



<論説>米国における「投資会社」の定義：
不本意な投資社会の除外制度を中心として

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2009-08-25 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 石田, 眞得 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24729/00001284

米国における「投資会社」の定義

—不本意な投資会社の除外制度を中心として—

石 田 眞 得

はじめに

1. 投資会社の類型の概要
2. 不本意な投資会社
3. 投資会社法3条(b)項による除外—Tonopah基準
4. Tonopah基準の展開

むすびにかえて

はじめに

米国において他の会社の発行証券に投資を行う者は、1940年投資会社法（以下、投資会社法）に規定される「投資会社（Investment Companies）」の定義に留意する必要があるといわれる⁽¹⁾。一般の事業会社であっても他の会社の発行証券に投資することは稀ではなく、年金基金、ベンチャー・キャピタル会社、企業買収ファンド、またはヘッジファンド等にあつては、他の会社の発行証券に投資を行うことが日常的である⁽²⁾。

まずは投資会社法の規制内容を簡単にみておく。投資会社法8条(a)項および(b)項に基づくSEC（Securities Exchange Commission：証券取引委員会）への登録を行っていない投資会社（Unregistered Investment Companies：未登録投資会社）は、郵便または州際通商の手段によって、証券の買付または売付等を行うことが禁止される（投資会社法7条(a)項）。このような未登録投資会社が締結した契約は強制力を有しない（同法47条(b)項）に止まらず、SECは投資会社としての登録違反に対し停止命令を発し、または民事制裁金を課すことができるとともに、登録違反に関する証拠を司法長官に送付することができるため司法長官による刑事訴訟の提起もありうる（同法9条(f)項・(d)項、42条(d)項・(e)項）。

ある者が投資会社⁽³⁾に該当すれば、上記のとおりSECに登録することを要し、登録投資会社（Registered Investment Companies）に対しては、その関係者による利益相反のおそれのある取引が制限され（同法17条(a)項・(d)項）、借入金の制限をはじめ資本構成に対

する規制がなされ（同法18条）、取締役会の構成に関してその40%以上を利害関係のない取締役とすることが義務づけられ（同法10条（a）項）、元引受人および投資顧問との契約に一定の要件が課せられ（同法15条（a）-（c）項）、発行証券の買戻しを行わないクローズド・エンドの会社では純資産価額未滿での株式発行が制限される（同法23条（b）項）等、投資会社法の厳格な諸規制が及ぶこととなる⁽⁴⁾。さらに、投資会社法によるものではないが、登録投資会社は投資顧問に対する運用成果に基づく報酬（パフォーマンス・フィー）について制限される（1940年投資顧問法205条（a）項・（b）項）。

登録投資会社はこのような公益および投資者の利益保護を目的とした組織および活動等に関する規制のもとにおかれることになる。

それでは、どのような者を、どのような方法で、「投資会社」の範囲に含めていくのであろうか。投資会社法の適用範囲を画する意味で、その定義の仕方は重要である。米国の定義規定（投資会社法3条（a）項）をみると、その主体がパートナーシップであるか、会社であるかといった、他人から集めた資金を用いて投資のビジネスを行う形式または仕組み等に基礎をおいたものではなく、投資業務を行うか否かという「行為の実体」に着目した手法が採られているといえよう。

しかし、このような手法にともない、投資業務を行う一般の事業会社との区別をどのようにつけるのか、または潜脱をどのように防止するのか、といった問題に対処する必要が生じてくる。そこで客観基準という手法が用いられるわけであるが、一律の基準ゆえ不本意にも投資会社に該当するケースが生じる。そのようなケースに対応するべく、投資会社法および同法規則のもとでは、他の法律による規制の有無や投資会社法の目的に鑑みて、一定の者を投資会社から除外する規定が設けられている。それが、投資会社法3条（b）項および同条（c）項である。

支配目的で株式を所有して一連の企業集団を形成する株式所有者と投資会社との難しい線引きを、第一の段階として当該ポートフォリオ会社への出資比率と株式所有者の資産構成をもって行おうとするのが上記の客観基準である。これまでの米国の規制を概観するに、客観基準に該当する者のうち不本意にもそのようになった者を第二の段階として実質的な判断を加えて適切に除外するための活動に多大の力が注がれてきたように思われる。このような流れを受けて、さらに最近では第一段階のセーフ・ハーバーとなる客観基準を設けて処理の簡素化、明確化が図られているといえよう。

3条（c）項は、同条（a）項の投資会社に該当する者から一定の投資主体を除外する旨を定めており、各号のほとんどが銀行、保険会社、貯蓄貸付組合、金融会社等の「特定の業種」の者に関する除外規定である。ただし、同条（c）項1号および7号は、それらとはタイプが異なり、その投資主体の発行する証券が100名以下の者によって実質的に所有される「私

的 (private) 投資会社」、およびその投資主体の発行する証券の所有者が適格購入者のみから成る「適格購入者向け投資会社」が、同条 (a) 項の投資会社に該当する者から除外される旨を定めているが、いずれも証券の公募 (public offering) を行っていないことが条件とされている。

他の一つの除外制度が3条 (b) 項に基づくものである。上のように公募を行っている一般の事業会社は3条 (c) 項1号または同項7号による除外を利用できないため、3条 (b) 項に基づく除外を求める例は少なくない。Tonopah基準は、3条 (b) 項の「主として非投資業務に従事する」という要件につき5つの判断要素をSECが示したものであり、3条 (b) 項2号の除外制度に関する基準として生まれたものであるが、のちに同法3条 (b) 項1号および同条 (a) 項の判断基準としても利用されるに至り、また裁判所も依拠するところとなっている。

本稿は、米国における投資会社の定義の内容とその手法について分析することを目的とし、特にSECの除外命令に関して発展してきたTonopah基準に焦点をあてて実質的な判定基準の意義とその展開を探ってみたいと考える。

1. 投資会社の類型の概要

(1) 3つの類型

投資会社の定義は投資会社法3条 (a) 項1号に規定されている。同号は投資会社を以下の3つのタイプに分類している。

- (A) 主として証券の投資、再投資もしくは取引の業務を行っており、またはそれらの取引に従事している外観を呈し、もしくはそれに従事することを企図する発行者⁽⁵⁾ (同号A)。
- (B) 分割払型の額面証券の発行業務に従事しており、もしくは従事しようとしている発行者、または以前からその業務に従事し、かつ未償還証券のある発行者 (同号B)。
- (C) 証券の投資、再投資、所有、保有もしくは取引の業務に従事しており、または従事しようとしている発行者であって、その総資産額 (政府証券および現金項目を除く) の40%を超える額の投資証券を所有しており、または取得しようとしている発行者 (同号C)。

なお、「投資会社」には、株式会社に限らず、パートナーシップ、組合、信託、法人等の「会社」以外の事業形態も含まれる (同法2条 (a) 項22号、28号、8号)⁽⁶⁾ こととされており、その主体の仕組みや法形式に主眼がおかれた手法ではないといえる。

また、「証券」の定義は2つの側面で「投資会社」の定義に影響を与える。すなわち、第一に、投資会社は「発行者」でなければならず、「発行者」は「証券」を発行し、もしくは

発行しようとしている者、または発行した「証券」が社外にある者をいう（投資会社法2条(a)項22号）と定められている点である。第二に、投資会社に該当するには、発行者は「証券」の投資、再投資、所有、保有、または取引の業務に従事しており、または従事することを企図する者でなければならないとされている点である。したがって、投資会社に該当するには、同法2条(a)項36号に規定する「証券」を発行し、かつ、「証券」を所有することが要求されるのである⁽⁷⁾。

上記の定義規定のうち、(B)にいう額面証書の発行者に該当する投資主体はきわめて少ないため⁽⁸⁾、實際上重要であるのは3条(a)項1号の(A)および(C)の定義規定である⁽⁹⁾。

みずから投資会社であることを認識しており、投資会社ではなく他の何者かであるというような主張はしない発行者を「通常の(orthodox)投資会社」と呼ぶことがあり、それらは3条(a)項1号(A)の定める実質的基準(substantive test)を満たす者である⁽¹⁰⁾。これに対して、同号(C)の定義に該当して投資会社となる発行者は、投資会社であることを意図しないにもかかわらず、その総資産額から政府証券および現金項目を控除した額のうち40%超が投資証券であるという客観的基準(objective test)を満たすために投資会社となる者である。このような投資会社を「不本意の(inadvertent)投資会社」と称することがある⁽¹¹⁾。

このような定義によって「投資会社」の範囲は一応画定されるが、(A)および(C)につき過剰な範囲のものまで含まれることがあるため、投資会社法および同法規則のもとで、それら2つの定義に関して一定の者を除外(exception)または免除(exemption)する制度が設けられている⁽¹²⁾。

(2) 通常の投資会社

① 総説

投資会社法3条(a)項1号(A)で定義される投資会社には、「主として証券の投資、再投資もしくは取引の業務」に従事している発行者、従事している外観を呈している発行者、および、従事することを企図する発行者が含まれる。単に証券に投資するだけではならず、第一に、それを「業務(business)」としていることを要する⁽¹³⁾。「投資(investing)」とは、同法に定義されていないが、「その取引の主たる目的として収益の期待が存在すること」を必要とする⁽¹⁴⁾。第二に、「主として(primarily)」投資の業務に従事することが要求されており、それは当該発行者にかかる様々な事情に照らして判断されることになる⁽¹⁵⁾。

以下に紹介するSEC対Fifth Ave. Coach Line, Inc.事件判決⁽¹⁶⁾は、「主として投資業務に従事する」に関して裁判所が判断を示した事例である。同判決に至るまで上記の点に関する裁判所の支配的先例は存在しなかったという⁽¹⁷⁾。同判決においてニューヨーク南部地方裁判所のマククリーン判事は、ある会社が主として投資の業務に従事しているか否かを判断す

るには、その全体的なあらゆる類の活動について検討されなければならない、とする⁽¹⁸⁾。

② Fifth Ave. Coach Line 事件判決

同事件では、ニューヨーク市でバス事業を営んでいた Fifth Ave. Coach Line 社（以下、Fifth 社）が、1962年3月に同市によるバス事業にかかる公用収用（condemnation）の対象となり、同市から1966年10月に事業廃止の補償（award）として受け取った金銭を証券の投資に用いたところ、同社が投資会社法3条（a）項1号（A）および（C）に該当する投資会社であるにもかかわらず登録義務（同法7条（a）項）を怠ったとして、SECが同法42条（e）項に基づき差止め（injunction）を求めて訴訟を提起したのである。

マククリーン判事は、まず1962年3月から1966年10月までの Fifth 社につき、公用収用に伴う補償の受領に向けて待機していた状況にあり、その子会社の子会社である W 社が行っていたバス事業が Fifth 社の間接的な唯一の業務であったとして、この間は投資会社ではなかったとする。

