

論 説

米国投資会社法における資本構成規制

清 水 真 人

- 一. はじめに
- 二. 資本構成規制の概要および同規制の導入に至るまでの歴史的経緯、並びに近時における投資会社の資本構成の実態
- 三. 登録投資会社のデリバティブ取引利用に対する規制枠組み再構築の動向
- 四. 結語

一. はじめに

本稿の課題は、米国投資会社法における資本構成規制について、その導入に至った歴史的経緯について明らかにするとともに、近時における登録投資会社の資本構成の実態に関する研究成果を参照し、さらに同規制の下で近時展開されているデリバティブ取引規制を巡る議論について検討することである。それにより、米国投資会社法の資本構成規制が米国資本市場法制において有している意義を明らかにするとともに、わが国の証券投資信託・証券投資法人法制、さらには株式会社法制のあり方を考える上で重要な示唆を得ることができると考えられるためである。

米国投資会社法には厳格な資本構成規制が存在している（投資会社法18⁽¹⁾条）。すなわち、登録投資会社による複数種類の証券発行が厳格に規制さ

(1) 投資会社の分類については、落合誠一編『比較投資信託法制研究』11～17頁（有斐閣、1996）〔近藤光男〕、川島いづみ「1940年投資会社法の研究——立法に至

れ、クローズドエンド型登録投資会社は原則として2種類以上の優先株式または負債証券（これらを優先証券（senior security）という）を発行することができない。また、オープンエンド型登録投資会社による優先証券の発行は禁止され、銀行借入れのみが許容されている。そして、クローズドエンド型登録投資会社が優先証券を発行する際やオープンエンド型登録投資会社が銀行借入れを行う際には資産担保率に関する規制を遵守しなければならず、さらに、優先証券保有者に付与されている優先権が一定期間以上行使できない状況が続いた場合には、取締役会構成員の過半数を選任する権限が当該優先証券保有者に付与される。それらに加えて、管理型登録投資会社によるストック・オプションの発行も原則として禁止されている。このように、米国投資会社法はその制定時に州会社法を大幅に修正する形で厳格な資本構成規制を導入し、今日に至るまでこれらの規制をほぼそのままの形で維持している。

このような資本構成規制が導入されたのは、当時の緩い州会社法の下、投資会社により優先証券と、普通株式（common stock, junior security, equity security）の双方が発行され、複雑な資本構成が採用された結果、投資会社が投資顧問およびその利害関係者により投機的手段として利用されると同時に、一般投資家の利益が大きく侵害されたとの歴史的経験に基づ⁽²⁾く。すなわち、大量の優先証券と少数の普通株式の双方を発行することにより普通株式のレバレッジを増加させ、普通株主はより多くの利益獲得の機会を得ることができた。そして、投資会社の議決権は普通株式に集中していたことから、優先証券の発行により一般投資家から集めた資金を用いて投資顧問およびその利害関係者が普通株式を保有し投資会社の運営を支配した。その後、1929年の証券市場崩壊により投資会社は甚大な打撃を

る経緯を中心として」比較法学39巻3号24～26頁（2006）を参照。

(2) 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, at 1566 (1939).

受けたが、十分な資産が会社内部に留保されていなかったため、優先証券保有者の権利は極めて不十分にしか保護されなかった。さらに、投資会社再建のための資本再構成（recapitalization）により優先証券保有者の優先権の内容が大きく変更され、一般投資家は権利変更に伴う不利益を甘受しなければならなかった。このような種々の弊害に対処するために投資会社法制定時に資本構成規制が導入され、今日に至っているのである。

資本構成規制の導入により立法当時問題とされていた弊害の除去には成功し、その後、資本構成規制それ自体が特に問題とされることはなかった。しかし、1970年代後半に多様な金融手法の利用が投資会社間で広がったことにより、投資会社が十分な資産を留保せずに投機的な資産運用を行う懸念が再び生じるようになった。そこで、SECは1979年にリリースを公表し、投資会社による一定の金融取引の利用は投資会社法18条の優先証券の発行に該当し、資本構成規制の対象になるとの見解を表明した。⁽³⁾その後、当該リリースに基づき登録投資会社によるデリバティブ取引利用に対する規制が行われ、SECは当該リリースを補う形でノーアクションレターの発布やスタッフ・ガイダンスの公表を行い、個別の取引に対応してきた。

しかし、その後もデリバティブ市場が急拡大し、多様なデリバティブ取引が登場してきたことから、投資会社のデリバティブ取引利用に対する従来からの規制枠組みが市場の実態と大きく乖離しているのではないかと懸念されるようになった。そこでSECは2010年3月に投資会社のデリバティブ取引利用に関する規制枠組みの見直しを行い、追加的な規則制定等が必要かどうか判断すると表明した。続いて、2011年8月に投資会社によるデリバティブ取引利用についてコンセプト・リリースを公表し、意見募集を行った。⁽⁴⁾これらの成果を踏まえ、2015年12月にSECは米国投資会社によるデリバティブ取引利用に対する規則案を提案した。⁽⁵⁾それに対し投資会

(3) Investment Company Act Release No. 10666 (Apr. 27, 1979).

(4) Investment Company Act Release No. 29776 (Aug. 31, 2011).

社業界からは規則案の一部に対し強い反対意見が表明されており、⁽⁶⁾ 現在も議論が続いている状況である。

投資会社の分野においては、投資会社と投資顧問との間に潜在的な利益相反関係が存在するとともに、複数種類の証券が発行される場合にはそれらの証券保有者間においても利益相反が生ずる。このような状況において、投機的な資産運用を防止するとともに、各証券保有者の利害調整を図るためにどのような歴史的経緯を経て資本構成規制が導入されたのかを明らかにすることは、わが国において同様の問題を考える際に重要な示唆を与えてくれるであろう。また、同規制の下におけるデリバティブ取引規制を巡る議論を検討することは、わが国の投資信託によるデリバティブ取引利用に対する法規制のあり方を考える上で重要であると思われる。

本稿の構成は次の通りである。二においては、資本構成規制の枠組みを概観するとともに、同規制の導入に至るまでの歴史的経緯について検討する。その上で、登録投資会社の資本構成の実態に関する近時の研究成果を参照する。三においては、登録投資会社によるデリバティブ取引利用に対する従来の規制枠組みについて確認するとともに、近時 SEC により提案されている新しい規制枠組みを巡る議論について検討する。最後に本稿の纏めを行い、わが国の法制度への示唆について若干の検討を行う。

二．資本構成規制の概要および同規制の導入に至るまでの歴史的経緯、並びに近時における投資会社の資本構成の実態

本章においては、米国投資会社法の資本構成規制の全体像について概観するとともに、同規制の導入に至るまでの歴史的経緯について検討する。

(5) Investment Company Act Release No. 31933 (Dec. 11, 2015).

(6) ICI, Re: *Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies* (File No. S7-24-15) https://www.ici.org/pdf/16_ici_sec_derivatives_ltr.pdf

さらに、近時における登録投資会社の資本構成の実態に関する研究成果を参照する。

1. 資本構成規制の概要

（1）クローズドエンド型登録投資会社が優先証券を発行する際の規制

クローズドエンド型登録投資会社は、次の条件を満たす場合を除き、優先証券⁽⁷⁾を発行することができない（投資会社法18条 a 項）。その条件は優先証券が負債（indebtedness）⁽⁸⁾の場合と株式である場合とで別々に定められている。

優先証券が負債の場合には、①優先証券の新規発行または売出しが行われた直後の時点において、300パーセント以上の資産担保率を維持していなければならない⁽⁹⁾。また、②株式への利益配当、財産の分配、または自己株式取得を行うには、これらの行為により社外に流出する金銭の額を計算して差し引いた後に、300パーセント以上の資産担保率を維持していなければならない。ただし、優先株式への利益配当を行う場合は、200パーセント以上の資産担保率を維持していれば良い⁽¹⁰⁾。さらに、③12か月間連続し

(7) 優先証券とは、担保付社債、無担保社債、ノート、またはこれに類似する担保および負債を表章する債務証券または証書、並びに資産の分配または配当の支払いについて優先権を有する株式をいう（投資会社法18条 g 項）。

(8) 負債である優先証券とは、株式以外の優先証券全般をいうと定義されており（投資会社法18条 g 項）、そこには銀行等からの借入れも含まれる。

ただし、借入れが一時的な目的のために行われ、かつその額が当該借入時点における発行者の総資産価額の5パーセントを超えない場合には、当該借入れは優先証券に含まれない（投資会社法18条 g 項）。このような一時的な借入れは投資家からの償還請求への対応やポートフォリオの流動性確保のために行われるものであり、普通株式の投機性を増大させる恐れがないからである。

(9) ただし、企業育成会社の場合には、維持していなければならない資産担保率は200パーセントとされている。企業育成会社については、拙稿「米国投資会社法によるベンチャーキャピタル規制の歴史的展開」正井章彦先生古稀記念『企業法の現代的課題』321頁以下（成文堂、2015）を参照。

