

## 米国 SEC の年金コンサルタントに関する調査報告

野村 亜紀子

### 要 約

1. 米国では 2005 年 5 月 16 日、証券取引委員会（SEC）により年金コンサルタントに関するスタッフ調査報告が出された。年金コンサルタントは、企業に対し、年金プランの運用・運営関連の様々なサービスを提供する。一方で、運用会社にもサービスを提供しており、利益相反の懸念が生じていた。
2. SEC 調査報告では、利益相反の疑われる実状と共に、年金コンサルタントが、それらの利益相反の可能性について、企業に対して十分なディスクロージャーを行っていない点が示された。SEC は、これを改める必要があるとし、年金コンサルタントが必要な社内手続きを策定するよう、提案している。
3. SEC 調査の結果は労働省と共有され、2005 年 6 月には両省庁から「年金コンサルタントの選定と監視：プラン受託者へのヒント」が出された。一方、SEC による調査を受けて、年金コンサルタントの中には、ビジネス手法や体制を見直す動きも起こっている。
4. 年金コンサルタントは、監査法人、証券アナリストなどと同様に、いわゆるフィナンシャル・ゲートキーパーの一種である。年金コンサルタントの利益相反問題は、近年、米国資本市場で続けられてきた、フィナンシャル・ゲートキーパーの役割、ビジネス、規制・監督のあり方の見直しの中に位置付けることができる。

### I. 年金コンサルタントと SEC

米国の証券取引委員会（SEC）は、2005 年 5 月 16 日、年金コンサルタントに関するスタッフ調査報告書（以下、SEC 調査報告）を公表した<sup>1</sup>。多くの年金コンサルタントが、年金プランのスポンサーたる企業と運用会社の両方を顧客としており、利益相反が生じているのではないかという懸念に対応するためのものだった。

年金コンサルタントは、年金プラン向けに、以下のようなサービスを提供する<sup>2</sup>。

- ① 運用目標と制約の特定
- ② 運用目標に応じた資産のアロケーション
- ③ 運用目標達成に向けた資産運用のための運用会社選定
- ④ 年金プラン加入者が投資対象とできるミューチュアル・ファンドの品揃え選定
- ⑤ 運用会社およびミューチュアル・ファンドのパフォーマンス監視と変更の提言
- ⑥ カストディアン、運営管理業者、証券業者といった業者の選定

米国の年金コンサルタントは、規模、専門分野、ターゲット顧客のタイプ・規模など、多様である。図表 1 に、いわゆる大手を挙げたが、この他にも、1 人事務所のようなところも含めて 1700 以上の業者がいると言われ

図表 1 年金コンサルタント大手の業容

会社名	顧客タイプ		提供商品・サービス			
カラン・アソシエーツ	DC	8%	アセット・アロケーション	○	デリバティブ	
	DB	65%	業者選定	○	アウトソーシング	
	その他	27%	プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	
	<\$5000 万	8%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	
	\$5000 万-2 億	30%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	
	\$2 億-10 億	33%	加入者教育	○	S-Ox 法関連規制遵守	
	>10 億	29%				
CRA ロジャーズケーシー	DC	21%	アセット・アロケーション	○	デリバティブ	○
	DB	41%	業者選定	○	アウトソーシング	
	その他	38%	プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	○
	<\$5000 万	16%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	
	\$5000 万-2 億	21%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	○
	\$2 億-10 億	43%	加入者教育		S-Ox 法関連規制遵守	
	>10 億	20%				
ヒューイット・アソシエーツ	DC	NA	アセット・アロケーション		デリバティブ	
	DB	NA	業者選定		アウトソーシング	○
	その他	NA	プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	○
	<\$5000 万	8%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	○
	\$5000 万-2 億	19%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	
	\$2 億-10 億	32%	加入者教育	○	S-Ox 法関連規制遵守	○
	>10 億	41%				
マーサー・インベストメント・コンサルティング	NA		アセット・アロケーション	○	デリバティブ	
			業者選定	○	アウトソーシング	○
			プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	
			受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	
			基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	
			加入者教育		S-Ox 法関連規制遵守	○
ラッセル・インベストメント・グループ	DC	20%	アセット・アロケーション	○	デリバティブ	○
	DB	65%	業者選定	○	アウトソーシング	
	その他	15%	プラン設計		オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	○
	<\$5000 万	0%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	○
	\$5000 万-2 億	0%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	○
	\$2 億-10 億	10%	加入者教育		S-Ox 法関連規制遵守	
	>10 億	90%				
ワトソン・ワイアット・ワールドワイド	DC	0%	アセット・アロケーション	○	デリバティブ	○
	DB	0%	業者選定	○	アウトソーシング	○
	その他	100%	プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	
	<\$5000 万	0%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	○
	\$5000 万-2 億	0%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	○
	\$2 億-10 億	0%	加入者教育	○	S-Ox 法関連規制遵守	○
	>10 億	100%				
ウィルシャ・アソシエーツ	DC	26%	アセット・アロケーション	○	デリバティブ	○
	DB	48%	業者選定	○	アウトソーシング	○
	その他	26%	プラン設計	○	オルタナ投資コンサル	○
			アセット・ライアビリティ	○	TAA	○
	<\$5000 万	5%	受託者・ファンド・ガバナンス	○	レバレッジ	
	\$5000 万-2 億	9%	基金理事・スタッフ研修	○	ポータブル・アルファ	○
	\$2 億-10 億	34%	加入者教育	○	S-Ox 法関連規制遵守	
	>10 億	52%				

