



<論説>米国投資会社法17条a項の規制と適用除外事例(1)

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	<a href="https://doi.org/10.24729/00001305">https://doi.org/10.24729/00001305</a>

# 米国投資会社法17条 a 項の規制と適用除外事例 (1)

石 田 眞 得

## 目次

- I. はじめに
- II. 立法の背景
- III. 規制の内容
  - 1. 規制の概要
  - 2. 適用除外の制度
  - 3. 違反の効果
  - 4. 規制の対象者
    - (1) 投資会社法における定義
    - (2) ポートフォリオ関係者をめぐる議論—規則17a-6 (以上、本号)
    - (3) シリーズ・ファンド等の問題—規則17a-7
  - 5. 規制行為の態様
- IV. 適用除外の事例
- V. おわりに

## I. はじめに

受認者と受益者（管理資産）との間の取引（自己取引）は、受認者の利益と資産管理を委ねる受益者の利益が衝突する利益相反取引の典型例であり、受益者の利益を侵害する危険が大きい。例えば、受認者が管理資産に対して自己の保有する財産を不当に高い価格で売却したり、反対に受認者が管理資産の一部を不当に低い価格で購入する場合などは、明白に受益者の利益が損なわれる。

米国の1940年投資会社法（以下、投資会社法）17条 a 項は、投資会社とその関係者等との間で行われる直接取引を規制する<sup>(1)</sup>。これを完全に禁止すれば、場合によっては好ましい取引の機会を逃すことで、かえって投資会社の株主に不利益となることもあり得る<sup>(2)</sup>。規制の手法は、これを原則として禁止しつつ、一定の適用除外規定に該当する取引および適用除外の申請に基づきSEC（証券取引委員会）が承認した取引をその例外として容認する<sup>(3)</sup>。

SECは、適用除外の申請がなされた事案について「取引条件の公正性」、「当該投資会社の投資方針との合致」、および「投資会社法の一般目的との合致」という法の定める基準（投資会社法17条 b 項各号）に照らして判断する。

我が国の「投資信託及び投資法人に関する法律」も、原則として自己取引を禁止する明確な規定が設けられている（委託者指図型投資信託につき同法15条1項1号、15条1項6号および投資信託及び投資法人に関する法律施行規則27条1項6号、委託者非指図型投資信託につき同法49条の9第1項1号、49条の9第1項8号および同施行規則80条1項6号、ならびに投資法人につき195条および投資信託及び投資法人に関する法律施行令97条）。ただし、受益者（投資主）の保護に欠けるおそれが少ないと認められる取引として政令で定める一定の適用除外取引をその例外としており（同施行令16条各号、44条各号、および96条各号）、その例外には「個別の取引ごとに受益者（投資主）の同意を得て行う取引」のほか、「受益者（投資主）の保護に欠けるおそれのないものとして金融庁長官の承認を受けて行う取引」等が含まれる（同施行令16条7号・8号、44条7号・8号、および96条8号・9号）。

受益者は、受認者が自己の義務を適切かつ誠実に果たし、承諾した以外の目的でその資産が利用されることはない信頼する法的権利を有していると説明される<sup>(4)</sup>。コモンローのもとでは、受認者は利益相反の状況を受益者に開示して同意を得ない限り、かかる取引を行ってはならないとされているのである<sup>(5)</sup>。これに対し、投資会社法17条 a 項の規制は、同法の制定に際して指摘されたように、受益者（投資者）への開示だけでは投資者保護が不十分であるとの理由から、コモンローの原則をより一層厳格にした内容となっている。

本稿は、米国投資会社法の利益相反規制に関する研究の一部として、投資会社の関係者等による投資会社との直接取引に対する規制に焦点を当て、直接取引における利益衝突のうち、どのような行為が禁止されるのか、その範囲を探ることを目的とする。まず投資会社との取引に関して17条 a 項という規定が設けられた背景を探りたい。続いて、17条 a 項が、誰の、どのような行為を規制するのか明らかにするため、その規制内容を概観する。最後に17条 a 項の適用範囲を知る上で重要であると考えられるため、一定の適用除外規定とあわせてSECの承認制度の運用状況を考察することとする。

## II. 立法の背景

投資会社法17条 a 項は、1940年における同法の制定時に設けられた規定である。米国投資会社法における厳格な利益相反規制の創設は、投資会社およびその株主の利益を犠牲にして投資会社の発起人（sponsor；多くはブローカー・ディーラー、銀行等であったという）または取締役等が不正行為を行ってきた事実が明らかにされたことを背景とする<sup>(6)</sup>。Dodd

教授の見解によると、投資会社には、「他の金融機関によって管理される特徴的な管理形態」および「資産の流動性という事業の性質<sup>(7)</sup>」が伴うため、自己取引について一般の事業会社と異なる厳格な規制が必要とされたのである<sup>(8)</sup>。

### 1. 利益相反行為の存在

投資会社の関係者等による取引に関する投資会社法の規制は、1935年公益事業持株会社法30条において投資信託および投資会社の機能および活動に関する調査および議会への報告を指示されたSECによる広範囲に及ぶ調査研究の結果に基づいて設けられたものである<sup>(9)</sup>。この調査報告『投資信託および投資会社』において、SECは投資会社の関係者等による不正行為の一部として以下のようなものが存在したことを指摘した。

「……（注：投資会社の）発起人は、投資会社への証券の売主または投資会社からの証券の買主の立場で、多くの濫用的行為を行ってきた。発起人は、本人として収益を実現しまたはブローカーとして手数料を獲得するため、投資会社に対して証券を売り付けただけでなく、様々な他の理由から投資会社に対して証券の売付を行ったのである。例えば、『ダンピング』（市場では売却できないような価格で保有証券を自己の支配下にある投資会社に対して売り付ける行為）は相当に一般的であった。さらに、発起人はポートフォリオに組み込まれた会社の支配を獲得し、容易にし、もしくは維持するため、または合併、統合、もしくは他の目的を促進するために、投資会社に対して頻繁に証券を売付けた。……<sup>(10)</sup>」

さらに、投資会社の関係者等による濫用的行為は、投資会社への証券の売付のみならず、市場での取引価格を大きく下回る価格で投資会社から証券を購入したり<sup>(11)</sup>、通常の基準よりはるかに少ない担保であるにもかかわらず投資会社がその発起人である銀行の役員および取締役に対して貸付を行い<sup>(12)</sup>、さらには銀行法が銀行による特定の者への貸付を禁止していたために投資会社がいったん銀行から借入を行いこれを当該銀行の役員または取締役に貸付けるというように直接的には法的に行い得ないことを投資会社を介して間接的な方法で行っていたという<sup>(13)</sup>。

『投資信託および投資会社』の調査報告の監修に当たったSECのHealy委員は、投資会社法の制定に際して、「あまりにも頻繁に、発起人、運用者、および内部者は、投資者に対する自己の根本的な信認義務を無視していた。……あまりにも頻繁に、投資信託および投資会社は、株主の利益を犠牲にして自己の利益を優先するための、発起人および内部者の事業の協力者 (adjuncts) として創設され運営されていた」と議会における証言の中で指摘した<sup>(14)</sup>。

