

## エキスパート・ネットワーク事件と インサイダー取引を巡る議論

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 米国では 2009 年末から 2010 年末にかけて、エキスパート・ネットワークやヘッジファンドに関連するインサイダー取引の摘発が相次いだ。企業の情報開示やりサーチのあり方を巡る重要な論点を提起するものとして注目される。
2. エクスパート・ネットワークとは、ある業界や企業について、その従業員などの専門家をネットワークに登録し、投資家に紹介する業者を指す。市場の透明性・公平性の向上を目的とした SEC のアナリスト規制強化が、こうした企業情報の新たな仲介役の台頭を促し、皮肉にも情報開示を巡る新たな問題に繋がったとも言えよう。
3. 米政府はオバマ大統領の下、消費者保護の強化を掲げており、その一環で金融詐欺対策タスクフォースを設置したり、捜査で盗聴を多用するなど、インサイダー取引の取締りを強化する姿勢を見せている。
4. 一連の摘発を受け、セルサイドの間ではエキスパート・ネットワークの利用を差し控える動きも伝えられている。また、バイサイドの間では、外部リサーチの利用に新たな規制に係るのではないかと、パッシブ運用へのシフトが生じるのではないかと、といった懸念も聞かれており、今後の動向が注目される。

### I. はじめに

米国では近年、インサイダー取引の摘発が相次いでおり、2009 年 10 月以降の逮捕者だけでも 20 名を越えている。その中でも、金額や関係者数といった点で大事件となった 2009 年末のガリオン・キャピタル関連事件と 2010 年末のエキスパート・ネットワーク事件では、従来一般的であったインサイダー（内部者）自身によるインサイダー取引ではなく、実際に取引を行ったのがアウトサイダー（外部者）たる機関投資家であったことや、エキスパート・ネットワークという第三者が介在したという特徴があり、米政府・証券取引委員会（SEC）のインサイダー取引に対する新たな姿勢を示していると言えよう。

こうした外部者の絡んだ近年のインサイダー取引事件は、企業の情報開示やリサーチのあり方を巡る重要な論点を孕んでいる。そこで以下では、ガリオン・キャピタル関連事件とエキスパート・ネットワーク事件の事実の概要を確認した上で、それらの背景にある米政府・SECによる規制・監督の潮流について紹介する。

## Ⅱ. 近年の主要インサイダー取引事件の概要

### 1. エキスパート・ネットワーク事件

2010年末にインサイダー取引での摘発が相次いだのは、エキスパート・ネットワークを介した取引である。11月にはエキスパート・ネットワークに参加する専門家イヴ・ベナモウ医師が逮捕された。また、同月に、エキスパート・ネットワークのプライマリー・グローバル・リサーチ社社員ドン・チュウ氏、12月には同社社員ジェームズ・フリーシュマン氏および同社のネットワークに参加する専門家であった上場IT企業の社員4名が逮捕された。更に12月末には、カリフォルニア在住のウィニフレッド・ジャウ氏がプライマリー・グローバルのネットワークに参加する専門家として複数の上場企業に関する未公開情報をヘッジファンド等に伝達し、2年間で20万ドルの報酬を得た容疑で逮捕された<sup>1</sup>。

エキスパート・ネットワークとは、ある業界や企業について、その現役職員・元役職員といった専門家（エキスパート）をコンサルタントなどとしてネットワークに登録した上で、彼らを投資家に紹介する業者を指す。上記の逮捕された医師や上場IT企業社員は、こうしたネットワークに参加する専門家に該当する。このようにエキスパート・ネットワークは、バイサイドの投資の参考となる情報を提供するという意味で、独立系リサーチの一種とも言えるが、原則として自らアナリストを雇うことはない。エキスパート・ネットワークの調査および投資家への紹介を行うインテグリティ・リサーチ・アソシエイツ<sup>2</sup>によると、エキスパート・ネットワークは40社ほどあり、2009年には4億ドルほどの収入があったという（図表1）。

