

研 究 成 果 報 告 書

アメリカにおける1940年投資会社法制定の

必要性と立法作業に関する研究

(課題番号 15530074)

平成15年度～平成16年度科学研究費補助金(基盤研究(C)(2)) 研究成果報告書

平成18年 5月

研究代表者 川 島 いづみ

(早稲田大学・社会科学総合学術院・教授)

は し が き

本研究は、アメリカの1940年投資会社法を研究の対象として、かかる立法が必要とされた理由を、同法成立の経緯に遡って明らかにし、わが国において、集団投資スキームを規制する法制度を考察するための示唆を得ようとしたものである。

アメリカの1940年投資会社法は、スキームの法形態にかかわらず、集団投資の媒体である「投資会社」を統一的・横断的に規制している。同法は、大恐慌後に設けられた証券取引委員会（SEC）が、膨大な調査・研究を基礎に、精力的に立法作業を進めて成立させた連邦法である。そのため、当時なぜ集団投資スキームの統一的・横断的な法規制が必要とされたのか、またどのような規制を横断的にものとするのが有用であるとされるのかを考える上で、きわめて重要な法律である。

本研究では、このような1940年投資会社法について、SECの多数の報告書を主たる研究材料として、同法成立前における投資ファンド（投資会社）の規制状況と問題点、そして同法成立に至る立法作業の経緯を明らかにしている。

研 究 組 織

研究代表者：川島 いづみ（早稲田大学・社会科学総合学術院・教授）

交付決定額（分配額）

（金額単位：千円）

	直接経費	間接経費	合 計
平成15年度	500,000	0	500,000
平成16年度	200,000	0	200,000
総 計	700,000	0	700,000

アメリカにおける1940年投資会社法

制定の必要性と立法作業に関する研究

川島 いづみ

一 はじめに

投資信託のように、多数の資金拠出者から集めた資金でファンドを作り、これを専門家が運用して、得られた利益を資金拠出者に分配する仕組みを、総称して集団投資スキームと呼ぶ。集団投資スキームの重要性は、経済的にも社会的にも益々高まっているが、従来わが国では、証券とか不動産といった投資対象ごとに、また、スキームの媒体の法的形態として会社（法人）・信託・組合のいずれをとるかによって、あるいは、銀行とか証券業者、保険業者といったスキームの設定者・運用者となる業者ごとに、別々の法律によって規制されており、集団投資スキームに対する統一的な法規制は設けられていない。これに対してアメリカでは、1940年投資会社法¹によって、ファンドの法的形態にかかわらず、集団投資の媒体を統一的・横断的に規制している。本研究は、このような1940年投資会社法研究のいわば序説として、その立法に至る経緯を検討することを主な目的としている。

20世紀初頭、アメリカでは、一般投資家の資金を集めて証券投資を行う媒体として、会社法人、信託、契約など、様々な法的形態による投資会社（投資ファンド）が急成長した。投資会社業界は、保険会社の規模の3分の1、貯蓄銀行の2分の1、そして貯蓄貸し付け組合とほぼ同様の規模であったといわれている²。しかし、投資会社業を直接の規制対象とする法律は当時存在せず、投資会社による詐欺的・濫用的な経営や証券の販売から投資家を適切に保護することができずにいた。諸州の証券規制（ブルー・スカイ・ロー）も、詐欺的な証券販売に対する規制では一定の役割を果たしたが、その適用

¹ 「1940年投資会社法」は、Investment Company Act of 1940の一般的な和訳であるが、「会社」という表現は必ずしも適切ではなく、むしろ投資ファンド法と訳すべきであろう。しかしながら、この訳語がすでに定着しているため、本報告でも投資会社法、あるいは、投資会社という表現を使用することにする。

² Notes (E. P. R.), Regulation of Investment Companies, Univ. Pennsylvania L. Rev. 584(1940), at p. 585.

範囲等には一定の限界があり、州の立法権に関する疑念もあった。とりわけ大恐慌後は、連邦法によって投資会社を規制する必要性が痛感されるようになる。連邦議会も、1935年には連邦法による規制の必要性を認識するに至り、連邦証券取引委員会（以下、SEC という）に、投資信託・投資会社に関する調査権限を付与するための法改正を行った。そして、その調査結果が、1938年から1940年にかけて、逐次 SEC の報告書³として議会に提出・公表された。これを受けて、1940年に Wagner-Lea 法案（投資会社法案）が議会両院に提出されたが、銀行・通貨委員会での審議において投資会社業界代表の強い反対に会い、大幅な修正が加えられて、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）が成立した。

1938年に投資信託および投資会社に関する SEC の報告書が公表されるまで、投資会社に関する文献の多くは、記述的なものか、推奨的なもののいずれかであったといわれている⁴。とはいえ、1930年には、J. T. Flynn によって、投資会社に関するかなり網羅的かつ批判的な著作が上梓されている⁵し、法律雑誌の論文には批判的な記述が見られる。本研究では、SEC の報告書を主たる研究素材としつつ、そうしたその他の文献も検討することで、1940年投資会社法成立前における投資会社の実態と法規制の限界を明らかにするとともに、1940年投資会社法制定の経緯を、投資会社法案がどのように修正されたかの検討を通じて、解明していくこととする。

二 20世紀初頭における投資会社の発展

1 投資会社とはなにか

投資会社（investment companies）には、いくつかのタイプが存在するが、一般的に言えば、他の会社（法人）の証券を購入してその投資による利益を自らのポートフォリオに反映させ、自ら証券を発行することを事業目的とする投資事業体（investment concerns）である。法的形態としては、法人格のある会社（corporations）の場合もあり、信託を利用する投資信託（investment trusts）の場合もある。つまり、投資会社とは、証

³ Securities and Exchange Commission, Investment Trusts and Investment Companies/Report of the Securities and Exchange Commission (1938-1940).

⁴ Notes, *supra* note 2, at p.584.

⁵ J. T. Flynn, *Investment Trusts Gone Wrong* (New York, 1930).

券投資信託を含めた投資事業体一般を指す用語であって、法的形態の差異を意識した表現がなされる場合には、投資会社・投資信託と併記されることもある。一般向けの説明においては、少なくとも1929年以前の段階では、投資家が投資信託の証券を購入することによって、分散投資と専門家による投資判断の利益を享受して、投資における高いレベルの安全性を得ることができるよう設定された投資媒体であることが強調されていた。投資会社が発行する証券は、普通株式、優先株式、社債、その他であって、その多くは大衆に販売された。

投資会社の規制が問題とされた当時のアメリカには、つぎのようなタイプの投資会社が存在していたようである。(1) Management Investment Companies (管理投資会社)、(2) Fixed or Semi-Fixed Trusts (確定型投資信託)、(3) Installment Investment Plans (分割払い投資プラン)、および、(4) Companies Issuing Face Amount Certificates (額面証券発行会社)、である⁶。以下、順に概観してみよう。

(1) Management Investment Companies

Management Investment Companies は、投資の性格、種類および投資額について制限がない、または限られた制限しか存在しない点で、他のタイプの投資会社と異なる特徴を有する。通常の法形態は、州の一般会社法に基づいて設立された会社法人組織である。こうした投資会社の証券保有者の権利・義務は、通常の会社法人の同タイプの証券保有者、つまり株主や社債権者のそれとなる。

とはいえ、多くの Management Investment Companies は、マサチューセッツ・トラスト⁷の形をとり、スポンサー (sponsors) が設定者 (settlor) と受託者を兼ね、信託証書には、cestuis que trust または受益者として、ファンドに資金を出すスポンサーの名称が記されていた。信託証書は、通常、受託者の自己永続性を定め、様々な程度の経営と支配をその手に与えていた。ファンドの実際の拠出者 (投資家) は、契約の当事者ではなく、参加によって受益者となり、参加の条件によって拘束された。そのような構造が、真の信託を創設するものか、それとも単なる有限責任の組合であるのかは、裁判所が形成した基準によって判断される、つまり判例法によるとされている。いくつかの裁判例

⁶ タイプの分類の記述は、R. B. Tolins, The Investment Company Act of 1940, 26 Cornell L. Q. 77(1940), at p.78 による。

⁷ マサチューセッツ・トラストについては、たとえば、雨宮孝子=今泉邦子「ビジネス・トラストの研究」信託 181 号 (1995 年) 4 頁以下を参照。

において、裁判所は、こうした団体を、州法の下で有効な会社法人ではないと解釈しているが、裁判所が有効な会社であると判断した事例も存在するようである⁸。会社法人であることを否定された Management Investment Trust も、会社の証券保有者と類似の、2種類以上の資本証券と、社債、利付社債を発行することができる。しかしながら、株主（受益者）に議決権が与えられることは稀であった。ちなみに、投資信託については、当初、証券取引所への上場の可能性は否定されていた⁹。

Management Investment Companies は、ごく稀に、ジョイント・ストック・カンパニーの形態をとり、同様にわずかな例では、契約によりエージェンシー関係（代理関係）を構成して、個人の資金拠出者が、経営者に、拠出金の投資を担当する代理人として行為する権限を付与していた。そこでは、投資会社として法的に区別される主体は存在せず、当事者間の契約関係のみとなる。投資制限があるか否か、クローズド・エンド型かオープン・エンド型かなど、さらに細かな分類をすることもできる¹⁰。

このように、Management Investment Companies には、多様な類型が存在したが、もっとも問題となったのが、このタイプの投資会社であった。早くも、1925年の文献において、受託者が永続的な地位を有することの危険性が指摘されている¹¹。

（2）Fixed Investment Trusts

第2のタイプとして挙げた Fixed Investment Trusts（確定型投資信託）は、信託証券の条項によって設定されるか、または、通常、預託機関(depositor)とされるスポンサー会社、および、受託者とされる銀行または信託会社と、証券保有者となる信託ファンドの拠出者（信託財産の受益的所有者）との間の契約に基づいて、設定される。通常は、信託証券が、信託資金が投資される証券ばかりでなく、それぞれの証券の投資割合も決定しているため、経営の裁量の範囲は最小限に抑えられる。

確定型投資信託の大半は、ユニット・タイプであって、各々のユニットの内容は同一に構成される。受託者は、各ユニットに対するワンセットの信託証券を預託機関に対して発行し、預託機関がスポンサー会社としてその信託証券を大衆に販売する。

⁸ Tolins, *supra* note 6, at p.78, fns. 8 and 9.

⁹ ニューヨーク証券取引所について、R. D. Kilborne, *American Investment Trusts*, 3 *Harvard Bus. Rev.* 160(1925), at p.167.