## 2. コモンローによる規制の限界

コモンローのもとでは、受認者は受益者の利益を犠牲にして利得することが禁じられており、受益者は不利な契約の無効を主張することができ、また受認者が得た利益の引渡しを強制することができる。しかし、投資会社法の制定以前より、投資会社の投資者を前述のような濫用的行為から保護するためには、コモンローによる規制は不十分であると指摘されていた<sup>(15)</sup>。その理由として、管理者の権限の強さと高額な費用を要する訴訟で敗訴する危険によって、通常の投資者は訴訟の提起を思いとどまっていたことが挙げられている<sup>(16)</sup>。さらに、Dodd 教授は、会社法の領域において自己取引の規制は存在していたものの、そもそも違反行為の発見が困難であり、かつ、訴訟でそれを立証することはより困難なことであったと指摘した<sup>(17)</sup>。

受認者は完全な開示を行ったうえで受益者の同意が得られない限り自己の利益が相反する受益者と取引をしてはならないというコモンローの原則は、受認者が投資会社を支配していたために株主の保護にはならなかったという<sup>(18)</sup>。受認者による投資会社の支配について、SECによる調査報告『投資信託および投資会社』のチーフ・カウンセルであった Schenker 氏は次のように述べている。「投資会社を支配する者は、当該投資会社に対して利害をもっていないかもしれず、自己の資金ではなくて大衆の資金を通じて支配を行っているかもしれない。<sup>(19)</sup>」したがって、投資会社の取締役や発起人等の投資会社に対する支配者は、自己の資金の投資によって投資会社を支配していたわけではないのであるから、投資会社の資産を守ることにそれほど大きなインセンティブを持たなかったと指摘されている<sup>(20)</sup>。

投資会社の株主が出資を通じて会社を支配したのではなく、受認者がわずかな資金の投資で投資会社を支配することができた背景として、SECのHealy委員は、

「多くの投資会社の定款において内部者が本人として当該投資会社と取引することが認められており、かつ、広範な免責条項が含まれていたこと、複雑な資本構成が採用されていたこと、投資資金に不相应な議決権を与える株式が内部者に発行されたこと、議決権信託が設定されたこと、内部者が長期の管理契約を締結していたこと、および、発起人である銀行、ブローカーまたは分売者の代表者によってのみ又は主としてこれらの者によって取締役会が構成されることが多かったこと」を挙げている<sup>(21)</sup>。

このように、投資会社の定款において取締役に強力な権限が与えられるとともに幅広い免責規定が盛り込まれていたために株主のコントロールが及ばず、そのような状態が続く限り、開示のみで株主の利益は守られないと指摘されていた<sup>(22)</sup>。

## 3. ブルースカイ法および連邦証券法の限界

投資会社法の制定以前において、多くの州のブルースカイ法は、役員および取締役が保有

する株式の種類別の数、議決権を有する株式の種類とそれを保有する者の氏名・名称、財務諸表、証券・業界・国別のポートフォリオ証券の内訳、証券会社または銀行との関係、銀行と取引することになる状況、役員または取締役との取引、投資および情報開示の方針等を、「証券の募集」に際して開示するよう投資会社に対して義務づけていた<sup>(23)</sup>。

さらに、ニューヨーク証券取引所は、投資会社の証券の「上場」に際して、管理者の他の機関との関係、運営の経験、設立費用、貸付金、手数料、無議決権株式、財務諸表、およびポートフォリオ等の情報を開示するよう義務づけていた<sup>(24)</sup>。

しかし、これらの開示制度が投資会社の関係者等による濫用的行為の防止に有効であったかについては、消極的な評価がなされている。すなわち、前述のような濫用行為は、「証券募集後」における日々の投資会社運営の中で行われることに鑑みて、このような開示制度の効果は限定的であったという<sup>(25)</sup>。

連邦の証券規制として1933年証券法および1934年証券取引所法が存在したが、開示情報のほとんどが発行証券に関わるものであり、投資会社の将来の運営方針や行動に関する情報は含まれていなかったため、開示情報の範囲が非常に狭く<sup>(26)</sup>、かつ、大部分の投資会社がこれらの法に基づく登録を不必要であると考えていたために、十分な効果を発揮していなかったという指摘がある<sup>(27)</sup>。

#### 4. 投資会社法10条との関係

投資会社法10条は投資会社との利益相反を人的な側面から規制する<sup>(28)</sup>。同条 a 項は原則として投資会社の取締役会の構成員の40%以上が当該投資会社の非利害関係者でなければならないと定め、同条 b 項はブローカー（同項 1 号）、元引受人（同項 2 号）、および投資銀行業者（同項 3 号）と投資会社との関係について規定し、同条 c 項は銀行との関係で投資会社の取締役会の構成を規制する。さらに同条 f 項は投資会社が一定の関係を有する元引受人から証券を購入または取得してはならない場合を定める。

Dodd 教授は、議会での証言の中で、投資会社とその関係者等の利益相反に関して投資会社法17条と10条による二重の投資者保護規制が設けられていると述べたうえで、その理由として、第一に「自己取引を禁止することと、その禁止を真に実効的なものにするとは別である」と述べ、第二に自己取引が存在しなくても利益相反行為によって投資会社の利益が害される場合があることを指摘する<sup>(29)</sup>。

まず Dodd 教授は第一の理由について、会社法領域においては自己取引規制が存在するものの、その潜脱は容易であり、かつ、違反行為の発見が困難であること、したがって自己取引を禁止したとしても部分的な効果しか期待できないと指摘する<sup>(30)</sup>。さらに、第二の理由については役員兼任の例を挙げる。すなわち、投資会社の取締役が事業会社の取締役を兼

任する場合、投資会社が当該事業会社の発行証券を保有しているならば、投資会社による当該証券の売却は当該事業会社の株価に影響を与えるため、取締役は当該証券の売却を躊躇すると考えられる<sup>(31)</sup>。このように、実際の自己取引が存在しないにもかかわらず投資会社とその関係者等の利益が衝突する場面で10条は機能するというのが Dodd 教授の説明である<sup>(32)</sup>。

### Ⅲ. 規制の内容

#### 1. 規制の概要

投資会社法17条 a 項は、登録投資会社<sup>(33)</sup> (以下、投資会社) の関係者、発起人もしくは元引受人 (投資会社法12条 d 項 3 号 (A) および (B) の性格をもつ会社を除かれる<sup>(34)</sup>)、またはそれらの者の関係者が、本人として (as principal)、①当該投資会社または当該投資会社によって支配されている会社に対して事情を知らず証券その他の財産を売却すること (同項 1 号)、②当該投資会社または当該投資会社によって支配されている会社から事情を知らず証券その他の財産を購入すること (同項 2 号)、③当該投資会社または当該投資会社によって支配されている会社から金銭その他の財産を借り入れること (同項 3 号)、および④当該投資会社または当該投資会社によって支配されている会社に対して金銭その他の財産を貸し付けること (同項 4 号) を禁止する<sup>(35) (36)</sup>。

