

# 米国投資会社法における持合禁止規定

徳島大学大学院社会産業理工学研究部准教授 清水 真人

## 目 次

- 一. はじめに
- 二. 持合禁止規定導入までの経緯
  - 1. 投資会社における持ち合いの事例
  - 2. 持ち合いに対する当時の州法の規定および裁判例
  - 3. 連邦議会における審議
- 4. 小括
- 三. 持合禁止規定導入後の SEC による法執行
  - 1. 事例の検討
  - 2. 小括
- 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持合禁止規定についてその導入に至った歴史的経緯を明らかにするとともに、同規定の導入後に米国証券取引委員会（以下「SEC」という）が持ち合いに関連して行った法執行の事例について検討を行うことである。これらの作業を行うことにより、米国資本市場法制における投資会社法の持合禁止規定の意義を明らかにするとともに、わが国における持合規制の在り方を考える上で重要な示唆を得ることができると思われるためである。

米国投資会社法20条(c)項および(d)項は、登録投資会社による議決権証券<sup>(1)</sup>の持ち合いを禁止している。すなわち、2つの登録投資会社が相互にその社外議決権証券の3パーセント超を実質的に保有する場合に持ち合いが存在するものとされ、持ち合いが生じた場合

には当事会社はそれを知ったときから1年以内に持ち合いを解消する義務を負う。このような持合禁止規定は、3つ以上の投資会社間で循環的に社外議決権証券を保有する場合<sup>(2)</sup>にも適用され、さらに登録投資会社と一般事業会社との間で持ち合いが行われる場合にも適用される。このように米国投資会社法は1940年の制定時に持合禁止規定を導入し、今日まではほぼそのままの形でこれらの規定を存続させている。

このように米国投資会社法が持合禁止規定を導入したのは、1920年代から30年代にかけて米国投資会社の分野において持ち合いが行われ、種々の弊害が生じたとの歴史的経験に基づく。SECの投資信託および投資会社に関する研究調査報告書<sup>(3)</sup>においては、持ち合いが行われたことにより資本市場の機能が害され、投資家の利益が大きく侵害された事実が示されている。

第一に、他の投資家が有する議決権の割合

が大きく低下させられ、投資会社における支配が大きく歪められてしまうという点である。当時の投資会社においても一般投資家や機関投資家による投資が行われ、投資会社の株式は広く分散していたが、そのような状況の下で持ち合いが行われることにより、突如として大株主が出現し、その者が投資会社の投資方針等に重大な影響を与えることになる。また、投資会社が投資先の一般事業会社と持ち合いを行うことにより、投資先企業の経営陣が会社支配権を永続させるための手段として用いられ、さらには自己株式取得規制の潜脱にもつながることが問題とされた。

第二に、持合当事者の発行する証券の公正な価格形成が阻害されてしまうという点である。例えば、投資会社Aと一般事業会社Bとの間で持ち合いが行われている場合、B社の業績向上によりB社の証券の市場価格が上昇した場合、それによりA社の資産価額も上昇することから、A社の証券の市場価格も上昇する。そして、A社の証券の市場価格が上昇すればB社の資産価額も増加し、B社の証券の市場価格も上昇することになる。このような現象が繰り返されることにより実態の伴わない証券の価格形成が行われ、これにより高値で証券を取得した投資家は最終的に生じる証券価格の暴落により大きな損害を蒙ることになる。

第三に、ピラミッディング<sup>(4)</sup>と持ち合いが組み合わされて行われることにより、ピラミッディングにより生じる弊害がより深刻化することが問題とされた。すなわち、ピラミッディングにより①その頂点に君臨する個人または会社は少ない投資金額で傘下の企業を支配することが可能になるとともに、②レバレッジ効果によりピラミッドの頂点に位置する会社が発行する証券の価格変動幅が大きくなり、さらには③組織構成の複雑化により証券の真実価値を把握することが一層困難になるとの弊害が指摘されたが、持ち合いが行われることによりこれらの弊害がより一層深刻化

することになる<sup>(5)</sup>。

このように投資会社による社外議決権証券の持ち合いは各種の弊害をもたらすところ、当時の州会社法の下では社外議決権証券の持ち合いを規制する特別な規定は設けられていなかった。また、衡平法裁判所が持ち合いを禁止するために暫定的差し止め命令を発した事例も存在していたが、投資会社に参加する一般投資家がこのような権利行使を実際に行うのは非常に困難であり、実効性に乏しかった。そこで、1940年の投資会社法制定時に厳格な持合禁止規定が導入されたのである。

