

# 米国投資会社法17条の利益相反規制に対する一考察

清水 真人\*

## 要 旨

投資会社とその投資顧問等との間には潜在的な利益相反が存在しており、投資会社法制定前は、様々な利益相反取引を通じて投資会社の保有する資産が投資顧問等によって取奪された歴史的経緯が存在する。そこで米国投資会社法は1940年の制定時に17条で包括的な利益相反規制を設け、登録投資会社とその関係者間の取引を原則として禁止している。

ただし、形式的に17条で禁止される利益相反取引に該当する場合であっても、当該取引が投資会社にとって有益であり、投資会社の効率的な運営に資する場合もあることから、どのような条件の下で規制の適用除外を認めるべきかが今日まで問題とされてきた。SECは取引の個別審査や一般的な規則制定を通じて適用除外を認めており、現在のSEC規則では構成員の過半数が独立取締役からなる取締役会の監督機能が重視されている。

また、利益相反規制の実効性を確保するためには、規制違反に対する法執行体制が整備されなければならない。そこで、投資会社法はSECに対し様々な権限を付与し、SECがそれらの権限を適宜行使することで、利益相反規制の実効性を確保しようとしている。他方、黙示の私的訴権の行使を通じた法執行が認められるか否かは定かでない。

米国投資会社法17条の利益相反規制においては、同法が有するガバナンスの枠組み全体が反映されており、わが国の証券投資信託・投資法人等における利益相反規制のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれるものである。

## 目 次

- I はじめに
- II 米国投資会社法17条における利益相反規制導入までの歴史的経緯
- III 各利益相反規制の検討
- IV 各適用除外規定の検討
- V 規制違反に対する SEC および私人による法執行
- VI 結 語

## I はじめに

本稿の課題は米国投資会社法17条の利益相反規制<sup>1)</sup>について概括的に検討することである。それにより、わが国の証券投資信託・投資法人などの運用型集団投資スキームにおける利益相反規制のあり方を考える上で重要な示唆を得ることができると考えるためである。

米国投資会社法は17条で利益相反規制を設け、登録投資会社とその投資顧問等との間の取引を原則として禁止している。投資会社は一般投資家から集めた資金をプールし、資産運用の専門家が受

\* しみず まさと 法学研究科民事法専攻博士  
課程後期課程

2021年8月23日 査読審査終了

第1推薦査読者 遠藤研一郎

第2推薦査読者 小賀野晶一

益者である一般投資家の利益のために証券投資を行うための集団投資スキームの器であり、その運営には投資顧問や元引受人、ブローカー・ディーラー、カストディアンといった様々な外部専門家の関与が必要となる。しかし、これらの専門家は営利企業として自らの利益を追求する立場にあることから、投資会社とこれらの者との間には潜在的な利益相反が存在し、投資会社の犠牲の下に外部専門家が自らの利益を図る危険性が常に存在する。実際上、投資会社法制定以前には、投資会社とこれらの者との間で利益相反取引が行われ、投資会社および一般投資家の利益が大きく侵害された。そこで、投資会社法制定時に17条で包括的な利益相反規制が設けられ、登録投資会社とその関係者との取引が原則として禁止されているのである。

その一方で、登録投資会社とその関係者との間の取引が投資会社にとって利益となる場合もあり、このような場合にまで拘子定規的に取引を禁止することは、投資会社の効率的な運営を妨げ、かえって一般投資家にとって不利益になると考えられる。そこで、投資会社法は例外規定を設け、米国証券取引委員会（以下「SEC」という）の個別審査に基づく承認がある場合には規制を適用除外している。また、投資会社の数が大幅に増加した今日では、SECは個別の承認に加え、規則制定により利益相反規制を一律に適用除外しており、ここでは構成員の過半数が独立取締役からなる取締役会の監督機能が重視されている。

このような利益相反規制の実効性を確保するためには、規制違反に対し法執行が確実に行われる体制が構築されなければならない。そこで、投資会社法はSECに対し様々な権限を付与し、SECがそれらの権限を適宜行使することで、利益相反規制の実効性が確保されている。また、黙示の私的訴権の行使を通じた法執行も嘗ては重要な手段であったが、投資会社法17条違反に対する黙示の私的訴権が今日でも認められるか否かは定かでない。

投資会社法17条の利益相反規制においては、行

為規制、過半数の独立取締役からなる取締役会による監督、SECによる法執行、私人による法執行といった形で投資会社法のガバナンスの枠組み全体が反映されており、このような枠組み全体を検討することは、わが国の証券投資信託・投資法人等における利益相反規制のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる。

本稿の構成は次の通りである。Ⅱにおいては、投資会社法17条において利益相反規制が導入されるまでの歴史的経緯について検討する。Ⅲにおいては、17条a項、d項、e項について検討する。Ⅳにおいては、各利益相反規制に対する適用除外規定について検討する。Ⅴにおいては、利益相反規制違反に対するSECおよび私人による法執行について検討する。最後にⅥで本稿を纏め、わが国の法制度に対する示唆について若干の検討を行う。

## Ⅱ 米国投資会社法17条における利益相反規制導入までの歴史的経緯

本章においては、投資会社法17条において利益相反規制が導入されるに至るまでの歴史的経緯について検討する。

### 1. SECによる利益相反取引の実態調査

1929年の証券市場崩壊後にSECにより投資会社業界に対する徹底的な調査が行われ、その結果は『投資信託および投資会社に関する研究調査報告書』<sup>2)</sup>として纏められた。そこでは、1920年代から30年代において投資会社とその投資顧問等との間で深刻な利益相反が問題とされ、投資会社および一般投資家の利益を大きく侵害する形で様々な利益相反取引が行われていた実態が明らかとなった<sup>3)</sup>。

#### (1) 投資会社による金銭の貸付け

投資会社から取締役・役員等の内部者その他の利害関係者に対し、十分な担保の提供を受けずに市場金利よりもかなり低い金利で金銭の貸付けが行われていた。そして、内部者への貸付けのため

の資金を調達するために、投資会社が自ら保有する証券を金融機関に対し担保として提供する事例も確認された<sup>4)</sup>。

投資会社による金銭貸付けの目的は様々であり、内部者が株式の信用取引による投機を行うためのものや<sup>5)</sup>、投資会社の設立者である投資銀行が引受人を兼任している場合に引受業務が円滑に行われるために行われたもの<sup>6)</sup>、投資会社設立者の倒産回避のために行われたもの<sup>7)</sup>、投資会社設立者のニューヨーク証券取引所での会員資格を維持するための財務条件維持のために行われたもの<sup>8)</sup>、さらには投資会社の運営とは無関係の私的目的のための融資や<sup>9)</sup>、投資会社の設立者が他の一般事業会社の支配権を獲得するための資金として融資がなされた事例も確認された<sup>10)</sup>。このような回収見込みの全くない貸付けが行われることにより、投資会社の資産が社外に流出し、一般投資家は大きな損害を被ることとなった。

### (2) 不適格な証券の売付け

投資顧問が保有する一般事業会社の証券を市場価格よりも高い価格で投資会社に売り付けたり<sup>11)</sup>、またある投資会社が保有するポートフォリオ証券を他の投資会社が買受けるなどの取引が行われた。また、投資会社の元引受人が引受けに際して売れ残った証券を投資会社に売り付け、当該証券の取引が活発に行われていると見せかけ市場価格を吊り上げたり<sup>12)</sup>、投資会社設立者が財政難に直面した際に自らが発行する証券を当該投資会社に売り付けるなどの行為も行われた<sup>13)</sup>。このような取引により投資会社は投資不適格な証券や売れ残った証券の捨場として利用された。これらの取引により、投資会社および一般投資家の利益が害されるのみならず、合理的な投資判断に基づかない証券取引や適正な審査に基づかない引受業務が行われることにより、証券市場における公正な価格形成が歪められることとなった。

### (3) 過大な手数料の賦課

投資会社がポートフォリオ証券を売買する際に、

ブローカーから投資会社に対し過大な売買委託手数料が課された。また、元引受人が投資会社の発行する証券の引受業務を行う際にも過大な引受手数料が課された。このようにして投資会社はブローカーや元引受人が手数料を稼ぐための手段として利用された。このような取引により投資会社の財産が社外に流出するのみならず、合理的な投資判断に基づかない証券取引や適正な審査に基づかない引受業務が行われることにより、証券市場の機能が歪められることとなった<sup>14)</sup>。