17条 a 項に定める同項の適用除外は以下のとおりである。

17条 a 項 1 号は、(A) その発行者が売却される証券の買主である場合<sup>(37)</sup>、(B) その発行者が売却される証券の売主であり、かつ、一般募集の一部として売却が行われる場合、および、(C) ユニット型投資信託または定期的投資プランの受託者のもとに寄託者から寄託された証券が売却される場合には適用が除外される。

17条 a 項 2 号は当該投資会社またはその被支配会社<sup>(38)</sup>がその証券の発行者である場合には適用除外になる。

17条 a 項 3 号は、投資会社またはその被支配会社からの借入につき 2 つの適用除外事由を定めている。1 つは、当該投資会社またはその被支配会社によって支配されている者に対して行われる貸付である。他の 1 つは、投資会社の貸付規制を定める投資会社法21条 b 項において例外として掲げられた場合である。21条 b 項は貸付の相手方が当該投資会社を支配している場合、または貸付の相手方と当該投資会社が共通の支配を受けている場合に、当該投資会社は直接または間接に貸付を行ってはならないと定める。その例外として、投資会社が当該投資会社の社外証券のすべてを所有する会社 (完全親会社) に対して貸し付けすることは認められており、これが17条 a 項 3 号の定める他の 1 つの適用除外事由である。

## 2. 適用除外の制度

### (1) 適用除外の概要— 17条 b 項と 6 条 c 項の関係

投資会社法17条 b 項は、当該取引に対する17条 a 項の適用除外を求める「申請に基づいて」、SECが当該取引の条件が一定の要件を満たしていると認める場合には、当該取引を17条 a 項の適用除外とする命令を発すると規定する。いかなる者も申請を行うことができる。適用除外の要件を満たしていることの立証責任は申請人の側にある<sup>(38)</sup>。

さらに、SECは、17条 b 項に基づく適用除外命令のほかに、投資会社法 6 条 c 項に基づいて一定の要件を満たす取引に対して同法の規定の適用除外を命じることができる。

両規定における相違として、第一に、17条 b 項は「…当該申請を認め、かつ…命令を発するものとする (shall)」となっているのに対し、6 条 c 項は「本法またはそれに基づく規則の適用を除外することができる (may)」規定している。第二に、17条 b 項は「取引条件の合理性および公正性、投資会社の投資方針との合致、ならびに投資会社法の一般目的との合致」を適用除外の判断基準として定めているのに対し、6 条 c 項は「公益のため必要または適当であり、かつ、投資者の保護ならびに本法の公正なる立法趣旨および規定の目的に合致する」ことを適用除外の判断基準として17条 b 項ほど基準を特定していないという相違が存在する。これらの点から、適用除外の決定に関するSECの裁量は、6 条 c 項による場合のほうが広いという指摘がある<sup>(39)</sup>。

以下の Keystone 審決は、17条 b 項と 6 条 c 項の両規定による適用除外申請が提出された事案であり、裁判所は 6 条 c 項の適用除外が17条 b 項にとって代わる (displace) ものではないとして、結果いずれの規定による適用除外も認めなかった事例である。17条 b 項と 6 条 c 項の関係をみるうえで参考になるとと思われるため、ここで紹介する。

#### 【Keystone Custodian Funds, Inc 審決, 21 S.E.C. 295 (1945)】

##### [事実の概要]

申請人 Keystone 社は投資会社10社の受託者である。各投資会社の投資方針、性質、または必要とされる事柄が異なるため、10社のうち1つの投資会社が証券を購入すべきときに、別の投資会社が同一の証券を売却する状況が生じる。SECによる指摘を受けるまで、過去このような状況においてクロス取引を行ってきたが、今後も年間に150件から200件のかかる取引の必要が見込まれる。申請人は、将来見込まれるクロス取引を条件付き（市場の売呼値と買呼値の中間価格で投資会社間の証券の売買を行う方法）で17条 a 項の適用除外とするよう求める。申請人は、同時の市場注文が出されるのは必然であり、またクロス取引なしでは大口の注文によって市場価格が上下するため各々の投資会社にとって不利益となるだけでなく、相場操縦禁止規定に関しても深刻な問題をもたらすと主張する。

## [審決の要旨]

SECは、17条b項が「当該 (proposed) 取引」と規定していることに着目して、「我々は、このようなタイプの場合、包括的 (blanket) な適用除外のもとで行われ得るすべての取引が法の要件を満たすか否かについて、事前に判断することを要請されていない」と述べて、同項による申請を斥けた。

SECは、6条c項に基づく申請について、「6条c項は、『いかなる者、証券または取引』についての適用除外を定めているが、それは本件について17条b項の適用にとって代わるものではない。6条c項は『公益のため必要もしくは適当であり、かつ、投資者保護ならびに本法の公正なる立法趣旨および本法の規定の目的に合致する』場合に限り、このような適用除外を与えるのである。よって、6条c項は適用除外が求められる取引の種類を特別に規制する投資会社法の規定へと我々の目を差し向けるのである。17条b項という特別な規定および本件について加えられた特別な考察に照らして、我々は6条c項の適用除外が公益のため必要もしくは適当でなく、または、投資者保護ならびに本法の公正なる立法趣旨および本法の規定の目的に合致しないことは明らかである」と述べて、これを斥けた。

Keystone 審決で述べられているように、17条b項は問題となる取引がすでに行われてしまっている場合には適用されない。これに対し、6条c項を17条a項違反の過去の取引に関して遡及的な (retroactive) 適用除外を求める場合に利用するケースが見られる<sup>(40)</sup>。しかし、それはひとまず取引を行ったのちに適用除外を求める形式をとるため、17条b項の意義が減殺されるおそれがある。SECはこのような利用方法に消極的であり、不注意による違反を除いては稀にしか認められないと指摘されている<sup>(41)</sup>。

以下の Adams Express Co. 審決は、適用除外の申請時にすでに行われていた取引に関して17条b項に基づく適用除外が及ばないとSECが判断した事例である。次の Baker 審決は、適用除外の申請時にすでに行われていた取引に関して6条c項に基づいて適用除外の申請がなされ、SECがこれを認めた事例である。Baker 審決では、取引を行った者が事前にカウンセルに相談したが、カウンセルは17条a項の問題を見落としていたために取引可能であるとの助言をしている。SECは6条c項に基づく申請について、17条b項の基準に着目して判断している。

## 【Adams Express Co.審決, 18 S.E.C. 622 (1945)】

## [事実の概要]

申請人 American 投資会社は申請人 Adams 投資会社の関係者であり、1944年8月末には両社の合計で製造業を営む Joy 社の株式を17.3%所有していた。両投資会社はさらに製造業を営むS社の株式を両社合計で29%所有していた。両投資会社には将来的にS社を Joy 社と合併させる意図があった。1945年2月21日、Joy社の取締役であるL氏は自己の所有するS社の株式のうち40,000株を両投資会社に対して売却したい旨を申し出て、他者への売却交渉もあるため同月27日までに回答を求めた。両投資会社はL氏に17条 b 項に基づく申請を求めたが、L氏はこれを拒否した。両投資会社は同月23日に、L氏から25,000株購入し、同日中にSECに17条 b 項による適用除外の申請を行った。

