

米国投資会社法における黙示の私的訴権の歴史的展開

清水 真人*

要 旨

米国投資会社法における黙示の私的訴権の歴史において、連邦裁判所は1940年の投資会社法制定直後から投資会社法の各種規定違反に対し黙示の私的訴権を認める判決を数多く下していった。それにより、投資会社法における黙示の私的訴権はSECによる法執行を補完するとともに投資会社のガバナンスの一翼を担う重要な制度として定着していった。

1970年の投資会社法改正により明文で私的訴権を認める36条b項が導入され、また他の連邦法分野において黙示の私的訴権を制限する連邦最高裁判決が立て続けに出されたことから、投資会社法における黙示の私的訴権も制限されるのではないかが問題とされた。しかし、連邦裁判所は引き続き、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認めるとの判断を下していった。

しかしながら、1994年のCentral Bank事件判決によりそのような流れが変化し、2002年のOlmsted事件判決において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の判断が下されてからは、黙示の私的訴権は認められないとする連邦裁判所の判断が相次いで下されている。ただし、2019年のOxford Univ. Bank事件判決においては黙示の私的訴権は認められるとの判断が下されており、今後の判例法理の展開が注目される。

目 次

- I はじめに
- II 投資会社法制定当時から1960年代までにおける展開
- III 1970年投資会社法改正時から1990年代前半までにおける展開
- IV Central Bank事件判決以降の展開
- V 結 語

I はじめに

本稿の課題は、米国投資会社法における黙示の

私的訴権の歴史的展開について検討することである。米国投資会社法における黙示の私的訴権は米国証券取引委員会（以下「SEC」という）による法執行を補完するとともに、投資会社¹⁾のガバナンスの一翼を担うものとして、米国資本市場法制において重要な役割を果たしてきた。そこで、米国投資会社法における黙示の私的訴権の歴史を比較法的観点から検討することにより、米国投資会社における私人による法の実現を通じたガバナンスの展開について明らかにすることができるとともに、わが国の証券投資信託・証券投資法人における受益者のガバナンスへの関与の在り方を考える上で重要な示唆を得ることができると考えられるためである。

米国投資会社法にはその法目的²⁾を達成するた

* しみず まさと 法学研究科民事法専攻博士
課程後期課程

2020年10月2日 査読審査終了

第1推薦査読者 新井 誠

第2推薦査読者 小賀野晶一

めに様々な規定が設けられているが、それらの規定に違反する行為が行われた場合に、投資会社の発行する証券の保有者（株主、社員、受益者など）が当該違反行為を原因とする損害賠償請求を行ったり、または当該違反行為に基づいて行われた行為を取り消す等の民事救済を求めて訴えを提起することができるか否かについては、1940年投資会社法制定時に導入された30条f項（現在の30条h項、以下同じ）および1970年投資会社法改正によって導入された36条b項以外は明文上規定されておらず、連邦最高裁の判断も未だ下されていない。そこで投資会社法の各種規定違反に対し黙示の私的訴権が認められるか否かを巡って1940年の投資会社法制定直後から今日に至るまで連邦裁判所により判例法が展開され、実務および学界においても様々な議論がなされてきた。

このように投資会社の分野における黙示の私的訴権については約80年に及ぶ歴史が存在しているが、その歴史を概観すると、連邦裁判所は投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認める判断を数多く下してきた。

投資会社法制定当初から1960年代までにおいては、投資会社業界の急成長に対応する形で、投資会社法の様々な規定違反に対し裁判所は黙示の私的訴権を認める判断を積極的に下した。それにより、投資会社法における黙示の私的訴権はSECによる法執行を補完し、投資会社のガバナンスの一翼を担うものとして定着していった。

そのような流れの中、1970年の投資会社法改正以降、同法違反に対する黙示の私的訴権を広く認める傾向に歯止めがかかるか否かが問題となった。すなわち、1970年投資会社法改正により36条b項が新たに設けられたことを契機に、私人に訴権が認められるのは明文規定が存在する場合のみであるとの解釈が裁判所によって採用される可能性が再び問題となった。また、1975年に連邦最高裁がCort事件³⁾において他の連邦法分野における黙示の私的訴権を制限する解釈を提示し、また1979年

に連邦最高裁がTransamerica Mortgage Advisors, Inc. 事件⁴⁾において、米国投資顧問法206条に基づく黙示の私的訴権は認められないとの判断を下したことから、投資会社法においても同様の判断が下されるかどうかの問題となった。しかし、投資会社法改正が行われ、連邦最高裁判決が下された後においても、裁判所は引き続き黙示の私的訴権を認める判断を下していった。

しかし、このような投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を広く認める傾向は、連邦最高裁がCentral Bank 事件判決⁵⁾において条文の文言に忠実な解釈を採用し、1934年証券取引所法規則10b-5に基づく黙示の私的訴権を認めないとの判断を下したことを契機として変化したと指摘されている⁶⁾。Central Bank 事件判決直後は投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認める判決も存在していたが、2002年に第2巡回区控訴裁判所がOlmsted 事件⁷⁾においてSandoval 事件判決⁸⁾の枠組みに従い投資会社法の条文の文言を重視した解釈を行い、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の判断を下したことにより、他の連邦裁判所も相次いで同様の判断を下すようになった。

ただし、Oxford Univ. Bank 事件判決⁹⁾において、第2巡回区控訴裁判所は投資会社法の条文の文言を重視する解釈に拠りつつ、同法違反に対する黙示の私的訴権を認める判断を下した。今後、同様の事件で上訴がなされる場合、連邦最高裁がどのような判断を下すかが注目される。

投資会社法における黙示の私的訴権はSECによる法執行を補完するとともに、投資会社のガバナンスにおいて重要な役割を果たしてきた。しかし、投資会社法の条文の文言を重視する解釈を裁判所が採用するようになった今日では、同法違反に対する黙示の私的訴権を認める余地はほとんど存在しないように思われる。確かに、2000年代前半のミューチュアル・ファンド業界における不祥事に対応する形で投資会社のガバナンスが強化され、

SECによる法執行も積極的に行われるようになってきているが¹⁰⁾、それに伴い投資会社法違反に対する黙示の私的訴権はもはや不要であると結論付けるのは早急過ぎると思われる。投資会社法における黙示の私的訴権について、米国における今後の判例の推移や、学界および実務における議論の動向に引き続き注目していきたい。

本稿の構成は次の通りである。Ⅱにおいては、米国投資会社法制定時から1960年代までにおける黙示の私的訴権の歴史的展開について検討する。Ⅲにおいては、1970年代から1990年代前半までにおける展開について検討する。Ⅳにおいては、Central Bank 事件判決以降の展開について検討する。最後に本稿を纏め、わが国の法制度に対する示唆について若干の考察を行う。

Ⅱ 投資会社法制定当時から1960年代までにおける展開

本章においては、投資会社法制定¹¹⁾当時から1960年代までにおける投資会社法に基づく黙示の私的訴権の歴史的展開について検討する。

1. 投資会社法の制定と黙示の私的訴権の位置付け

(1) 投資会社法制定による各種規制の導入

1929年の証券市場崩壊後に投資信託・投資会社の分野においてもSECによる徹底的な調査が行われ、その成果は『投資信託および投資会社に関する調査報告書』として公表された。この報告書では、投資会社の分野における様々な濫用事例が明らかにされている¹²⁾。このようなSECの調査結果に基づき連邦議会で審議が行われ¹³⁾、1940年に投資会社法が制定された。同法制定に際しては、1933年証券法および1934年証券取引所法に規定されているような情報開示規制および詐欺禁止規定のみでは投資会社の分野における弊害を除去するには不十分であると考えられた¹⁴⁾。そこで、投資会社法では情報開示規制および詐欺禁止規定のみなら

ず、当時の州会社法¹⁵⁾を大幅に修正する形で様々な行為規制が導入されることとなった。

これらの行為規制のうち、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権が認められるか否かが争われた規定として、次のようなものが挙げられる¹⁶⁾。

【7条】SECに登録していない投資会社による取引に関する規定であり、郵便または州際通商の手段を用いて証券の売付けを行うこと等を禁止している。

【12条d項1号】ピラミッディング禁止規定¹⁷⁾と言われるものであり、投資会社が他の投資会社を支配したり、親子会社関係を何重にも積み重ねピラミッド構造を構築することを禁止している。

【15条】投資会社が締結する投資顧問契約および引受契約に関する規定であり、これらの契約の内容について規定するとともに、投資会社の取締役会または株主の過半数による承認等について規定している。

