	設例 14 B– 非上場ファンド	設例 14C – 非上場ファンド
直接持分	10%	0%	2%	20%	20%
リターン (報酬+ 直接持分)	純資産の 1%	純資産の 1%	純資産の 1%	純資産の 1%	純資産の 1%
		+ 所定の利益水準を満たした場合、利益合計の 20%	+ 所定の利益水準を満たした場合、利益合計の 20%	+ 所定の利益水準を満たした場合、利益合計の 20%	+ 所定の利益水準を満たした場合、利益合計の 20%
	+ 残余利益合計の 10%		+ 残余利益合計の 2%	+ 残余利益合計の 20%	+ 残余利益合計の 20%
結論	リターンに対するエクスポージャーは重要ではない	リターンに対するエクスポージャーは重要ではない	リターンに対するエクスポージャーは重要ではない	リターンに対するエクスポージャーは重要	リターンに対するエクスポージャーは重要

IFRS10号におけるすべての設例において、アセットマネージャーは変動リターンに対するエクスポージャーを有している。設例 14 の基本ケースを除いて、アセットマネージャーは運用報酬だけでなくファンドに対する直接持分を有している。設例 14B および 14C におけるリターンのレベルは同じだが、リターンとパワーを合わせて考慮した結果、設例 14B においてのみ、アセットマネージャーがファンドに対する支配を有しているとされる。



## PwC の見解

アセットマネージャーはほぼ常にいくつかの変動リターンに対するエクスポージャーを有しており、ほとんどの場合にリターンを変動させるパワーを有している。しかし、必ずしもアセットマネージャーがファンドを支配しているという結論になるわけではない。上記の設例は、IFRS10 号のフレームワークで支配の存在が認められるためには、変動リターンに対するエクスポージャーが十分な重要性を有している必要があることを示している。

上記の設例から、アセットマネージャーがファンドを支配していると判断しなければならないリターンの水準に関する「ブライト・ライン」はないことがわかる。支配の分析は、すべての要因の相互の関係に依存する。このことは、支配の原則、すなわち、パワー、リターンに対するエクスポージャー、及びリターンに影響を及ぼすパワーを使用する能力が必要であるとする原則と整合している。[IFRS10 号 第 7 項]。

設例から導かれる単純な結論は、アセットマネージャーが 1%の運用報酬を得る権利を持ち、持分を 2%保有していてもファンドを支配しているとはならないということである。一方、運用報酬が同じで 20%の成功報酬を得る権利を持ち、持分を 20%保有している場合にはファンドを支配していることとなる。しかし、支配の分析は、例えばファンドの予想リターンと運用報酬を得るために満たすべきハードルレートとの相互関係や、アセットマネージャーの有するパワーの評価によって、より複雑なものとなる可能性がある。

設例では、リターンの変動のエクスポージャーをどのように評価するかについて触れていない。第 B72 項ではリターンの金額の大きさと変動の程度、また予想リターンと最大エクスポージャーについて言及している。設例では、パワーの水準とあわせて考えた場合に、リターンの変動性から生じるエクスポージャーが、アセットマネージャーがファンドを支配していると判定するのに十分かどうかを結論づけているにすぎない。アセットマネージャーは設例においてどの程度の変動性が暗示されているかを解釈し、実際の個別の状況において金額の大きさと変動の程度を評価する必要がある。

## 結論

リターンの変動性に対するエクスポージャーは、アセットマネージャーが運用するファンドを支配しているか否かの判定にほぼ常に影響を与えることになる。場合によっては、この判定が複雑でないケースもある。例えば、アセットマネージャーが投資運用契約においてパワーを持っていたとしても、ファンドへの投資がなく、かつ、明示的または黙示的な支援の約束もなく、報酬が市場における合理的な水準である場合、ファンドを支配していないと考えられる。アセットマネージャーは報酬を通じて変動性に対する一定のエクスポージャーを有することになるが、これ自体では一般的にファンドを支配していることを示すのに十分ではない。一方、自身のパワーに対して何ら実質的な制限がなくファンドの過半数を占める投資家でもある場合、アセットマネージャーがファンドを支配していることは明らかである。最も判定が難しいとされるのはこうしたケースの中間の場合であり、支配の存在・不存在を示す事実が複雑に混在するため重要な判断が必要になる。