## [審決の要旨]

SECは、「当事者が不注意によって又は法の知識を欠如して取引を開始したのではなく、当該取引の実行が違法であることを十分に認識していたことは記録から明らかである。議会はすでに違法に実行された取引について我々が適用除外とすることを意図していなかった」と述べて申請を斥けた。

## 【Hugh B. Baker審決, 24 S.E.C. 202 (1946)】

## [事実の概要]

1939年12月に、A投資会社によって支配されるB投資会社の社長に就任した Baker は、年間の給与としてB投資会社から35,000ドルおよびA投資会社から15,000ドルを受領し、さらにB投資会社の普通株式50,000株を1株2ドルで購入できるオプションをA投資会社より付与された。のちに、Baker はA投資会社の取締役会長にも就任した。当該オプションについては、Baker がA投資会社に在職する限り有効であり、Baker のみが利用できるものであり、1944年12月31日まで行使可能であること、さらに Baker はオプション行使によって取得する株式を転売の目的でなく自己の投資として自己の資金で購入すべきことが定められていた。Baker はAおよびB投資会社において積極的に職務を果たし、1939年12月31日から1944年12月31日までにA投資会社の純資産を35%、B投資会社の純資産を46%増加させた。1943年にはBakerはA投資会社およびB投資会社からの給与を自主的に減額し合計で40,000ドルとした。1944年9月、Baker はオプションを行使したい旨をA投資会社に通知し、A投資会社のカウンセルが当該オプションが有効で行使可能であるという意見を示したため、同年10月5日にオプションを行使して株式を取得した。A投資会社のカウンセルは、Baker に対して、当該オプションの行使につき投資会社法17条 a 項違反の問題が存在する旨の指摘を失念していた。

## [審決の要旨]

SECは、「要求された適用除外が法の趣旨および規定に合致するものかを判断するために、我々は、本件で適用除外が求められるべき関係者の取引に関しておそらく法の趣旨を掲げているであろう17条 b 項において示された基準に着目しなければならない」と述べた上で、オプションの付与がアームス・レングスの取引であったこと、Baker のオプション行使で得る利益は31,250ドルでありBakerの在職した5年間では年間6,250ドルの利益になるが1943年に給与を自主的に10,000ドル減額したことに照らしてこの金額が評価されなければならないこと、および Baker は積極的に活動し両投資会社の運営は成功していたこと、を挙げて、「これら及びすでに述べた追加的な事実を鑑みて、我々は、支払われた対価も含め、購入の条件が合理的かつ公正であり、関係するいかなる者にも迷惑をかけていないと認定する。さらに我々は、当該取引が法に基づいて提出された登録届出書および報告書に記載されたA投資会社の方針および法の一般目的に合致すると認定する」と述べた。

SECは最後に、「残る問題は、例外的な状況および6条 c 項による除外権限の行使を正当化する不当で困難な事情を記録が明らかにしたか否かである」と指摘したうえで、当該取引が事前に適用除外申請されていたら17条 b 項の基準を満たして除外が容認されていたであろうこと、申請を行わなかったのは意図的ではなくカウンセルの意見を善意に信頼した結果であること、オプションの所有および行使について迅速に開示を行ったこと、現在も証券を所有していること、およびSECによる17条 a 項違反の指摘の前にオプションの行使期限が到来していたため取引を解除して将来の取引として再度申請することができなかったこと、という申請人の主張をとり挙げて、これを肯定した。

## (2) 適用除外の承認機関をめぐる議論

## ①取締役会による承認

投資会社法は、投資会社とその関係者等との取引につきSECの承認を得ることによって、特定の取引が投資会社法17条 a 項の適用除外を受ける仕組みを採用しているが、このような取引すべてにつき投資会社の取締役会が承認することで足りるとする見解がある<sup>(42)</sup>。この見解は、投資会社の取締役会を構成する独立取締役の利益相反防止における役割に注目するものである。その主張の背景として、SECへの承認申請には時間と費用を要するため、現行の制度が投資会社の好ましい取引機会の確保にとって妨げとなる可能性があるという考えが存在する<sup>(43)</sup>。

## ②現行制度の維持

このような見解に対してSEC投資管理局は、たしかに会社と取締役またはその他の会社関係者の間で利害対立する取引に関して州の会社法は発展を遂げてきたが、それは典型的に

管理機構が大きく相違する事業会社の文脈で積み重ねられてきたものであると反論する<sup>(44)</sup>。一般の事業会社では会社関係者と当該会社の取引はより限られた範囲で行われるのに対し、投資会社は通常ブローカー・ディーラー等の広範な投資事業に関わる金融機関によって管理されており、かつ、これらの金融機関は、管理という形で自己の金銭的利益を追求すると同時に、継続的に投資会社との多くの取引機会を生み出す別の主たる事業をもつ者である<sup>(45)</sup>。

このような理由から、SEC 投資管理局は、州の会社法では十分に明確な取締役会の承認基準は示されないであろうし、また利用可能な情報と時間に限界がある独立取締役にとって多数かつ広範囲の取引を評価して承認する義務は重すぎる負担になるであろうと述べる<sup>(46)</sup>。

### 3. 違反の効果

17条 a 項に違反して取引を行った者は、SEC による投資会社法 9 条に基づく違反行為の停止命令 (同条 f 項)、民事制裁金の支払い命令 (同条 d 項) 等の行政制裁を受けることがある。このほか、SEC は、当該違反者を相手として同法 42 条に基づき裁判所の差止命令 (同条 d 項)、民事制裁金の支払い (同条 e 項) 等を求めて訴訟を提起することができる。

投資会社法 49 条は、同法の規定、同法に基づく規則、または命令に故意に違反する者に対して 1 万ドル以下の罰金もしくは 5 年以下の拘禁を科しまたはそれらを併科すると定める。

17条 a 項の違反に対する制裁を受けるのは本来その違反者、すなわち投資会社の関係者等である。ただし、これらの者と取引を行った投資会社が何ら責任を負わないとはかぎらない。SEC は、傍論ではあるが、前掲の Adams Express Co. 審決の中で、「法の 17 条 a 項は文言の上では関係者の関係者が登録投資会社に対して売却することを違法とするのみであり、文言の上では投資会社が購入することを違法としていないけれども、合衆国刑法典 332 条 (18 U.S.C.A. Section 550) が以下のように規定することに留意すべきである。『合衆国の法に定義される罪を構成する行為を直接的に犯した者、またはその違反につき幫助、教唆、助言、命令、誘導、もしくは周旋した者は正犯とする。』<sup>(47)</sup>」と述べて、投資会社に対する制裁の可能性を示唆している<sup>(48)</sup>。

投資会社の管理者は、投資会社の幫助・教唆の責任を回避するために、17条 a 項に定める取引が行われようとするときは、その者に対して当該取引につき適用除外の申請を行わせなければならない、これを怠った場合には信認義務違反 (投資会社法 36 条 a 項 1 号) の責任が生じるかもしれないと考えられている<sup>(49)</sup>。具体的に投資会社の取締役が講じ得る手段として、当該取引を行おうとする者に対して法の要請を忠告し、その者が投資会社に協力的でないときは SEC に対して当該状況につき注意を促すことが挙げられている<sup>(50)</sup>。

