

米国投資会社法におけるピラミッディング 禁止規定の歴史的展開

清水 真人*

要 旨

米国投資会社法はピラミッディング禁止規定を設け、投資会社が他の投資会社の発行する証券を一定割合以上取得することを禁止している。投資会社法制定前には投資会社による他の投資会社に対する支配が何重にも積み重ねられピラミッド型の支配構造が形成された結果、ピラミッドの頂点に君臨する者に過度な権力が集中し様々な弊害が生じたことから、投資会社法制定時にピラミッディング禁止規定が導入され、今日までその法的枠組みが維持されている。

他方、投資会社が他の投資会社の発行する証券をポートフォリオに組み入れ、効率的な資産運用を行う必要性が徐々に高まり、ピラミッディング禁止規定がその妨げになっていると認識されるようになった。そこでSECはピラミッディングによる弊害を防止しつつ効率的な資産運用に資するために、1970年および1996年投資会社法改正によってピラミッディング禁止規定の適用除外を順次拡大し、さらには2020年にファンド・オブ・ファンズに関する包括的な規則を制定するに至っている。

ピラミッディング禁止規定により投資会社による他の投資会社の支配権獲得を通じたガバナンスを明確に否定している点は米国投資会社ガバナンスの重要な特徴であり、米国におけるピラミッディング禁止規定を巡る歴史的経験は、わが国の法制度のあり方を考える上で重要な示唆を与えるものである。

目 次

- I はじめに
- II 米国投資会社法におけるピラミッディング禁止規定の概要および同規定が導入されるまでの歴史的経緯
- III 1970年および1996年投資会社法改正によるピラミッディング禁止規定の見直し
- IV 2020年のSECによるファンド・オブ・ファンズ

規則の検討

V 結 語

I はじめに

本稿の課題は、米国投資会社法におけるピラミッディング禁止規定¹⁾について、その制定時から今日に至るまでの歴史的展開を辿るとともに、2020年10月に制定されたファンド・オブ・ファンズに関するSEC規則について検討を加えることである。米国投資会社法におけるピラミッディング禁止規定は同法における非常に特徴的な規定であ

* しみず まさと 法学研究科民事法専攻博士
課程後期課程

2023年9月29日 推薦査読審査終了

第1推薦査読者 遠藤研一郎

第2推薦査読者 三浦 治

り、投資会社ガバナンスの法的枠組み形成に重要な影響を及ぼしていると思われることから、同規定の導入から今日に至るまでの歴史的経緯を辿ることは米国投資会社法におけるガバナンスの枠組みについて包括的な検討を進める上で重要であると思われ、わが国における法制度のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。また、2020年10月に採択されたSECのファンド・オブ・ファンズ規則は、ピラミッディング禁止規定の下でSECによる長年にわたる法執行の経験を踏まえて制定されたものであることから、同規則を検討することは、わが国におけるファンド・オブ・ファンズ規制のあり方を考える上で重要であると思われる。

ピラミッディングとは、ある投資会社が他の投資会社の支配権を獲得し、当該被支配会社を利用してさらに他の投資会社の支配権を獲得するということを繰り返し、その結果、何重にも投資会社の親子関係が積み重ねられる現象をいう。投資会社法制定前の1920年代から30年代にかけて投資会社の分野においてピラミッディングが行われ、ピラミッドの頂点に君臨する者に過度な権力が集中し、そこに当時の緩い州会社法の下で認められた様々な金融手法が用いられた結果、種々の弊害が生じた。そこで投資会社法はそれらの弊害を防止するための手段の1つとしてピラミッディング禁止規定を設け、投資会社およびその被支配会社が他の投資会社の発行する証券を一定割合以上取得することを禁止している。そして制定当初は登録投資会社が他の投資会社の証券を取得する場合のみを規制していたが、今日ではSECに登録されていない私募ファンドが他の投資会社の証券を取得する場合にも適用され、その適用範囲が拡張されている。

その一方で、効率的な資産運用のために、ファンド・オブ・ファンズ²⁾の形で投資会社の運営を認める必要性が徐々に高まり、ピラミッディング禁止規定がその妨げになっていると認識されるよ

うになった。そこでSECは、ピラミッディングによる弊害に対処しつつ効率的な投資会社の運営に資するために、1970年および1996年の投資会社法改正によりピラミッディング禁止規定の適用除外を拡大するとともに、さらに2020年10月にはファンド・オブ・ファンズに関する包括的な規則³⁾を制定し一般的な適用除外要件を設けている。

米国投資会社法はピラミッディング禁止規定の導入により、投資会社による他の投資会社の支配権獲得を通じたガバナンスを明確に否定しており、従って、米国投資会社法のガバナンスに関する枠組みを包括的に検討するにあたっては、ピラミッディング禁止規定が他の制度に及ぼす影響を十分に考慮する必要があると思われる。

また、ファンド・オブ・ファンズ規則を含むピラミッディング禁止規定の法的枠組みは、80年以上にわたるSECの法執行の経験を基に構築されていることから、わが国の法制度のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。

本稿の構成は次の通りである。Ⅱにおいては、ピラミッディング禁止規定の概要および同規定が導入されるに至った歴史的経緯について検討する。Ⅲにおいては、1970年および1996年の投資会社法改正によりピラミッディング禁止規定の見直しが行われた経緯および改正法の内容について検討する。Ⅳにおいては、2020年10月に採択されたファンド・オブ・ファンズに関するSEC規則について検討を行う。最後に、本稿における検討から得られた結論について示すとともに、わが国の法制度のあり方を考える上での示唆について若干の考察を行う。

Ⅱ 米国投資会社法におけるピラミッディング禁止規定の概要および同規定が導入されるまでの歴史的経緯

本章においては、現行のピラミッディング禁止規定の概要について確認するとともに、同規定が投資会社法制定時に導入されるに至るまでの歴史

的経緯について検討する。

1. ピラミッディング禁止規定の概要とその趣旨
本節では、現行のピラミッディング禁止規定の内容とその趣旨について確認する。

(1) ピラミッディング禁止規定の概要

ピラミッディング禁止規定が置かれているのは投資会社法12条d項1号である。同規定は投資会社法制定時に導入され、1970年および1996年の改正を経て現在に至っている。

(a) 12条d項1号A

12条d項1号Aは、投資会社が他の投資会社の発行する証券を取得する際の規定であり、次のように定めている。

【12条d項1号A】登録投資会社（「取得会社」という）及び当該取得会社によって支配されている会社が他の投資会社（「被取得会社」という）の発行する証券を購入その他の方法により取得する場合、及び投資会社（取得会社）及び当該取得会社に支配されている会社が他の登録投資会社（被取得会社）の発行する証券を購入その他の方法により取得する場合に、取得会社及び当該会社に支配されている会社が当該購入又は取得の直後において合計して次に掲げる所有割合に達する場合は、当該証券を購入又は取得してはならない。

- (i) 被取得会社の社外議決権証券の3パーセントを超える場合。
- (ii) 被取得会社の発行する証券で、取得会社の総資産価額の5パーセントを超える価額を有することとなる場合。
- (iii) 被取得会社及び他の全ての投資会社の発行する証券（取得会社の自己株式を除く）で、取得会社の総資産価額の10パーセントを超える価額を有することとなる場合。

この規定は、①登録投資会社および当該登録投資会社によって支配されている会社が他の投資会社（投資会社法8条に基づきSECに登録しているか否かを問わない）の発行する証券を取得する場

合、および②投資会社（投資会社法8条に基づきSECに登録しているか否かを問わない）および当該投資会社によって支配されている会社が登録投資会社の発行する証券を取得する場合に関する規定である⁴⁾。SECに未登録の投資会社が同じく未登録の投資会社の発行する証券を取得する場合には適用されない。

投資会社による他の投資会社の発行する証券の購入または取得が禁止されるのは、購入または取得により、(i)被取得会社の社外議決権証券の3パーセントを超える場合、(ii)被取得会社の発行する証券で、取得会社の総資産価額の5パーセントを超える価額を有する場合、(iii)被取得会社および他の全ての投資会社の発行する証券（取得会社の自己株式を除く）で、取得会社の総資産価額の10パーセントを超える価額を有する場合である。これらの場合には取得会社が被取得会社に対し影響力を行使し、投資会社法制定前に問題となったピラミッディングに伴う弊害が生じる可能性があるからである。

(b) 12条d項1号B

12条d項1号Bは、投資会社間における証券取引を念頭に置いた規定であり、オープンエンド型登録投資会社が他の投資会社等に対して証券を発行する場合について次のように定めている。