続いて、Fifth 社が最初に補償を受け取った1966年10月に同社が投資会社となったとする原告（SEC）の主張につき、マククリーン判事は「当裁判所は同意しない。11,500,000ドルを現金で保有することのみをもって投資会社であるとはいえない。Fifth 社がその現金で何をしたのか、換言すれば主として従事する業務が何になったかを知るために、その後の同社の活動を検討することが必要である。」と述べてこれを斥ける⁽¹⁹⁾。

1966年11月から12月にかけて Fifth 社は数社の株式を購入し、一部を売却しており、さらに1967年にも株式の購入を続けた。マククリーン判事は次のように述べる。「1967年6月30日の時点における Fifth 社は、1966年12月31日時点と比べて著しく増加した証券を所有しており、かつ保有する現金を著しく減少させていたのである。1966年12月31日に有していた現金が4,513,594ドルであったのに対して、翌年6月30日の時点で即座に利用可能な現金は総額で1,618,100ドルであった。当初は現金をもちながら実際に業務を行っていない会社が、その金銭を使用することによって、ある種の業務に従事することになるときが実際に来るのである。そのときが6月30日までに到来したのである。」と判示する。

さらに、その業務の内容について、次のように述べる。「6月30日に Fifth 社は何の業務に主として従事していたのであろうか。当裁判所の意見では、主として従事していたと公正に判断され得る唯一の業務は、証券への投資の業務である。それこそが Fifth 社がその金銭を支出していたところのものである。それこそが Fifth 社の所得の源泉である。『主として』と合理的に呼ぶことのできる業務は他に行っていない。」

以上のように述べて、マククリーン判事は、Fifth 社が1967年6月30日において投資会社法3条（a）項1号（A）の意味で投資会社であったと判断した。

先に述べたように、3条（a）項1号（A）に該当することとなる投資主体は、「自己が投資

会社であることを認識しており、それ以外の何者かであるという主張はしない」というのが一般になされる説明である⁽²⁰⁾。しかしながら、マクリーン判事は必ずしもそうであるとはいえないとして、同号(A)への該当性について判断を下したのである⁽²¹⁾。

③ 外観を呈している (Hold out) 投資会社

3条(a)項1号(A)の投資会社には、主として証券の投資、再投資、または取引の業務に従事している「外観を呈している」発行者が含まれる。これは禁反言 (estoppel) の原則に基づくものであり、すなわち、ある発行者が公衆に対して投資会社としての外観を呈していたならば、公衆は当該発行者が投資会社であるものと信じて取引を行うため、これらの者に保護を与える必要が生じるという考えによるものである⁽²²⁾。何をもちいて外観を呈している発行者であるのかにつき、フランケル教授は、「合理的な者であれば当該会社が証券の投資、再投資、または取引の業務に従事しているものと推論するであろうような投資業務に関する表明 (pronouncement) を当該会社が公衆に対して行ったことが適当な基準である」と述べる⁽²³⁾。

④ 企図する (propose) 投資会社

最後に、3条(a)項1号(A)の投資会社には、主として証券の投資、再投資、または取引の業務に従事することを「企図する」発行者が含まれる。「企図する」というのは、現実の業務活動を行うことまでは要しないが、何らかの形でその計画が公表されることを意味すると解されている⁽²⁴⁾。具体的にどのような状況があれば「企図する」と認められるかは個々の事例において判断されることになる。Townsend Corp. of America事件⁽²⁵⁾は、争点の一つとして「企図する」の意味が問われた事例である。

同事件は、クローズド・エンド型の投資会社であるTCA社およびTMC社、ならびにTCA社の過半数所有の子会社であるResort社の間におけるTCA社による残る2社の吸収合併に関して、合併に伴う株式の取得および買入れ等につきTCA社およびTMC社が投資会社法6条(c)項、17条(b)項および23条(c)項に基づくSECの承認を申請したものである。SECに提出された合併計画書のなかに、TCA社が1957年5月15日および翌月に発行した行使期限の定めのないワラントが無条件に解約 (cancellation) されるとする項目があり、これが合併計画の公正性 (fairness) の判断に際して問題とされた。

申請人は、TCA社が同年5月1日の時点ですでに同法3条(a)項1号にいう「企図する」投資会社となっていたのであるから、当該ワラントの発行は同法18条(d)項⁽²⁶⁾および23条(a)項⁽²⁷⁾に違反しており、そもそも無効である (同法47条(b)項) と主張する。これに対して、当該ワラントの保有者は1957年の時点でTCA社は投資会社ではなかったのであるから当該ワラントは有効に発行されたと反論した。

SECは、「従事することが外面に表れまたは提示されたときに発行者は投資会社の業務に

主として従事することを企図する」といえると述べた。そのうえで、本件では5月1日に開催されたTCA社の取締役会において、同社が管理型登録投資会社に組織を変更することを検討中であり、財務および投資業務に要する経験をもつCEOが必要である旨が述べられ、そのような豊富な経験を持つ者としてTownsend氏が同社の社長に選任されたことが議事録から明白であり、よって投資業務に従事する計画はその時点でTCAの経営者の内心に存在したにとどまらず、実際に決定されたのであると述べた。正式な会社の行為の存在を要求することは、当該会社がそのような行為を先延ばして連邦議会が設けた登録投資会社の規制を不当に回避できるようになるため、適当ではないとする⁽²⁸⁾。

なお、先に紹介したSEC対Fifth Ave. Coach Line, Inc.事件判決において、ニューヨーク南部地方裁判所のマクリーン判事が、「外観を呈する」または「企図する」といえるためには、より具体的な表明がなされることを要すると判示している点も参考となるであろう⁽²⁹⁾。

(3) 額面証書会社

額面証書 (face - amount certificate) とは、「表示金額または一定算式による金額の定期的な分割払込を条件として、その発行日から24ヶ月以上を経過した特定日または所定の方法で決まる日において表示金額もしくは一定算式による金額を支払う旨の当該発行者の債務を表示した証書、投資契約書またはその他の証券 (分割払型の額面証書)、または一括払込を条件とするもの (全額払込型の額面証書)」であり⁽³⁰⁾、このうち分割払型の額面証書の発行業務に従事している発行者、もしくは従事しようとしている発行者、または過去に当該業務に従事し、かつ未償還証書のある発行者は、投資会社法3条(a)項1号(B)によって投資会社とされる。

投資会社法3条(a)項1号(A)および(C)と異なり、同号(B)の額面証書会社は発行する証券のタイプに基づく分類によるものであって⁽³¹⁾、その発行される額面証書の性質は債券 (debt securities) であると考えられる⁽³²⁾。要約すると、投資家は分割払いで債券を購入して、その発行者は定められた日に額面金額を投資家に償還するというものであり、債券という形をした貯蓄口座の代替物ともいえる⁽³³⁾。立法当時の説明によれば、額面証書は高齢者や子供の教育のための貯蓄といったように手堅く長期的な投資手段として利用されていたようである⁽³⁴⁾。額面証書会社は、債券を投資家に発行する者であると同時に、投資のリスクを負担する者でもある⁽³⁵⁾。そこで投資会社法28条は、額面証書会社に対して、一定の積立金 (reserve) を要求するとともに、配当金、資産の保管、および解約時の払戻金等に関して、詳細な規制を設けている。

なお、額面証書会社は額面証書の発行を主たる業務としていることを要件とされておらず、したがって、ある会社が24ヶ月以上の期限を定めた分割払型での社債を発行すれば、不本

意にも (inadvertently) 額面証券会社として投資会社に該当することもあり得るが⁽³⁶⁾、前述の通りこの規定に基づいて投資会社に該当する投資主体はほとんど存在しないという⁽³⁷⁾。

2. 不本意な投資会社

(1) 総説

① 不本意な投資会社に該当する状況

投資主体の本意とは異なり、投資会社法3条(a)項1号(C)に該当して投資会社となるケースは少なくない⁽³⁸⁾。そのような状況を引き起こす事実は様々であるが、例えば最近とくに多く見られたのが、インターネットの事業を起業した者に対して助言や資金の提供を行い、または専門的技術のサービスを提供して、その成長の手助けをし、その見返りに当該新規事業者の株式を取得するインターネット・インキュベーター (Incubators) と呼ばれる者に関して、当該新規事業者が発展を遂げたのち株式公開をすることにより、その保有株式の価値が著しく増大する場合である⁽³⁹⁾。そのほかに、総資産の額に対して40%以下の割合で他の会社の証券を保有している会社が一定の額の資産を売却した場合、清算の過程における場合、さらには対象会社の株式の過半数を取得する意図で実施した公開買付が失敗に終わり過半数所有の子会社として投資証券から除外できない程度の株式数を取得した場合⁽⁴⁰⁾、等のケースが挙げられる⁽⁴¹⁾。

② 通常の投資会社との比較

投資会社法3条(a)項1号(C)に該当する投資会社は、第一に、当該発行者が証券の投資、再投資、所有、保有もしくは取引の業務に従事しており、または従事することを企図すること、第二に、当該発行者がその総資産額 (政府証券および現金項目を除いたもの) の40%超となる額の投資証券 (investment securities) を所有し、またはその取得を企図すること、という2つの要件を満たすものである。

簡単な比較をしておくと、投資会社法3条(a)項1号(A)に定義する「通常の投資会社」では、主として証券の「投資、再投資、もしくは取引」を行う者であることを要件としている。これに対し、同号(C)の「不本意な投資会社」では、単に証券を「所有、保有」する者をも対象としており、ポートフォリオの組替えが積極的でない投資主体も含まれることになる⁽⁴²⁾。さらに、「通常の投資会社」では「証券」への投資であれば足りるのに対して、「不本意な投資会社」では「投資証券」への投資の額が客観基準による算定の基礎となる⁽⁴³⁾。

資産の相当程度が「投資証券」で構成されるこのような発行者に対して、投資家は、投資会社への投資と同じように、それらの証券から当該発行者が得る収益を期待するとも考えられるであろう⁽⁴⁴⁾。「通常の投資会社」ではその「主たる業務」が何かという観点から定義さ

れるのに対し、「不本意な投資会社」ではその「投資業務」がどのようなものであるかという観点から定義がなされていると説明することができる⁽⁴⁵⁾。

(2) 「客観基準」設定の背景

投資会社の定義策定は、1935年公益事業持株会社法30条によって議会から「投資信託および投資会社」に関する調査研究を指示されたSECが、その調査研究のために「投資会社」の範囲を画定しようとしたことに始まる⁽⁴⁶⁾。調査研究の対象とすべき会社の範囲につき、議会は何ら定めていなかった。そのため、SECは、他の会社の証券を保有する公開会社のうち、特別な規制目的に照らして投資会社とみなされるべき、またはみなすことができる会社のタイプを集約していった。その際、流動性および流通性の高い資産を有する会社における濫用的行為のおそれを意識して作業が行われた⁽⁴⁷⁾。