## 追加で検討すべき事項

本稿では、事業体(アセットマネージャー)が本人か代理人かを判断するための、IFRS10 号の原則及びその適用指針について検討している。基準は単一の支配概念を適用しているため、アセットマネージャーが運用しているファンドを支配しているかどうかの判断に関連する可能性がある事項は他にもある。支配の評価を行う際に、例えば次の事項も考慮すべきである。

### 他の当事者との関係

投資家は、他の当事者との関係の性質を評価し、その関係が実務においてどのように機能するかについて判断をしたうえで、自身とその当事者との関係を検討するとともに、当該当事者がその投資家の利益のために行動するかどうか検討する必要がある [IFRS10 号 第 B74 項]。このような当事者は「事実上の代理人」として知られている。アセットマネージャーまたはアセットマネージャーの活動を指図できる者が、他の当事者を指図する能力を持っているケースでは、支配の判定を行うにあたって、この「事実上の代理人」が有する意思決定権限とリターンに対するエクスポージャーを、アセットマネージャー自身の意思決定権限とリターンに対するエクスポージャーと合わせて考慮する必要がある。

この点がアセットマネージャーに関連する状況としては、少なくとも以下の 2 つがある。

## 従業員が保有する持分

アセットマネージャーの従業員が、アセットマネージャーが運用するファンドの株式や持分を自ら保有するか、それらの給付を受ける権利を与える従業員給付制度をもつことは珍しいことではない。このような制度は、アセットマネージャー自身によって、もしくはファンドマネージャーの従業員で構成される「キャリドインタレストパートナーシップ」等の他の事業体を通して運用される場合がある。従業員は様々な方法でファンド持分を保有するに至るであろう。例えば、自己資金で直接出資する場合、ファンドマネージャーから拠出される場合、あるいは雇用条件やパフォーマンスによってオプションや持分が付与される場合などである。

従業員が雇用主の指示に従うのは明らかであるため、アセットマネージャーが本人か代理人かを判断する際には、従業員が保有する持分は、アセットマネージャーの事実上の代理人が保有する持分として扱うことが必要となる可能性がある。アセットマネージャーは従業員が保有する持分を慎重に考慮しなければならない。アセットマネージャーは、従業員に持分を移すことで、自身のパワーと利益に対するエクスポージャーの一部を遮断することはできない。

## 報告企業の他の事業体が保有する持分

ファンドの持分を保有するアセットマネージャーが、より大きな企業集団の一部である場合がある。例えば、保険や銀行グループの傘下のアセットマネージャーである。アセットマネージャーの親会社もしくはグループ内の他の企業が、アセットマネージャーが運用するファンドに直接投資している場合がある。その場合、親会社、グループ内の他の企業、またはアセットマネージャーのうち、誰がファンドを連結する必要があるのかを、慎重に検討し決定する必要がある。

## 運用ファンドに対するコミットメントと保証

投資先が特定の方法で運営されることを確実にするため、投資家が明示的または黙示的なコミットメントを持っている場合がある。当該コミットメントにより、投資家のリターンの変動性に対するエクスポージャーが増加し、したがって、投資家が投資先に対する十分なパワーを獲得しようとするインセンティブが増加する場合がある。しかし、それだけでは投資家が投資先に対するパワーを有していることにはならない[IFRS10 号 第 B54 項]。

アセットマネージャーは投資家に、運用するファンドから得られるリターンを保証することがある。しかし、ファンドマネージャーがファンドからのリターンの不足分を補うと明記している場合と明記していない場合がある。アセットマネージャーは、これがパワーおよびリターンの変動性に対するエクスポージャーにどのように影響するのかを考慮する必要がある。