【12条d項1号B】オープンエンド型登録投資会社（「被取得会社」という）、その元引受人、又は1934年証券取引所法に基づき登録を受けているブローカー又はディーラーが、他の投資会社（「取得会社」という）又は当該会社によって支配されている会社に対して、被取得会社の発行する証券を、事情を知りながら、売却その他の方法により処分する場合に、売却又は処分の直後において次に掲げる場合に該当してはならない。

- (i) 被取得会社の社外議決権証券の3パーセントを超える部分が、取得会社及び当該会社によって支配されている会社によって所有される場合。
- (ii) 被取得会社の社外議決権証券の10パーセント

を超える部分が、取得会社、他の投資会社、及びそれらの投資会社に支配されている会社によって所有される場合。

この規定は、オープンエンド型登録投資会社（被取得会社）が他の投資会社および当該投資会社によって支配されている会社（取得会社）に対して証券を発行する場合に、① 当該被取得会社の社外議決権証券の3パーセント超を取得会社が取得することとなる場合、および② 取得会社を含めた全ての投資会社が保有する被取得会社の社外議決権証券の合計が10パーセントを超えることとなる場合に、取得会社による被取得会社の社外議決権証券の取得を禁止する規定である⁵⁾。

1950年代から60年代にかけてオープンエンド型投資会社が急成長した結果、取得会社がオープンエンド型登録投資会社である被取得会社と、当該被取得会社のポートフォリオに組み込まれている事業会社の双方を支配する懸念が生じたことから、そのような懸念を払拭するために1970年の投資会社法改正で導入された。

(c) 12条 d 項 1 号 C

12条 d 項 1 号 C は、クローズドエンド型登録投資会社が発行する証券に他の投資会社が投資を行う場面を念頭に置いた規定であり、次のように定めている。

【12条 d 項 1 号 C】 投資会社（「取得会社」という）及び当該会社によって支配されている会社は、クローズドエンド型登録投資会社の発行する証券を購入その他の方法により取得する場合、取得会社、当該取得会社と同一の投資顧問を有する他の投資会社、及びそれらの会社によって支配されている会社が、購入又は取得の直後において当該クローズドエンド型登録投資会社の社外議決権証券の10パーセントを超えて所有することとなってはならない。

この規定は、投資会社および当該投資会社によって支配されている会社がクローズドエンド型登

録投資会社の発行する証券を取得する場合に、当該取得会社、当該取得会社と同一の投資顧問を有する他の投資会社、およびそれらの会社によって支配されている会社が合計で当該クローズドエンド型登録投資会社の社外議決権証券の10パーセント超を保有することとなる場合には、当該取得を禁止している。この規定は取得会社が投資会社法8条に基づきSECに登録しているか否かに関係なく適用される⁶⁾。

この規定も1970年投資会社法改正で導入されたものである。

(d) その他の規定

その他、投資会社法12条 d 項 1 号 E～G・J は同号 A～C の適用除外について定めている。これらの規定については次章において検討する。

以上のように投資会社法は投資会社およびその被支配会社による他の投資会社の発行する証券の取得を厳格に規制しており、投資会社がガバナンスの大きな特徴をなしている。

ただし、近時においてはアクティビストファンドが裁定取引を行うために、投資会社法12条 d 項 1 号 A・C の適用を回避する形でクローズドエンド型登録投資会社の社外議決権証券を取得し、対象会社に対して支配権を行使する事例が問題となっており、その対抗手段としてクローズドエンド型登録投資会社がポイズンピルや支配株式取得法などの買収防衛策を導入することが投資会社法上許容されるか否かを巡って論争が起きている⁷⁾。

(2) ピラミッディング禁止規定の趣旨と同趣旨に対する批判

(a) ピラミッディング禁止規定の趣旨

ピラミッディング禁止規定の趣旨は次のように説明されている⁸⁾。

第1に、投資会社における過度な権力集中の防止および取得会社による被取得会社に対する支配の防止である。ピラミッディングにより投資会社に対する支配が何重にも積み重ねられることによ

り、ピラミッドの頂点に君臨する者に過度な権力が集中することになることから、それを厳格に防止する必要がある。

第2に、取得会社の投資家が負担する費用が過大になることを防止し、また、投資家にとって投資判断が困難となる資産運用を事前に禁止するためである。取得会社の発行する証券に投資を行う投資家は、取得会社と被取得会社の双方に対して投資顧問報酬、ポートフォリオ証券の売買委託手数料等を支払うこととなり、結果的に高い費用負担を強いられる恐れがあることから、それを防止する必要がある。また、取得会社が被取得会社を何重にも積み重ねて資産運用を行う場合、投資家が取得会社の発行する証券に対し適正な価値評価を行うのが非常に困難となることから、それを防止する必要がある。

第3に、取得会社から被取得会社に対する大量の償還請求を防止し、その脅威から被取得会社を保護するためである。取得会社が被取得会社であるオープンエンド型投資会社に対してその保有証券について一度に大量の償還請求を行う場合、被取得会社の運営が立ち行かなくなる可能性があることから、それを事前に防止する必要がある。

第4に、取得会社が証券市場における価格形成に対し過度な影響力を行使することを防止するためである。取得会社が被取得会社を通じてポートフォリオに組み込まれている事業会社を支配する場合、証券市場における価格形成にも大きな影響が及ぶことになるからである。

これらの趣旨は、1940年の投資会社法制定時から1970年および1996年の投資会社法改正、さらには2020年のファンド・オブ・ファンズ規則の制定に至るまで、SECが一貫して言及しているものである。

(b) ピラミッディング禁止規定の趣旨に対する批判

ただし、以上の趣旨に対しては次のような批判がなされている⁹⁾。

第1に、権力分散はニューディール期における政治的選択の結果であり¹⁰⁾、今日でも同様の選択が望ましいか否かについては再検討の余地があるとの批判である。

第2に、取得会社の投資家が負担する様々な費用が実際に軽減されているか疑問であり、逆に、取得会社が被取得会社に対して支配権を行使することで被取得会社の効率的な運営が促進されるならばそれを認めるべきであるとの批判である。

第3に、オープンエンド型投資会社は投資家からの償還請求に何時でも応じられるよう準備しておくべきであり、取得会社による大量の償還請求の脅威に対してだけ特別の規制を設けることに合理的理由は見出し難いとの批判である。そして、投資家からの償還請求を防止するためには、むしろ被取得会社の運用担当者が効率的な運営を行い、運用成果を上げることが重要であると主張されている。

第4に、今日では連邦証券諸法による規制が確立していることから、それに加え取得会社に対する個別の規制を設ける必要があるか疑問であるとの批判である。

2. ピラミッディング禁止規定の導入に至るまでの歴史的経緯

ピラミッディング禁止規定がなぜ置かれているかを明らかにするためには、1940年の投資会社法制定時に同規定が導入されるに至るまでの経緯を辿る必要がある。そこで本節では、同規定の導入に至るまでの歴史的経緯について検討する。

(1) SEC 調査報告書

SECの投資信託および投資会社に関する調査報告書¹¹⁾では、投資会社によるピラミッディングについて数多くの事例が取り上げられ、その弊害について論じられている。ここでは、それらの事例のうち代表的なものとして、次の3つの事例を取り上げる。

(a) セントラル・ステーツ・エレクトリック・コーポレーション・グループの事例¹²⁾

SECは同グループについて次のような問題点を指摘している。

すなわち、同グループに属する投資会社のほとんどがクローズドエンド型投資会社であり、優先証券と普通株式の双方を発行し、レバレッジを用いた資本構成を採用していた。そして、このレバレッジを基礎としながら自社の株価を吊り上げ、自社株式を対価として他の投資会社および一般事業会社の支配権を獲得し、ピラミディングを形成していった。そしてピラミッドを構成する投資会社および一般事業会社の間では株式の相互保有が行われ、それによりピラミッドに属する会社間で利益を移転させるための様々な手法が用いられた。

しかし、このような利益の移転により、同グループに属する投資会社の発行する証券の価値評価は非常に困難となり、そして1929年の証券市場崩壊後、それらの投資会社の株価は大きく下落することとなった。

(b) エクイティ・コーポレーションおよびアトラス・コーポレーションの事例¹³⁾

両社は交換買付けの手法を用いて次々と他の投資会社および事業会社の支配権を獲得し、その傘下に治めることで巨大なピラミッド型の組織を形成していった。しかし、その手法には次のような問題点が存在していた。