投資家がエキスパート・ネットワークを使用するには、通常の情報ベンダーを利用するときと同様、まず加入手続きをする。インテグリティ・リサーチによると、投資家が使い放題で年会費を支払う場合が一般的のようであり、年会費は一業界につき平均で9万ドル、高価なエキスパート・ネットワークだと12万ドルほどだという。利用の形態は、専門家との電話やミーティングによる対談が一般的であるが、オーダーメイドのセミナーや、ネットワーク上の専門家が執筆するレポートの形態を採ることもある。

<sup>1</sup> ジャウ氏の現在の職業は、本稿執筆時点では不明だが、かつては本件未公開情報を伝達した対象企業の一つの嘱託社員であったことが明らかになっている。

<sup>2</sup> 同社はエキスパート・ネットワークをリサーチ会社の一種としており、エキスパート・ネットワークを含まリサーチ会社を投資家に紹介し、投資家から手数料を得るビジネスを行っている。なお、同社は2008年にUBSから出資を得ている。

図表 1 エキスパート・ネットワークの事例

ガーソン・レーマン・グループ	エキスパート・ネットワーク最大手とされる。1998年設立。米国、日本を含む13カ国に拠点を持つ(日本語サイト: <a href="http://www.glgroup.com/intl/jp/">http://www.glgroup.com/intl/jp/</a> )。全世界で25万人以上のカウンスル(専門家)のネットワークを形成。対象セクターは、会計・財務分析、消費財・サービス、エネルギー・工業、金融・ビジネスサービス、ヘルスケア、法律・経済・規制業務、不動産、テクノロジー・メディア・テレコム <sup>3</sup> の8分野。
ガイドポイント・グローバル	エキスパート・ネットワーク大手とされる。2003年設立(当時はクリニカル・アドバイザーズ)。米国に加えて、シンガポール、ロンドンに拠点を持つ。対象セクターは、ヘルスケア、消費財・サービス、テクノロジー・メディア・テレコム、金融・ビジネスサービス、エネルギー、工業、法律・会計の7分野に及ぶが、とりわけヘルスケアに強みを持つ。
コールマン・リサーチ・グループ	エキスパート・ネットワーク大手とされる。2003年設立。米国に加え、ロンドン、北京、香港に拠点を持つ。対象セクターは、金融・ビジネスサービス、消費財・サービス、ヘルスケア、エネルギー・工業、テクノロジー・メディア・テレコムの5分野。
プライマリー・グローバル・リサーチ	2004年設立。本社はカリフォルニア州マウンテンビュー。対象セクターはテクノロジー、ヘルスケア、小売、メディア・インターネット、代替エネルギー・クリーンテクノロジー、金融サービス、エネルギー・工業、不動産の8分野。また、トレーディング部門としてPGRセキュリティーズ(サンフランシスコ)を保有し、機関投資家のリサーチと売買執行の両方のニーズに対応することを標榜する。インサイダー取引で社員およびネットワーク上の専門家に多数の逮捕者が出た。
リーリンク・スワン(MEDACorp)	ヘルスケア分野に特化した投資銀行。ヘルスケアのエキスパート・ネットワークMEDACorpを運営し、同分野で3.5万人以上の専門家のネットワークを形成。なお、MEDACorpのネットワークは機関投資家顧客以外にも、投資銀行やウェルスマネジメントなどでも活用。
エポクレイツ(MedInsight)	医療従事者向けヘルスケア情報のオンライン提供業者。ヘルスケアのエキスパート・ネットワークMedInsightを運営し、同分野で70万人以上の専門家のネットワークを形成。ゴールドマン・サックス傘下のサードパーティー・リサーチのゲートキーパーであるハドソン・ストリート・サービスズが保有。

(出所) 各社ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

他方、エキスパート・ネットワークで情報を提供する側の専門家は、自らネットワーク上の専門家になることをエキスパート・ネットワークに申請する。例えば、エキスパート・ネットワーク最大手のガーソン・レーマン・グループのウェブサイトでは、トップページの中心に、情報を受け取る投資家向けの「顧客になる」というリンクと並んで「専門家になる」というリンクがある。ここに入ると、会計・財務分析、消費財・サービス、ヘルスケアといった業種・分野が並んでおり、ネットワークに専門家として参加しようという者は、この中から自分の専門を選択する。専門家の方は投資家と異なり、手数料等は支払わず、タイムチャージで手数料収入を得る<sup>3</sup>。エキスパート・ネットワークは、投資家のニーズに応じて、ネットワークの専門家を紹介する。専門家の方は、個別の問い合わせやニー

