

## 第3章 ーその2ー

# 年金制度とスチュワードシップ規範制定の意味 ー英国における年金制度をめぐる関係システムの構築ー

### I 年金制度をめぐる関係システムの構築

国際財務報告基準（IFRS）をわが国上場企業に強制適用するか否かの是非をめぐる議論は、大震災後、導入延期の「5～7年間の準備期間が必要」との金融相の発言（2011年6月）以来、やや沈静化している感がある。しかし、わが国の会計制度の将来を考える上でもIFRSの提起した問題は重要である。なかでも2010年12月、東京財団から政策提言として公表された「日本のIFRS対応に関する提言」は、国家戦略としての会計戦略の構築という観点からIFRSの強制適用に真っ向から反対している点で注目される<sup>35)</sup>。

政策提言では、IFRSをささえる公正価値への批判の根拠として、公正価値が「数理操作のフリーハンドを経営者に与え」、「企業価値の評価自体を投資家やアナリストに先行してその企業を経営する経営者自身に行わせる仕組み」であるとし、それに代えて「会計の目的は将来キャッシュ・フローの予測ではなく、過去の業績の結果である」ので、従来型の会計モデルにもとづく業績重視の会計への転換こそ、わが国会計制度が進むべき道であるとしている。この観点にたつて、相対的に国内に製造業の割合が低い米国、中国などのアジア諸国と共闘して、新たに「国際業績報告会計基準」の作成を提言している。

こうした会計の捉え方が妥当であるかどうかについては別に検討すべき課題であるが、政策提言に欠けている視点のひとつは、IFRSを会計（基準）の枠内の問題としてのみ見て、IFRSの考えかたのフレームワークが国際的な他の規範と関係して構成されている現実についてほとんど注目していない点である。

いいかえれば、IFRSを別の観点からみれば、IFRSが国際的な他の諸機関、諸団体の規範と関係して、ひとつのネットワークを構築する仕組みーシステムーの問題であり、すでにその段階から議論されているということでもある。

拙著では<sup>36)</sup>、その問題を解明するためには、IFRSを「グローバル・ガバナンス」という文脈から見ると述べた。その意味は、グローバル・ガバナンスが「国際的に対立する、あるいは多様な利害を調整し、協力的な行為がとられる継続過程」であり、そうした問題の対象が財・サービス・価格・取引、独占そして環境だけでなく、会計基準という領域

35) 東京財団『日本のIFRS（国際財務報告基準）対応に関する提言』2010年12月。

36) 拙著『企業統治の会計学』中央経済社、2009年、第9章。つぎも参照。拙稿「IFRSの次にくるもの」2010年5月。

にまで展開している現実をどのように捉えるかという問題である<sup>37)</sup>。

本稿では、そうした問題のすべてを取り扱うのではなく、上述した観点をもう少し明らかにするための作業として、英国における年金制度をめぐる問題を対象として、IFRSをふくむ様々な規範の連係システムをスチュワードシップをキーコンセプトとして構築する状況とその意味について明らかにする。

## II 年金制度をめぐる連係システムの構成と体系

前節で述べた課題をすすめるためには、まず経済システムにおけるマネーをめぐる委託受託関係についてあらためて整理する必要があるであろう。この問題については、すでに拙著においてマネーを委託、受託する関係を単純な一元的なエージェンシー関係としてみるのではなく、二重、三重からなるエージェンシー関係の連鎖の仕組みとして捉え、それをフィデューシャリー関係として表現した。そうした観点にたつて本稿の主題をみれば、ここに係わる主体はつぎの4つになるであろう。

- ・受益権所有者 (beneficiary owner) : 年金, 生保, 信託などのマネーの最終的な委託者であり, 受益者.
- ・年金制度 (pension plans)
- ・機関投資家
- ・被投資会社 (investee company)

この4つの主体が、どのようなかたちで連係システムを構築するのが、年金制度をめぐる重要な課題となっている。いいかえれば、年金制度の永続的な維持のみが問題ではなく、これら4つの主体の関係をどのようにみるのかも年金制度にとって喫緊の課題であるといっても間違いでないだろう<sup>38)</sup>。年金制度をめぐる連係システムという観点から近年における英国の展開をみれば、つぎのようになるであろう。