まず上記の広範なグループから除かれたのが、銀行、保険会社、および小規模な貸付会社等であり、すでに特別な連邦もしくは州の監督規制下におかれているという理由による⁽⁴⁸⁾。投資会社の範囲を画定する作業の中でSECにとって困難であったのが、持株会社(holding company)との線引きをいかに設けるか、証券を保有する会社であってその保有が比較的重要でない会社をどのように区別するのか、という点である⁽⁴⁹⁾。

この点につき、SECは『投資信託および投資会社に関する研究報告書』の中で、「投資会社の調査研究の範囲内に適切に含まれるべき証券保有会社の外延を設定するために用いる主な基準は、当該証券保有会社の資産に占めるポートフォリオ証券の比率、およびポートフォリオ会社の社外証券のうち当該証券保有会社が保有するその証券の比率に基づくものである。」との見解を示した⁽⁵⁰⁾。

そこでより具体的に、前者の基準についてSECは、証券保有会社の資産に占める保有証券の割合につき50%という基準を設けた⁽⁵¹⁾(なお、後述のように資産の50%という基準は、投資会社法制定時に40%へと変更されている)。また後者の基準についてSECは、ポートフォリオ会社の議決権の50%以上を支配すること、すなわち過半数所有子会社(majority-owned subsidiaries)⁽⁵²⁾への投資を、上記の調査研究の目的に照らして「投資」として位置づけないこととした⁽⁵³⁾。

結果、SECは、「証券を保有する会社は、その資産から現金および合衆国政府証券を除いた部分の2分の1以上が、合衆国政府証券および投資会社ではない子会社⁽⁵⁴⁾の証券以外の証券で構成されている場合、投資会社であるとみなされる」と定義するに至った⁽⁵⁵⁾。

これにより、例えば総議決権の45%というように、所有する証券がポートフォリオ会社の議決権の過半数に限りなく近い割合であっても、その証券は「投資証券」として扱われて証券保有会社の資産に占める一定割合の算定に含まれるため、不本意ながら投資会社に該当

するケースが生じることになる⁽⁵⁶⁾。SECは『投資信託および投資会社に関する研究報告書』の中で次のように述べてこのようなケースには弾力的に対処する旨の見解を示した。

「この基本的な判定方法 (formula) は、一応の (prima facie) 基準であって、絶対的な (absolute) ものではない。子会社への投資の比率が50%の基準に近い境界事例 (borderline cases) においては、当該会社が投資会社のカテゴリーに含まれるべきか否かにつき、支配もしくは影響、さまざまな子会社および関係者の業務における統合性もしくは非統合性、当該会社によるポートフォリオ証券の取引量、ポートフォリオ証券の組み替えの頻度、当該会社による最初の証券公募にかかる条項および表示、ならびにその組織のさまざまな活動および取引のような他の要素が考慮されなければならない。⁽⁵⁷⁾」ポートフォリオ会社に絶対的な支配力までではなくとも現実的または潜在的に支配力を及ぼすほどの投資を行っている発行者については、場合によっては「投資会社」に含めないこともありうる立場であると要約することができよう⁽⁵⁸⁾。

なお、『投資信託および投資会社に関する研究報告書』において客観基準に用いられた50%という数値は、制定された投資会社法3条(a)項1号(C)では40%へと変更されている。その変更の理由は明らかではない⁽⁵⁹⁾が、SECは、調査分析の結果、40%という数値によって、規制が及ぶべきではない持株会社および事業会社のほとんどすべてを排除することができるという結論に達した⁽⁶⁰⁾。40%の相当性については慎重な注意が払われたと評されており⁽⁶¹⁾、投資会社法の起草者の一人でSECの委員でもあった⁽⁶²⁾ Schenker氏は、議会において次のように述べる。

「我々はこの(40%超：筆者注)判定基準を用いて1933年証券法および1934年証券取引所法のもとで委員会に登録した1,800社を調査した。我々はみずから投資会社であると考えている会社のすべてを除外した。我々はこれらの会社の貸借対照表を分析した結果、それらの会社は総額で50億ドルの市場性のある証券 (marketable securities) - 『市場性のある証券』とはその子会社の証券以外の証券を意味する - を有していることが判明したが、この判定基準に該当したのは極めてわずかな数の (very, very few) 会社のみであった。⁽⁶³⁾」

以上のように、立法の経緯から、持株会社と投資会社との線引きをいかにするのか、投資会社法の目的に照らして投資をどのように理解するのか、といった点に配慮しながら、現行の投資会社法3条(a)項1号(C)における客観基準がつくられていったことが伺われる。

(3) 投資証券の意義

上に述べたとおり、投資会社法3条(a)項1号(C)は、証券の投資、保有等の業務に従事する者であって、かつ、その所有する「投資証券」の額が総資産額の40%を超える者を投資会社とする旨定める。算定の基礎となる証券は「投資証券」である。同法3条(a)項

2号は、「投資証券」を次のように定義する。

「本条に用いられる『投資証券』には、(A) 政府証券、(B) 従業員証券保有会社の発行する証券、および(C) 当該所有者の(i) 投資会社ではなく、かつ、(ii) 本条(C) 項1号ないし7号に定める投資会社の定義の適用除外に依拠しない過半数所有子会社によって発行される証券、を除くすべての証券を含む。」

「政府証券」は同法2条(a) 項16号に定義されており、合衆国政府またはその機関が発行もしくは保証する証券である。政府証券への投資を促進する議会の政策のもと、このような規制内容となったと見ることもできるが、やはり事業会社が本来の業務を行いつつ政府証券を保有するのは、それを現金に相当するものとして捉えた上での行動であると思われることができるからかもしれないという指摘がある⁽⁶⁴⁾。

「従業員証券保有会社 (employees' securities company) の発行する証券」に関して、同法2条(a) 項13号は、「従業員証券保有会社」を、そのすべての発行済社外証券が従業員もしくはその家族または従業員の使用者等によって所有されている投資会社またはそれに類似する発行者であると定義する。従業員証券保有会社は労働者間の結びつきから生まれた独特の投資プランであって、使用者は収益を期待してその証券を購入するのではなく事業運営を推し進めるために従業員証券保有会社が発行する証券を購入すると説明される⁽⁶⁵⁾。

最後に、当該発行者によってその社外議決権証券の50%以上が所有されている「過半数所有子会社 (majority - owned subsidiary)⁽⁶⁶⁾」の発行する証券が除外される。投資会社でない過半数所有子会社の親会社(発行者)は、当該過半数所有子会社を通じて企業集団 (conglomerate) としての業務を行っていると思えることができ⁽⁶⁷⁾、かかる発行者はポートフォリオの管理を行う者としてではなく、一つの企業体を積極的に管理する持株会社として位置づけるという考えによるものである⁽⁶⁸⁾。

(4) 資産の40%基準

証券の投資、所有等の業務に従事する発行者であって、かつ、その所有する「投資証券」の価額が総資産額の40%を超える発行者は、投資会社法3条(a) 項1号(C) によって、投資会社となる。そこでは、価額 (value) の算定が、総資産額および投資証券について行われることになる。

「価額」について投資会社法2条(a) 項41号(A) は、(i) 前四半期に所有されていた証券であって、市場相場が容易に利用できるものに関しては、当該四半期末の市場価額、(ii) 前四半期末に所有されていたその他の証券および資産に関しては、取締役会により善意に決定された当該四半期末の公正な価額、(iii) 前四半期末以後に取得された証券およびその他の資産に関しては、その取得価額、をいうと定められている⁽⁶⁹⁾。

3条(a)項1号(C)では、「総資産額 (value of total assets)」から政府証券および現金項目 (cash items) を控除することとされている。立法の背景は明らかではないが、政府証券への投資は、一時的な運転資金の運用であって、それは一般の事業会社においても行われているものであり、証券投資の業務に特徴的なものではないという理由から控除されると説明されている⁽⁷⁰⁾。現金項目の控除についても当該会社の業務のタイプに特徴的なものではないとの理由からである⁽⁷¹⁾。

投資会社法には「現金項目」を定義する規定はおかれていない。一般に現金項目というと、換金が容易であるものが含まれると考えられ、従前のSECの立場も「流動性 (liquidity)」の基準に依拠してきたといわれる⁽⁷²⁾。しかしながら、SECは1982年に投資会社がSECに提出する財務諸表の様式および内容を定めるレギュレーションS-Xの第6条を改正して、現金項目に関して「手許現金、要求払い預金、定期預金、コール・ローン、および引き出し制限が付された資金」と規定していた旧6条03.1を、新6条04.5で「手許現金および要求払い預金」と改めたことにより、旧来よりも限定的な内容とされた⁽⁷³⁾。

3. 投資会社法3条(b)項による除外—Tonopah基準

(1) 概要

不本意にも3条(a)項1号(C)の客観基準に該当するとしても、必ずしもすべての発行者が投資会社になるわけではない。すなわち、同法3条(a)項1号(C)は、ある発行者を投資会社として「推定 (presumption)」することを定めた規定であると考えられており、当該発行者は投資会社法3条(b)項の要件に当てはまることを主張して、その推定を覆すことができる仕組みとなっている⁽⁷⁴⁾。

投資会社法3条(b)項は以下のように規定する。

「前項1号(C)にかかわらず、次に掲げるものはいずれも本法における投資会社ではない。

- (1) 直接、または『完全所有子会社』を通じて、主として証券の投資、再投資、所有、保有または取引以外の業務に従事する発行者。
- (2) その者の申請に基づき、SECにおいて、直接に、または(A)『過半数所有子会社』を通じ、もしくは、(B)類似の業務を営んでいる被支配会社を通じて、主として証券の投資、再投資、所有、保有または取引以外の業務に従事しているものと認められ、かつ命令によってそのことを明らかにされた発行者。

登録投資会社以外の発行者は、本号に基づく善意の申請書提出により、60日の間、投資会社としての資格をもつ者に適用される本法のすべての規定の適用から除外されるものとする。理由が開示されれば、SECは命令によって当該適用除外期間を追加して延長することができ

る。SECは、その発議または申請に基づいて本号に基づく申請の許可を発令する必要がある状況が消滅したと認めたときは、命令によって、当該命令を取り消すものとする。

- (3) そのすべての社外証券（短期手形および取締役の資格要件として所有すべき株式を除き）が、前各号により投資会社の定義から除外された一つの会社によって、直接または間接に所有されている発行者。」

(2) 規制の特徴

① 3条(b)項1号と2号

3条(b)項は、同条(a)項1号(C)にかかる除外制度を定めたものであり、すなわち、たとえ当該発行者がその総資産額の40%を超えて投資証券を有する場合といえども、これを投資会社から除外することを認める規定である。そこでは、「その一つの企業体の主たる活動が、証券の投資、再投資、所有、保有または取引以外の業務（非投資業務）であるか否か」の観点から、さらに投資会社の範囲に絞りをかける手法が採られている⁽⁷⁵⁾。

