



投資顧問の管理報酬：Gartenberg 判決の検討

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2009-08-25 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 石田, 眞得 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24729/00001276

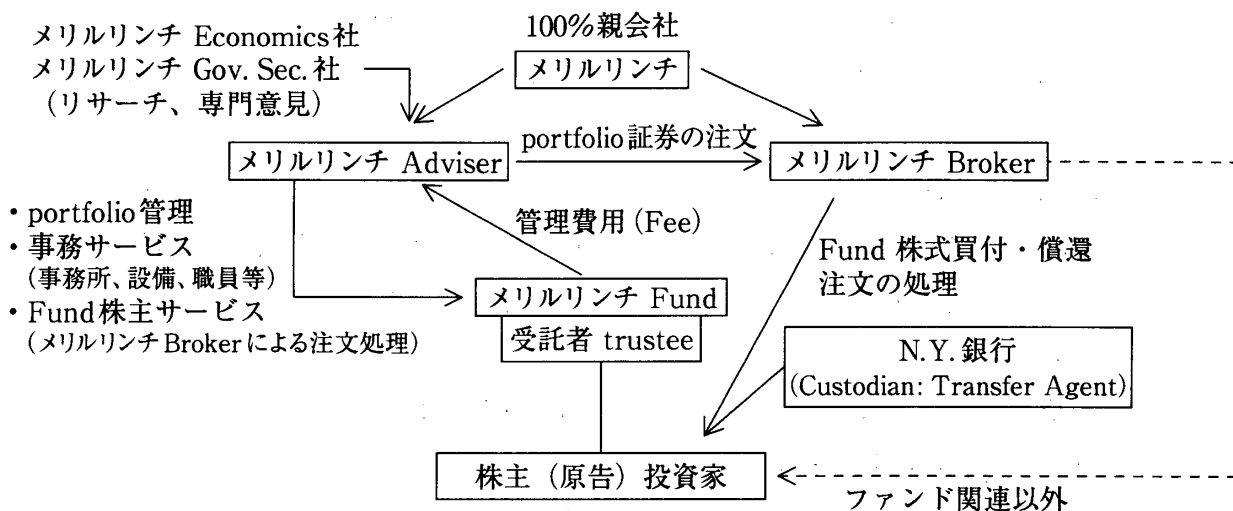
投資顧問の管理報酬

— Gartenberg判決の検討 —

(Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982))

石田 眞 得

【1】 事実の概要



1975年に創設されたメリルリンチFundは、ノーロード・タイプ（ファンド株式の購入および償還に手数料なし）のオープン・エンド型登録投資会社であり、短期の金融商品（CP、CD、短期政府証券、短期政府機関証券等）に投資を行うマネーマーケット・ファンドである。Fundの純資産額は1977年4月の2億8,800万ドルから1981年9月には190億ドルへと急成長を遂げた。1978年から1980年までのFundの平均利回りは同種のすべてのマネーマーケット・ファンドの水準より少し上回っており、1980年には利回りに関して76のマネーマーケット・ファンドのうち37位であった。Fundには8人から成る受託者会（Board of Trustees）があり、うち6名が独立した非利害関係者である。

メリルリンチAdviserは、Fundのポートフォリオ管理だけでなく、Fundに事務所・施設・備品および事務職員の利用を供し、さらに投資家によるFund株式の購入および償還につき国内最大の証券会社であるメリルリンチBrokerによるサービスを提供する。実際、

Fund株式の購入および償還の注文処理のうち約80%がメリルリンチBrokerを通じて行われた。Fundの運営には、メリルリンチEconomics社からの経済調査および経済予測、またメリルリンチGovernment Securities社からは合衆国政府および政府機関に関する専門意見等、メリルリンチ・グループの幅広い機関を利用した特別なサービスが提供された。

これらのサービスの全部について、メリルリンチ Adviser は Fund の平均純資産額に対する割合 (percentage) に基づいた管理報酬を Fund から徴収した。純資産額が1億ドル程度であった Fund の設立当初、年間の管理報酬は純資産額の0.5%と定められていた。1978年には Fund の純資産額は7億5,000万ドルに達した。メリルリンチ Adviser から Fund の純資産額10億ドル超について年間管理報酬を0.375%にする提案がなされた。Fund の独立受託者は10億ドル超の基準 (break-point) 設定についての提案を受け容れるとともに、5億ドル超および7億5,000万ドル超という新基準を設けて、純資産額5億ドル超については0.425%、7億5,000万ドル超については0.375%、そして10億ドル超については0.35%とする提案を行った。1978年4月27日、メリルリンチ Adviser は Fund 受託者会の提案を反映する手数料表 (schedule) の改訂を承諾した。

Fund の純資産額が約20億ドルとなった1979年1月24日、メリルリンチ Adviser は純資産額15億ドル超について0.325%、20億ドル超については0.3%とする手数料表の改訂を行い、さらに純資産額が35億ドルに達した同年5月には純資産額25億ドル超について0.275%とする新基準が追加された。