まず年金制度をめぐる規範のあり方の問題は、年金ガバナンス問題として位置づけられるであろう。その問題は英国独自の展開でないが、OECDの年金ガバナンス指針のなかに見ることができるであろう。

2002年に公表されたOECDの「年金制度ガバナンス指針」(Guideline for Pension Fund Governance : 以下においては本指針と略記する)によれば<sup>39)</sup>、年金プランのガバナンスは年

37) 財・サービス・価格・取引・独占・環境とともに、会計基準もまたグローバル・ガバナンスの観点からとらえる詳細は、つぎを参照。山本吉宣『国際レジームとガバナンス』有斐閣、2008年、344、356頁。

38) 本稿の年金制度は私的年金、とくに企業年金制度のみを対象にしているが、この課題は公的年金制度であっても直面している課題である。本報告書第3章—その1—の(注)5を参照。

39) OECD, *Guidelines for Pension Fund Governance*, July 2002. この詳細はつぎを参照。拙稿「年金ガバナンスの国際的動向とその意味」『みずほ年金レポート』No. 59 (2005・1/2)。

金プランの活動にかかわるさまざまな実体と人々とのすべての諸関係からなるとして捉え、それはまたつぎのような活動を行なう重要な仕組み—構造—を決定するものである。

①年金プランの目的の策定、②目的達成のための手段、③パフォーマンスの監視。

本指針の前提には、年金制度ガバナンスのあり方を集団投資スキームとの関連に注目している点に留意されなければならない。すなわち、本指針は、1971年にOECDから公表された「集団投資商品（CIS）に関する機関運営のための標準規則」、およびIOSCO（証券監督者国際機構）「集団投資商品（CIS）規制の諸原則」（1991年）に言及し、とくにIOSCOの諸原則を4つあげている。①CISの管理人（custodian）、受託者（depository or trustee）の任命、②CISの活動に関する行為基準と最小限の継続基準、③CISの投資家による資金回収の権利、④完全かつ適時に的確なディスクロージャーに関する投資家の権利。

年金ガバナンスを集団投資スキームと関連づけて捉えようとするこの視点は、年金ガバナンスを考える上で2つの点で重要である。第1に、年金ガバナンスは年金制度特有の問題だけでなく、より広く年金加入者、母体企業から構成される集団投資スキームとして他のスキームと共通するガバナンス問題をかかえているという点である。とりわけ、年金制度が従業員に対する老後保障という問題にかかわるだけに、年金ガバナンス問題は会社のガバナンスを越える課題を有していると考えられる。年金ガバナンスをどのような仕組みで担保すべきであろうか。

もっと重要な点は、年金制度を集団投資スキームのひとつとして位置づけられるとすれば<sup>40)</sup>、その規制は法律上、年金法の領域だけでなく、たとえば米国の証券二法—わが国の金融商品取引法—の領域と密接につながり、新たなガバナンス問題に展開する可能性をもっている。いうまでもなく、母体企業の有価証券報告書の監査に関連して、年金制度の財政状態は重要な財務報告のひとつであるから、間接的に証券2法と結びついているが<sup>41)</sup>、ここでは年金制度自体の問題が証券二法と直接に関連する可能性をもっている。それが年金制度ガバナンス問題をさらに展開させる契機になるであろう。

本指針は、2002年指針を修正し2009年に公表された<sup>42)</sup>。本指針は、2002年指針と異なり、

40) 集団投資スキームについては、つぎを参照。「能力の高い金融仲介者が多数の投資家から資金をあつめてまとめて運用する投資信託や年金のような仕組みを集団投資スキームという。上場大企業の株式に個人がなけなしの資金を投資しても株主としての発言力は無いに等しいが、こうした仕組みを通じれば、プロの運用受託者を通じて大口投資家として発言力を行使することができる。」大垣尚司『金融と法』有斐閣、2010年、125-126頁）。

41) 事実、米国証券取引委員会（SEC）は、カリフォルニア州年金制度に関して証券法違反の疑いで調査に入ったという。それによれば、巨大な公的年金制度に関する十分な開示を怠って、州債券を公募したからである。すでにSECは昨年、ニュージャージー州を債券投資家に対して年金制度基金の状況を誤導させたかどで、証券不正に関して最初の法的措置を講じているという。つぎを参照、New York Times, “U. S. Inquiry Said to Focus on California Pension Fund,” January 7, 2011. これについてはつぎを参照。拙稿「半国公務員年金会計基準（公開草案）の意味するもの」『経済集志』（2012年、近刊）。