いわば画一的な基準によって一応の範囲を画定しておいて、さらに実質的にみて包含されるべきでない者を除外していく手順である。柔軟な手法である反面、SECの命令が下されるまでに6ヶ月ないし12ヶ月の時間を要し、SECとの長期の交渉の末に除外命令が得られないこともあり、また除外命令が下されると同時に通常はSECから当該発行者に対して提出が命じられる将来の活動計画の表明内容に当該発行者は拘束される、といった発行者（除外申請者）からみて難点または制約がないとはいえない⁽⁷⁶⁾。

3条(b)項は、非投資業務に従事する態様として、

- (ア) 当該発行者が「直接に」従事する
- (イ) 完全所有子会社⁽⁷⁷⁾を通じて従事する
- (ウ) 過半数所有子会社を通じて従事する、および
- (エ) 類似の業務⁽⁷⁸⁾を営んでいる被支配会社を通じて従事する

という4つを掲げている。

3条(b)項1号によれば、直接または完全所有子会社を通じて主として非投資業務に従事する場合には自動的に当該発行者は投資会社から除外されるのに対し、同項2号によれば、直接または過半数所有子会社もしくは類似の業務を営む被支配会社を通じて主として非投資業務に従事する場合にはSECの命令を受けない限り投資会社から除外されないとする⁽⁷⁹⁾。

いずれの規定にも「発行者が直接に」非投資業務に従事する場合が含まれている。発行者は、主として非投資業務に従事していることが明白であるためSECへの申請が不要であると判断するときは同項1号に依拠するであろうし、それに疑念を抱いているならば同項2号により除外命令の申請をすると考えられる⁽⁸⁰⁾。同項1号に基づく当該発行者の判断はあく

までも自主的な判断であって、その結論にSECは拘束されない。そのため、SECがその結論を否定する判断を下すならば当該発行者への法的制裁もあり得るのであって、同項2号の命令を受けておけばそのような制裁を回避することができるのである⁽⁸¹⁾。

② 完全所有子会社の投資業務 — 3条(b)項3号と規則3a-3による補完

ある発行者は、投資業務をみずから行わず、完全所有子会社を通じて行うことも想定される。このような一般の株主をもたない完全所有子会社にあつては、投資会社法がその保護を目的とする公衆の利益が存しない。3条(b)項3号は、このような会社を投資会社の定義から除外することを意図する規定である。ただし、3条(b)項3号の文言が「そのすべての社外証券が前各号により投資会社の定義から除外された会社によって所有されている発行者」とされていることから、同項1号および2号の除外の対象となる同条(a)項1号(C)にいう「不本意な投資会社」から除外された会社によって社外証券のすべてが所有されている者に限られることになる。そうすると、除外制度とは関わりのない一般の事業会社の完全所有子会社が投資会社の業務を行う場合に、同規定による除外が認められないことになる⁽⁸²⁾。さらに、3条(b)項は、同条(a)項1号(C)の「不本意な投資会社」にかかる除外を定めたものであるから、当該完全所有子会社が親会社を唯一の株主とすることにより同条(a)項1号(C)からは除外されても、同号(A)の「通常の投資会社」に該当する可能性はある。

SECは、上のようなケースに個別に対処してきたが、それに要するコストと時間を節減するために、1981年に投資会社法規則3a-3を採択した⁽⁸³⁾。同規定は、投資会社法規則3a-1(a)の条件を満たす会社⁽⁸⁴⁾であつて、かつ、同法3条(a)項に定義された投資会社ではない会社、同法3条(a)項1号(C)の投資会社に該当するが同条(b)項1号もしくは2号によって除外される会社、または規則3a-1の目的からみて投資会社であるとみなされない会社によって、その社外証券のすべてが所有される発行者は、3条(a)項1号(A)および3条(a)項1号(C)にかかわらず、投資会社ではない旨を定める。

③ 被支配会社の意義

発行者が間接的に、すなわち「被支配会社」を通じて非投資業務に従事していることを証明する場合、そのポートフォリオ会社に対する「支配」の有無が最初(threshold)の重要な問題となる⁽⁸⁵⁾。

投資会社法2条(a)項9号は、「支配」を、「会社における公的な地位の結果のみから生ずるものではないものであつて、当該会社の管理または方針に支配的な影響を及ぼす権能をいう」と定義しており、さらに直接または被支配会社を通じて特定の会社の議決権証券の25%以上を実質的に所有している者は、当該会社を支配していると推定するとし、特定の会社の議決権証券の25%以上を所有していない者は、当該会社を支配していないものと推定すると規定している。

SECは、投資会社法3条(b)項2号に基づく除外命令を求める申請がなされた M. A. Hanna Co. 審決 (10 S.E.C. 581 (1941)) において、「議会は、『当該会社の管理または方針に支配的な影響を及ぼす権能』というフレーズを用いることによって、ある会社に対する絶対的かつ完全な優位性 (domination) には及ばない状況をも『支配』の範囲に含める意図であったと思われる。この結論は、ある会社の議決権株式の過半数の所有が『支配』の存在に関する制定法上の基準になっていない事実によって裏付けられる。さらに2条(a)項9号の反証可能な推定は、議決権以外の事実が『支配的な影響』の存在を判断する際に考慮されるべきであることを示している。会社との、従来からの、慣習的な、もしくは契約上の提携、または共同してもしくは単独で行動する者の動機を左右することは、本法で用いられる意味での『支配』の認定における基礎となるであろう。」と述べる。

3条(b)項2号の「支配」の文言は、持株会社(当該発行者)との統合性 (integrity) の文脈で理解すべきであり、当該発行者がそのポートフォリオ会社を通じて現実に事業運営の指揮に主として関わっていたか否かが問われるべきと主張する見解がある。この論者は、「支配的な影響」は数人の取締役もしくは役員員の兼務または長期にわたる堅固な提携関係などによって生じる「優位性の感覚 (susceptibility)」を意味するに過ぎないであろうから、3条(b)項2号の除外命令の申請者は容易に「支配的な影響」を証明して規制を免れることができる⁽⁸⁶⁾と批判する。

最近では、25%の数値に疑問を呈する見解もある。すなわち、25%以下の所有者は支配者として推定されないことにより、反証に成功してポートフォリオ会社を被支配会社と認定されなければならない。このことが発行者にとって負担となっているのであり、事業を構築または展開していくうえでの戦略的 (strategic) なパートナーの発行株式を25%に満たない割合で保有することも、特に新規事業者にあってはしばしば見られることであるという⁽⁸⁷⁾。

(3) 「非投資業務への主たる従事」— Tonopah基準

投資会社法3条(a)項1号(C)の基準に該当する発行者が投資会社から除外されるには、主として非投資業務に従事していることを要する(3条(b)項1号および2号)。重要な問題は、非投資業務への「主たる従事」がどのような状況で認められるかである。

「主たる従事」の判定は個々の事案ごとに当該発行者の諸事情に照らして行われるところであるが、1947年のTonopah事件においてSECは非投資業務への「主たる従事」であるか否かを判断するための5つの要素 (factors) を示した。これは「Tonopah基準」と呼ばれ、その後の3条(b)項の運用に関して支配的な指針となっている⁽⁸⁸⁾。

〔Tonopah事件⁽⁸⁹⁾〕 否定事例

同事件は、Tonopah社（以下、T社）が投資会社法3条(a)項1号(C)の基準に該当することとなったため、同法3条(b)項2号に基づいてSECに対して除外命令の申請を行ったものである。SECはまず「主要な考慮すべき事情は、(1)当該会社の過去の業務展開、(2)公衆への方針の表明、(3)役員および取締役の行動、そしてさらに重要なこととして、(4)その現在の資産の特徴、および(5)現在の所得の源泉、である⁽⁹⁰⁾」と述べたうえで、これらの各項目ごとに検討を行った。

(1)の「当該会社の過去の業務展開」に関して、SECはT社が1901年の設立当時は直接または過半数所有子会社を通じて主として鉱業に従事していたことは疑いはないが、現在では過半数所有子会社のほとんどすべてが活動をしていない状態にあることを指摘した。SECは、T社がその株式の10%を所有し、T社の関係者であるV社が残り90%の株式を所有するL社を通じてT社が鉱業に従事していたかにつき、V社がL社を支配していたことは認めるが、T社がV社およびL社を支配していたとは認められないとする証言があること、さらにL社をはじめT社が行った投資はすでに開発済みの鉱山事業への投資ではなくて冒険的な鉱山事業の発展の可能性への投資であったとする証言が存在することを指摘した。T社の投資は関係する会社の支配獲得または業務運営を目的としていたのではなく、投資家としての関心によるものであり、またほとんどの投資を特定業種に集中させることは投資会社の活動形態として十分に知られているところであるとSECは述べた。

(2)の「公衆への方針の表明」に関して、SECは、1935年以降の表明は明白なものではないとしたうえで、同年にT社が提出した登録届出書には9社の過半数所有子会社が列挙され、そのうち5社は活動をしておらず、2社は他社への投資を行っており、1社はさまざまな鉱業会社に対する電力供給に従事しており、最後の1社はさまざまな鉱山での運搬業務に従事している旨が記載されていることを指摘する。またSECは同年の株主宛の報告書の中で「当社は数年にわたりある意味で持株会社の性質を有する事業を行ってきた」という記載があり、さらに連邦議会で検討されている持株会社に関する立法と同社との関わりについて経営者の表明がなされていることを指摘する。

(3)の「役員および取締役の行動」に関して、SECは、それらの者が鉱業事業の専門家であるとともに興味をもった鉱業会社の株式への投資につきそのメリットを評価する能力があると指摘したうえで、記録からはT社の経営者が同社の鉱業事業の運営に関して多くの時間を費やしたことが証明されていないと述べた。

(4)の「その現在の資産の特徴」に関して、直近の資料によると、現金および政府証券の額248,150ドルを差し引いたT社の総資産額は1,426,345ドルであり、その約94%を市場性のある証券およびその他の投資証券（いずれにも被支配会社の証券は含まれていない）

の額が占める。投資証券の額の63%が鉱業および精錬会社の証券21銘柄に投資され、その残りが公益事業、鉄道業等の証券35銘柄に投資されていた。SECは、投資証券の大部分が鉱業関連の証券で構成され、残りの部分は分散しているT社のポートフォリオの特徴に数年間変化は見られないと述べた。

(5)の「現在の所得の源泉」に関して、SECは、「T社の現時点での唯一の所得の源泉が、利子、配当および証券の売却益であることに疑問の余地はない。」と述べる。

以上のように分析して、SECは「T社は鉱業企業の証券に特化してしたもの、それは鉱業事業を支配するため、またはそれに従事するために行ったものではなく、むしろT社は投資家の地位に立っていたのである。」と結論して、T社の申請を斥けた。