¹⁰ SEC, *supra* note 3, Part I, Ch. II, Sec. III, at p.26.

¹¹ Kinborne, *supra* note 9, at p.163.

(3) Installment Investment Plans

第3のタイプである Installment Investment Plans は、名前が示すように、定期的にまたは分割払いで、投資信託または投資会社の発行する証券を購入できるように工夫されたタイプである。当該プランへの参加権を構成する定期支払証券が、直接大衆に販売される証券となる。この証書が、他の特定の確定型または監理投資信託や投資会社の株式である基底証券における権益を表章する。法的構造は、プランの条件を定める信託合意にしたがって発行される、プランにおける参加を構成する証書を伴う確定型信託と同様であって、それが、スポンサー会社の権利と義務を定め、受託者である銀行と、証券を購入した証券保有者を条件付けている。

(4) Companies Issuing Face Amount Certificates

第4のタイプである Companies Issuing Face Amount Certificates においては、額面証券 (Face Amount Certificates) が発行される。額面証券は、発行会社と買い主との間の契約であって、それにより、一定額の支払いを対価として、会社が購入者に対して、満期に券面金額を支払うこと、または、満期前に、請求と証書の引渡により解約価額を支払うことを合意する。社債券に類似する証券である。

2 投資会社の歴史

(1) 投資会社の出現と発展 (1920年代)

1920年以前においては、アメリカ合衆国には、比較的少ない数の投資会社しか存在しなかったようである。アメリカで設定された最初の投資信託は、1921年4月に設定された the International Securities Trust of America であるとの記述もある¹²。1923年ないし1924年には、the Bond Investment Trust、the Massachusetts Investors Trust、the American Trust Share Corporation、the United Bankers' Oil Company、the United American Chain Stores, Incorporated、the United American Railways, Incorporated、the United American Electronic Companies が、設定されている。これらのうち、the International Securities Trust of America、the Bond Investment Trust、および、the Massachusetts Investors Trust は、いわゆるマサチ

ユーセツ・トラストにより組織された。他方、the United American Chain Stores, Incorporated、the United American Railways, Incorporated および the United American Electronic Companies は、デラウェア州法の下で設立された会社（法人）と
のことである。デラウェア州会社法が経営者に親和的であること、とりわけ、株主総会
および取締役会の州外での開催が認められていた点が、同州会社法が利用された理由と
して指摘されている¹³。

このようにして、1921年から26年までの間に、大規模金融機関のいくつかが投資
会社というアイデアを採用するようになり、規模と重要性の点においてその成長が
始まったといわれる¹⁴。

1924年においても、投資信託（投資会社）の資産規模は、全体でも50万ドルに
も満たなかったとされているが¹⁵、1920年代末には、その資産規模は膨大なものに
ふくれあがっていた。新設された数の統計を見ると、1926年からの4年間で、その
ピークであったことがわかる。1921年以前には、投資会社の新設数はわずか40で
あるのに対して、1921年から1926年では、139社、1926年から1930
年では、約800社、1930年から1936年では約200社と報告されている¹⁶。

貯蓄銀行、生命保険会社、信託基金、証券関連会社（security affiliates）、火
災保険会社、そしてとりわけ持株会社が、投資会社の急成長を促すことに影響力があ
った。

大衆投資家に対して、いわば集中砲火のように投資信託が販売された理由は、スポン
サー会社にとっての利益と後援（patronage）の多くの源泉、SECの報告書が列挙す
るところによれば¹⁷、特別経営者株式、オプションその他のボーナスの取り決め、引
受手数料と販売手数料、仲介手当、信託との直接取引からの利益、管理手当
（management fees）、カストディアン報酬、給与、法務手当、会計手当、そしてサー
ビス料金が、考え得る利益の一部とされている。スポンサー会社が特定の事業会社の
支配を取得し、維持するための手段として、投資会社を利用したこと、ならびに、

¹² Kilborne, *supra* note 9, at p. 163.

¹³ *Ibid.*, at p. 164.

¹⁴ Tolins, *supra* note 6, at p.80.

¹⁵ National Association of Securities Commissioners, Report of the Committee on Investment Trusts (1929), at p. 3.

¹⁶ SEC, *supra* note 3, Part I, Ch. III, note 1.

¹⁷ SEC, *ibid.*, Part I, Ch. III, A (2), at p. 62.

スポンサー会社の支配下にある投資会社の潤沢な資金がスポンサー会社の融資能力を高めるために働いた事実も、あげられている。他方で、その間投資会社が実際に産業の資金需要をどれほど満たしていたかを決定することは不可能であるとはいえず、そのようにして投資された基金が、一般に産業を活発化させる効果を有していたはずであると指摘することも、少なくとも公正であろうといわれている¹⁸。

このような拡大の主たる要因として、SEC の報告書は、レバレッジ、取引所取引の拡大および市場でのプレミアムの3つを挙げている¹⁹。投資会社の発行する証券の年間販売額は、1927年の4億ドルから、1929年には30億ドルを超えるまでに増加しており、資産総額も、80億ドルを超えるまでに増加した。投資会社は、1営業日にほぼ1社の割合で設立されていた。投資会社の証券は、証券取引所や店頭市場で盛んに売買されており、単に市場価格を引き上げることを意図した活動も疑われた。1929年までには、投資会社の証券は、その資産価値をはるかに超えるプレミアムが付いて取引されるほどの人気を享受した。新たに設立されて実績のない会社の証券でさえ、実際に発行される前に、発行時基準で (on a “when-issued” basis)、多額のプレミアムが付いて売却された。こうしたプレミアムは、レバレッジ、過当な取引、市場価格の上昇、大衆の投機熱、誤導的な会計、過大評価(excessive valuation)、ピラミッド型の結合(ピラミッド構造)、そしてこれらの結合によって生み出されたといわれている²⁰。

(2) 1930年代(大恐慌以後)

大恐慌後の1930年代、投資会社は、従来の繁栄を生んでいたまさにその事柄の結果として、ほとんどが損害を被ることになった。つまり、レバレッジ、取引所取引および市場プレミアムである。この期間は、破綻、破産管財人の就任、解散、そして吸収合併と新設合併の結果、多くの投資会社が姿を消したことによって特徴付けられる。新会社の設立数は極端に減少した。

ところが、証券市場の暴落は、スポンサー会社、管理業者、役員、取締役、その他の支配的な利害関係者に、莫大な個人的利益をえる機会を提供し、その結果として投

¹⁸ Tolins, *supra* note 6, at p. 81

¹⁹ SEC, *supra* note 3, Part III, Ch. I, at pp.11-17.

²⁰ Tolins, *supra* note 6, at p. 82.

資会社と投資大衆に著しい損失をもたらしたとされている²¹。これはいろいろな手段によって実現されており、そこには、株式の買い戻し、利益相反を含む取引などが含まれるとされている。多くの小規模グループが、個人の投資なしに、数百万ドルの総資産価値のある多くの会社の支配権を取得できた。

市場の暴落の結果、投資会社の証券は著しいディスカウントで販売され、このことが投資会社経営の一般的な不人気に帰結した。この不人気を切り抜けるために、スポンサー会社は、管理業者の裁量の範囲を最小限として、次の点を強調する確定型ないしはユニット型の信託を設定した。つまり、こうした確定型の信託では、資産価値相当額で株主の保有する証券を償還することとしたのである。これにより、株式がディスカウント販売されるおそれを払拭しようとした。しばらくの間は、この確定型ないしはユニット型が人気を博したが、経営への制限と基底となる証券がスポンサー会社の重荷になったので、結局それらのほとんどは、間もなく通常の場合は、オープン・エンド型の management investment trust に組織変更された。

1929年以来、かなりの落ち込みがあったとはいえ、投資会社はアメリカ経済において依然として重要な役割を果たしていた。投資家の10人に1人は、投資信託または投資会社に投資していると推定されている²²。法律雑誌の論考では、関与する投資大衆の大きな割合（約150万人）にもかかわらず、それぞれの会社の支配が、ごく少数のグループに永続的に握られているのは驚くべきことであると述べられていた²³。

三 投資会社の濫用と法規制の限界

1 各種濫用の事例

投資会社は、適切に規制されていれば、優れた投資媒体であったと考えられる。しかしながら、連邦法として1940年投資会社法が制定される以前においては、投資会社の多くは、発起人や経営陣による濫用の見本市のような状況にあった。以下、SECの報

²¹ SEC, *supra* note 3, Part III, Ch. I, at pp. 20 and 21; Tolins, *ibid.*, at p. 82.

²² H. R. Doc. No. 70, 76th Cong., 1st Sess. (1939), Pt. II, Ch. V, at pp. 369-371.

告書および当時の雑誌論文等から、典型的な濫用事例を見てみよう。

(1) 支配権の奪取

投資会社の発起人と経営者がファンドの絶対的な支配権を手に入れるために利用する策略には、非常に単純なものから複雑なものまである。おそらく最も単純な方法は、the Colonial Bond and Share Company による、次のような資本構成の利用である。

Colonial Bond and Share Company (デラウェア州設立の会社)

社債 (Debentures)	\$ 307,000
第1種優先株式 (First Preferred)	625,000
A 種種類株式 (Class A Stock) (35000 株)	255,000
B 種種類株式 (Class B Stock) (25000 株)	250,000
資本総額	\$ 1,437,000

議決権は B 種種類株式にしか付与されていないので、組織者 (organizer) は、25 万ドルの投資だけで、その 5 倍以上の資金すべてを完全に支配できる²³。しかも組織者は、その額を全額投資する必要はない。議決権株式の過半数ないし 3 分の 2 以上を取得するだけで、支配権が得られるからである。

さらに、ニューヨーク州の the Chatham Phenix Allied Corporation の例では、全く資金を投下せずに、支配権が得られることが示されている²⁴。同社は、the Chatham Phenix Bank の投資子会社として設立されたが、その資本構成は下記の通りである。

無議決権株式	1,900,000 株 (1 株 27 ドル)	\$51,300,000
議決権株式	100,000 株 (1 株 25 ドル)	2,500,000
合計		\$53,800,000

議決権株式は親会社である銀行 (the Chatham Phenix Bank) に対して発行したの

²³ Tolins, *supra* note 6, at p. 83.

²⁴ Flynn, *supra* note 5, at p. 38.