42) OECD, *Guidelines for Pension Fund Governance*, June 2009. 本指針のうち中核原則に係わる訳については、

他の諸機関との関係の結果であるという。すなわち、「OECD勧告は、他の諸機関、すなわち年金監督国際機構（IOPS）と国際会計基準理事会（IASB）からいうまでもなく影響をうけ、かつ連係して、OECD勧告の重要性を高めている。」<sup>43)</sup>

本指針は2つの点で2002年指針を修正している。第1に、一段と年金制度ガバナンスの統合化を図っている。すなわち、年金制度のガバナンス構造は2層制—統治理事会と執行機関—からなり、前者は戦略決定と監督機能を果たさなければならない、また年金制度の会計監査人とアクチュアリーを選任し、起こりうる利益相反の調整にあたらなければならない。

第2に、統治理事会の行うべきガバナンスの主題がリスクベースにもとづくものであり、リスクマネジメントにあることを明らかにしたことである。その意味することを本指針は次のように述べている。

「内部統制に対応する範囲と仕組みは、「リスクベース」でなければならないし、それは年金制度、資金、母体企業の形態や規模、および直面するリスクの種類に依拠して違いがあるだろう。しかし、リスクマネジメント・コントロールと健全な経営にとって中核をなす組織と経営の基本的な行動指針がある……

こうした慎重なリスクマネジメントは、投資意思決定にともなう年金制度の潜在的インパクトだけでなく、環境・政治・規制の変化のような目に見えないリスク要因を考慮するものでもなければならない。リスクマネジメント戦略は短期的な結果と長期的な結果とを積極的に識別し、両者のバランスをキチンと保つようにしなければならない。」（Ⅱ・9）

このように投資の意思決定にかかわるリスクマネジメントとともに、マネジメントの領域の外にある「環境・政治・規制のような目に見えないリスク要因」を考慮することにより、つづいて開示についてはつぎのような指針を示している。

「理事会は、投資方針を決定するさいに環境・社会・ガバナンスを考慮した場合には、それを公に開示し、かつ考慮の態様についても同様の措置をとらなければならない。」（Ⅱ・11）<sup>44)</sup>

このように年金制度のガバナンス指針のなかに投資意思決定時に環境・社会・ガバナンスへの考慮に関する開示を明示したことは、年金制度が短期的なパフォーマンスというよりも長期的なパフォーマンスへの考慮をもとめているといえよう。

以上述べたように、本指針は年金制度ガバナンスにとってもっとも必要な指針が投資意思決定のさいのリスクマネジメントであり<sup>45)</sup>、そのためにも戦略決定・監督と執行の明確な

---

つぎを参照。『みずほ年金レポート』2010.1/2。

43) Powell, David W., “New Fiduciary Considerations for U. S. Public and Private Pension Plan Governance — A Look at New OECD Guidelines,” *Benefits & Compensation Digest*, March 2010, p. 19.

44) 英国における年金制度の社会的責任投資をめぐるディスクロージャー問題については、前掲拙著の第11章を参照。

45) 年金制度への企業リスクマネジメント（ERM）の考え方の導入に関して、エンティティワイド概念を提示したつぎを参照。Kemp, M. H. D., and C. C. Patel, *Entity-wide risk management for discussion funds*,

峻別が必要であるとしている。さらに、年金制度の会計監査人が本指針にもとづいたリスクマネジメントの評価および母体企業の監査人によるIFRSの準拠とが共通の方向に向かうとすれば<sup>46)</sup>、IFRSと年金制度との関係は直接的ではないとしても、相互に連係していると推測される。

### Ⅲ 機関投資家と被投資会社への新たな規範にもとづく連係システムの展開

年金制度をめぐる年金ガバナンス指針の強化ないしは展開は、今度はマネーの受託機関、そして被投資会社の経営のあり方に大きな影響を及ぼすに違いない。この点については、英国ではつぎのような展開をしめしている。前節で述べたように、年金制度については、1998年の年金法の改正にともない公務員年金制度や私的年金制度に対して、基金の投資方針書に「社会・環境・倫理に関する事項」の開示が強制されている<sup>47)</sup>。