<sup>3</sup> インテグリティ・リサーチによると、一般的には一時間当たり100~500ドルだという。また、専門家によっては1,000ドルを要求する者もいると報じられている。エキスパート・ネットワークによっては、専門家募集欄で一時間当たり手数料を自ら記入させるところもある。

ズに対して自信のない場合などは断ることも認められている。

一連の逮捕・起訴において検察当局<sup>4</sup>が問題視したのは、こうしたエキスパート・ネットワークの専門家を紹介したインサイダー情報のやり取りであった。例えば、ヒューマン・ゲノム・サイエンス社による C 型肝炎新薬の治験実行委員会の一員であり、エキスパート・ネットワークの専門家でもあったイヴ・ベナモウ医師の逮捕では、治験で死亡者が出たことなどをヘッジファンドに伝えたことが、検察当局により、証券詐欺<sup>5</sup>およびその共謀とされた。新薬開発の成否は株価に大きく影響するため、エキスパート・ネットワークにおける医師の役割は大きく、医療関連専門のエキスパート・ネットワークもある。なお、当該ヘッジファンドはこの情報により、ヒューマン・ゲノム・サイエンス社の株式を売り抜け、3,000 万ドルの損失を回避したとされているが、本稿執筆時点では逮捕・起訴はされていない。

エキスパート・ネットワークのプライマリー・グローバル・リサーチ関連の事件では、まず、同社社員のドン・チュウ氏が 11 月に逮捕された。チュウ氏は、プライマリー・グローバルのネットワークに参加する専門家が自社の未公開の決算情報等を伝達すると知りながら、ヘッジファンド社長のリチャード・リー氏との面談を設定したことなどで、証券詐欺などの共謀の容疑がかけられた<sup>6</sup>。実は、リー氏は昨年ガリオン事件（後述）でインサイダー取引の容疑を認めており、連邦捜査局（FBI）に協力することとなっていた。そのため、リー氏は FBI の指示通り、チュウ氏との会話を録音し、それがチュウ氏の逮捕に繋がった。

更に 12 月に入ると、プライマリー・グローバルの営業担当者ジェームズ・フリーシュマン氏が、ネットワークの専門家が自社等の未公開情報を伝達すると知りながら投資家に紹介した容疑で逮捕された。同時に、同社のネットワークにコンサルタントとして登録されていた上場 IT 企業社員 3 名も、未公開情報を投資家に伝達したとして、証券詐欺などの容疑で逮捕された。また、別の上場 IT 企業社員も、自社の未公開情報をプライマリー・グローバルのコンサルタントとして伝達したことについて、証券詐欺などの容疑を認めていることが明らかになった。捜査を担当したニューヨーク南部地区検察庁のブリート・バララ検事正は、4 名のコンサルタント（上場 IT 企業社員）が投資家との電話だけで受け取った 40 万ドル超の金額は、如何にそこで伝達された情報の価値が重視されていたかの証左だと述べ、これはマーケット・リサーチではなくインサイダー情報の売買だと断じた。

エキスパート・ネットワークを紹介した一連のインサイダー取引事件では、自社の未公開情報を漏えいしたインサイダーに加え、それを投資家に伝達する場を提供した者（エキス

<sup>4</sup> 証券法違反に対しては、課徴金や許認可の取り消し、差止訴訟などの民事訴訟は SEC が担当し、刑事事件としての捜査は司法省外局の FBI、刑事訴追は司法省所管の各地方検察庁（ほとんどがニューヨーク南部地区検察庁）が担当する。

<sup>5</sup> 米国証券法においては、インサイダー取引を明示的に規制する規定はなく、一般詐欺禁止規定である 1934 年証券取引所法規則 10b-5 がインサイダー取引の禁止規定となっている。