【17条】投資会社とその関係者との間の利益相反取引について規制し、このような取引を原則として禁止している。

【18条】投資会社の資本構成に関する規定であり、投資会社による優先証券の発行や借入れを制限し、ストックオプションの発行を原則として禁止することにより、投資会社による投機的な資産運用を防止している¹⁸⁾。

【20条a項】委任状勧誘に関する規定であり、SECが定める規則に違反して登録投資会社の発行する証券に関して委任状の勧誘を行うこと等を禁止している。

【22条】ミューチュアル・ファンドの受益権といった償還可能証券に関する規定であり、償還価格等について規制している。

【25条】投資会社の組織再編計画に関する規定であり、株主に対し組織再編計画への賛成を勧誘する際の手続、SECによる組織再編計画に対する勧告、裁判所による組織再編計画の差止め等について規定している¹⁹⁾。

【26条】ユニット投資信託に関する規定であり、受益権の販売や信託財産の運用等について定めている。また、本条が適用除外となる変額保険の条件等についても規定している。

【27条】定期的投資プランに関する規定であり、プランの販売手数料について詳細な規定を設けている。また、本条が適用除外となる変額保険の条件等についても規定している。

【34条】各種報告書および記録に関して、故意に破棄や偽造を行ったり、不実記載を行うこと等を禁止している。

【35条】不法な表示や名称の使用を禁止し、また登録投資会社の発行する証券が政府機関の保証を受けている旨を表示したり、その他誤解を招く名称を用いること等を禁止している。

【36条a項】投資会社法の各種規定に違反した投資会社の取締役、投資顧問、引受人等に対し、SECが訴えを提起することができる旨を規定している。

【47条b項】投資会社法の各種規定に違反して締結された契約や、契約の履行が投資会社法に違反する場合に関する規定であり、同項1号は「本法……に違反して締結された契約、若しくはその履行が本法……に違反する契約はその履行を強制することができない」と、同項2号は「前号に規定する契約が履行された程度において、裁判所は、当事者の申立てによる契約の取消しを否認してはならない」と規定している。

【48条】投資会社法を潜脱する支配者に関する規定であり、投資会社法に違反する行為を他人を利用して行うことを禁止している。また投資会社法に基づき作成、提出、保存する文書や記録等の作成等を妨げてはならないと規定している。

(2) 黙示の私的訴権の位置付け

このように投資会社法制定により様々な規定が導入されたが、これらの規定に違反する行為が行われた場合に、私人が民事救済を求めて訴権を行使することができるか否かについては、短期売買差益の返還に関して規定する1934年証券取引所法

16条²⁰⁾をクローズドエンド型登録投資会社の役員や投資顧問等について準用する投資会社法30条f項を除き、何ら規定が設けられなかった。

なぜ明文規定が置かれなかったのか、その理由については立法資料からは必ずしも明らかでない。ただし、投資会社法には36条a項においてSECの法執行に関する規定が設けられていることから、各種行為規制違反に対する責任追及はSECが担うものと想定されていたと思われる。また、1940年投資会社法制定時に独立取締役制度が導入され、一定割合の独立取締役から構成される取締役会がその監督機能を発揮することにより投資会社法違反を防止しようと考えられた²¹⁾ことも、同法が私人の訴権について明文規定を設けなかった要因であると思われる。

従って、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権については、たとえそれを認めるとしても、あくまでもSECによる法執行を補完するものとして位置付けられていたと評価することができる。

2. 1950年代から60年代における黙示の私的訴権の展開

黙示の私的訴権については、古くからコモンロー上認められていたところ、1930年代から40年にかけて制定された連邦証券諸法においても、Kardon事件判決²²⁾で見られるように、黙示の私的訴権が認められるようになった²³⁾。

1950年代から60年代にかけてミューチュアル・ファンド業界は急成長を遂げた。それに伴い投資会社の数も激増し、SECによる法執行だけでは投資会社法違反に対する法執行体制として不十分であると認識されるようになった。そこで連邦裁判所はSECによる法執行を補完する形で、投資会社法に基づく黙示の私的訴権を認めるようになっていった。この時代において、連邦裁判所が投資会社法違反に対する黙示の私的訴権の認否について判断した事例として、次のようなものがある。

Brown v. Bullock事件²⁴⁾において、原告である投

資会社の株主は、当該投資会社の投資顧問に過大な報酬を支払い、また投資会社法の各種規定に違反したとして、当該投資会社の取締役であり当該投資会社の投資顧問の役員を兼任していた2人の人物と当該投資顧問に対し損害賠償を求め提訴した。第2巡回区控訴裁判所は、連邦議会の意思に言及しながら、投資会社の株主は投資会社法15条a項・b項、37条違反に対し、損害賠償請求を行う黙示の私的訴権を有すると判示した。

Brouk v. Managed Funds, Inc. 事件²⁵⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社の投資顧問および引受人に対し、投資会社法13条、15条a項、34条等の違反を理由として、損害賠償等を求める派生訴訟を提起した。第8巡回区控訴裁判所は、私的訴権が認められる場合は立法者が明確に私的訴権を認める意思を示している場合のみであるとし、本件では黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Taussig v. Wellington Fund, Inc. 事件²⁶⁾において、原告である投資会社の株主は、原告が株式を保有している投資会社と類似の名称を被告が用いていることが投資会社法35条b項に違反し、コンロー上での不正競争にあたるとして、被告の名称使用の差止めおよび損害賠償をを求める派生訴訟を提起した。第3巡回区控訴裁判所は、投資会社法35条b項の下で投資会社を代表して株主である原告は民事救済を求めることができると判示した。

Levitt v. Johnson 事件²⁷⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社および他の株主を代表して当該投資会社の取締役に対し、投資顧問に対する過大な報酬の支払いが投資会社法に違反するとして、損害賠償を求めて派生訴訟を提起した。ただし、原告は派生訴訟の提起にあたり当該投資会社に対して事前の提訴請求を行っていないかった。第1巡回区控訴裁判所は、派生訴訟において州法における厳格な事前の提訴請求を要件とすることは投資会社法の法目的に反する結果になるとし、原告の提訴は有効であると判示した。

Greater Iowa Corp. v. McLendon 事件²⁸⁾において、原告である会社は、被告が投資会社法7条に違反して登録を受けずに証券を発行したとして、証券諸法違反を理由とする差止め請求を行った。第8巡回区控訴裁判所は *Borak* 事件連邦最高裁判決²⁹⁾を引用しつつ、投資会社法7条違反に対する黙示の私的訴権が認められると判示した。

Esplin v. Hirschi 事件³⁰⁾において、原告である証券購入者は、被告が1934年証券取引所法10条b項および規則10b-5、投資会社法に違反して証券を販売したとして、損害賠償を求める訴えを提起した。第10巡回区控訴裁判所は、投資会社法には損害賠償請求に関する明文規定は置かれていないが、同法違反に対する損害賠償請求を行う黙示の私的訴権が認められると判示した。

以上のように、裁判所は投資会社法に基づく黙示の訴権を認める判断を次々と下していった。ただし、この時代における裁判例は黙示の私的訴権は投資会社法の法目的を達成するのに有益であることを当然の前提として判断を下していることから、十分な理由付けがなされていないとの指摘がなされている³¹⁾。

3. 小 括

以上のように、1940年の投資会社法制定当時から1960年代においては、裁判所によって投資会社法違反に対する黙示の私的訴権が次々と認められていった。この時代においては、*Borak* 事件連邦最高裁判決に見られるように、黙示の私的訴権は投資者保護を促すとともにSECによる法執行を補完するものとして連邦証券諸法において広く認められる傾向にあったことから、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権もそのような流れの中で積極的に認められていったと評価することができる。

このような流れが1970年投資会社法改正以降も1990年代半ばまで継続していくことになる。次章においては、1970年から1990年代半ばまでにおける投資会社法に基づく黙示の私的訴権の展開につ

いて検討する。

Ⅲ 1970年投資会社法改正時から1990年代前半までにおける展開

本章においては、1970年投資会社法改正時から1990年代前半までにおける投資会社法に基づく黙示の私的訴権の展開について検討する。

1. 1970年投資会社法改正による36条b項の導入

1970年投資会社法改正³²⁾により、36条b項が新設された³³⁾。同項は、「本項との関係において、登録投資会社の投資顧問は、当該登録投資会社又はその証券保有者が、当該投資顧問又はその関係者に支払う報酬若しくは重要な支払金の受領に関して、信認義務を負うものとみなす。SEC又は当該登録投資会社を代表する証券保有者は、本項に基づき、当該投資顧問、その関係者……に対し、……報酬その他の支払金に関する信認義務違反を理由として訴えを提起することができる。」と規定し、私人の訴権について明文で規定した。この規定により投資顧問およびその関係者は投資会社から受領する報酬や支払金に関して信認義務を負うことが明文化され、この規定に違反した場合、証券保有者はそれらの者に対し訴えを提起できるようになった³⁴⁾。