前節で言及されたように、この方向はOECDの2009年指針における投資方針を決定する際の「環境・政治・規制のような目に見えないリスク要因」の考慮およびその開示の指針と関連したものであるとみなすことができよう。

前節でかかげた残りの2つの主体、機関投資家と被投資会社についてはどうか。これについてはもう少し基本的な文脈で論じなければならないであろう。なぜなら、この2つの主体に対する責任問題は、2009年2月の英国首相から諮問に応じて答申された最終勧告—いわゆるウォーカー報告書（以下、「同報告書」と略記する）にもとづいて<sup>48)</sup>、あらためてガバナンス、ステュワードシップ問題として検討されたからである。

同ウォーカー委員会への首相の付託事項はつぎのとおりであった。

「英国の銀行業の会社ガバナンスの検討、ならびに次の領域までふくめた勧告をすべきである。すなわち、取締役会レベルにおけるリスクマネジメントの有効性、これにはリスクマネジメントを有効にするための報酬インセンティブが含まれる；英国銀行業の取締役会に求められる、バランスのある技能、経験、自主性；取締役会業務の有効性、および監査・リスク・報酬・指名委員会の業務の有効性；被投資会社に対する有効にエンゲージメントし<sup>49)</sup>、取締役会をモニターするための機関投資家の役割；英国の提案は国際的な実務と整

---

2011.

46) この捉え方はつぎによる。Powell, David W., *op. cit.*

47) 前掲拙著、11章。

48) Walker, David, *A review of corporate in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations*, 26 November 2009.

49) ここでいうエンゲージメント (engagement) について、ウォーカー報告書はつぎのように定義している。

「この報告書 (Review) の目的にてらして、“engagement” という用語は、株主が低調なパフォーマンスに対する懸念を効果的に対応することにより、株式所有による価値上昇を確実にするための戦略 (initiative) に関連している。エンゲージメントには、つぎのような問題に対応した仕組みがある。株

合しているか、また国内、国際的な最善の実践をどのようにして広めることができるか。」  
(Preface)

この基本的な観点は、金融危機をまねいた元凶を被投資会社のガバナンスの欠如にもとめられるだけでなく、より重要なのは投資する側、あるいはマネーを受託する側である銀行や機関投資家サイドのガバナンスのあり方にあるとして、これにもとづいて39の勧告がなされている。

以下においては、本稿の主題に関連させて、「機関投資家の役割」および「リスクガバナンス」に係わる勧告について検討し、本稿の以後の展開に供しよう。まず勧告16では、「英国財務報告審議会（FRC）への付託事項には、機関投資家とファンドマネージャーがステュワードシップの最善の実践の遵守を推進し、被投資会社へのエンゲージメントを行う措置にまで明確に拡大させるべきこと。機関投資家のこの新しい役割は現行の統合規範—これはコーポレートガバナンス規範と言われている—の内容を、もっとも相応しい用語であるステュワードシップ規範と区別することにより、明確となる。」(Recommendation16)。

さらに、機関投資家とファンドマネージャーに対して共同して被投資会社へのエンゲージメントを推進させて、被投資会社のパフォーマンスを持続的に向上させるために所有者としての影響力を高めるべきこと」という勧告（Recommendation21）を公表している。

これをうけて、FRCは2010年6月「英国コーポレートガバナンス規範」を改訂した。注目される改正点を本稿の主題と関連付けながら示せば、つぎの3点となる。第1に、規範の冒頭の主原則として、「すべての会社は、会社の長期的な成功に関して共同して責任がある有効な取締役会によって率いられなければならない」と定め、短期的なパフォーマンスでなく長期的なパフォーマンスが、コーポレートガバナンスのもっとも重要な原則であるとされた。これに続いて当初の諮問案では、主原則のひとつとして、「すべての取締役は、会社の最善の利益のために、かつ法律上の義務にしたがい客観的に行動しなければならないフィデューシヤリーである」が示されていたが<sup>50)</sup>、フィデューシヤリーという言葉が削除されて「……行動しなければならない」と代えられた。