### (4) 会社支配権獲得のための投資会社の利用

投資顧問やその関係者である投資銀行家によって投資会社が設立され、他の会社の支配権獲得の手段として利用された。すなわち、投資銀行家等が投資会社を設立する際に投資会社に複数種類の証券を発行させ、無議決権証券については一般投資家に販売する一方、大半の議決権証券については自らが保持し、それにより投資会社の運営を完全に支配した。そして、公益事業会社や一般事業会社の支配権を獲得するために、投資会社によって対象会社の株式を取得させる取引が行われた<sup>15)</sup>。そして、対象会社の支配権を獲得した後は、自らの支配下にある企業との合併や会社財産全部の譲渡を行わせ、対象会社の資産を切り売りしながら自らの傘下に収め、巨大なピラミッド構造の企業集団が形成された<sup>16)</sup>。

以上のような利益相反取引に対し、当時の法規制は全く不十分であった。会社による役員への金銭の貸付けについては1935年のデラウェア州会社法改正によって禁止規定が設けられたが、役員が利害関係を有する個人や組織への貸付けには規定が及ばなかった<sup>17)</sup>。メリーランド州会社法は制定当初から役員への貸付けについて規定を設けていたが、内容が不十分であった<sup>18)</sup>。また、投資会社の取締役には投資顧問等の利益を代表する者が就任していたことから、利益相反取引を十分に監督することは不可能であった。さらに、各州のブル

ースカイローヤ、1933年証券法および1934年証券取引所法の情報開示規定および詐欺禁止規定のみでは、これらの利益相反取引に十分対処することはできないと考えられた<sup>19)</sup>。そこで、投資会社法制定時に包括的な利益相反規制が導入されることとなった。

## 2. 連邦議会における審議

連邦議会においては、投資会社とその投資顧問等との間における利益相反取引は、投資会社における最重要問題の一つとして位置付けられ、審議が行われた。

### (1) SECによる法案の提出

SEC調査報告書において問題となった濫用事例を防止するためには、包括的な利益相反規制が必要であると考えられた。そこで、SECにより提出された当初の法案においては、17条a項およびd項において次のような規定の導入が提案された。

【17条 a 項】登録投資会社の関係者又は元引受人、若しくはそれらの関係者又は元引受人の関係者は、本人として次の行為を行ってはならない。

【1号】事情を知りながら、当該投資会社又はその関係者に対し、証券その他の財産を売り付けること。……

【2号】事情を知りながら、当該投資会社又はその関係者から、証券その他の財産を購入すること（ただし、当該証券の売主が当該証券の発行者である場合はこの限りでない）。

【3号】当該投資会社又はその関係会社から金銭その他の財産を借り入れること（ただし、借主が貸主に支配されている場合はこの限りでない）。

【4号】(A) 他の参加者と異なる又は不利な条件で当該投資会社が参加することを制限又は防止するため、及び (B) 当該投資会社の独立性のある投資及び運用判断を確保するために委員会が定める規則及びレギュレーションに違反して、当該投資会社又はその関係会社が、関係者、元引受人、当該関係者の関係者と共同又は連帯して取引を行うこと。

【17条 d 項】登録投資会社の関係者、又は当該関係者の関係者は、次に掲げる行為をしてはならない。

【1号】代理人として行動し、当該投資会社又は当該会社の関係会社に対し財産を売却し、又はそれらのために財産を購入して、ある財源から報酬を受領すること。

【2号】ブローカーとして行動し、当該投資会社による、または当該投資会社に対する証券の売却、又は当該投資会社による、若しくは当該投資会社の関係会社に対する証券の売却に際し、当該取引の執行の対価として、ある財源から、次に掲げる標準を超える委託手数料、手数料、その他の報酬を受領すること。

しかし、形式的に上記の利益相反取引に当たる場合であっても、実際上は投資会社にとって利益となる取引もあり、そのような場合にまで拘り定規的に取引を禁止することはかえって一般投資家の利益に反すると考えられた。そこで、現行法とほぼ同じ内容で17条b項が提案され、SECが取引当事者の申立てに基づき取引の中身を個別審査し、取引の内容が公正であり、かつ投資会社にとって有害とならず、投資会社法の目的に合致する場合には、例外的に当該取引を許容することとされた。

### (2) 当初法案に対する審議

以上のような条項を盛り込んだ法案が連邦議会に提出され、審議が行われた<sup>20)</sup>。

まずは、法案全体について意見が交わされ、弁護士フルトン氏から、17条により投資会社とその関係者との間の詐欺的な証券取引は不可能になるとの指摘がなされた<sup>21)</sup>。

次に、17条についてSECのシェンカー氏から詳しい説明が行われた。すなわち同条は、投資会社の役員、取締役、マネジャー、引受人等となった者は投資会社の受託者であることから、取引の両サイドに立ち、自らの利益のために本人として投資会社と取引を行うことを禁止した規定であると述べた<sup>22)</sup>。続けて、同条a項4号は、取引の公正性を確保し、かつ違法行為を防止するためにSECが定める規則およびレギュレーションに違反して共同事業 (joint enterprise) を行うことを禁止した規定であり、17条の潜脱防止を図った規定であると説明した<sup>23)</sup>。さらに、「事情を知りながら」と



規定しているのは、善意または不注意で取引を行った場合に配慮するためであるとした。

続けてタフト上院議員から、多数株主の権限について判例法理が形成されてきた中で、投資会社法でなぜ特別な規制を設ける必要があるのかという質問が出された。それに対しシェンカー氏は、投資会社の場合は一般投資家が出資した金銭を用いて会社支配が行われており、またある者が複数の投資会社を支配する場合において投資会社間で行われる取引は複雑になることから、各投資会社とその少数株主を保護するために特別な規制が必要となると回答した<sup>24)</sup>。さらに、タフト議員から17条の条文が複雑で何を禁止し何を許容しているのか理解が困難であるとの指摘に対し、関係者の関係者といった複雑な規定が設けられているのは、規制を潜脱するために会社を立ち上げ、当該会社取引を行わせるような行為を禁止するためであると回答した<sup>25)</sup>。

さらに続けて、シェンカー氏は17条d項を取り上げ、SECの調査においては、投資会社の支配者が本人としては当該投資会社に対し何ら財産を売却しなかったが、当該支配者が不動産取引の代理人として不動産を当該投資会社に売却した事例が確認され、そのような取引を規制するために設けられた規定であると説明した<sup>26)</sup>。

投資会社業界からは17条に対し次のような意見が出された。ブンカー氏からは、17条のような利益相反規制が必要であるとの意見が出された<sup>27)</sup>。クイン氏からは、17条の規制全体には賛成できるが、規制対象を5パーセントではなく10パーセント以上の株式を有する株主に限定すべきであるとの意見が出された。また、規則制定に際してはSECに完全な自由裁量を付与すべきではなく、また規制の適用除外についてはSECが一定の基準を採用すべきであり、申請者に対しては一定のガイドラインが提示されるべきであるとした<sup>28)</sup>。カボット氏からは、投資会社とその関係者との不適切な関係を制限するには、完全な情報開示と自己取引の

禁止が必要であるとの意見が出された<sup>29)</sup>。イートン氏からは、利益相反規制はこの法案で最も明確な目的を持ったものであり反対することはできないが、法案全体を通じてSECに強大な権限が付与されている点には賛成できないとの意見が表明された<sup>30)</sup>。

最後に会社法研究者であるドッド教授からも意見が述べられ、州会社法は利益相反取引を禁止しているが規制の潜脱が容易であり、また投資会社業界においては他の業界よりも利益相反取引が行われることによる弊害が大きいとの指摘がなされた<sup>31)</sup>。

以上のような連邦議会での審議を踏まえ、当初の条項に修正が加えられ、下院での審議を経て<sup>32)</sup>、最終的に現在の形で投資会社法17条の利益相反規制が導入された。

### 3. 小 括

本章においては投資会社法17条の利益相反規制が導入されるまでの歴史的経緯について検討した。投資会社法制定前の1920年代から30年代においては投資会社を利用した様々な利益相反取引が行われ、投資会社および一般投資家の利益が大きく侵害された。そこで同条は包括的な利益相反規制を設け、利益相反取引を厳格に規制している。投資会社法17条は連邦議会においてSECと投資会社業界の代表者との間の議論を経て導入されたものであり、今日においても投資会社法の中でも最も重要な条文の一つと位置付けられ、投資会社に参加する投資家の利益を保護し投資会社業界の廉潔性に対する評判を確保するために極めて重要な役割を果たしていると評価されている<sup>33)</sup>。