この手数料表は、純資産額が98億ドルとなった1980年4月、ならびに、170億ドルとなった1981年5月ともに、Fund 受託者会で承認された。

本件提訴時点での Fund の純資産額は190億ドル超であり、実質手数料率は0.288%である。

原告 (控訴人) Gartenberg は Fund の株主である。原告は、1980年9月から1981年9月までの間 (投資会社法36条b項3号参照) の管理報酬が不合理に高額であり、かつ提供されたサービスとそのコストに不相応 (disproportionate) であったため、メリルリンチ Adviser は投資会社法36条b項に定める信認義務に違反したとして1981年9月にN.Y.南部連邦地方裁判所に損害賠償訴訟を提起した。

Fund 純資産額	管理費用
\$5億以下	0.50%
\$5億超-\$7.5億以下	0.425%
\$7.5億超-\$10億以下	0.375%
\$10億超-\$15億以下	0.35%
\$15億超-\$20億以下	0.325%
\$20億超-\$25億以下	0.30%
\$25億超	0.275%

連邦地方裁判所の Pollack 判事は、投資顧問が36条b項に定める信認義務に違反したか否かを判断する基準は、当該手数料がファンドおよび株主にとって不公正 (unfair) であったか否かであり、そしてそれはファンドに対する投資顧問のサービスの種類、質および範囲、

マネーマーケット・ファンド業界における管理報酬に関する慣行および水準 (level)、ならびにサービスを提供した結果としての投資顧問の純収益に照らして判断されるべきものであると判示した。そのうえで、本件手数料は全般的に公平であったと判断し、地方裁判所は原告の訴えを棄却した。そこで原告は控訴した。

控訴人は、①地方裁判所は信認義務の違反を判断するにあたり合理性基準を拒否した点で誤った、②地方裁判所は、信認義務違反の有無を判断する際に、主として他のマネーマーケット・ファンドの管理報酬の水準およびブローカーのコストに依拠した点で誤った。実際問題として投資顧問は独自の手数料を設定し、ファンドには事実上代替手段がなく、ただ支払うしかないのであるから、提供されるサービスに照らしてどのような手数料率がアームス・レングスの交渉の結果であるといえるかというテストが用いられるべきであった、③このテストのよれば、ファンドの規模の経済性、最大ファンドとしての強大な交渉能力、およびN.Y.銀行とブローカーのサービスの重複という理由から、本件手数料率は相当に (substantially) 低いものとなっていたはずである、と主張する。

【2】 判決の要旨 (原審支持)

1. 投資会社法36条b項のもとで投資顧問の行動を判断するテストは、基本的に、手数料表がすべての状況に照らしてアームス・レングスで交渉された範囲内の料金を提示しているか否かということである。36条b項の違反となるには、投資顧問の受領する管理報酬が、あまりに不相応に高額であるため、提供されるサービスと合理的な関係を有せず、かつアームス・レングスでの取引の結果ではありえないことが要求される。

2. 我々は、管理報酬の公正さを評価する際に考慮されるべき主たる要素が、あるファンドを管理する別の類似の投資顧問によって課せられる価額であるとする地方裁判所の意見には同意しない。広く行き渡った業界の管理報酬への信頼は36条b項を満たすものではない。我々は、他の投資顧問によって課せられる他の類似のファンドに対する手数料が考慮されるべき要素ではないと主張しているわけではない。投資顧問とそのサービス提供を受けるファンドとの断ち切れない (unseverable) 関係がほとんどの場合において存在していることは、他の類似のファンドに対して投資顧問が課す手数料率に与えられる重要性を弱める。

3. 株主向けビジネスについてのファンド間の競争が、ファンド向けビジネスについての投資顧問の間の競争になぜ結びつかないかということの理由の1つは、各株主にとって管理報酬が比較的重要でないことである。たとえば本件の場合、主張された過大な管理報酬は、

1,000ドルの投資に対して年2.88ドルである。もし多くの他の投資顧問が課す手数料率が積極的な競争的基準であるならば、36条b項の目的はほとんどないであろう。しかし、議会は、多くの投資顧問とそのファンドの潜在的に緊密な (incestuous) 関係から、管理報酬が信認義務違反を構成するほど過大なものであるかを判断する際には、他の要素がより重要であるかもしれないと認識していた。その要素には、サービス提供における投資顧問のコスト、サービスの種類および質、ファンドの規模増大に伴い投資顧問が規模の経済性を実現する程度、ならびに管理者によって処理される注文量が含まれる。

4. 地方裁判所が認めたように、ファンドの独立した受託者の専門性、投資顧問のサービスと管理報酬に関する全ての事項について受託者が十分に知らされていたか否か、ならびに義務を履行する際の受託者の注意と誠実さの程度は、受託者および投資顧問が36条b項の信認義務に違反したかどうかを判断する際に考慮されるべき重要な要素である。