前節でも触れたとおり、OECD年金制度ガバナンス指針の基本的な観点が、年金制度を集団投資スキームとしてみなして、マネーを与る年金制度自体の責任を明らかにしたものとするれば、コーポレートガバナンス規範は取締役の責任をフィデューシヤリーの責任と同一にみれば明確に同じ観点にたつものと解釈されるが、そのかぎりでは今回の規範はそこまで明確にしたとはいえないであろう。

第2に、従来の「アカウンタビリティと監査」のセクションに代えて「アカウンタビリ

---

式は被投資会社のモニター、会社の会長、上級独立取締役（SID）、あるいは上級経営者との面談。適当と判断した時に行うべき介入の戦略、および議決権行使の方針と行使の開示。」(Walker's Review, 5.14.)

50) FRC, *Consultation on the Revised UK Corporate Governance Code*, December 2009. なお、フィデューシヤリーについては、前掲拙著第Ⅱ部を参照。

ティ」とし、またセクションC.2の主題を「内部統制」から「リスクマネジメントと内部統制」に変更して、その主原則をつぎのように定めた。

「取締役会は、当該会社の戦略的目的を達成するうえで積極的にとらなければならない重要なリスクの性格と程度を決定する責任を有する。」

また、これに続くセクションC.3「監査委員会と監査人」の主原則として、これまで「取締役会がコーポレートガバナンス・規範諸原則の適用の仔細に関する公式かつ透明な仕組みの策定」とされていたのに対して、新規範では「会社報告、リスクマネジメント、内部統制に係わる諸原則……」とつけ加えて、取締役会の監査委員会（および監査人）の責任をリスクマネジメントと関連づけている。

この点でもOECD年金制度ガバナンス指針の重点と軌を一にしてリスクマネジメントを主原則としている。

第3に、年次報告書の内容に関連して、つぎの規範条項をつけ加えた点である。すなわち、「取締役は、年次報告書のなかに当該会社が長期にわたって価値を創出する、または維持する基礎（ビジネス・モデル）に関する説明、および当該会社の目的に資する戦略の説明をいれなければならない。」（Section C. C. 1）

コーポレートガバナンス規範によれば、取締役会が会社が積極的にとる重要なリスクの性格と程度を決定する責任を有しているからビジネス・モデルの説明が開示されるべきであり、それによりリスクマネジメントが改善させるとみるからである<sup>51)</sup>。FRCによれば、このビジネスモデルの説明条項をコーポレートガバナンス規範にふくめる提案に対しては、それが2006年会社法のセクション417を逸脱しているという反対も寄せられたが、「取締役会が履行すべきリスクに関連した、この新しい責任は規範にとって重要な追加である」という<sup>52)</sup>。

前述のウォーカー報告書が提起したもうひとつの課題である、スチュワードシップ規範の策定に関してFRCは、2010年7月にUKスチュワードシップ規範を公表した<sup>53)</sup>。

そもそもスチュワードシップとはなにかについてFRCは、別の報告書のなかで明らかにしている<sup>54)</sup>。すなわち、「取締役が投資家の利益のスチュワード—管理人—であるが、多くの個人投資家と年金加入者もまたファンドマネージャーに対して自らの利益のために行動すること、そして彼らの投資のスチュワードとして行動することを期待している。」前節でふれたように、ここでも年金加入者、年金制度、機関投資家、被投資会社の幾重にもなる関係のもとに、被投資会社の取締役はもちろん、機関投資家やファンドマネージャーもまたス

51) FRC, *Revisions to the UK Corporate Governance Code*, May 2010, p. 2. なお、英国におけるビジネス・モデルをめぐる開示問題については、つぎを参照。古庄修「ビジネス・モデルの開示を基礎とする統合的財務報告制度の形成」『会計』2010年10月。

52) *Ibid.*, p. 7.

53) FRC, *The UK Stewardship Code*, July 2010.

54) FRC, *Effective Company Stewardship: Enhancing Corporate Reporting and Audit*, 2010.