次章においては、各利益相反規制について概括的に検討を行う。

### Ⅲ 各利益相反規制の検討

本章においては、投資会社法17条における利益相反規制の中心的な規定である、同条a項、d項、

e 項について概括的に検討を行う。

### 1. 17条 a 項の検討

投資会社法17条 a 項は次のように規定している。

【17条 a 項】登録投資会社の関係者、発起人、元引受人又はそれらの者の関係者は、次に掲げる行為を行うために本人として行動してはならない。

【1号】当該投資会社又は当該投資会社によって支配されている会社に対して、事情を知りながら、証券その他の財産を売却すること。

【2号】当該投資会社又は当該投資会社によって支配されている会社から、証券その他の財産（当該売手が発行者である証券を除く）を購入すること。

【3号】……当該投資会社又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（借手が貸手に支配されている場合は、この限りでない）。

【4号】……SECによる規則、レギュレーション、命令に違反して金銭その他の財産の貸付けを行うこと。

上記の規定から、登録投資会社の関係者等に該当する者は、当該登録投資会社等に対して、証券その他の財産の購入および売却、また金銭その他の財産の貸付けおよび借入れを行うことが禁止される。このように、17条の文言から禁止される取引については明確である一方、同項には「関係者」や「支配」など、利益相反規制を論ずるにあたって基本となる概念について規定されており、これらの概念を巡って重要な解釈上および立法論上の問題が存在している。そこで、本節ではこれらの概念について検討を行う。

#### (1) 関係者の定義

関係者 (affiliated person) は、投資会社法17条の利益相反規制の適用範囲を画する基本的な概念であり、次のように定義されている。

【投資会社法2条 a 項 3号】他者の「関係者」とは、次に掲げる者をいう。

(A) 他者の発行する社外議決権証券の5パーセント以上の議決権を行使する権限を、直接又は間接に、所

有し、支配し、又は保持する者。

(B) 他者によりその社外議決権証券の5パーセント以上の議決権を行使する権限を、直接又は間接に、所有され、支配され、又は保持されている者。

(C) 他者を直接又は間接に支配する者、他者から直接又は間接に支配されている者、若しくは他者と共同支配下にある者。

(D) 他者の役員、取締役、パートナー、共同パートナー、又は従業員。

(E) 他者が投資会社である場合には、当該会社の投資顧問又はその顧問会の構成員。

(F) 他者が取締役会を有しない法人格なき投資会社の場合には、その寄託者。

上記の定義から、一方向の関係者 (one-way affiliation) と双方向の関係者 (two-way affiliation) が存在することになる<sup>34)</sup>。すなわち、登録投資会社の取締役、役員、パートナー、従業員、投資顧問は当該登録投資会社の関係者となるが、他方で当該登録投資会社はその取締役、役員、パートナー、投資顧問の関係者とはならない。

それに対して、登録投資会社の社外議決権証券の5パーセント以上を保有するものは当該登録投資会社の関係者に該当し、また当該登録投資会社も当該証券保有者の関係者に該当することとなる。

投資会社法17条の利益相反規制は登録投資会社の関係者、および関係者の関係者まで適用されることから、同条の適用対象がどこまで及ぶかを判断するにあたって、一方向の関係者と双方向の関係者は基本的な概念となる。

#### (2) 所有の定義

所有 (ownership) の定義については、投資会社法には置かれていない。そこで他の連邦証券諸法である1934年証券取引所法およびSEC規則における所有の定義を参照しながら投資会社法上の所有に該当するか否かが判断されることになる<sup>35)</sup>。

1934年証券取引所法では13条 d 項および16条 a 項に所有概念が登場する。同法13条 d 項はいわゆる5パーセントルールに関するものであり、対象

会社の持分証券を5パーセント以上有しているか否かを判断するために所有概念が用いられている<sup>36)</sup>。同項の下で制定された規則13d-3では、議決権および投資力 (investment power) を基に実質的に所有関係にあるか否かが判断される。

また、同法16条 a 項は短期売買差益について規定する同条 b 項に関連して証券保有数量の報告義務を課す規定であり、SECに登録されている持分証券の10パーセント超の実質的所有者に該当するか否かを判断するにあたって所有概念が登場する<sup>37)</sup>。同項の下で制定された規則16a-1では、直接または間接的な金銭的利益 (direct or indirect pecuniary interest) を基準に所有関係にあるか否かが判断される。

投資会社法 2 条 a 項 3 号に規定する所有に該当するか否かは、17条の利益相反規制を適用すべきか否かという観点から判断されるべきものであり、上記のSEC規則に必ずしも従う必要はないが、同じ規制機関であるSECが定めたものであることから、これらの規則の内容が参照されることとなる。

### (3) 支配の定義

支配 (control) については投資会社法 2 条 a 項 9 号で規定が設けられており、ある会社の経営または方針に支配的影響力を及ぼす権限を言うことと規定されている。

同号には推定規定が置かれており、直接または1もしくは2以上の被支配会社を通じてある会社の議決権証券の25パーセント以上を実質的に所有する者は、当該会社を支配しているものと推定される。逆に、直接または1もしくは2以上の被支配会社を通じてある会社の議決権証券の25パーセント以上を実質的に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される。また、自然人は本法の意味における被支配者でないものと推定される。これらの規定により、親会社は子会社を支配しているものと推定される。

また、議決権証券については投資会社法 2 条 a 項42号に規定されており、現時点における当該証

券の所有者または保有者が、取締役選任に関して議決権を行使することができるものを言うことと規定されている。

以上の規定を参照しながら、投資会社法17条の支配要件を満たすか否かが判断されることになる。

(4) 第1段階の関係者および第2段階の関係者  
他者の関係者は第1段階の関係者 (first-tier affiliate) と言われている。また、他者の関係者の関係者は第2段階の関係者 (second-tier affiliate) と言われている。投資会社法17条の利益相反規制が適用されるのは第2段階の関係者までであり、第3段階以降の関係者には適用されない。

投資会社法 2 条 a 項 3 号(D)~(F)に規定されている関係者は一義的に明確である一方、同号(A)~(C)の関係者は実質概念であることから、関係者に該当するか否かは各事例における具体的状況を踏まえて判断されることになる。

さらに、SECが法執行を行う際にも実質的な観点から関係者概念を捉えている点が実務上問題とされている。すなわち、SECはノーアクションレターにおいて投資顧問とその完全親会社を一体として捉え、完全親会社の取締役は第2段階の関係者に該当するとの見解を示している<sup>38)</sup>。またSECは、投資顧問は投資会社を支配していると示唆する見解を示しており<sup>39)</sup>、そのような見解に従うと、共通の投資顧問を有する複数の投資会社は相互に関係者に該当することとなる。他方で、完全親子会社関係にある場合でも両者の実質的な関係から両者を一体と捉えない見解も示されており<sup>40)</sup>、このようなSECの法執行の状況から、関係者に該当するか否かが不明瞭であり、17条に違反するリスクを恐れて有益な取引が差し控えられてしまうとの批判がなされている<sup>41)</sup>。

### (5) 川上関係者および川下関係者

投資会社法 2 条 a 項 3 号(A)(B)から、投資会社の発行する証券を保有する投資家および投資会社の投資対象となっている会社も関係者に該当することになる。同号(A)に規定する、他者の発行する社

外議決権証券の5パーセント以上の議決権を行使する権限を有する者は、川上の関係者（upstream affiliate）と言われている。他方、同号(B)に規定する、他者によりその社外議決権証券の5パーセント以上の議決権を行使する権限を保有されている者は、川下の関係者（downstream affiliate）と言われている。

川上の関係者については、まさに投資会社法制定前に投資会社との間で様々な利益相反取引が問題とされたことから、17条の利益相反規制が厳格に適用されなければならない。

その一方で、川下の関係者については次のような困難な問題が存在している。すなわち、共通の投資顧問を有する複数の投資会社がある会社の発行する証券を、単独では5パーセント以上保有していないが合計で5パーセント以上保有する場合に、被保有会社が関係者に該当するか否かという問題が存在し<sup>42)</sup>、この点についてSECは明確な立場を示していない。もし被保有会社が関係者に該当する場合、当該会社がそれらの投資会社に対し直接証券を発行すると17条a項に違反することになる。

それぞれの投資会社は独立の法主体であることから、単独の投資会社で5パーセント以上の証券を保有していない場合には、たとえ共通の投資顧問の傘下にある複数の投資会社の合計で5パーセント以上となる場合であっても、被保有会社は関係者に該当しないと考えることもできる。他方、投資会社はそのポートフォリオ証券をカストディアン銀行に保管していることから、同一のノミネーで5パーセント以上を保有している場合は複数の投資会社を一体と捉えて、被保有会社は関係者に該当すると解することもできる。