(注) DC=確定拠出型年金、DB=確定給付型年金、S-Ox 法=サーベンス・オクスレー法  
(出所) Plan Sponsor, Oct. 2004

る。また、一般に年金コンサルタントと言うと、確定給付型年金のサービス業者という印象が強いが、401(k)プランなどの確定拠出型年金でも、近年、コンサルタントの利用が拡大していると指摘されている<sup>3</sup>。

年金コンサルタントは通常、SEC または州政府当局に、投資顧問業者として登録することを義務付けられている。1940 年投資顧問法は、報酬を得て他者に証券の価値や投資について助言する、あるいは分析等を提供する者を投資顧問業者と定義しており、前述の年金コンサルタントのサービスは、運用目標の策定やアセット・アロケーションはもとより、運用会社やミューチュアル・ファンド選定もこの定義に該当するからである。登録先は、顧客年金プランの残高が 5000 万ドル以上だと SEC、同未満だと州政府当局という形で分けられている。

企業年金プラン関連の規制・監督といえば、通常、従業員退職所得保障法（ERISA）に基づき、労働省が行う。SEC が年金コンサルタントに対し、本稿で紹介するような調査を行う権限を持ちえたのは、彼らが SEC 登録の投資顧問業者だからである。

## II. 利益相反の可能性

年金コンサルタントが重宝される理由の一つは、運用を含めた年金関連のサービスが発展・多様化する中で、企業が業者等を選定する際に、専門家の助言が必要不可欠となっているからである。同時に、年金コンサルタントを介することで、業者等の選定に客観性が付与される点も重視されている。業者等の選定は、年金受託者としての行為であり、企業は、加入者に対する忠実義務をはじめとする ERISA の受託者責任規定の遵守を求められる。そのための方策の一つが、年金コンサルタントの活用なのである。

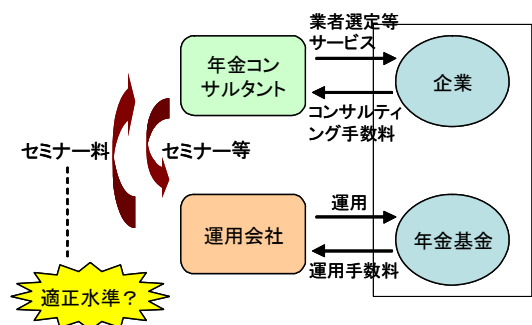
一方、年金コンサルタントの多くは、選定

対象である運用会社に対しても、リサーチ、ソフトウェア、セミナーの開催といったサービスを提供している。最近、それらのサービスの付加価値は認めつつも、価格が不自然に高く、運用会社から年金コンサルタントへのキックバックの要素を含んでいないかが懸念されるようになっていた（図表 2）。

例えば、セミナー等のサービスの手数料は、年間 3.5～5 万ドルが一般的と言われるが<sup>4</sup>、運用会社がこれらのサービスを購入することにより、選定される可能性が高くなるという暗黙の了解が存在するのではないかという懸念である。ハワイ州従業員退職制度が、2003 年に同制度の年金コンサルタントであるカラン・アソシエーツの抱える潜在的な利益相反を調査したところ、カランにより推奨された運用会社の 85%、選定された運用会社の 100%がカランと金銭を伴う関係を持っていたという事例も指摘されている<sup>5</sup>。これだけを以て利益相反が生じていると断定はできないものの、カランが金銭関係のある業者を優先的に選定する誘因の存在は否定できないという見方である。