投資会社法48条 a 項は、規制対象者が自己の違法行為を隠すために「見せかけ (sham)」として規制対象者に該当しない他人に当該違法行為を行わせることを禁止している。なお、投資会社法は、1933年証券法15条または1934年証券取引所法20条 a 項に定めるような、規制対象者に違法行為を行わせた当該規制対象者の支配者の責任に関する規定を設けていない<sup>(51)</sup>。

次の Mathers Fund Inc. 事件は、裁判所が17条 a 項違反の取引につき投資会社法47条 b 項に基づいて取消しを求める原告 (投資会社) の訴えを斥けた事例である。47条 b 項は、裁判所によってそうすることがむしろ公平な結果であり、かつ同法の趣旨に反しないと認定されない限り、同法の規定、同法に基づく規則、または命令に違反する契約は当事者によって履行を強制されないと規定する (同項 1 号)。すでに履行された契約について当事者は取消しを主張することができるが、裁判所は当該事情のもとでその主張を認めないことが公平な結果をもたらす、かつ投資会社法の趣旨に反しないと判断するときは取消しの主張を否認することができる (同項 2 号)。その意味で、17条 a 項の違反行為の契約上の有効性は裁判所によって判断されるといえる<sup>(52)</sup>。

【Mathers Fund Inc. v. Colwell判決, 564 F.2d 780 (1977)】

[事実の概要]

原告Mファンド (登録投資会社) は公開会社である被告C社の社外株式の5%を超える株式を所有していた。1974年11月29日にC社はMファンドから158,200株のC社株式を395,700ドル (1株2.5ドル) で購入した。翌年7月16日に、Mファンドは上記株式を買戻すべくC社に対して買付価格を提示した上で返還を請求したが、C社はこれに応じなかった。そこで、Mファンドは、C社が社外株式の5%以上を保有されるMファンドの関係者であったにもかかわらずMファンドから証券を購入したことは投資会社法17条 a 項 2 号に違反するとして、11月29日における取引の取消しを求めて訴えを提起した。

[判決の要旨]

第7巡回区裁判所は、「C社が『関係者』の定義に該当することは否定できず、かつ、まさに厳密に言えば法の文言の違反があったとすることができる」と述べたうえで、「問題の取引は自己の利益を有する内部者によるものではなく、投資会社またはその株主の利益に反するものでもなかった。したがって本件の状況は法が取り締まる濫用行為に当たらない。……申立に添付された資料によれば、MファンドはC社から受領した金額を『公正で合理的である』と認めており、現在その株式の価格は値上がりしている。売却から8ヶ月経過した時点でのMファンドによる取消しの主張は、Mファンドに棚ばた式の利益をもたらす、明白に不当であると言えよう」と述べて請求を斥けた。

#### 4. 規制の対象者

##### (1) 投資会社法における定義

17条 a 項は、登録投資会社の「関係者、発起人もしくは元引受人、またはそれらの者の関係者」の行為を規制する。

①関係者 「関係者」は投資会社法2条 a 項3号において定義されている。

- (A) その者の社外議決権証券の5%以上を所有する者
- (B) 社外議決権証券の5%以上をその者によって所有されている者
- (C) その者の支配者、その者による被支配者、またはその者とともに共通の支配下にある者<sup>(53)</sup>
- (D) その者の役員、取締役、パートナー、共同のパートナー、または従業員
- (E) その者が投資会社である場合には、その投資顧問<sup>(54)</sup>、顧問会<sup>(55)</sup>の構成員
- (F) その者が取締役会をもたない非法人投資会社の場合には、その寄託者

②発起人 「発起人」は、投資会社法2条 a 項30号において、「単独または他の者と共同して当該会社の設立に着手しもしくはそれを指導しており、または過去1年以内に着手もしくは指導した者」であると定義されている。

発起人の地位は1年に限定されており、かつ、投資会社の設立後に発起人は通常、投資顧問または元引受人となるため、発起人が同規定に基づく適用除外の申請を行うことは稀であるという<sup>(56)</sup>。

③元引受人 「元引受人」は、投資会社法2条 a 項40号において、一定の場合を除いて、「証券の分売を目的として発行者から当該証券を買い付けた者、証券の分売に関連して発行者のために売付を行う者、このような事業に参加しもしくは直接もしくは間接に関与している者、またはこのような事業の直接もしくは間接の引受に参加しもしくは関与する者」であると定義されている。

##### ④関係者、発起人、および元引受人の関係者

第二段階の関係者、すなわち、関係者の関係者、発起人の関係者、および元引受人の関係者が規制の対象に含まれるのは、規制の潜脱を防止するためである。すなわち、第一段階の関係者のみを規制の対象にしたならば、投資会社の関係者が当該投資会社に対して自己のある財産を売却しようとするとき、自己の私的な会社を設立して売却を試みる財産をその会社の名義に変更したうえで当該投資会社に売却することによって、その者は規制を免れることができる<sup>(57)</sup>。ただし、理由は明白でないが、第二段階の関係者の範囲を

超える「関係者の関係者の関係者」には規制は及ばない。しかし、第三段階の関係者に相当する行為者が投資会社の関係者の関係者である者の完全子会社である場合には、当該行為者は第二段階の関係者とみなされる<sup>(58)</sup>。

## (2) ポートフォリオ関係者をめぐる議論—規則17a-6

### (i) ポートフォリオ関係者を含めた意義

投資会社との間で支配または被支配の関係は存在しないが、5%以上の株式所有をするために関係者となる者は「ポートフォリオ関係者 (portfolio affiliate)」と呼ばれることがある<sup>(59)</sup>。ポートフォリオ関係者はさらに、投資会社の社外議決権証券の5%以上を直接または間接に所有し、支配し、または議決権付きで保有する者 (投資会社法2条 a 項3号 (A)) と、投資会社によって社外議決権証券の5%以上を直接または間接に所有され、支配され、または議決権付きで保有される者 (投資会社法2条 a 項3号 (B)) に分けられる。前者を川上の (upstream) 関係者といい、後者を川下の (downstream) 関係者という<sup>(60)</sup>。

1970年代に入り、投資会社の川下の関係者に対する17条の適用を疑問視する見解が示された。そもそも川下の関係者が投資会社の利益を犠牲にして当該投資会社と取引を行うとは考えにくいだけでなく、合併や企業買収に関連して株式の取得または交換が行われる際に、17条 a 項または17条 d 項が適用されるため事前にSECへの当該取引の申請が必要とされるのは、一般の事業会社の活動にとって不当な障害となっていたという<sup>(61)</sup>。