## 支配の継続的判定

支配の 3 要素のいずれかが変化したことを示唆する事実や状況がある場合、投資家は投資先を支配しているかどうか再判定すべきである。支配の 3 要素とは、パワー、リターンの変動性に対するエクスポージャー、およびリターンに影響をおよぼすパワーを使用する能力である[IFRS10 号 第 8 項]。投資家と他の当事者の関係の変化が、投資家が代理人ではなくなる、あるいは代理人になることを示す可能性がある。しかし、パワー、変動リターンに対するエクスポージャー、もしくはリターンに影響をおよぼすパワーを使用する能力のいずれかが変化する場合を除き、市場の状況の変化だけでは投資家が本人か代理人かの当初の判定は変更されない[IFRS 第 10 号 第 B84-B85 項]。

### 設例

あるアセットマネージャーが、あるプライベート・エクイティ・ファンドを運用しているとする。運用契約では、ファンド設定後の最初の 5 年間はアセットマネージャーを解任できないこととなっている。この条項はアセットマネージャーが運用実績を残すことができるようにし、かつ、当初ファンドを設定した時に負担したコストを保障するものとして、契約に含まれている。

ファンド設定後の最初の 5 年間は、アセットマネージャーがパワーを有しており、他のいかなる当事者も実質的な権利を有していない。しかし、ファンドの重要な活動を意思決定する際に投資家がアセットマネージャーを解任する能力を潜在的に有している場合には、アセットマネージャーは自らがパワーを有しているか再判定すべきである。再判定において、解任権がどの程度実質的であるかによっては、アセットマネージャーがもはやファンドに対するパワーを有していないと結論づける可能性もある。

#### 設例

あるアセットマネージャーが、設定時にファンドの 100%を保有することで、シードマネーとしてファンドに投資しているとする。この場合、アセットマネージャーはパワーとリターンの変動性に対する重要なエクスポージャーを有しており、本人として行動しファンドを支配していると考えられる。

その後、投資家がファンドに参加したことで自身の持分が希薄化したときには、アセットマネージャーは自身のパワーとリターンに対するエクスポージャーの程度を再判定するべきである。

アセットマネージャーは変動リターンに対するエクスポージャーが変化したかどうかを考慮すべきである。しかしこれは実務上容易ではない。アセットマネージャーのリターンに対する絶対的な持分が、ファンドのパフォーマンスと景気循環の段階によってしばしば変化するためである。IFRS10 号 第 B85 項においては、アセットマネージャーが代理人か本人かの立場は、景気の状態の変化だけで変わるわけではないとされている。ただし、より長期にわたるリターンのシフト、あるいは、当初の判定において予想していたものを超えるリターン(リターンの最大の水準を含む)の期間が、ファンドに対するアセットマネージャーの関係を变える可能性もある。

## 終わりに

### アセットマネージャーのための具体的なガイダンス

IFRS10号では、初めて、アセットマネージャーに関する支配と連結のガイダンスが含まれた。IFRS10号の原則は、事業体が他の事業体を支配するためには、パワー、リターン、及びリターンに影響を及ぼすパワーを使用する能力を有している必要があるとしている。アセットマネージャーが支配の評価をする際の重要なポイントは、アセットマネージャーが代理人として(つまり、他者のかわりに)行動しているか、それとも本人として(つまり、自身のために)行動しているかであり、後者のケースでのみアセットマネージャーは事業体を支配していることとなる。例えば、アセットマネージャーがリターンの変動性に対するエクスポージャーを有していたとしても、他の投資家が自らの代わりに行動するアセットマネージャーのパワーを制限する実質的な権利を有している場合には、アセットマネージャーは代理人である。また、アセットマネージャーが無制限のパワーを有していても、リターンの水準が自らの利益のためにパワーを使用していると判断するのに十分でない場合は、アセットマネージャーは代理人である。