<sup>6</sup> なお、本件で自社の内部情報を漏えいしたネットワーク上の専門家は、チュウ氏逮捕の時点では実名は公表されておらず、また、逮捕もされていない（理由は明らかにされていない）。

パート・ネットワーク)も対象となった点が注目される。他方、投資家サイドでは、この事件に関しては、本稿執筆時点で逮捕者は出ていない。

## 2. ガリオン・キャピタル関連事件

SECやFBIによるインサイダー取引の摘発強化は、2010年末のエクスパート・ネットワーク関連事件から始まったわけではない。エクスパート・ネットワークに対しては、2006年からSECやFBIが調査に乗り出していた。しかし、その当時は具体的な違反事案が浮上しなかったことと、エクスパート・ネットワーク自身も規則で専門家が未公開情報のやり取りをすることを禁じるなどのコンプライアンス体制を整えていたため、逮捕・起訴には至らなかった。

しかし、SECやFBIによるインサイダー取引の調査は続き、2009年10月には、ヘッジファンドのガリオン・キャピタルの創業社長ラジ・ラジャラトナム氏が逮捕され、同氏のインサイダー取引に関与したとして5名の逮捕者が出た。また、何れもSECにより民事の差止訴訟<sup>7</sup>を提起されている。ここで行われたとされるインサイダー取引は10件以上に及ぶ。ラジャラトナム氏にかけられた容疑では、例えば、①アカマイ・テクノロジーズの未公開の決算情報をヘッジファンドのニューキャッスル・パートナーズのダニエル・チャーシー氏(逮捕)から得た上での取引<sup>8</sup>、②AMDなどマッキンゼーの顧客企業の未公開情報を同社のアニル・クマール氏(逮捕)から得た上での取引<sup>9</sup>、③ブラックストーンによるヒルトン・ホテルズ買収に関する未公開情報をムーディーズのアナリストであったディーブ・シャー氏(逮捕)から元ガリオンのルーミー・カーン氏(逮捕)を経由して得た上での取引、などがあつた<sup>10</sup>。ここでは、企業のインサイダーに加え、そこから得た未公開情報を伝達したアウトサイダー、彼らから得た情報に基づいて取引を行った投資家が対象となった(図表2)。

2009年11月には、ファンド・マネージャーや弁護士、格付会社アナリストなど9名の逮捕・起訴および5名が容疑を認めたことが発表された。また、何れもSECの差止訴訟の対象に加えられた。中心人物は、ヘッジファンドのインクレメンタル・キャピタル社長のズビ・ゴファー氏であり、①複数の上場企業のM&Aに関する未公開情報を担当弁護士(逮捕)から有償で入手し、当該銘柄の取引を行った、②クレイグ・ドリマル氏(逮捕)から未公開のM&A対象企業などを4社掲載したリストを入手し、それに基づき取引を行ったなど、複数のインサイダー取引容疑がかけられた。2009年11月に逮捕・有罪を認めた14

<sup>7</sup> 不法利益のはき出しや民事制裁金などを求めたもの。

<sup>8</sup> チャーシー氏は、未公開の決算情報をアカマイ社員から入手したとされるが、当該社員の実名は公表されておらず、また逮捕もされていない。なお、チャーシー氏には、こうした未公開情報の仲介以外にも、自ら未公開情報に基づいて複数の取引を行った容疑がかけられている。