(10) クローズドエンド型投資会社に要求される資産担保率は、これら一定の行為を行う時点において要求されるのみであり、これらの行為後、資産担保率が規定以下

てその営業日において資産担保率が100パーセントを下回った場合、当該優先証券保有者は1つのクラスとして取締役会構成員の過半数を選任する権限を有し、当該権限は、当該投資会社の資産担保率が連続して3か月間その営業日において110パーセント以上維持されるまで継続する。または、24か月間連続してその営業日において資産担保率が100パーセントを下回った場合、デフォルトが生じたものとみなされる（同項1号）。③については各登録投資会社において、どちらか一方の規定を定めていなければならないとされている。

次に、優先証券が株式の場合には、①優先証券の新規発行または売出しが行われた直後の時点において、200パーセント以上の資産担保率を維持していなければならない。②普通株式への利益配当、財産の分配、または自己株式取得を行うには、これらの行為により社外に流出する金銭の額を計算して差し引いた後に、200パーセント以上の資産担保率を維持していなければならない。③優先株主は常時、1つのクラスとして少なくとも2名の取締役を選任する権限を有する。また優先配当分の未払いが生じ、それが2年分に達した場合には、当該優先株主は1つのクラスとして取締役会構成員の過半数を選任する権限を有し、当該権限は未払いの優先配当分が実際に支払われるまで継続する。④優先株主に不利益となる組織再編計画の策定または投資方針の変更については、当該優先株主の過半数の同意を必要とする。⑤当該株式は財産の分配および利益配当について他の証券保有者に対し絶対的な優先権を有し、かつ当該利益配当権は累積的である（同項2号）。

資産担保率については投資会社法18条h項に定められており、発行者の「負債を表章する優先証券」の資産担保率とは、発行者の総資産価額から優先証券を除いた全ての負債を控除した後の資産価額と、当該優先証券⁽¹¹⁾の総額との比率をいう。また、発行者の「優先株式を表章する優先証券」

に低下したとしても投資会社の運営は有効に継続される。

(11) これを数式で表すと、 $\frac{A-L+D+P}{D}$ となる。Aが総資産価額、Lが全負債（負

の資産担保率とは、発行者の総資産価額から優先証券を除いた全ての負債を控除した後の資産価額と、負債である優先証券の総額に当該優先株式の残余財産優先分配権の総額を加えたものとの比率をいう。⁽¹²⁾

さらに、クローズドエンド型登録投資会社は、一定の場合を除き、負債である優先証券の社外残高があるうちに新たに負債である優先証券を発行し、または優先株式の社外残高があるうちに新たに優先株式を発行することができない。（投資会社法18条c項）。

（2）オープンエンド型登録投資会社に対する規制

オープンエンド型登録投資会社は、優先証券を発行することができない⁽¹³⁾が、その代替として銀行からの借り入れを行うことができる。この場合においては、借入金の資産担保率が300パーセントを下回ってはならず、⁽¹⁴⁾資産担保率が300パーセントを下回った場合には当該時点から3日以内、またはSECが規則で定める期間内に、資産担保率が300パーセントに達するまで借入金を減少させなければならない（投資会社法18条f項）。オープンエンド型登録投資会社は常時、これらの資産担保率に関する要件を遵守していなければならない。

（3）ストック・オプションの発行禁止規定

管理型登録投資会社は原則として、ストック・オプションを発行することができない⁽¹⁵⁾（投資会社法18条d項）。例外として、権利行使期間が発行後

債である優先証券および優先株式を含む）、Dが負債である優先証券の総額、Pが優先株式の残余財産優先分配権の総額である。

(12) これを数式で表すと、 $\frac{A-L+D+P}{D+P}$ となる。

(13) オープンエンド型登録投資会社であるミューチュアルファンドは、投資家からの償還請求に常時応じなければならないため、より簡素な資本構成を採用することとされたためである。

(14) これを数式で表すと、 $\frac{A-L+B}{B}$ となる。Bは銀行からの借入金の総額である。

(15) オープンエンド型投資会社とクローズドエンド型投資会社の双方を合わせて、管理型投資会社と定義されている（投資会社法5条a項）。

120日以内であり、かつ当該会社の特定の証券保有者に対してその保有比率に応じて割り当てられる場合にのみ許容される。

これらの規制に加え、自己株式取得規制（投資会社法23条c項）、ピラミッディング禁止規定（投資会社法⁽¹⁶⁾12条）、組織再編規制（投資会社法⁽¹⁷⁾25条）等の各種規制が適用され、これにより資本構成規制の実効性はさらに高まることとなる。

以上の資本構成規制の趣旨は次のように説明されている。第一に、過度な優先証券の発行や借入れによる投機的な投資会社の運営の防止である（投資会社法1条b項7号を参照）。投資会社が過度な優先証券の発行または借入れを行うことにより、普通株式の投機的な性格が過度に増加することから、それを防止しようと考えられた。第二に、十分な会社資産の確保である（投資会社法1条b項8号を参照）。会社資産が十分に確保されずに投資会社が運営される場合、優先証券保有者だけでなく普通株主の利益も害されることから、一定の資産担保率の要件を課すことで十分な会社資産を確保しようとした。第三に、投資会社における支配権が不公正に分配され、無責任な者により投資会社が運営されることの防止である（投資会社法1条b項4号を参照）。立法当時は投資会社設立者である投資顧問およびその利害関係者に会社支配権が集中し、その結果、一般投資家の利益が大きく害されたことから、このような弊害を防止しようとした。第四に、優先証券保有者の優先権の保護である（投資会社法1条b項3号を参照）。当時の実務においても契約条項により優先証券保有者の保護が行われていたが、一般投資家がそれらの内容を理解した上で優先証券を購入しているかどうか

(16) 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頁以下（信山社、2001）を参照。

(17) 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『企業と法の現代的課題』279頁以下（成文堂、2014）を参照。

かは疑問であり、またそれらの契約条項は曖昧かつ執行可能性が確保されていなかったことから、投資会社法において優先証券保有者の優先権保護のための最低限の規定が設けられることとなった⁽¹⁸⁾。

このような規制の下、今日では投資会社に参加する一般投資家が普通株式を保有し、それに加えて優先証券の発行や借入れが行われている⁽¹⁹⁾。

以上が米国投資会社法における資本構成規制の概要であるが、ではこれらの規制はどのような歴史的経緯を経て導入されたのであろうか。次節においては、資本構成規制が導入されるに至るまでの歴史的経緯について検討する。

2. 資本構成規制の導入に至るまでの歴史的経緯

投資会社法の資本構成規制については、1930年代後半から40年にかけてSECの投資信託および投資会社に関する調査報告書が公表され、投資会社の資本構成の実態とそれに伴う弊害について詳細な検討が行われた。それらの成果に基づいてSECが当初の法案を作成し、連邦議会において審議が行われた。その後、SECと投資会社業界との妥協により最終的な規定が設けられた。本節では、これらの一連の経緯について、SEC調査報告書ではどのような点が問題とされたのか、また連邦議会の審議においてどのような議論がなされたのかを検討する。

(1) SEC 調査報告書

SEC 調査報告書においては、その1566頁以下において投資会社の資本

(18) したがって、契約により、より手厚い優先証券保有者保護条項を設けることは可能である。

(19) それに対し、モーリーはミューチュアルファンドが発行する負債証券は一般投資家にとって安全かつ安定した投資対象になるとして、ミューチュアルファンドによる負債証券の発行を許容するよう制度改革を行うべきとの立法論を展開している。John Morley, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, 30 YALE J. ON REG. 343 (2013).

構成に関する調査結果が公表されている。当時の管理型投資会社のほとんどはクローズドエンド型であり、⁽²⁰⁾1927年時点においては投資会社業界全体が有する資産の97パーセントが複数種類の証券を発行する投資会社により運営されていた。

当時のクローズドエンド型投資会社の資本構成は複雑であり、①担保付社債または無担保債権と普通株式、②優先株式と普通株式、③社債から優先株式または優先株式から普通株式へと転換される転換証券と普通株式、④クラス A 普通株式とクラス B 普通株式といった異なるクラスの普通株式、⁽²¹⁾といった形で複数種類の証券発行が行われていた。一般投資家を惹き付けたり、会社内部者にインセンティブ報酬を付与するために、これらの証券にストック・オプションが付与されることもあった。

以上のような投資会社の資本構成は投資会社の設立者である投資顧問が決定した。⁽²²⁾そして、多数発行される優先証券は一般投資家に売り付けられ、他方、少数発行される普通株式は投資銀行家や証券ディーラーなどの投資会社設立者により保有されるのが一般的であった。⁽²³⁾ただし、幾つかの事例においては投機対象として普通株式が一般投資家に販売された。

このような資本構成を採用することにより普通株式のレバレッジを増加させ、⁽²⁴⁾会社内部者は少ない投資金額でより多くの利益獲得が期待できた。さらに、普通株式にのみ議決権が付与され、優先証券には議決権が付与されていなかったことから、普通株主は少額の投資資金で投資会社を支配することも可能であった。⁽²⁵⁾このような形で投資会社のガバナンスが全く機能

(20) SEC, *supra* note 2, at 1566-69.

(21) *Id.* at 1569.

(22) *Id.* at 1595.