### IFRS10号は、代理人か本人かを判断する「ブライト・ライン」を定めていないため、多くの場合でアセットマネージャーには重要な判断が必要となる

IFRS10号では、アセットマネージャーが代理人か本人かを評価する際に役立つさまざまな規準が示されている。ただし、決定的な規準といえるのは、単一の当事者が実質的な解任権を有している場合、もしくは運用報酬が市場における合理的な水準から乖離している場合に限られている。つまり、単一の当事者が実質的な解任権を有している場合はアセットマネージャーが代理人であるという決定的な証拠になり、運用報酬が市場における合理的な水準から乖離している場合は、アセットマネージャーが本人であることを示している。

これら2つのシナリオを除く多くのケースにおいて、経営者は、あらゆる要因を総合的に検討して判断する必要があるだろう。例えば、設例14Cでは、アセットマネージャーのパワーを制限する実質的な権利を有する取締役会について検討している。ここでは、アセットマネージャーがパワーを有していないためファンドを支配していないというのではなく、実質的な権利、アセットマネージャーの意思決定能力、およびファンドの変動リターンに対するエクスポージャーのレベルを総合的に考慮した結果、ファンドを支配していないと結論付けている。他の事実が同じ場合で、ファンドのリターンに対するエクスポージャーのレベルがより大きい場合には、異なる結論となる可能性もある。

### 判断においては、意思決定権限の範囲や報酬より、他の当事者が保有する権利及び変動リターンに対するエクスポージャーが重視されることが多い

意思決定権限の範囲やアセットマネージャーの報酬の検討だけで、本人か代理人かの判断を行うことができる場合は稀である。アセットマネージャーは、ほとんどの場合、ファンドの投資運用契約における意思決定権限の範囲に基づきファンドに対するパワーを有している。また、運用報酬からの市場ベースの変動リターンに対するエクスポージャーのみでは、通常、アセットマネージャーが本人であることを示すのに十分ではない。

本人・代理人の評価に影響を与える可能性がより高い要素としては、他の当事者が保有する権利(例えば、投資家が持つ解任権)と変動リターンに対するアセットマネージャーの全体的なエクスポージャー(つまり、所有持分および運用報酬の合計)である。

### アセットマネージャーはほぼ常にパワーを有している

新基準では、アセットマネージャーはほとんどの場合、自身が運用するファンドに対してパワーを有していると考えられる。アセットマネージャーは、自身が本人または代理人として行動しているのかを評価するために、自らのパワーにどのような制限があるか(実質的な解任権など)、またリターンに対するエクスポージャーがどの程度かを判断しなければならない。

## 解任権や他の権利は実質的である必要がある

投資家が解任権を有している場合、アセットマネージャーが本人ではなく、代理人であることを示している可能性があるが、それらの権利が実質的であるかどうか、アセットマネージャーの持つパワーがどの程度制限されているかどうかを評価するには、関連するすべての要因を考慮する必要がある。パワーがある程度制限されている場合でも、リターンに対するエクスポージャーの程度によっては、アセットマネージャーが支配しているとするのに十分な場合もある。

## リターンに対するエクスポージャーが、アセットマネージャーが代理人であることを示す場合がある

アセットマネージャーは、リターンに対するエクスポージャーの程度（報酬および自身が保有する持分によるものを含む）をパワーとあわせて考慮すべきである。リターンに対するエクスポージャーが支配を判断する上で十分とはいえない場合、アセットマネージャーのパワーは主に他者のために行使されるので、支配の判定において当該パワーは重要でなくなる。したがって、アセットマネージャーはファンドを支配していないことになる。

---

© 2012 PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network member firms in Japan and/or their specified subsidiaries, and may sometimes refer to the PwC Network. Each member firm is a separate legal entity. Please see [Hwww.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure)<sup>[1]</sup> for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.