で、あたかも同銀行が、5千数百万ドルのファンドの支配権を250万ドルで手に入れたように見える。ところが、投資が行われる前に発行された文書には、2種類の株式の売却から得られた額として、53,800,000ドルではなく、下記のように記載されている。

無議決権株式	1,900,000 株	\$47,500,000
議決権株式	100,000 株 (1株 25 ドル)	2,500,000
	合計	\$50,000,000

Flynn によれば、足りない380万ドルは設立費用であり、この金額はすべての議決権株式の払込金額250万ドルを支払うのに充分で、さらに130万ドルの差額が残る。そして、このようにして、銀行は自ら資金を投下することなく、投資子会社を支配することができる」と指摘している。

投資会社が、銀行家によって普通株式のすべてまたは2分の1を信託設置のための手数料としてとられ、投資なしに支配権を取得されることは、当時珍しいことではなかったようである²⁵。SECの報告書も、「投資信託・投資会社の議決権株式のかなりの割合を、比較的少数の株主が保有している。このような所有の集中は、残余の株式の広範な分散とともに、主要な個人の支配権を永続化し、濫用の発展と継続に寄与する要因となった。」とまとめている²⁷。

とはいえ、投資会社の経営者には信託義務が課されており、これによってファンドと投資家は保護されるはずであった。しかし、ほとんどの会社における支配のまさにその性質は、経営のために支配が授けられたのではないことを示していた。特に、信託の証書保有者または参加者は、能力の足りない経営者を解任する権限を保証されるべきであるが、信託証書は信託証書の保有者からこの権限を奪っていたのである²⁸。

(2) 経営陣による利益相反

投資会社および投資信託のスポンサー会社や組織者は、通常その手に経営権を維持し、ファンドの支配権を握る内部者グループを構成した。これが明らかに、投資会社

²⁵ Flynn, *ibid.*, at p. 38.

²⁶ たとえば、the Kidder, Peabody & Company Trusts の例が紹介されている。

²⁷ SEC, *supra* note 3, Part III, Ch. I, Sec. III, B, at p.32.

²⁸ Tolins, *supra* note 6, at p. 85.

が被った損失の原因となった。なぜなら、多くの例において、無担保融資は、その主要なものは失われたが、これらの内部者に対する融資であって、内部者の株式は利益を生む価格で大衆株主の犠牲において買い戻されていた。換言すれば、銀行やブローカーは、売却すべき株式のポートフォリオを持ち続けた。投資会社の運用担当者として、彼らは株式購入資金を有していた。投資会社は彼らの株式のための永続的な市場を作り出す目的だけのために、またはこれを主要な目的として設立されたとまで想定する必要はないが、しかし目的がどうであれ、結果は確かにそうであったといわれている²⁹。これは信託義務に違反する。しかしながら、大多数が、彼らの株式を信託に売却することを躊躇せず、そのために信託が著しい損失を被った。

Flynn は、次のような例を紹介している³⁰。ニューヨーク最大手の銀行業者の 1 つである Dillon Read and Company が組織する the United States and International Securities Corporation (以下、当該信託) の例である。当時最新の公表された保有株式に関する書類からは、当該信託が保有する社債 (ボンド) の 9 発行会社がわかる。当該信託による社債の総保有額は、3394000 ドルであるが、このうち、5 銘柄は、Dillon Read が社債を販売した会社の社債である。これらの社債の約 240 万ドル、または信託のすべての社債の 75% が Dillon Read またはその信託の役員によって市場売却された証券の発行会社のものである。

信託が保有する株式も同様であって、Flynn は、11 銘柄を挙げ、いずれも Dillon Read が証券発行を仲介したことを指摘している。保有銘柄の 1 つ、the Louisiana Land and Exploration Company (以下、Louisiana と略称) は、油田開発のために設立された会社で、目下空の穴以外の収益はない。信託がこの株式をいくらで購入したかは不明であるが、1929 年には、一時 \$147/8 であったこともあるが、その後市場の大暴落前に 7 ドルまで下落し、その後 3 ドルまで下落したという。同社の社長 (Mr. E. B. Tracy) は、the United States and International Securities Company の社長でもある。Louisiana は、普通株式 100 万株を発行しているが、当該信託はそのうち、89620 株を保有していた。25 万株は Amerada Corporation が保有し、さらに、Amerada Corporation の株式 35000 株を当該信託が保有している。これに加えて、当該信託は、Louisiana の社債 \$165,000 も保有している。保有銘柄の 1 つ German Credit and

²⁹ Tolins, *ibid.*, at p. 86.

³⁰ Flynn, *supra* note 5, at pp. 57-58.

Investment Corporation(German)は、Dillon Read が組織した別の投資信託である。この信託は、第一種優先株と第二種優先株の売却により、そのファンドの大半を集めているが、第一種優先株の3分の1が当該信託に売却されている。Dillon Read の別の信託、United States and Foreign Securities Corporation が第二種優先株式の62.5%を買っている。当該信託の支配株式は、United States and Foreign Corporation によって保有され、後者は前者の株式を保有している。換言すれば、International は Foreign にファンドの一部を提供し、その資金で Foreign が International の株式を保有している。

他にも、Continental Shares の例等が紹介されている³¹。

こうした取締役の兼任は、よくある状況であったようである。しばしば、スポンサー銀行の役員と取締役が投資会社の役員や取締役に選任されていた。通常、投資会社は銀行株のかなりの量を保有したので、銀行が苦境に陥ると株価が暴落した。これらの取締役は、第1の義務を誰に対して負うのか。内部者として彼らは銀行がどれほど苦況にあるかを知っているので、投資会社の取締役としての義務は、銀行株の売却のはずであった。しかしながら、彼らは銀行の取締役でもあり、投資会社による銀行株の売却が銀行の苦境を加速させることを知っていた。この場合、彼らは株式を保有し続け、大衆投資家に200万ドルの損失を被らせた³²。

(3) ピラミッド構造

ピラミッド構造の古典的な例として、the Goldman Sachs Trading Corporation の例を見てみよう。同様の複雑な例は他にも多数存在する。

Goldman Sachs and Co.は、ニューヨーク証券取引所のメンバーであって、1928年12月にデラウェア州で設立された投資会社 Goldman Sachs Trading Corporation のスポンサー会社である。この投資会社では、すべて同じ議決権の付いた普通株式100万株が次のように発行された。

10万株が1株100ドルでゴールドマン・サックスへ	1000万ドル
90万株が1株104ドルで大衆投資家へ	9360万ドル
合計 1億0360万ドル	

³¹ Flynn, *supra* note 5, at pp. 60 et seq.

³² Hearing before Subcommittee, at p. 221.

この金額のうち、1 億ドルは投資会社の資本となり、360 万ドルは設立のための手当としてスポンサー会社に支払われた。かなりの金額であるが、非日常的な利益ではない、といわれている³³。

1929年9月までに、Goldman Sachs Trading Corporationは、3億2600万ドル以上の資金を調達した。1932年には、残金は3300万ドルで、ほぼ90%の損失が生じた。この損失のかなりの部分が株式市場の大暴落に帰せしめられるとはいえ、その一部分が、構造の不必要な規模の設定によることも事実である。この構造は、その複雑さのために完全な説明や議論が困難であるといわれるが、以下のことは、議会の証言で明らかになっている。

すなわち、Goldman Sachs Trading Corporationは、3つの主要な会社または会社グループに枝分かれしていた。(1) the Shenandoah Corporation (以下、シェナンドオ社)、(2) Pacific American Associates, Inc. そして、(3) 1929年に買収した保険・銀行・証券の関係会社であって、ともにグループを形作っていた。これら3つのそれぞれが、他の会社を驚くほどの数の子会社としていた。Goldman Sachs Trading Corporationによって調達された最初の1億ドルのうち1037万9900ドルが別の投資会社であるCentral States Electric Corporationに投資された。つぎに、Central States Electric CorporationとGoldman Sachsは、当初資本額6250万ドルの投資会社、シェナンドオ社を設立した。設立した2つの会社のそれぞれは、株式の交換により、発行済株式の40%を保持した。支払として使われた自社の株式は、5200万ドルの価値があり、その代わりにシェナンドオ社の株式400万株を受領した。このようにして、彼らは一株12.50ドルを支払、他方、大衆に売却した株式は、一株17.50ドルで売却された。シェナンドオ社は、そのようにして調達した資金で、他の投資会社the Blue Ridge Corporation (以下、ブルー・リッジ社)を組織し、725万株の普通株式を発行した。大衆投資家は、100万株を20ドルで買い、シェナンドオ社は、残りの625万株を10ドルで買った。6250万ドルは、シェナンドオ社の優先株式をGoldman Sachs Trading Corporationに販売することによって調達された。この時点で、大衆の資金約1億7000万ドルが調達され、そのごくわずかしかな生産的な投資には当てられていない。大部分は、大衆の資金を汲み上げるための新しい井戸を建てるために使

われている。こうした構造の拡張は、投資ファンドの利益を増進するためではなく、Goldman Sachs Company の投資銀行業を助けるために必要な大衆資金の利用を目的としていたことが、少なくとも示唆される。ブルー・リッジ社を続けるために、そのファンドの一部は生産的に投資され、他の部分は他の金融会社や、Central States Electric Corporation (シェナンドオ社普通株式の 40%を保有、シェナンドオ社はブルー・リッジ社の普通株式の 86%超を保有)、North American Company、American Cities Power and Light Company のような投資会社に、投資された。これらの会社も、さらに別の多くの会社に投資し、時には支配権を取得し、あるいは少数株主となり、かくしてピラミッドの底辺に至るのである。

これらの会社の 1 つが配当宣言をする場合を考えると、Goldman Sachs Trading Company の証書保有者に配当が到達する前に、管理報酬がそれぞれの投資会社で差し引かれ、ここで見た例では 4 社であるが、Goldman Sachs Corporation は、その 20%を保持し続けて、もし残額があれば、証書保有者の手にわたることになる。

こうしたピラミッド構造が有用な目的のために全く必要ではないと主張しても強すぎることはないだろう。それは大衆のためにも産業のためにも役立たないし、そこには健全な金融上または経済上の理由は存在しないと述べられている³⁴。

(4) 多額の経営報酬と隠れた手当

経営陣は、ファンドのカストディアンとしても行為し、どの証券を買うか、いつ売ることが最良かについて専門家としての助言を与えることがその業務である。投資会社の分野外では、これは忽ち標準化されたサービスとなり、非常に多くの銀行や信託会社が投資の市場価値について年ベースで 0.5%ないし 1%の料金でサービス提供している。イギリスの 48 投資信託のマネジメント費用について、6 年間の平均を計算すると、1%の 41/100 であって、これは合理的な料金であるといわれる。しかしながら、アメリカでは、スポンサー会社である銀行に支配されている投資会社は、銀行家のために、四半期ごとに市場価値で総資産 1%の 1/8 から純収入の 20%までにわたる割合を維持している。いずれにせよ、これらの料金のお大半は過剰であり、提供されているサービスについてのここでの記述の観点からして、それは法外なものであ

³³ Flynn, *supra* note 5, at pp. 78-91; Hearing before Subcommittee, at pp. 229 et seq.