ここで、Tonopah基準の5つの要素の意義を簡単に整理しておく。

第一に、「当該会社の過去の業務展開」の分析から、当該会社の投資行動の傾向(trend)を推察することができ、また当該会社の投資活動が将来的に重要性を増すのか否かの予測が可能となる。そこで、当該会社が自主的に多額の証券を保有するに至ったのか、多額の証券保有が一時的なものに過ぎないのか等につき検討が加えられることになる⁽⁹¹⁾。

第二に、「公衆への方針の表明」は、投資家が当該会社のポートフォリオ証券のもたらす収入を期待して当該会社への投資を行ったのか確かめる際に重要である⁽⁹²⁾。登録届出書や目論見書、または年次報告書の記載内容、株主総会での発言のほか、定款所定の事業目的、会社の商号などが表明として分析の対象とされているようである⁽⁹³⁾。

第三に、「取締役および役員の実行」は、特定の非投資業務に従事していたかを判断するために加え、当該会社によるポートフォリオ会社に対する支配の有無を判定する目的からも分析される事項である⁽⁹⁴⁾。具体的には、取締役および役員の実行業務に費やした時間、当該業務に関する取締役および役員の実験または専門性の程度などが関係する⁽⁹⁵⁾。

最後に、「現在の資産の特徴および所得の源泉」は、5つの要素の中でも最も重要であるとされる⁽⁹⁶⁾。着目される基本的事項は、当該会社の総資産額に占める投資証券の比率、および当該会社の所得に占める投資証券がもたらす所得の割合である⁽⁹⁷⁾。当該会社による投資がポートフォリオ会社への資金供給のためのものである、またはポートフォリオ会社を当該会社の顧客もしくは仕入れ先として獲得するために投資を行っている場合には除外命令の可能性が高まるであろうし、ポートフォリオ証券の取引状況が活発である、または当該会社が投資業務の所得に依存しているといった場合には、非投資業務に主として従事している推定がなされるであろう⁽⁹⁸⁾。

以下に紹介するMoses対Black事件は、裁判所が投資会社法3条(b)項1号の除外に関

して Tonopah 基準の採用を明示した点で意義を有する事例である⁽⁹⁹⁾。

[Moses 対 Black 事件⁽¹⁰⁰⁾]

同事件は、Chock 社（以下、C社）の取締役（被告）に対して証券取引で同社が被った損害の賠償を求める株主代表訴訟である。原告株主はその主張において、C社は未登録の（unregistered）投資会社であったため、すべての取引が無効であるとする。裁判所は、Tonopah 基準に照らしながら、C社が投資会社法3条（b）項1号によって投資会社から除外されるか否かの判断を行った。

裁判所はまずC社の主たる業務に関して、「C社は、その独特かつ目立つ外観、全店で同じメニュー、そして独特のメニューの名称から、そのレストランが存在する特に首都圏では間違いなくファースト・フード・チェーンとして十分に知られている。歴史的にまたは年次報告書および公的な届出書において、C社が、小売りの食品店で一定の人気商品を販売するために展開した子会社を有しながら、主としてファースト・フード以外の事業者であると自身が認識し、またはそのように公衆に知られていたことを示す証拠は提出されていない。」と述べる。

さらに、主にC社取締役会の議事録から判断するに、同社の取締役はレストラン事業の売上げを伸ばすために相当の時間を費やしたことが明らかであり、また取締役および役員は投資の専門知識をもっていなかったこと、投資活動に対する特別な報償を得ていなかったこと、および外部の投資顧問が雇われた事実は存在しないことを裁判所は指摘した。

最後に、裁判所は、C社の収入に占めるC社およびその完全所有子会社である Coffee 社の配当所得の割合が10%を下回っており、事業上の所得に比して重要なものではないと判示した。以上の分析から、裁判所はC社が投資会社ではないと結論した。

本件は、裁判所がC社の業務内容の「周知性（perception）」に依拠した部分が特徴的であり、Tonopah 基準が有利にはたらいたといえよう⁽¹⁰¹⁾。すなわち、「合理的な一般投資家が当該発行者を投資会社タイプの者であると認識するか否か」という視点からの分析であると要約するならば、C社のように他の事業で高く認知されている発行者は Tonopah 基準の第一および第二の要素につき有利な判定を受けるといえることができる⁽¹⁰²⁾。

4. Tonopah 基準の展開

（1）資産の特徴および所得の源泉 — 規則3a-1の制定

「資産の特徴および所得の源泉」は、SECが Tonopah 基準のうち最も重要であると位置づけた事項である。基本的な分析事項として、資産の特徴に関しては当該発行者の総資産額

に占める投資証券の価額の比率、および所得の源泉に関しては当該発行者の所得に占める投資証券がもたらす所得の割合が挙げられる。

Tonopah 事件では、Tonopah 社の総資産額に占める投資証券の価額の比率が94%、同社の所得の源泉に関しては投資証券からの所得が唯一のものであった。以下、Tonopah 事件の前後の事例を概観しておく。

[Helm 事件⁽¹⁰³⁾] 認容事例

同事件は反トラスト法に基づく判決の命令によって、American Snuff Company から100万ドルを譲り受けたHelm社（以下、H社）が、証券投資をみずから行い、3条(b)項2号に基づき除外命令の申請を行ったものである。

H社にとって100万ドルは必要な運転資金以上の額であった。H社は、2カ所の工場を稼働し、500名の従業員を雇用していた。H社は、これまで自社が投資業務に主として従事する旨を表明したこともなく、設立以来かぎ煙草の製造および販売に積極的に従事してきた。H社の総資産額に占める投資証券の割合は46.48%であり、またH社の純収益（net earnings）に対して投資証券がもたらした所得の比率は約21%であった。

H社の取締役は、同社の製品および地域の拡大をしばしば検討しており、そのような発展に際して100万ドルが運転資金として利用されることを意図していた。申請人によれば、市場性のある証券への投資は、運転資金として即座に必要なはないが容易に利用可能な、つまり現金項目として扱っていたという。

SECは、「申請人が保有する証券の額は総資産額の40%を超えているが、これらの証券の取得および保有、ならびにこれらの証券に時折みられた変動は、完全に申請人の製造業務に付随して起こったことであると思われる。」と述べた。

[Real Silk 事件⁽¹⁰⁴⁾] 認容事例

同事件は、収益を圧迫する費用を削減するためにプラントおよび設備の一部を売却して多額の金銭を得た靴下の製造業を営むReal Silk（以下、R社）が、みずから証券投資を行い、3条(b)項2号に基づき除外命令の申請を行ったものである。

R社は600名から700名の従業員を直接雇用しており、さらに別に4,000名から5,000名を販売員として雇用している。R社にとって上記の金額はただちに必要なものではなかった。R社はその余剰資金を証券投資に利用することに決め、そのため証券投資を可能にするよう定款を変更した。R社の証券投資は、同社の社長および副社長のみによって行われ、証券投資に関して特別な報償を得ることもなく、また投資の専門家が雇われることもなかった。R社の投資証券の市場価格は2,959,000ドルとなり、総資産額に占める投資証券の割合

は40%を超えていたが⁽¹⁰⁵⁾、R社は300万ドルを超える価額の投資証券を保有する意図はないと表明していた。税引き前の総所得に対する投資による所得の割合は、24%ないし38%であった⁽¹⁰⁶⁾。

SECは、「R社の事業経営の長い歴史とその重要性、事業に充てられた多額の資金、将来の投資に充てられるであろう金額の制限を明示したこと、R社にとって収入源としての事業経営の相対的な重要性、R社が投資会社であるという表示を公衆に行っていないこと、に関する上の事実を鑑みて、我々はR社が主として証券の投資、再投資、所有、保有、または取引以外の業務に従事していると認定する。」と述べる。

[International Mining 事件⁽¹⁰⁷⁾] 否定事例

同事件は、鉱業、鉱業会社への投資、ならびに証券投資および証券取引を定款で認めていたInternational社（以下、I社）が、世界恐慌による不況とベースメタルの需要悪化を見込んで、資産のほとんどすべてを証券の投資に充てたことにより、資産の大部分が投資証券となったため、投資会社法3条(b)項2号に基づき除外命令の申請を行ったものである。

I社の証券投資は鉱業開発に熟練した複数の者によって管理され、それらの者は多くの時間を採鉱の予測に費やした。I社の投資が継続的な方針として鉱業活動のリスクに対する備えとしてのものであったことは株主に対する様々な報告書で述べられていた。I社が投資活動を業務の重要な要素であると考えている旨のほか、I社が最近投資した鉱山開発に関する事項に加え、ポートフォリオ証券のリストも年次報告書に記載されていた。

どの時期においてもI社の主要な所得の源泉は投資証券であった。投資証券から得た所得の全体の所得に占める割合は88.33%、総資産額に占める投資証券の価額の割合は最も多いときで92%であった。

I社の登録届出書および目論見書には、「証券の取引に主として従事することは当社の方針ではない」と記載されていたが、5年間でのポートフォリオ証券の回転率は20.7%であった。このような活動は積極的な投資方針である。

以上のような点を指摘して、SECは、「投資証券を通じて実現した所得がなければ、I社は存在しなかった」と述べて、I社の申請を斥けた。

以上の事例から一般的なルールを見いだすのは困難であるが、発行者の投資証券の保有額が当該発行者の総資産額の8割ないし9割程度まで達している場合、または発行者の総所得に対する投資業務のもたらす所得の比率が極めて高い場合には、除外申請は認められにくい傾向にあるといえよう。

かつてKerr弁護士は、3条(b)項2号に関する事例分析を通じて、投資会社とそうでな

い者との境界について、投資証券の総資産額に占める割合につき50%、そして投資業務がもたらす所得の総所得に占める割合につき50%と設定することができるであろうと述べていた⁽¹⁰⁸⁾。ただし、これらの比率が50%を上回っていたとしても、他の要素が十分に当該発行者の主張を裏付けるようなものであれば、まだ除外の途は閉ざされないであろうと同氏は付け加えていた⁽¹⁰⁹⁾。

その後、1981年にSECは投資会社法規則3a-1を採択した。同規定は、発行者が、(1) 政府証券および現金項目を除く「総資産額の45%を超えない範囲」で、(ア) 政府証券、(イ) 従業員証券保有会社の発行する証券、(ウ) 当該発行者の投資会社ではない過半数所有子会社の発行する証券、(エ) 当該発行者によって主として支配され⁽¹¹⁰⁾、かつ、その者を通じて当該発行者が証券の投資、再投資、所有、保有、または取引以外の業務に従事する投資会社ではない会社が発行する証券以外の証券を保有し、かつ、(2) 税引後の当該発行者の「正味の所得の45%を超えない額」がそれらの証券から生じる場合、投資会社法3条(a)項1号(C)にかかわらず、同法の投資会社ではないものとする⁽¹¹¹⁾。