チュワードとして位置づけられ、この間の関係システムの構築が重要な問題であり、そのための規範がコーポレートガバナンス規範であり、スチュワードシップ規範であることを明らかにしている。本稿で何回か指摘したとおり、年金制度もまた年金加入者のスチュワードとみれば、そこに年金制度ガバナンスの問題が被投資会社と同じレベルに位置づけることができる。

ところで、このスチュワードシップ規範には3つの特徴がある。第1に、コーポレートガバナンス規範が被投資会社のコーポレートガバナンスを対象としているのに対して、スチュワードシップ規範の主題は投資家サイド、とくに株主に対する規範である。その点に関してスチュワードシップ規範はつぎのようにいう。

「取締役が株主自身の利益または受益権所有者 (beneficial owners) —これには、年金加入者、保険契約者、信託購入者がふくまれる—の利益のために最善の努力をほらっていない時、株主は行動をおこすよう期待されている……株主は会社の経営に係わることができないし、そうすべきではないが、望ましい投資成果をあげる長期的な推進力としての高い基準のコーポレートガバナンスをもとめることができる。」<sup>55)</sup>

第2に、ここでいう株主、とくに機関投資家の範囲は、上記でも指摘されているとおり、広範囲にわたっていることである。すなわち、「機関投資家」という用語には、年金制度、保険会社、投資信託、その他の集団投資ヴィークル、および他のものの利益のために行動する代理人がふくまれる」(3.2)

いいかえれば、機関投資家のガバナンス規範はマネーを受託する英国国民に密接にかかわる問題として位置づけている点が重要である。

第3に、スチュワードシップ規範を他の規範と関係させて、複雑な投資連鎖における有効な規範の体系を策定しようと意図していることである。それゆえ、機関投資家のスチュワードシップ責任にはクライアントに対する報告責任の問題でもあるので、つぎに機関投資家のクライアントへの報告はどうあるべきか、という問題に展開する。

そうなれば、年金制度の年金加入者への開示は年金制度と加入者の関係にとどまらず、つぎのような連鎖の関係が構築されることになる。

受益権所有者たる年金加入者 ↔ 年金制度 ↔ 機関投資家・ファンドマネージャー ↔ 被投資会社

さてスチュワードシップ規範の内容はどのように規程されたのであろうか。スチュワードシップ規範は7つの原則からなる。冒頭の原則1「機関投資家はみずからのスチュワードシップ責任をどのように果たすのか、その方針を公に開示しなければならない。」それには以下の開示がふくまなければならないとする。

・被投資会社をどのようにモニターするか。モニターを効果的にするために、必要に応じ

55) FRC, *Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors*, January 2010, p. 2.

て被投資会社取締役と話し合いをする必要ある、

- ・干渉の戦略、
- ・スチュワードシップがより広い投資プロセスとどのように統合するのかをふくめて、企業内部の仕組み、
- ・議決権およびその行使、代理投票または他の議決権行使諮問サービスに関する方針、これには現実の行使に関する情報も含まれる、
- ・英国コーポレートガバナンス規範に関してなされた説明に係わる検討の方針。

原則2も本稿との関連で重要である。「機関投資家は、スチュワードシップとの関連で利益相反を制御するための健全な方式がなければならない。」

このためには、「機関投資家はエンゲージメントと議決権行使のような問題を考慮するとき、あらゆるクライアント、そして（あるいは）受益者の利益のために行動することがその責務である」という。

また、前節との関連では原則7、「機関投資家はそのスチュワードシップと投票行動について定期的に報告しなければならない」も重要である<sup>56)</sup>。そのための指針として、機関投資家はその責任をどのように果たしたのかの詳細をクライアントに定期的に報告すべきこと、その際には透明性こそ有効なスチュワードシップの重要な特徴であることとされている。

このスチュワードシップ規範に対して2010年9月23日現在で英国の11の年金制度、総額で1,800億ポンド（2,101億ユーロ）に達する年金制度が、FRCに対して支持する旨の意見表明をしている。スチュワードシップ規範がファンドマネージャーの価値ある選択の機会を提供するからであり、機関投資家による被投資会社のモニタリング行動が長期的な利益の追求に有益であるからである。また、52のアセットマネージャーもまたFRCに対して誓約書を提出したと伝えられている<sup>57)</sup>。