まず、両社が交換買付けを行う際には対象会社の株主がそれに応じるよう、虚偽または誤解を招く情報開示を行ったり、不当な圧力をかけるための手段が用いられた。次に、対象会社の支配権獲得後は、対象会社を合併したり、解散してその資産を現金化したり、また対象会社の定款を変更し、優先株式の累積未配当利益の排除や権利内容の変更等を行った¹⁴⁾。これらの行為により両社の頂点に君臨する人物は巨額な利益を手に入れる一方、傘下の投資会社および事業会社に投資する投資家の利益は大きく侵害されることとなった。

(2) 当時の州会社法

このようなピラミディングによる支配権の集中を可能としたのが、規制が緩い当時の州会社法であった。ピラミディングが可能となったのは州会社法の下で持株会社の設立が可能となったからであり、また複数種類の証券発行によるレバレッジを用いた資本構成、株式の相互保有、会社間の利益の移転、合併や定款変更による優先株式の累積未配当利益の排除なども、当時の緩い州会社法の下で可能となった手法であった。

投資会社も各州の会社法に基づき設立され、そして当時はデラウェア州会社法に基づき設立されるクローズドエンド型投資会社が大半を占めていたことから、投資会社におけるピラミディングは当時のデラウェア州会社法の下で許容されていた各種金融手法を用いて行われていたことになる。

投資信託および投資会社に関するSEC調査報告書では、様々な箇所でも当時の州会社法について言及がなされ、また同時期に公表されたSECによる保護および組織再編委員会に関する調査報告書¹⁵⁾では、州会社法の規制緩和と競争を防止するために連邦会社法を制定するか、または連邦政府が課税権力を用いることで会社設立州を移転させることによる経済的利益を剥奪することを勧告していることから、当時の緩い州会社法の下における濫用事例に対処するためには連邦証券諸法の情報開示規定および詐欺禁止規定のみでは不十分であり、州会社法的大幅な修正が必要であると証券市場の規制当局であるSECが認識していた点は重要である。

(3) 連邦議会における審議

以上を踏まえ、SECは連邦議会に投資会社法案を提出した。

(a) SECによる当初の法案

SECが連邦議会に提出した当初の法案においては、ピラミディング禁止について次のように定めていた。

【12条c項】登録投資会社は、次に掲げる者の発行

する証券、又は企業に対する持分を、購入その他の方法により取得してはならない。

(1) 他の投資会社。(以下省略)

このような規定が提案された趣旨について、SECの担当者は具体的事例に言及しながら次のように説明している¹⁶⁾。

すなわち、この規定は端的に登録投資会社による他の投資会社の発行する証券の取得を禁止し、それによりピラミッディングの形成を禁止することを目的とする。ピラミッディングによりピラミッドの頂点に位置する投資会社を支配する者は自ら巨額の資金を投じることなく傘下の投資会社および事業会社を支配することができ、巨大な権力を手中に収めることになるから、このような権力の集中を防止する必要がある。

また、ピラミッディングにより投資会社の資本構成が複雑化することで、ピラミッドの頂点に位置する投資会社およびその傘下にある投資会社が発行する証券に対する投資判断が極めて困難となる。そして傘下の投資会社に複数種類の証券を発行させることで、レバレッジを用いた投機的な証券投資のための手段となっている。さらには、これらの投資会社が発行する証券に投資を行う投資家に対して、投資会社の運営費用について何重にも負担を強いることとなる。

これらの弊害を未然に防止するためには、投資会社によるピラミッディングを厳格に禁止する必要がある。そのためには登録投資会社による他の投資会社の発行する証券の取得を禁止する必要がある。ただし、投資会社同士の合併等、組織再編を行う場合には例外規定を設けることで対処できることから、不都合は生じない。

このような説明に対して、タフト上院議員からは投資会社がピラミッディングを形成する合理的理由は見出し難いとして法案への賛成の意向が示された¹⁷⁾。

また、ドッド教授からはオープンエンド型投資

会社の場合には、支配会社から被支配会社に対して一度に大量の償還請求が行われる可能性があるとの意見が出された¹⁸⁾。

(b) 投資会社業界からの意見

投資会社業界からは、ピラミッディングを厳格に禁止する点については特に反対意見は示されなかった。しかし、登録投資会社による他の投資会社の証券取得を一切禁止することに対しては、ある投資会社が発行する証券が他の投資会社にとって投資対象として魅力的であったとしてもその取得が妨げられてしまうとの意見や¹⁹⁾、支配を伴わない少数割合の社外議決権証券の取得を認めてもピラミッディングを防止することは可能であるとの意見²⁰⁾、さらにはそのような証券取得を認めることにより投資会社が特定の業界に特化して投資を行っている他の投資会社の発行する証券を一定割合取得できるようにすることで、投資会社自らが投資を分散させる必要や分散投資を行うための専門部署を社内には設ける必要がなくなるとの意見が出された²¹⁾。

そこで、分散型投資会社の定義を参照しながら、当初の法案に対する全面的な修正が行われ、投資会社法制定時に以下のような形でピラミッディング禁止規定が導入された。

(4) 1940年当時のピラミッディング禁止規定

(a) 1条b項

まず、投資会社法1条b項において、投資会社におけるピラミッディングにより全国民の利益および投資家の利益が大きく侵害された歴史的事実が明記された。

【1条b項】全国民の利益および投資家の利益は、次に掲げる場合に悪影響を受けることが明らかとなった。

【4号】投資会社に対する支配権がピラミッディングその他の不公平な支配方法により過度に集中される場合、又は不公平に分配される場合 (以下省略)。

1条b項は投資会社法の目的について定めた規

定であり、ピラミッディング禁止規定はその目的達成のための重要な規定の1つとして位置付けられた。

(b) 12条 d 項

ピラミッディング禁止については12条 d 項で、次のように定められた。

【12条 d 項】 全ての登録投資会社及び当該登録投資会社によって支配されている会社は、本法の施行後、次に掲げる者の発行する証券又は企業における持分を購入その他の方法で取得してはならない。

【1号】 次の場合における他の投資会社。当該登録投資会社および当該登録投資会社によって支配されている会社が購入その他の方法による取得によって他の投資会社の社外議決権株式の25パーセントを有することとなる場合。当該登録投資会社および当該登録投資会社によって支配されている会社が社外議決権株式の5パーセント超を有する場合、または購入その他の方法による取得の結果、当該他の投資会社の社外議決権株式の5パーセント超を有することとなる場合。当該他の投資会社の方針が特定の業界又は業界の集団に集中投資を行うこととしている場合。当該他の投資会社の投資方針が特定の業界又は業界の集団への集中投資を行うこととしていない場合に、当該他の投資会社の社外議決権株式を合計で3パーセント超を有することとなる場合。(以下省略)

【2号】 次の場合における保険会社。当該登録投資会社及び当該登録投資会社によって支配されている会社が購入その他の方法による取得によって当該保険会社の社外議決権株式を合計で25パーセント以上を有することとなる場合。当該登録投資会社および当該登録投資会社によって支配されている会社が当該保険会社の社外議決権株式を合計で10パーセント超を有している場合、または購入その他の方法による取得の結果10パーセント超を有することとなる場合。(以下省略)

【3号】 投資会社のブローカー、ディーラー、引受人として業務に従事する者、投資顧問である者、又は1940年投資顧問法に基づき投資顧問として登録を受けている者。(以下省略)

SECの担当者は12条 d 項について次のように説明している²²⁾。

すなわち、この規定は将来においていわゆるピラミッディングを禁止するための規定である。例えば、投資会社Aが投資会社Bの支配権を獲得し、次に投資会社Bが投資会社Cの支配権を獲得するといった形で投資会社の支配が何重にも積み重ねられることによってピラミッドが形成されるが、それによりこれらの投資会社の資本構成が複雑となり、その実態把握が困難となることから、それを防止することが12条 d 項の目的である。

そして、この条項が施行されることにより、登録投資会社は他の投資会社の社外議決権証券の3パーセント超を取得することができなくなる。この3パーセントという数値は固定されたものであり、被取得会社の社外議決権証券の3パーセントまでなら被取得会社に対する支配が問題となることはないと考えられる。そして被取得会社の発行する証券が投資対象として魅力的である場合には取得会社による投資を許容すべきと考えられる。

また、特定の業界への投資に特化している投資会社については、当該投資会社の社外議決権証券の5パーセントまで取得することを許容している。

さらに、投資会社法施行時点で、投資会社Aが投資会社Bの発行する社外議決権株式の25パーセント以上を保有している場合には、投資会社Aは投資会社Bを支配していることになることから、投資会社Aはそれ以上投資会社Bの発行する社外議決権株式を取得することはできない。