5. 投資顧問によって提供されるサービスが、巨大で幅広いメリルリンチ・グループの専門性および施設を伴う最高の質ではなかったという証拠が存在しない。

6. 1977年には157万8,476ドルであった管理報酬が1981年には3,936万9,587ドルへと増加したのは、同時期におけるファンドの規模が増大した結果である。ファンドの規模の増大は、顧客数、日々の取引件数、およびメリルリンチ・グループとメリルリンチ Adviser が有料のサービスとして取り扱った他の活動の件数を増加させた。それに相応してコストも増大した。1年間にメリルリンチ Adviser が Fund に関して処理した (processed) 注文は、1979年には248万6,782件であったが、1981年6月30日を末日とする12ヶ月間では609万6,537件に増加した。

控訴人は、メリルリンチ Adviser が負担する事務管理 (administrative) コストのみが考慮されればよいとする誤った考えに基づいて、他のメリルリンチ関係者がメリルリンチ Adviser の案内によって行われた Fund 株式の購入および償還の増加分を処理するにあたって負担した大きなコストを見落としている。メリルリンチ Adviser とメリルリンチ Broker は経済的には1つの単位の中の一部門であったから、地方裁判所はメリルリンチ Adviser の純利益を算定する際にこれらのコストを差し引くことができたのである。メリルリンチ Adviser 自身の事務管理コストに考慮を限定することは、実体よりも形式を強調することになろうし、また「このような報酬の決定および受領に関するすべての事実が考慮されるべき」とする議会の明白な意図を軽視することにもなる。

たとえば、納税額を決定する前に処理費用が控除されたならば、1981年6月30日を末日

とする1年間におけるメリル リンチ Adviser の管理報酬		Fitz-Gerald	Diemer	PPM
3,936万9,587ドルは、Fitz-	管理報酬		\$39,369,587	
Gerald 氏の処理費用見積も	direct 費用		1,567,847	
りを用いれば 38.4%の税引き	処理費用	10,534,805	30,848,477	45,541,131
後収益、Diemer 氏によれば	税引前収益	27,266,935	6,953,263	▲7,739,391
9.8%の税引き後収益、そし	税引後収益	15,133,149	3,859,061	—
て PPM によると 770 万ドルの	税引後収益の 対管理報酬%	38.4%	9.8%	—

損失という結果になる。

立証責任を負う控訴人は、より高い税引き後収益を示すようなコスト調査を提示していない。

7. 6名の独立した受託者とメリルリンチ Adviser とのアームス・レングスでの誠実な取引ののち、メリルリンチ Adviser の管理報酬の率は資産額の増加によって実現されるであろう経済性を反映させるべく段階的に低くなっていた。

8. N.Y.銀行は取引の件数に関係なく年間で各株主の口座につき13ドルをFundから徴収していた。メリルリンチ・グループによって提供されたサービスはN.Y.銀行によって提供されたものを大きく上回る。N.Y.銀行はN.Y.市内本店の1カ所のみで名義書換代理人としての義務を履行する。Fund株式の購入者は、国内で400カ所以上の事務所と700人以上の口座管理者というネットワークをもつメリルリンチBrokerの便利さと融通のきく点に魅力を感じたのである。N.Y.銀行がメリルリンチBrokerによって提供される程度にまでその立地やサービスを拡充する予定であるという証拠はない。

9. 管理報酬の交渉にあたり、Fundとメリルリンチ Adviser は、メリルリンチBrokerが①Fund関連以外の取引でFundの株主から委託手数料 (commission) 得ること、ならびに②Fund株式の償還に際してファンドが小切手を発行した日からそれが精算される日までの利子所得を得ることから、毎年副次的に大きな金銭的利益を得ていることを考慮に入れなかった、もし考慮にいられたならば管理報酬から多額の差引 (offset) が可能になると控訴人は主張する。1979年の第3四半期に口座を開設した者の38%が、その後メリルリンチBrokerに利益をもたらすFund関連以外の取引を行っている。

メリルリンチ・グループ関係者へのこのような利益は、計量できる範囲において、投資顧問の管理報酬が36条b項に合致するか判断する際に考慮されるべきである。控訴人は、その利益が非常に多額であったため、信認義務違反を構成するほどに不相応に管理報酬が大き

くなったことを示す証拠を提出できなかったため、その主張を斥けた原審は支持される。

【3】 Gartenberg判決の分析

投資会社の管理運用は一般に投資顧問によって行われている。実際には、投資会社によって選ばれた投資顧問が管理運用を行っているのではなく、むしろ投資顧問が投資会社を設立して自己のサービス（投資助言等）を提供する顧客としていると見ることができる。しばしば、投資顧問の役職員がその投資会社の取締役・役員となり、投資顧問の関係する元引受人が投資会社の証券発行に携わり、投資顧問の関係する証券会社（ブローカー・ディーラー）が投資会社のポートフォリオ証券の取引に携わる⁽¹⁾。

運用成果（performance）を高めるという点では投資顧問の利益とその投資会社の株主の利益とは一致するのであるが、管理報酬の設定およびポートフォリオ証券の取引⁽²⁾に関しては、投資顧問の収益最大化という利益（さらに投資顧問と利害関係をもつ投資会社の取締役・役員の利益も含まれる⁽³⁾）と、株主の費用最小化という利益が衝突（conflict of interest）するのである⁽⁴⁾。