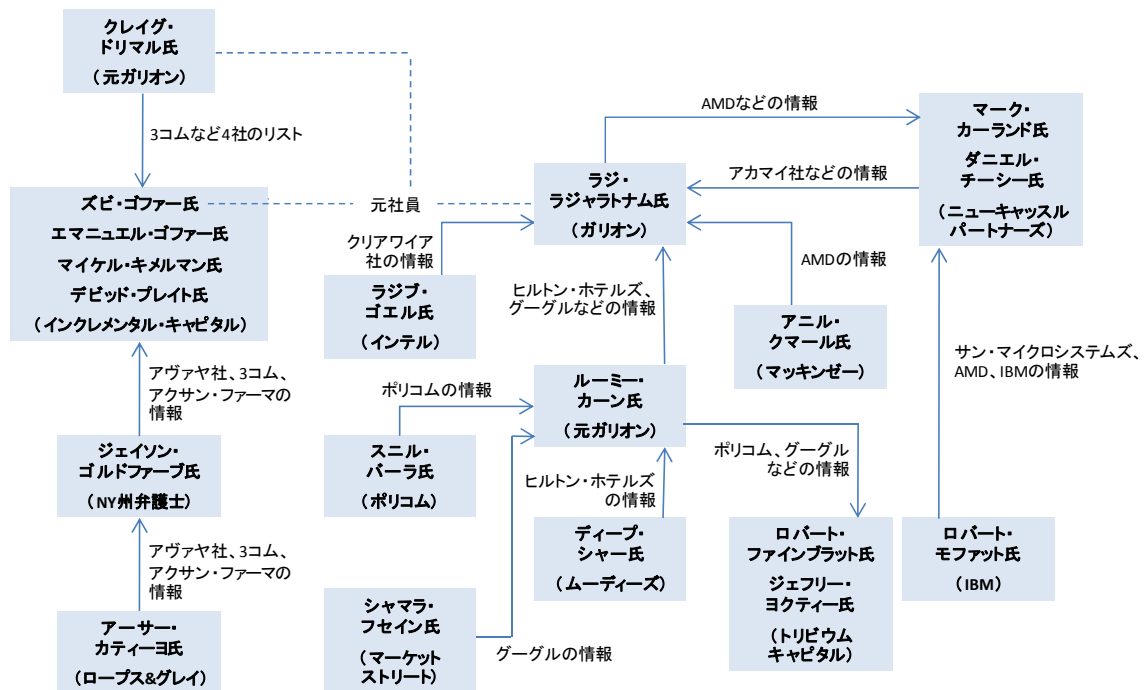
<sup>9</sup> クマール氏は、マッキンゼーおよびその顧客企業に対する信託義務違反、守秘義務違反が問われている。なお、クマール氏はガリオンのファンドの投資家でもあつた。

<sup>10</sup> なお、ディーブ・シャー氏およびルーミー・カーン氏は10月時点では逮捕・起訴されておらず、翌11月にズビ・ゴファー氏らと同時に逮捕・起訴された。

名の中でも、中心人物とされたゴファー氏およびドリマル氏はガリオンの元社員であり、ルーミー・カーン氏と元ムーディーズのディープ・シャー氏はヒルトン・ホテルズの買収に関する未公開情報をラジャラトナム氏に伝達したなど、その多くはガリオンとも関わりを持っている（図表2）。更に、2011年1月には、ルーミー・カーン氏を介在したインサイダー取引に関与したとして、ヘッジファンドのトリビウム・キャピタルの社員2名、ポリコム社員、IR 会社マーケット・ストリート社員の4名がSECの差止訴訟の対象に加えられた（図表2）。

ガリオンにまつわる一連の事件は、エキスパート・ネットワーク事件の伏線であり、また、2006年から続いたSECやFBIによるインサイダー取引摘発の流れの一環に位置づけられる。ガリオン事件では、容疑を認めた捜査協力者（Cooperating Witness）を通じた情報収集が活用されたが、そのうちの一人であったリチャード・リー氏の情報提供により、プライマリー・グローバルのドン・チュウ氏が逮捕されることとなった。また、ガリオン事件は、インサイダー取引の捜査としては初めて、当局による盗聴が裁判所の承認の上で大々的に用いられた事件であった。これを受け、プライマリー・グローバルのフリーシュマン氏および上場IT企業社員の逮捕においては、FBIの捜査手法として盗聴が多用された。ガリオンの関係者を中心に展開した2009年末の一連の事件では、逮捕あるいは容疑を認めた者が20名以上に達し、FBIによると、内部情報に基づいた取引による不正利益の合計は4,000万ドル以上にのぼるものとなった。

図表2 ガリオン・キャピタルを巡る関連図



(出所) FBI および SEC プレスリリースなどより野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. 規制・監督上の背景