以上に加えて、投資会社が保険会社の発行する社外議決権株式を取得する場合にも同様の弊害が生じる可能性があることから、この点についても同様に規制している。

(5) ピラミッディング禁止に関連するその他の規定の整備

投資会社法制定に際しては、ピラミッディングに伴う弊害を防止するために、ピラミッディング禁止規定に加え、利益相反規制²³⁾、資本構成規

制²⁴⁾、持合禁止規定²⁵⁾、組織再編規制²⁶⁾等についても規定が設けられた。これらの規制が相互に適用されることによって、投資会社法制定前に問題となったピラミッディングに伴う弊害を徹底的に防止している。

3. 小 括

以上、本章においては現行のピラミッディング禁止規定の内容とその趣旨について確認するとともに、ピラミッディング禁止規定が導入されるに至るまでの歴史的経緯について検討した。投資会社法制定前にはピラミッディングによる権力集中により様々な弊害が生じたことがSECの調査により判明したことから、連邦議会における審議を経て、厳格なピラミッディング禁止規定が導入された。

しかしその後、海外の投資ファンドによるピラミッディング禁止規定の潜脱が問題となり、その一方でファンド・オブ・ファンズの形で効率的な資産運用を行う必要性が徐々に高まってきたことから、これらの問題やニーズに対応するため、1970年および1996年の投資会社法改正によりピラミッディング禁止規定の見直しが行われた。次章においては、1970年および1996年の投資会社法改正による同規定の見直しについて検討する。

Ⅲ 1970年および1996年投資会社法改正によるピラミッディング禁止規定の見直し

本章においては、1970年および1996年の投資会社法改正により、ピラミッディング禁止規定の適用範囲が拡大されると同時に、同規定を適用除外するための新たな規定が設けられるに至るまでの経緯およびそれらの法規定の内容について検討する。

1. 1970年投資会社法改正

本節では、1970年法改正に至るまでの経緯および改正法の内容について検討する。

(1) SEC 報告書

1950年代から60年代にかけてオープンエンド型

投資会社が急成長し、その資産規模も大きく増大したことから、SECは1966年に投資会社の成長が公共政策に及ぼす影響について調査を行い、その結果を報告書の中で公表した²⁷⁾。その中で、SECはファンド・オブ・ファンズの成長について次のように言及し、投資会社法改正について勧告した。

(a) 問題の所在

海外の投資ファンドを通じて米国国内の投資会社の発行する証券に投資を行うファンド・オブ・ファンズが台頭し、そのうちSECが特に問題としたのがFOF社の事例であった²⁸⁾。FOF社はカナダのオンタリオ州で設立されたオープンエンド型投資会社であり、SECに未登録のオフショア・ファンドであった。そして、FOF社はスイスのジュネーブに本社を置くパナマ国籍の会社であるIOS社の完全子会社であり、IOS社はFOF社の管理運営を担い、FOF社の発行する証券の分売を国際的に展開していた。1962年に米国国外でFOF社の発行する証券の公募を行ってから、1966年6月末までにFOF社の純資産額は4億2,000万ドルを超え、急成長を見せた。それに対し、当時の米国における投資会社全体の資産規模は約380億ドルであった。

しかし、杜撰なポートフォリオ証券の管理運用や受益証券の販売システムの破綻から、IOS社の経営が行き詰まり、FOF社がポートフォリオに組み入れている投資会社にも連鎖破綻が生じた。

ここで問題となったのが、FOF社のポートフォリオには、米国のオープンエンド型登録投資会社が発行する証券が多く組み込まれていた点である。FOF社は4つの米国投資会社の発行する証券の100パーセントを保有し、8つの米国投資会社の発行証券の30パーセント超を保有し、さらに投資会社の投資顧問数社の株式を保有していた。しかし、当時のピラミッディング禁止規定の適用対象は米国国内の登録投資会社に限られており、海外で設立された投資会社が米国国内で設立された投資会社の発行する証券を取得する場合には適用されなかった。

また、米国国内においては1950年代から60年代にかけてオープンエンド型投資会社が急成長し、その規模が急拡大したことから、海外の投資会社がファンド・オブ・ファンズの形で米国のオープンエンド型投資会社の発行する証券を保有することにより次のような問題が生じることをSECは懸念した。

第1に、被取得会社のポートフォリオに組み込まれている米国企業を支配するとともに、証券市場全体の価格形成に影響を及ぼす恐れがある点である。

第2に、取得会社の証券に投資する投資家が何重にも運営費用の負担を強いられる可能性がある点である²⁹⁾。

第3に、取得会社が被取得会社に対し、一度に大量の償還請求を行う可能性である。

これら、海外の投資ファンドによる米国国内の投資会社の証券取得、および米国国内におけるオープンエンド型投資会社の成長に伴う懸念に対し、当時のピラミディング禁止規定では問題に十分に対処できないと認識されるようになった。

(b) 法改正の勧告

以上を踏まえ、SECはピラミディング禁止規定について次のような改正を勧告した。

第1に、海外の投資ファンドも含め、投資会社法8条に基づきSECへの登録がなされていない投資会社が他の投資会社の証券を取得する場合にもピラミディング禁止規定が適用されるよう、同規定の適用範囲の拡張を勧告した³⁰⁾。

第2に、12条d項1号で認められている、被取得会社の社外議決権証券の3パーセントまたは5パーセントまでの取得許容に関する規定を撤廃し、投資会社間における証券投資を一切禁止すべきであると勧告した³¹⁾。

(2) 連邦議会における審議

SECによるピラミディング禁止規定の改正勧告を踏まえ、連邦議会において投資会社法改正について審議が行われた。

投資会社業界は、取得会社の範囲を拡張しSECに登録されていない投資会社に対してもピラミディング禁止規定を適用することには反対しなかったが、投資会社間における証券投資を一切禁止する提案については次のような理由から強く反対した³²⁾。

すなわち、登録投資会社による他の投資会社の社外議決権証券取得に対する3パーセントまたは5パーセントという制限はピラミディングによる弊害を未然に防止する上で十分効果的であり、SECが提案するような登録投資会社による他の投資会社の発行する証券取得を一切禁止することは過剰規制である。

このような過剰規制を行うのではなく、従来通りの形で少数割合の証券取得を認めることは、投資会社が分散投資を実行するための有益な手段となり、これにより海外企業の株式に投資を行う投資会社に対して投資を行うことができる。小規模な投資会社は自ら分散投資を行うことが困難であることから、このような手段を引き続き認めるべきである。

これらの議論の成果を踏まえて、当初の法案に修正が加えられ、1970年投資会社法改正に際してピラミディング禁止規定の見直しが行われた。

(3) ピラミディング禁止規定に関する法改正の概要

(a) 12条d項1号A～Cの見直し

改正前の12条d項1号は条文の規定が複雑であったため、1号の内容をA(i)～(iii)に再編成し、各規定の内容を平易化し、要件についても変更を行った。また、取得会社の範囲を拡大し、投資会社法8条に基づきSECに登録されていない投資会社についても取得会社に該当するものとして、ピラミディング禁止規定を適用することとした。

さらに、前章で取り上げたように、1号にBおよびCを新設し、オープンエンド型登録投資会社が他の投資会社に証券を発行する場合、およびク

ローズドエンド型登録投資会社が発行する証券に対し他の投資会社が投資を行う場合について規定を設けた。

(b) 12条d項1号Eの新設

新たに12条d項1号Eが設けられ、マスター・フィーダー・ファンドの運営が明文で認められることとなった。この規定は当初SECが提出した法案には含まれていなかったが、連邦議会における審議を経て、追加で規定された。

マスター・フィーダー・ファンドとは、同一の運用目的を有するフィーダー・ファンドとマスター・ファンドから成る仕組みであり、投資家がフィーダー・ファンドの発行する証券に投資を行い、その資金をマスター・ファンドに投資する。それにより、機関投資家・個人向けファンド、販売手数料の前払い・後払いファンド、分配型・無分配型ファンドなど、市場のニーズに応じたサービスや手数料体系を持つフィーダー・ファンドを組成し、それらを1つのマスター・ファンドにおいて合同で運用することが可能となる³³⁾。

ただし、このような仕組みを投資会社法の下で実現するためにはフィーダー・ファンドがマスター・ファンドの発行する証券を保有することを許容する必要があり、一定の要件の下でピラミッディング禁止規定を適用除外する必要がある。そこで、12条d項1号Eはピラミッディング禁止規定を適用除外するための要件として次のように規定した。