³⁴ Tolins, *supra* note 6, at p.89.

る。投資会社が利害関係のない専門家のアドバイスを買うべきでない理由などない³⁵。

しかも、隠れた報酬がしばしば多額に存在する。すでに指摘されたように、スポンサーとマネージャーは、ごくわずかの投資しかせず、時には全く投資をせず、下位証券のレバレッジ効果やその他の様々な工夫によって、投資家よりもずっと多い割合の利益や所得を得ている。もう一つの方法は、マネージャー報酬の規定を設けず、表面上は、当該会社への投資を大変好ましく見せかけることである。しかしながら、通常、いつでも限定された年限内で、組織者が所定の数の株式まで普通株式を引き受けられる旨の規定がある。もし、普通株式の流動価値が所定価額を超えると、通常超えるのであるが、組織者はこの特別の隠れた利益を利用できる。これらは買いワラント (purchase warrants) と呼ばれ、とりわけ不公正であると思われる。なぜなら、ファンドが成功して投資家がリターンを得られそうになると、マネイジメントがそのリターンを急襲し、利益の大きな割合を差し押さえるからである。

(5) 経営者による支配権限の利用

経営者による支配権限利用の例として、American Company を通じて、サンフランシスコ地区に 96 の支店を持つ American Trust Company を所有する the Pacific American Associates Incorporated の例が紹介されている³⁶。これらの銀行は、資産規模で、約 5 億ドルを保有する。the Financial and Industrial Securities Corporation は、45 の支店と 5 億ドルの資産をもつ、ニューヨークの the Manufacturer's Trust Company を支配していた。the Pacific American Associates Incorporated は、Goldman Sachs Trading Corporation によって 100% 乗っ取られ、the Financial and Industrial Securities Corporation は、1929 年に、同じ投資会社によって買収され、解散された。かくして、Goldman Sachs and Company は、Goldman Sachs Trading Corporation を通じて、これら 2 つの広く分離され、巨大な金融機関を約 10 億ドルの資産とともに支配した。

投資会社の経営者が、その支配権を関連会社である投資銀行またはブローカー業のために利用したことは、ほとんど一般的に認められているといわれている³⁷。

上院銀行・金融小委員会における Alfred A. Cook の証言によれば、Continental

³⁵ Tolins, *ibid.*, at pp. 89-90.

³⁶ Tolins, *ibid.*, at p.90.

Securities Corporation のポートフォリオは、市場の暴落なしに、5 ヶ月で 330 万ドルから 5 万ドルに縮減したが、それは当初の経営陣が新たな経営陣に売却し、取締役が辞任することと新たなマネイジメントが選んだ取締役が入れ替わることに合意したためであった。同社のポートフォリオから証券が消え、大衆はその事実をずっと後になって知った。

その他の小規模な濫用としては、スポンサーと、マネージャー、スポンサーおよび取締役の行為すべてを覆いかくす秘書役による現実の不実表示がある。これらは、広い範囲で SEC による調査と連邦法の規定により救済されている。さらに、連邦の証券諸法と 1935 年公共事業持株会社法 (the Public Utility Holding Company Act of 1935) の観点から、同法に含まれる投資会社と投資信託の登録要件によって、不実表示や内部秘密が除去されることが期待されていた。

衡平法上の救済も投資大衆は利用できる。信認義務もある。しかしながら、これらの救済に実効性がないことは、後述のように、SEC の報告書において強調されている。

2 投資会社に対する法規制の限界

(1) 州会社法

会社間の証券保有を許容する一般会社法を最初に制定したのは、ニュー・ジャージー州で、1888年のことであった³⁸。そのとき以来、会社が他の会社の証券保有者となることに対する法的制限は、多くの州で緩和されてきたが、その主たる理由の1つは、投資会社の急速な成長であったといわれる³⁹。

ちなみに、投資会社の設立は、デラウェア州その他若干の州に集中していた。SEC の報告書によれば、1927年から1935年までの間に存在した740社の投資会社のうち、636社が、デラウェア州、ニューヨーク州、メリーランド州およびマサチューセッツ州において設立されており、これらのうち377社がデラウェア州設立の会社であった⁴⁰。

³⁷ Flynn, *supra* note 5, at p.33; Tolins, *supra* note 6, at p.91.

³⁸ W. R. Compton, *Early History of Stock Ownership by Corporations*, 9 *George Washington L. Rev.* 125 (1940-41), at p.125.

³⁹ J. W. Thomas, *The Investment Company Act of 1940*, 9 *George Washington L. Rev.* 918 (1940-41), at p. 920.

⁴⁰ SEC, *report*, Part 3, Ch. V, at p. 169, n. 9.

（２）ブルー・スカイ・ロー

州法による証券規制、いわゆるブルー・スカイ・ローは、カンザス州において１９１１年に最初に立法されたといわれる。カンザス州のブルー・スカイ・ローは、証券の発行を登録制とし、州銀行局長の許可を得た会社が証券を発行するものとした。証券を発行した登録会社は、半年ごとの報告書の提出と所定の会計帳簿の作成を義務づけられ、それらについて州銀行局長の審査に服した。当初は、州にこのような立法を行う権限があるかについて、州際通商の自由との関係から連邦憲法上の疑義も存在したが、１９１７年には合衆国最高裁判所の判決によってそのような疑義も一定範囲で解消されている。その後、ブルー・スカイ・ローは各州に普及し、１９３３年までの間に、ネバダ州を除く４７の州とハワイで制定されるに至るが、その内容には著しい相違があった。わずかな条項で詐欺禁止規定を定めるにすぎないものから、ブローカー・ディーラーの免許制や証券の発行要件を詳細に定める規定を備えるものまで、様々であった。各州のブルー・スカイ・ローの内容にこのようなバラツキがあったため、証券の分売を全国的に行おうとする場合、発行会社の実務的な負担は大きかったようで、厳格な規制を設ける州のブルー・スカイ・ローに対応できるよう対処することになったようである。とりわけ投資会社については、多くの州が、そのための特別立法や行政規則を設けていたため、問題はより深刻であったといわれている⁴¹。

いずれにしても、少なくとも１９２７年までの段階では、各州のブルー・スカイ・ローは、州内における証券の詐欺的な販売に関しては、まだ揺籃期にあって、そのため投資会社の設立や投資会社による証券の分売に対して、実質的な影響を与えることはなかったといわれている⁴²。ほとんどのブルー・スカイ・ローは、その適用を、証券の当初の分売（the original distribution of securities）に限定していた。州際通商との関係が意識されていたものと思われる。

諸州は、州自体では、投資会社組織から生ずる多くの濫用的行為を十分に規制できないことを知ったのである。

（３）コモン・ロー上の救済

⁴¹ W. Motley et al., Federal Regulation of Investment Companies since 1940, 63 Harvard L. Rev. 1134 (1950), at p.1135.

コモン・ロー上、受任者は信託義務を負担しており、受任者がその義務に違反して自ら利益を得ることは許されていない。したがって、上述の濫用の多くについて、コモン・ロー上の救済が存在する。たとえば、株主または信託証書の保有者は、経営者が信託上の義務に違反して利益を得るときは、契約を無効とし、得た利益を引き渡すよう強制することができるし、法外な金額が給与として差し引かれるときは、提供される役務の公正な価値を超える金額について、取り戻すことができる。経営者が信託財産である株式を額面額で取得するときも、株主にはコモン・ロー上の救済が存在する。

しかしながら、こうしたコモン・ロー上の救済は、SECの報告書によれば、ほとんどの事案において、効果がなかったとされている。それには多くの理由があるものと思われるが、とりわけ証券取引委員会が挙げているのは、多数の少額証券保有者が広範な地域に散在していたことである⁴³。また、ほとんどの取引が内密に行われ、株主は濫用に気付かずにおり、あるいは、たとえ気付くことがあってもその立証が困難であること、高額な訴訟費用、経営者の権限、不正行為者の失踪、被告の不十分な資力、個人株主によって開始される訴訟の和解、等が批判的な論考で指摘されていた⁴⁴。

早急な連邦による立法の必要性が、多くの論者によって主張されていたのである。

⁴² Thomas, *supra* note 39, at p.920.

⁴³ SEC, *supra* note 3, Part III, Ch. I, Sec. III, A., at p.32.

⁴⁴ Legis., 44 Harvard L. Rev. 117 (1930), at p.118; Tolins, *supra* note 6, at p.92.

四 1940年投資会社法の制定

1 1940年投資会社法成立に至る経緯

連邦議会は、1935年に、投資信託業界を調査する権限を与える1箇条を、公益事業持株会社法に追加したとき、投資会社に対する連邦の規制の必要性を認識し始めた。この調査の結果が、1938年から1940年に逐次議会に提出された、SECの一連の報告書であった。この報告書を受けて、1940年3月14日に、Wagner-Lea法案⁴⁵ (the Wagner-Lea bill) が、議会の両院に提出された。この法案の審議は上院の銀行・通貨小委員会 (a Sub-Committee of the Committee on Banking and Currency) において行われたが、そこでは、投資会社業界の代表が、投資会社に必要な規制についての業界の理想に沿うように法案を再起草させるため、可能なあらゆる手段を尽くしたといわれている。この審議において、投資会社業界に対するいくつかの規制が、連邦法レベルにおいて早急に求められているとする点では、全員の意見が一致した。とはいえ、それは同床異夢であったようで、SECのテーマで監督であったのに対して、業界の代表のテーマは、開示規制だけであったといわれている⁴⁶。

業界代表者は、法案の具体的な内容に加えて、特に、SECに与えられる権限がきわめて裁量的であるとして、当初の法案に反対した。なぜなら、当初の法案では、法案でアウトラインの示された広範な方針を補完するために、SECに規則を制定する権限を与えていたからである。業界代表者が反対したのは、法案の次のような点であった。

(1) 法案は、投資会社の規模を、他の多くの種類の既存金融機関の規模と比べて、かなり小さな規模に限ろうとしている。(2) 法案は、会社を経営する資質のある者の利用可能性を限定し、それによって、執行役員の優秀さを軽視している。(3) 法案は、議決権の分配に関する既存の契約や株主の希望に優越するものとして、SECの不可侵の裁量権を確立することによって、前例のない方法で株主の権利を奪っている。(4) 法案は、コモン・ロー上の権利である新株引受権 (right of preemption) を補強し、この権利を譲渡する契約を除いて、株主がこの権利を決して失われないようにしようとしている。(5) 法案は、会社のすべての社外株式が等しい議決権を有する普通株式以

⁴⁵ Wagner-Lea Bill, S. 3580, H. R. 8935, 76th Cong., 3d Sess. (1940)

⁴⁶ Thomas, *supra* note 39, at p. 922.