(23) *Id.* at 1594-95, 1598. 例えば、SEC が報告書で取り上げている United States & Foreign Securities Corporation は、2500万ドルの優先証券を一般投資家に対し発行し、他方、500万ドルの普通株式を投資顧問に発行していた。

(24) *Id.* at 1601, n. 106. 例えば、United States & Foreign Securities Corporation においては1924年から28年の間で普通株式の累積リターンは約336パーセントであったのに対し、優先証券の累積リターンは約23パーセントにとどまった。

しない状況の下で、無責任な者による投資会社の運営が行われていた。

1929年の証券市場崩壊により投資会社も甚大な打撃を被り、複数種類の証券を発行している投資会社においては、レバレッジにより、普通株式の価額はレバレッジを用いていなかった投資会社の普通株式より大きく下落した。ただし、普通株式の発行数は優先証券に比べて格段に少なかったため、投資銀行家およびその利害関係者が被った損害は一般投資家が全体として被った損害よりも軽微であり、さらに一般投資家に普通株式が販売された事例においては会社内部者は普通株式を暴落前に市場で全て売却し損失を免れていた⁽²⁶⁾。他方、優先証券保有者の権利については、会社内部に十分な資産が留保されておらず、極めて不十分にしか保護されていなかった。このように優先証券保有者の優先権保護が極めて不十分な状況においても、普通株主は引き続き議決権行使を通じて投資会社を支配することが可能であった。

さらに、投資会社の再建のために、資本再構成が行われ、優先証券保有者の優先権に大きな変更が加えられた。それにより、社債については元本の削減や利息の減免、償還期日の延期等が行われた。優先株式については累積未配当利益の排除等が行われた。一般投資家は、資本再構成に伴うこれらの不利益を甘受しなければならなかった。

（２）当時の州会社法の諸規定

SEC 調査報告書においては以上のような弊害が問題とされたが、これらの大きな原因となったのが当時の州会社法であった。

投資会社の多くが準拠法としていたデラウェア州会社法は特に制限を設けることなく社債や優先株式の発行を認め、それにより複雑な資本構成を採用することが可能となった⁽²⁷⁾。また、議決権制限株式および無議決権株式

(25) *Id.* at 1576, 1582-83.

(26) *Id.* at 1601.

(27) ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND

の発行も特に制限なく認められていたことから、投資会社設立者である投資銀行家およびその利害関係者に議決権を集中させることが可能であった。⁽²⁸⁾

また、デラウェア州会社法は、剰余金からの利益配当も認めており、優先株主が抛出した払込剰余金から普通株主に利益配当を行うことが可能であった。⁽²⁹⁾ これにより、普通株主は投資会社の運用成果が上がらない場合であっても利益獲得の機会が与えられることとなった。

さらにデラウェア州会社法においては、自己株式の取得も剰余金の範囲内で取締役会に広く裁量が認められていたことから、⁽³⁰⁾ 投資会社が特定の会社内部者から自己株式を取得することが可能であり、それにより会社内部者だけが株式を投資会社に取得させ、売り抜けることが可能であった。

ストック・オプションの発行および付与も自由に認められており、行使期間が無期限のストック・オプションの発行も認められていた。⁽³¹⁾ これにより、投資会社の分野においては多様な方法でストック・オプションを利用することが可能であった。

また、定款変更や合併による優先株式の累積未配当利益の排除について

PRIVATE PROPERTY 172 (1932)。拙稿「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与 (1)」徳島大学社会科学研究所24号102頁 (2011)

(28) A.A. Berle Jr., *Non-Voting Stock and "Bankers' Control"*, 39 HARV. L. REV. 673 (1926).

(29) A.A. Berle Jr., *Investors and the Revised Delaware Corporation Act*, 29 COLUM. L. REV. 573-74 (1929); BERLE & MEANS, *supra* note 27, at 135-36.

(30) E. Merrick Dodd, Jr., *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares: The Substantive Law*, 89 U. PA.L. REV. 697 (1941)。長濱洋一「アメリカに於ける自己株式の買入取得」早稲田法学会誌 5 号125頁以下 (1955)、龍田節「自己株式取得の規制類型」法叢90巻 2・3・4 号232~234頁 (1971)、池田賢「アメリカにおける自己株式取得規制——日本法との比較において——」北法46巻 5号317頁 (1996)、拙稿・前掲注 (27)「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与 (1)」107~108頁を参照。

(31) BERLE & MEANS, *supra* note 27, at 135-36。拙稿・前掲注 (27)「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与 (1)」110~111頁

は、当初は優先株主の既得権の侵害にあたるとして無効とした判例も存在していたものの、その後の判例法理の展開により累積未配当利益の排除も有効に行えることとされていた⁽³²⁾。このような組織再編行為の一部は、種類株主総会決議を経ずに行うことが可能であった。

このように、当時の州会社法の規定の下においては、投資会社が複雑な資本構成を採用し一般投資家の利益を害するような運営を行うことに歯止めをかけることができず、これらの問題に対し連邦証券諸法上の情報開示規制および州会社法上の少数株主保護規定のみでは一般投資家の利益を十分に確保することはできないと当時の会社法分野の主要論者のみならず、証券市場の規制当局である SEC も考えていた⁽³⁴⁾。そこで、以上の SEC 調査報告書および当時の主要論者による州会社法に関する研究成果に基づき、投資会社法案において資本構成規制が設けられ、連邦議会で審議され

(32) 山下友信「累積的配当優先株における優先株主の保護——優先株に関する一考察」ジュリ645号89～91頁（1977）（山下友信『商事法の研究』5頁以下（有斐閣、2015）に収録）、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（4）」法協98巻12号58～61頁（1981）、洲崎博史「優先株・無議決権株に関する一考察（1）」民商91巻3号27～30頁（1984）、松尾健一『株主間の公平と定款自治』136～139頁（有斐閣、2010）、拙稿・前掲注（27）「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与（1）」113頁以下を参照。

また、当時の社債権者の権利変更に関しては、行岡睦彦『社債のリストラクチャリング——財務危機における社債権者の意思決定に係る法的規律』64～92頁（有斐閣、2018）を参照。

(33) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of the Sen. Comm. on Banking & Currency, 76th Cong. 3d Sess. at 770-72* (Statement of E. Merrick Dodd, Jr., Professor of Law, Harvard University, Boston, Mass.) (1940). を参照。

(34) SEC の投資信託および投資会社に関する調査報告書においては度々、当時の州会社法への言及がなされている。また、同報告書の公表とほぼ同時期に SEC は「保護および組織再編委員会に関する調査報告書」を公表しており、その中では当時の州会社法に関する詳細な検討が行われている。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).

ることとなった。

(3) 連邦議会における審議

(i) 当初の法案

当初連邦議会に提出された投資会社法案においては、第1条において投資会社が複数種類の証券を発行し、複雑な資本構成を採用することに伴う弊害について、次のように明記された。

【1条b項】1935年公益事業持株会社法30条に従い作成された証券取引委員会による記録及び報告書によって明らかにされた諸事実、その他明らかにされかつ確認された諸事実に基づき、全国民の利益及び投資者の利益は、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。

(3) 投資会社が不公正又は差別的な諸条項を含む証券を発行する場合、又は優先証券保有者の優先権及び特権を保護しない場合。

(4) 投資会社に対する支配権がピラミディングその他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、若しくは投資会社が無責任な者により運営される場合。

(7) 投資会社が過度の借入れ及び優先証券の過度な発行を行うことにより、普通証券の投機的性格を過度に増加させる場合。

(8) 十分な資産又は内部留保なしに、投資会社が運営される場合。

本法の政策及び目的は、本条によって明らかにされた全国民の利益及び投資者の利益に悪影響を与える諸条件を緩和し可能な限り除去することであり、本法の各条項はこのような政策及び目的に従って解釈されなければならないということをここに宣言する。

これらの規定はこのままの形で投資会社法1条に立法化され、今日に至っている。

次に、投資会社の資本構成規制について次のような規定が提案された。

【18条 a 項】次に掲げる場合を除き、管理型登録投資会社が証券（短期手形又は定期的払込プラン証券を除く）を発行し、又は自らが発行する証券を売り付けてはならない。

(1) 当該証券が普通株式であること。又は当該会社が1940年3月1日以前に設立された非法人会社である場合には、当該証券が株式会社の普通株式と実質的に同様の内容を有すること。

(2) 当該証券が、資産分配又は利益配当について、当該会社の社外証券に対し優先権を有しないこと。

(3) 議決権付証券であり、かつ本法施行日以降に発行された当該会社の全ての議決権証券と同等の議決権を有すること。

(4) 当該証券が償還可能証券でない場合には、当該証券保有者には当該会社の他の議決権証券保有者とともに、当該証券が第三者に売り付けられる前に、その保有比率に応じて当該会社が発行する議決権証券を引き受け又は購入する合理的な機会が与えられる旨が明示されていること。

当該会社が1940年3月1日以前に設立された非法人会社である場合には、証券取引委員会は公益及び投資者保護のために規則及びレギュレーション又は命令により、当該証券が実質的に本項の要件を満たすために有していなければならない権利内容を定めることとする。