また、年金コンサルタントが企業に対し、選定対象である運用会社とのビジネス関係や利益相反の可能性について、十分なディスクロージャーを行っていないのではないかという点も懸念されていた。

図表 2 年金コンサルタントのサービスと利益相反の懸念



（出所）野村資本市場研究所

このような年金コンサルタントをめぐる利益相反の可能性は、以前から意識されてはいたが、これまで正面から取り組む動きがなかった<sup>6</sup>。その状況をついに打開したのが、今回の SEC 調査と言える。年金コンサルタントを対象とする特別調査は、SEC にとって初の試みで、2003～2004 年の投信不正問題のようなスキャンダルの可能性を未然に防止することが意図されたと言われている<sup>7</sup>。

### Ⅲ. 調査報告の内容

SEC は 2003 年 12 月、SEC 登録の投資顧問業者である年金コンサルタントに対し、2002 年 1 月～2003 年 11 月の活動に関する詳細な情報を要求する質問状を送付した。質問内容は、①コンサルタントが企業と運用会社の両方に対して提供している商品・サービスの内容説明、②ソフトダラーも含めた報酬の取り決め、③顧客に対するディスクロージャーから成り、業者選定等に関する運用会社とのやり取りの記録などの提出も要求するものだった。最終的な調査対象は 24 社で、異なる規模、サービス内容等の会社が揃えられた<sup>8</sup>。

#### 1. 調査により明らかにされた実態

SEC 調査報告では、まず、24 社からの回答に基づく実態の整理が行われた。内容は以下の通りである。

- ① 年金プランと運用会社の両方へのサービス提供
- ・ 24 社中 13 社が、継続的に、年金プランと運用会社の両方に商品・サービスを提供しており、中には運用会社から得る収入が総収入のかなりの部分を占めるところもあった。
  - ・ 13 社のうち 8 社が、セミナーの開催に当たって、年金プランは無料、運用会社は有料としていた。
  - ・ 10 社が運用会社にパフォーマンス分析

用ソフトウェアを提供していたが、年間 7 万ドルに上るものもあった。

- ・ 継続的にサービス提供していた 13 社以外でも、6 社が調査対象期間中に、1 回きりまたは限定的な形で運用会社とのビジネスを行っていた。
- ② 証券会社との関係
- ・ 24 社中 14 社が、証券会社を関係会社として持つか、外部の証券会社と提携関係にあった。
  - ・ このような関係は、年金プランが証券会社に支払う取引執行手数料の一部を年金コンサルタントへの支払いに充てる「コミッション・リキャプチャー」のような慣行を可能にしている<sup>9</sup>。
  - ・ 上記 14 社中 2 社は、顧客の年金プランを証券会社に紹介するプログラムを行っていたが、その事実を年金プランに開示していなかった。
- ③ 業者選定でのバイアス
- ・ 年金コンサルタントが、特定の運用会社を優先するためにプランへの提言を歪曲したと結論するに十分な分析は得られなかった。
  - ・ 分析可能なデータが得られた 6 社のうち、3 社については、自社の製品を購入している運用会社を推奨する頻度が高いという示唆を得た。
- ④ 年金プラン向けに複数のサービス提供
- ・ 多くの年金コンサルタントが、関係会社等を通じて複数のサービスを年金プランに提供しており、利益相反やディスクロージャー上の問題が生じうる状態にあった。
  - ・ 9 社が、年金コンサルタントであると同時に系列証券会社の登録外務員という社員を抱えており、当該社員の報酬が年金プランから系列証券会社への取引発注量に基づくという事実を開示していないところもあった。

- ⑤ ディスクロージャーの不備
  - ・ 運用会社に商品・サービスを提供していた 19 社のうち 3 社は、その事実について年金プランに全くディスクロージャーを行っておらず、残りの 16 社の開示も、利益相反の可能性に言及しないなど、限定的だった。
- ⑥ 受託者としての認識不足
  - ・ 多くのコンサルタントが、自分が投資顧問法上の投資顧問業者であり、受託者であることを自覚していなかった。
- ⑦ 社内手続きの不備
  - ・ 多くの年金コンサルタントが、利益相反防止のための手続きや顧客へのディスクロージャーに関する手続きを持っていなかった。ただし、今回の調査を受けて、対策を講じたコンサルタントも数社あった。
- ⑧ 運用会社の行動パターン
  - ・ 運用会社は、複数の年金コンサルタントから重複する商品を購入しているようだった。同時に、それらのコンサルタントにより、年金プランへの推奨を受けていた。