このように持合禁止規定が導入された後は、1920年代から30年代にかけて問題となった弊害は除去されたが、その後も持合禁止規定の脱法が行われた事例や、一般事業会社が投資会社の定義<sup>(6)</sup>に該当し持合禁止規定が適用された事例<sup>(7)</sup>、さらには投資会社による投資先企業の支配権獲得の場面における持合禁止規定の適用の有無等が問題となった。これらの事例においてSECは投資会社法上の適用除外命令を発しながら柔軟に法執行を行い問題に対処した。このように投資会社法の持合禁止規定はSECによる柔軟な法執行と一体となってその実効性が確保されており、今日の米国資本市場法制において重要な役割を果たしていると評価することができる。

わが国においては戦後、銀行と一般事業会社間および事業会社同士の株式の持ち合いが広く行われ、法人化現象が進展した<sup>(8)</sup>。その後、バブル崩壊後の金融危機を契機に銀行と一般事業会社間の持合解消が一気に進んだ<sup>(9)</sup>。そして現在では、コーポレートガバナンス・コードの下で一般事業会社間の持合解消がさらに進められている<sup>(10)</sup>。その一方、現在のわが国における持ち合いに対する法規定としては、会社法の株式相互保有規定(会社法308条1項括弧書)および子会社による親会社株式取得禁止規定(会社法135条)が設けられ、投信法においても同様の規定が設けられているが(投信法81条、94条1項)、

これらの規定のうちとりわけ前者は非常に緩やかな規制であり、将来においても同様の規制で十分であるかどうかは今一度考慮しなければならない問題であると思われる。そこで、米国投資会社法の持合禁止規定を比較法的観点から検討することにより、わが国の持合規制を考える際の一つの手掛かりとしたい。

本稿の構成は次の通りである。二においては1940年の投資会社法制定時に持合禁止規定が導入されるに至った経緯について検討する。三においては持合禁止規定導入後、それらの規定に関連してSECにより行われた法執行の事例について検討を行う。最後に本稿を纏め、わが国の法規制への示唆について検討する。

## 二. 持合禁止規定導入までの経緯

本章においては、1940年の投資会社法制定時に持合禁止規定が導入された歴史的経緯について検討する。

### 1. 投資会社における持ち合いの事例

投資会社法に持合禁止規定が導入されたのは、1920年代から30年代にかけて米国投資会社の分野において持ち合いが行われ、種々の弊害が生じたからである。SEC調査報告書では次のような事例が問題とされた。それぞれの事案は非常に複雑であるため、持ち合いの部分に限定して事実の概要を取り上げる。

#### (1) Petroleum Corporation of America の事例<sup>(11)</sup>

本事例は、ピラミッディングが行われる過程において株式の持ち合いが用いられた事例である。

投資会社であり他の石油会社の株式に投資を行う Petroleum Corporation of America (以下「P社」という)は、一般事業会社である Consolidated Oil Co.(以下「C社」という)の株式を保有し、C社もまたP社の株式を保

有していた。そのような状況の中、ピラミッディングによりオイル事業体を組織するためのスキーム構築が計画され、ピラミッドの頂点には、Harry F. Sinclair (以下「S」という)および Bancamerica-Blair Corporation (以下「B社」という)が君臨することが想定されていた。

1929年12月時点において、SはP社の大株主となっていた。また1932年以降、P社とC社との間の持ち合いが強化され、P社はC社の株式を買い増し、同時にC社もP社の株式の保有割合を増加させた。そしてB社からSが取得したP社の株式の数は、当初は500,000株であったが、その後781,276株まで増加した。そのような中、P社は大量の自社株買いを行い、それにより、C社のP社に対する持株比率が一気に上昇し、1935年末日において、C社がP社の株式の約39パーセントを保有していた。他方、P社もC社の株式を1,582,000株保有し、その割合は全議決権株式の約11.3パーセントであった。それにより、それぞれの会社の経営陣による支配権保持がより強固なものとなった。

その一方で、1929年1月時点において、一般投資家はP社に対し合計で110,500,000ドルの投資を行っていた。1935年末日時点において、P社は34,413,892ドルの資産を保有していた。そして、同日時点までに同社は14,469,322ドルの自社株買いを行い、また7,059,575ドルの利益配当を行っていたことから、これらの自社株買いと利益配当分を差し引いて計算した場合、一般投資家に生じた実現済みおよび未実現の損失額は1935年末日時点において累計で54,058,000ドルに達していた。すなわち、1929年1月に34ドルでP社の株式を取得し1935年末日まで保有し続けた投資家は、1株あたり2.83ドルの利益配当を受け取ってはいたが、同社株の資産価額は1935年末日時点において17.12ドルであり、市場価格は14ドルであったことから、投資家が被った損失の割合は、利益配当分を差し引