近年のエクスパート・ネットワークの普及やインサイダー取引を巡る議論の背景としては、より広範な米政府やSECによる規制・監督の潮流が指摘できる。

第一に、この10年間にSECがアナリスト規制を強化してきたことが、エクスパート・ネットワークのような新たな企業情報の仲介役を生み出したという点である。1990年代には、企業が一部のアナリストや機関投資家に決算情報を優先的に開示しており、一般投資家との間の不公平が問題視されていた。そこで、公平な情報開示に向けた規制が検討され、2000年にレギュレーションFD (Fair Disclosure) が導入された。これにより、企業が一部のアナリストや投資家に対して選択的に情報開示することが原則禁じられ、アナリストや機関投資家の企業情報へのアクセスに制約がかかることとなった<sup>11</sup>。

また、2001年末以降に生じたエンロンやワールドコムといった大型の企業破綻に際して、セルサイド・アナリストがそれらの企業の破綻直前の時期にも強気の見方をしていた（買い推奨をしていた）ことが問題視された。そこでは、融資や投資銀行業務で不利にならないよう便宜を図ったのではないかと、という点が争われた。結果、2003年に、SECやニューヨーク証券取引所、全米証券業協会（NASD）など規制サイドと金融機関10社との間で包括的和解（Global Settlement）が成立し、金融機関のリサーチ部門と投資銀行部門の分離や一定期間の独立系リサーチの配布が義務付けられることとなった。

アナリストの活動への制約が強まる中、米国の一部セルサイドの間ではブローカレッジ部門のアナリストを投資銀行部門に移管するなど、投資家向けのリサーチ提供の減少が生じた。例えば、インテグリティ・リサーチによると、2000年以降、ウォール街のアナリスト数は40%減少し、カバレッジは20%低下したという。このような環境下で、ヘッジファンドやミューチュアルファンドなどのバイサイドにとっては新たな情報源を模索する必要が生じた。同時に、上記の包括的和解で独立系リサーチの配布が大手金融機関に義務付けられたことや、バイサイドがセルサイドに支払うコミッションの売買執行とリサーチとのアンバンドリングが進展したことにより<sup>12</sup>、投資家にとって様々なリサーチへのアクセスが容易になってきた。皮肉なことに、市場の透明性や公平性の向上を目的としたアナリスト規制の強化により、リサーチの分散化が生じたことが、情報開示を巡る新たな問題に繋がったとも言えよう。

第二に、インサイダー取引の摘発が増加している背景として、オバマ政権による消費者保護強化の方針が挙げられる。金融危機を防止できなかったことや、マドフ事件の端緒を掴みながら対処できなかったことなどへの反省から、2009年11月、金融詐欺対策タスク

<sup>11</sup> レギュレーションFDについては、大崎貞和・平松那須加「米国における選択的開示規制の強化」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

<sup>12</sup> コミッションのアンバンドリングについては、神山哲也「米国におけるソフトダラーを巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006年冬号参照。

フォース (Financial Fraud Enforcement Task Force) が設立された<sup>13</sup>。同タスクフォースは、金融詐欺に各政府機関が連携して対応できるようにすることを目的とし、財務省・司法省を中心に SEC を含む 24 の連邦政府機関と地方検察庁などからなる。本稿で紹介した全てのインサイダー取引事件の捜査担当者であるプリート・バララ検事は、同タスクフォースの証券・商品ワーキング・グループの共同議長を務めており、エキスパート・ネットワーク事件に関するプレスリリースでは、金融詐欺対策タスクフォースと協調しての行動であったと同時に、SEC からの情報提供があったことを明らかにしている。

#### IV. 今後の見通し

上記のエキスパート・ネットワーク事件、ガリオン・キャピタル関連事件において、インサイダー取引の容疑をかけられた (インサイダーの範囲とされた) のは、情報を漏えいした企業のインサイダーに加え、彼らから情報を受領し投資家へ伝達した者、その情報に基づき取引を行った投資家、更に内部情報の伝達者と受領者を紹介した者まで含まれた。このように、情報伝達者と受領者の紹介役であるエキスパート・ネットワークまでインサイダー取引の摘発対象としたのは、従来と比べると一歩踏み込んだアプローチと言えよう。