前述のとおり、投資会社のほとんどは投資顧問によって創設され、その投資顧問による外部管理（external management）の形態をとっている⁽⁵⁾。投資会社の資産管理を行う投資顧問は、投資会社との間で書面による投資顧問契約を締結しなければならず、その締結には投資会社の社外議決権証券の過半数の決議による承認が要求されている（投資会社法15条a項）。

投資会社を顧客とする投資顧問の投資顧問報酬については、いくつかの理由からその公正さの判断が難しいといわれている。その点についてのフランケル教授の指摘は以下のとおりである。

①投資会社の特性 先述のように、投資顧問は投資会社によって雇われているというよりも、投資顧問が発起人となって将来の顧客たる投資会社を創設するというのが実態である⁽⁶⁾。本質的には「資金の集合体（pool of capital）」である投資会社は、理論上は投資顧問から別個の独立した法主体であるが、設立に始まり、証券の販売、証券発行の元引受、投資助言等について投資顧問によって支配されている⁽⁷⁾。通常、発起人は企業を立ち上げたことに対する自らの報酬として、設立する会社の株式やストックオプションを引受けるとい⁽⁸⁾が、投資会社を設立する投資顧問は設立後に助言サービス提供に対する投資顧問報酬を得るという形での報酬を得るのである。このような発起人としての起業リスクへの報酬という要素が加わることが、投資顧問報酬の公正さの判断をより難しくしていると指摘される⁽⁹⁾。

②共通コスト 投資顧問は当該投資会社のみならず、投資会社集合体 (fund complex)、年金基金、保険会社、大口の個人管理口座など、複数の者を同時に顧客としている。そのため、それらの者に共通して要する費用や共通して生じる利益が存在するはずである。このような状況のもと、投資会社が支払いをなした投資顧問報酬に対応してどのような利益とサービスを得たのかという対価性の評価は難しいのである⁽¹⁰⁾。

③アームス・レングスの交渉 上記①で述べたように、投資顧問は自らのサービスを有償で提供する顧客となるべき投資会社を創設し、創設の際に選任した当該投資会社の取締役⁽¹¹⁾を相手として投資顧問報酬を含む投資顧問契約の諸条件を交渉するわけであるから、投資会社に対して大きな影響力をもっており⁽¹²⁾、よって両者の間においてアームス・レングスでの投資顧問報酬に関する交渉が期待できないことが挙げられる⁽¹³⁾。投資会社法は、このようなアームス・レングスでの交渉を確保するために、取締役会の構成員の一定割合を当該会社と利害関係のない者とする(10条 a 項)、投資顧問契約がその利害関係のない取締役の過半数の投票によって承認されること(15条 c 項)、および、投資顧問契約が社外議決権証券の過半数によって承認されること(15条 a 項)を要求している。

④資産ベースの投資顧問報酬 ほとんどの場合、投資顧問報酬は投資会社の資産を基礎にしてそれに対する一定割合とされている。投資顧問が管理資産の増大に伴い多くの投資顧問報酬を得ることは投資顧問の管理が優れているからであるとの仮定も成り立つであろう。この資産ベースの算定方法のもと投資顧問にはさらにより高いパフォーマンスを提供しようとするインセンティブが生まれるとも考えられる。しかし、このような仮定は、継続的に償還請求権付き株式を発行しており通常は株式の販売過程も投資顧問が支配しているオープンエンド型の投資会社(投資会社法5条 a 項1号)にあっては妥当しない。そこではパフォーマンスにかかわらず投資顧問は管理資産を増大して投資顧問報酬をより多く徴収することができるのである⁽¹⁴⁾。

1970年の投資会社法改正によって、投資会社の投資顧問は、当該投資顧問またはその関係者が当該投資会社またはその株主から受領する役務の報酬または重要な支払金に関して信認義務を負う旨を定める規定が設けられた(36条 b 項)⁽¹⁵⁾。投資顧問の関係者が受領した支払金も含まれたことで、投資顧問が信認義務の責任を回避するために自己の関係者との間で投資会社に不当な取決めを結ばせる行為も規制の対象とされる⁽¹⁶⁾。ただし、投資顧問の信認義務が定められたのは「報酬または支払金」の受領に関してであることに注意を要し、よって、投資顧問による自己取引などの信認義務に反する行為は36条 b 項の適用が及ばな

い⁽¹⁷⁾。

同項に基づき、SECおよび投資会社に代位する株主は、投資顧問のほか、当該投資会社の役員、取締役、顧問会構成員、寄託者、および元引受人に対して、信認義務違反を理由として訴訟を提起することができる。ただし、これらの者であっても報酬または支払金の受領者でなければ、同項の訴訟の被告とならない（同項3号）。信認義務違反により請求することができる賠償額は支払済みの金額を上限として現実の損害額に限定され、かつ、訴訟提起前の1年間のものに限られている（同項3号）⁽¹⁸⁾。コモンローの原則では受認者が自己の行為の正当性を証明する責任を負うとされるが、36条b項の訴訟では原告は被告の個人的な不正行為を立証する必要はないが明白かつ確実な証拠をもって信認義務違反を立証する責任を負うと定められている（同項1号）⁽¹⁹⁾。