かない場合はP社の資産価額では約50パーセント、P社株式の市場価格では約59パーセントであり、利益配当分を差し引いた場合は、資産価額では約41.4パーセント、市場価格では約49.5パーセントとなっていた。それに対して、S、B社、その他の関係会社および分売人は、このような持ち合いのスキームにより18,000,000ドルの利益を獲得した。

以上のように本事例では、P社とC社との間で持ち合いが行われていた状況下で、P社の株式を一般投資家が高値で取得し、その後の証券市場崩壊によるP社株の暴落により一般投資家が大きな損害を蒙った。

## (2) Fiscal Management Company の事例<sup>(12)</sup>

本事例は、投資会社のグループが次々と他の投資会社を買収し、その過程において持ち合いが用いられた事案である。

Fiscal Management Company (以下「M社」という)は他の投資会社の支配権獲得を目的として設立された投資会社であり、自己資金をできるだけ用いずに他の投資会社の支配権獲得を行おうと計画していた。その方法は、第一に、対象会社の支配株式を市場価格または資産価額よりも高値で取得する。そのための資金は対象会社のポートフォリオ証券を担保にブローカレッジ会社からの借り入れにより賄う。そして支配権獲得後は対象会社のポートフォリオ証券の一部を売却し、その代価により借入金を返済するというものであった。また、買収された投資会社のポートフォリオ証券もその後の投資会社を買収する際に必要となる資金調達のための担保として用い、他方、M社グループが保有する投資対象としての価値を有しない証券は買収された投資会社に移転することとされた。このような方法によりM社グループは投資会社であるFirst Income Trading Corporation (以下「F社」という)、Continental Securities Corporation、Corporate Administration, Inc.、Reynolds Investing Company Inc. を

次々と買収していった。

このようにM社が他の投資会社を買収していく過程において、M社とF社との間で社外議決権証券の持ち合いが行われた。それによりM社とF社がそれぞれ保有する証券の価格を上昇させ、それにより両社の資産総額も増大していった。このように自らの資産価額を増大させることによって企業買収資金の調達を容易に行うことができ、また交換買付けを行う際の対価としてM社およびF社の証券を用いることが可能となった。

## (3) 投資会社同士による新株の相互引受

さらに、上記のような特定の投資会社の事例の他に、SECの調査報告書ではクローズド・エンド型投資会社同士が新株を相互に引き受け、それにより持ち合いが行われていた事実が記されている。そして、このような新株の相互引受は単に当事者間で金銭が行き来しているだけで経済的実質が伴わないにもかかわらず、このような取引が行われることにより、一般投資家が吊り上げられた価格で証券を取得しなければならなくなると指摘している<sup>(13)</sup>。

## 2. 持ち合いに対する当時の州法の規定および裁判例

米国の各州が厳格な会社法を採用していた時代には、会社が他の会社の株式を取得することは禁止されていた。それが、19世紀末からの州会社法の規制緩和競争<sup>(14)</sup>により各州の会社法の規制が緩和され、会社が他の会社の株式を保有することが可能となった。そして投資会社が組成される準拠法であるこれらの州会社法は、持ち合いを規制するための特別な規定を何ら設けていなかった。

ただし、持ち合いの実行を差し止めた裁判例は存在していた。Robotham v. Prudential Ins. Co. of America 事件<sup>(15)</sup>において、被告であるPrudential Insurance Company (以下「P社」という)とFidelity Company (以

下「F社」という)は株式の持ち合いを計画し、お互いが発行する新株の相互引受を行おうとしていた。当該計画が実現し持ち合いが完成した場合、両社の取締役会構成員の選任はP社とF社の経営陣が完全に支配できる状態となる。そこで原告であるP社の株主である Robotham はP社の取締役が信認義務に違反して自分たちに損害を与えることを防止するために、ニュージャージー州衡平法裁判所に対してF社によるP社が発行する新株の引き受け等の予備的差し止めを請求した。裁判所はP社の定款の文言および一般会社法の文言を厳格に解釈し、取得(acquire)と購入(purchase)を区別した上で、P社はF社株式を「取得」する権限を有しないと判示した。またこのようなスキームは全体としてP社の権利能力外の行為にあたり、さらには原告および他の反対株主の利益を直接害するものであるとした。このように判断した上で、裁判所は最終的にP社によるF社の新株引受け、およびP社取締役による上記持ち合いを実現するための如何なる行為をも行ってはならないとして、原告の訴えを承認した。