この改正を契機に、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権の有無について再び議論が提起されるようになった。すなわち、これまでは私人に訴権を認める明文規定は投資会社法30条f項を除き存在していなかったところ、1970年改正により私的訴権を認める明文規定が追加されたことから、明文規定が設けられていない投資会社法の他の条項違反に対しては黙示の私的訴権は認められないとの解釈が裁判所によって採用される可能性が再び問題となった。

このような解釈を裁判所が採用することを懸念して、1970年投資会社法改正に際して公表された連邦議会両院の委員会報告書においては、投資会

社法36条b項の制定により36条a項に影響が及ぶものと解釈されてはならないと釘を刺すような言及がなされた³⁵⁾。

2. 投資会社法改正後における裁判所の判断

以上のような解釈問題が生じる中、連邦裁判所は、投資会社法36条b項の制定により、明文規定が存在する場合を除き私的訴権が排除されるとの解釈を明確に否定した。

Tannenbaum v. Zeller 事件³⁶⁾において、第2巡回区控訴裁判所は、「制定当初の形態において、投資会社法36条はSECに差止めの権限を付与し、そして黙示的に、このような基準に違反した受任者に対し民事上の損害賠償請求を行う権限を投資家に付与していた。1970年の同条改正によりb項が追加され、同項はファンドからその投資顧問に対し支払われた不合理な報酬を回復するための訴え提起を明示的に私人に認めている。連邦議会はこの改正により、これまで投資会社法の下で認められてきた他の種類の信認義務違反に対する私的訴権を排除することを意図していなかった。」と判示し、投資会社法36条b項の制定により、明文で規定する場合以外に私的訴権は認められなくなったとの解釈を否定するとともに、同項の制定によりこれまで裁判所が認めてきた黙示の私的訴権を連邦議会が承認したとの解釈を示した。

このように第2巡回区控訴裁判所は、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権が従来通り認められるとの立場を明確に表明した。

3. 3つの連邦最高裁判決および連邦議会下院委員会報告書

しかし、1970年代半ばから1980年代初頭にかけて他の連邦法分野において黙示の私的訴権を制限する3つの連邦最高裁判決が立て続けに出されたことから、これらの判決が投資会社法における黙示の私的訴権を巡る解釈にどのような影響を及ぼすかが問題とされるようになった。

(1) Cort 事件判決

Cort 事件判決³⁷⁾において連邦最高裁は、従来は法目的の実現のために黙示の私的訴権を広く認めてきた立場を改め³⁸⁾、黙示の私的訴権が認められるか否かの判断は4つの要素を考慮して行うべきであるとした³⁹⁾。

第1に、原告はあるクラスの一員であるか、そして当該制定法はそのクラスの特別の利益のために制定されたものであるか否かである。すなわち、当該制定法は、原告の利益のために連邦法上の権利を創設しているか否かである。

第2に、明示であるか黙示であるかを問わず、そのような救済を創設しまたは否定する連邦議会の意思を示唆するものが存在するか否かである。

第3に、原告のためにそのような救済の存在を示唆することは、当該制定法の根本的な目的と整合的であるか否かである。

第4に、当該訴訟原因は伝統的に州法に委ねられており、連邦法のみに基づいて訴訟原因を推定してしまうのは不適切であるか否かである。

このような連邦最高裁判決の立場を受け、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権の認否を判断するに際し、下級審裁判所がこれらの要素に言及することが、以後しばしば見られるようになった。

(2) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. 事件判決

Cort 事件判決から4年後、Transamerica Mortgage Advisors, Inc. 事件判決⁴⁰⁾において連邦最高裁は次のように判示し、黙示の私的訴権が認められるか否かを判断する際の中核的な要素は連邦議会の意思であるとした。

「制定法が、明示または黙示に訴権を創設しているか否かは、基本的に制定法の解釈問題である。当裁判所における幾つかの意見においては、ある制定法の目的を促進すると考えられる救済を提供するために、私的訴権を黙示的に認めることの妥当性を重視しているが、究極的に判断されるべき点は、主張されている私的救済手段を創設する意

図を連邦議会が有していたか否かである」⁴¹⁾。

連邦最高裁はこのように述べた上で、結論として、投資顧問法215条に基づく黙示の私的訴権を一定限度で認めたものの、投資顧問法206条違反に対する損害賠償請求を行うための黙示の私的訴権は認められないと判示した。

1940年投資顧問法は1940年投資会社法と類似の規制構造を有していることから、投資顧問法の分野においてこのような最高裁判決が下されたことにより、投資会社法の分野における黙示の私的訴権も認められなくなるのではないかが問題となった⁴²⁾。

(3) Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件判決

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件判決⁴³⁾において連邦最高裁は、ある法律において私的訴権が認められるか否かの判断に際しては連邦議会がそのような私的訴権を創設する意図を有していたか否かが探求されるべきであるとしつつ、当該法律において裁判所の解釈によりすでに黙示の私的訴権が認められている場合には、探求されるべきは、連邦議会が法改正に際し当該黙示の私的訴権を引き続き認める意図を有していたか否かであるとした。

投資会社法は1970年以降も数度にわたる改正が行われ、そして連邦裁判所が投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認める判断を次々と下してきたことから、このようなアプローチを採用する場合、投資会社法の分野においては黙示の私的訴権が広く認められることになると指摘されている⁴⁴⁾。

(4) 1980年投資会社法改正に関する連邦議会下院委員会報告書

このように他の連邦法分野において黙示の私的訴権を制限する最高裁判決が相次いで出される中、連邦議会下院委員会は1980年投資会社法改正⁴⁵⁾に際して報告書を公表し、その中で投資会社法違反に対する黙示の私的訴権について次のように言及

した。

「原告が当該法規定によって保護されるべき対象となるクラスの一員に該当する場合であれば、当委員会は、当該法規定の下で裁判所により黙示の私的訴権が認められると期待している点を明確にしたい。このような黙示の私的訴権は当該法規定を設けた連邦議会の意図に合致し、さらにそのような意図を推進させるであろう。しかも、そのような黙示の私的訴権は伝統的に州法の領域に不当に踏み込むものにはならないであろう。適切な場合、例えば個人的な不正行為を含んだ信託義務違反は投資会社法36条a項の下で救済されるべきであろう。企業育成会社に関して言えば、委員会はSECのみならず株主による訴訟を考えている。なぜならば株主は同項が保護しようと意図している者であり、そのような私的訴権は36条の救済目的を達成するのに役立つからである」⁴⁶⁾。

以上のように言及することで、連邦議会下院委員会は、企業育成会社に関する規定に違反した場合に限らず、これまでと同様に投資会社法違反に対する黙示の私的訴権が裁判所によって承認されることを期待した。

4. その後の裁判例の展開

以上のような背景の下、連邦裁判所は投資会社法違反に対する黙示の訴権の認否について数多くの判断を下していった。

Fogel v. Chestnutt 事件⁴⁷⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社の取締役と投資顧問の役員を兼任している4名の人物に対し、当該投資会社のポートフォリオ証券の売買の際発生する売買委託手数料の一部について取戻しを行い運営費用を節減できる可能性があったにもかかわらず、その可能性について独立取締役に対し十分な情報提供を行わず取締役会の判断を仰がなかったことが取締役の信託義務違反にあたるとして、当該投資会社を代表して損害賠償を求める派生訴訟を提起した。第2巡回区控訴裁判所は、連邦議

会は36条b項の制定により黙示の私的訴権を認めないとの意図を有していると解することはできないと判示し、4名の行為は不実表示と同等であるとして、原告の損害賠償請求を認めた。

Bancroft Convertible Fund v. Zico Investment Holdings, Inc. 事件⁴⁸⁾において、原告は投資会社である被告に対し公開買付けを行い株式を取得したところ、被告は当該公開買付けによる株式取得は投資会社法12条d項1号Aに違反するとして、公開買付けの差止めを請求した。第3巡回区控訴裁判所は投資会社法12条d項1号A違反について、黙示の私的訴権が認められると判示した。

Cambridge Fund, Inc. v. Abella 事件⁴⁹⁾において、原告である投資会社は被告である投資顧問およびその関係者に対し、SECによる法執行との関連で関係者に行った会社補償の費用および弁護士費用の返還を求め、投資会社法36条a項、37条、モンロー違反を理由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法36条a項および37条違反に対する黙示の私的訴権が認められると判示した。