このように川下の関係者については困難な問題が生じ、また投資会社法制定前に濫用事例が問題となったのは川上の関係者のみであったことから、17条の利益相反規制は川上の関係者のみに適用されるべきであるとの主張が以前からなされてき

た<sup>43)</sup>。しかし、SECはそのような見解を採用せず、原則として川下の関係者にも同様に17条を適用している。

以上のように、関係者概念は投資会社法17条の適用範囲を画する基本的な概念であるが、そこには様々な問題が存在しており、実務家から規制の適用範囲が不明確であるとの批判がなされている。

## 2. 17条d項の検討

次に17条d項について検討する。同項は、規制の内容が一般的であり、またSECに対し広範な規制制定および適用除外の権限を付与していることから、規制内容が不明確であり、かつ恣意的な規制が行われる可能性があるとして、実務家から批判がなされている<sup>44)</sup>。

### (1) 17条d項の規制内容および趣旨

投資会社法17条d項は登録投資会社の関係者または元引受人、もしくはそれらの者の関係者が当該投資会社と共同して第三者と取引を行う場合（共同取引：joint transaction）に関する規定であり、次のように規定している。

【17条d項】登録投資会社の関係者又は元引受人、若しくはそれらの者又は引受人の関係者は、当該投資会社又は当該投資会社によって支配されている会社が当該投資会社の関係者、元引受人、又はそれらの者の関係者と共同又は連帯して参加者となるような取引において、当該投資会社又は当該投資会社によって支配されている会社が他の参加者と異なる、若しくは不利な条件で参加することを制限し、又は禁止するために委員会により定められた規則及びレギュレーションに違反して、本人として当該取引を行ってはならない。

共同取引に関する規定が設けられた趣旨は次のように説明されている。すなわち、投資会社がある財産を第三者から取得する場合に、それと並行して当該投資会社の関係者が自己の計算で同じ財産を当該第三者から取得する取引が行われる場合、投資会社に対して影響力を及ぼしうる関係者が、



自己の取引を有利に行うために、投資会社にとって不利な条件で第三者と取引させる危険性が存在するからである<sup>45)</sup>。ただし、共同取引の具体的な中身については本項では規定されておらず、SEC規則に委任されている。

(2) 規則17d-1(a)および規則17d-1(c)

SECは規則17d-1(a)および規則17d-1(c)を制定し、共同取引の定義および具体的な規制の中身について規定している。

規則17d-1(a)は規制の具体的中身を定めるものであり、次のように規定している。

【規則17d-1(a)】登録投資会社の関係者若しくは元引受人……並びにそれらの者の関係者は、当該投資会社又はそれによって支配されている会社が参加者であり、且つ、本規則の施行日以降において開始し、採択され、又は変更される共同の事業若しくは他の共同の取り決め又は利益分配プランに関連して、承諾を得るために証券保有者に対してその計画若しくは変更の提案がなされる以前又は提案がなされないときはその採択若しくは変更がなされる以前に、当該共同の事業、取り決め、又は利益分配プランに関する申請が委員会に提出され、かつ、命令によって承認された場合を除き、取引に参加し又は取引を行ってはならない<sup>46)</sup>。

規則17d-1(a)は他の規定と同様、第2段階の関係者まで適用される。当該規則が川下の関係者に適用されるか否かが争われたSEC v. Talley Industries, Inc. 事件<sup>47)</sup>において第2巡回区控訴裁判所は、川下の関係者であっても投資会社に対する濫用行為の可能性は否定できないとして、川下の関係者にも同規則が適用されると判示した。しかしその後、SECは規則17d-1(d)(5)を採用し、共同取引に川上の関係者が参加していない場合には、川下の関係者には規則17d-1(a)を適用除外することとした。

次に、規則17d-1(a)は共同取引として、共同の事業、取り決め、利益分配プランと規定している。規則17d-1(c)は共同取引の具体的な中身について次のように規定している。

【規則17d-1(c)】……事業又は企画に関する書面若しくは口頭による計画、契約、授權若しくは取り決め、又は慣行若しくは意思疎通であって、それによって登録投資会社又はその被支配会社と当該投資会社の関係者若しくはその元引受人又はそれらの関係者が、共同又は連帯して参加しているもの、又は法15条に定める投資顧問契約を除きストック・オプションもしくは株式購入プラン等を含む事業もしくは企画からの収益の分配を行うものをいう<sup>48)</sup>。

以上のように一般的な定義が設けられていることから、具体的な取引が共同取引に該当するか否かは個別事例毎に判断されることになる。そこで共同取引に該当する可能性のある取引を行おうとする当事者はSECに対し事前に照会を行い、それに対してSECがノーアクションレターを発布することによって、規制の適用に対する当事者の予見可能性が確保されている。

(3) 裁判例の検討

他方、共同取引に該当するか否かが事後的に争われる場合もあり、裁判で争われた事例として次のようなものがある。

SEC v. Midwest Technical Development Corp. 事件<sup>49)</sup>においてミネソタ州連邦地方裁判所は、登録投資会社が科学技術分野の新興企業に対し投資を行っていたところ、当該投資会社の取締役が個人の計算において同企業の発行する株式の取引を行っていた場合につき、共同取引に該当すると判示した。

SEC v. Talley Industries, Inc. 事件<sup>50)</sup>においては、ある会社の主要株主が当該会社を買収するために登録投資会社とともに当該会社の株式を市場で5パーセント以上買い増した行為が共同取引に該当するか否かが争われた。第2巡回区控訴裁判所は、投資会社法17条d項の「共同または連帯して」の意味につき「何らかの結び付きで、緩やかな結び付きでも足りる」との解釈を示し、共同取引に該当すると判示した。

Bloom v. Bradford 事件<sup>51)</sup>においては、共通の投

資顧問および取締役会を有する3つの登録投資会社が同一の証券を同一日に取引したことが共同取引に該当するか否かが争われた。ニューヨーク州東部地区連邦地方裁判所は、「投資会社法17条d項は同意という意図的な行動または少なくとも合意による形を要件としている」とし、本件では合意が存在しないとして、共同取引に該当しないと判示した。

Cambridge Fund Inc. v. Abella 事件<sup>52)</sup>においては、登録投資会社の取締役・役員が、当該登録投資会社が投資対象としている会社の株式を3年間にわたって取引し、6000ドルの利益を得た一連の行為が共同取引に該当するか否かが問題となった。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、本件被告の取引は当該登録投資会社と緩やかな結び付きのレベルまで達しているとは言えないとして、共同取引に該当しないと判示した。

共同取引に該当するか否かはあくまでも個別事例毎に判断されるが、これらの判例は共同取引に該当するか否かを判断するにあたり、今日でも重要な意義を有している。

#### (4) サービス契約に対する投資会社法17条d項の適用の可否

投資会社は運用型集団投資スキームを組成するための器であり、その運営には様々な専門家からサービスを受けることが必要となるが、それらのサービスに係る取引が投資会社法17条d項および規則17d-1の規制対象となるか否かが問題とされてきた。

この点についてSECは、1974年に登録投資会社とその関係者との間のサービス契約につき、株主総会および過半数の独立取締役からなる取締役会の承認を得て、かつ年度毎に一定の基準を満たすものとして取締役会による承認を得た場合には、規則17d-1は適用されないとの規則改正案を提案したが<sup>53)</sup>、最終的には採択されなかった。その後、SECスタッフは、サービス契約は一般的に投資会社法17条d項および規則17d-1の共同取引に該当

しないとの見解を示した<sup>54)</sup>。

しかしその一方で、SECスタッフは、サービス契約の内容が公正かつ合理的であり、かつ利益相反を防止するために十分な保護策が講じられている場合を除き、SECによる適用除外命令を得ずに関係者とサービス契約を締結すべきでないとの見解を示しており、そこでいう保護策には過半数の独立取締役から構成される取締役会による監督が要件として含まれている<sup>55)</sup>。

### 3. 17条e項の検討

続けて17条e項について検討する。

#### (1) 17条e項の規制内容および趣旨

同項は以下のように規定し、報酬の受領を禁止している。

**【17条e項】** 登録投資会社の関係者または当該関係者の関係者は、次に掲げる行為をしてはならない。

**【1号】** 代理人として行動し、当該投資会社または当該会社に支配されている会社に対し財産を売却し、またはこれらの会社から財産を購入して、ある財源から報酬を受領すること。

**【2号】** ブローカーとして行動し、当該投資会社による、または当該会社に対する証券の売却、または当該会社に支配されている会社による、もしくは当該会社に支配されている会社に対する証券の売却に際し、当該取引の執行の対価として、ある財源から、次に掲げる標準を超える委託手数料、手数料、その他の報酬を受領すること。