しかし、たとえ持ち合いを行うための一連の行為を差し止めた裁判例が存在していたとしても、投資会社の分野における持ち合いに対して裁判所が同様に差し止めを認めるかどうかは明らかでなく、また差し止めが認められたとしても一般投資家がそれを実行することは実際上極めて困難であった<sup>(16)</sup>。そこで、持ち合いによる弊害を除去し、投資家の利益を確保するために投資会社法制定に際して持合禁止規定が導入されることとなった。

### 3. 連邦議会における審議

以上のようなSECによる研究調査を踏まえ、連邦議会に投資会社法案が提出され、持合禁止規定について審議が行われた。

#### (1) 当初の法案の内容

当初提出された法案における持合禁止規定

は次のようなものであった<sup>(17)</sup>。

【20条(c)項】「登録投資会社は、議決権証券を購入するにあたり、当該証券の発行者と自己との間に相互保有又は循環保有が存在すること、又は購入後そのような保有関係が存在することになることを知りながら、当該証券を購入してはならない。2つの会社が相互に相手会社の社外議決権証券の1パーセント超を実質的に保有するときは、当該2つの会社は相互保有関係にあるものとみなす。2つの会社が3社以上の会社からなる集団に含まれ、当該集団を構成する各会社が次に掲げる要件に該当する場合は、当該2つの会社は循環保有関係にあるものとみなす。

(1)当該集団を構成する他の1社又は2社以上の会社の社外議決権証券の1パーセント超を実質的に保有し、かつ

(2)自社の社外議決権証券の1パーセント超が当該集団を構成する他の1社又は2社以上の各々により実質的に保有されていること。」

【20条(d)項】「本法の施行日において登録投資会社と他の会社との間に相互保有又は循環保有が存在する場合には、当該登録投資会社は本法施行日から3年以内に当該相互保有又は循環保有を解消しなければならない。登録投資会社が他の会社の証券を購入することによって、当該他の会社と相互保有又は循環保有が成立するときは、当該登録投資会社は当該保有関係の成立を最初に知った日から1年以内に当該相互保有又は循環保有を解消しなければならない。」

#### (2) SEC 担当者の説明

以上のような持合禁止規定が提案された理由について、SECの担当者は次のように説明している。すなわち、持ち合いが行われた場合には、他の投資家の議決権の割合が大きく低下させられてしまうととも、議決権が相互に保有されることにより持合当事者間で複雑な関係が構築されてしまう<sup>(18)</sup>。また、議決権証券を金庫株としてその発行会社自身

が保有している場合には議決権行使ができないのに対し、持ち合いにより相手方に保有してもらうことにより議決権を事実上意のままに行使することができてしまう。このことは現経営陣が良い経営成果を上げているか否かに関係なく、その地位を永続させるための手段として用いられる危険性がある<sup>(19)</sup>。

さらに、持ち合いにより、持ち合い当事者が発行する証券の公正な価格形成が阻害されてしまう。すなわち、持ち合いの一方当事者Aの発行する証券の市場価格が上昇した場合、他方当事者であるBの資産価額が増加し、Bの発行する証券の市場価格も上昇する。それにより、今度はAの資産価額が増加し、Aの発行する証券の市場価格も上昇する。このような状況が繰り返されることにより、最終的に投資家は、実態の伴わない高値でこれらの会社が発行する証券を取得させられることになってしまう<sup>(20)</sup>。

このような持ち合いは投資会社間で行われるのみならず、投資会社と一般事業会社との間でも行われていることから、登録投資会社が持ち合いの一方当事者となっている場合には、他方の当事者が一般事業会社である場合であっても持合禁止規定を適用する必要がある<sup>(21)</sup>。

その他、持ち合いの存在を判断するための基準として社外議決権証券の1パーセント超を実質的に保有する場合と規定したのは、些細な持ち合いについてはいちいち規制する必要がないからであると説明されている<sup>(22)</sup>。また、当事者が意図せずたまたま持合関係が生じることも考えられることから、そのような場合にはそれを知ったときから1年以内に持ち合いを解消すべきこととし<sup>(23)</sup>、また投資会社法制定時に既に存在する持ち合いについては3年以内に解消することとされた。ただし、これらの1年や3年という期間が果たして完全に公正と言えるかどうかについては評価が難しいとSEC担当者は言及している<sup>(24)</sup>。