【12条d項1号E】 本号の規定は、次に掲げる要件に該当する投資会社が購入し、又は取得する証券には適用しない。

(i) 当該投資会社の寄託者又は元引受人が、1934年証券取引所法に基づき登録されているブローカー又はディーラー、若しくは当該ブローカー又はディーラーに支配されている者であり、(ii) 当該証券が当該投資会社の保有する唯一の投資証券であり(又は、当該投資会社が、その証券発行の対価をそれぞれ異なる投資会社の株式に対する累積投資に充

当することを予定している2以上の種類若しくはシリーズの証券を発行するユニット登録投資信託である場合は、当該各種の証券が当該投資会社の保有する唯一の投資証券であり)、

(iii) 当該投資会社が登録投資会社でない場合には、当該証券の発行者又はその元引受人との間に、次に掲げる事項について、当該投資会社の義務を定めた契約を締結し、それに従って購入又は取得がなされる場合。

(aa) 当該取得証券に係る全ての委任状による議決権の代理行使に関して、当該投資会社の証券保有者の指図を求め、当該指図にのみ従い議決権を行使するか、又は当該投資会社の保有する当該取得証券について、他の全ての当該証券保有者が行う投票と同一の比率に従いその持分に関する議決権行使を行うか、いずれかを選択すること。

(bb) 本法第26条に規定する方法により委員会の承認を得ない限り、当該証券の入れ替えを行わないこと。

(iii) の要件については、フィーダー・ファンドがマスター・ファンドを通じてポートフォリオに組み込まれている事業会社を支配することを防止するとともに、フィーダー・ファンドの投資家にマスター・ファンドにおける議決権行使の機会を確保するために定められたものである。また当時はSECに未登録の海外の投資ファンドが取得会社として念頭に置かれていたことから、取得会社が未登録投資会社である場合のみ規定された³⁴⁾。

(c) 12条d項1号Fの新設

さらに、12条d項1号Fが新設された。同規定も、SECが当初提出した法案には存在しなかったが、連邦議会における審議を経て、追加で導入された。

同規定は、一定の条件の下に、オープンエンド型登録投資会社が一定期間、証券保有者からの償還請求を免除される旨を定めるものであり、次のように規定している。

【12条d項1号F】 本号の規定は、次に掲げる要件

に該当する登録投資会社が購入その他の方法により取得した証券には適用しない。

(i) 当該購入又は取得の直後において、当該登録投資会社及び当該登録投資会社の関係者により保有される社外議決権株式が、当該発行者の全社外議決権株式の3パーセントを超えておらず、且つ

(ii) 当該登録投資会社が1971年1月1日以降において、その発行する証券を元引受人を通じて又はその他の方法により5.5パーセントを超える販売手数料を含めた公募価額で売付けの申込み又は売付けをしたことがなく、又はそのような条件で売付けの申込み又は売付けをしようとしていないこと。

本規定に従い登録投資会社が購入し又は取得する証券の発行者は、30日を超えない期間内に当該発行者の社外証券の1パーセントを超えるものについて償還義務を負ってはならない。当該投資会社は、本号Eに規定する方法に従い購入又は取得した証券について、委任状に基づく代理行使その他の方法により議決権を行使しなければならない。

この規定は、取得会社がオープンエンド型登録投資会社である被取得会社に対し一度に大量の償還請求を行うとの懸念、および取得会社の証券に投資を行う投資家に対して過大な費用負担を強いる可能性に対応する形で設けられた規定である。これらの問題が生じる可能性のない場合に、ピラミッディング禁止規定を適用除外し、ファンド・オブ・ファンズの組成を認めることとした。

また、取得会社の投資家による被取得会社に対する議決権行使の機会を確保するために、12条d項1号Eに定める場合と同様に、取得会社には委任状に基づく議決権の代理行使その他の方法による議決権行使が義務付けられることとなった。

2. 1996年投資会社法改正

次に、本節では1996年国内証券市場向上法に基づき投資会社法が改正され、ピラミッディング禁止規定の見直しが行われた経緯およびその改正法の内容について検討する。

(1) 背景

投資会社法施行後50年が経過したことに合わせて、1992年にSEC投資管理部門は報告書を公表し³⁵⁾、その中でSECスタッフは適格購入者概念を新たに導入し、適格購入者のみがその発行証券を保有する投資ファンドについて投資会社の定義から除外するとともに³⁶⁾、このような投資ファンドに対してもピラミッディング禁止規定を適用するよう、投資会社法改正を勧告した³⁷⁾。

また、1990年代においてSECは個別の適用除外命令を発することでファンド・オブ・ファンズの組成を例外的に認めてきたが³⁸⁾、その規模が拡大してきたため、投資会社法改正により一般的な適用除外を認めることが適当であると考えられるようになった。そこでSECは投資会社改正法案において新たな適用除外規定を提案した³⁹⁾。

(2) 連邦議会における審議

連邦議会の審議においてSECコミッショナーは、適格購入者概念を導入し投資会社法の適用除外の範囲を拡大することに対して、適格購入者概念が真に洗練された投資家に限定されるのであれば、このような適用除外を認めても問題ないとの考えを表明した⁴⁰⁾。

また、ヘッジファンド業界は、適格購入者概念の導入を強く主張した。すなわち、オフショアで組成されたヘッジファンドは投資会社法の適用を受けることなく米国国内で投資を行うことができるのに対し、米国で組成されたヘッジファンドに対しては投資会社法が適用されるのでは、米国ファンドが競争上不利な立場に置かれることから、一刻も早く適格購入者概念を導入し投資会社法の適用除外の範囲を拡大すべきと主張した⁴¹⁾。

他方で、ファンド・オブ・ファンズに関する新たな適用除外規定を設けることに対しては特に異論は唱えられなかったが、SECに一般的な適用除外権限を認めることに対しては、ピラミッディング禁止規定の潜脱の手段となり得るのではないかと懸念が示された⁴²⁾。

これらの議論の成果を踏まえ、1996年の投資会社法改正によりピラミディング禁止規定の見直しが行われた。

(3) 改正法の概要

(a) 12条d項1号Gの新設

新たに12条d項1号Gが設けられ、これによりファンド・オブ・ファンズの組成を認めるための新たな適用除外規定が追加された。同条項は次のように規定している。

【12条d項1号G】(i) 本法の規定は、次に掲げる要件に該当する場合、オープンエンド型登録投資会社又はユニット登録投資信託（「取得会社」という）により購入され、又はその他の方法により取得されたオープンエンド型登録投資会社若しくはユニット登録投資信託（「被取得会社」という）の証券には適用しない。

(I) 被取得会社及び取得会社が同一の投資会社の集団に属すること。

(II) 被取得会社の証券、同一の投資会社の集団に属する他のオープンエンド型登録投資会社及びユニット登録投資信託の証券、政府証券、並びに短期手形のみが取得会社により保有される投資物件であること。

(III) (aa) 当該被取得会社の証券に関しては、当該取得会社が分売に関連する活動に対して、如何なる負担又は手数料を支払っておらず、課せられていないこと。ただし、当該取得会社が、分売に関連する活動に対して販売手数料又はその他の手数料、若しくはその他の負担を課していない場合は、この限りでない。

(bb) 当該取得会社の証券に関しては、賦課される販売手数料及びその他の分売関連の手数料が、被取得会社の証券に関して取得会社により支払われた販売手数料及び分売に関連する手数料と合計した場合に、1934年証券取引所法第15A条に基づき登録された証券業協会又は委員会により、本法第22条b項又は22条c項に従い採用された規則の下において過度なものでないこと。

(IV) 当該被取得会社自らが本号又はF号に依拠し

てオープンエンド型登録投資会社又はユニット登録投資信託の発行する証券を取得することを禁止する方針を有していること。

(V) 以上の証券取得が、委員会が投資者保護のために必要且つ適当なものとして、本号に従い随時証券取得に関して規定する規則及びレギュレーションに違反しないこと。

(ii) 本号との関係において、「投資会社の集団」とは、投資及び投資者に対する役務との関係において、投資者に対し関連会社として自らを表示している2以上の登録投資会社をいう。

この規定は、取得会社と被取得会社の双方がオープンエンド投資会社であり、両社が1つの投資会社の集団（ファンドファミリー）の一部を構成する場合に、3パーセントの取得規制を適用除外するものであり、取得会社の保有する証券が同じファンドファミリーに属する他の投資会社が発行した証券である場合に限り適用されるものである。