【b 項】前項第1号及び第2号の規定は、当該発行会社の他の社外エクイティ証券が普通株式であり、当該普通株式に対して利益配当（清算による資産分配を除く）が許容されておらず、かつ当該普通株式の総数が発行者の社外議決権証券の0.5パーセント以下である場合における、優先株式又は特別株式の新規発行又は売付けには適用しない。

【c 項】管理型登録投資会社は、次に掲げる場合を除き、当該会社が発行者である証券を引き受け又は購入することができる権利であるワラントを発行してはならない。

(1) 当該権利の発行後その行使期間が120日以内であり、かつ当該会社の証券保有者のクラスに対してのみその保有比率に応じて付与されるワラント又は新株引受権の形で発行される場合。

(2) 定期的積立プラン証書の形で発行される場合。

【d 項】本法の施行から 2 年が経過した日以降、証券取引委員会は、管理型登録投資会社の社外証券保有者の申立に基づき、又は自らの職権で、当該投資会社又は同じ投資会社システムに属する全ての登録投資会社に対し、当該会社の社外証券保有者間で公平に議決権及び優先権を再分配するために必要又は適切な手段を講じるよう、命令により要求することができる。

【21条 c 項】管理型登録投資会社は、次に掲げる場合を除き、直接又は間接的に借入れを行ってはならない。

- (1) 当該登録投資会社を支配している会社から借入れを行う場合。
- (2) 当該登録投資会社の関係者である自然人から借入れを行う場合。
- (3) 銀行その他の者から一時的な目的で借入れを行う場合であり、かつ借入金額が当該登録投資会社の総資産価額の 5 パーセントを超えない場合。

これらの規定の趣旨については次のように説明されている。

【18条 a 項～c 項の趣旨】

18条 a 項により、登録投資会社は以後、複数種類の証券を発行できなくなり、発行できる証券は普通株式のみとなる。SEC 調査報告書においては、社債権者および優先株主の権利保護が極めて不十分であることが示されており、また複数種類の証券発行により普通株式のレバレッジが増加し、極めて投機的な価格形成がなされた。そこで、投資会社が発行する証券は一種類のみとすることにより、投資会社の投機的な運営を防止するとともに、投資会社に参加する一般投資家の利益を保護しようとした⁽³⁵⁾。

また、投資会社の発行する全ての証券には同等の議決権が付与されることにより、特定の者に議決権が集中し、投資会社の支配が行われることを防止しようとした。

さらに、クローズドエンド型投資会社が発行する際に、それらの

(35) *Senate Hearings, supra* note 33, at 265-66 (Statement of L. M. C. Smith, Associate Counsel, Investment Trust Study, Securities and Exchange Commission, Washington D. C.).

株式がある特定の者に割り当てられる場合には既存株主の持株比率が低下させられるとともに、投資会社の支配権が当該割当先に集中してしまうおそれがある。そこで、クローズドエンド型登録投資会社が新株を発行する場合には、既存株主が優先的に当該新株を取得できる機会を確保するために、このような規定が設けられた。また、ストック・オプションが特定の第三者に割り当てられる場合においても同様の弊害が生ずるおそれがあることから、既存の証券保有者にその保有比率に応じて割り当てられ、かつ行使期間がストック・オプションの発行から120日以内のものに限って認めることとした。⁽³⁶⁾

【18条 d 項の趣旨】

本項は議決権の再配分について規定するものであり、会社の財務状況の悪化により優先株主に優先配当等を行うことができない状況であるにもかかわらず、普通株主が依然として会社支配を行っているような状況において、優先株主に追加的な権利を付与するものである。⁽³⁷⁾

【21条 c 項の趣旨】

投資会社が多額の借入れを行うことにより、その発行する証券のレバレッジを増加させ、証拠金取引の手段として投資会社が運営されることを防止するために、一時的目的の借入れ以外は禁止することとした。⁽³⁸⁾

(ii) 投資会社業界からの反対論

しかし、当初の法案に対しては投資会社業界より主として18条 a 項および d 項について強い反対意見が出された。

【18条 a 項に対する反対論】

(36) SEC, *supra* note 2, at 1641-64を参照。

(37) *Senate Hearings, supra* note 33, at 271 (Statement of David Schenker, Chief Council, Investment Trust Study, Securities and Exchange Commission, Washington D. C.).

(38) *Senate Hearings, supra* note 33, at 288 (Statement of John. H. Holland, Attorney, Securities and Exchange Commission, Washington D. C.).

複数種類の証券発行に伴う弊害は投資会社に特有のものではなく、一般事業会社でも同様に問題となり得るものである。また、複数種類の証券発行の禁止は投資家の選択肢を奪うものであり、投資家が完全な情報に基づいて優先証券の取得を欲し、またより投機的な証券を欲している場合には、そのような証券の購入を投資家に認めるべきである。⁽³⁹⁾ 複数種類の証券発行に伴う弊害には、優先証券の発行数に普通株式の3分の1といった上限を設けることにより対処できるはずである。⁽⁴⁰⁾

【18条 d 項に対する反対論】

このような規定が導入された場合には、投資会社と優先証券保有者間で善意で締結された契約に SEC が大きく介入できることになる。⁽⁴¹⁾ そして、SEC が命令により優先証券保有者に普通株主と同等の議決権を付与する場合には、優先証券保有者が投資会社の運営を支配し、自らの利益のために会社を解散することもできてしまう。⁽⁴²⁾ また、議決権の付与については会社定款で定められ、株主総会決議によってのみ変更可能であるところ、SEC が自ら公平と考えるところに従い議決権の再配分を行うために、どのようにして定款変更のための議決権行使を株主に強制させるのか疑問である。⁽⁴³⁾ さらに、このような手続の執行には多額の費用がかかり、また証券

(39) *Senate Hearings, supra* note 33, at 441-47 (Statement of Cyril J. C. Quinn, Vice President of Tri-Continental Corporation and Partner of J. W. Seligman & Co., New York City), 457-58 (Statement of Marlon E. Traylor, President of Massachusetts Street Distributors, Inc., Boston, Mass.).

(40) *Senate Hearings, supra* note 33, at 269 (Statement of Robert A. Taft, Senator, Ohio).

(41) *Senate Hearings, supra* note 33, at 385 (Statement of Cyril J. C. Quinn, Vice President of Tri-Continental Corporation and Partner of J. W. Seligman & Co., New York City).

(42) *Senate Hearings, supra* note 33, at 477 (Statement of Paul C. Cabot, President of State Street Investment Corporation, Boston, Mass.).

(43) *Senate Hearings, supra* note 33, at 610-11 (Statement of John Sherman Myers, Vice President of Lord, Abbott & Co., Inc., President of American Business Shares Inc., and Vice President of Affiliated Fund Inc., New York City).

保有者が議決権の再配分を拒否した場合、誰がどのような責任を負うことになるか明確でない⁽⁴⁴⁾。当該規定は嫌がらせ訴訟の手段として濫用される恐れがある⁽⁴⁵⁾。

以上のような反対論が投資会社業界から出されたことから、SECは当初の法案の修正を余儀なくされた。そして、最終的にはSECと投資会社業界との間で妥協が成立し、現行法とほぼ同内容の資本構成規制が設けられることとなった。

3. 近時における投資会社の資本構成の実態

以上のような歴史的経緯を経て資本構成規制が導入され、立法当時問題とされた弊害の除去に成功した。その後70年以上の間、米国の法学研究者および規制当局が資本構成規制について取り上げることは全くと言って良い程なかった。しかし近時、ウォーバートンによって、SECに提出される投資会社の半期報告書のデータ⁽⁴⁶⁾に基づき、1998年から2013年までの全ての登録投資会社の資本構成について包括的な研究調査が行われた⁽⁴⁷⁾。その研究成果の概要は次の通りである。

(1) 登録投資会社の数および規模

登録投資会社の数および規模については、投資会社業界が公表しているデータ⁽⁴⁸⁾とほぼ同じであり、株式に投資を行う投資会社（以下「エクイテ

(44) *Senate Hearings, supra* note 33, at 639 (Statement of James H. Orr, President of Railway and Light Securities Co., Boston, Mass.).

(45) *Senate Hearings, supra* note 33, at 610 (Statement of John Sherman Myers, Vice President of Lord, Abnett & Co., Inc., President of American Business Shares Inc., and Vice President of Affiliated Fund Inc., New York City).

(46) Form N-SARの提出が1996年より義務付けられた（投資会社法規則30b 1-1）。

(47) A. Joseph Warburton, *Mutual Fund Capital Structure*, 100 MARQ. L. REV. 671 (2017).