この規定に依拠して投資会社の範囲から免れるために、SECの除外命令は不要である。SECが述べるように、規則3a-1はそれまでのSECの除外申請にかかる判断の積み重ねを反映したものであり、発行者の除外申請およびSECの審査の負担を軽減するものであるといえる⁽¹¹²⁾。

このようなSECの規則制定の動きは、Tonopah基準の要素うち最も重要であるのが、「資産の状況および所得の源泉」であるとした流れに沿うものである⁽¹¹³⁾。もっとも、Kerr弁護士が指摘したように、規則3a-1の基準を超えたからといって当然に3条(a)項1号(C)の「不本意な投資会社」になるわけではなく、3条(b)項2号の免除申請手続きのもと諸事情に照らして除外の適否が判断されることになる⁽¹¹⁴⁾。

(2) 一時的な投資会社 (Transient Investment Company) — 規則3a-2の制定

先に述べたように、Tonopah基準における発行者の「過去の業務展開」のもとで、当該発行者の証券保有の傾向が分析される。ある発行者が何らかの予期せぬ異常な事態によって一度に大量の証券を保有することとなり、その額が総資産額の40%を超えるようになれば、「不本意な投資会社」に該当する可能性も生じてくる。

このような状況に関連して、先に紹介したSEC対Fifth Ave. Coach Line, Inc. 事件で裁判所は興味深い判示をした。公用収用に伴う補償を受領した1966年10月に証券投資を開始し、一定の保有額となった同年12月の時点でFifth社が「証券の投資および保有の業務」に従事していたとする原告の主張に対し、マクリーン判事は次のように述べる⁽¹¹⁵⁾。

「『業務』は継続的な活動の意味を含んでいる。当裁判所は、かつて何の業務も行ってい

なかった会社がひとたび比較的数量少ない小口の株式買付を始めたとしても、これをもって当然に証券の投資および保有の業務に従事するようになると法が意図していたと解するのは不合理であると考え。本件のような状況のもと、会社はいずれの方向に向かうのか、言い換えると何の業務に従事するかを決断するために、合理的な時間が与えられるのである。そのような目的からみて、これを許容する時間として2ヶ月半は十分であるとはいえない。」

1981年にSECが採択した投資会社法規則3a-2は、SECがこのような異常な事態における合理的な時間の経過の必要を容認した表れであるという⁽¹¹⁶⁾。すなわち、何らかの事情で一時的に多額の証券を保有することとなった発行者に対して、ただちに投資会社法18条の資本構成の要求をはじめ同法のさまざまな規制を及ぼすことは適当ではないというのである⁽¹¹⁷⁾。規則3a-2は、このような状況に関する、それまでのSECの除外申請にかかる判断の積み重ねを反映したものである⁽¹¹⁸⁾。

規則3a-2は、同法3条(a)項1号(A)および(C)にかかわらず、発行者は証券の投資、再投資、所有、保有、または取引以外の業務に主として従事する誠実な意図(bona fide intent)をもっている場合には、1年を超えない範囲でそれらの業務に従事していないものとみなされる旨を規定する。その意図を裏付ける事項として、当該発行者の業務活動および当該発行者の取締役会による決議またはそれに類する者の行動が議事録または文書に記録されていることを挙げる(規則3a-2(1)および(2))。なお、この規定に基づく除外は3年間で1度しか認められないこととされている(規則3a-2(c))。

(3) R&D会社に関するTonopah基準の修正—規則3a-8の制定

Tonopah基準は現在でも投資会社法3条(b)項2号、同項1号、および同条(a)項1号(A)に関する判定基準として拠り所とされている。しかし、同基準が生み出されたのが約50年前ということであるから、当時予想してなかったような事業が登場して、それに対して同基準を当てはめることが適当ではない場合も出てくる。

その顕著な例が、バイオテクノロジーに関する研究開発を行う会社(Research & Development Company: R&D会社)である。バイオテクノロジーに関するR&D会社は、何年もの間、薬品等の製品開発のための多額の資金を必要とする。その資金需要を満たすため、R&D会社は好ましい市場状況を選んで資金調達を行い、その資金で必要なときに比較的容易に現金化できる金融商品に投資をするという。さらに、R&D会社はその資金で知的な資本(intellectual capital)や技術を生み出す有能な科学者や専門家を維持するのであるが、それら資本や技術は貸借対照表の資産に表れてこない、といった特徴が指摘される⁽¹¹⁹⁾。このようなR&D会社が、投資会社法3条(b)項2号に基づき3条(a)項1号(C)の除外命令をSECに申請したICOS事件をみてみよう。

[ICOS事件⁽¹²⁰⁾]

ICOS社は1990年に設立されたバイオテクノロジーに関する会社であり、いまだ対処薬が存在しない難病に効果を発揮する新たな薬品の研究開発を行う。ICOS社には商品として承認を得た薬製品はない。ICOS社は、研究開発、そして薬品としての承認に必要な臨床前および臨床試験を実施するため、多額の運転資金を必要としていた。そこで、同社は株式の募集を行い、約9,000万ドルの資金を得た。ICOS社は、投資会社法3条(a)項1号(C)の「不本意な投資会社」に該当するのを回避するため、取得した資金で政府証券に資金を投じていたが、他の金融商品と比較して利回りが低いので良質の債券にも投資していた。結果、資産のほとんどが証券で構成され、投資活動以外からの所得は全所得の33%にも満たない額であった。

SECは次のように述べる。「委員会は(Tonopah基準の：筆者注)4番目および5番目の要素にもっとも重点をおいた。Tonopah基準を厳格に適用すると、そのほとんどの資産が証券であり、かつ当該証券からその所得のほとんどが生み出されているならば、発行者は証券投資の業務に主として従事しているとみなされるであろう。(中略)委員会は、Tonopah基準における現在の所得および資産の構成に関する検討がICOS社および類似の会社には不相当であると考える。」

そこでSECは、「委員会は以下の要素をTonopah基準の伝統的な資産および所得の要素に代えて用いることができると考える。」と述べて、(ア)証券投資が研究開発の資金需要のために利用されているか否か(研究開発費が配当または利子等の投資所得の額を上回っているか否か)、(イ)費用の性質(総費用に対して投資にかかる費用の割合が大きいのか否か)、および(ウ)資金の保持(運転資金として必要なときまで保持する目的にかなった方法で投資しているか否か)、という諸要素を示した。

2003年6月にSECは、研究開発会社に対するセーフ・ハーバー規定である投資会社法規則3a-8を採択し、上記の要素を明文にした⁽¹²¹⁾。同規定は、上記(ア)から(ウ)の事項に加え、資本保持以外の目的でなされる投資額の上限、および発行者が資本保持のためになす証券投資に関する書面の方針を設けていること、を除外の要件としている。

むすびにかえて

本稿は、投資会社の定義に関して、特に「不本意な投資会社」とその除外制度に焦点をあてて考察した。

米国投資会社法3条(a)項および(b)項における定義の手法は、一方で主として投資業務に従事する者を投資会社とするとともに、他方で客観基準により一応の投資会社の範囲を

設定してそこから除外制度における実質的判断を加えて絞りをかけていくものである。最近では、この実質的判断に要するコストを節減するために、SECは、第一段階の客観基準に対するセーフ・ハーバー規定として投資会社法規則3a-1等の諸規則を採択している。

投資会社法3条(b)項2号に基づきSECが受理する除外申請の件数は増加している⁽¹²²⁾。これまでのところ、SECの解釈の積み重ねおよび規則制定によって、発行者の投資会社法上の立場を判定することがより容易になったとする評価⁽¹²³⁾も見られるが、先述のとおり一般にSECの除外命令が下されるまで6ヶ月から12ヶ月の時間を要する点で除外命令の制度には発行者にすれば不利な面も存在する。

除外制度における実質的判断は「主として投資業務に従事していたか」否かについて行われるものであり、これに関してTonopa基準の判断要素が支配的な指針としての役割を果たしてきたことは先述の通りであるが、R&D会社の事例にみるように、50年余り前に提唱されたTonopah基準を現在のあらゆる状況に当てはめることが適当ではないケースも生じてきた。他の事例として、技術提携や業務提携をかわす経営戦略上のパートナーの発行する証券に投資する者についても、Tonopah基準の「資産構成の特徴」の判断要素に拠らず、発行者が証券をどのように取得し処分するのかという点に着目して判断されるべきであると主張する見解も見られる⁽¹²⁴⁾。さまざまなビジネスが誕生するなか、高度に諸事情に照らした分析が必要とされる3条(b)項2号の性質上、SECが全般的に適用しうる原則をどのように発展させていくのかは今後も注目される場所である⁽¹²⁵⁾。

以上の米国の議論は、「投資信託および投資法人に関する法律」の規制対象を投資信託制度および投資法人制度の形態を利用する投資主体に限定している(同法1条、2条3項・19項、4条、5条の2、49条の2第1項、61条以下)我が国の状況とは安易に比較しえないところであるが、投資業務という共通性を有する者に対して同じルールの適用を求める方向を探るのであれば⁽¹²⁶⁾、上記の議論はルールの適用範囲を画定するにあたって参考に値するものと思われる。

注

- (1) Brian J. Lane & Gillian McPhee, Is It Time to Redefine "Investment Company" in the Age of the Internet?, 14 INSIGHTS 2 (May, 2000).
- (2) Thomas P. Lemke & Gerald T. Lins, Private Investment Companies Under Section 3 (c) (1) of the Investment Company Act of 1940, 44 Bus. Law. 401, at 402-403 (1989). さらには、弁護士事務所 (law firm) にあっても、それが株式投資を行う場合、または新規事業者から費用 (fee) の一部を当該会社の株式で受領する場合、倫理上のものも含め種々の問題点を有するところであるが、資産の40%を超えて投資証券を保有するときには後述のように客観基準による

「投資会社」への該当可能性が生じてくる (John S. Dzienkowski & Robert J. Peroni, *The Decline in the Lawyer Independence : Lawyer Equity Investments in Clients*, 81 *Tex. L. Rev.* 405, at 494 (2002)). 小規模な弁護士事務所であれば、当該事務所の証券の実質的所有者が機関投資家ではない100名以下の者である場合の適用除外 (投資会社法3条(c)項1号) に依拠して、規制を免れることができるであろう (Ibid.)。大規模な事務所であれば、同法6条(b)項に基づき、従業員証券保有会社 (employees' security company : そのすべての発行済社外証券が当該会社の従業員等によって所有されている投資会社 (同法2条(a)項13号参照)) として、同法の適用免除をSECに申請することも取りうる手段である (Ibid.)。