1号に規定する代理人には、登録投資会社の代理人として取引を行う者のみならず、登録投資会社と取引を行う相手方の代理人として行動する場合も含むと解されている。

このように代理人として取引を行いその対価として報酬を受領する場合、またはブローカーとして投資会社のポートフォリオ証券の売買に関与し、その対価として標準額を超える報酬を受領する場合、投資会社の資産が社外に流出し投資会社および一般投資家の利益が害されるのみならず、手数

料や報酬を受領する目的で証券取引が行われることとなり、このような取引は当該証券の価値に関する合理的な投資判断に基づく取引ではないことから、証券市場における公正な価格形成を阻害することになる。そこで、17条e項でこれらの行為が禁止されているのである。また同項は、代理人として取引することで17条a項を潜脱することを防止するための趣旨もあるとされている。

#### (2) 裁判例の検討

17条e項に違反するか否かが争われた裁判例として、次のようなものがある。

U.S. v. Deutsch 事件<sup>56)</sup>においては、登録投資会社の役員兼取締役である被告が、当該登録投資会社のポートフォリオに相手方の発行する証券を組み入れ、その見返りとして当該相手方の発行する証券を市場価格よりもかなり安い価格で購入する機会を得た。第2巡回区控訴裁判所は、本件では割引価格で証券を購入する機会が報酬に当たるとし、被告が当該登録投資会社の代理人として行動する際に報酬を受領したと認定し、投資会社法17条e項1号に該当すると判示した。

U.S. v. Ostrander 事件<sup>57)</sup>においては、投資顧問が年金プランのためにある会社の証券の買付けを行ったが、その見返りとして当該会社の証券の買受けるワラントを割引価格で提供された。第2巡回区控訴裁判所は「限られたワラント購入の機会」が報酬にあたり、ワラントを購入する行為が利益に当たると判示した。

Investor Research Corp. v. SEC 事件<sup>58)</sup>においては、ミューチュアルファンドを運営する会社の社長がブローカー企業に対しファンドを代表してコンピュータ・プログラムを販売した。当該ブローカー企業は本件社長が運営するミューチュアルファンドの最大の取引先であった。コロンビア特別区巡回区控訴裁判所は本件コンピュータ・プログラムの利用料が報酬にあたりと判示した。

このように17条e項に規定する報酬について、裁判所によって広く解釈されている。

#### 4. 小 括

以上のように、本章においては投資会社法17条の各利益相反規制について検討した。投資会社法17条の利益相反規制は、登録投資会社の関係者が本人として当該投資会社と取引を行う場合について規定するa項、当該投資会社と共同取引を行う場合について規定するd項、当該登録投資会社の関係者が代理人またはブローカーとして取引を行う場合について規定するe項の三本柱からなっており、これらの規制を通じて利益相反規制の実効性を確保し、規制の潜脱防止を図っている。

このように投資会社法17条は厳格に利益相反取引について規制しているが、その一方で、形式的に利益相反取引に該当する場合であっても投資会社にとって利益となるものもあり、そのような取引であっても一律に禁止することは、かえって投資会社に参加する一般投資家にとって不利益となる。そこで、投資会社法は一定の条件の下で利益相反規制の適用除外を認めている。次章においては、各適用除外規定について検討する。

### IV 各適用除外規定の検討

本章においては、利益相反規制の適用除外規定についてそれぞれ検討する。

#### 1. 17条a項の適用除外

投資会社法17条b項は、同条a項の適用除外について次のように規定している。

【17条b項】前項の規定にかかわらず、何人も、その者が企図する取引を同項の1又は2以上の規定から適用除外する旨の命令を要求する申立てを委員会に対し行うことができる。委員会は次に掲げる要件が立証された場合には、当該申立てを承認し、適用除外命令を発するものとする。

【1号】支払われ又は受領されるべき対価を含む当該取引の条件が合理的かつ公正であり、関係当事者の一部にとって過度に不利益とはならないこと。

【2号】当該取引が本法に基づき提出された各関係登

録投資会社の登録届出書及び報告書に記載されている方針と合致していること。

【3号】当該取引が本法の一般的な目的に合致していること。

17条b項は、同条a項に該当する取引をしようとする当事者が適用除外を申請し、SECによる個別審査を経た上で、SECが適用除外命令を発することを定めている。このような適用除外の枠組みは投資会社法制定時に定められたものであり、投資会社の数がそれ程多くなかった時代には有効に機能していたと思われるが、膨大な数の投資会社が存在する今日においては、SECが個別審査を迅速に行うには限界があると指摘されている<sup>59)</sup>。そこでSECは個別審査に加え、一般的な規則制定を通じて一定の要件を満たす場合には一律に利益相反規制を適用除外している。

## 2. SEC規則による適用除外

ここでは代表的な適用除外規定を取り上げ、SECがどのような要件の下に適用除外を認めているのか概括的に検討する。

なお、以下で検討するSEC規則は2001年に大幅に改正され、これらの規則に基づき適用除外を受けるには、個々の規則に定められている要件に加え、①取締役会構成員の過半数が独立取締役であること、②在職中の独立取締役が独立取締役候補者の選出および指名を行うこと、③独立取締役が顧問弁護士を利用する場合、当該弁護士は独立の弁護士でなければならないとの要件を満たす必要がある。

また、2003年の投資会社法規則改正により、登録投資会社にはコンプライアンスオフィサーを設置し、法令遵守体制を整備する義務が課されており<sup>60)</sup>、SEC規則による適用除外を受ける投資会社は各規則で定める要件を確実に遵守するための体制整備が求められる。

### (1) 規則17a-7の検討

規則17a-7<sup>61)</sup>は、共通の投資顧問等を有する登録投資会社間のポートフォリオ証券のクロス取引(portfolio cross transactions)を一定の要件の下に許容する規定である。

投資会社業界においては、ミューチュアルファンド・コンプレックス(mutual fund complexまたはmutual fund family)として、複数の登録投資会社が共通の取締役会および役員の下で運営され、投資顧問も共通であるのが通常である<sup>62)</sup>。ミューチュアルファンド・コンプレックスに属するそれぞれの登録投資会社は相互に関係者に該当することとなり、17条a項が適用される結果、本来ならば登録投資会社相互間におけるポートフォリオ証券の取引が原則として禁止される。しかし、このような取引が登録投資会社にとって利益となる場合も多い。そこで規則17a-7は一定の要件の下でこれらの投資会社間のクロス取引を例外的に許容している。その要件の概要は以下の通りである。

- ① 当該取引は現金または市場価格が容易に入手可能な証券による売買であること。
- ② 当該取引が取引に参加するそれぞれの登録投資会社の表明する投資方針に合致していること。
- ③ 当該取引に関して定常的な取引手数料以外の売買委託手数料が賦課されないこと。
- ④ 取締役会が上記の要件を遵守していることを確認するための手続を設け、これらの手続の修正を行い、最低でも四半期に一度全ての取引が上記の要件を遵守して行われていることの確認を行うこと。

共通の投資顧問等を有する登録投資会社間におけるクロス取引は、各投資会社にとって利益となり、ポートフォリオ証券の売買に係る委託手数料を節約できる点でも有益であるが、投資顧問が一方の投資会社にとって不利な条件で取引を執行する危険性があることから、このような要件が定められている。

現在、同じミューチュアルファンド・コンプレ



ックスに属する投資会社間で規則17a-7に基づき多くのクロス取引が行われているが、その実態を解明するために、近時、取引価格について網羅的なデータを用いた実証研究が行われ、その成果が公表されている<sup>63)</sup>。

また、現在SECスタッフにより規則17a-7の今後のあり方に関する意見が表明され、それに対するコメントが募集されている<sup>64)</sup>。投資会社協会はこのコメント募集に応じる形で、規則17a-7に関する詳細な報告書を公表している<sup>65)</sup>。

#### (2) 規則17a-8の検討<sup>66)</sup>

規則17a-8は、関係者にそれぞれ該当する登録投資会社同士および他のファンドとの合併に関する規定であり、2001年の規則改正により登録投資会社同士の合併だけでなく、他の投資ファンドとの合併も同規則の下で広く認められるようになった。その要件の概要は次の通りである。