かくして、コーポレートガバナンス規範とスチュワードシップ規範は、すでに述べたよう

---

56) その他の原則はつぎのとおりである。

原則3、「機関投資家は被投資会社をモニターしなければならない。」原則4、「機関投資家は株主価値を守り高める方法として自らの行動をいつ、どのようにおし進めるのかに関して明確な指針を策定しなければならない。」原則5、「機関投資家は、適切な時には他の投資家と共同して積極的にことにあたらなければならない。」原則6、「機関投資家は議決権投票と投票行動の開示に関して明確な方針をもたなければならない。」

57) 最近の報告書によれば、スチュワードシップ規範のその後の受け入れ（同規範を受け入れるとの公式な表明）状況についてはつぎのとおりである。合計234、そのうちアセットマネージャー175、資産所有者48、サービス提供者12。また、金融サービス機構（FSA）は他の利益に代わってファンド管理にあたることが認可された全企業に対して、同スチュワードシップ規範を受け入れているかどうかを表明するよう求めた。」Financial Reporting Council, *Development in Corporate Government 2011: The IMPACT AND IMPLEMENTATION OF THE UK CORPORATE GOVERNANCE AND STEWARDSHIP CODES*, December 2011, p. 21.

に年金加入者から被投資会社までの連鎖の関係のなかで、それぞれの主体の行動規範としての関係システムの機能を果たしていると思われる。

#### IV 今後の展開

コーポレートガバナンス規範もスチュワードシップ規範も、年金制度をふくめて市場が過度に短期的な指向に発した結果生じた金融危機に対する対応のひとつである。それはまた、本稿の主題でもある年金加入者、年金制度、機関投資家、被投資会社という連鎖の関係を基礎として、そこに関係システムを構築するという点でも、意義があると思われる。

本稿の冒頭で述べたように、IFRSはもっぱら被投資会社の財務報告に係わる問題であるが、それにとどまらず利用者たる機関投資家、あるいは投資家たる年金制度にも等しく重要な問題でもある。コーポレートガバナンス規範、スチュワードシップ規範、年金制度ガバナンスという一連の規範とともにIFRSが、上述した連鎖の体系をつなぐ上で重要な関係システムであるとみれば、IFRSもまた他の規範と切りはなされた基準ではなく、関係システムのなかに組み込まれている。すくなくとも、英国はそうした観点からIFRSを位置づけようとしていると予想される。

それにしても、コーポレートガバナンス規範、スチュワードシップ規範は期待したとおりの効果をあげるであろうか。すでにスチュワードシップ規範に対して懸念が表明されている<sup>58)</sup>。なぜなら、「スチュワードシップ規範は、コーポレートガバナンスの向上を求めるだけではない。スチュワードシップは機関投資家と年金制度ガバナンスの新しいシステム全体に係わり、その構築をもとめているからである。」スチュワードシップ規範に応じてポートフォリオを組み替えることができるかどうか。多くの種類の株式を所有している時、それに対応して多くのエンゲージメントが可能かどうか<sup>59)</sup>。

こうした懸念があるとしても、コーポレートガバナンス規範、スチュワードシップ規範、年金制度ガバナンスはひとつの関係システムを構築して、英国の経済と社会システムの再構

---

58) Brooksbank, Daniel, "Pension funds declare support for the FRC's Stewardship Code," [http://www.responsible-investor.com/home/article/pension\\_fund](http://www.responsible-investor.com/home/article/pension_fund). なお、支持を表明した主な年金制度はつぎのとおりである。RAILPEN Investments, Universities Superannuation Scheme, BT Pension Scheme Management, BBC Pension Fund, Endorsement Agency Pension Fund, Local Authority Pension Fund Forum.

59) 上記の〔注55〕であげた報告書によれば、スチュワードシップ規範のその後に関連して、つぎのように高く評価している。「本財務報告理事会（FRC）は、非常に多くのアセット所有者とアセットマネージャーがスチュワードシップ規範を支持したことはよろこばしい。長期的には、本規範は被投資企業のよりよいスチュワードシップ、および最終的受益者に対してもっと高い価値とアカウントビリティをもたらすことに成功するだろう……年金ファンドのような所有者は、自らの受益者に代わって投資されるマネーの適切な管理を保証するうえで重大な役割をになっている。」Financial Reporting Council, *Development in Corporate Government 2011: The IMPACT AND IMPLEMENTATION OF THE UK CORPORATE GOVERNANCE AND STEWARDSHIP CODES*, p. 4.