### (3) 投資会社業界からの意見

このようなSEC担当者からの説明に対し、投資会社業界からは、持合禁止規定によりピラミディングのような複層的で複雑な保有関係ではない単層的な保有関係も禁止されてしまうという意見が出された。そしてこのような単層的な持合関係さえも禁止されてしまうと、小規模な投資会社に対して合理的な価格で他の投資会社がサービスを提供することまでもが不可能になってしまうとの懸念が示された<sup>(25)</sup>。

### (4) 最終的な持合禁止規定の内容および下院公聴会におけるSEC担当者の説明

以上のような上院公聴会における議論を踏まえて最終的な持合禁止規定が設けられた。当初の法案から修正された主な点は、持ち合いの存在を判断する際の社外議決権証券の保有割合であり、当初は1パーセント超とされていたものが3パーセント超という基準に変更された<sup>(26)</sup>。このような変更が行われた理由について連邦議会の審議内容からは明らかでないが、ピラミディング禁止に関する規定が投資会社業界からの要望により緩和されていることから、それらの規定と関連させて変更がなされたと推測することができる。

また、下院公聴会においてSEC担当者が、①親会社である投資会社が子会社である投資会社の社外議決権証券を保有し、そして子会社が親会社の社外議決権証券を保有している事例、および②親会社である一般事業会社が子会社である投資会社の社外議決権証券を保有し、そして子会社が親会社の社外議決権証券の一部を保有している事例の二つを挙げながら持合禁止規定について説明していることから<sup>(27)</sup>、最終的に制定された持合禁止規定は子会社による親会社株式の取得制限をも念頭に置いたものであるとすることができる。

## 4. 小 括

以上のような歴史的経緯を経て米国投資会

社法の持合禁止規定は導入された。それにより、1920年代から30年代において問題とされた持ち合いによる弊害の除去に成功したと評価することができる。ただし、持合禁止規定導入後もこれらの規定を脱法する形で持ち合いが行われた事例や、一般事業会社が投資会社の定義に該当し持合禁止規定が適用された事例等が問題となった。これらの事例に対してSECがどのように法執行を行ったかは、今日の米国資本市場法制において投資会社法の持合禁止規定が有する意義を明らかにする上で重要であると思われる。そこで次章では、持合禁止規定導入後のSECによる法執行の事例について検討する。

### 三. 持合禁止規定導入後のSECによる法執行

本章においては、持合禁止規定が導入された後にSECが同規定との関連で行った法執行の事例について検討する。それにより、米国投資会社法の持合禁止規定はSECによる個々の事例に対応した柔軟な法執行と一体となってその実効性が確保されているという点を明らかにしたい。

#### 1. 事例の検討

- (1) 持合解消のための合併計画の策定により違法性が治癒されると判断された事例<sup>(28)</sup>

##### 【概要】

本件は、投資会社法の持合禁止規定に違反しながら持ち合いが行われていたところ、合併計画の策定により持合解消が進められ、それにより違法状態が治癒されるとSECが判断した事例である。

Townsend Corporation of America (以下「T社」という) および Townsend Management Company (以下「M社」という) は双方ともクローズド・エンド型登録投資会社であり、T社はResort Airlines, Inc. (以下「R社」という) の社外議決権証券の過半数を保有

有していた。そしてR社はM社の社外議決権証券の11.5パーセントを保有し、またM社はT社の社外議決権証券の8.2パーセントを保有していた。SECは以上のような議決権証券の保有関係は子会社を利用した持合禁止規定の脱法であり、投資会社法48条(a)項および20条(c)項に違反すると指摘していた。

そのような中、T社、M社、R社の3社による合併が計画され、それを実行するにあたりT社は投資会社法6条(c)項、17条(b)項、23条(c)項3号に基づき、SECに対して投資会社法の各種規定の適用除外を申請するとともに、T社による証券の取得を許容するよう申立てを行った<sup>(29)</sup>。そしてSECが、当該合併計画が公正かつ公平であり、さらに関連法規を遵守していると認める場合には、当該合併計画の承認および実行を裁判所に対して申立てるよう申請した。

SECは、T社とR社との間における持ち合い、およびT社およびM社による違法な議決権証券の保有は、R社およびM社がT社に議決権証券を売り渡すか、またはT社の株主に対し議決権証券を分配することにより解消することができることを認め、当該合併計画の実行により違法状態は治癒されると判断した。

##### 【検討】

本件は持合禁止規定が導入された後に、子会社である一般事業会社を用いて脱法的に持ち合いが行われていた事案である。T社はR社の社外議決権証券の過半数を保有しR社を支配していたが、非分散型の登録投資会社であれば特定の会社の支配権を取得することは可能である。ただし、このような場合は内国歳入法上のパススルー課税の特権を受けることができないため、ほとんどの投資会社においてはこのような支配権取得は行われていない<sup>(30)</sup>。