## 2. SEC の提案

SEC は、上記のような事実認識の下で、年金コンサルタントが、受託者として、社内の方針及び手続きを充実させる必要があると結論づけている。

米国では、2003～2004 年の投信不正事件への対策として、10 本以上の SEC 規則が採択された。その一環で、米国の投資顧問業者は、2004 年 10 月 5 日までに、証券諸法・規則違反を防止するための方針及び手続きを策定し、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを設置することを義務づけられた<sup>10</sup>。SEC は、今回の調査に基づき、年金コンサルタントが、同規則の求める方針・規則に、以下を盛り込むことを提案している。

- ① 年金プラン向けのビジネスを他のビジネスから隔離し、利益相反を排除・緩和するための方針・手続き。例えば、業者やミューチュアル・ファンド選定のプロセスにおいて、運用会社と他のビジネス関係への配慮が入り込む余地のないようにする。
- ② 年金プラン顧客（既存顧客、顧客候補とも）に対し、受託者責任を果たすために必要な全てのディスクロージャーが行われることを確保する方針・手続き。特に、年金コンサルタントが推奨する運用会社とビジネス関係を持っている場合は、それによる重大な利益相反に関する方針・手続き。年金コンサルタントが運用会社や、年金プランの取引を執行する証券会社から報酬を得る場合、その報酬に関するディスクロージャーも含まれる。
- ③ ブローカレッジ・コミッション、贈り物、謝礼、寄付等をめぐる利益相反の防止または重大な利益相反のディスクロージャーに関する方針・手続き。

## IV. 今後の展望

### 1. 労働省との協力

今回の調査対象 24 社のうち、問題が発見された年金コンサルタントについては、今後、SEC による法規執行もありうるとされている<sup>11</sup>。

また、年金コンサルタントの利益相反は、年金プランの運営上、様々な点で彼らに依拠する企業にとっても重大な問題である。そもそも、今に至るまで企業がこの問題を追及しなかったのは、企業が受託者責任を十分に果たしていなかったことに他ならないという指摘もなされている。

この点について、SEC は、今回の調査結果を労働省と共有し、今後、年金プラン受託者の教育などの分野で協力していくとしてお

り、2005年6月1日には、両省庁合同で「年金コンサルタントの選定と監視：プラン受託者へのヒント」と題するガイダンスが出された<sup>12</sup>。年金プラン受託者がコンサルタントに問うべき10の質問とそれに関する解説が列挙されており（図表3）、利益相反の可能性に関するディスクロージャーの向上が目的とされている。

## 2. フィナンシャル・ゲートキーパーとしての年金コンサルタント

投資家や企業のために、評価や認証といったサービスを提供する独立の専門家は「フィナンシャル・ゲートキーパー」と呼ばれ<sup>13</sup>、一般に、監査法人、証券アナリスト、格付機関などがこれに該当する。業者やミューチュアル・ファンドの選定・評価を手掛ける年金コンサルタントも、フィナンシャル・ゲートキーパーの一種と言える。

図表3 年金プラン受託者がコンサルタントに問うべき10の質問

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. SEC または州政府当局に投資顧問登録していますか？</li> <li>2. 推奨対象としている運用会社と何らかの関係がありますか？ある場合、どのような関係ですか？</li> <li>3. 推奨対象としている運用会社から何らかの支払いを受け取っていますか？受け取っている場合、収入に占める割合は？</li> <li>4. 利益相反に対処するための方針・手続きを整備していますか？</li> <li>5. ブローカレッジ・コミッションの一部が貴社向けにコンサルティング手数料として支払われている場合、支払い状況を監視していますか？</li> <li>6. また、その場合、最良執行の確保をいかにして行っていますか？</li> <li>7. 運用会社が特定の証券会社に発注すると貴社が利益を得るような取り決めを、証券会社との間に締結していますか？</li> <li>8. 採用されたら、自らが投資顧問法上の受託者であることを書面で認めますか？</li> <li>9. 年金プランへの推奨に関して自らが ERISA 上の受託者であると考えますか？</li> <li>10. 顧客の何割が、貴社が手数料を受け取っている運用会社、証券会社等を利用していますか？</li> </ol> |
|--|