- (3) 投資会社はさらにその組織および運営の形態から、(イ) 債券型の証券を発行する額面証券会社、(ロ) ポートフォリオの組み替えが行われない1つのユニットの持分証券を発行する単位型投資信託、および(ハ) 上記(イ)・(ロ)以外の投資会社である管理型投資会社に分類される (投資会社法4条)。管理型投資会社は、買戻請求権付証券を発行するオープン・エンド会社 (ミューチュアル・ファンド) とそれ以外のクローズド・エンド会社に分類される (同法5条(a)項)。また管理型投資会社は、単一の発行者の証券をどの程度保有するかによって、分散型投資会社と非分散型投資会社に分類される (同法5条(b)項)。
- (4) Meredith M. Brown, et. al., *Internet Incubators : How to Invest in the New Economy Without Becoming an Investment Company*, 56 *Bus. Law.* 273, at 276 (2000). ; Edmund H. Kerr, *The Inadvertent Investment Company : Section 3 (a) (3) of the Investment Company Act*, 12 *Stan. L. Rev.* 29, at 30 (1959).
- (5) 投資会社法の邦語訳は、日本証券経済研究所『外国証券関係法令集 アメリカⅣ 改訂版』(1992年)を参照した。
- (6) 多様な事業形態が認められているなか、管理型投資会社のほとんどは、ビジネス・トラスト (多くが、デラウェア州法もしくはマサチューセッツ州法に基づいて創設される)、または会社 (多くが、メリーランド州法に基づいて創設される) の形態を利用しているようである。その背景につき、Victoria E. Schonfeld & Thomas M. J. Kerwin, *Organization of a Mutual Fund*, 49 *Bus. Law.* 107, at 114-115 (1993)を参照。
- (7) C. Steven Bradford, *Expanding the Investment Company Act : The SEC's Manipulation of the Definition of Security*, 60 *Ohio State L. J.* 995, at 998 (1999).
- (8) 新しくはない数値であるが、フランケル教授によると、1969年時点で額面証券会社は5社が存在したにとどまり、そのうちの1社が額面証券会社全体の総資産の94%を占め、1968年における登録投資会社の総資産に占める額面証券会社の割合は約1.4%であったという。実際、額面証券会社はほとんど存在していない状況であると指摘されている。Tamar Frankel, *The Regulation of the Money Managers* [2d ed.] Vol. 1, at §5.08[A] (2001, 2003 Supp.).
- (9) Sydney H. Mendelsohn, et. al., *Status Seeking : Resolving the Status of Inadvertent Investment Companies*, 38 *Bus. Law.* 193 (1982).

- (10) Kerr, *supra* note (4) at 32.
- (11) *Ibid.*
- (12) James D. Cox, et. al., *Securities Regulation Cases and Materials* [3d ed.], at 1223 (2001). 適用除外であれば当該会社はもともと投資会社ではないとされるのに対し、適用免除は免除がなければ当該会社は投資会社であるとされる (Frankel, *supra* note (8) at §6.01[C].). 前者の「除外」として、投資会社法3条(a)項1号(A)に該当する者であっても、100名以下の株主から成る会社や適格購入者のみで株主が構成される会社等を投資会社としない旨を定める同条(c)項がその例である。後者の「免除」として、その者の申請に基づいてSECが同法の適用を免除する旨を規定する6条(c)項がその例である (Kerr, *supra* note (4) at 63.).
- (13) Frankel, *supra* note (8) at §5.02[D].
- (14) *Id.* at §5.02[D]. SEC対Fifth Ave. Coach Line, Inc.事件判決においても、「投資」という用語には「通常の意味が与えられなければならない。すなわち、収益を期待して危険のもと金銭を支出することである。」と述べられている (289 F. Supp. 3, at 30 (S.D.N.Y. 1968).).
- (15) Frankel, *supra* note (8) at §5.02[E]. この「主として」という要件は本文に述べたように当該会社の諸事情に鑑みて判断されることになるが、その際にいかなる要素に着目して判断するかは、1947年のTonopah事件で示された5つの要素が参考になる。なお、同事件は、投資会社法3条(a)項1号(C)にいう客観基準に該当する発行者が、同条(b)項2号の「主として証券の投資以外の業務に従事している」という要件によって投資会社から除外されるか否かが争われたものである。同条(b)項2号の「主として」に関する議論は、「通常の投資会社」における「主として」の議論にも当てはまる (*Ibid.*)。これに関しては3条(b)項による除外制度の部分で詳しく取りあげることとする。
- (16) 289 F. Supp. 3 (S.D.N.Y. 1968), *aff'd*, 435 F. 2d 510 (2d Cir. 1970).
- (17) 289 F. Supp. at 27.
- (18) 289 F. Supp. at 28. 本件では、後述のTonopah基準による分析は行われていない。
- (19) 原告(SEC)は、Fifth社が1965年度に関する年次報告書の中で、「ニューヨーク市から最初の金銭が支払われたらすぐにS社(Fifth社の完全子会社：筆者注)の担保付債券の保有者に弁済が行われ、かつ当社はみずからの利益のため適切かつ有利な投資を行うことを意図している」と記述していることや、1966年8月に開催された株主総会でFifth社の経営者が「我々は4年以上も待機している。しかし、我々はあなた方のために補償を受領すればただちに収益の上がるような投資をすることができるであろう」と述べていることを指摘する。マククリーン判事はこのような原告の主張は「『外観を呈している』または『企図している』という文言に依拠したものである」と位置づけたうえで、これらの文言に該当するというには上記のような表明は質的に一般的すぎると判示した (289 F. Supp. at 28.).

なお、同判事の上記判断に対して、8月の株主総会における経営者の表明は単に将来の事柄を予測(predict)したものに過ぎないとは言えないとして、同株主総会の時点をもって「外観

を呈し] または「企図し」たものと判決すべきであったとする批判がある (Alan Rosenblat & Martin E. Lybecker, Some Thoughts on the Federal Securities Laws Regulating External Investment Management Arrangements and the ALI Federal Securities Code Project, 124 U. Pa. L. Rev. 587, at 602 n.52 (1976).)。

- (20) Kerr, *supra* note (4) at 32. : Thomas L. Hazen, *The Law of Securities Regulation* [4th ed.], at 927 (2002).
- (21) マクリーン判事は、「『外観を呈している』および『企図している』というのは意図 (intent) を含むものであるが、(従事を：筆者注)『している (is)』というのは必ずしもそうではない。当初はそうのように従事することを意図していなかったとしても、ある会社がある時点になってその業務に主として実際に従事していることに気づくこともあり得ると思われる」と述べる (289 F. Supp. at 27-28)。さらに同判事は、「本件は、3条(a)項1号(現行の3条(a)項1号(A)：筆者注)のもとでも、時間の経過によって不本意に (inadvertently) 投資会社になった例であると考えることができそうである」と述べている (289 F. Supp. at 30 n.15.)。
- (22) Frankel, *supra* note (8) at §5.02[G].
- (23) *Ibid.* フランケル教授は、投資会社法が公募を行う投資会社を規制対象としている(投資会社法3条(c)項1号参照)ことから、表明が公衆に対して行われることを要すると述べる。よって、ある発行者が一部の者のみに対して私的な表明を行ったとしても、それは外観を呈する投資会社としてみなされるべきではないことになる。(Id. at §5.02[G], n.166.)
- (24) David J. Oliveiri, Annotation, What is an “Investment Company” under §3 of Investment Company Act of 1940 (15 USCS §80a-3), 64 ALR Fed. 337, at 346.
- (25) *In re Townsend Corp. of America*, 42 S.E.C. 282 (1962).
- (26) 同項は、ワラントの権利行使期間を発行後120日以内とするよう規定するところ、本件では期限に定めが設けられていなかった。
- (27) 同項は、発行証券の対価をサービスまたは現金もしくは証券以外の財産としてはならない旨を規定するが、本件ではサービスを対価の一部としていた。
- (28) 42 S.E.C. at 321-323. 結局、本件はTCA社が本来は5月1日の時点で投資会社として登録すべきであったにもかかわらず、未登録投資会社の立場でワラントを発行した点で、投資会社法18条(d)項および23条(a)項に違反しているため、当該ワラントの発行は無効である、したがって合併計画書における当該ワラントの解約の項目は公正であると結論している。
- (29) 前掲注(21)を参照。
- (30) 投資会社法2条(a)項15号。
- (31) Oliveiri, *supra* note (24) at 351.
- (32) Hazen, *supra* note (20) at 927 n.5.
- (33) Frankel, *supra* note (8) at §5.08[A].
- (34) SEC, Report on Investment Trusts and Investment Companies : Companies Issuing Face

- Amount Installment Certificates, H. R. Doc. No. 659, 76th Cong., 3d Sess. at 17-32 (1940).
- (35) Frankel, *supra* note (8) at §5.08[A].
- (36) Ray Garrett Jr., *When is an Investment Company?*, 37 U. Det. L. J. 355, at 359 n.7 (1960). そのような例として、SEC v. Mt. Vernon Memorial Park, 664 F. 2d 1358 (9th Cir. 1982) の事件が挙げられる。同事件では、被告（被控訴人）は墓地の提供を営む会社（Mt. Vernon 社）であり、そのサービスの対価を現金でも受け取っていたが、将来の死亡時におけるサービス提供の予約という形で数年間にわたる分割払型の社債（debenture）を顧客に発行していた。SECは被告（被控訴人）の社債発行が額面証書の発行に当たり、よって被告は投資会社としての登録を怠ったとして、差止を求めて訴訟を提起した。第9巡回区控訴裁判所は、投資会社法3条(a)項1号(B)の文言どおり、被告（被控訴人）が分割払型の額面証書の発行を「主たる業務」としている必要はなく(664 F. 2d at 1363.)、さらに、額面証書の発行で得た収入を他の会社の証券に再投資する(reinvest)者のみならず、みずからの業務のために使用する者についても同規定に該当すると判示した(664 F. 2d at 1365.)。
- (37) Frankel, *supra* note (8) at §5.08[A]. ; Mendelsohn, *supra* note (9) at 193 n.3.
- (38) Hazen, *supra* note (20) at 922.
- (39) Brown, *supra* note (4) at 273-274. ; Lane, *supra* note (1) at 1.
- (40) このような状況を回避するため、公開買付に際して対象会社の株式の50%以上の取得を条件とすることが、しばしば見られるという(Edmund H. Kerr & Alan Appelbaum, *Inadvertent Investment Companies - Ten Years After*, 25 Bus. Law. 887, at 895 (1970).)。
- (41) Hazen, *supra* note (20) at 923.
- (42) Kerr, *supra* note (4) at 34.
- (43) *Ibid.*
- (44) Frankel, *supra* note (8) a §5.03[B].
- (45) *Ibid.*
- (46) Mendelsohn, *supra* note (9) at 196-197.
- (47) Garrett, *supra* note (36) at 355.
- (48) *Ibid.*
- (49) *Id.* at 355-356.
- (50) SEC, *Report on the Study of Investment Trusts and Investment Companies*, Pt 1, H. R. Doc. No. 707, 75th Cong., 3d Sess., at 19 (1938).
- (51) *Ibid.*
- (52) 投資会社法2条(a)項24号では、「その者によって、またはその者の過半数所有子会社によって、当該会社の社外議決権証券の50%またはそれ以上を所有されている会社」とであると定義されている。
- (53) SEC, *supra* note (50) at 19. ; 持株会社と投資会社とを区別するために、「支配」ではなく「議