さらに、1960年代の裁判例で明らかとなった取締役または株主による投資顧問契約の承認がなされている場合における「会社資産の浪費」基準が不当に制限的であるとの認識のもと⁽²⁰⁾、裁判所は取締役会または株主総会の承認についてあらゆる状況に照らして適当と認められる考慮を払うべきものとする定められた（同項2号）。これは投資顧問の報酬を承認する際に用いられた手続を吟味するために必要な柔軟性を裁判所に与えるものであると考えられており、裁判所は取締役の検討が実体的なものであったのか形式だけのものであったのかを判断し、またそれによって取締役会および株主総会の承認を慎重に考慮することができる⁽²¹⁾。しかし、実際には前述のとおり投資顧問契約を承認する株主総会決議は形式的なものである傾向がみられるため⁽²²⁾、信認義務違反が存在するか否かを判断する要素として株主総会決議の承認に重きは置かれまいであろうという指摘がある⁽²³⁾。

Gartenberg判決は、36条b項に関する一定の基準を示した先例的事例である⁽²⁴⁾。

本件の一審判決では「投資会社法は最も重要な事項を確認する主たる責任が（筆者注；独立した）受託者にあることを予定しており、株主の承認はFundによって容認された報酬について吟味する際に注意が払われるべきものであるが、報酬の公正性を立証するためには大きな重要性はない」と述べて（Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 528 F. Supp. 1038, at 1965 (S. D. N. Y. 1981).）、利害関係なき受託者（取締役）の判断に重点をおくことを明らかにした⁽²⁵⁾。そして本件一審判決は、公正性の判断において考慮される次の3つの要素を提示して、これらに照らして判断した結果、原告の申立を斥けた。

- ①投資顧問報酬が市場において一般的な範囲のものであること
- ②投資顧問報酬が十分に開示され、かつ満足のいくサービスが適用されたこと
- ③投資顧問の業務の範囲が取締役および投資家に対して十分に開示されたこと

本件控訴審裁判所は、まず「いくぶん基準を修正する意図があったかもしれないが、『合理性』から『信認義務』に文言を置き換えたことは、実質的な妥協以上の意味をもっており、

投資会社の取締役から投資顧問の行為へとわずかに焦点を転じたのである」と述べる。控訴裁判所は、投資顧問報酬の受領が36条b項の違反となるためには、それが「あまりに不相応に高額であるため、提供されるサービスと合理的な関係を有せず、かつ、アームス・レンダスでの取引の結果ではありえない」ことが要求されるとしたうえで、投資顧問報酬が提供されるサービスに不相応であるか否かの判断につき、一審判決とは幾分異なる次のような基準を提示した⁽²⁶⁾。

- ①サービス提供に伴う投資顧問のコスト
- ②当該サービスの種類および質
- ③管理資産が増大するにつれ規模の経済性が実現する範囲
- ④投資顧問によって処理された注文の量

しかし、これまでのところ原告が上記の要素の立証に成功した事例は存在しておらず、原告がこれらの要素を立証するために必要なデータを作成しなければならないことに重大な問題があると指摘される⁽²⁷⁾。

本件控訴審判決は、独立取締役（受託者）の役割について、その専門性、サービスと投資顧問報酬に関する情報を十分に得ていたか、そして注意と誠実さの程度が投資顧問の信認義務違反を判断するに際して重要な要素となるとしつつ、独立取締役が責任をもって行動するよう努めたとしても投資顧問報酬が信認義務違反に達するほど不相応に過大となることもであると判示した。

上記の4つの要素のうち、控訴審裁判所は特に投資顧問の「過大な収益」の有無に重点をおいたものと解されており⁽²⁸⁾、メリルリンチBrokerが負担した多くの買付および償還のコストを管理費用に含めることは許容されるとしながら、そのようなコストと同時に副次的な利益も考慮して投資顧問報酬が決定されるべきであるとし、この点を原告・控訴人は立証できなかったと判示する。

しかしながら、Rogers 弁護士およびBenedict 弁護士は、本件控訴審裁判所の「過大な収益」の分析は、結局コスト・プラス基準の採用にほかならず、議会が期待した独立取締役の役割を減退させ、独立取締役の経営判断に代えて裁判所が投資顧問報酬を評価することを認めることになると批判する⁽²⁹⁾。そして、同弁護士は、市場の競争圧力とともに、取締役が真に独立しており、十分に情報を得ており、かつ自らの責任を自覚していたならば、過大な投資顧問報酬から株主を十分に保護することができるのであって⁽³⁰⁾、裁判所が投資顧問の合理的な収益を評価する必要はなく、またそのような評価を裁判所に期待することは非現実的であると批評する⁽³¹⁾。

本件控訴審判決に対する評釈の中で、Rogers 弁護士およびBenedict 弁護士は、投資顧問の信認義務の中心は開示の充分性であり、そこでまず裁判所は次の事項について分析すべき