外の株式で発行されることを禁止し、それによって、証券の買い主がそうしたいと望む場合であっても、社債(debentures)や優先株式を購入することを禁止しようとしている⁴⁷。

SECと上院の銀行・通貨小委員会は、業界代表が「建設的な提案」を提出することに同意し、そして、建設的な提案が提出されて、その結果1940年投資会社法が成立した。同法は最終的に、当初の法案の重要な特徴を失っているといわれている⁴⁸。

2 1940年投資会社法の概要と法案との相違

1940年投資会社法は、既存の契約関係を過度に混乱させることなく、前述のような投資会社の濫用に対処することを目的とした。その内容を投資会社法案(以下、法案)と比較しながら、概観してみよう。

(1) 投資会社の定義と分類

まず、投資会社の定義を見ると、投資会社法3条a項は、投資会社を主として「投資、再投資、証券の保有、もしくは、証券取引に従事しまたは従事することを目的とし、非連結ベースにおいて、(政府証券と現金を除いて)総資産価値の40%を超える価値を有する投資証券を保有し、または、取得することを目的とする(is engaged or proposed to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets(exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.(Act, §3(a)(3), Bill, §3(a)(3))」発行者であると定義している。そして、多くの除外規定によって、この包括的な定義規定からの様々な会社の除外が、法案でも投資会社法においても定められている。非投資会社である完全子会社の株式を保有する会社や、同様のタイプの事業を営む過半数保有子会社を保有し、または、支配する会社(SECへの申請に基づく)は、除外される。加えて、投資会社法は、銀行、保険会社、および、登録持株会社を、すでに監督に服しているという理由で、除外する。閉鎖的私会社、小規模ローン会社も除外される。

投資会社法3条b項は、3条a項から、証券の投資、再投資、所有、保有または取引以外の事業に主として従事する会社を除外する。この規定を利用すれば、同法の下

⁴⁷ Thomas, *ibid.*, at p. 923; Hearings, Part 2, pp. 1051-1059.

⁴⁸ Thomas, *ibid.*, at p. 925.

で、事業会社を媒介として、投資会社のピラミッドを作ることが可能であった。1940年投資会社法の規定を潜脱することは、投資企業にとって難しいことではないといわれた⁴⁹。

投資会社は、投資会社法4条および法案において、3つの主要な種類に分類されている。すなわち、(1) 額面証券会社 (Face-Amount Certificate Companies)、(2) ユニット投資会社 (Unit Investment Companies)、および (3) 管理投資会社 (Management Investment Companies) である。(1)と(2)には、すでに本稿の二1においても概観しているので簡単にふれる。まず、額面証券会社は、確定額の払い込みの対価として、買い主に証券を発行する会社である。会社は、満期における証券の券面額の支払い、または、満期前における特定額の解約払戻金 (surrender value) の支払を約している。第2のユニット投資会社は、投資家に、特定の証券グループ (受託者に預託されている) と不可分の権益を販売する。ここでは、管理業者の裁量はほぼ完全に排除され、基礎となる証券を変更することはほとんどなされない。

これらに対して、第3の管理投資会社は、なしうる投資の種類と金額について、限られた制限のみが存在する会社である。2つのタイプがある。第1に、オープン・エンド会社は、証券の保有者が、いつでも会社に証券を呈示して、会社資産における割合的な価値に相当する金額の支払を受けることができる旨が証券に定められた、償還可能証券を発行する会社である。この種の会社は、償還という性格のために、ファンドが縮むのを防ぐため、継続して新証券を販売する。第2のタイプは、クローズド・エンド会社であり、償還は行わないため、新資本が必要なときにのみ証券を分売する。投資会社法も法案も、管理投資会社を、さらに分散投資会社 (diversified companies) と非分散投資会社 (non-diversified companies) に分ける。投資会社法は、分散投資会社を、その現金および証券の75%について、他の単一の会社の証券にその価値の5%を超えて投資してはならず、また会社の議決権株式の10%を超えて保有することができない会社であると定義される。法案には、さらに次のような定義があった。すなわち、(1) 最終の営業年度におけるポートフォリオの売上高 (turnover) が150%を超えず、(2) レバレッジド会社 (借入会社) ではなく、(3) 他の投資会社の発行する議決権株式を所有し、または支配しない会社である。法案はさらに 非分散投資会社を、証券取引会社と証券金融会社に分けていたが、このような分類は、投資会社法では言

⁴⁹ Thomas, *supra* note 39, at p. 927.

及されていない。投資会社の種類分けに関する、法案の基本的な目的は、基本的な投資方針に関する公開情報を与えることであった。この情報を投資家にとって明白で疑問のないものにするために、分類をさらに進めれば、それだけ投資会社の定義が明瞭になったであろうといわれる⁵⁰。法案は、投資家のためにそのように詳細な分類をしようとしていたが、しかし投資会社法は、詳細な分類を放棄している。

なお、投資会社の規模について、法案は、上限を制限していた。企業が大きすぎた結果として投資家に生ずる損失を考慮したためである。このことは SEC の報告書からも明らかである。しかしながら、投資会社法は、会社の最大規模に関して、SEC が調査研究をして議会にその結果を勧告することを規定するのみに留めた。

（２）投資会社の登録

法案の登録要件は、投資会社法によって大幅に緩和されている。法案では、すべての登録投資会社は、会社のタイプ、従事する投資以外の活動、証券の特徴、額面額および関係額、ならびに、取得した他の資産を開示しなければならなかった。その場合、SEC は、登録者およびその関係人に、追加関連情報を要求できた。登録の重複を避けるため、1933 年法および 1934 年法の下で登録した会社は、登録書類を利用し、追加情報をこれに加えることが認められた。しかしながら、投資会社法は、開示を要求される情報の量を減らし、投資会社が新たな活動に従事することを容易にした。さらに投資会社法は、投資会社が当初から従事する予定の投資以外の活動を登録するよう要求する法案の規定を削除し、代わりに、次のような表面的な要件を課した。すなわち、登録者が一定のタイプの活動に従事する自由を残すとき、および、係る活動の自由が留保されるときは、実務的な範囲で、従事する活動を開示するよう求めた。登録者、関係人および引受人の追加関連情報を求める法案の規定も、同様に削除されて、所定の事柄についての登録者の方針（基本方針であると登録者がみなして、選択するもの）の説明を求める規定に代えられた。法案では、SEC が基本方針とは何かを決定することになっていたが、法律では、基本方針とは、役員がそうであるとみなすものとされた。

法案では、投資会社の関係人 (affiliated persons) と引受人 は、登録することが要求されていた。しかし、投資会社法においては、投資会社が登録者の関係人の氏名と住

⁵⁰ Thomas, *supra* note 39, at p. 930.

所、関係人が役員、取締役、または、パートナーを務める登録者以外の会社の名称と主たる住所を登録する。投資会社法は、登録者の各役員および取締役の過去5年間ににおける事業経験を簡単に記載することも求めている。投資会社法では、関係人や引受人ではなく、投資会社が不実記載 (misstatements) について責任を負うことが明らかである。

(3) 利益相反の防止・兼任規制

投資会社内における利益相反や取締役の兼任による一定の不正を救済するため、法案には、クレイトン法、公共事業持株会社法、州際通商法、および銀行法においてすでに設けられている議会の先例に触発された、賞賛すべき特徴的な規制といわれるものがあつた⁵¹。法案の規制では、取締役会の少数派が1つの会社の関係人であることを条件に、同法の制定から1年間について、取締役兼任を禁止した。さらに、同一の者は、1つの投資会社の役員または運用者になることだけできた。これらの規定は、他の会社が独自の目的で投資会社を支配することを防ぐ助けとなる点で、重要であると考えられた。法案が、投資会社が同じ投資システムの他の投資会社によって支配されること、または、取締役会構成員の多数派が当該銀行と関係がある者であるときは銀行によって支配されることを、法律成立の時点では、許していたことに注意すべきである。これによって業界代表の批判をかわそうとしたといわれている⁵²。法案には、さらに、投資銀行または銀行が法案成立後1年をすぎて以降、投資会社と何らかの資格で関係を結ぶことを禁止することで、投資銀行または銀行の自己取引を規制する規定が含まれていた。

投資会社法の規定と比較すると、第1に、取締役会では独立の取締役が多数派を占めることが要求されており、その機能は、他の資格で会社業務に従事する少数派取締役の活動を監視することである。第2に、投資会社の取締役会の60%だけが、(法案の少数派パーセンテージに反して) 当該会社と関係をもつことができる。第3に、投資会社のブローカー、取締役、役員または従業員は、取締役会の多数派がブローカーまたは幹事引受人であるときは、ブローカーまたは幹事引受人となつてはならない。つぎに、投資会社は、取締役会の多数派が投資銀行であるときは、取締役、役員、ま

⁵¹ Thomas, *ibid.*, at p. 930.

⁵² Thomas, *ibid.*, at p. 930.

たは、従業員として、投資銀行家を従事させてはならない。最後に、投資会社の取締役会の多数派は、特定の銀行の役員または取締役であってはならない。これらの規定から、銀行とブローカーが、少数派の利害を相互にもつことで、一緒になれば、会社の多数派の利害関係人となり、会社を支配することが可能なように見受けられる⁵³。

なお、法案も投資会社法も、投資方針の基本的な変更には、会社証券の過半数を有する者の賛成による決議を要求している。

投資会社法および法案の双方の規定において、登録投資会社とその管理業者との間の他のすべての将来の取引は、SEC の承認に服させられる。取引が承認されれば、管理者、役員および主たる引受人は、二重の資格で行為することができる。本来の資格では受任者であり、売主としては利害関係者になる。そのような取引は、登録投資会社の関係人(affiliated person)、発起人もしくは主たる引受人、または、それらの者の関係人が当該登録投資会社を相手方と知りながら証券その他の財産を売買することを禁止する投資会社法(法案)の規定によって、今後は制限される。ただし、売主または買主側の悪意の立証が必要なので、規制としては弱く、今後もこの種の取引は継続すると考えられた⁵⁴。当初の法案では、法案の下で登録された者が重過失(gross misconduct)または信託の重大な濫用(gross abuse)を犯した場合には、犯罪(guilty of a crime)となる旨を規定することにより、関係人の行為基準を確立していた。この規定は法律では削除された。法案には、会社が、基本定款その他の基本となる文書において、法案の規則その他の規定に違反することを許し、または、契約、基本合意、信託証書またはこれに類する文書に、投資会社に対する義務または責任から他方当事者を免除する条項を含めることは、できないことを規定していた。この規定は、証券保有者および投資会社に対する義務と責任に転換され、管理者、ブローカー、引受人およびアドバイザーの側の過失から、信託を保護するものである。投資会社法の定めによれば、基本定款、設立証書、附属定款、信託証書若しくは信託または内規によっても、取締役または役員がその地位において行った行為について、故意の不当執行(willful misfeasance)、悪意、重過失、または、過失による義務違反(reckless disregard of duty)による会社または証券保有者に対する責任を免除することはできない。この法律規定は、そのような定めが裁判上認められないとされていることからして、注意的なもの

⁵³ Thomas, *ibid.*, at p. 937.