Jerozal v. Cash Reserve Management, Inc. 事件⁵⁰⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社の投資顧問とその利害関係者に過大な報酬が支払われたとして、当該投資顧問および当該投資会社の取締役に対し派生訴訟を提起した。それに対し被告側は事前の提訴請求がなされていないとして訴え却下を申し立てた。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法15条、35条b項、48条a項の各条項違反に対し、黙示の私的訴権が認められると判示した。

Schuyt v. Rowe Price Prime Reserve Fund, Inc. 事件⁵¹⁾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が投資顧問契約に係る承認を勧誘するにあたって誤解を招く表示を行い、また当該投資会社の投資顧問に対して過大な報酬を支払ったとして、投資会社法20条a項、36条b項等の違反を理由に、支払われた報酬や手数料の返還、

投資顧問契約の取消し等を求めて訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法20条a項違反に対する黙示の訴権が認められると判示した。

Meyer v. Oppenheimer Management Corp. 事件⁵²⁾において、原告である投資会社の株式を保管するカストディアンは、被告である当該投資会社が36条b項に違反して投資顧問等に過大な報酬を支払い、また投資会社法15条f項に違反して当該投資会社の支配権を他者に譲渡したとして、訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。第2巡回区控訴裁判所は、投資会社法15条f項違反に対する黙示の私的訴権が認められると判示した。

Krome v. Merrill Lynch & Co. 事件⁵³⁾において、原告である従業員年金プランの受託者は、被告である金融機関が投資会社法の各条項に違反したとして、訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法8条、10条b項、15条a項・b項、17条a項、35条a項、37条の各条項に違反する行為が行われた場合、黙示の私的訴権が認められると判示した。

Kamen v. Kemper Financial Services, Inc. 事件⁵⁴⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社に対し、投資会社法20条a項違反を理由に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。イリノイ州東部地区連邦地方裁判所は、投資会社法36条b項に基づく訴えと並行して投資会社法20条a項に基づく訴え提起は認められると判示した。

Lessler v. Little 事件⁵⁵⁾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

号違反につい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⁵⁶⁾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。

In re ML-Lee Acquisition Fund II, L.P. 事件⁵⁷⁾において、退職年金基金のユニットを購入した原告は、被告である当該年金基金の投資顧問その他の関係者に対し、証券諸法違反を理由とする懲罰的クラスアクションを提起した。デラウェア州連邦地方裁判所は、投資会社法17条j項、36条a項、48条a項、57条a項・d項の各条項に関して黙示の私的訴権が認められると判示した。

以上のように連邦裁判所は、投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認める判断を次々と下していった。ただし、以下のように、黙示の私的訴権を認めなかった裁判例も存在する。

Phillips v. Kapp 事件⁵⁸⁾において、原告である投資会社の株主は、被告である当該投資会社が原告を本人訴訟を提起する人物であるとSECに通報した行為が名誉棄損にあたるとして、投資会社法34条b項および40条c項違反等を理由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法34条b項および40条c項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

M.J. Whitman & Co., Pension Plan v. American Fin. Enter., Inc. 事件⁵⁹⁾において、被告である投資会社は、投資会社法8条の登録規定に違反することを理由とする原告の派生訴訟を却下するよう申し立てた。オハイオ州連邦地方裁判所は、投資会社法8条違反に対する黙示の私的訴権は認められ

ないと判示した。

Tarlov v. Paine Webber Cashfund, Inc. 事件⁶⁰⁾において、原告である投資会社の株主は、当該会社の投資顧問等に支払った報酬が過大であるとして、当該投資顧問等に対し投資会社法の各規定を根拠に派生訴訟を提起した。コロラド州連邦地方裁判所は、投資会社法36条b項が投資顧問に対する過大な報酬の支払いについて明示の私的訴権を認めていることから、投資顧問等に対する過大な報酬の支払いを理由とする黙示の私的訴権は、投資会社法1条b項2号、15条a項・b項、36条a項からは導かれないと判示した。

Potomac Capital Markets Corp. v. Prudential-Bache Corp. Dividend Fund, Inc. 事件⁶¹⁾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が投資会社法に違反して投資方針の変更を行いファンド財産の清算を行ったとして、訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、投資会社法13条a項4号および25条a項違反に対する黙示の私的訴権は認められないが、13条a項3号違反に対する黙示の私的訴権は認められると判示した。

Reeves v. Continental Equities Corp. of America 事件⁶²⁾において、被告である投資会社の元チーフ・コンプライアンス・オフィサーであった原告は、被告の連邦証券諸法違反の調査を行い内部告発を行ったことを理由に解雇されたとして、投資会社法48条b項違反を理由に被告に対し損害賠償請求を行った。第2巡回区控訴裁判所は、内部告発を行った元役員は投資会社法48条b項違反に対する黙示の私的訴権を有しないと判示した。

Batra v. Investors Research Corp. 事件⁶³⁾において、原告である投資会社の株主は、被告である当該投資会社の投資顧問に支払われた報酬が過大であるとして、当該投資顧問とその関係者に対し、投資会社法36条b項および37条を根拠に訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを

行った。ミズーリ州西部地区連邦地方裁判所は、投資会社法37条に基づく黙示の私的訴権は認められないと判示した。

5. 小 括

以上のように、1970年投資会社法改正による36条b項の導入や、他の連邦法分野において黙示の私的訴権を制限する連邦最高裁判決が相次いで出されたにもかかわらず、投資会社法の領域においては連邦裁判所が積極的に投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認めていった。この時期においては、1934年証券取引所法10条b項および規則10b-5について、裁判所が相次いで黙示の私的訴権を認める判断を下しており⁶⁴⁾、そのような流れと軌を一にしているように思われる。

しかし、このような流れはCentral Bank 事件判決以降、裁判所が条文の文言を重視する解釈を採用することによって大きく変化することとなった。次章においてはCentral Bank 事件判決以降の投資会社法に基づく黙示の私的訴権の展開について検討する。

IV Central Bank 事件判決以降の展開

本章においては、Central Bank 事件判決以降における投資会社法に基づく黙示の私的訴権の展開について検討する。

1. Central Bank 事件判決とその影響

1994年のCentral Bank 事件判決⁶⁵⁾において、連邦最高裁は、規定の文言に忠実な解釈を採用し、SECが1934年証券取引所法10条b項に基づく規則10b-5の「直接または間接的に」という文言には私的幫助が含まれるとの主張を退け、同規定における私的幫助責任を否定した。

このような条文の文言に忠実な解釈を採用する場合、投資会社法においては30条f項および36条b項を除き私的訴権について定める明文規定が存在しないため、私的訴権は否定されることになる。

Central Bank 事件判決における連邦最高裁のアプローチは、かつて *Tannenbaum v. Zeller* 判決、*Fogel v. Chestnutt* 判決、*Bancroft Convertible Fund v. Zico Investment Holdings, Inc.* 判決等において裁判所が採用した立法目的を重視する解釈や、連邦議会報告書等に基づいて連邦議会の意図を探求するという解釈方法を明確に否定していると評価されている⁶⁶⁾。

2. Central Bank 事件判決直後の裁判例の展開

Central Bank 事件判決が出された直後の下級審判決は、投資会社法の文言を参照しつつも、これまでと同様に同法違反に対する黙示の私的訴権を認める判断を下していった。

Blatt v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. 事件⁶⁷⁾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がSECの登録を受けずに証券を発行したとして、投資会社法7条d項違反を理由に訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。ニュージャージー州連邦地方裁判所は、投資会社法47条および44条の条文の文言を参照した上で、7条d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。

In re Nuveen Fund Litigation 事件⁶⁸⁾において、原告である投資会社の株主は、被告である投資顧問やその関係者が不実記載のある目論見書を用いて投資会社の株式を販売したとして、投資会社法34条および36条に基づき訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。イリノイ州北部地区連邦地方裁判所は、投資会社法34条b項および36条a項の各規定について黙示の私的訴権が認められると判示した。

Strougo v. Scudder, Stevens & Clark, Inc. 事件⁶⁹⁾において、原告であるクローズドエンド型投資会社の株主は、被告である投資会社が行った株主割当による新株発行が強圧的であり、市場価格の下落により既存株主に損害を与えたとして、投資会社法違反およびコモンロー上の信認義務違反を理

由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、*In re Nuveen Fund Litigation* 事件判決を引用しながら、投資会社法36条a項について黙示の私的訴権が認められると判示した。

Green v. Fund Asset Mgmt., L.P. 事件⁷⁰⁾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およびその投資顧問等がSECに提出する書類に投資顧問報酬について記載しなかったことが信認義務違反にあたるとして訴えを提起した。それに対し被告側は1933年証券法および1934年証券取引所法上の出訴期限は投資会社法に基づく黙示の私的訴権にも適用されるとして、訴え却下の申立てを行った。ニュージャージー州連邦地方裁判所は、投資会社法36条a項に基づく黙示の私的訴権の存在が想定できると判示した。