ィ・ファンド」という)の割合が全体の50パーセント超と最も多く、次に社債に投資を行う投資会社(以下「ボンド・ファンド」という)の割合が約40パーセント、残りがマネー・マーケット・ファンドおよびバランスド・ファンドで両者合わせて10パーセント弱の割合であることが判明した。また、運用資産の規模を見ると、エクイティ・ファンドが業界全体の資産の約半分を運用し、25パーセント強をボンド・ファンドが、残りの20パーセント弱をマネー・マーケット・ファンド、バランスド・ファンドが運用していることが明らかとなった。⁽⁴⁹⁾

(2) 負債による資金調達

登録投資会社全体のうち、約0.69パーセントの投資会社が負債による資金調達を行っていることが明らかとなった。

オープンエンド型登録投資会社で負債による資金調達を行っているものの割合は0.15パーセントに過ぎないのに対して、クローズドエンド型登録投資会社では約8.17パーセントに上っていた。この点については、クローズドエンド型登録投資会社に対する資本構成規制の方がより緩やかであることの結果であると理解されている。⁽⁵⁰⁾

注目すべきは、クローズドエンド型登録投資会社において負債による資金調達を行うものの割合が増加傾向にあるという点である。すなわち、1998年時点においてその割合は4パーセント未満であったのに対し、2013年時点においては16パーセント超に達していることが明らかとなった。この点については、2008年のリーマンショック後に優先株式市場が冷え込んだことにより、クローズドエンド型登録投資会社が優先株式の発行から借入れに資金調達方法を変更したからであると分析されている。⁽⁵¹⁾

(48) INV. CO. INST., 2015 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK (55th ed. 2015).

(49) Warburton, *supra* note 47, at 705.

(50) *Id.* at 706.

(51) *Id.*

さらに、クローズドエンド型登録投資会社の中でも、バランスド・ファンドは平均で45パーセントが借入れを行っているのに対し、ボンド・ファンドは平均で9パーセント、エクイティ・ファンドは平均で7パーセントが借入れを行っていた。この点についてウォーバートンは、従来の研究ではレバレッジとの関係でボンド・ファンドに焦点が当てられていたが、他の種類のファンドも同等にまたはそれ以上に借入れを行っている点に注目すべきであるとしている。⁽⁵²⁾

また、オープンエンド型登録投資会社においても、エクイティ・ファンドのうち借入れを行っているものは平均で0.1パーセントであったのに対し、ボンド・ファンドでの平均は0.37パーセントであった。従来の研究ではエクイティ・ファンドに焦点が当てられていたが、ボンド・ファンドの方が借入れを行っている割合が多い点に注目すべきであるとしている。⁽⁵³⁾

（3）クローズドエンド型登録投資会社による優先株式の発行

平均で毎年約39パーセントのクローズドエンド型登録投資会社が優先株式を発行していることが明らかとなった。ファンドの種類によると、ボンド・ファンドで優先株式を発行しているものの割合が平均で52パーセント超であったのに対し、エクイティ・ファンドで約18パーセントであり、バランスド・ファンドでは平均約28パーセントであった。⁽⁵⁴⁾

エクイティ・ファンドの中では、インカム・ファンドが最も優先株式を発行しており、その割合は約42パーセントであった。この結果は、優先株式を発行しレバレッジを増加させることで投資家に対する利回りを高めようとしているためであると理解されている。⁽⁵⁵⁾

ボンド・ファンドの中で優先株式を発行しているものの割合は、地方債

(52) *Id.* at 706-07.

(53) *Id.* at 707.

(54) *Id.* at 708.

(55) *Id.*

ファンドでは約75パーセントであったのに対し、社債ファンドでは21パーセント未満であった。この結果について、地方債ファンドの優先株主に対する利益配当は非課税であるのに対し、負債の利息に対しては課税される⁽⁵⁶⁾ことが大きく影響していると指摘されている。

(4) クローズドエンド型登録投資会社による負債と優先株式の発行割合

クローズドエンド型登録投資会社は負債または優先株式のどちらか一方のみを利用するものがほとんどであり、両者を利用して資金調達を行うものの割合は全体で僅か約2パーセントであった。

時系列的には優先株式を発行するものの方が多く、優先株式の発行総額は2002年から2005年にかけて大きく増加した。しかし、その傾向が2008年から逆転し、負債による資金調達を行うものの方が多くなった。その理由として、2008年のオークションレート証券市場の崩壊により、オークション・レート優先株式の発行による資金調達が困難になったからであると指摘されている⁽⁵⁷⁾。

(5) 管理型登録投資会社の資産担保率

負債による資金調達を行うクローズドエンド型登録投資会社の資産担保率の中央値は421パーセントであった。また、投資会社法の規定する300パーセントいっぱいまで借入れを行うファンドが多く存在していることが判明し、クローズドエンド型登録投資会社のうち約5パーセントは資産担保率が300パーセントを下回っていた。ただし、これらのファンドでも資産担保率が200パーセントを下回ると優先株式への利益配当を行うことができなくなることから、この付近まで資産担保率を引き下げるものは存在し

(56) *Id.*

(57) 三宅裕樹「オークション・レート証券市場の混乱と金融機関による買い戻しの動きについて」野村資本市場クォーターリー2008年秋号176頁以下を参照。

(58) Warburton, *supra* note 47, at 709-12.

⁽⁵⁹⁾
 なかった。

他方、優先株式を発行するクローズドエンド型登録投資会社の資産担保率は、全体のうち1パーセント未満のものが200パーセントを下回っていたが、57パーセントは200パーセントから299パーセントの範囲内にあり、残りの40パーセントは300パーセントから900パーセントの範囲内にあることが判明した。⁽⁶⁰⁾

以上に対し、オープンエンド型登録投資会社の資産担保率の中央値は12708パーセントであり、全体の88パーセント超が900パーセント超の資産担保率を維持していた。この点について、オープンエンド型登録投資会社の資産担保率は常時遵守されていなければならないのに対し、クローズドエンド型登録投資会社の資産担保率は一定の行為を行う際に満たされていれば良いとの違いに由来するものであると指摘されている。⁽⁶¹⁾

（6）一時的な借入れ

投資会社法18条 g 項は一時的な借入れを負債による優先証券から除外していることから、それを利用することにより、投資会社にとってポートフォリオ証券を売却することなくファンドの流動性確保や投資家からの償還請求への対応を行うことができる。そこで、ウォーバートンは一時的な借入れの実態についても調査を行った。

その結果、銀行からの与信枠について、オープンエンド型登録投資会社のうち約6パーセントが利用しているのに対し、クローズドエンド型投資会社では約13パーセントが利用していることが明らかとなった。⁽⁶²⁾

また、信託勘定からの当座貸越も利用されていることが明らかとなり、⁽⁶³⁾

(59) *Id.* at 712.

(60) *Id.* at 712-13.

(61) *Id.* at 713-14.

(62) *Id.* at 723.

(63) 投資会社法はファンド資産の厳格な分別管理を要求しており（投資会社法17条 f 項）、投資会社はこの要件を満たすために銀行をカスタディアンとして利用して

オープンエンド型登録投資会社のうち約27パーセントが、クローズドエンド型登録投資会社のうち約35パーセントが利用していた。⁽⁶⁴⁾

さらには、多くの投資会社が投資会社法の適用除外を SEC に申請し、SEC の承認に基づき投資会社による共同借入れや共同貸付けの制度が生み出され、登録投資会社が直接他の登録投資会社から短期の借入れを行うようになっている実態も明らかとなった。⁽⁶⁵⁾

以上のような形で登録投資会社が借入れを積極的に行っている点が明らかとなったことから、ウォーバートンは投資会社による借入れについて、SEC はより詳細な情報開示を要求すべきであると主張している。⁽⁶⁶⁾

4. 小括

以上、本章においては米国投資会社法の資本構成規制の全体像を概観するとともに、同規制の導入に至った歴史的経緯を明らかにし、さらに近時における投資会社の資本構成の実態に関する研究成果を参照した。厳格な資本構成規制が投資会社法制定時に導入され、今日においてもほぼそのままの形で維持されているのは、1920年代から30年代にかけて生じた濫用事例を再び生じさせまいとの歴史的教訓に基づく強い意思の表れであると評価できるであろう。また、当時の州会社法を修正する形で資本構成規制が導入されたのは、当時の会社法分野の主要論者による州会社法の各種規定に対する批判的検討に加え、証券市場の規制機関である SEC 自体が緩い州会社法が証券市場に対してもたらす悪影響について認識していた点が決定的に重要であったと思われる。

さらに、登録投資会社の資本構成の実態に関する近時の研究成果を参照することにより、近時における米国投資会社の資本構成の実態についても

いる。当該銀行はファンド資産を担保に一時的な借入れに応じている。

(64) Warburton, *supra* note 47, at 724.

(65) *Id.* at 725-30.

(66) *Id.* at 732.

確認することができた。この点について、米国投資会社のうち一定割合のものが負債および優先株式による資金調達を積極的に行っているという実態を、わが国の法制度のあり方を考える上でどう評価するかが重要であると思われる。

三．登録投資会社のデリバティブ取引利用に対する 規制枠組み再構築の動向

本章においては、資本構成規制との関係で、米国投資会社によるデリバティブ取引利用に対する規制枠組みを巡る近時の動向について検討する。

1．問題の背景

登録投資会社によるデリバティブ取引の利用は1980年代に始まり、その後徐々に拡大していったと⁽⁶⁷⁾言われている。

投資会社による最も一般的なデリバティブ取引の利用目的はリスクヘッジ⁽⁶⁸⁾である。しかし、投資会社の中にはより高い運用成果を達成するためにレバレッジの手段としてデリバティブ取引を利用するものがあり、このような目的でデリバティブ取引が利用される場合には投資会社法18条が立法当初問題とした、会社資産が十分に確保されない状況で過度に投機的な資産運用が行われる懸念が生じることとなる。そこで、投資会社法18条の下で、登録投資会社によるデリバティブ取引の利用をどのように規制すべきかが問題とされてきた。

(67) David Miller, *Note: Perfect Hedge: Adding Precision to the Proposed SEC Rule on Investment Company Use of Derivatives with a Hedging Exception*, 59 B. C. L. REV. 1471, 1487 (2018).