- ① 存続会社は登録投資会社であること。
- ② 合併当事会社の各取締役会が過半数の独立取締役から構成され、当該取締役会が、1)当該合併が当該会社にとって最善の利益となり、かつ2)当該合併により当該会社の株主の持分価値に希薄化が生じないとの判断を行い、さらに3)当該判断を取締役会が行ったという事実および当該判断の根拠について完全に取締役会議事録に記録すること。

登録投資会社同士および登録投資会社と他のファンドとの間で合併が行われることは、登録投資会社および他のファンドに投資する投資家にとって利益となる一方、合併条件によっては一方の当事者の持分価値に希薄化が生じる可能性があることから、このような要件が定められている。

今日では、本規則に基づき、ミューチュアルファンドの合併が多く行われている<sup>67)</sup>。

#### (3) 規則17d-1(b)の検討

規則17d-1(b)は共同取引に関する規則17d-1(a)を適用除外するための規定であり、SECが適用除外の判断を行うにあたり次のように規定している。

【規則17d-1(b)】当該申請に対して判断を下すに際し、委員会は、当該登録投資会社又は被支配会社が当該共同取引、共同の取り決め、若しくは利益分配プランへの参加が本法の各種規定、方針及び目的に合致しているかどうか、また当該参加が他の参加者と異なるもしくは不利となっている程度を考慮するものとする。

本規則は投資会社法17条b項と同様に、当事者の申立てに基づきSECが個別に審査を行い、適用除外を認めるか否かを判断することになる。

本規則で個別審査を行い適用除外を認める手法が採用されているのは、投資会社の参加の条件が当該投資会社の関係者の条件と異なりまたは不利である状況は様々であることから、個別審査が抱える問題点を認識しつつも、このような方法が規制の実効性を確保しながら適用除外を認めるための最善の方法であると考えられたためである<sup>68)</sup>。

#### (4) 規則17d-1(d)(7)の検討

規則17d-1は共同取引を禁止しており、登録投資会社およびその関係者が共同身元保証保険を購入することを禁止しているが、規則17d-1(d)(7)<sup>69)</sup>は一定の要件の下で登録投資会社とその関係者が共同身元保証保険を購入することを許容している。その要件は以下の通りである。

- ① 当該保険の適用範囲に独立取締役が含まれていること。
- ② 取締役会が、当該保険証書が登録投資会社にとって最善の利益となり、かつ当該登録投資会社に割り当てられた保険料の支払割合が公正かつ合理的であるとの決定を行うこと。
- ③ 最低でも年に一度、取締役会が上記の要件を遵守していることの確認を行うこと。

以上の要件を遵守しながら共同身元保証保険の購入が認められることは、登録投資会社およびその関係者の双方にとって利益となることから、このような例外が認められている。

#### (5) 規則17e-1の検討

規則17e-1<sup>70)</sup>では、登録投資会社が証券取引所に

における証券の売買に際して関係者であるブローカーに売買委託手数料を支払うことが例外的に許容されている。その要件は以下の通りである。

- ① 売買委託手数料が他のブローカーが類似の取引において受領する手数料と比較して公正かつ合理的であること。
- ② 過半数の独立取締役からなる取締役会による監督が行われること。
- ③ 登録投資会社による当該ルールの下における手続および取引記録が維持されること。

また、②の要件との関係で、登録投資会社の取締役会が、1) 当該手数料が公正かつ合理的であることを確保するための手続を採用すること、2) 取締役会が必要と認める場合における当該手続の変更の承認、3) 最低でも四半期に一度、全ての取引が上記の手続を遵守して行われていることの確認を行うことが要件とされている。

これらの要件を遵守しながら関係者であるブローカーにポートフォリオ証券の売買を委託することは、当該登録投資会社にとって利益となることから、このような例外が認められている。

### 3. 小 括

以上のように本章では、利益相反規制に対する各適用除外規定について検討した。SECは17条の各規制を適用除外するにあたり、個別審査と一般的な規則制定を通じた適用除外とを併用し、両者を組み合わせて対応している。そして、SECは規則制定に際して様々な要件を課していることから、各規則に基づく適用除外を利用する投資会社はこれらの要件を確実に遵守できる体制を構築しなければならない。このように、SEC規則に基づく適用除外は、各投資会社のガバナンスの充実と一体となっていると評価することができる。

このように各投資会社のガバナンスの充実により利益相反規制の遵守が確保されているが、それでも規制違反が行われる場合は、SECによる法執行により対処しなければならず、また私人による

黙示の私的訴権の行使を通じた法執行についても検討しなければならない。次章においては、規制違反に対するSECおよび私人による法執行について検討する。

## V 規制違反に対するSECおよび私人による法執行

本章においては、利益相反規制違反に対するSECおよび私人による法執行について検討する。

### 1. SECによる法執行

投資会社法はSECに様々な権限を付与することによって、17条の利益相反規制違反に対する法執行体制を確保している。それらの権限には、①行政上の排除命令（投資会社法9条b項）、②差止命令（同法42条d項）およびそれに付随して出される付随的救済命令、③民事制裁金の賦課（同条e項）、④職務からの排除命令（同法36条a項）、⑤投資会社法に違反して締結された契約の無効・取消し（同法47条b項）などがある<sup>71)</sup>。SECは個々の違反事例に対し、これらの権限を適宜行使することによって、17条違反を未然に防止し、また事後的に違反行為に対処することで、将来の違反行為を防止しようとしている。このように、投資会社法17条の利益相反規制はSECによる法執行を後ろ盾として、その実効性が確保されていると評価することができる。

17条違反に対する近時のSECによる法執行の事例として次のようなものがある。

2020年9月11日、SECはPalmer Square Capital Management LLC (PSCM) に対し、投資会社法17条a項1号および2号等に違反してクロス取引を行ったとして、行政上の排除命令を発するとともに、民事制裁金45万ドルを課した<sup>72)</sup>。PSCMは投資顧問として、2014年7月から2016年9月にかけて登録投資会社であるPalmer Square Fundsも含め約40の顧客資産の間で、独立のブローカー・ディーラーを通じて351回にわたりポートフォリオ証券のクロス取引を行った。その際、PSCMは規則

17a-7で定められている価格で取引を執行しなかった。PSCMは規則17a-7の定めるその他の要件も満たさないまま本件クロス取引を行い、さらには規則38a-1で要求される法令遵守体制も整備していなかった。

前述のように、共通の投資顧問を有する登録投資会社間におけるポートフォリオ証券のクロス取引は、各投資会社の取締役会の監督機能の充実および法令遵守体制の構築を条件として認められているが、それでも上記のような規制違反が行われることから、SECによる法執行は利益相反規制の実効性を確保する上で重要である。

## 2. 黙示の私的訴権の行使を通じた法執行

投資会社法17条違反に対して私人による黙示の私的訴権が認められる場合、17条違反の抑止効果を期待することができる。この点について1990年代までの判例は、投資会社法17条違反に対して黙示の私的訴権を認める判断を下していた<sup>73)</sup>。

Lessler v. Little 事件<sup>74)</sup>において、原告である投資会社の株主は、被告である投資会社とその投資顧問等が投資会社法17条a項2号に違反して利益相反取引を行ったとして、派生訴訟を提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。第1巡回区控訴裁判所は、投資会社法17条a項2号違反に対して黙示の私的訴権が認められると判示した。

Dowling v. Narragansett Capital Corp. 事件<sup>75)</sup>において、原告である投資会社の株主は、被告である投資会社とその投資顧問等が、著しく不当な価格で当該投資会社の資産を投資顧問等に売却したとして、派生訴訟を提起した。それに対し被告側は提訴要件を満たしていないとして訴え却下の申立てを行った。ロードアイランド州連邦地方裁判所は、投資会社法17条a項2号および48条a項違反について黙示の私的訴権が認められると判示した。

このように、1990年代までは投資会社法17条違

反に対する黙示の私的訴権が認められてきたが、2002年のOlmsted 事件判決<sup>76)</sup>以降は投資会社法違反に対する黙示の私的訴権が認められないとの判例が大半を占めていることから、今日でも以前と同様に投資会社法17条違反に対する黙示の私的訴権が認められるかは定かでない。

## 3. 小 括

本章においては、利益相反規制違反に対するSECおよび私人による法執行について検討した。投資会社法は様々な権限をSECに付与しており、SECがこれらの権限を各違反事例に対して適宜執行することにより17条の利益相反規制の実効性が確保されている。従って、各投資会社のガバナンスの充実とともにSECによる法執行は17条の法的枠組みが十全に機能するために必要不可欠なものであると評価することができる。