Young v. Nationwide Life Ins. Co. 事件⁷¹⁾において、変額保険の契約者である原告は、被告による投資会社法違反を含む証券諸法違反に対しクラスアクションを提起した。テキサス州南部地区連邦地方裁判所は、Central Bank 事件判決が出された後であってもなお、投資会社法36条a項に基づく黙示の私的訴権が認められると判示した。

Lapidus v. Hecht 事件⁷²⁾において、原告である投資会社の株主は、被告である当該投資会社およびその利害関係者が、原告である株主の承認を得ずにSECに提出した登録届出書に記載されている制限を超過して空売りを行ったことにより損害を蒙ったとして、当該損害を回復するためにクラスアクションを提起した。第9巡回区控訴裁判所は、直接ではないが、投資会社法18条f項に基づく黙示の私的訴権の存在を示唆する判断を下した。

Strougo v. Bassini 事件⁷³⁾において、原告であるクローズドエンド型投資会社の株主は、被告である投資会社が行った株主割当による新株発行により投資会社の規模が増大したことで、投資顧問の運用報酬その他の管理費用が増加し、それにより既存株主に損害を与えたとして、投資会社法違反およびコモンロー上の信認義務違反を理由に訴え

を提起した。第2巡回区控訴裁判所は、投資会社法36条a項および48条に基づき、直接訴訟による責任追及が認められると判示した。

3. Olmsted 事件判決

しかし、以上のような流れは Olmsted 事件判決⁷⁴⁾において第2巡回区控訴裁判所が投資会社法の条文の文言を重視する解釈を採用したことにより一変した。

同判決において裁判所は、投資会社法26条f項および27条i項違反に対する黙示の私的訴権が認められるか否かを判断するにあたり、Sandoval 事件判決⁷⁵⁾の判断枠組みを採用した。

Sandoval 事件判決は、黙示の私的訴権が認められるか否かを判断するにあたり、次のように条文の文言を重視する。すなわち、まずは権利創設的な文言が条文に存在するかどうかを判断する。次に、権利創設的な文言が条文上存在する場合は、当該規定の法執行を担う主たる責任は政府機関にあるのか、それとも私人に訴権を認めているか関連条文を精査する。そして私人に訴権を認めているか否かが条文の文言上不明確であるときは、如何に政策問題として民事救済を認めることが望ましく、また他の法律と調和的であっても、裁判所はそのような救済手段を創造してはならないとする。

第2巡回区控訴裁判所は、このような判断枠組みに従い投資会社法26条f項および27条i項について検討し、そして、両規定には権利創設的な文言は存在せず、連邦議会は私的訴権を認める意図を有していなかったとの強い推定が生じるとし、原告にはこのような推定が生じないことを立証する重い立証責任があるとした。また、投資会社法は法規定の執行をSECに授權している点、および連邦議会は明示的に36条b項において投資家に派生訴訟を提起する権利を定めている点を指摘した。

さらに裁判所は、1980年投資会社法改正に際して公表された連邦議会下院委員会の報告書について、連邦議会の意図を特段示したものではないと

して重視しなかった。

最後に、本件で問題となった投資会社法26条f項および27条i項は1996年の投資会社法改正に際して新たに設けられた規定であるが、しかし、それよりも古い時代に設けられた規定であっても同じ論理を適用することができるかと判示した⁷⁶⁾。

以上のように、第2巡回区控訴裁判所は条文の文言を重視する解釈を展開し、投資会社法26条f項および27条i項違反に対する黙示の私的訴権を認めなかった。

4. Bellikoff 事件判決

続けて第2巡回区控訴裁判所は、Bellikoff 事件判決⁷⁷⁾において Sandoval 事件判決を引用し「連邦法を執行するための私的訴権が認められるか否かは連邦議会の意図が重要になる」とし、投資会社法の各規定に私的訴権を認める明文規定が存在しない場合、連邦議会は私的訴権を認めない意図であると推定できるとした。そしてこのような推定は、① 実質的なルールを執行する1つの方法について規定した明示的な条項の存在、② ある条項を執行するための私的訴権について連邦議会が明確に規定している条項が存在する場合、他の条項においては意図的に私的訴権が排除されていると示唆される、③ 権利を創設する文言が存在しない場合には連邦議会は私的訴権を創設する意図に欠けていると示唆される、という3つの要素によって補強されたとした。

そして結論として、投資会社法34条b項、36条a項、48条a項に基づく黙示の私的訴権は認められないと判示した。

5. Olmsted 事件判決および Bellikoff 事件判決以降における判例の展開

両判決以降、連邦裁判所は相次いで投資会社法における黙示の私的訴権を否認する判決を下すようになった。

White v. Heartland High-Yield Mun. Bond

Fund 事件⁷⁸⁾において、原告である投資会社の株主は、虚偽記載のある財務書類を監査した被告に対し、証券諸法違反を理由に訴えを提起した。ウィスコンシン州東部地区連邦地方裁判所は Olmsted 事件判決を引用しながら、投資会社法22条および34条 b 項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

In re Merrill Lynch & Co., Inc. Research Reports Securities Litigation 事件⁷⁹⁾において、原告である投資会社の株主は、当該投資会社が登録届出書および目録見書において重要事実を記載しなかったとして、当該投資会社とその投資顧問等に対し証券諸法違反を理由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は Olmsted 事件判決を引用しながら、投資会社法34条 b 項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

In re Salomon Smith Barney Mut. Fund Fees Litigation 事件⁸⁰⁾において、原告である投資会社の株主は、被告である投資顧問およびその利害関係者に対し、報酬制度その他の重要事実の不開示等による証券諸法違反を理由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は Sandoval 事件判決および Olmsted 事件判決を引用しながら、投資会社法34条 b 項および48条 a 項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Halebian v. Berv 事件⁸¹⁾において、原告である信託の受益者は、被告である当該信託の受託者が、重要事項につき不実記載または誤解を招く記載のある委任状説明書を用いて委任状勧誘を行ったとして、訴えを提起した。それに対し被告側は訴え却下の申立てを行った。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は Sandoval 事件判決および Olmsted 事件判決を引用しながら、投資会社法20条 a 項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Gabelli Global Multimedia Trust Inc. v. Western Inv. LLC 事件⁸²⁾において、原告である投資会社は、

被告が投資会社法12条に違反して原告の株式取得を行おうとしているとして、差止等の救済を求めて訴えを提起した。メリーランド州連邦地方裁判所は、Sandoval 事件判決および Olmsted 事件判決を引用しながら、投資会社法12条 d 項 1 号 A i および48条 a 項違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Northstar Fin. Advisors, Inc. v. Schwab Invs. 事件において、原告である投資会社の株主は、被告である当該投資会社が投資会社法13条に違反して投資会社の投資方針を変更したとして、当該投資会社の全ての株主を代表して懲罰的クラスアクションを提起した。原審⁸³⁾であるカリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所は投資会社法13条違反に対する黙示の私的訴権を認めたものの、控訴審⁸⁴⁾である第9巡回区控訴裁判所は Olmsted 事件判決および Bellikoff 事件判決を引用しながら、投資会社法13条違反に対する黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Smith v. Oppenheimer Funds Distributor, Inc. 事件⁸⁵⁾において、原告である投資会社の株主は、被告であるブローカーディーラーに対し、証券諸法違反を理由に訴えを提起した。ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、Olmsted 事件判決および Bellikoff 事件判決を引用しながら、投資会社法36条 a 項に基づく黙示の私的訴権は認められないと判示した。

Santomenno ex rel. John Hancock Trust v. John Hancock Life Ins. Co. 事件⁸⁶⁾において、被告が運営する401k プランの投資家である原告は、被告がエリサ法および投資会社法に違反したとして訴えを提起した。第3巡回区控訴裁判所は、Olmsted 事件判決を引用しながら Bellikoff 事件判決と同様の判断枠組みに従い、投資会社法47条 b 項に基づく黙示の私的訴権は認められないと判示した。

UFCW Local 1500 Pension Fund v. Mayer 事件⁸⁷⁾において、年金基金である原告は、被告である Yahoo! が投資会社法の適用除外規定の適用要件

に違反して Alibaba に投資したとして、投資会社法47条b項に基づきYahoo!との契約の取消しを主張した。第9巡回区控訴裁判所は、Sandoval事件判決を引用しながらBellikoff事件判決と同様の判断枠組みに従い、投資会社法47条b項に基づく黙示の私的訴権は認められないと判示した。