機関投資家によるインサイダー取引の場合、弁護士や投資銀行など業務の一環で発行体から直接未公開情報を入手し、発行体に対して守秘義務や信託義務を負う場合と異なり、そうした義務を発行体に対して負うわけではなく (むしろ委託者に対して収益を最大化する責任を有する)、日常的に情報収集とそれに基づく投資を行うため、インサイダー取引の境界は曖昧となる。従来の判例理論も専ら前者のケースを前提としたものであり、今般の一連の摘発は、SEC・司法当局によるインサイダー取引規制の範囲拡大に繋がる可能性がある。

また、インサイダー取引に対する捜査の手続き・手法の面でも変化が見られる。かつては SEC による制裁措置などが主流であったが、エキスパート・ネットワーク事件およびガリオン・キャピタル関連事件では、SEC は FBI への情報提供役にまわり、FBI による捜査・逮捕、検察当局による刑事事件としての起訴、というプロセスが主流になっている。また、FBI のインサイダー取引の捜査で盗聴が多用されるようになるなど、米政府がインサイダー取引に対する姿勢を厳格化していることが見て取れる。

市場に対する投資家の信頼維持・公平確保という観点から、インサイダー取引の規制はあって然るべきである。但し、それによって適法かつ適正な機関投資家としてのリサーチ活動の萎縮が生じてしまえば、年金加入者や小口の個人投資家にとっての不利益にも繋がりがねない点には注意が必要である。既に米国資産運用業界では、今般のエキスパート・ネットワークの摘発を受け、運用会社による外部リサーチの利用に新たな規制がかかるの

<sup>13</sup> エンロンやワールドコム破綻を受けて 2002 年に設立された企業詐欺タスクフォース (Corporate Fraud Task Force) を置き換えたもの。



ではないか、パッシブ運用へのシフトが生じるのではないか、といった懸念も聞かれる<sup>14</sup>。

他方、セルサイドの間では、機関投資家顧客へのサードパーティー・リサーチ提供の一環でエキスパート・ネットワークが利用されている。例えば、クレディ・スイスやモルガン・スタンレーは2008年以降、エキスパート・ネットワーク最大手のガーソン・レーマン・グループと提携している。また、ゴールドマン・サックスのようにエキスパート・ネットワークに出資している事例（前掲図表1）、UBSのようにエキスパート・ネットワークを投資家に紹介するインテグリティ・リサーチ・アソシエイツに出資している事例もある。しかし、一連のエキスパート・ネットワーク関連のインサイダー取引事件を受け、エキスパート・ネットワークの利用頻度を減らすなどの見直しを行うセルサイドも出てきていると言われている<sup>15</sup>。

エキスパート・ネットワーク事件では、これまでのところ投資家には逮捕者は出ていない。しかし、①FBIのプレスリリースにおいて、匿名の機関投資家が受領した未公開情報に基づく取引で利益を得た／損失を回避した、という事実認定が記載されている、②大手運用会社やヘッジファンドに召喚状が送られたり、2010年末にヘッジファンド3社に、2011年初にはヘッジファンド1社に家宅捜索が入ったことが報じられるなど、FBIが投資家サイドにも目を向けていることが窺える。こうした動きを受け、ヘッジファンドの業界団体、マネージド・ファンズ・アソシエーションがSECに対して、エキスパート・ネットワークの利用に関するガイドラインの策定を求めたことも報じられている<sup>16</sup>。米国におけるインサイダー取引の捜査・摘発は長期化の様相を呈しており、今後の動向が注目される。

<sup>14</sup> “Active managers fear probe will stifle use of outside research” *Investment News*, December 6, 2010

<sup>15</sup> “New Players, Ties Surface in Trading Probe – Two Large Banks Tied to Gerson, Big Network Firm” *The Wall Street Journal*, December 8, 2010

<sup>16</sup> “Funds Call for Clarity on Use of Experts” *The Wall Street Journal*, February 1 2011