（出所）SEC 及び労働省

米国資本市場では、近年、フィナンシャル・ゲートキーパーの役割、ビジネス、規制・監督のあり方が見直され、適正な姿が模索されてきた。例えば、監査法人については、サーベンス・オクスレー法により、同一顧客に対するコンサルティング等の非監査サービスの提供が禁止された。非監査サービスを同時に提供することで、監査法人の独立性・客観性が歪められうる点が問題視された結果だった。

また、証券アナリストをめぐっては、2003年、アナリスト個人にレポート内容が中立的であることを宣誓させる「レギュレーション AC」が定められ、証券会社10社と証券規制当局との「包括的和解」（Global Settlement）には、投資銀行部門との分離、独立系リサーチ会社のレポート配布などが盛り込まれた<sup>14</sup>。ブローカレッジ部門に属して投資家に中立的な意見を提供するのが任務のアナリストのコストが、実際には投資銀行部門により賄われており、アナリストが投資銀行部門の利益を優先して評価を歪めるなど、アナリストの中立性が損なわれうる事態への対応が目的だった。ただ、その後、独立系リサーチ会社が注目される一方で、小型株を中心にアナリストのカバレッジが着実に縮小し、その対策として発行体の費用負担によるアナリスト・レポート（issuer-paid research）が登場するなど、未だ最適解が見いだせない状態にあると言える<sup>15</sup>。

年金コンサルタントの利益相反も、上記のようなフィナンシャル・ゲートキーパーをめぐる問題の一環として位置付けることができる。年金プランと運用会社の両方にサービスを提供していることについては、監査法人の場合のように、兼業を制約する方法も考えられるが、SEC 調査報告を見る限り、少なくとも現時点での SEC のアプローチは、ディスクロージャーの徹底と思われる。

他方、SEC の調査が開始された2003年12

月以降、年金コンサルタントの間で、ビジネス手法や体制変更等の動きが見られる。例えば、マーサー・インベストメント・コンサルティングは、2004年10月、115の運用会社に対して提供していたグローバル・インベストメント・フォーラムを終了すると発表した。「規制環境と顧客の期待の変化を受けて、そうするのがプルーデントであると考えた」とのことだった<sup>16</sup>。ワトソン・ワイアット・ワールドワイドも、2004年3月、傘下の保険・退職プラン関連の戦略コンサルティング部門をスピン・オフし、ストラテジック・コンサルティング・グループを設立した。

そもそも、年金コンサルタントが、年金プラン向けサービス以外の収入源を求めるのは、企業が年金コンサルタントに対し、運用会社に勝るとも劣らない専門性を要求する一方で、最低限の手数料しか支払おうとしないからだという指摘もなされている<sup>17</sup>。企業は年金コンサルタントの独立性・透明性を支持すると言うが、それに見合うコストを負担する気があるのか疑問だとし、年金コンサルティング単独でのビジネスは困難という指摘もある。一方で、適切な形でビジネスを構築すれば、年金コンサルティング収入のみで、十分競争力を保っていけると主張するコンサルタントもいる<sup>18</sup>。

このように、今回のSEC調査報告は、適正な規制・監督のあり方に関する議論の出发点となりうると同時に、年金コンサルティングのビジネス手法やコスト負担が見直される、一つの契機になる可能性もある。

<sup>1</sup> “Staff Report Concerning Examinations of Select Pension Consultants,” Office of Compliance Inspections and Examinations, U.S. Securities and Exchange Commission, 5/16/2005.

<sup>2</sup> SEC調査報告による説明。ただし、SEC自身が調査報告で記述しているように、年金コンサルタントがERISA上の受託者に該当しないよう注意を払っているのであれば、ERISA上の受託者の行為である

業者や商品選定等の最終決定権限はあくまでも企業に残し、自分たちは企業の決定のサポートに留まる形にしているはずである。

<sup>3</sup> 運用業界関連の調査に強いセラーリ・アソシエーツによると、過去5年間で確定拠出型年金によるコンサルタントの利用は34%増加した。(Cerulli Associates, *Mutual Fund Revenue Sharing: Current Practices and Projected Implication*, 2005.)

<sup>4</sup> “Money manager forums at issue: Callan keeps its conferences; other consultants pull the plug,” *Pensions & Investments*, 11/15/2004.

<sup>5</sup> “SEC examines pay-to-play,” *Pensions & Investments*, 1/26/2004.