6. Oxford Univ. Bank事件判決による黙示の私的訴権の承認

このように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の判断が立て続けに下される中、Oxford Univ. Bank事件判決⁸⁸⁾において第2巡回区控訴裁判所は、Olmsted事件判決およびBellikoff事件判決の判断枠組みに従いつつ、投資会社法47条b項に基づく黙示の私的訴権は認められるとの判断を下した。その理由付けは次のようなものである。

第1に、投資会社法47条b項の文言は明確に私的訴権を認めるとの連邦議会の意図を示している。同項各号は違法な契約の当事者は、当該契約の違法性を理由に裁判所に救済を求めることができることを示唆している。連邦議会は違法な契約の当事者は当該契約を取り消すために訴訟を提起することができること明確には規定していないが、当該規定は「裁判所は当事者の申立てによる取消しを否認してはならない」との文言で始まっており、当事者は訴訟を提起することにより裁判所に救済を求めることができることを必然的に前提としている。従って、連邦議会が用いた当該文言は実質的に明示の訴権を認める場合と同じである。

第2に、投資会社法47条b項2号は私的訴権の付与により利益を受ける人のクラスを明らかにしている。この条項の最も自然な読み方は、その見出しが「契約の効力」となっていること、および違法な契約の当事者を救済することで利益を与えることからして、「当事者 (any party)」とは投資会社法に違反する契約を締結した当事者を指していると言することができる。従って、投資会社法47

条b項2号は「人のクラス」について示唆するとともに、そのようなクラスに属する人が契約取消のための私的訴権を有することを明示していると言することができる。従って、Bellikoff事件の第3の要素が原告らのために私的訴権を認め、そして投資会社法の文言により明らかにされている「規範的な」立法意思から、契約の当事者は違法な契約を取り消すための訴権を有する。

第3に、契約の取消しを求める権利は契約当事者である私人ではなく、SECなどの政府機関に与えられているとの主張は次の3つの理由から説得的でない。すなわち、①「当事者」という文言は2人以上の当事者を想定している。従って、2人以上の当事者が取消しを求めることができることを非常に明確に想定している文言を用いている場合に、連邦議会がSECという1人の当事者にのみ訴権を付与している可能性は極めて低い。②投資会社法47条b項1号は同法に違反した契約は契約当事者によって履行を強制することはできないと規定している。それに続く同項2号は、すでに履行がなされた違法な契約に対して、強制不能であることよりもむしろ取消しという救済が認められると並行して規定している。投資会社法47条b項において「当事者」という文言が用いられている文脈は、投資会社法に違反する契約の当事者を意味することを強く裏付ける。③投資会社法は他の箇所でもSECを「the Commission」または「Commission」と表現しており、単に「当事者」との表現は決して用いていない。このことは「当事者」という文言がSECを指すために法文上用いられていないことを裏付ける。

第4に、私人または公的機関による他の法執行のメカニズムが用意されている場合は、黙示の私的訴権を連邦議会が排除する意図を有していることを単に示唆するに過ぎない。このような示唆は、本件のように、条文の意味が明確である場合には覆されうる。

第5に、投資会社法47条b項に基づき黙示の私

的訴権が認められるとの結論は、投資顧問法215条に関する連邦最高裁の解釈によって裏付けることができる。Transamerica Mortgage Advisors Inc. 事件判決において、信託の受益者である原告は、当該信託の投資顧問が投資顧問法206条の「連邦法上の信認基準」に違反したと申立てを行い、そして同法215条の下で私的訴権を有すると主張した。連邦最高裁は、① 投資顧問法はSECによる法執行について他の条項で規定している点、② 投資顧問法の制定史は連邦議会の意図について沈黙している点について言及し、これら2つの要素からは黙示の私的訴権は導かれまいとした。

それにもかかわらず、連邦最高裁は、投資顧問法に違反する契約は無効であるとする同法215条の規定には、投資顧問契約の取消しを求める私的訴権が含まれると判示した。連邦議会は「無効となる代表的な法的原因」について意図していたのであり、投資顧問法215条の規定には、一定の契約が無効であることを確認することに続き、契約の取消しを求めて訴訟を提起することも含まれると連邦最高裁は解釈した。

Transamerica Mortgage Advisors Inc. 事件判決が出された時点において、投資顧問法215条と投資会社法47条b項は内容が同一であった。この判決が出された翌年、連邦議会は投資会社法47条b項が同事件判決の結論を承認していることを強く示唆する形で同条を改正したのであった。

第6に、第3巡回区控訴裁判所はSantomennno事件判決において47条b項に基づく黙示の私的訴権を認めないとの判断を下しているが、その理由付けは説得的でない。Santomennno事件判決は、訴権を認めるという連邦議会の意図を条文上最も強く示唆している投資会社法47条b項2号の「裁判所は当事者の申立てによる取消しを否認してはならない」との文言に言及せず、次のような解釈に依拠している点が問題である。第1に、投資会社法36条b項の明示的な訴権について、同条項のみが私的訴権を認めているとするのが連邦議会の

意図であることを意味していると理解している点である。第2に、投資会社法26条f項は、原告である投資家に対するよりもむしろ規制対象である投資会社に焦点を当てていることから、権利を創設する文言が含まれていないと強調している点である。

以上のような理由から、第2巡回区控訴裁判所は、投資会社法に違反する違法な契約を取り消す黙示の私的訴権が投資会社法47条b項の文言から導かれると判示した。

7. 小 括

Central Bank 事件判決において連邦最高裁が条文の文言に忠実な解釈を採用し、そして投資会社法においてもOlmsted事件判決においてSandoval事件判決の判断枠組みに従い条文の文言を重視する解釈を採用したことを契機として、これまで投資会社法違反に対する黙示の私的訴権を認めてきた裁判所の判断の流れは一変した。投資会社法は30条h項および36条b項を除き私的訴権について明文上規定を設けていないことから、このような条文の文言を重視する解釈が行われる限り、投資会社法における黙示の私的訴権は認められないこととなる。Oxford Univ. Bank事件判決において条文の文言解釈に依拠しつつ黙示の私的訴権を認めた事例は、あくまでも例外的なものとして位置付けられることになるであろう。ただし、投資会社法に違反する契約を取り消す私的訴権が認められれば、それは投資家にとって強力な武器となるであろう。

V 結 語

本稿においては、投資会社法制定当時から今日に至るまでの、米国投資会社法における黙示の私的訴権の歴史的展開について検討した。

1940年の制定当時の条文には私的訴権を認める明文規定は30条f項を除き設けられていなかったが、連邦裁判所は投資会社法の法目的を重視し、各種条文について黙示の私的訴権を認める判断を

積極的に下していった。このようにして投資会社法における黙示の私的訴権はSECの法執行を補完し、投資会社のガバナンスの一翼を担う重要な制度として定着していった。

1970年の投資会社法改正により36条b項が導入され私的訴権に関する明文規定が追加されたこと、および他の連邦法分野において黙示の私的訴権を制限する3つの連邦最高裁判決が立て続けに出されたことが、投資会社法における黙示の私的訴権を制限する方向で働くのではないかが問題とされたが、連邦裁判所は従来と同様に黙示の私的訴権を認める判断を下していった。

しかし、このような判例の流れは、1994年のCentral Bank事件判決において連邦最高裁が条文の文言に忠実な解釈を採用し、そして投資会社法の分野においてもOlmsted事件判決がSandoval事件判決の枠組みに従い条文の文言を重視する解釈を採用したことを契機として一変した。近時において投資会社法に基づく黙示の私的訴権を認めた事例は、Oxford Univ. Bank事件判決のみである。

投資会社法に基づく黙示の私的訴権を認めるべきか否かは、投資会社のガバナンスを支える他の制度との関係を考慮しながら論じられるべき問題であると思われる。米国投資会社法においては一定割合の独立取締役からなる取締役会の監督機能がガバナンスの中核をなしており⁸⁹⁾、この監督機能を強化することによって投資家である私人の利益を確保し、投資会社法の法目的を達成することができる。また、投資会社法における黙示の私的訴権はSECによる法執行のメカニズムを補完するものと位置付けられてきたことから、SECの法執行により投資家の利益を確保し法目的を達成することが十分期待できる状況ならば、黙示の私的訴権に依存する必要性は大きく減少するであろう。さらに、ストライカーやグリーンメーラーといった濫用的な訴権行使が懸念される者も投資家として投資会社に参加して来る可能性もあることから、訴権濫用の防止という観点からも黙示の私的訴権

の認否について考慮しなければならないと思われる。米国投資会社法における黙示の私的訴権については、米国投資会社法における他のガバナンス制度との関係を踏まえながら引き続き検討していきたい。