決権証券の過半数」という基準を採用したのは、その主たる目的がポートフォリオ会社を支配して価値を高めてその証券を売却することにある「特別な状況の会社 (special situation company)」を持株会社に含めない意図によるものである (Mendelsohn, *supra* note (9) at 197-198.)。

- (54) 同報告における「子会社」は、その議決権証券の50%以上を所有または支配されている会社を意味する。SEC, *supra* note (50) at 19.
- (55) *Ibid.*
- (56) Mendelsohn, *supra* note (9) at 198 n.21.
- (57) SEC, *supra* note (50) at 19-20.
- (58) Garrett, *supra* note (36) at 359-358.
- (59) Mendelsohn, *supra* note (9) at 199 n.24.
- (60) *Id.* at 199.; Kerr, *supra* note (4) at 45-46.
- (61) Garrett, *supra* note (36) at 359.
- (62) Kerr, *supra* note (4) at 33 n.24.
- (63) Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. 179 (1940).
- (64) Frankel, *supra* note (8) at §5.03[C]. なお、投資会社法3条(a)項1号(C)では、政府証券への投資は本文のような除外扱いとなるが、同法3条(a)項1号(A)のもとでは政府証券に「主として投資する業務に従事」する者は投資会社に該当することに留意しなければならない (Mendelsohn, *supra* note (9) at 206 n.49.)。SECはこの点に関して、「投資会社法3条(a)項3号 [現行の3条(a)項1号(C) : 筆者注] は、同法3条(a)項1号 [現行の3条(a)項1号(A) : 筆者注] の代替規定であり、かつ、異なるタイプの発行者を捉えることを意図したものであるから、本件においては適用されない。同法3条(a)項3号の『投資証券』の定義から政府証券を除外していることは無関係である。3条(a)項1号に用いられる『証券』という幅広い用語は明白に政府証券も含んでいる。」と述べて、政府証券に「主として投資する業務に従事」する者は3条(a)項1号(A)のもとで投資会社に該当する可能性を示唆する (In the Matter of J. D. Gillespire, 13 S.E.C. 470, at 475 n.4 (1943).)。
もちろん、本来業務を行いながら政府証券に投資する事業会社は、必ずしも3条(a)項1号(A)に該当するとは限らず、その「主たる業務」が何たるかにつき検討がなされることになる (Rosenblat, *supra* note (37) at 608 n.70.)。
- (65) Frankel, *supra* note (8) at §5.03[C], 7.05[A].
- (66) 投資会社法2条(a)項24条。
- (67) Rosenblat, *supra* note (19) at 601 n.49.
- (68) Tamar Frankel & Clifford E. Kirsch, *Investment Management Reregulation*, at 111 (1998).
- (69) なお、同号は、「登録投資会社の資産に関して『価額』とは・・・」と規定しており、3条の定

義規定に関しては投資会社であるか未確定の発行者に関して利用されることになるが、これまでのところ立法の不備ということで理解されており、特に議論はなされていないようである。Frankel, *supra* note (8) at §5.03[E] n.263 を参照。

(70) *Id.* at §5.03[E].

(71) *Id.* at §5.03[D].

(72) *Ibid.*

(73) *Ibid.* SECは、同改正の提案理由の中で次のように述べる。「提案規則のもとでは、登録投資会社の貸借対照表（または資産・負債計算書）上の現金として表示されるべき項目の性質は、手許現金および要求払い預金に制限されるであろう。このような取扱いの提案は、定期預金および類似の預金を現金項目として含むことができる他の業界における報告慣行とは異なっているであろう。委員会は、異なる表示は投資会社の運営の特性を理由として適切であると考えます。すなわち、そこでは、定期預金および類似の預金に対する裁量を与えられた資金の投資が投資活動の要素であると考えられるのである。(SEC, Financial Statement Requirements for Registered Investment Companies, IC-Rel. No. 12153 (Jan. 11, 1982), 24 SEC Dock. 543).」

つまり、例えば譲渡性預金、短期のCP、または債権などの他の現金項目は、たしかに事業会社においては現金として使用されるが、投資会社においてはマネー・マーケット・ファンドのように投資となり得るということである (Frankel, *supra* note (8) at §5.03[D].)。なお、旧レギュレーションS-Xの6-03.1のもとでの現金項目をめぐる議論に関して、Kerr & Appelbaum, *supra* note (40) at 888 を参照。

(74) Kerr, *supra* note (4) at 46.

(75) Garrett, *supra* note (36) at 362.

(76) Brown, *supra* note (4) at 282.

(77) ある者またはその者の完全所有子会社によって、そのすべての社外議決権証券の95%以上を所有されている会社である（投資会社法2条(a)項43号）。

(78) 被支配会社についてのみ「類似の業務」が要求される。当該発行者とそのポートフォリオ会社の事業の統合性 (integration) を問題にするのであれば、両者が類似の業務であることは必然でないとの批判がある (Garrett, *supra* note (36) at 362 n.12.)。なお、「特別な状況の会社」との関わりについて、後掲注(79)を参照。

(79) 2号で被支配会社に「類似の業務」が付された目的は、おそらく、「特別な状況の会社 (special situation companies)」を投資会社の範囲から逃さないためであろうと説明される (Kerr, *supra* note (4) at 47-48.; Frankel, *supra* note (8) at §6.02[B].)。「特別な状況の会社」とは、ある会社に投資をして、それを支配し、類似の業務に従事させるわけではなく、短期間で自己が取得した株式の価値を高めて売却するために経営を再生することを目的とする会社である (Hazen, *supra* note (20) at 925 n.23.)。

(80) Frankel, *supra* note (8) at §6.02[B].

- (81) Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 Wash. U.L.Q. 303, at 313 n. 30 (1941).
- (82) たとえば、ゼネラル・モーターズの完全子会社が投資会社の業務を行う場合には、この除外制度が利用できないことになる (Mendelsohn, *supra* note (9) at 205 n.43.)。
- (83) IC-Rel. No.11553, 21 SEC Dock. 1360 (Jan. 14, 1981).
- (84) 本稿63頁参照。
- (85) Mendelsohn, *supra* note (9) at 203 n.34. ; Garrett, *supra* note (36) at 364-365.
- (86) Note, *The Meaning of "Control" in the Protection of Investors*, 60 Yale L. J. 311, at 332-333 (1951).
- (87) Lane, *supra* note (1) at 6-7.
- (88) Mendelsohn, *supra* note (9) at 200-201. 同事件は3条(b)項2号にかかる申請がなされた事例であるが、そこで明示された5つの基準 (Tonopah基準) は、同項1号および3条(a)項における「主たる従事」の判断要素としても利用される (Mendelsohn, *supra* note (9) at 200 n.30.)。
- (89) *In the Matter of The Tonopah Mining Company of Nevada*, 26 S.E.C. 426 (1947).
- (90) 26 S.E.C. at 427.
- (91) Kerr, *supra* note (4) at 53.
- (92) *Ibid.*
- (93) *Id.* at 54.
- (94) *Ibid.*
- (95) *Ibid.*
- (96) *Tonopah*, 26 S.E.C. at 427. ; Kerr, *supra* note (4) at 55. ; Rosenblat, *supra* note (19) at 605 n.57.
- (97) Mendelsohn, *supra* note (9) at 202.
- (98) Kerr, *supra* note (4) at 54-55.
- (99) Oliveiri, *supra* note (24) at 357.
- (100) *Moses v. Black*, [1981 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97,866 (S.D.N.Y. 1981).
- (101) Mendelsohn, *supra* note (9) at 201 n.31.
- (102) *Ibid.*
- (103) *In the Matter of George W. Helm Company*, 9 S.E.C. 16 (1941).
- (104) *In the Matter of Real Silk Hosiery Mills, Inc.*, 36 S.E.C. 365 (1955).
- (105) 具体的な数値は示されていない。
- (106) Kerr, *supra* note (4) at 61.
- (107) *In the Matter of International Mining Corporation*, 12 S.E.C. 174 (1942).

- (108) Kerr, *supra* note (4) at 63.
- (109) Ibid.
- (110) 「主として支配され」について定義されていないが、SECのスタッフの解釈では、当該発行者による投資会社法2条(a)項9号の「支配」が認められ、かつ、他の者よりも支配の程度が高い場合を意味するとされる (SEC, No-Act Letter, Health Communications Services, Inc. (Pub. Avail. Apr. 26, 1985), 1985 WL 54225)。
- (111) 発行者は、投資会社法3条(a)項1号(A)または(B)の投資会社であってはならず、また「特別な状況の投資会社」であってもならない (規則3a-1(b))。比率の算定は、完全所有子会社の財務諸表と連結している場合を除き、単体ベースによる (規則3a-1(c))。
- (112) IC-Rel. No. 11551, 21 SEC Dock. 1352 (Jan. 14, 1981).
- (113) Mendelsohn, *supra* note (9) at 202.
- (114) Id. at 204.
- (115) 289 F. Supp. 3, at 31. この判示については、そもそも「保有」という用語は、ポートフォリオの静的な状況を予定しているのであるから、3条(a)項1号(C)の判断に「合理的な時間」の基準を持ち込んだ点で誤りがあるとする批判がみられる (Rosenblat, *supra* note (19) at 602 n. 52.)。
- (116) Mendelsohn, *supra* note (9) at 207.
- (117) Ibid.
- (118) IC-Rel. No. 11551, 21 SEC Dock. 1357 (Jan. 14, 1981).
- (119) Certain Research and Development Companies, IC-Rel. No. 19566, 54 SEC Dock. 1187 (July 9, 1993).
- (120) ICOS Corporation, IC-Rel. No. 19334, 53 SEC Dock. 1812 (Mar. 16, 1993).
- (121) Certain Research and Development Companies, IC-Rel. No. 26077 (June 16, 2003), 68 Fed. Reg. 37045 (June 20, 2003).
- (122) Brown, *supra* note (4) at 286.
- (123) Mendelsohn, *supra* note (9) at 210.
- (124) Lane, *supra* note (1) at 7.
- (125) Brown, *supra* note (4) at 287.
- (126) この点の立法課題について、神田秀樹「証券投資信託の法的側面」フィナンシャル・レビュー 36号 147頁以下(1995年)を参照。

[後記] 本稿は、2000年度消費者金融サービス研究会によるグループ研究助成の成果である。