また、T社とM社はその名称から同じ投資会社グループに属していたと思われることから、子会社を用いて持合禁止規定を脱法する意図をはじめから有していたと推測でき、こ

のように持合関係の存在を実質的に判断し持合禁止規定の脱法を許さないことをSECが示した点に本事例の意義があると思われる。

さらに、違法な持合関係を解消するためのスキームとして合併計画が策定され、SECは当該合併計画が実行されることにより違法状態が治癒されると判断した点も重要である。このように本件は、投資会社法20条(d)項に規定する持合関係解消のための具体的な手段が示された点でも意義を有している。

(2) 倒産処理手続において持合解消を進めるにあたりSECが適用除外命令を発した事例<sup>(31)</sup>

#### 【概要】

本件は、倒産処理手続において持ち合いの解消を進めるにあたりSECが投資会社法の適用除外命令を発した事例である。

登録投資会社であるGray Line Corp. (以下「G社」という)と一般事業会社であるFifth Avenue Coach Lines, Inc. (以下「F社」という)は破産手続に入っていたが、両社の間には長い間紛争が存在していた。そこで当該紛争を終結するためにG社の管財人とF社の管財人との間で合意がなされ、F社がG社に対して185万ドルを支払うとともに、両社間における持合関係を解消することとされた。そして当該和解案の承認の申立てをG社がニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所に行った。当該和解案はG社およびその株主にとって公正かつ合理的であるとして裁判所により承認され、SECも当該和解案に反対しなかった。そして、当該和解案を実行するにあたり、SECは投資会社法6条(c)項に基づき、投資会社法13条(a)項4号、17条(a)項および(d)項、23条(c)項、規則17d-1を適用除外した。

#### 【検討】

裁判所の決定文からは本件事案の背景について詳細は明らかではないが、当時G社は米国を代表する旅行会社であり、F社はニュー

ヨーク市を拠点とするバス会社であった。そしてG社が投資会社の定義に該当したことから、G社とF社の双方に投資会社法の持合禁止規定が適用され持合関係の解消が求められていた事案であると思われる。

本件のように、一般事業会社が投資会社の定義に該当し、持合禁止規定が適用された事例は米国においてこれまでも存在していたと推測することができ、また将来同様の問題が生ずる可能性もある。このような場合に持ち合いを解消するためには様々な手段を用いなければならないところ、これらの手段に対し投資会社法の各種行為規制が適用される場合には、それらの手段を円滑に実行できない可能性がある。そこで、SECが各事例に柔軟に対応するために適用除外命令を発する必要があるためである。

このように投資会社法の持合禁止規定はSECによる柔軟な法執行を一体となってその実効性が確保されていると評価することができる。

(3) 投資会社による投資先企業の支配権獲得に際して持合禁止規定の適用の有無が問題とされた事例<sup>(32)</sup>

#### 【概要】

本事例では、登録投資会社がニューヨーク証券取引所に上場している一般事業会社の社外議決権証券を保有し、当該一般事業会社も当該投資会社の社外議決権証券を保有していた場合において、投資会社が投資先企業の株式をさらに買い増すことができるかどうか問題とされた。

クローズド・エンド型で非分散型の管理型登録投資会社であるMadison Fund, Inc. (以下「M社」という)はニューヨーク証券取引所に上場されている対象会社の社外議決権証券の3パーセント超を保有していた。このような状況においてM社は対象会社の支配権を獲得するために対象会社の社外議決権証券をさらに買い増そうとしていた。それに対し、

当該対象会社もM社の社外議決権証券の3パーセント超を取得し、両社間には持合関係が生じた。そこで、M社はこのような持ち合いが行われている状況で対象会社の社外議決権証券を買い増すことは投資会社法20条(c)項に違反するかどうかSECスタッフに対し照会を行った。これに対してSECスタッフは、M社は登録投資会社であることから投資会社法20条(c)項および(d)項の持合禁止規定が適用され、そしてM社と対象会社は持合関係にあることから、M社は対象会社の社外議決権証券を買い増すことはできないとのノーアクション・レター<sup>(33)</sup>を発した。ただし、対象会社が買収防衛策として投資会社法20条(c)項を用いることができるかどうかについては判断を保留した。