上記の要件を満たしているものとして、ハブ・アンド・スポーク・ファンド（hub-and-spoke fund）の組成が認められることとなった。これは、一般投資家が投資を行う複数のファンド（スポーク・ファンド）について、ハブ・ファンドを通じて一元的にポートフォリオを管理する手法である。SECスタッフはノーアクションレターによってハブ・アンド・スポーク・ファンドの組成を事実上認めていたが⁴³⁾、それを明文で承認することとなった。

ハブ・アンド・スポーク・ファンドはマスター・フィーダー・ファンドと類似した仕組みであるが、マスター・ファンドは投資会社であるのに対し、ハブ・ファンドは法人格のないポートフォリオである点に両者の違いがある⁴⁴⁾。

(b) 12条d項1号Jの新設

法改正により新たに12条d項1号Jが設けられ、SECがピラミディング禁止規定を適用除外するための一般規定が導入された。

【12条d項1号J】委員会は、自らの職権又は申立てに基づく命令により、若しくは規則又はレギュレーションにより、条件付で又は無条件で、ある者、証券、取引、又は一定のクラスに属する者、証券、取引を本項の規定から適用除外することができる。ただし、これらの適用除外が公益及び投資者保護に合致する場合に、その限度で行うことができるものとする。

この規定は投資会社法6条c項と同様⁴⁵⁾、当事者からの申立てに応じて個別に適用除外命令を発するか、または規則またはレギュレーションの制定を通じて一律にピラミッディング禁止規定を適用除外するための規定である。これにより、SECはピラミッディングに伴う弊害を防止しつつ、柔軟な形である投資会社による他の投資会社の発行する証券の取得を認めることができるようになった⁴⁶⁾。

(c) その他の改正

1996年の投資会社法改正により適格購入者概念が導入されたことに伴い、適格購入者のみを証券取得者とする未登録投資会社に対してもピラミッディング禁止規定が適用されることとなった。また、1996年改正前から、証券保有者が100名以下の場合に該当し、投資会社法3条c項1号に基づき投資会社の定義から除外される私募ファンドに対してもピラミッディング禁止規定が適用されると裁判所は判断していたが⁴⁷⁾、そのことが投資会社法上明文化された。

さらに、12条d項1号E(iii)が改正され、これまで未登録投資会社のみ適用されていた同規定が登録投資会社にも適用されることとなった。

3. 小 括

以上、本章においては1970年および1996年の投資会社法改正によりピラミッディング禁止規定が見直されるに至るまでの経緯および改正法の内容について検討した。両改正によりピラミッディン

グ禁止規定の内容が修正され、さらにその適用範囲がSECに登録されていない投資会社にまで拡大された。他方、適用除外の範囲も順次拡張され、1996年改正にはSECに対しピラミッディング禁止規定を適用除外する一般的な規定が設けられ、ファンド・オブ・ファンズを組成・運用する際の法的枠組みが形成されていった。

このような流れの中でSECは2020年10月にファンド・オブ・ファンズに関する包括的な規則を採択した。次章においては、同規則が採択されるまでの経緯および同規則の内容について検討する。

IV 2020年のSECによるファンド・オブ・ファンズ規則の検討

本章においては、2020年10月にSECにより採択されたファンド・オブ・ファンズ規則について、その採択に至るまでの経緯および規則の内容について検討する。

1. 規則制定に至るまでの経緯

(1) SECおよび米国投資会社協会による調査

2010年代に、SECおよび米国投資会社協会により、ファンド・オブ・ファンズに関する実態調査が行われた。

SECの調査により、米国におけるオープンエンド型登録投資会社の運用資産総額のうち約40パーセントは、別のオープンエンド型登録投資会社に投資している実態が明らかとなり、そしてその運用資産総額は、2008年から2018年までの10年間で約2.8倍に達していることが明らかとなった⁴⁸⁾。

また、米国投資会社協会の調査によると、米国内においてターゲット・デート・ファンドが急成長している実態が明らかとなった。ターゲット・デート・ファンドとは投資家のライフサイクルに合わせて運用対象を適宜変更する投資会社であり、米国市民の老後の資産形成のために活用されている⁴⁹⁾。そして、その資産運用総額は2019年4月末時点で約1.4兆ドルに達しており、そしてオープン

エンド型登録投資会社として組成されているターゲット・デート・ファンドの約95パーセントがファンド・オブ・ファンズの形態で運用されていることが判明した⁵⁰⁾。

このように、SEC および米国投資会社協会による調査によって、ファンド・オブ・ファンズの形態による投資会社の運営が広く行われている実態が改めて明らかとなった。

(2) SECによる適用除外命令の増加

SECは1996年投資会社法改正によって導入された12条d項1号Jに基づき、個別に適用除外命令を発し、または規則制定を通じてファンド・オブ・ファンズの組成を認めてきた。しかし、これらの命令および規則が増加し、複雑化したことから、それを整理し簡素化するために2018年12月に新たなファンド・オブ・ファンズ規則を提案した。

2. SECによる規則提案

SECは登録投資会社が投資会社法12条d項1号A～Cに規定する制限を超えて他の登録投資会社の株式を保有するための要件について定める規則12d1-4について提案を行った⁵¹⁾。これにより、ファンド・オブ・ファンズを組成する際の規定を簡素化し、効率的な資産運用を促進しようとした。

規則案に対し、ブラックロックは私募ファンドによるETFへの投資を促進することで、私募ファンドの運用者がより柔軟に資産運用を行うことができるとし、SECに未登録の投資会社についても規則を適用し、ピラミッディング禁止規定の適用除外を認めるよう要望した⁵²⁾。しかし、SECは最終的にそのような要望を受け入れなかった。

そして、2020年10月に、SECはファンド・オブ・ファンズ規則である規則12d1-4を採択した。

3. ファンド・オブ・ファンズ規則の検討

2020年10月に制定されたファンド・オブ・ファンズ規則は、取得会社および被取得会社が双方とも登録投資会社である場合を対象としている。そ

して同規則は、①取得会社およびアドバイザー・グループによる被取得会社の支配制限および議決権行使要件、②取得会社が被取得会社に及ぼす不適切な影響等に関する調査および評価義務、③取得会社と被取得会社の投資顧問が同一でない場合に、両社間における投資契約の締結義務、④3階層以上のファンド・オブ・ファンズを組成・運用する際の要件について定めている⁵³⁾。

これらの場合について規則が定める要件を満たす場合に、投資会社法12条d項1号A～Cに定めるピラミッディング禁止規定が適用除外されることとなる。

(1) 支配制限および議決権行使要件

規則は、取得会社およびアドバイザー・グループに対して、被取得会社の発行済み議決権証券の25パーセント以上を保有し支配することを禁止する。ここでいうアドバイザー・グループとは、取得会社の投資顧問と支配従属関係にある投資顧問、または取得会社のサブアドバイザーおよびその他の者と支配従属関係にあるサブアドバイザーをいう。

ただし、取得会社およびアドバイザー・グループが、原則として、ミラーボートイングを行う限りにおいて、①被取得会社であるオープンエンド型登録投資会社または登録ユニット・トラストの社外議決権証券の25パーセント超、または②被取得会社であるクローズドエンド型登録投資会社または企業育成会社の社外議決権証券の10パーセント超を保有することを許容している。ミラーボートイングとは、取得会社およびアドバイザー・グループが被取得会社の株主総会において、被取得会社の他の株主と同じ比率の議決権を行使することをいう。

さらに、取得会社が被取得会社と同一のファンドファミリーに属する場合には、支配制限および議決権行使要件が適用除外されることとしている。この場合、取得会社が被取得会社の利益を犠牲にして自らの利益を追求する可能性はないと考えら

れたためである。

(2) 調査および評価義務

規則では、取得会社および被取得会社の投資顧問に対し、それぞれ調査および評価義務を課している。

被取得会社の投資顧問に対しては、取得会社の被取得会社に対する投資を通じた不当な影響について調査することを義務付けている。具体的には、①取得会社による投資の規模および投資上限額、②取得会社による予期される償還請求のタイミング、③取得会社が被取得会社に対して投資および償還請求を行う環境、④被取得会社が取得会社の償還請求に応じる際に金銭での償還よりも現物による償還を選好する環境等について、被取得会社の投資顧問は調査する義務がある。これにより、取得会社による大量の償還請求に備え、取得会社による償還請求により被取得会社の運営が頓挫しないようにしている。