⁵⁴ Thomas, *ibid.*, at p. 935.

である。

（４）経営契約の制限

役員や取締役が証券保有者から委ねられる経営権限(the power of management) は、しばしば、他の個人や会社に、投資会社の資金を投資する権限を付与する合意に基づいて、再委譲されている。投資会社の経営契約の相手方は、業務執行取締役に裁判所が通常要求するよりも、低い行為基準に服すると判断される。SECによれば、投資会社の経営契約は、時として、期間10年で、特定の条件。また、非常に多くの事案で、経営契約は口頭のものであって、議事録ではわずかの言及しかない。これは多くの濫用の結果であるとされている。こうした経営契約は、銀行や保険会社、製造会社では、禁止されており、なぜ、投資会社で存在が容認されるのか、容易には理解できないと批判された⁵⁵。法案は、かかる長期の契約を禁じていた。また、かかる契約は、取締役会の独立のメンバーによって承認されなければならないと定めて、利害関係のあるメンバーが支配することを防いでいた。この規定は、投資アドバイザー、主幹事引受人、管理者(managers)、およびブローカーに適用された。これに対して投資会社法では、投資アドバイザーと主幹事引受人に適用されるだけである。法案は、投資会社業界でしばしば行われる口頭での経営契約に対しても、保護策を設けた。法案は、いくつかの州ブルースカイ・ローで行われている報酬の定めはしなかったものの、以下の3つの報酬形態のいずれかで支払を受けるのであれば、投資会社の管理者になることはできないとした。(1)年または月の確定額、(2)収入に対するパーセンテージ、または、(3)純資産価値に対する定まったパーセンテージ、である。この規定によれば、投資家が会社の役員や従業員にどのようなタイプの報酬が支払われるのかを、知ることができる。ところが、法律は、投資アドバイザーを除いて、管理者に支払われる報酬に関する制限を定めていない。

（５）取締役の選任

取締役の選任に関する株主の権利についての目に余る策略が、SECの報告書により明らかにされている。投資会社法および法案の下では、会社は、株主総会なしに取締役会の1/3以上を選任することはできない。この規定は、法案では、自己永続的な受

託者について定める信託証書(indentures)に基づくコモン・ロー上の信託にも適用された。法律では、コモン・ロー上の信託には適用されないという例外がある点を除けば、法案と同様である。

(6) ピラミッド構造の抑止

投資会社の領域では、資本構造を利用して、ピラミッド型のグループを形成してきた。その様々な弊害は、SEC の報告書において指摘されていた⁵⁵。そこで法案は、ピラミッドの除去を狙いとして、さらなる種類株式の発行を禁止した。これに対して、投資会社法は、2 以上の種類株式の発行を禁止してはいない。とはいえ、法案・投資会社法ともに、社債と優先株式を既に発行している会社は、社債の 300%、優先株式の 200%をカバーする資産が存在しない限り、配当の支払ができないとされる。新株を割合的に優先取得できる株主の新株引受権(preemptive right)は、法案では認められていたが、法律では、証券保有者について失われている。株主は、新株引受権を否定されると、実質的な侵害を被る。係る権利の否定は経営の永続に利用され、経営者は、新株を市場価格より遙かに安く内部者に発行できる。

投資会社法において削除されたもう一つの規定は、議決権の再配分(redistribution)に関するものである。議決権の不公正な再配分がなされれば、小規模な少数派株主が、他の株主の犠牲において支配権を取得し、維持することができる。法案は、SEC への申請に基づき、2 年後に社外株式の間での再配分を規定していた。法案の反対者は、この数字は、そのような議決権が種類株式保有者間の合意を表すものであるから、投資会社とその証券保有者に付与された権利への介入であると主張した。議決権は裁判所により、付与された権利(vested right)であるとされている。

また、法案は、発起人が関与する設立を5年間に1トラストに限ることにより、会社の大量生産からの保護を提供しようとした。この規定も、SEC の投資会社報告書で指摘された顕著な濫用、つまりピラミッド化を防ごうとしたものである。法律には、投資会社の「製造」を禁止する規定はない⁵⁷。

(7) 配当規制

⁵⁵ SEC, *supra* note 3, Part 3, Ch. I, at p. 32.

⁵⁶ 投資会社におけるピラミッド禁止規定については、松山三和子

配当が資本から支払われるとすれば、多くの投資会社におけるように、インチキが恒常化する。法案は、投資会社の定款(charter)で許されている場合にのみ、資本からの支払いができると定め、他の場合には、資本からの配当は、信託の議決権証券を有する株主の多数決で承認された場合にのみできるものとし、もしそのような支払いがなされた場合には、配当のチェックが、係る配当の財源を開示する書類とともになされねばならず、投資家は、追加の支払なしに、配当を会社の証券に再投資することを許されねばならない。この後者の規定は、発起人が二重の手数料を取ることを禁ずるものであろう。法案は、さらに、所定の資産基準が維持されない限り、株式についての配当宣言を禁止する規定をおいていた。しかしながら、法案のより厳しい配当規制は、投資会社法によって削除された。法律規定には、資本からの配当支払は、配当のチェックをとまなう書面によって適切に開示されるときに、なしうる旨の規定が含まれている。配当支払に関する取締役会の広い裁量権を制限するためには、法案に含まれたような制限が投資会社法においても維持されるべきであつたろうといわれる⁵⁸。

(8) 委任状、議決権信託等

委任状、議決権信託、および、株式の相互保有についてみると、投資会社法は、委任状勧誘を SEC の監督下におき、SEC が大衆の利益または投資家保護上、必要かつ適切な委任状勧誘規則を制定することを認めている。法案では、証券保有者が他の選択肢を利用できる明白な委任状のフォームが定められ、係る選択肢の間で情報に基づいた判断ができるよう、充分な情報を提供することが定められていた。この規定も法律によって削除された。法案は、議決権信託に基づく証券が登録投資会社のものであるときは、議決権信託証書(voting trust certificates)の公募を禁止し、議決権信託証書の私募を許した。投資会社法は、しかしながら、すでに市場にあるこれらの証券の販売を許容した。また、法案は、いわゆる相互保有(cross or circular ownership)を議決権株式の1%に制限していたが、投資会社法においては、この割合は、3%に引き上げられている。

投資会社による他の会社または他の者に対する貸付は、法案では禁止されていたが、投資会社法は、借入金の制限(the limitation on indebtedness)を除いて投資会社による借

⁵⁷ Thomas, *supra* note 39, at p.940.

⁵⁸ Thomas, *supra* note 39, at p. 943.

入を禁止していない。借入は短期のもの(temporary purposes)は認められる。しかしながら、法案も投資会社法も、自己取引としての内部者への貸付を禁じている。

(9) 再編計画

法案では、株主に、任意再編計画を調べる機会を与えていた。法案は、SEC が、当該計画が影響を受ける人にとって衡平かつ公正であると認めるまで、再編計画が採用されないことを進めていた。提案された再編計画は、実行可能で、規制法案の規定と矛盾しないものでなければならなかった。換言すれば、裁判所が再建計画を承認する前に、SEC によって承認されなければならなかった。しかし、投資会社法では、信託の社外証券のいずれかの種類の 25%を保有する者の請求により、SEC が裁判所にアドバイスの意見を提出することができるとされる。投資会社の証券保有者は、一般に、100 株以下を保有している。不公正な実務について会社を訴えることが財務的に可能な者はほとんど存在しないし、株主総会に出席することも稀であるとされる。投資会社法では、SEC が、連邦裁判所に対して、再編計画が重大な不公正であること、重大な不当執行または信託の重大な濫用を含むことを説得した場合にのみ、再編計画の差し止めが可能となる。ここでは、投資会社法は、意味もなく、法案で SEC に与えられた規制権限を完全に排除してしまったように見えるといわれている⁵⁹。

なお、投資会社の諸報告に関する規定は、SEC が管轄する他の法律の規定と実質的には同様である。法律も法案も、SEC の要求する開示情報とともに備え置くべき年次報告、定期、およびその他の特別報告について定めている。

法案が扱いながら投資会社法で変更されたその他の事項には、統一会計方式の定め、会社内の一定の機能的な実務の禁止と、禁止を補強するための差し止めと刑事罰、ルールおよび規則によって立法規定を執行する権限の SEC への付与、がある。

五 むすびに代えて

1940 年投資会社法の目的は、州際通商における投資会社の活動を明白に規制することであったが、結論としては、これが同法によって実現されたかは疑問であるといわざるをえないようである。しかしながら、このような投資会社法が成立したことは、やはり高く評価するべきであろう。これは、連邦法による投資会社規制の、最初

の一步であったということが出来る。

四 1940年投資会社法の制定

1 1940年投資会社法成立に至る経緯

連邦議会は、1935年に、投資信託業界を調査する権限を与える1箇条を、公益事業持株会社法に追加したとき、投資会社に対する連邦の規制の必要性を認識し始めた。この調査の結果が、1938年から1940年に逐次議会に提出された、SECの一連の報告書であった。この報告書を受けて、1940年3月14日に、Wagner-Lea法案⁴⁵ (the Wagner-Lea bill) が、議会の両院に提出された。この法案の審議は上院の銀行・通貨小委員会 (a Sub-Committee of the Committee on Banking and Currency) において行われたが、そこでは、投資会社業界の代表が、投資会社に必要な規制についての業界の理想に沿うように法案を再起草させるため、可能なあらゆる手段を尽くしたといわれている。この審議において、投資会社業界に対するいくつかの規制が、連邦法レベルにおいて早急に求められているとする点では、全員の意見が一致した。とはいえ、それは同床異夢であったようで、SECのテーマで監督であったのに対して、業界の代表のテーマは、開示規制だけであったといわれている⁴⁶。

業界代表者は、法案の具体的な内容に加えて、特に、SECに与えられる権限がきわめて裁量的であるとして、当初の法案に反対した。なぜなら、当初の法案では、法案でアウトラインの示された広範な方針を補完するために、SECに規則を制定する権限を与えていたからである。業界代表者が反対したのは、法案の次のような点であった。

(1) 法案は、投資会社の規模を、他の多くの種類の既存金融機関の規模と比べて、かなり小さな規模に限ろうとしている。(2) 法案は、会社を経営する資質のある者の利用可能性を限定し、それによって、執行役員の優秀さを軽視している。(3) 法案は、議決権の分配に関する既存の契約や株主の希望に優越するものとして、SECの不可侵の裁量権を確立することによって、前例のない方法で株主の権利を奪っている。(4) 法案は、コモン・ロー上の権利である新株引受権 (right of preemption) を補強し、この権利を譲渡する契約を除いて、株主がこの権利を決して失われないようにしようとしている。(5) 法案は、会社のすべての社外株式が等しい議決権を有する普通株式以

⁴⁵ Wagner-Lea Bill, S. 3580, H. R. 8935, 76th Cong., 3d Sess. (1940)

⁴⁶ Thomas, *supra* note 39, at p. 922.