(68) COMM. ON FED. REGULATION OF SEC., ABA, REPORT OF THE TASK FORCE ON INVESTMENT COMPANY USE OF DERIVATIVES AND LEVERAGE 6 (2010).

(69) *Id.* at 8.

(1) 登録投資会社によるデリバティブ取引利用に対する従来からの規制枠組み

登録投資会社によるデリバティブ取引の利用に対する従来からの規制枠組みは、1979年のSECリリースに基づき発展してきた⁽⁷⁰⁾。当該リリースにおいてSECは登録投資会社によるリバース・レポ取引、ファーム・コミットメント取引、スタンドバイ・コミットメント取引の利用は投資会社法18条に規定する優先証券の発行に該当するとの見解を示した。

当該リリースは続けて、登録投資会社が投資会社法18条に抵触せずにこれらの取引を行うための要件を示し、登録投資会社がカストディアンに対し特別勘定 (segregated account) を設定し、当該特別勘定にこれらの取引を清算する際に相手方に支払う金額に相当する流動資産を保管する場合には、投資会社法18条の規定に抵触しないとの見解を示した。

登録投資会社によるデリバティブ取引の利用についても上記のリリースの要件に従って行われてきており、登録投資会社がカストディアンに対し特別勘定を設定し、当該特別勘定にレバレッジ額に相当する流動資産を保管するか、またはレバレッジを相殺する取引を行う場合には、投資会社法18条の規定に抵触しないとされてきた⁽⁷¹⁾。そして、上記リリースを補う形で、SECは投資会社のデリバティブ取引の利用について業界からの照会に対し30以上のノーアクションレターを発したり、またスタッフ・ガイダンスを公表する等の方法で個別に対応してきた⁽⁷²⁾。

(70) Investment Company Act Release No. 10666 (Apr. 27, 1979).

(71) 杉田浩治『投資信託の制度・実態の国際比較』49～50頁（日本証券経済研究所、2018）を参照。

(72) これらの事例の詳細については、Registered Investment Company Use of Senior Securities-Select Bibliography, available at <http://www.sec.gov/divisions/investment/seniorsecurities-bibliography.htm>. を参照。

（２）投資会社によるデリバティブ取引利用の急拡大とそれに伴う新たな問題点の発生

しかしその後、デリバティブ市場が急拡大し、複雑な店頭デリバティブ取引が出現するようになった。そして、投資会社によるデリバティブ取引の利用も格段に増加した。それにより、特別勘定の設定による流動資産の分別管理を基本としつつ、SECが個々の事例毎に対応するという規制方法は、新しいデリバティブ取引の出現に直接対応することができず不確実性が残ることから、その限界が認識されるようになった。

例えば、1979年のSECリリースに対する理解も投資会社毎にまちまちであり、幾つかの投資会社においてはポジションを時価評価する方法を採用し、損失が発生している場合にのみその金額に相当する流動資産を分別管理するという手法を用いるようになった（mark-to-market segregation approach）。この方法によると、投資会社は将来の損失に備えて流動資産を分別管理する必要がなく、また投資会社の純資産総額を超えて上限なくエクスポージャーを有することが可能となる。また、特別勘定を設定し流動資産を分別管理する方法についても、よりリスクが高く流動性の低い資産を流動資産として用いる投資会社も現れるようになった。

しかし、以上のような方法では、投資会社にデリバティブ取引による損失が発生している場合においては、分別管理している流動資産についても評価額が低下している可能性があり、そしてこの場合、投資会社はポートフォリオ証券を売却して決済を行わなければならないが、その場合において運用資産で決済金額全額を支払い切れない可能性が生じ、カウンターパーティリスクが顕在化することになる。

このような事態が懸念される中、デリバティブ取引を利用して登録投資会社が2008年の金融危機において巨額の損失を蒙る事例が生じた。

また、レバレッジド・インバース ETF⁽⁷³⁾ といったデリバティブ取引を用

(73) レバレッジド・インバース ETF については、岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステム・リスクに関する議論の展開」野村資本市場クォーターリー

いた高リスクの登録投資会社が登場してきた。このような投資会社は、一般投資家が長期投資の対象とするには相応しくないと考えられた。

このような事情を背景として、SEC は2010年3月に投資会社のデリバティブ取引利用に関する規制枠組みの見直しを行い、追加的な規則制定等が必要かどうか判断すると表明した。続いて、2011年8月に投資会社によるデリバティブ取引利用についてコンセプト・リリースを公表し、意見募集⁽⁷⁴⁾を行った。

また、SEC はモーニングスター社のデータベースを用いて、投資会社法に基づき2014年時点で SEC に登録されている全ての投資会社 (MMF を除く) 11973社のうち、ランダムに抽出した10パーセントの投資会社についてデリバティブ取引利用の実態を調査した⁽⁷⁵⁾。その結果、多くの登録投資会社においてはデリバティブ取引を利用しておらず、また、ほとんどの登録投資会社においてはデリバティブ取引の利用はほんの僅かであった。しかし、幾つかの登録投資会社においては積極的にデリバティブ取引を利用しており、このような高レバレッジな資産運用は投資会社法18条の趣旨に合致しないと考えられた⁽⁷⁶⁾。

以上を踏まえた上で、2015年12月に SEC はコミッショナーによる3対1の多数決により、登録投資会社によるデリバティブ取引利用に対する規則案を提案した⁽⁷⁷⁾。

2014年秋号を参照。

(74) Investment Company Act Release No. 29776 (Aug. 31, 2011). 野村亜紀子「投資信託によるデリバティブ使用に関する米国 SEC の意見募集」野村資本市場クォーターリー2011年秋号を参照。

(75) Daniel Deli, Paul Hanouna, Christof Stahel, Yue Tang & William Yost, *Use of Derivatives by Registered Investment Companies Division of Economic and Risk Analysis* (2015).

(76) Kelly S. Kibbie, *Dancing with the Derivatives Devil: Mutual Funds' Dangerous Liaison with Complex Investment Contracts and the Forgotten Lessons of 1940*, 9 HASTINGS BUS. L. J. 195 (2013).

(77) Investment Company Act Release No. 31933 (Dec. 11, 2015).

2. デリバティブ取引等の利用に関する規則案

同規則案においては、新たに投資会社法規則18f-4を新設し、一定の要件の下で登録投資会社のデリバティブ取引および金融コミットメント取引につき、投資会社法18条の資本構成規制の適用除外を認めることを提案している。その概要は次の通りである。⁽⁷⁸⁾

(1) デリバティブ取引等に係るエクスポージャーに対する上限規制の導入

投資会社はデリバティブ取引等を行うに際し、エクスポージャー・ベースド・ポートフォリオ上限（EBPL: Exposure-Based Portfolio Limit）またはリスク・ベースド・ポートフォリオ上限（RBPL: Risk-Based Portfolio Limit）のいずれかの制限を受ける。

EBPLはデリバティブ取引等によるエクスポージャーを制限するものであり、当該規制を選択する場合、デリバティブ取引等によるエクスポージャーは、登録投資会社の純資産総額の150パーセントが上限となる。

他方、RBPLはデリバティブ取引等に伴う全体的なリスクの低減を図るものであり、当該規制を選択する場合もデリバティブ取引等によるエクスポージャーの上限は登録投資会社の純資産総額の150パーセントとなる。ただし、この制限規制を選択する場合、デリバティブ取引等によってマーケットリスクが減少している場合は、エクスポージャーが純資産総額の300パーセントまで許容されることになる。

(2) 適格カバレッジ資産保有規制

登録投資会社はデリバティブ取引等を行うにあたり、適格カバレッジ資

(78) 規則案の内容については、岡田功太「米国SECによる投信・ETFのデリバティブ取引規制改革案——レバレッジド・インバースETFに対する影響——」野村資本市場クォーターリー2016年春号において詳細に検討されている。

産 (qualifying coverage assets) を保有し、分別管理しなければならない。

適格カバレッジ資産とは、①現金および現金同等物である国債、エージェンシー債、銀行預金、コマーシャルペーパー、マネー・マーケット・ファンド、および②デリバティブ取引における受渡し可能資産がこれに該当する。

投資会社が保有しなければならない適格カバレッジ資産の額は、時価評価カバレッジ額 (MMCA: Mark-to-Market Coverage Amount) およびリスク・ベースド・カバレッジ額 (RBCA: Risk-Based Coverage Amount) の合計額であり、登録投資会社は営業日毎に最低 1 回は当該合計額の資産を保有していることを確認しなければならない。また、適格カバレッジ資産の額は当該登録投資会社の純資産総額を超えてはならず、これらの適格カバレッジ資産はデリバティブ取引等の証拠金として用いてはならない。