また、本稿において明らかにした投資会社法における黙示の私的訴権の歴史は、わが国の証券投資信託・証券投資法人法制における受益者および投資主による訴権行使の在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。

わが国の投信法においては、委託者指図型投資信託における投資信託委託会社の責任について、投資信託委託会社がその任務を怠ったことにより運用の指図を行う投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、その投資信託委託会社は、当該受益者に対して連帯して損害を賠償する責任を負うと規定している(投信法21条)。そして、投資信託委託会社が投信法を遵守するのは当然の責務であることから、投資信託委託会社が投信法に違反し、それにより受益者に損害を生じさせた場合には、受益者は当該投資信託委託会社に対して損害賠償請求を行うことができることになる。投資信託委託会社の役員等が投信法に違反した場合の責任については明文規定が設けられていないが、会社法の規定に基づき責任を負うことになると思われる。

また、会社型投資信託について、わが国の投信法では投資法人の役員等は投資法人に対して善管注意義務(投信法97条、民法644条)および忠実義務(投信法109条5項・111条3項において準用する会社法355条)を負うことが明文上規定されている。その上で、取締役の法令遵守義務に関する最高裁判決(最判平成12年7月7日民集54巻6号1767頁)の判断が投資法人の執行役員にも同様に及ぶと解することができる場合、執行役員が投信法に違反する行為を行ったことそれ自体が直ちに善管注意義務・忠実義務違反となる。そして執行役員の法令遵守義務違反により投資法人に損害が

生じた場合には投信法115条の6に基づき投資法人に対し損害賠償責任を負うことになる。さらに投信法は116条において会社法の株主代表訴訟の規定を準用していることから、投資主は執行役員に対し投資法人を代表して訴えを提起できることとなる⁹⁰⁾。その他、投資主による執行役員らの行為の差止めに関する規定(投信法109条5項において準用する会社法360条1項)や、執行役員が職務遂行に際し第三者に損害を加えた場合における投資法人の損害賠償責任(投信法109条3項において準用する会社法350条)に関する規定が設けられている。

このように投信法違反に対して受益者および投資主に広く訴え提起を許容しているわが国の現在の法制度は、米国投資会社法違反に対し黙示の私的訴権を広く認めてきた1990年代までの米国の法状況に類似しているように思われる。言い換えれば、現在の米国において投資会社法違反に対する黙示の私的訴権がほとんど認められない状況とはまさに正反対であると思われる。確かに、わが国において委託者指図型投資信託の受益者が投資信託委託会社に対し責任追及を行った事例はほとんど存在せず⁹¹⁾、また、これまで会社型証券投資信託はほとんど利用されてこなかった。しかし、将来このような状況が変化し、投信法上の責任追及制度が利用される状況となった場合には、改めて受益者および投資主による証券投資信託・証券投資法人のガバナンスへの関与の在り方について論じなければならないと思われる。この点についても、今後の研究課題としたい。

注

1) Investment Companyは一般的に「投資会社」と翻訳されているが、実態としては投資ファンドである。しかし本稿でも、従来からの訳語に従って「投資会社」の語を使用する。

また、投資会社は各州法に基づいて設立され、その組織形態は、株式会社のみならず、制定法上のビジネス・トラスト、有限責任会社、有限責任組合、信託など様々な形態が用いられている(投資会社法2

条a項8号を参照)。

また、投資会社法3条a項1号が投資会社の定義について定めており、①主として証券への投資、再投資、又は証券取引に業務として従事し、又は従事しようとしている者、若しくはそのような者として自らを表示する者、②分割型額面証券発行に業務として従事し、又は従事しようとしている者、若しくは当該業務に従事し発行済額面証券を有する者、③証券への投資、再投資、証券所有、保有又は取引に業務として従事し、又は従事しようとしている者であり、個別財務諸表によりその資産総額(政府証券及び現金項目を除く)の40パーセントを超える額の投資証券を所有し、または取得しようとしている者、と定義されている。

- 2) 投資会社法の法目的については投資会社法1条b項に規定されており、同条によって明らかにされた全国民の利益および投資者の利益に悪影響を与える諸条件を緩和し可能な限り除去することであるとされている。
- 3) Cort v. Ash, 422 U.S. 66(1975).
- 4) Transamerica Mortg. Advisors(tama) v. Lewis, 444 U.S. 11(1979).
- 5) Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164(1994).
- 6) Arthur S. Gabinet; George M. III Gowen, *The Past and Future of Implied Causes of Action under the Investment Company Act of 1940*, 3 VILL. J.L. & INV. MGMT. 45(2001).
- 7) Olmsted v. Pruco Life Ins. Co., 283 F.3d 429 (2d Cir. 2002).
- 8) Alexander v. Sandoval, 532 U.S. 275(2001).
- 9) Oxford Univ. Bank v. Lansuppe Feeder LLC, 933 F.3d 99 (2d Cir. 2019).
- 10) H. Norman Knickle, *The Investment Company Act of 1940: SEC Enforcement and Private Actions*, 23 ANN. REV. BANKING & FIN. L. 777(2004).
- 11) 米国投資会社法の制定経緯については、Walter P. North, *A Brief History of Federal Investment Company Legislation*, 44 NOTRE DAME L. 677, 677-84(1969). 三谷進『アメリカ投資信託の形成と展開』173-190頁(日本評論社, 2001)、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1頁以下(2006)等を参照。
- 12) 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).
- 13) *Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of Sen. Comm on Banking and Currency*, 76th Cong., 3d Sess. (1940); *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).
- 14) H.R. REP. NO. 2639, at 10 (1940).
- 15) 当時の州会社法の各規定については、拙稿「米州会社法における事業再編の展開とSECの関与(1)」徳島大学社会科学研究所24号57頁以下(2011)を参照。
- 16) 米国投資会社法の全条文の邦訳については、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅱ)』55頁以下(日本証券経済研究所、2008)〔清水真人訳〕を参照。
- 17) 米国投資会社法のピラミッディング禁止規定については、松山三和子「アメリカ投資会社法におけるピラミッディング禁止規定」平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念『現代企業・金融法の課題〔下〕』889頁以下(信山社、2001)を参照。
- 18) 米国投資会社法の資本構成規制については、拙稿「米国投資会社法における資本構成規制」早法94巻3号295頁以下(2019)を参照。
- 19) 米国投資会社法の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頁以下(成文堂、2014)を参照。
- 20) 1934年証券取引所法の短期売買差益の返還に関する規定については、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』174-178頁(弘文堂、第2版、2004)を参照。
- 21) 米国投資会社法における独立取締役制度の導入経緯については、拙稿「米国投資会社法における独立取締役制度の歴史的展開(1)—投資会社法制定時から1970年代までを中心に—」早稲田大学GCOE企業と法創造9巻1号323頁以下(2012)を参照。
- 22) *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946). 本判決については、神崎克郎『証券取引規制の研究』103頁以下(有斐閣、1968)を参照。
- 23) John A. Maher, *Implied Private Rights of Action and the Federal Securities Laws: A Historical Perspective*, 37 WASH. & LEE L. REV. 783 (1980).
- 24) *Brown v. Bullock*, 294 F.2d 415 (2d Cir. 1961).
- 25) *Brouk v. Managed Funds, Inc.*, 286 F.2d 901 (8th Cir. 1961).
- 26) *Taussig v. Wellington Fund, Inc.*, 313 F.2d 472 (3d Cir. 1963).
- 27) *Levitt v. Johnson*, 334 F.2d 815 (1st Cir. 1964).
- 28) *Greater Iowa Corp. v. McLendon*, 378 F.2d 783 (8th Cir. 1967).
- 29) *J. I. Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964).
- 30) *Esplin v. Hirschi*, 402 F.2d 94 (10th Cir. 1968).
- 31) *Gabinet et al*, *supra* note 6, at 47-48.
- 32) Walter P. North, *The Investment Company Amendments Act of 1970*, 44 NOTRE DAME L. REV. 712 (1971); Gerard T. Manges, *The Investment Company Amendments Act of 1970*, 26 BUS. LAW. 1311 (1971).
- 33) 米国投資会社法36条b項の制定経緯については、拙稿「米国投資会社法における独立取締役制度の歴史的展開(2・完)—投資会社法制定時から1970年代までを中心に—」早稲田大学GCOE季刊企業と法創造9巻2号179頁以下(2013)を参照。
- 34) 投資会社法36条b項に関する訴訟については、落合誠一編『比較投資信託法制研究』36頁以下(有斐閣、1996)〔近藤光男〕、石田真得『米国投資会社法の研究—利益相反規制を中心に—』131頁以下(大阪府立大学、2004)、拙稿「米国投資会社法36条b項における信認義務違反の判断基準」商事1948号53頁以下(2011)等を参照。
- 35) S. REP. NO. 91-184 at 16 (1969); H. REP. NO. 91-1382 at 38 (1970).
- 36) *Tannenbaum v. Zeller*, 552 F.2d 402 (2d Cir. 1977). 本判決については、志谷匡史「社外取締役制度の省察—改正商法の批判的検討—」姫法36号58頁(2002)、石田・前掲注(34)135-136頁で検討されている。
- 37) *Cort v. Ash*, 422 U.S. 66 (1975).
- 38) Tamar Frankel, *Implied Rights of Action*, 67 VA. L. REV. 553 559-60 (1981). を参照。
- 39) 黒沼・前掲注(20)83頁、マーク・I・スタインバーグ(小川宏幸訳)『アメリカ証券法』348頁(レク