他方、私人による訴権行使を通じた法執行については、今日では投資会社法違反に対する黙示の私的訴権は認められないとする裁判例が大勢を占めていることから、ほとんど期待できないように思われる。従って、投資会社法17条の利益相反規制においては、過半数の独立取締役からなる取締役会の監督機能や法令遵守体制の整備およびSECによる法執行が重要となり、これらを如何に充実させていくかが今後の課題となるであろう。

## VI 結 語

以上のように、本稿では投資会社法17条の利益相反規制について概括的に検討した。

投資会社法制定前においては、投資会社とその投資顧問等との間で様々な利益相反取引が問題とされ、投資会社および一般投資家の利益が大きく侵害された。そこで、これらの経緯を踏まえて投資会社法制定時に17条が設けられ、厳格な利益相反規制が導入された。

投資会社法17条の利益相反規制は、登録投資会社の関係者が本人として当該投資会社と取引を行

う場合について規定するa項、登録投資会社の関係者が当該投資会社と共同取引を行う場合について規定するd項、登録投資会社が相手方と取引を行う際に当該登録投資会社の関係者が代理人として取引を行う場合や、登録投資会社が証券売買を行う際にブローカーとして証券売買に従事する場合の報酬受領について規定するe項の三本柱からなっており、これらの規定が確実に遵守されることで、利益相反が防止される。

他方、17条の利益相反規制に形式的に該当する取引であっても、投資会社にとって利益となる場合もあることから、一定の要件の下で規制の適用除外が認められている。適用除外には、SECによる個別審査を経た上での適用除外と、SEC規則制定を通じた適用除外の二本立てとなっており、SECは両者を併用することで、利益相反規制の実効性を確保しつつ、投資会社の効率的な運営を実現しようとしている。また、SEC規則を通じた適用除外においては、構成員の過半数が独立取締役からなる投資会社取締役会の監督機能が重視されており、さらに各規則が定める要件を遵守するための体制整備が求められる。

さらに、17条の利益相反規制の実効性を確保するためには、同条違反に対する法執行体制が整備されなければならない。そこで投資会社法は様々な権限をSECに付与し、SECがそれらの権限を適宜行使することによって、17条の実効性が確保されている。また、私人による黙示の私的訴権の行使を通じた法執行も嘗ては重要であったが、今日でも同様に17条違反に対する黙示の私的訴権が認められるか否かは定かでない。

米国投資会社法17条の利益相反規制は、証券投資信託・投資法人などの、わが国の運用型集団投資スキームにおける利益相反規制のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれるように思われる。

わが国の金商法は42条の2において、投資運用業に従事する金融商品取引業者等の禁止行為について定めている。具体的には、①自己またはその

取締役もしくは執行役との間における取引を行うことを内容とした運用を行うこと（同条1号）、②運用財産相互間において取引を行うことを内容とした運用を行うこと（同条2号）、③通常の取引の条件と異なる条件で、かつ、当該条件での取引が権利者の利益を害することとなる条件での取引を行うことを内容とした運用を行うこと（同条4号）、④その他投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為を禁止している。その上で、①②に掲げる行為にあっては、投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるおそれのないものとして内閣府令で定めるものを除くと定め（42条の2但書）、例外的に取引を許容している。このように、わが国における利益相反規制は、法律で規制の大枠を定めつつ、規制の詳細および例外規定の具体的中身については内閣府令に委任している<sup>77)</sup>。

以上のわが国における規制枠組みを前提に、米国投資会社法17条の利益相反規制を検討した結果から、次のような示唆を得ることができると思われる。

第一に、わが国の投資運用業における利益相反規制に抜け穴が生じていないかを検討する上で示唆を与えてくれるように思われる。米国投資会社法17条において、a項以外にd項およびe項が置かれているのは、a項の規制を潜脱する形での取引を厳格に規制する趣旨であると評価することができ、そのような趣旨の下でd項およびe項について法執行がなされている現状がある。わが国においては内閣府令で禁止行為について定め、かつファンド運用業に関する業務運営基準などの業界の自主ルールによって細かい規制を設けているが、利益相反が生じる取引の内容は多様であり、いくら詳細に規定を設けても抜け穴が生じる可能性は否定できないと思われる。わが国の規制の下では規制の抜け穴が生じていないかどうか常時確認す



る必要があり、そのような作業を継続していく上で、米国投資会社法17条の規制枠組みおよび法執行の状況は重要な示唆を与えてくれるように思われる。

第二に、構成員の過半数が独立取締役である取締役会の監督機能が有効に働いていることを前提に、禁止規定を適用除外する仕組みの導入も検討に値すると思われる。わが国の会社法においては、平成26年改正により監査等委員会設置会社制度が導入され、そこでは取締役の過半数が社外取締役である場合には、一定の事項を除き、重要な業務執行の決定を取締役に委任することができる（会社法399条の13第5項）<sup>78)</sup>。また、令和元年会社法改正により社外取締役への業務執行の委託に関する規定が新設され、株式会社で指名委員会等設置会社以外であるものが社外取締役を置いている場合において、当該株式会社と取締役との利益が相反する状況にあるとき、その他取締役が当該株式会社の業務を執行することにより株主の利益を損なうおそれがあるときは、当該株式会社は、その都度、取締役の決定（取締役会設置会社にあつては、取締役会の決議）によって、当該株式会社の業務を執行することを社外取締役に委託することができる（会社法348条の2第1項）<sup>79)</sup>。このように会社法においては独立社外取締役による監督機能が有効に働いていることを前提に、例外的に一定の行為を許容するとの発想に基づく規定が導入されるようになっており、同様の規定は投資運用業における利益相反規制においても同様に導入が可能であると思われる。

第三に、利益相反規制が適用される当事者からの申請に基づき、規制当局による実質審査を経た上で、規制を適用除外する制度の導入の是非についても検討すべきであると思われる。形式的には明確に禁止行為に該当する場合であっても取引当事者にとって有益であり、最終的に投資家にとって利益となる場合には例外的に当該取引を許容すべきであり、そのためにはやはり規制当局による

実質審査を経た上での適用除外を認める必要があると思われる。

第四に、わが国の利益相反規制が実効性をもって規制当局により執行されているか否かを評価する上でも、米国投資会社法の利益相反規制は示唆を与えてくれるように思われる。わが国では、近時において証券取引委員会の勧告や申立てに基づき、金融庁の課徴金納付命令や、裁判所の緊急差止命令が発せられるようになっているが、利益相反規制違反に対する法執行の中心は依然として刑事罰か金融庁の行政処分であると思われる。このような法執行体制が投資運用業における利益相反に対処するために十分であるか否かは、今後検討していかなければならない課題であろう。

近時、わが国においては資産運用業におけるフィデューシャリー・デューティーについて盛んに論じられており<sup>80)</sup>、その流れの中で利益相反規制のあり方についても再検討することになると思われ、その際には米国投資会社法17条の利益相反規制は重要な示唆を与えてくれるように思われる。わが国の制度改革の動向も念頭に置きながら、今後も米国投資会社法の利益相反規制について研究を続けていきたい。

#### 注

- 1) わが国における先行研究として、石田眞得『米国投資会社法の研究—利益相反規制を中心に—』（大阪府立大学経済学部、2004）があり、本稿の投資会社法17条d項およびe項の検討においては同書に負うところが大きい。
- 2) SEC, REPORT ON STUDY OF INVESTMENT TRUSTS AND INVESTMENT COMPANIES PART III: ABUSES AND DEFICIENCIES IN THE ORGANIZATION AND OPERATION OF INVESTMENT TRUSTS AND INVESTMENT COMPANIES CH. 1-6, H. R. DOC. No. 279; CH.7, H. R. DOC. No. 136 (1939).
- 3) 投資会社法制定前の濫用事例については、川島いづみ「1940年投資会社法の研究—立法に至る経緯を中心として」比較法学39巻3号10-19頁（2006）等も