MMCA はデリバティブ取引を解消する時点において登録投資会社がカウンターパーティに支払う清算額であることから、デリバティブ取引を利用している登録投資会社の多くにおいて既に算定されている。それに対し、RBCA とは将来のストレス下においてデリバティブ取引を解消する際に登録投資会社がカウンターパーティに対して支払う合理的な推定額であり、新たに算定を行う必要がある。そして、RBCA の推計方法については、登録投資会社の取締役会による承認が必要とされている。

(3) デリバティブ・リスク管理プログラムの導入

デリバティブ・リスク管理プログラム (DRMP: Derivative Risk Management Program) とは、登録投資会社によるデリバティブ取引等に係るリスクを管理する制度であり、登録投資会社が複雑なデリバティブ取引⁽⁷⁹⁾を行っている、またはデリバティブ取引等に係るエクスポージャーが投

(79) 複雑なデリバティブ取引の定義については提案規則18f-4 (c) (1) に規定されており、決済日、満期日または権利行使日において当事者の一方により一定金額の支払いが行われるデリバティブ取引であり、①取引期間中の複数時点における参

資会社の純資産総額の50パーセントを超える場合に導入しなければならない。DRMPは投資会社毎に導入され、そして当該投資会社の投資顧問とは異なる専任のデリバティブ・リスク管理責任者によって運営されなければならない。さらに、次に掲げる4つの要件を満たさなければならない。

第一の要件はリスク評価であり、デリバティブ取引等に関するレバレッジ、市場リスク、カウンターパーティリスク、流動性リスク、オペレーショナルリスクの評価を行わなければならない。また、法的リスクの考慮も行わなければならない。

第二の要件はリスク管理であり、登録投資会社、その投資顧問、および投資家に対する開示内容と実際のデリバティブ取引等の内容とが一致しているか否かを確認する。また、デリバティブ取引等に起因したリスクをDRMPの運用責任者および取締役会に知らせなければならない。

第三の要件はリスク管理部門の独立性確保であり、リスク管理部門が運用部門から独立し、ポートフォリオ運用に対するリスク管理が機能しているかを確認する。また、リスク管理部門の報酬は投資会社の運用成果と連動しないことを推奨する役割も担うことになる。

第四の要件は定期的な点検であり、VaRの算出方法、モデル、ツール、手続、並びにDRMPの内容がリスクの変化に適合しているか、少なくとも年に1回は確認しなければならない。

（4）取締役会の監督権限の強化

登録投資会社のデリバティブ取引等に対する投資会社取締役会の監督は、投資会社業界が公表したレポートに沿った形で行われてきた。⁽⁸⁰⁾ それらの役割に加え、投資会社の取締役会には新たな役割として、デリバティブ・リスク管理プログラムの監督権限が付与されることになる。

照原資産の価格に依存するもの、または②参照原資産の価格が非線形関数であり、権利行使価格が単一の権利行使価格に起因するものではないもの、とされている。

(80) IDC, TASK FORCE REPORT: BOARD OVERSIGHT OF DERIVATIVES (July 2008).

(5) 取引記録の保存、情報開示の充実

Form N-PORT および Form N-CEN の改正により、登録投資会社に対しデリバティブ取引等の利用およびそれに伴うリスクの計算について、追加の情報開示を求めることを提案している。

なお、2015年5月に登録投資会社によるデリバティブ取引利用に対する情報開示の強化が提案され、2016年10月に最終規則が採択⁽⁸¹⁾されている。

以上のような新しい規則案が採択され成立した場合、これまでの SEC リリースおよびスタッフ・ガイダンス等は撤回されることとなる。また、登録投資会社がこれらの規定に抵触する場合、投資会社法の適用除外となるよう組織変更を行うか、または他の投資会社と合併することが提案されている。

3. 提案規則に対する投資会社協会からの意見表明

以上の規則案に対して、業界の各方面から様々な意見が出されている⁽⁸²⁾。その中で投資会社協会は業界を代表して次のような意見表明を行っており⁽⁸³⁾、投資会社によるデリバティブ取引利用に対する新たな規則制定自体には賛成であるが、その内容の一部については強く反対し、または修正を要求している。

(81) Investment Company Act Release No. 32314 (Oct. 13, 2016).

(82) 例 えば、<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/01/17/proposed-rule-on-registered-funds-use-of-derivatives/> (Posted by David C. Sullivan, Ropes & Gray LLP, on Sunday, January 17, 2016); Amy R. Doberman, *SEC Proposal on Investment Company Use of Derivatives – A Solution in Search of a Problem?*, 30 REV. OF SEC. AND COMMOD. REG. 101 (2016). 等を参照。

(83) ICI, Re: *Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies* (File No. S7 -24-15) https://www.ici.org/pdf/16_ici_sec_derivatives_ltr.pdf.

(1) デリバティブ取引利用に伴うエクスポージャーの上限規制について

デリバティブ取引利用に対するエクスポージャーの上限規制については、登録投資会社によるデリバティブ取引の利用を阻害し投資家の利益に反するとして、強く反対している。

すなわち、投資会社はデリバティブ取引を適宜利用することにより、他の金融手法の利用が困難であったり、その利用に高い費用を要する金融取引と同様の経済的効果を実現することができる。また、デリバティブ取引を用いることでリスクヘッジ、流動性の向上、エクスポージャーの増減を行い、効率的に投資家の利益に貢献することができる。しかし、デリバティブ取引に係る想定元本に基づくエクスポージャーの上限規制が設けられることでデリバティブ取引の有益な利用が阻害され、それにより投資会社に参加する投資家に対して不利益が及ぶと懸念を表明している⁽⁸⁴⁾。とりわけこのような規制が導入されることで、ボンド・ファンドが大きな影響を受け、プレインバニラ・ファンドも影響を受けることになる⁽⁸⁴⁾と指摘している。これらの投資ファンドはデリバティブ取引を利用しているが、過度に投機的な資産運用を行ってはいない。

また、SECは投資会社業界におけるデリバティブ取引利用の実態調査に基づき規則を提案していると説明しているが、SECの分析は限られたデータに基づくものであり、提案規則が最終化された場合に業界全体に与える影響を正しく把握できていない。SECの経済・リスク分析局は1200の登録投資会社をサンプルに用いて分析を行ったが、それに対し投資会社協会はそれを補完する形で6661の投資会社のデータを基に分析を行っており、その対象となる登録投資会社の資産総額は13.6兆ドルであり登録投資会社全体が有する資産の80パーセントをカバーするものである。当該調査によると、6661の投資会社のうち471がSECの提案する150パーセントのエクスポージャー規制の上限を超え、その資産総額は6130億ドルに上る

(84) *Id.* at 10-12.

ことが判明している⁽⁸⁵⁾。

SEC の提案規則のエクスポージャーの定義には、投資会社のデリバティブ取引に係る総想定元本が含まれるとしているが、想定元本はエクスポージャーまたはリスクの計算にとって適切な指標ではない⁽⁸⁶⁾。

さらに、SEC の規則を遵守できない投資会社については、SEC への登録を取り消すか解散しなければならないことになるが、その場合、投資家は大きな打撃を被ることとなり、また、規則を遵守するために投資方針の変更等を行う場合には追加の費用が発生し、投資家にとって不利益になると指摘している⁽⁸⁷⁾。

以上のように反対意見を表明した上で、それでもなお SEC がデリバティブ取引等に係るエクスポージャーの上限規制を設けることに固執するならば、次のようなアプローチを採用すべきであると提案している。

第一に、想定元本の計算方法について、デリバティブ取引の原資産の種類に応じてリスク調整を行うことができるようにすべきであると提案している。また、想定元本の計算に際して、ポートフォリオ上限規制から直接ヘッジ取引および金融コミットメント取引を除外すべきであり、さらには異なるインストルメント間における清算を許容すべきであると主張している⁽⁸⁸⁾。

第二に、エクスポージャー・ベースド・ポートフォリオ上限 (EBPL) について、このような上限規制を導入しようとするならば、投資会社の純資産総額の 200パーセントを上限にすべきであると主張している⁽⁸⁹⁾。

(2) 適格カバレッジ資産保有規制について

適格カバレッジ資産保有規制については導入に賛成し、とりわけリス

(85) *Id.* at 12-13

(86) *Id.* at 13-15.

(87) *Id.* at 16-18.

(88) *Id.* at 19-22.

(89) *Id.* at 25.