<sup>6</sup> 例えば、Plan Sponsorの2001年7月号記事では、年金プラン運営の複雑化により、利益相反など倫理的・法的な問題が生ずる余地が拡大していること、年金コンサルタントについては採用に際して必要なら「コンサルタントのコンサルタント」を雇うくらいの精査が求められることなどが、指摘されている。(“Paying to Play,” *Plan Sponsor*, July 2001.) また、

今回のSEC調査が開始された際に書かれたPensions & Investmentsの論説は、SECが長期間にわたってこの問題を放置してきたこと、SECが年金コンサルタントのビジネスについて一から学ぶ必要があったこと、年金運用業界の中でこれまで利益相反や不正の可能性について正式な調査を主張する声ほとんど皆無に近かったことこそ、ショッキングだと指摘している。(前掲脚注5のPensions & Investments記事)

<sup>7</sup> “First time: Consultants under the gun with SEC probe; ‘Pay-to-play’ allegations spur sweeping, detailed investigation,” *Pensions & Investments*, 1/12/2004.

<sup>8</sup> 調査対象の名前は公表されなかったが、Pensions & Investmentsによると、マーサー、ワトソン・ワイアット、ウィルシャー、フランク・ラッセル、ストラテジック・インベストメント・ソリューションズ、サミット・ストラテジーズ・グループ、シーガル・アドバイザーズがSECの質問状を受け取ったことを認めている。(“SEC ‘sweep’ takes legal aim at investment consultants,” *Pensions & Investments*, 5/16/2005.)

<sup>9</sup> コミッション・リキャプチャーについては、大崎貞和・胡田聡司「コミッション・リキャプチャーとその問題点」『資本市場クォーターリー』2003年夏号を参照のこと。同論文では、コミッション・リキャプチャーが、運用会社の最良執行義務、年金プランの受託者責任に照らして、問題の少なくない慣行である点が指摘されている。SEC調査報告で、SECもコミッション・リキャプチャーについて同様な指摘を行っている。ただ、コミッション・リキャプチャーは、基本的には年金プランが証券会社に対して指図するものであり、年金プラン運営をめぐるより広範な問題の一つと捉える必要がある。

<sup>10</sup> SEC, “Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers,” Advisers Act Release No. 2204 (12/17/2003).

<sup>11</sup> 前掲脚注8のPensions & Investments記事。なお、SEC調査報告との関係は不明だが、投信評価会社の

モーニングスターも、ニューヨーク州のスピッツァー司法長官、SEC、労働省の三者から、同社の年金プラン向けサービスに関する情報提供を求められている。例えば、企業が確定拠出型年金の運用商品品揃えを決定する際に、候補となるミューチュアル・ファンドを選定するサービスが含まれる。(2004年12月15日付け、2005年1月7日付け、2005年5月24日付けモーニングスター社プレスリリース)

<sup>12</sup> “Selecting and Monitoring Pension Consultants: Tips for Plan Fiduciaries,” SEC, 6/1/2005.

<sup>13</sup> フィナンシャル・ゲートキーパーの特徴としては、提示する評価や認証が、精確・正直であることについて長年にわたり確立された評判が、自らの重要な資本であることなどがある。(John C. Coffee, Jr., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms,” Columbia Law School Working Paper No. 237, Sep. 2003.)

<sup>14</sup> 包括的和解については、平松那須加「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』2003年夏号を参照。

<sup>15</sup> 発行体依頼のアナリスト・レポートについては、Josh Friedlander, “Better to Shine A Light?” *Investment Dealers Digest*, 3/28/2005 を参照。

<sup>16</sup> 同社プレスリリース (“Statement on Mercer Investment Consulting Global Investment Forum,” 10/29/2004.)

<sup>17</sup> ミズーリ州従業員退職制度のエグゼクティブ・ディレクターであるゲリー・フィンドレー氏の指摘(前掲脚注7の Pensions & Investments 記事)。同氏は、年金コンサルタントの利益相反について従来から積極的に発言を行っていた。なお、同氏は *Plan Sponsor* 誌 2004年5月号への寄稿で、監査法人のような他ビジネスの分離を年金コンサルタントに求めるのは政策として性急すぎ、ディスクロージャーの徹底による透明性の向上の方が望ましいとコメントしている。 (“Voice: A Bribe by Any Other Name Smells As Rotten!” *Plan Sponsor*, May 2004.)

<sup>18</sup> “Running the Fund: Independent’s Day?” *Plan Sponsor*, Jan. 2004.