#### 【検討】

M社はSECスタッフへの照会を行うにあたり、投資会社法20条(c)項はM社による追加の買い増しが行われる以前に対象会社がM社の社外議決権証券の3パーセント超を有していた場合にのみ適用されるべきであると主張したが、このような主張は受け入れられなかった。このように投資会社が投資先企業の支配権を獲得するために社外議決権証券の買い増しを行っているときに投資先企業が当該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により、当該投資会社は当該投資先企業の社外議決権証券を買い増して、投資先企業への関与を強めることができなくなってしまう。この点についてはローによっても指摘がなされており<sup>(34)</sup>、投資会社法の持合禁止規定が投資会社による投資先企業への関与を妨げていると批判されている<sup>(35)</sup>。

なお、投資先企業の社外議決権証券の買い増しが認められなかったことから、その後M社は投資会社法の持合禁止規定の適用を受けないよう、SECに対し投資会社としての登録の取り消しを申請した<sup>(36)</sup>。

## 2. 小 括

以上のように、SECは持合禁止規定の脱法は許さないとの立場を堅持しつつ、持合解消の過程において投資会社法の各種規定が適用されないよう適用除外命令を発し、個々の事案に適合した法執行を行っている。このようにSECが適用除外命令等を用いながら厳格な持合禁止規定を柔軟に運用しているところに、米国投資会社法の持合禁止規定に関する法執行の特長があるように思われる。

## 四. 結 語

本稿においては、米国投資会社法における持合禁止規定について検討してきた。1920年代から30年代にかけて、米国では投資会社同士または投資会社と一般事業会社との間で社外議決権証券の持ち合いが行われ、それにより他の投資家の議決権割合の低下、現経営陣による支配権の保持、経済的実質の伴わない証券の価格形成等がSECにより問題とされた。そこで、それらの問題に対処するために1940年投資会社法制定時に厳格な持合禁止規定が導入された。このように当時の米国における投資会社の分野で持ち合いが問題とされ、立法による対処がなされて今日に至っているという歴史的事実は、わが国における持合規制の在り方を考える上でも十分認識されるべきであると思われる。

また、投資会社法の持合禁止規定はSECによる柔軟な法執行と一体となってその実効性が確保されている点も明らかとなった。このような法執行体制の下で持合禁止規定は今日の米国資本市場法制においても重要な役割を果たしていると評価できるように思われる。

わが国において投資信託同士、または投資信託と一般事業会社との間で持ち合いが行われているか否かについては明らかでない。しかし、米国における歴史的経験からわが国においても同様の持ち合いが行われる可能性は否定できず、またこのような持ち合いが行わ

れた場合の弊害は当時の米国における場合と同様に大きいと考えられることから、米国と同様の厳格な持合禁止規定を設けることも十分考慮に値すると思われる。ただし、米国における厳格な持合禁止規定はSECによる柔軟な法執行によりその実効性が確保されていることから、このような法執行体制を有していないわが国において同様の規定が果たして機能するかどうかについては、法執行体制の在り方とともに、さらに検討を行っていかねばならない問題であると思われる。

最後に、米国においては持合禁止規定が存在するために、投資会社による投資先企業の支配権獲得を通じた投資先企業への関与が実際上不可能となっている。この点については、投資会社による投資先企業への関与を巡る米国における議論の展開も踏まえ、さらに考察を深めていきたい。

### 【注】

- (1) 議決権証券の定義は投資会社法2条(a)項42号に規定されており、「現時点における当該証券の所有者又は保有者が取締役選任に関し議決権を行使することができるものをいう」と定義されている。
- (2) 例えば、A社がB社の全社外議決権証券の3パーセント超を保有し、B社がC社の全社外議決権証券の3パーセント超を保有し、C社がA社の全社外議決権証券の3パーセント超を保有する場合に適用されるのは勿論であるが、さらにA社がB・C・D社の全社外議決権証券のそれぞれ1.1パーセント、B社がC・D・A社の全社外議決権証券のそれぞれ1.1パーセント、C社がD・A・B社の全社外議決権証券のそれぞれ1.1パーセント、D社がA・B・C社の全社外議決権証券のそれぞれ1.1パーセントを保有するといった場合等にも適用される。
- (3) 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 (1939).