他方、取得会社の投資顧問に対しては、①取得会社が被取得会社に投資する際の投資構造の複雑性、②取得会社と被取得会社における販売手数料および運用報酬の重複について評価することを義務付けている。これにより取得会社の発行する証券に投資する投資家が過大な運用報酬および販売手数料を負担しないようにしている。

これらの調査および評価義務について、規則では投資顧問が投資会社およびその株主（証券取得者）に対して負う受託者責任に基づくものであると規定し、投資顧問に対し定時株主総会までに、調査および評価結果をそれぞれの投資会社の取締役会に報告することを義務付けている。それにより、各投資会社の取締役会の監督機能を通じて、これらの調査および評価義務について実効性を確保しようとしている。

(3) 投資契約の締結義務および開示義務

規則は、取得会社および被取得会社の投資顧問が同一でない場合、すなわち取得会社と被取得会社が同じファンドファミリーに属していない場合

には、事前に取得会社と被取得会社との間で投資契約を締結することを義務付けている。

そして、この投資契約の内容として、①被取得会社の投資顧問による取得会社に関連する調査を遂行するにあたり、取得会社の投資顧問にとって必要な条件、②投資契約の解除にあたっては、解除の通知日から60日経過後にその効力が生じるとの条項、③被取得会社は取得会社に対して手数料および運用報酬に関する情報提供を行うとの条項が含まれていなければならないと規定している。

さらに、ファンド・オブ・ファンズの登録届出書には当該投資契約の内容を記載しなければならないとしている。

このように取得会社と被取得会社の投資顧問が同一でない場合に、取得会社と被取得会社との間に投資契約の締結を義務付けることにより、取得会社が被取得会社の証券を取得する場合に事前の同意を得なければならないこととなる。

(4) 複雑な投資構造に対する規制

規則は、3階層以上のファンド・オブ・ファンズの組成・運用を原則として禁止している。ただし、2階層部分の登録投資会社または未登録投資会社が、3階層部分の別の登録投資会社または未登録投資会社に、3階層部分の投資会社の資産運用総額の10パーセントまで投資することを許容している。

また規則は、2階層部分の登録投資会社または未登録投資会社が3階層部分のマスター・フィーダー・ファンド、MMF、その他の投資会社等に投資する形で、3階層のファンド・オブ・ファンズの組成・運用を行うことを許容している。

4. 小 括

以上、本章においては、2020年10月にSECがファンド・オブ・ファンズ規則を採択するに至るまでの経緯および同規則の内容について検討した。

米国においてはファンド・オブ・ファンズの形態で効率的な資産運用を行う強いニーズが存在し、

それに応じる形でファンド・オブ・ファンズ規則が制定されたことが窺える。

また、同規則の定める要件について検討すると、SECによるピラミッディング禁止規定の下での長年にわたる法執行の経験が反映されていると評価することができる。従って、ファンド・オブ・ファンズ規則は投資会社法制定当初から進展してきたピラミッディング禁止規定が辿り着いた1つの到達点ということができる。

V 結 語

本稿では、米国投資会社法におけるピラミッディング禁止規定についてその制定経緯から今日に至るまでの歴史的展開について辿るとともに、2020年10月に採択されたファンド・オブ・ファンズに関するSEC規則について検討した。

本稿におけるピラミッディング禁止規定の検討からいえることは、次の点である。

第1に、ピラミッディング禁止規定により、米国投資会社法は、投資会社による他の投資会社に対する支配権行使を通じたガバナンスを認めていないと評価できる点である。この点は投資会社ガバナンスの大きな特徴であり、そして、一般投資家が投資会社の株式を所有するという分散した株式所有構造の下で、取締役会および独立取締役による監督機能、各種行為規制、SECによる法執行、私人による法執行といった手段により投資会社法1条b項の掲げる目的を実現するとともに、各投資会社はその運用方針として掲げる資産運用目的を達成できるようガバナンスの法的枠組みを形成しているように思われる。

第2に、米国投資会社法におけるファンド・オブ・ファンズに対する法的枠組みはSECによる長年にわたる市場の番人としての経験に基づき形成され今日に至っているという点である。SECは証券市場の機能維持および投資家保護と、効率的な資産運用の促進という、両者のバランスを上手く図りながら投資会社法改正および適用除外命令や

規則制定によりファンド・オブ・ファンズに対する法的枠組みを形成してきた。従って、米国投資会社におけるファンド・オブ・ファンズの規制枠組みを検討し評価するにあたっては、単にエージェンシー問題や集合行為問題といった現代ファイナンス理論に基づくだけでは不十分であり、今日に至るまでの歴史的経緯を十分に踏まえなければならないと思われる。

また、本稿における検討結果は、将来におけるわが国の法制度のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。

第1に、海外の投資ファンドによるわが国の投資法人の発行する投資口の取得および投資主総会における議決権行使をどの程度許容すべきかを考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。もし海外の投資ファンドがわが国の投資法人の支配権を獲得することで効率的な運用が実現し運用成果が向上するならば、それを後押しする法制度が望ましいということになるであろう。他方で、海外の投資ファンドによるわが国投資法人の投資口取得が米国投資会社法の歴史が示すような様々な弊害を伴う場合には、それらの弊害を未然に防止するか、または事後的に対処するための法制度の整備が必要となる。

現在のわが国における投信法上は、海外の投資ファンドによるわが国投資法人の投資口取得を制限する規定は存在しない。このような状況下でJ-REITに対する敵対的買収が試みられた事例が問題となり、投信法上、買収防衛策の導入が可能か否かについて実務家や研究者によって詳細な研究が行われている⁵⁴⁾。もし、海外の投資ファンドによるわが国投資法人の支配権獲得により種々の弊害を生じるおそれがあるならば、米国投資会社法上のピラミッディング禁止規定と同様の規定を投信法上導入し、支配権獲得による弊害が生じない場合には当該規定を適用除外するといった法制度の導入も、十分検討に値すると思われる。

第2に、わが国におけるファンド・オブ・ファ

ンズ規制のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。現在のわが国における公募の証券投資信託および証券投資法人に関するファンド・オブ・ファンズについては、投資信託協会の投資信託等の運用に関する規則第22条および第23条に規定が置かれており、公募のファンド・オブ・ファンズの組成や信用リスク集中回避のための投資制限等について定められている。これらの規定により、米国において問題となったファンド・オブ・ファンズの運営に伴う問題に適正に対処できるかどうか、今後検討する必要があると思われる。

また、ファンド・オブ・ファンズの運営に係る信託報酬等については、金商法13条2項および特定有価証券開示府令15条の2第1項1号に加え、投資信託協会の交付目論見書の作成に関する規則および交付目論見書の作成に関する規則に関する細則により、投資先ファンドのコストの記載が要求されている⁵⁵⁾。このようにファンド・オブ・ファンズの運営に係る費用について情報開示規定は充実しているが、親ファンドに投資を行う投資家が負担する費用について直接規制する規定は設けられていない。情報開示規定のみで親ファンドの投資家による過大な費用負担という問題に対処できるかどうか、米国における経験を踏まえ、検討する必要があるように思われる。