であるとする。

- ①独立取締役が投資顧問によって支配されまたは不当に影響を受けていたか否か。
- ②取締役が投資顧問から自らの責務を十分に知らされており、かつ、その責務を果たすために十分な情報が提供されていたか否か。
- ③取締役が情報を得た上で善意にかつ合理的な根拠をもって判断を行ったか否か。

同弁護士は、上記の基準が満たされた場合には、投資顧問料は公正であったとされるべきであると主張し⁽³²⁾、もしも充足されない場合には裁判所がみずから投資顧問報酬の公正性を判断することになるという二段階の評価を行うアプローチを提唱する⁽³³⁾。後者の評価方法である公正性の判断要素として以下の事項が挙げられている。

- ①投資顧問によって提供されるサービスの種類、質、および範囲
- ②各株主の投資顧問報酬の割合的負担額と、他の同等の専門家によるサービスを受けるためのコスト
- ③比較可能なサービスに対する他の投資顧問の料金、業界の標準に対する当該投資会社の費用率
- ④業界の最良の慣行と比較した場合の投資顧問が用いる規模の経済性の程度
- ⑤業界全体に照らした場合の当該投資会社の運用成果
- ⑥投資顧問の起業リスクと資産管理の責務
- ⑦当該投資会社に提供したサービスのコストを控除したのちの投資顧問の収入

注

- (1) Robert H. Mundheim, *Some Thoughts on the Duties and Responsibilities of Unaffiliated Directors of Mutual Funds*, 115 U. Pa. L. Rev. 1058, at 1060 (1967).
- (2) 投資会社のポートフォリオ証券の取引注文を証券会社に送付して証券会社から様々なサービス（調査分析情報のほか設備等の利用など）の提供が行われることがあるが（SEC, *Public Policy Implications of Investment Company Growth*, H.R. Rep. No. 2337, 89th Cong., 2d Sess. at 161-162 (1966).）、証券会社の収益（profit）を証券会社と投資会社の利害関係人たる取締役・役員の間で分け合うこともあるという。そこで、上記取締役・役員には、ポートフォリオ証券について取引回転率（turnover rate）を高めようとするインセンティブが生じ、また証券会社には投資会社のために最良執行を行う努力が欠ける虞れが生じるのである（Mundheim, *supra* note (1) at 1061.）。
- (3) 投資顧問と利害関係を有する投資会社の取締役・役員の給与は、投資会社からではなく（投資会社から得るとしても僅かな額であって）、投資顧問から支払われるという。さらには、投資顧問と関係する元引受人や証券会社からも上記の取締役・役員に対して給与が支払われることも

あるという (Mundheim, *supra* note (1) at 1060 (1967).)。

- (4) Mundheim, *supra* note (1) at 1060 (1967).
- (5) SEC Staff Report, *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, Fed. Sec. L. Rep. (Extra ed.), at 264 (May 29, 1992).
- (6) Tamar Frankel, *The Regulation of Money Managers* [2d ed.], Vol. 2 (2001, 2003 Supp.), at §12.03 [C].
- (7) Notes, *Mutual Fund Advisory Fees and the New Standard of Fiduciary Duty - Interpreting the 1970 Mutual Fund Act*, 56 Cornell L. Rev. 627, at 631 (1971).
- (8) ミューチュアル・ファンドにあっては、現在の純資産価額に応じた金額で株式を発行しなければならぬために (投資会社法22条 a 項 1号)、スポンサーたる投資顧問が格安の金額で株式を引受けることはできず、また原則としてワラントおよびオプションの発行も禁止されているため (同法18条 d 項) これらを投資顧問が引受けてキャピタルゲインを実現することはできない。したがって、投資顧問は「管理契約 (management contract)」という一つの「価値ある商品 (valuable commodities)」に起業者としての利益実現を求めるのである。James K. Sterrett II, *Reward for Mutual Fund Sponsor Entrepreneurial Risk*, 58 Cornell L. Rev. 195, at 197-198 (1973).
- (9) ただし、起業者としての利益も、その投資会社の設立から時間が経過するほど合理的な根拠は薄れてくると考えられる。Donald W. Glazer, *A Study of Mutual Fund Complexes*, 119 U. Pa. L. Rev. 205, at 268 (1970).
- (10) 投資会社集合体 (fund complex) は共通の投資顧問のもと複数の投資会社が運営管理されるものである。このような形態をとることで投資顧問は提供する商品やサービス (投資助言、株主の事務管理、会計、目論見書の作成、投資調査等) のコストを下げることができ、投資顧問および投資会社の双方において効率性のメリットが実現するのであるが、投資会社集合体の全体に要した費用をどのように個々の投資会社に配分するのか、難しい問題がある。後述のとおり、1960年代以降、一般に管理資産が多くなるにつれ段階的に投資顧問料の料率を下げるスケール・ダウン方式 (段階的料率) で設定されるようになったが、投資会社集合体にあつては必ずしも適切な方法ではないという指摘がある。すなわち、一般のスケール・ダウン方式だと、個々の投資会社の資産に基準が置かれるのであるが、共通の管理下にある全資産によってもたらされた運用成果が反映されない、加えて、小規模な投資会社は大規模な投資会社に比べて高い比率での投資顧問料が課せられる、という点である。そこでより好ましい方法で、いくつかの集合体で利用されているのが、スケール・ダウン方式に投資会社集合体の全資産に占める当該投資会社の資産の割合を反映させるものである。Glazer, *supra* note (9) at 268-271.
- (11) 投資顧問と利害関係を有する取締役であれば当該投資顧問の欠陥を見つけるのに気が進まないであろうし、また利害関係をもたない取締役であったとしても自己の立場が利害関係を有する