参照。

- 4) SEC Report Part III Ch.7, *supra* note 2, at 2608, 2619.
- 5) *Id.* at 2646-647, 2651-676.
- 6) *Id.* at 2682-685.
- 7) *Id.* at 2647.
- 8) *Id.* at 2676-679.
- 9) *Id.* at 2698-702.
- 10) *Id.* at 2648.
- 11) *Id.* at 2590-595.
- 12) *Id.* at 2598, 2637-639.
- 13) *Id.* at 2602.
- 14) *Id.* at 2640-720.
- 15) *Id.* at 2587-589, 2599-2602, 2624-625, 2629-633.
- 16) *Id.* at 2633-634. この点については、拙稿「米国会社法における事業再編の展開とSECの関与（2）」徳島大学社会科学研究所25号14-18頁（2012）も参照。
- 17) *Id.* at 2645.
- 18) *Id.*
- 19) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of Sen. Comm on Banking and Currency*, 76th Cong., 3d Sess. at 38-39, 133 (1940) (Statement of Robert E. Healey and George C. Mathews, Commissioner and Member, Securities and Exchange Commission, Washington D.C.); H.R. REP. NO. 2639, at 10 (1940).
- 20) Senate Hearings, *supra* note 19.
- 21) Senate Hearings, *supra* note 19, at 80 (Statement of Hugh Fulton, assistant United States attorney, southern district of New York).
- 22) *Id.* at 130-31, 256-57 (Statement of David Schenker, Chief Counsel, Securities and Exchange Commission, Investment Trust Study, Washington D.C.).
- 23) *Id.* at 261. 石田・前掲注1) 72頁を参照。
- 24) *Id.* at 258-59.
- 25) *Id.* at 261.
- 26) *Id.* at 262. 石田・前掲注1) 65頁を参照。
- 27) *Id.* at 328-29 (Statement of Arthur H. Bunker, Executive Vice President, The Lehman Corporation, New York City).
- 28) *Id.* at 371, 374, 388 (Statement of Cyril J. C. Quinn, Vice-President, Tricontinental Corporation and Partner of J. & W. Seligman & Co., New York, City).
- 29) *Id.* at 485 (Statement of Paul C. Cabot, President, State Street Investment Corporation, Boston, Mass.).
- 30) *Id.* at 602, 607 (Statement of Chales F. Eaton, Jr., President, Eaton & Howard, Inc., Boston Mass.).
- 31) *Id.* at 767 (Statement of Prof. E. Merrick Dodd, Jr., Harvard Law School, Cambridge, Mass.).
- 32) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on H.R. 10065 Before Subcomm. of House Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 76th Cong., 3d Sess. (1940).
- 33) SEC Division of Investment Management, PROTECTING INVESTORS: A HALF-CENTURY OF INVESTMENT COMPANY REGULATION 473 (1992).
- 34) Alan C. Porter, *Transactions with Affiliates*, at 5-6 (2017 Washington D.C. Investment Management Conference).
- 35) *Id.* at 7.
- 36) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』182-184頁（弘文堂、2004）、マーク・I・スタインバーグ（小川宏幸訳）『アメリカ証券法』534-536頁（レクシスネクシス・ジャパン、2008）を参照。
- 37) 黒沼・前掲注36) 174-178頁、小川訳・前掲注36) 478-480頁を参照。
- 38) Viking Growth Fund, Inc., SEC No-Action Letter (Mar. 8, 1971).
- 39) *In the Matter of Steadman Security Corp.*, Investment Company Act Release No. 9830 (Jun. 29, 1977).
- 40) Salomon Brothers Inc., SEC No-Action Letter (May 26, 1995).
- 41) David M. Geffen, *Classifying Affiliates under the Investment Company Act*, Vol. 16, No. 2, Investment lawyer 1, 3 (2009).
- 42) David M. Geffen, *Identifying Downstream Affiliates under the Investment Company Act*, Vol. 16, No. 3, Investment lawyer 1 (2009).
- 43) Comment, *The Application of §17 of the Investment Company Act of 1940 to Portfolio Affiliates*, 120 U. PA. L. REV. 983, 998 (1972).
- 44) 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 (1983).
- 45) 石田・前掲注1) 83頁を参照。

- 46) 翻訳に際して、石田・前掲注1) 87-88頁を参照した。
- 47) SEC v. Talley Industries, Inc., 399 F.2d 396, 1968 U.S. App. LEXIS 5901. 石田・前掲注1) 95-97頁を参照。
- 48) 本号の翻訳に際して、石田・前掲注1) 88頁を参照した。
- 49) SEC v. Midwest Tech. Dev. Corp., 1963 U.S. Dist. LEXIS 9849. 石田・前掲注1) 93-95頁を参照。
- 50) SEC v. Talley Industries, Inc., 399 F.2d 396, 1968 U.S. App. LEXIS 5901. 石田・前掲注1) 95-97頁を参照。
- 51) Bloom v. Bradford, 480 F. Supp. 139, 1979 U.S. Dist. LEXIS 8661. 石田・前掲注1) 101頁を参照。
- 52) Cambridge Fund, Inc. v. Abella, 501 F. Supp. 598, 1980 U.S. Dist. LEXIS 12708. 石田・前掲注1) 101-102頁を参照。
- 53) Investment Company Act Release No. 8245 (1974).
- 54) Investment Company Act Release No. 10822 (1979).
- 55) Washington Square Cash Fund, SEC No-Action Letter (July 9, 1990); Norwest Bank Minnesota, N.A., SEC No-Action Letter (May 25, 1995). 石田・前掲注1) 102頁を参照。
- 56) United States v. Deutsch, 451 F.2d 98, 1971 U.S. App. LEXIS 7959. 本判決については、Leslie E. Krause, *Liability of Affiliated Persons under Section 17(e)(1) of the Investment Company Act of 1940*, 38 BROOK. L. REV. 1246 (1972). 石田・前掲注1) 68-69頁を参照。
- 57) United States v. Ostrander, 999 F.2d 27, 1993 U.S. App. LEXIS 18390. 石田・前掲注1) 69-70頁を参照。
- 58) Investors Research Corp. v. SEC, 628 F.2d 168, 1980 U.S. App. LEXIS 18151. 石田・前掲注1) 70-71頁を参照。
- 59) Christopher P. Healey, *Updating the SEC's Exemptive Order Process under the Investment Company Act of 1940 to Fit the Modern Era*, 79 GEO. WASH. L. REV. 1535 (2011).
- 60) 拙稿「米国投資会社制度と信託法制」新井誠・神田秀樹・木南敦編『信託法制の展望』170-171頁(日本評論社、2011)を参照。
- 61) Investment Company Act Release No. 11136 (April 21, 1980).
- 62) Donald W. Glazer, *A Study of Mutual Fund Complexes*, 119 U. PA. L. REV. 205 (1970).
- 63) Alexander Eisele et al., *Trading out of Sight: An Analysis of Cross-Trading in Mutual Fund Families*, 135 J. FIN. ECON. 359 (2020).
- 64) *Staff Statement on Investment Company Cross Trading*, SEC Division of Investment Management Staff (March 11, 2021).
- 65) ICI, *Rule 17a-7 at the Crossroads: The Right Path Forward* (April, 2021).
- 66) 本規則を含め、米国投資会社法における組織再編規制については、拙稿「米国投資会社法における組織再編規制の歴史的展開—組織再編計画の公正性確保を中心に—」市川兼三先生古稀記念『企業と法の現代的課題』279-305頁(2014)を参照。
- 67) 野村亜紀子「商品ラインアップ合理化の手段として活用される米国の投信併合」資本市場クォーター—2007年冬号186頁以下を参照。
- 68) 石田・前掲注1) 89頁を参照。
- 69) Investment Company Act Release No. 10891 (Oct. 4, 1979).
- 70) Investment Company Act Release No. 10741 (June 20, 1979).
- 71) 連邦証券諸法の各種規制違反に対するSECによる法執行の全体像については、黒沼・前掲注36) 227-235頁、小川訳・前掲注36) 555-585頁を参照。
- 72) In the Matter of Palmer Square Management LLC, SEC Release No. IA-5586 (Sept. 21, 2020).
- 73) 拙稿「米国投資会社法における黙示の私的訴権の歴史的展開」中央大学大学院研究年報法学研究科篇50号47頁以下(2021)を参照。
- 74) Lessler v. Little, 857 F.2d 866 (1st Cir. 1988).
- 75) Dowling v. Narragansett Capital Corp., 735 F. Supp. 1105 (D.R.I. 1990).
- 76) Olmsted v. Pruco Life Ins. Co., 283 F.3d 429 (2d Cir. 2002).
- 77) これらの規制の具体的内容については、神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール2—業規制』434-468頁(商事法務、2014)[石田真得]、森・濱田松本法律事務所編『投資信託・投資法人の実務』151-157頁(商事法務、2016)を参照。
- 78) 坂本三郎『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』63頁(商事法務、2015)、岩原紳作編『会社法コンメンタール補巻—平成26年改正』509頁(商事法

務、2019)〔田中亘〕を参照。

- 79) 神作裕之「社外取締役—選任の義務付け、業務執行の委託」ジュリ1542号45頁(2020)、田中亘『会社法〔第3版〕』227-228頁(東京大学出版会、2021)

を参照。

- 80) 神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』(岩波書店、2019)等を参照。