- シスネクシス・ジャパン、2008)。
- 40) Transamerica Mortg. Advisors (tama) v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979). 本判決については、小川訳・前掲注 (39) 349頁、ジェフリー・J. ハース&ステイブン R. ハワード (岡田洋隆ほか訳) 『アメリカ投資顧問法』 256-257頁 (弘文堂、2015)、萬澤陽子「米国における投資助言業者 (Investment Adviser) の負う信託義務」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制に関する諸問題 (下)』 71-72頁 (日本証券経済研究所、2018) 等を参照。
- 41) 小川訳・前掲注 (39) 349頁の訳文を引用した。
- 42) Katherine Carruth Link, *Implied Private Rights of Action under the Investment Company Act of 1940*, 40 WASH. & LEE L. REV. 1069, 1081(1983).
- 43) Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Curran, 456 U.S. 353(1982).
- 44) Link, *supra* note 42, at 1085.
- 45) 1980年投資会社法改正により企業育成会社に関する規定が新設された。企業育成会社に関する規定の概要については、拙稿「米国投資会社法によるベンチャーキャピタル規制の歴史的展開」正井章彦先生古稀記念『企業法の現代的課題』 321頁以下 (成文堂、2015) を参照。
- 46) H.R. REP. NO. 1341, 96th Cong., 2d Sess. 28-29 (1980). 近藤光男・志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究【第2巻】』 64-65頁 (商事法務、2012) の近藤教授の訳文を参照した。
- 47) Fogel v. Chestnutt, 668 F.2d 100 (2d Cir. 1981).
- 48) Bancroft Convertible Fund v. Zico Investment Holdings, Inc., 825 F.2d 731 (3d Cir. 1987).
- 49) Cambridge Fund, Inc. v. Abella, 501 F. Supp. 598 (S.D.N.Y. 1980).
- 50) Jerozal v. Cash Reserve Management, Inc., 1982 U.S. Dist. LEXIS 16566.
- 51) Schuyt v. Rowe Price Prime Reserve Fund, 622 F. Supp. 169 (S.D.N.Y. 1985).
- 52) Meyer v. Oppenheimer Management Corp., 764 F.2d 76 (2d Cir. 1985).
- 53) Krome v. Merrill Lynch & Co., 637 F. Supp. 910 (S.D.N.Y. 1986).
- 54) Kamen v. Kemper Financial Services, Inc., 659 F. Supp. 1153 (N.D. Ill. 1987).
- 55) Lessler v. Little, 857 F.2d 866 (1st Cir. 1988).
- 56) Dowling v. Narragansett Capital Corp., 735 F. Supp. 1105 (D.R.I. 1990).
- 57) In re ML-Lee Acquisition Fund II, L.P., 848 F. Supp. 527 (D. Del. 1994).
- 58) Phillips v. Kapp, 87 F.R.D. 548 (S.D.N.Y. 1980).
- 59) M.J. Whitman & Co., Pension Plan v. American Financial Enterprises, Inc., 552 F. Supp. 17 (S.D. Ohio 1982).
- 60) Tarlov v. Paine Webber Cashfund, Inc., 559 F. Supp. 429 (D. Conn. 1983).
- 61) Potomac Capital Markets Corp. v. Prudential-Bache Corporate Dividend Fund, Inc., 726 F. Supp. 87 (S.D.N.Y. 1989).
- 62) Reeves v. Continental Equities Corp., 912 F.2d 37 (2d Cir. 1990).
- 63) Batra v. Investors Research Corp., 1990 U.S. Dist. LEXIS 5500 (W.D. Mo. 1990).
- 64) 栗山修「米国連邦証券詐欺規制とクラスアクション」神戸大外論叢61巻5号4-11頁 (2010) を参照。
- 65) Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994). 牛丸与志夫「補助・教唆に対する私的訴権の否認」商事1384号30頁以下 (1995)、栗山修『証券取引規制の研究—アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開—』 132頁以下 (成文堂、1998)、黒沼・前掲注 (20) 130頁などを参照。
- 66) Cabinet et al, *supra* note 6, at 53.
- 67) Blatt v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 916 F. Supp. 1343 (D.N.J. 1996).
- 68) In re Nuveen Fund Litig., 1996 U.S. Dist. LEXIS 8071.
- 69) Strougo ex rel. Brazil Fund v. Scudder, Stevens & Clark, Inc., 964 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1997).
- 70) Green v. Fund Asset Mgmt., L.P., 19 F. Supp. 2d 227 (D.N.J. 1998).
- 71) Young v. Nationwide Life Ins. Co., 2 F. Supp. 2d 914 (S.D. Tex. 1998).
- 72) Lapidus v. Hecht, 232 F.3d 679 (9th Cir. 2000).
- 73) Strougo v. Bassini, 282 F.3d 162 (2d Cir. 2002).
- 74) Olmsted v. Pruco Life Ins. Co., 283 F.3d 429 (2d Cir. 2002).
- 75) Alexander v. Sandoval, 532 U.S. 275 (2001). 根本猛「公民権法に基づく実施機関の規則と個人の訴権—『差別的効果』をめぐって— Alexander v. Sandoval, 121 S.Ct. 1511 (2001)」ジュリ1213号138

頁以下（2001）。

- 76) 近藤光男「投資会社法における反ピラミッド行為規定違反と民事救済」商事1945号49頁以下（2011）における近藤教授の解説を参照した。
- 77) *Bellikoff v. Eaton Vance Corp.*, 481 F.3d 110(2007).
- 78) *White v. Heartland High – Yield Mun. Bond Fund*, 237 F. Supp. 2d 982 (E.D. Wis. 2002).
- 79) *In re Merrill Lynch & Co. Research Reports Sec. Litig.*, 272 F. Supp. 2d 243 (S.D.N.Y. 2003).
- 80) *In re Salomon Smith Barney Mut. Fund Fees Litig.*, 441 F. Supp. 2d 579 (S.D.N.Y. 2006).
- 81) *Halebian v. Berv*, 631 F. Supp. 2d 284 (S.D.N.Y. 2007).
- 82) *Gabelli Global Multimedia Trust, Inc. v. Western Inv. LLC*, 700 F. Supp. 2d 748 (D. Md. 2010). 近藤・前掲注(76)49頁以下。
- 83) *Northstar Fin. Advisors, Inc. v. Schwab Invs.*, 609 F. Supp. 2d 938 (N.D. Cal., 2009).
- 84) *Northstar Fin. Advisors, Inc. v. Schwab Invs.*, 615 F.3d 1106 (9th Cir. 2010).
- 85) *Smith v. Oppenheimer Funds Distrib.*, 824 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2011).
- 86) *Santomenno ex rel. John Hancock Trust v. John Hancock Life Ins. Co.*, 677 F.3d 178 (3d Cir. 2012).
- 87) *UFCW Local 1500 Pension Fund v. Mayer*, 895 F.3d 695 (9th Cir. 2018).
- 88) *Oxford Univ. Bank v. Lansuppe Feeder LLC*, 933 F.3d 99 (2d Cir. 2019).
- 89) 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』185頁以下（日本評論社、2011）を参照。
- 90) 澤飯敦・大越有人・滝琢磨編『投資信託・投資法人法コンメンタール』397-400頁、419-420頁、426-431頁（商事法務、2019）を参照した。
- 91) 東京高判平成27年1月26日判タ1423号171頁においては、委託者指図型投資信託の受益者から投資信託委託会社に対し、各種法令違反、債務不履行または不法行為を理由とする契約無効・取消し、および損害賠償請求がなされた。本判決については、青木浩子「判批」金法2016号6頁（2015）、野田耕志「判批」ジュリ1490号115頁（2016）、高橋陽一「判批」商事2182号62頁（2018）などを参照。