取締役によって得られたのであれば同様に投資顧問への厳格さを求めることは難しいと考えられる。さらに、利害関係を有しない取締役は、投資顧問の関係人であるとともに投資顧問から給与を受けている役員に大きく依存しているため、投資顧問契約の厳格な評価や投資顧問のパフォーマンスの厳格な評価を期待できないという指摘がある。Meyer Eisenberg & Richard M. Phillips, *Mutual Fund Litigation - New Frontiers for the Investment Company Act*, 62 Colum. L. Rev. 73, at 77, 77 n. 19 (1962).

- (12) これに関して、SECの委員であったManuel Cohen氏は議会の公聴会で次のように述べている。「投資顧問の多くが『それは我々のファンドである。我々がそれを経営し、我々がそれを管理し、我々がそれを支配するのである』と述べており、私は彼らがそのように言っていることに何ら誤りはないと思う。」Hearing on H.R. 9510, H.R. 9511 Before the Subcomm. of Commerce and Finance of the House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 90th Cong., 1st Sess., pt. 2, at 674 (1967).
- (13) 投資会社法の制定時からこのような懸念は表明されていた。SEC『投資信託研究』のチーフカウンスラーであったシェンカー委員は議会において「我々はそれを株主が決定すべき問題であると考え。もし、株主がある者に対してファンドの管理のために100万ドルを支払いたいと望み、その者に100万ドルを支払うことの認識をもっており、そして、その支払いにつき株主が承認する権限を有しているならば、そこにはまったく問題がないと法案は述べている。」と証言している (Hearing on S. 3580 Before the Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. at 252 (1940).)。
- (14) もっとも、管理資産額の増大により安定性が増すこと、そして分散投資により危険を軽減することができるために、投資会社の株主にもメリットが存在するといえるが、後述のWharton報告書は、小規模または適当な規模の管理資産額の方が市場変化に適應する柔軟性を有すること、そして運用成果と管理資産額の規模の間には必ずしも関連性があるとは認められないと結論している。Wharton School of Finance and Commerce, *A Study of Mutual Funds*, H.R. Rep. No. 2274, 87th Cong., 2d Sess., at 31-32 (1962).
- (15) ある論者によると、原告が主張・立証する事実として、以下のようなものが挙げられている。すなわち、①投資顧問によって同規模の投資会社に対し同価格で提供されるものに比べて著しく少ないサービスしか提供されていないこと、②投資会社のパフォーマンスが同規模の投資会社に比べて著しく悪いにもかかわらず同額以上の投資顧問報酬を支払っていること、③比較可能な他の投資会社が著しく低い投資顧問報酬を支払っていること、④投資顧問全般の報酬水準からみて投資顧問の収益が比較可能な他の投資顧問よりも過大であること、⑤投資顧問が投資会社でない顧客に対してはかなり低い料率を設定していること、⑥投資家に対する同様のサービスについて他の金融機関が相当に低い料率を設定していること、⑦投資会社の資産額が増加しているにもかかわらず数年にわたって投資顧問報酬の率が変更されないこと、等である。

Notes, *supra* note (7) at 649-650.

- (16) Note, *Mutual Fund Advisory Fees - Too Much for Too Little?*, 48 *Fordham L. Rev.* 530, at 542 (1980).; Gerald T. Manges, *The Investment Company Amendments Act of 1970*, 26 *Bus. Law.* 1311, at 1315 (1971).
- (17) Comment, *Private Rights of Action Against Mutual Fund Investment Advisers: Amended Section 36 of the 1940 Act*, 120 *U. Pa L. Rev.* 143, at 150 (1971).
- (18) このように回復できる損害額の範囲に限定があることで、弁護士のコラスアクションを提起するインセンティブが低下するという。Frankel, *supra* note (6) at §12.03 [D].
- (19) William P. Rogers & James N. Benedict, *Money Market Fund Management Fees: How Much Is Too Much?*, 57 *N. Y. U. L. Rev.* 1059, at 1088 (1982).

なお、立証責任に関して、原告の救済を実効ならしめるとともに、コモンローの信認義務に沿った手法であるとして、原告が被告の不正な行為を示す一定の事実を証明すれば、一応原告に有利な事件 (*prima facie case*) として扱われ、その後は被告の側で自己に信認義務違反がないことを証明する責任が課せられると解されるべきであると主張する見解がある。Notes, *supra* note (7) at 647.