ある論者は、川下の関係者にも規制が及ぶことの意義につき、規制の趣旨が投資会社に対して影響力を持つ内部者の自己取引にあるとしたうえで、投資会社の第一段階の川上の関係者は規制を回避するために自己が株式所有を通じて影響を及ぼしうる会社 (当該川上の関係者の川下の関係者) を利用して投資会社と取引を行うことがあり得るため、これを防止する意図で川下の関係者が含まれていると考えるのが説得的であると主張する<sup>(62)</sup>。SECによれば、川下のポートフォリオ関係者を規制の対象に含めた立法の意図は必ずしも明確ではなく、SECのチーフ・カウンセルである Schenker 氏による議会でのわずかな証言が規制対象者に言及するものの決定的な手がかりになるとは言えないであろうと指摘されている<sup>(63)</sup>。

以下では、川下の関係者に対して17条 a 項<sup>(64)</sup>の適用が問題となった Sterling Precision Corp. 判決を紹介する。同判決のなかで、Friendly 判事は、川下の関係者に対する厳格な規制の必要性に疑問を呈する立場を明確に示した。

【Sterling Precision Corp.判決, SEC v. Sterling Precision Corp., 393 F.2d 214 (1968)】

[事実の概要]

投資会社によって11.8%の株式を所有される事業会社 (川下の関係者) が、SECの事前の

承認を得ずに、当該投資会社から自社の証券の買い戻しを行うことが、投資会社法17条 a 項 2号に違反するとして、SECが当該買い戻しの差止め命令を求めた事例である。

[判決の要旨]

Friendly 判事は規定の文言から以下の検討が17条 a 項を適用しない正当な理由とはならないと述べた上で「投資会社が証券を買い付けるとき、当該証券に買取請求権が付されているという認識をもってそうするのである。したがって、その取引から生じる唯一の潜在的悪性は、投資会社が買取請求を行うためその会社の他の証券保有者の利益を犠牲にして『関係者』に影響を及ぼすことにある。このような危険は投資会社法の制定に際して認識されていたが、それは同法が救済を試みた主たる悪性の1つではないのである。……我々は、このプライオリティの低い政策のもと、主として懸念していた危険を伴う投資会社による買い戻しよりも徹底して投資会社ではない者による買い戻しを規制するよう議会が委員会に望んでいたとは考えられない」と述べる<sup>(65)</sup>。

(ii) 実際上の問題点

一般事業会社はどのようにして自社が投資会社の川下の関係者であることを知るのか、という点が実際上の問題として挙げられた<sup>(66)</sup>。すなわち、投資会社のポートフォリオ証券は保管銀行の名義で所有されているため、名義書換代理人の記録からは投資会社によって自社の証券が所有されていることを一般の事業会社は知り得ない状況にあり、したがって、どれほど所有されているのか、または所有されている証券の種類等も不明である。投資会社は、公開会社の持分証券の5%以上を保有する場合には、1934年証券取引所法13条 d 項 1号により当該証券の発行者にその旨を通知する義務を課せられているが、この制度は川下の事業会社が公開会社であるときにのみ利用可能なものであって、上記の状況に十分役立つとは言えないと指摘された<sup>(67)</sup>。

そのほか、事業会社が、同一の投資顧問および元引受人、取締役・役員の兼任がみられる投資会社集合体 (complex) に属する複数の投資会社によって合計で5%以上の株式を所有される場合はどうなるのかという問題も生じた<sup>(68)</sup>。さらには、投資会社がもし行使をすれば社外議決権株式の5%以上に相当する事業会社のオプション、ワラント、または転換証券を所有している場合、当該事業会社は川下の関係者になるのか否か、といった実務上の問題が提起された<sup>(69)</sup>。

以下では、ファンド集合体によって合計5%超の株式を所有される事業会社に関する事例を紹介する。

【In the Matter of Axe-Houghton Stock Fund, Inc., 1967 SEC LEXIS 314 (Sept. 21, 1967)】

【事実の概要】

事業会社P社の株式を、投資会社 Stock Fund は1.84%、Science Fund は3.39%、および Fund A は0.66%所有している。Stock FundとFund A は同一の投資顧問、3社とも同一の元引受人を利用し、同一の者が3社の取締役および役員を兼任している。E氏は、Stock Fund および Science Fund のCEOであり、かつ、それらの投資顧問の上級役員であった。Stock Fund および Science Fund がその所有するP社のワラントの行使につき17条 b 項に基づき同条 a 項の適用除外を申請したのが本件である。

【審決の概要】

SECは次のように述べる。「E氏は、Stock Fund および Science Fund を支配しており、合計でP社の社外議決権証券の5%以上を所有する Stock Fund および Science Fund によって所有されるP社普通株式を間接的に支配していると思われる。それゆえ、P社はE氏の関係者であると思われる、そしてE氏は Stock Fund および Science Fund の役員および取締役として各ファンドの関係者である。」換言すると、E氏は投資会社との間で役員・取締役として投資会社の関係者(2条 a 項3号(D))であり、P社は社外議決権証券の5%以上を間接に支配されている者としてE氏の関係者(2条 a 項3号(B))となる。よってP社は投資会社の関係者の関係者とされる。

(iii) 投資会社法規則17a-6の改正

結局、SECは1979年に投資会社法規則17a-6(17条 d 項については1974年に規則17d-1(d)(5)を改正済み)の改正を行い、ポートフォリオ関係者の問題に対処した<sup>(70)</sup>。規則17a-6(a)は、投資会社またはその被支配会社と当該投資会社の関係者または当該関係者の関係者が当事者となる取引において、(1) 当該投資会社の役員、取締役、従業員、投資顧問、顧問会の構成員、寄託者、発起人、もしくは元引受人、(2) 当該投資会社を直接もしくは間接に支配する者、(3) 当該投資会社の社外議決権証券の5%以上を直接もしくは間接に所有し、支配し、もしくは議決権付きで保有する者、(4) 当該投資会社とともに直接もしくは間接に共通の支配におかれている者、または、(5) 上記のいずれかの者の関係者が、(i) 取引の当事者となっている場合、または、(ii) 当該投資会社を除く取引当事者に対して直接もしくは間接に金銭上の利益(financial interest)を有しており、当該取引の前6ヶ月間に有していた、もしくは取決めによって取得する場合を除く取引について17条 a 項の適用が除外されることを定める。

規則17a-6(b)(1)は、「金銭上の利益」には以下のものは含まないという消極的な定め

方をしている。すなわち、(i) 当該投資会社によって発行された証券の所有を通じた利益、(ii) 当該投資会社の完全子会社の利益、(iii) 取締役としての職務に対する通常かつ一般的な報酬、(iv) 業務執行者ではない使用人の利益、(v) 通常の業務方法において自然人に対して行われた貸付もしくは発行された保険証券から生じる保険会社の利益、(vi) 通常の業務方法における貸付もしくは口座管理から生じる銀行の利益（ただし、その利益が取引の当事者である会社の取締役、役員、もしくは業務執行者に対する貸付、もしくは取引の当事者である会社の社外議決権証券の5%以上を所有し、支配し、もしくは議決権付きで保有する者に対する貸付から生じる場合を除く）、または (vii) 規則17d-1(d)(3) に掲げる取引から取得する利益である。