ク・ベースド・カバレッジ規制について賛成している。

その一方で、現在の規則案では適格カバレッジ資産が現金または現金同等物とされており、その範囲が過度に狭すぎるとして、バーゼル銀行監督委員会および証券監督者国際機構が採用する国際的な基準および米国商品先物取引委員会の採用する基準に合わせてその範囲を拡大すべきであると強く主張している。具体的には、デリバティブ取引に対する当初証拠金および変動証拠金として米国健全性規制当局が近時承認した、政府および中央銀行が発行する高格付けの証券、投資適格の地方債、高格付けの社債、主要な株式市場インデックスに含まれる株式、マネー・マーケット・ファンドおよび上場投資信託の持分についても、適格カバレッジ資産に含めるべきであると主張している。このように適格カバレッジ資産の範囲を拡大することにより、投資会社はキャッシュドラッグ（Cash Drag）を生じさせることなく効率的な資産運用を行うことができるようになり、投資目的を達成し投資家の利益に貢献することができるからである。⁽⁹⁰⁾

さらに、適格カバレッジ資産の額の計算に関しても、SECの提案規則には修正が必要であると主張している。そして、具体的な提案として、デリバティブ取引については、①エクスポージャーを相殺するデリバティブ取引については差引を行った上での適格カバレッジ資産額の計算を承認すべきである、②デリバティブ取引を手仕舞いする権利が存在しない場合またはデリバティブ取引の譲渡を行うことができない場合であったとしても、そのことによりリスク・ベースド・カバレッジ額を増加させるべきではない、③リスク・ベースド・カバレッジ額の計算との関係における「ストレスのかかった状況」の解釈については、健全性規制機関および商品先物取引委員会が採用する証拠金ルール⁽⁹¹⁾との整合性を確保すべきである、④

(90) *Id.* at 10-13.

(91) 近時における米国の証拠金規制については、加藤貴仁「アメリカにおけるデリバティブ取引の規制——証拠金に関する規制を題材として」金融法務研究会『デリバティブ取引に係る諸問題と金融規制の在り方（金融法務研究会報告書（31））』110頁以下（2018）を参照

ISDA マスター契約などの一定の取引契約については標準的な相殺契約であることを明確にすべきである、⑤標準的な清算機関またはエスクロー機関の下で提供される証拠金については、その額を時価評価カバレッジ額およびリスク・ベースド・カバレッジ額の計算において差し引くべきである、⑥時価評価カバレッジ額およびリスク・ベースド・カバレッジ額の計算において差し引く証拠金については、当初証拠金と変動証拠金との区別を撤廃すべきであると主張している。⁽⁹²⁾

(3) デリバティブ・リスク管理プログラムの導入について

投資会社協会は SEC が提案するデリバティブ・リスク管理プログラムの導入に賛成しつつも、その実効性確保のためには幾つかの点において修正が必要であるとしている。

(i) デリバティブ・リスク管理プログラムの適用範囲について

第一に、不本意な形でデリバティブ・リスク管理プログラムの導入要件を満たしてしまった場合、30日間といった一定の救済期間を設け、その期間内に適用要件を満たさない状況となった場合には、当該プログラムに関する規定が適用されないこととすべきであるとしている。

第二に、複雑なデリバティブ取引については軽微基準を設け、当該基準を満たす登録投資会社についてはデリバティブ・リスク管理プログラムの規定を適用除外すべきであるとしている。⁽⁹³⁾

(ii) デリバティブ・リスク管理責任者の任命および役割について

第一に、デリバティブ・リスク管理責任者の任命について、登録投資会社が対処すべきデリバティブ取引等に係るリスクの種類やその規模は様々であることから、個人のみではなく、グループや委員会といった組織を責任者として任命できるようにすべきであるとしている。

第二に、善意で行われたことが明らかな意思決定について、リスク管理

(92) ICI, *supra* note 83, at 13-21.

(93) *Id.* at 27-28.

責任者は法的責任を負わないことを明確化すべきであるとしている。

第三に、ポートフォリオ・マネージャーが組織としてのデリバティブ・リスク管理責任者の構成員になることを認めるべきであるとしている。SEC が懸念するポートフォリオ・マネージャーとリスク管理責任者との間で生じる利益相反については、ポートフォリオ・マネージャーの員数をデリバティブ・リスク管理責任者の全構成員の4分の1までとしたり、その議長に就任できない等の措置を講ずることによって対処できるとしている⁽⁹⁴⁾。

（iii）取締役会の監督権限について

投資会社取締役会に対しデリバティブ・リスク管理プログラムの監督権限を付与する点については賛成であるが、ただし、SEC の提案のうち幾つかは取締役会の監督権限の範囲を超えており、本来ならば投資顧問により資産運用プログラムの一部として決定されるべきものであると指摘している。投資会社のデリバティブ取引等に関する投資会社取締役会の役割については、独立取締役カウンシルが表明している詳細な意見に賛成である⁽⁹⁵⁾としている。

（4）その他の問題

SEC 規則を遵守して行われるデリバティブ取引および金融コミットメント取引については投資会社法18条の他の資産保有規制が課されないという点を明確にすべきであると主張している⁽⁹⁶⁾。

4. 小括

以上のような形で登録投資会社のデリバティブ取引規制について議論が展開されているが、規則案が採択されてから3年以上経過している現在に

(94) *Id.* at 28-32.

(95) *Id.* at 32-33.

(96) *Id.* at 64.

においてもまだ最終的な規則制定には至っていない。SEC は投資会社法18条の資本構成規制の趣旨が骨抜きにならないように規制の枠組みを再構築しようとしているが、デリバティブ取引利用による効率的な資産運用が阻害されるとの投資会社業界からの批判や、他の規制機関が採用するルールとの整合性を確保すべきとの意見を受け、最終的な規則制定には今しばらく時間を要するものと思われる。

四. 結語

本稿においては米国投資会社法の資本構成規制について検討を行った。以上の検討は、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てくれるものと思われる。

第一に、米国投資会社法の資本構成規制が有する歴史的意義である。米国投資会社法の資本構成規制は、米国州会社法の濫用の歴史を反映している。この点について、わが国の会社法は多様な種類株式の発行を許容し、複雑な資本構成を採用することを可能としていることから、わが国の会社法の下で米国と同様の弊害が生ずる可能性があるか否かを考えるにあたって、米国の歴史を教訓とすべきである。

第二に、わが国の証券投資信託・証券投資法人の資本構成規制のあり方に対する示唆である。わが国の投資信託及び投資法人に関する法律においては、証券投資信託・証券投資法人について複数種類の証券発行について規定を設けていないことから、複数種類の証券発行を禁止していると解される。また、投資信託による資金の借入れ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15条1項9号および同規則に関する細則4条によって規制されており、解約代金支払い目的、分配金再投資型投資信託の分配金支払い目的及び事故処理に伴う資金手当て（当該投資信託財産に借入れ金利を負担させないものに限る。）目的に限り、細則で定める限度額の範囲内で資金の借入れの指図を行うことができるとされている。このよう

な厳格な規制から、わが国において証券投資信託・証券投資法人が複数種類の証券を発行し、または借入れを行うことでレバレッジを増加させ、資産運用を行うことはこれまでは行われてこなかった。この点については、米国投資会社が投資会社法の厳格な資本構成を遵守しつつ優先証券の発行により資金調達を行い資産運用を行っているという実態を肯定的に評価できるかどうか、また肯定的に評価できるとしても米国におけるような厳格な規制をわが国でも実現可能であるかどうかといった点を議論していく必要があるように思われる。

第三に、わが国の証券投資信託・証券投資法人によるデリバティブ取引利用に対する法規制のあり方に対する示唆である。わが国の証券投資信託・証券投資法人によるデリバティブ取引の利用規制については、金商法42条の2第7号によって投資運用業者の禁止行為として定められており、金融商品取引業等に関する内閣府令130条1項8号により、資産運用に関し、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額としてあらかじめ金融商品取引業者等が定めた合理的な方法により算出した額が当該運用財産の純資産額を超えることとなる場合において、デリバティブ取引を行い、又は継続することを内容とした運用を行うことが禁止されている。そして、わが国の公募投資信託においては、金融庁告示第59号「金融商品取引業者の市場リスク相当額、取引先リスク相当額及び基礎的リスク相当額の算出の基準等を定める件」に基づきデリバティブ取引が利用されており、デリバティブ取引等の利用がリスクヘッジ目的以外に利用される場合には、個々の組み入れ資産のエクスポージャーに金融庁告示に定められた比率を乗じて算出された市場リスク相当額がファンドの純資産総額の80%以内となるようにするか、または金融庁告示のうち、VaR方式を参考とした市場リスク相当額がファンドの純資産総額の80%以内となるように、デリバティブ取引の利用が制限されている。また、投資信託協会が制定する投資信託等の運用に関する規則17条および同規則に関する細則6条の2に

においても同様の規制が設けられている。

このように、現在のわが国の投資信託によるデリバティブ取引利用に関する規制は現在米国において議論されている上限規制よりもかなり厳格で抑制的であると評価できるように思われる。今後、米国における登録投資会社のデリバティブ取引利用に関する法規制がわが国の証券投資信託・証券投資法人によるデリバティブ取引規制にどのような影響を与えるのかを認識しつつ、米国の議論の動向に注目していきたい。

【付記】

※本稿の執筆にあたり、神戸大学商事事務研究会において報告の機会をいただいた。同研究会を主宰してこられた近藤光男教授、研究会において有益なコメントをくださった行澤一人教授、志谷匡史教授、行岡睦彦准教授、板持研吾准教授、釜田薫子教授、宮崎裕介准教授、古川朋雄准教授、その他の研究会参加者に感謝申し上げたい。

また、早稲田大学の若林泰伸教授には、本稿の初校に目を通していただき、多数のご指摘をいただいた。記して感謝申し上げたい。

本稿における誤りは、全て筆者の責任に帰する。