外の株式で発行されることを禁止し、それによって、証券の買い主がそうしたいと望む場合であっても、社債(debentures)や優先株式を購入することを禁止しようとしている⁴⁷。

SECと上院の銀行・通貨小委員会は、業界代表が「建設的な提案」を提出することに同意し、そして、建設的な提案が提出されて、その結果1940年投資会社法が成立した。同法は最終的に、当初の法案の重要な特徴を失っているといわれている⁴⁸。

2 1940年投資会社法の概要と法案との相違

1940年投資会社法は、既存の契約関係を過度に混乱させることなく、前述のような投資会社の濫用に対処することを目的とした。その内容を投資会社法案(以下、法案)と比較しながら、概観してみよう。

(1) 投資会社の定義と分類

まず、投資会社の定義を見ると、投資会社法3条a項は、投資会社を主として「投資、再投資、証券の保有、もしくは、証券取引に従事または従事することを目的とし、非連結ベースにおいて、(政府証券と現金を除いて)総資産価値の40%を超える価値を有する投資証券を保有し、または、取得することを目的とする(is engaged or proposed to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets(exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.(Act, §3(a)(3), Bill, §3(a)(3))」発行者であると定義している。そして、多くの除外規定によって、この包括的な定義規定からの様々な会社の除外が、法案でも投資会社法においても定められている。非投資会社である完全子会社の株式を保有する会社や、同様のタイプの事業を営む過半数保有子会社を保有し、または、支配する会社(SECへの申請に基づく)は、除外される。加えて、投資会社法は、銀行、保険会社、および、登録持株会社を、すでに監督に服しているという理由で、除外する。閉鎖的私会社、小規模ローン会社も除外される。

投資会社法3条b項は、3条a項から、証券の投資、再投資、所有、保有または取引以外の事業に主として従事する会社を除外する。この規定を利用すれば、同法の下

⁴⁷ Thomas, *ibid.*, at p. 923; Hearings, Part 2, pp. 1051-1059.

⁴⁸ Thomas, *ibid.*, at p. 925.

で、事業会社を媒介として、投資会社のピラミッドを作ることが可能であった。1940年投資会社法の規定を潜脱することは、投資企業にとって難しいことではないといわれた⁴⁹。

投資会社は、投資会社法4条および法案において、3つの主要な種類に分類されている。すなわち、(1)額面証券会社 (Face-Amount Certificate Companies)、(2)ユニット投資会社 (Unit Investment Companies)、および(3)管理投資会社 (Management Investment Companies) である。(1)と(2)には、すでに本稿の二1においても概観しているので簡単にふれる。まず、額面証券会社は、確定額の払い込みの対価として、買い主に証券を発行する会社である。会社は、満期における証券の券面額の支払い、または、満期前における特定額の解約払戻金 (surrender value) の支払を約している。第2のユニット投資会社は、投資家に、特定の証券グループ (受託者に預託されている) と不可分の権益を販売する。ここでは、管理業者の裁量はほぼ完全に排除され、基礎となる証券を変更することはほとんどなされない。

これらに対して、第3の管理投資会社は、なしうる投資の種類と金額について、限られた制限のみが存在する会社である。2つのタイプがある。第1に、オープン・エンド会社は、証券の保有者が、いつでも会社に証券を呈示して、会社資産における割合的な価値に相当する金額の支払を受けることができる旨が証券に定められた、償還可能証券を発行する会社である。この種の会社は、償還という性格のために、ファンドが縮むのを防ぐため、継続して新証券を販売する。第2のタイプは、クローズド・エンド会社であり、償還は行わないため、新資本が必要なときにのみ証券を分売する。投資会社法も法案も、管理投資会社を、さらに分散投資会社 (diversified companies) と非分散投資会社 (non-diversified companies) に分ける。投資会社法は、分散投資会社を、その現金および証券の75%について、他の単一の会社の証券にその価値の5%を超えて投資してはならず、また会社の議決権株式の10%を超えて保有することができない会社であると定義される。法案には、さらに次のような定義があった。すなわち、(1) 最終の営業年度におけるポートフォリオの売上高 (turnover) が150%を超えず、(2) レバレッジド会社 (借入会社) ではなく、(3) 他の投資会社の発行する議決権株式を所有し、または支配しない会社である。法案はさらに 非分散投資会社を、証券取引会社と証券金融会社に分けていたが、このような分類は、投資会社法では言

⁴⁹ Thomas, *supra* note 39, at p. 927.

及されていない。投資会社の種類分けに関する、法案の基本的な目的は、基本的な投資方針に関する公開情報を与えることであった。この情報を投資家にとって明白で疑問のないものにするために、分類をさらに進めれば、それだけ投資会社の定義が明瞭になったであろうといわれる⁵⁰。法案は、投資家のためにそのように詳細な分類をしようとしていたが、しかし投資会社法は、詳細な分類を放棄している。

なお、投資会社の規模について、法案は、上限を制限していた。企業が大きすぎた結果として投資家に生ずる損失を考慮したためである。このことは SEC の報告書からも明らかである。しかしながら、投資会社法は、会社の最大規模に関して、SEC が調査研究をして議会にその結果を勧告することを規定するのみに留めた。

（２）投資会社の登録

法案の登録要件は、投資会社法によって大幅に緩和されている。法案では、すべての登録投資会社は、会社のタイプ、従事する投資以外の活動、証券の特徴、額面額および関係額、ならびに、取得した他の資産を開示しなければならなかった。その場合、SEC は、登録者およびその関係人に、追加関連情報を要求できた。登録の重複を避けるため、1933 年法および 1934 年法の下で登録した会社は、登録書類を利用し、追加情報をこれに加えることが認められた。しかしながら、投資会社法は、開示を要求される情報の量を減らし、投資会社が新たな活動に従事することを容易にした。さらに投資会社法は、投資会社が当初から従事する予定の投資以外の活動を登録するよう要求する法案の規定を削除し、代わりに、次のような表面的な要件を課した。すなわち、登録者が一定のタイプの活動に従事する自由を残すとき、および、係る活動の自由が留保されるときは、実務的な範囲で、従事する活動を開示するよう求めた。登録者、関係人および引受人の追加関連情報を求める法案の規定も、同様に削除されて、所定の事柄についての登録者の方針（基本方針であると登録者がみなして、選択するもの）の説明を求める規定に代えられた。法案では、SEC が基本方針とは何かを決定することになっていたが、法律では、基本方針とは、役員がそうであるとみなすものとされた。

法案では、投資会社の関係人 (affiliated persons) と引受人 は、登録することが要求されていた。しかし、投資会社法においては、投資会社が登録者の関係人の氏名と住

⁵⁰ Thomas, *supra* note 39, at p. 930.

所、関係人が役員、取締役、または、パートナーを務める登録者以外の会社の名称と主たる住所を登録する。投資会社法は、登録者の各役員および取締役の過去5年間に於ける事業経験を簡単に記載することも求めている。投資会社法では、関係人や引受人ではなく、投資会社が不実記載(misstatements)について責任を負うことが明らかである。

(3) 利益相反の防止・兼任規制

投資会社内における利益相反や取締役の兼任による一定の不正を救済するため、法案には、クレイトン法、公共事業持株会社法、州際通商法、および銀行法においてすでに設けられている議会の先例に触発された、賞賛すべき特徴的な規制といわれるものがあつた⁵¹。法案の規制では、取締役会の少数派が1つの会社の関係人であることを条件に、同法の制定から1年間について、取締役兼任を禁止した。さらに、同一の者は、1つの投資会社の役員または運用者になることだけできた。これらの規定は、他の会社が独自の目的で投資会社を支配することを防ぐ助けとなる点で、重要であると考えられた。法案が、投資会社が同じ投資システムの他の投資会社によって支配されること、または、取締役会構成員の多数派が当該銀行と関係がある者であるときは銀行によって支配されることを、法律成立の時点では、許していたことに注意すべきである。これによって業界代表の批判をかわそうとしたといわれている⁵²。法案には、さらに、投資銀行または銀行が法案成立後1年を過ぎて以降、投資会社と何らかの資格で関係を結ぶことを禁止することで、投資銀行または銀行の自己取引を規制する規定が含まれていた。

投資会社法の規定と比較すると、第1に、取締役会では独立の取締役が多数派を占めることが要求されており、その機能は、他の資格で会社業務に従事する少数派取締役の活動を監視することである。第2に、投資会社の取締役会の60%だけが、(法案の少数派パーセンテージに反して)当該会社と関係をもつことができる。第3に、投資会社のブローカー、取締役、役員または従業員は、取締役会の多数派がブローカーまたは幹事引受人であるときは、ブローカーまたは幹事引受人となつてはならない。つぎに、投資会社は、取締役会の多数派が投資銀行であるときは、取締役、役員、ま

⁵¹ Thomas, *ibid.*, at p. 930.

⁵² Thomas, *ibid.*, at p. 930.