#### (iv) 新たな課題

規則17a-6の改正により従前議論されてきた実務上の問題は解決されたものの、同規定の「金銭上の利益」の解釈につき不明確な点が存在するため、新たな実務上の問題が生じているという<sup>(71)</sup>。

たとえば、投資会社Aが川下の関係者である事業会社Bと取引を行うケースで、Aの役員の報酬がBを含むポートフォリオ会社のパフォーマンスに対応して決められていたならば、当該役員がBに直接または間接の「金銭上の利益」を有していると考えられることもできよう<sup>(72)</sup>。

さらに別の例として、投資会社Aが川下の関係者である事業会社Bと取引を行うケースで、Aの取締役がBの株式を所有していた場合はどうであろうか。当該取締役がBに対して株式所有を通じて直接または間接の「金銭上の利益」を有していると考えられることもできるが、もしそうでない場合があるならば、どの程度の株式所有で「金銭上の利益」を有すると認められるかが明らかでないと指摘される<sup>(73)</sup>。

(以下、続く)

#### 注

- 1 投資会社法17条 a 項の規制行為の態様は「投資会社とその関係者がテーブル（取引）の両側に向かい合うこと」であり、同法17条 d 項は「テーブルの一方に投資会社とその関係者がいて、向かい側に第三者がいること」と表現される。例えば、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 643 (1976) 等。

なお、17条 d 項のねらいは、投資会社に何らかの影響力を有する関係者が投資会社と共同また

- は連帯して取引を行う際に投資会社に不当な取引条件を押し付けて投資会社およびその株主の利益を侵害する可能性があるため、一定の要件を満たして適用除外取引に該当しないものを禁止することにある (SEC Staff Report, *Protecting Investors : A Half-Century of Investment Company Regulation*, Fed. Sec. L. Rep. Extra Ed. at 494 (May 29, 1992))。
- 2 Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 Wash. U. L. Q. 303, at 321 (1941).
  - 3 Tamar Frankel & Clifford E. Kirsch, *Investment Management Regulation*, at 348 (1998) は、「要するに、多くの場合、独立取締役は投資会社の内部者による利益相反取引に対して番犬 (watch dog) としての役割を担わない。その役割はSECに留保されている」と述べる。
  - 4 *Id.* at 347.
  - 5 *Restatement (Second) of Trusts* § 170, 216 (1959) ; *Restatement (Second) of Agency* § 389 (1958) ; 樋口範雄『フィデユシャリー [信認] の時代—信託と契約』100-104, 209-214頁 (有斐閣、1999年) ; 植田淳『英米法における信認関係の法理—イギリス判例法を中心として—』43頁以下 (晃洋書房、1997年)。
  - 6 神田秀樹「アメリカにおける証券投資信託規制」財団法人資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』216頁 (資本市場研究会、1992年) は、「1940年投資会社法は、立法前の時期に発生していた各種の不祥事を防止するために、いろいろの実体的な規制をしている点に特徴がある」と指摘する。
  - 7 Dodd教授は、製鋼会社の経営者が自己の所有する砂漠地帯の土地をプラント用地として会社に売却しようとしても不可能であるけれども、投資会社の経営者が自己の所有する証券を会社に売却したり優良な証券の処分を会社に行わせるのは可能であるし容易であると指摘する。Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking & Currency, 76th Cong., 3d Sess. Pt. 1, at 767 (1940).
  - 8 *Ibid.*
  - 9 SEC Staff Report, *supra* note (1) at 474. なお、投資会社法成立の過程に関して、三谷進『アメリカ投資信託の形成と展開』173頁以下 (日本評論社、2001年) を参照。
  - 10 SEC, *Investment Trusts and Investment Companies* (Pt. 3), H. R. Doc. No. 136, 77th Cong., 1st Sess., at 2581 (1939).
  - 11 Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 90.
  - 12 ある取引では、投資会社からの340万ドルの借入に対して銀行の役員および取締役が提供した担保の価値は数十万ドルしかなく、完全な担保不足であったという (*Id.* at 208)。
  - 13 *Ibid.*
  - 14 *Id.* at 37.
  - 15 Comment, *Statutory Regulation of Investment Trusts*, 44 Harv. L. Rev. 117 (1930-1931).

- 16 Id. at 118.
- 17 Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 765, 767.
- 18 Tamar Frankel, *The Regulation of Money Managers*, Vol. II at 14-53 (2002 Supp.).
- 19 Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 258.
- 20 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-53.
- 21 Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 38.
- 22 Comment, *The Regulation of Management Investment Trusts for the Protection of Investors*, 46 *Yale L. J.* 1211, at 1220-1221 (1937).
- 23 Id. at 1218-1219.
- 24 *Ibid.*
- 25 *Ibid.*
- 26 Notes, *The Investment Company Act of 1940*, 41 *Colum. L. Rev.* 269, at 287 n. 145 (1941).
- 27 Id. at 287. なお、1940年投資会社法の登録義務（8条 b 項）は、1933年証券法および1934年証券取引所法のもとで登録をのがれた投資会社の抜け道をふさぐと同時に、定期報告書の提出義務（投資会社法30条）とともに、追加的な情報の開示を義務づけている（*Ibid.*）。
- 28 Note, *The Investment Company Act of 1940*, 50 *Yale L. J.* 440, at 447 (1941). 別の論者によると、「10条および15条は投資顧問・会社間を危険な緊密関係へと導いた支配の通路を閉ざすことを意図したものであるのに対し、17条はそれよりはるかに直接的な手法を示している」と説明されている（*Survey, The Mutual Fund Industry : A Legal Survey*, 44 *Notre Dame Law.* 732, at 802 (1969)）。
- 29 Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 767-768.
- 30 Id. at 767.
- 31 Id. at 767-768.
- 32 *Ibid.*
- 33 一定の例外を除き、投資会社法3条 a 項に該当する会社は、同法8条 a 項および b 項により、SECに登録することが義務づけられている。  
なお、未登録の投資会社A社の取締役（被告）が1株あたり時価8.16ドルのA社株式を1株あたり4ドルで購入できるオプションを取得し、その親会社の株主が当該オプションの行使の差止めを求めた事件において、第2巡回区裁判所は「A社は申立の対象となった取引が行われた時点で投資会社法のもとで登録されていなかったのであるから、投資会社法17条 a 項は本件では関係がない」と述べた（*Upton v. Otis*, 155 F.2d 606 (2d Cir. 1946)）。
- 34 投資会社は元引受人、ブローカー・ディーラー、または投資顧問を設立することが認められており、それにより規模の経済やこれらの者からの実費によるサービス提供というメリットを享受できる（Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-71）。ただし、これらブローカー・ディーラー等