- (4) ピラミッディングとは、投資会社が交換買付け等の手法を用いて他の投資会社や一般事業会社をその傘下に収め巨大なピラミッド型の組織を形成していく現象をいう。当時のピラミッディングの実態については、小林真之「大恐慌期における投資信託業界の再編 (1) (2)」季刊北海学園大学経済論集61巻2号1頁以下、3号1頁以下(2013)、拙稿「米国国会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所25号14~18頁(2012)を参照。また、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は、松山佐和子「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。
- (5) Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 WASH. U. L. Q. 303, 325-26 (1941).
- (6) 投資会社の定義については投資会社法3条(a)項1号に置かれており、同号(C)では「証券への投資、再投資、証券の所有、保有若しくは取引に業務として従事し、又は従事しようとしている者であり、個別財務諸表によりその資産総額(政府証券及び現金項目を除く)の40パーセントを超える額の投資証券を所有し、又は取得しようとしている者」と規定されている。この定義規定が広範であるため、一般事業会社等が不本意に投資会社に該当する可能性がある。投資会社の定義に関する諸問題については、石田真得『投資会社法の研究—利益相反規制を中心に』1~37頁(大阪府立大学経済学部、2004)を参照。
- (7) この点との関連で、米国投資会社法が

- 日本企業の事業活動に与える影響については、大曲紹仁ほか「米国1940年投資会社法が日本の事業会社の事業活動に与える影響—米国における種々の資金調達活動の観点から—」商事2069号38頁以下(2015)を参照。
- (8) 奥村宏『法人資本主義の構造—日本の株式所有—』(日本評論社、1975)
- (9) 宮島英昭・原村健二・江南喜成「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」フィナンシャル・レビュー 68号220~229頁(2003)
- (10) 小川幸夫・笹井仁「政策保有株式見直しを契機とした攻めのバランスシート改革」知的財産創造2017年1月号42頁以下
- (11) SEC Report, *supra* note 3, at 227-308.
- (12) *Id.* at 350-496.
- (13) *Id.* at 877-78.
- (14) 州会社法の規制緩和競争と当時の州会社法の各種規定の内容については、拙稿「米国州会社法における事業再編の展開とSECの関与(1)」徳島大学社会科学研究所24号76頁以下(2011)を参照。
- (15) *Robotham v. Prudential Ins. Co.*, 64 N.J. Eq. 673 (Ch. 1903).
- (16) 当時SECは、衡平法上の救済手段である差し止めを含め、少数株主保護のために州会社法上設けられていた各種規定は一般投資家の利益確保のためにはほとんど実効性を有しないと評価していた。この点については、拙稿「米国州会社法による事業再編の展開とSECの関与(3・完)」徳島大学社会科学研究所26号29頁以下(2012)を参照。
- (17) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of Sen. Comm on Banking and Currency*, 76th Cong., 3d Sess. at 15 (1940).
- (18) *Id.* at 281 (Statement of John H. Hollands, Attorney on the Staff of the Securities and Exchange Commission, Washington D.C.).
- (19) *Id.*
- (20) *Id.* at 282.
- (21) *Id.* at 281.
- (22) *Id.* at 283.
- (23) *Id.*
- (24) *Id.*
- (25) *Id.* at 375 (Statement of Cyril J. C. Quinn, Vice-President, Tri-Continental Corporation and Partner of J. & W. Seligman & Co., New York City).
- (26) その他、既存の相互保有または循環保有の解消について、投資会社法の施行から5年以内に行わなければならないとされた。
- (27) *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 122 (1940) (Statement of David Schenker, Chief Counsel, Securities and Exchange Commission, Investment Trust Study, Washington D.C.).
- (28) In the matter of *Townsend Corp. of America and Townsend Management Co.*, 42 S.E.C. 282, 1964 SEC LEXIS 341 (S.E.C. 1964).
- (29) 投資会社の合併は投資会社法17条に規定する利益相反取引に該当するため、原則としてSECによる適用除外命令を受けなければ行うことができない。この点も含め、米国投資会社法の組織再編規制全般については、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。
- (30) この点については、Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469, 1474-76 (1991). (MARK J. ROE, STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS: THE POLITICAL

- ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE 102 (1994). 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のか』129頁以下(東洋経済新報社、1996)に収録)を参照。
- (31) Securities & Exchange Com. v. Gray Line Corp., 1972 U.S. Dist. LEXIS 14493 (S.D.N.Y. 1972).
- (32) Madison Fund, Inc. 1983 WL 30788.
- (33) ノーアクション・レターについては、藤田浩「米国SECのノーアクション・レター手続の概要」商事1574号45頁以下(2000)、常岡孝好「ノー・アクション・レターの法的性質〔I〕～〔VI・完〕」商事1578号12頁以下、1580号28頁以下、1581号33頁以下(2000)、1585号29頁以下、1586号33頁以下、1587号36頁以下(2001)を参照。
- (34) Roe, *supra* note 30, at 1477.
- (35) この点については、拙稿「米国投資会社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30号56～57頁(2016)を参照。
- (36) Investment Company Act Release No. 13565 (1983).

(しみず まさと)