築を目指していると思われる。その中核に年金制度が位置している。本稿では、年金制度を企業年金制度にのみ対象とされているが、いうまでもなく公的年金制度もこの連鎖の体系のなかにはいつている。そのように考えれば、公的年金の運用資産の規模と年金加入者の数にてらして<sup>60)</sup>、この連鎖の体系をどのように構築し、連係システムをどのように形成するのは、一段と重要な課題となるのは間違いない。

## [補足資料] フィデュシャリー責務をめぐる最近の動向

すでに述べたとおり、第1章、第2章と本章の主題は、マネーを運用・管理を委ねられた実体—エンティティーをCISとみて、その会計のあり方を国際的な観点からとらえ直す点にあった。その場合、年金制度にみられるように投資家たる年金制度を一個の投資家とみて、投資先企業にどのようにかわるかという問題に焦点があてられた。

本章で検討されたスチュワードシップ規範は、投資先企業のスチュワードシップ—このコトバの意味は必ずしも判然としないが—の規範ではなく、投資する側のスチュワードシップ規範であった。いいかえれば、投資する側—この中核は年金制度をふくめたCISである—のマネーの運用の規範の順守をつうじて、つぎに投資先企業の経営と会計のあり方を変えていく、そうしたプロセスのもとにスチュワードシップ規範は策定された。そうした一連の仕組みを、本章は年金制度をめぐる連係システムという用語であらわした。

このスチュワードシップ規範の公表後、投資側の投資方針のあり方に関連して注目すべき報告書が公表された<sup>61)</sup>。それは、マネーの運用・管理を委ねられた実体—エンティティーを実際に動かすもの—フィデュシャリー、すなわち受託者—の責任をどのように考えるべきか、という問題である。年金制度においては、それはフィデュシャリー—受託者 (trustee) であり、その投資方針をめぐる問題である。

そこでの中心的な問題は、年金制度の受託者たるフィデュシャリーの責任は、受益者に限定されるのか、それともより広い観点にもとづく投資方針をもとめられるのか、という点に集約される。英国のFairPensionsの報告書によれば、それはステークホルダー・アプローチと開放アプローチ (enlightened approach) の2つに区分される。

問題の焦点は、フィデュシャリーたる年金制度の受託者責任は受益者の利益だけでなく、より広い利害関係者である従業員、仕入先、得意先、さらには「環境・社会・ガバナンス問題」などにかかわる公益をもふくむステークホルダーの利益をふくむのか、それとも受益者

---

60) わが国をふくめて公的年金の資産運用の問題については、つぎを参照。拙稿「わが国の公的年金制度へのマネジメントからの接近—その方法と視点—」『日本大学経済学部経済科学研究所 紀要』38号 (2008年3月)。

61) 以下はつぎによる。FairPensions, *Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation*, March 2011. 以下、F報告書と略記する。

の利益に限定されるのかということにある<sup>62)</sup>。

結論を述べれば、F報告書はステークホルダー・アプローチではなく後者の開放アプローチを支持している。フィデューシャリーたる受託者は、最終的な受益者の利益のために行動すべきであり、その限りでステークホルダー・アプローチが提起した問題をどのように組み入れるのか、という問題としてうけとめる。その結果、受託者は最終的受益者たる年金受給者の利益を追求するのは当然としても、利益という財務的利益以外の利益—「環境・社会・ガバナンス問題」の対応が受益者にとってプラスに作用する非財務的利益—が認められる場合に限り、そうしたフィデューシャリー行動は責任の範囲内であると結論する。

続けて、開放アプローチが会計のあり方にどのような影響をおよぼすのかについてF報告書は具体的に提案してはいないが、わずかに「ディスクロージャーと透明性」という問題に関して、受託者の議決権の結果と投資先企業とのエンゲージメントに関するディスクロージャーを提案している<sup>63)</sup>。

以上述べたとおり、本プロジェクトが主題とするCISをめぐる会計問題は、投資サイドの投資方針を巡る問題を核として展開されていることが分かるであろう。本章では、そうした動向の一端を明らかにしたにすぎない。

---

62) この問題については、拙著『企業統治の会計学』第Ⅲ部を参照。

63) Financial Reporting Council, pp. 120–122.