- の発行する証券の投資会社による取得に関して、12条 d 項 3号 (A) および (B) は、投資会社またはその被支配会社が、これらブローカー・ディーラー等の社外証券のすべてを現在または当該取得後に所有し、かつ、それらの者が主として証券の引受、分売、売付、またはその付随業務に従事し、その主たる収入がこれらの業務から生じている場合に限り認められるとする。
- 35 1940年投資会社法の条文訳は、財団法人 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。
- 36 17条 a 項は「過去の経験から自己取引の危険が示された特定の取引または取引類型を禁止する」という考え方にに基づき、禁止行為としてこのような類型が定められたという指摘がある (Note, *supra* note (28) at 447)。
- 37 17条 a 項 1号 (A) に定める適用除外は、投資会社の発行証券の償還が自由に行われることが望ましく、かつ、償還に関しては公正な取引を確保する投資会社法規則22c-1によって別に規制が設けられているからであると考えられている (Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-95)。
- 38 Cox, Hillman, and Langevoort, *Securities Regulation*, at 1216 (3d ed. 2001).
- 39 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-114.
- 40 Milton P. Kroll, The "Portfolio affiliate" Problem, *Third Annual Institute on Securities Regulation* 261, at 289 (1972) は、このような6条 c 項の利用方法について「権原の瑕疵 (cloud on title)」を取り払うためのものであると述べる。
- 41 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-157.
- 42 Alan Rosenblat & Martin E. Lybecker, *supra* note (1) at 634-651.
- 43 SEC Staff Report, *supra* note (1) at 473. ; Amy L. Goodman ed., *The Investment Company Regulation*, at 8-3 (1998 Supp.). ; Comment, *The Application of Section 17 of the Investment Company Act of 1940 to Portfolio Affiliates*, 120 U. Pa. L. Rev. 983, at 1009 (1972).
- 44 SEC Staff Report, *supra* note (1) at 491-492.
- 45 *Id.* at 492.
- 46 *Ibid.*
- 47 *In the Matter of The Adams Express Co.*, 18 S.E.C. 622, at 625 n. 6 (1945).
- 48 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-67.
- 49 T. L. Hazen, *Securities Regulation*, at 962 (4th ed. 2002). ; Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-68.
- 50 Milton P. Kroll, *supra* note (40) at 287.
- 51 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-69.
- 52 *Ibid.*
- 53 「支配」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をいう。当該会社の議決権証

券の25%以上を所有する者は、当該会社を支配していると推定される（投資会社法2条 a 項9号）。

- 54 「投資顧問」については、あらゆるタイプの助言者を網羅するべく、1940年投資顧問法202条 a 項11号において一定の者を除いて「報酬を受けて、証券の価値に関して、または証券への投資、その購入もしくは売却の可否（advisability）に関して、直接に又は出版物もしくは文書によって他人に助言することを業務とする者。または報酬を受けて、経常的業務の一部として証券に関する分析もしくは報告を刊行もしくは公表する者」と定義されている。

これに対して、投資会社法上の「投資顧問」は、投資会社の契約に基づく外部の助言者に焦点を当てて、投資会社法2条 a 項20号において一定の者を除いて「当該投資会社との契約に従い、証券等への投資、その購入もしくは売却の適否（desirability）に関して、当該投資会社に対し経常的に助言する者。または当該投資会社がいかなる証券等を購入もしくは売却すべきかの決定権限が与えられている者。およびこれらの者との契約に従って実質的にこれらの者が果たすすべての責務を経常的に遂行する者」と定義されている。

なお、投資顧問の定義につき、Tamar Frankel, *The Regulation of Money Managers*, Vol. I at 3-3, 4-3 (2001) 参照。

- 55 「顧問会」とは、当該投資会社のいかなる資格ももたない者のみから構成され、かつ、投資に関して勧告という役割を果たすが、売買されるべき証券等に関する決定権限をもたない機関である（投資会社法2条 a 項1号）。
- 56 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-60.
- 57 Schenker氏の証言（Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 261）。
- 58 Tamar Frankel, *supra* note (18) at 14-59.
- 59 Milton P. Kroll, *supra* note (40) at 261.
- 60 *Ibid.*
- 61 Comment, *supra* note (43) at 983, 986.
- 62 *Id.* at 986 n. 11.
- 63 Investment Company Act Release No. 10, 698 (May 16, 1979), 17 SEC Docket 628, at 629-630. Schenker氏は、議会の証言の中で、「本条が述べる唯一のことは、役員、取締役、管理者、または引受人は本人として投資信託にいかなる財産も売却してはならないということである。その者が売り主として金銭的利益関係を有し、かつ、当該投資信託に関して受託者の立場として行動している場合には、取引の両サイドに身を置くため、そのことは明白である（Hearings on S. 3580, *supra* note (7) at 256）」と述べる。さらに同氏は、投資会社の支配者が投資会社の投資者の資金を通じて投資会社の投資対象企業を支配していると述べたうえで、デパートB社と同F社を支配する投資会社A社がB社をF社に売却する場合、アームス・レングスの取引が行われないうおそれがあり取引の公正性のチェックが必要となると指摘する（*Id.* at 257-258）。

- 64 17条 a 項の適用に関してではないが、投資会社によって9%の株式を所有される事業会社（川下の関係者）が、SECの事前の承認（投資会社法規則17d-1）を得ずに、当該投資会社とともに株式の買い集めを行ったとして、SECが当該株式買い集めの差止め命令等を求めた事例において、Friendly判事は「議会は川下の関係者も投資会社の株主が被るかも知れない何らかの危険に関わると考えていたのであろう」と述べて、当該事業会社への規則17d-1の適用を肯定した（SEC v. Tally Industries, Inc., 399 F.2d 396, at 403 (2d Cir. 1968)）。
- なお、1974年の投資会社法規則17d-1 (5)の改正は、川下の関係者を17条 d 項の適用除外とするものであり、上記Tally判決を考慮し、かつ、その影響を軽減したものであると評価されている（Joseph W. Bartlett & Stephen P. Dowd, Section 17 of the Investment Company Act – an Example of Regulation by Exemption, 8 Del. J. Corp. L. 449, at 480 (1983)）。
- 65 なお、Sterling判決から導かれる投資会社の証券の買戻し（17条 a 項 1号 (A)）と事業会社の買戻しに規制上「一貫性がないこと (inconsistency)」を指摘する見解として、Milton P. Kroll, supra note (40) at 282-283を参照。
- 66 Comment, supra note (43) at 994-995. ; Milton P. Kroll, supra note (40) at 269-271.
- 67 Milton P. Kroll, supra note (40) at 270.
- 68 Id. at 267-268.
- 69 Milton P. Kroll氏は、このような場合、行使条件や転換条件のみならず、行使価額または転換価額、当該投資会社の目的、方針、制約等に照らして現時点で株式を取得することが可能であれば、株式を5%以上所有する者として2条 a 項 3号 (B)に該当するという。同氏は、事業会社の転換社債をポートフォリオに組み入れたバランスファンドにおいて、同ファンドの投資目的や方針または経済状況に照らして、その転換権を行使することによって持分証券に対する債券の割合が重大かつ不利に影響を受ける場合、転換権は現時点で行使できないものと考えらるべきであるとする (Id. at 265-266)。
- 70 Investment Company Act Release No. 10, 828 (August 13, 1979), 18 SEC Docket 122.
- 71 Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, Investment Companies as Guardian Shareholders : The Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate, 45 Stan. L. Rev. 985, at 1002 (1993).
- 72 Ibid.
- 73 Joseph W. Bartlett & Stephen P. Dowd, supra note (64) at 482.