注

- 1) ピラミッディング禁止規定に関する先行研究として、Roger M. Klein, *Who Will Manage the Managers?: The Investment Company Act's Antipyridding Provision and Its Effect on the Mutual Fund Industry*, 59 OHIO ST. L. J. 507 (1998); 松山三和子「アメリカ投資会社法におけるピラミッディング禁止規定」平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念『現代企業・金融法の課題〔下〕』889頁(信山社、2001)、三谷進『アメリカ投資信託の形成と展開』(日本評論社、2001)等があり、本稿はこれらの研究成果に負うところが大きい。
- 2) 同制度の概要については、野村アセットマネジメント株式会社編『投資信託の法務と実務〔第5版〕』74頁(金融財政事情研究会、2019)等を参照。
- 3) Fund of Funds Arrangements, Investment Company Act Release No. 34045 (Oct. 7, 2020). 同規則については、岡田功太「米国のファンド・オブ・ファンズの運用効率の向上を促す規制改革」野村資本市場クォーターリー2021年春号153頁以下が詳細な検討を行っており、本稿はこの研究成果に負うところが大きい。また、木村亮太「ファンド・オブ・ファンズの規制フレームワークのアップデート」月刊資本市場425号80頁以下(2021)も参照した。
- 4) Klein, *supra* note 1, at 515-16; 松山・前掲注1) 891-892頁。
- 5) *Id.* at 516; 松山・前掲注1) 892頁。
- 6) *Id.* at 517; 松山・前掲注1) 892頁。
- 7) この点については、拙稿「米国投資会社における買収防衛策導入の適法性を巡る近時の論争について」近藤光男先生古稀記念(商事法務、2024年刊行予定)において検討する。
- 8) 松山・前掲注1) 894-895頁、898-899頁を参照。
- 9) Klein, *supra* note 1, at 527-38; 松山・前掲注1) 898-900頁を参照。
- 10) Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469 (1991); マーク・ロー(北條裕雄・松尾順介監訳)『アメリカの企業統治—なぜ経営者は強くなったか』129頁以下(東洋経済新報社、1996)。
- 11) SEC, REPORT ON STUDY OF INVESTMENT TRUSTS AND INVESTMENT COMPANIES PART III: ABUSES AND DEFICIENCIES IN THE ORGANIZATION AND OPERATION OF INVESTMENT TRUSTS AND INVESTMENT COMPANIES CH.1-6, H. R. DOC. NO. 279, CH.7, H. R. DOC. NO. 136 (1939).
- 12) 同グループの事例については、三谷・前掲注1) 108-131頁においてSEC調査報告書を引用しながら詳細な検討がなされている。
- 13) 両社によるピラミッディングの詳細については、三谷・前掲注1) 152頁以下、小林真之「大恐慌期における投資信託業界の再編(2)」北海学園大学経済論集61巻3号1頁以下(2013)を参照。エクイティ・コーポレーションの事例については、拙稿「米国州会社法における事業再編の展開とSECの関与(2)」徳島大学社会科学研究25号14-18頁(2012)においても検討を行った。

- 14) 拙稿「米国国会社法における事業再編の展開とSECの関与(2)」・前掲注13) 14-16頁。
- 15) SEC, REPORT ON THE STUDY AND INVESTIGATION OF THE WORK, ACTIVITIES, PERSONNEL AND FUNCTIONS OF PROTECTIVE AND REORGANIZATION COMMITTEES PART VII, MANAGEMENT PLANS WITHOUT AID OF COMMITTEES (1938).
- 16) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of Sen. Comm. on Banking and Currency*, 76th Cong., 3d Sess. at 237-43 (1940) (Statement of David Schenker, Chief Counsel, Securities and Exchange Commission, Investment Trust Study, Washington D.C.).
- 17) *Id.* at 237 (Statement of Senator Taft, Ohio).
- 18) *Id.* at 780-81 (Statement of E. Merrick Dodd Jr., Professor of Harvard Law School).
- 19) *Id.* at 664 (Statement of S. L. Sholley, President of Keystone Custodian Funds, Inc., Boston, Massachusetts).
- 20) *Id.* at 1055 (Statement of Arthur H. Bunker, Executive Vice President, Lehman Corporation, New York City).
- 21) *Id.* at 1063 (Letter addressed to committee by Frank F. Russell, President, National Aviation Corporation).
- 22) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on H.R. 10065 Before Subcomm. of House Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 76th Cong., 3d Sess. at 112-13 (1940) (Statement of David Schenker, Chief Counsel, Securities and Exchange Commission, Investment Trust Study, Washington D.C.).
- 23) 石田眞得『投資会社法の研究—利益相反規制を中心に』(大阪府立大学経済学部、2004)、拙稿「米国投資会社法17条の利益相反規制に対する一考察」中央大学大学院研究年報法学研究科篇51号39頁(2022)。
- 24) 拙稿「米国投資会社法における資本構成規制」早稲田法学94巻3号295頁(2019)。
- 25) 拙稿「米国投資会社法における持合禁止規定」信託研究奨励金論集38号71頁(2017)。
- 26) 拙稿「米国投資会社法における組織再編規制の歴史的展開—組織再編計画の公正性確保を中心に—」市川兼三先生古稀記念論文集『企業と法の現代的課題』305頁(2014)。
- 27) SEC, REPORT ON THE PUBLIC POLICY IMPLICATIONS OF INVESTMENT COMPANY GROWTH, H.R. REP. NO. 2337 (1966) [hereinafter PPI REPORT]. (北茂訳『投資会社の成長と国策の帰結—SEC報告書』(大阪証券業協会、1969)(初出:インベストメント22巻3号~23巻4号(1969~1970))。
- 28) 三谷・前掲注1) 216-218頁を参照。
- 29) PPI Report, *supra* note 27, at 319-20.
- 30) *Id.*
- 31) *Id.* at 323.
- 32) *Hearings on S. 1659 Before the Senate Comm. on Banking and Currency*, 90th Cong., 1st Sess. at 316-17 (1967) (Statement of Robert L. Augenbliok, President and General Counsel of the Investment Company Institute).
- 33) 松山・前掲注1) 894頁の脚注14を参照。
- 34) H.R. REP. NO. 1382, at 23-24 (1970).
- 35) DIVISION OF INVESTMENT MANAGEMENT, SEC, PROTECTING INVESTORS: A HALF CENTURY OF INVESTMENT COMPANY REGULATION (1992).
- 36) この点については、拙稿「米国投資会社法によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開」徳島大学社会科学研究所30号77頁以下(2016)で検討した。
- 37) PROTECTING INVESTORS, *supra* note 35, at 107-10.
- 38) T. Rowe Price Spectrum Fund, Inc., Investment Company Act Release No. 21371 (Sept. 22, 1995) (Notice), Investment Company Act Release No. 21425 (Oct. 18, 1995) (Order); Vanguard Star Fund, Investment Company Act Release No. 21372 (Sept. 22, 1995) (Notice), Investment Company Act Release No. 21426 (Oct. 18, 1995) (Order).
- 39) Section 9(2) of H.R. 1495 (1995).
- 40) *Hearings on S. 479 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the Comm. on Energy and Commerce House of Rep.* 103d Cong. 2d Sess. at 144-45, 148-52 (1994) (Statement of J. Carter Beese Jr., Commissioner, Securities and Exchange Commission).
- 41) Task Force on Hedge Funds, *Report on Section 3 (c) (1) of the Investment Company Act of 1940 and Proposals to Create an Exception for Qualified Purchasers*, 51 BUS. LAW. 773, 782-83 (1996).

- 42) *Hearings on H.R. 1495 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the Comm. on Commerce House of Rep.* 104th Cong. 1st Sess. at 29 (1995) (Statement of Ron Klink, the Representative from Pennsylvania).
- 43) 1993 SEC No-Act. LEXIS 766.
- 44) 松山・前掲注1) 893頁を参照。
- 45) 投資会社法6条c項については、拙稿「投資会社ガバナンスにおけるSECの法執行」中央大学大学院研究年報法学研究科篇52号84頁以下(2023)で検討した。
- 46) H.R. REP. NO. 104-622, at 44 (1996).
- 47) *Clemente Global Growth Fund, Inc. v. Pickens*, 705 F. Supp. 958 (S.D.N.Y. 1989).
- 48) *Fund of Funds Arrangements, Investment Company Act Release No. 33329* (Dec. 19, 2018).
- 49) 岡田功太「米国のターゲット・デット・ファンドを巡る動向」野村資本市場クォーターリー2019年秋号ウェブサイト版。
- 50) *Investment Company Institute, 2020 Fact Book*.
- 51) *Fund of Funds Arrangements, Investment Company Act Release No. 33329* (Dec. 19, 2018).
- 52) *BlackRock, Re: Fund of Funds Arrangements, Release Nos. 33-10590; IC-33329* (May 3, 2019).
- 53) これらの要件について、岡田「米国のファンド・オブ・ファンズの運用効率の向上を促す規制改革」・前掲注3) 158-160頁が詳細な検討を行っており、本稿の記述はこの研究成果に負うところが大きい。
- 54) 井上正範ほか「[[連載] J-REITの敵対的買収防衛の実務 第1回 J-REITの買収防衛の特徴と敵対的買収の方法」(2019年2月27日) (<https://www.businesslawyers.jp/articles/500>)、同「[[連載] J-REITの敵対的買収防衛の実務 第2回 J-REIT買収の留意事項と買収の対応策」(2019年3月4日) (<https://www.businesslawyers.jp/articles/501>)、段磊「不動産投資信託(REIT)買収・再編の比較考察—日本法とアメリカ法(1)~(6・完)」法学協会雑誌136巻6号1頁以下、同巻8号1862頁以下、同巻9号2118頁以下、同巻10号2249頁以下、同巻11号2476頁以下、同巻12号2722頁以下(2019)。
- 55) 本柳祐介『投資信託法制の現状と展望』68-70頁(商事法務、2013)を参照。