たは、従業員として、投資銀行家を従事させてはならない。最後に、投資会社の取締役会の多数派は、特定の銀行の役員または取締役であってはならない。これらの規定から、銀行とブローカーが、少数派の利害を相互にもつことで、一緒になれば、会社の多数派の利害関係人となり、会社を支配することが可能なように見受けられる⁵³。

なお、法案も投資会社法も、投資方針の基本的な変更には、会社証券の過半数を有する者の賛成による決議を要求している。

投資会社法および法案の双方の規定において、登録投資会社とその管理業者との間の他のすべての将来の取引は、SECの承認に服させられる。取引が承認されれば、管理者、役員および主たる引受人は、二重の資格で行為することができる。本来の資格では受任者であり、売主としては利害関係者になる。そのような取引は、登録投資会社の関係人(affiliated person)、発起人もしくは主たる引受人、または、それらの者の関係人が当該登録投資会社を相手方と知りながら証券その他の財産を売買することを禁止する投資会社法(法案)の規定によって、今後は制限される。ただし、売主または買主側の悪意の立証が必要なので、規制としては弱く、今後もこの種の取引は継続すると考えられた⁵⁴。当初の法案では、法案の下で登録された者が重過失(gross misconduct)または信託の重大な濫用(gross abuse)を犯した場合には、犯罪(guilty of a crime)となる旨を規定することにより、関係人の行為基準を確立していた。この規定は法律では削除された。法案には、会社が、基本定款その他の基本となる文書において、法案の規則その他の規定に違反することを許し、または、契約、基本合意、信託証書またはこれに類する文書に、投資会社に対する義務または責任から他方当事者を免除する条項を含めることは、できないことを規定していた。この規定は、証券保有者および投資会社に対する義務と責任に転換され、管理者、ブローカー、引受人およびアドバイザーの側の過失から、信託を保護するものである。投資会社法の定めによれば、基本定款、設立証書、附属定款、信託証書若しくは信託または内規によっても、取締役または役員がその地位において行った行為について、故意の不当執行(willful misfeasance)、悪意、重過失、または、過失による義務違反(reckless disregard of duty)による会社または証券保有者に対する責任を免除することはできない。この法律規定は、そのような定めが裁判上認められないとされていることからして、注意的なもの

⁵³ Thomas, *ibid.*, at p. 937.

⁵⁴ Thomas, *ibid.*, at p. 935.

である。

（４）経営契約の制限

役員や取締役証券保有者から委ねられる経営権限(the power of management) は、しばしば、他の個人や会社に、投資会社の資金を投資する権限を付与する合意に基づいて、再委譲されている。投資会社の経営契約の相手方は、業務執行取締役に裁判所が通常要求するよりも、低い行為基準に服すると判断される。SECによれば、投資会社の経営契約は、時として、期間10年で、特定の条件。また、非常に多くの事案で、経営契約は口頭のものであって、議事録ではわずかの言及しかない。これは多くの濫用の結果であるとされている。こうした経営契約は、銀行や保険会社、製造会社では、禁止されており、なぜ、投資会社で存在が容認されるのか、容易には理解できないと批判された⁵⁵。法案は、かかる長期の契約を禁じていた。また、かかる契約は、取締役会の独立のメンバーによって承認されなければならないと定めて、利害関係のあるメンバーが支配することを防いでいた。この規定は、投資アドバイザー、主幹事引受人、管理者(managers)、およびブローカーに適用された。これに対して投資会社法では、投資アドバイザーと主幹事引受人に適用されるだけである。法案は、投資会社業界でしばしば行われる口頭での経営契約に対しても、保護策を設けた。法案は、いくつかの州ブルースカイ・ローで行われている報酬の定めはしなかったものの、以下の3つの報酬形態のいずれかで支払を受けるのであれば、投資会社の管理者になることはできないとした。(1)年または月の確定額、(2)収入に対するパーセンテージ、または、(3)純資産価値に対する定まったパーセンテージ、である。この規定によれば、投資家が会社の役員や従業員にどのようなタイプの報酬が支払われるのかを、知ることができる。ところが、法律は、投資アドバイザーを除いて、管理者に支払われる報酬に関する制限を定めていない。

（５）取締役の選任

取締役の選任に関する株主の権利についての目に余る策略が、SECの報告書により明らかにされている。投資会社法および法案の下では、会社は、株主総会なしに取締役会の1/3以上を選任することはできない。この規定は、法案では、自己永続的な受

託者について定める信託証書(indentures)に基づくコモン・ロー上の信託にも適用された。法律では、コモン・ロー上の信託には適用されないという例外がある点を除けば、法案と同様である。

(6) ピラミッド構造の抑止

投資会社の領域では、資本構造を利用して、ピラミッド型のグループを形成してきた。その様々な弊害は、SEC の報告書において指摘されていた⁵⁵。そこで法案は、ピラミッドの除去を狙いとして、さらなる種類株式の発行を禁止した。これに対して、投資会社法は、2 以上の種類株式の発行を禁止してはいない。とはいえ、法案・投資会社法ともに、社債と優先株式を既に発行している会社は、社債の 300%、優先株式の 200%をカバーする資産が存在しない限り、配当の支払ができないとされる。新株を割合的に優先取得できる株主の新株引受権(preemptive right)は、法案では認められていたが、法律では、証券保有者について失われている。株主は、新株引受権を否定されると、実質的な侵害を被る。係る権利の否定は経営の永続に利用され、経営者は、新株を市場価格より遙かに安く内部者に発行できる。

投資会社法において削除されたもう一つの規定は、議決権の再配分(redistribution)に関するものである。議決権の不公正な再配分がなされれば、小規模な少数派株主が、他の株主の犠牲において支配権を取得し、維持することができる。法案は、SEC への申請に基づき、2 年後に社外株式の間での再分配を規定していた。法案の反対者は、この数字は、そのような議決権が種類株式保有者間の合意を表すものであるから、投資会社とその証券保有者に付与された権利への介入であると主張した。議決権は裁判所により、付与された権利(vested right)であるとされている。

また、法案は、発起人が関与する設立を5年間に1トラストに限ることにより、会社の大量生産からの保護を提供しようとした。この規定も、SEC の投資会社報告書で指摘された顕著な濫用、つまりピラミッド化を防ごうとしたものである。法律には、投資会社の「製造」を禁止する規定はない⁵⁷。

(7) 配当規制

⁵⁵ SEC, *supra* note 3, Part 3, Ch. I, at p. 32.

⁵⁶ 投資会社におけるピラミッド禁止規定については、松山三和子氏の研究がある。

配当が資本から支払われるとすれば、多くの投資会社におけるように、インチキが恒常化する。法案は、投資会社の定款(charter)で許されている場合にのみ、資本からの支払いができると定め、他の場合には、資本からの配当は、信託の議決権証券を有する株主の多数決で承認された場合にのみできるものとし、もしそのような支払いがなされた場合には、配当のチェックが、係る配当の財源を開示する書類とともになされねばならず、投資家は、追加の支払なしに、配当を会社の証券に再投資することを許されねばならない。この後者の規定は、発起人が二重の手数料を取ることを禁ずるものであろう。法案は、さらに、所定の資産基準が維持されない限り、株式についての配当宣言を禁止する規定をおいていた。しかしながら、法案のより厳しい配当規制は、投資会社法によって削除された。法律規定には、資本からの配当支払は、配当のチェックをとまなう書面によって適切に開示されるときに、なしうる旨の規定が含まれている。配当支払に関する取締役会の広い裁量権を制限するためには、法案に含まれたような制限が投資会社法においても維持されるべきであったろうといわれる⁵⁸。

(8) 委任状、議決権信託等

委任状、議決権信託、および、株式の相互保有についてみると、投資会社法は、委任状勧誘を SEC の監督下におき、SEC が大衆の利益または投資家保護上、必要かつ適切な委任状勧誘規則を制定することを認めている。法案では、証券保有者が他の選択肢を利用できる明白な委任状のフォームが定められ、係る選択肢の間で情報に基づいた判断ができるよう、十分な情報を提供することが定められていた。この規定も法律によって削除された。法案は、議決権信託に基づく証券が登録投資会社のものであるときは、議決権信託証書(voting trust certificates)の公募を禁止し、議決権信託証書の私募を許した。投資会社法は、しかしながら、すでに市場にあるこれらの証券の販売を許容した。また、法案は、いわゆる相互保有(cross or circular ownership)を議決権株式の1%に制限していたが、投資会社法においては、この割合は、3%に引き上げられている。

投資会社による他の会社または他の者に対する貸付は、法案では禁止されていたが、投資会社法は、借入金の制限(the limitation on indebtedness)を除いて投資会社による借

⁵⁷ Thomas, *supra* note 39, at p.940.

⁵⁸ Thomas, *supra* note 39, at p. 943.

入を禁止していない。借入は短期のもの(temporary purposes)は認められる。しかしながら、法案も投資会社法も、自己取引としての内部者への貸付を禁じている。

(9) 再編計画

法案では、株主に、任意再編計画を調べる機会を与えていた。法案は、SEC が、当該計画が影響を受ける人にとって衡平かつ公正であると認めるまで、再編計画が採用されないことを進めていた。提案された再編計画は、実行可能で、規制法案の規定と矛盾しないものでなければならなかった。換言すれば、裁判所が再建計画を承認する前に、SEC によって承認されなければならなかった。しかし、投資会社法では、信託の社外証券のいずれかの種類の 25%を保有する者の請求により、SEC が裁判所にアドバイスの意見を提出することができるとされる。投資会社の証券保有者は、一般に、100 株以下を保有している。不公正な実務について会社を訴えることが財務的に可能な者はほとんど存在しないし、株主総会に出席することも稀であるとされる。投資会社法では、SEC が、連邦裁判所に対して、再編計画が重大な不公正であること、重大な不当執行または信託の重大な濫用を含むことを説得した場合にのみ、再編計画の差し止めが可能となる。ここでは、投資会社法は、意味もなく、法案で SEC に与えられた規制権限を完全に排除してしまったように見えるといわれている⁵⁹。

なお、投資会社の諸報告に関する規定は、SEC が管轄する他の法律の規定と実質的には同様である。法律も法案も、SEC の要求する開示情報とともに備え置くべき年次報告、定期、およびその他の特別報告について定めている。

法案が扱いながら投資会社法で変更されたその他の事項には、統一会計方式の定め、会社内の一定の機能的な実務の禁止と、禁止を補強するための差し止めと刑事罰、ルールおよび規則によって立法規定を執行する権限の SEC への付与、がある。

五 むすびに代えて

1940 年投資会社法の目的は、州際通商における投資会社の活動を明白に規制することであったが、結論としては、これが同法によって実現されたかは疑問であるといわざるをえないようである。しかしながら、このような投資会社法が成立したことは、やはり高く評価するべきであろう。これは、連邦法による投資会社規制の、最初

の一步であったということが出来る。