- (20) S. Rep. No. 184, 91st Cong., 1st Sess., at 5 (1969).
- (21) S. Rep. No. 184, 91st Cong., 1st Sess., at 15 (1969). フランケル教授は、たとえば、完全な開示がなされたのち、熟練した株主による承認があったことは、そうではない小規模の株主の承認とは意味が違ふと述べる。Frankel, *supra* note (6) at §12.03 [D].
- (22) Phillips 弁護士は、投資会社が大きく発展を遂げた今日では、「ミューチュアル・ファンドにおける株主の議決権行使は、投資家にとってはコストの高くつくものであり、かつ、その管理者にとっては面倒な (*burdensome*) ものであるという、儀式的な時代錯誤 (*ritualistic anachronism*) のものである」と述べる (Richard M. Phillips, *Deregulation under the Investment Company Act - A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Board of Directors*, 37 *Bus. Law.* 903, at 910 (1982).)。同弁護士によれば、ミューチュアル・ファンドは、一般の株式会社と異なり、株式が多数の小規模株主へと分散所有されており、株主は持分 (*equity*) を所有しているという意識よりも投資資金の管理を受ける手段として株式を所有すると捉える傾向があり (特に、マネー・マーケット・ファンドは、銀行預金や譲渡性預金といった短期金融商品と競合する商品と考えられている)、そして満足しない株主は容易に償還請求することができるために、株主の議決権行使はほとんどの場合儀式的な目的でなされるのであり、さらに二度三度の延期も異例ではないほど困難な委任状勧誘を行わなければならないその費用はファンドの負担となるのである (*Id.* at 908.)。
- (23) Notes, *supra* note (7) at 648.
- (24) John P. Freeman & Stewart L. Brown, *Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflict of*

- Interest, 26 J. Corp. L. 609, at 643 (2001).
- (25) Richard M. Phillips, *Deregulation under the Investment Company Act - A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Board of Directors*, 37 Bus. Law. 903, at 910 (1982).
- (26) James N. Benedict, James F. Moyle & Sean M. Murphy, *Recent Trends in Litigation under the Investment Company Act of 1940*, 32 Rev. Sec. & Comm. Reg. 165, at 167 (1999).
- (27) Freeman & Brown, *supra* note (24) at 652.
- (28) James M. Benedict, Mark Holland & Barry W. Rashkover, *Development in Management Fee Litigation*, 22 Rev. Sec. & Comm. Reg. 157, at 159 (1989).
- (29) Rogers & Benedict, *supra* note (19) at 1111-1112.
- (30) Rogers 弁護士および Benedict 弁護士は、36条b項の訴訟において裁判所が焦点とすべき事項は、その投資顧問料が承認された意思決定プロセスの誠実性であると述べる (Rogers & Benedict, *supra* note (19) at 1114.)。
- (31) Rogers & Benedict, *supra* note (19) at 1113. 同論文において、Rogers 弁護士および Benedict 弁護士は、投資顧問の収益性が問題とされることで以下のような疑問を解決しなければならないと指摘する。
- ・多すぎるとはどのくらいなのか。
 - ・どのような基準が用いられ、その基準は業界慣行の一般的なものであるべきなのか。
 - ・投資顧問料は運用成果に照らして算定されるべきものなのか。
 - ・合理性は全収入から費用を差し引いた通常の方法によって判断されるのか。
 - ・そうであるならば、合理的と非合理的の分岐点はどこであるのか。
 - ・その判断を行う際に議会が明確に否定した料率設定の手續に裁判所は携わらないのか。
 - ・裁判所は投資顧問のサービスの質や資産管理の責務を金銭に換算できるのか。
 - ・裁判所は取締役会によって考慮された無数の要素を重複して考慮することになるのか。
 - ・そうであるならば議会が意図した取締役会の役割と責任を減退させるのではないか。
 - ・投資顧問契約の承認は年次に行われるため、当初合理的であった投資顧問料が管理資産の増大によって年度中に非合理的なものになるのか。
 - ・同規模の管理資産額を有し同じ投資顧問料率を支払う2つの投資会社で、一方が効率的な運営によって費用を削減していたら、他方の効率性は判断に取り込まれるのか。
 - ・裁判所は経営コンサルタントとなって正当な投資顧問料を決定するために投資顧問の費用を分析することになるのではないか (Id. at 1113-1114.)。
- (32) 別の論者は、投資会社の独立取締役が投資顧問の不当な影響下 (unduly influence) になく、かつ、十分に情報を得たうえで判断を行ったならば、取締役は合理的な経営判断を行ったものと一般に推定され (presumed)、投資顧問は36条b項の信託義務を果たしたことになるとの説を

主張する (Note, Mutual Funds: Solving the Shortcomings of the Independent Director Response to Advisory Self-Dealing Through Use of the Undue Influence Standard, 98 Colum. L. Rev. 474, at 502 (1998).)。

(33) Rogers & Benedict, *supra* note (19) at 1116.