

証券会社に利益相反防止を求める米国公務員年金基金

2003年8月19日、米国最大の公務員年金基金であるカルパース（CalPERS：カリフォルニア州職員退職年金基金）が、同基金から証券の売買注文を受注する証券会社に対して一定の利益相反防止措置の実施を求める意向を発表した。カルパースの取り組みは、2002年7月にニューヨーク州、ノースカロライナ州、カリフォルニア州が証券会社と資産運用会社に対して利益相反防止策を義務付けたことを端緒としている。エンロンやワールドコム
の破たん
で損失を被った米国公務員年金基金は、企業のコーポレート・ガバナンスのあり方のみならず、証券会社の利益相反問題にも目を向けるようになってい
る。米国で地方政府の公務員年金基金は残高が2兆1049億ドル（2003年第2四半期現在¹）の巨大な機関投資家である。特に上記3州の公務員年金基金は大手であり、証券市場への影響力も大きい。本稿では、2002年7月から今回のカルパースの発表まで、米国公務員年金基金による一連の取り組みを紹介する。

1. 2002年投資保護原則

1) ニューヨーク、ノースカロライナ、カリフォルニア州の取り組み

2002年7月1日、ニューヨーク州、ノースカロライナ州、およびカリフォルニア州の公務員年金基金の投資責任者とニューヨーク州司法長官スピッツァー氏が共同で、州の公務員年金基金と納税者基金（taxpayer funds）を金融機関の利益相反問題から守るための「投資保護原則（Investment Protection Principles）」（以下2002年原則とする）を発表した。その内容は、州の公務員年金基金と取引する証券会社や資産運用会社
が実施すべき利益相反防止措置を列挙したものであった。

発表を行ったニューヨーク州財務監督官（Comptroller）とノースカロライナ州財務長官（Treasurer）はそれぞれ州の公務員年金基金のトラスティーであり、カリフォルニア州財務長官は州債発行の引受け証券会社を指名する責任者であると同時にカルパースとカルスターズ（カリフォルニア州教職員退職年金基金：CalSTRS）の管理理事会（governing board）のメンバーを務めている。いずれも、資産規模が全米10位以内の公務員年金基金の運営に関わる人物である（図表1）。そのため、2002年原則を遵守しない金融機関はそれら大手機

¹ Federal Reserve, “Flow of Funds Accounts of the United States,” September 9, 2003.

関投資家と取引できなくなるとして注目された。

図表 1 米国公務員退職年金基金の資産規模ランキング

位	基金名	資産(億ドル)	企業年金も含めた ランキング
1	カリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)	1,286.78	1
2	ニューヨーク州職員退職年金基金	959.51	3
3	カリフォルニア州教職員退職年金基金(カルスターズ)	881.25	4
4	フロリダ州職員退職年金運用管理理事会	787.18	5
5	テキサス州教職員退職年金基金	670.95	7
6	ニューヨーク州教職員退職年金基金	663.60	8
7	ニューヨーク市職員退職年金基金	659.28	9
8	ニュージャージー州職員退職年金投資部門	575.06	10
9	ノースカロライナ州職員退職年金基金	501.67	13
10	ウィスコンシン州職員退職年金投資理事会	497.41	14

(注) 網掛けは、投資保護原則を発表した3名が関係者となっている基金。

(出所) “The P&I 1,000,” *Pensions and Investments*, January 20, 2003.

2) 背景

2002 年原則が作成された背景には、冒頭でも述べた様に、米国の公務員年金基金がエンロンやワールドコム等の破たんによって多額の損害を被ったことがある(図表 2)。ニューヨーク、ノースカロライナ、そしてカリフォルニア州は、一連の不正会計問題において企業内外からの統制が十分に働かなかったことを問題視し、その一つである証券会社および資産運用会社の利益相反問題を防止する必要があると判断したのである。

図表 2 米国公務員退職年金基金のエンロンの破たんによる損害額

基金名	損害額(百万ドル)
フロリダ州職員退職年金運用管理理事会	335.0
カルパース	105.2
ウィスコンシン州職員退職年金投資理事会	約 75.0
ニューヨーク州職員退職年金基金	約 58.0
カルスターズ	47.5

(出所) フロリダ州職員退職年金運用管理委員会は AFSCME Florida Council 79 のプレスリリース、ニューヨーク州職員退職年金基金はニューヨーク州教育理事会組合(NYSSBA) のプレスリリース、その他は各年金のプレスリリースより野村総合研究所作成

米国では、2001 年の夏頃から、証券会社に所属する証券アナリストが社内の投資銀行部門からの圧力を受けて客観的な投資評価を行うことができているのではないかという疑

惑が浮上していた。2001 年末のエンロンの破たんでは、その直前まで主要な証券会社のアナリストがエンロンに対して高い投資評価を示していたことから、アナリストの投資判断に対する投資家の不信感が高まった。2002 年に入ると規制当局や自主規制機関がアナリスト問題の調査を開始し、2002 年 5 月にはニューヨーク州司法当局がメリルリンチと情報開示の強化や利益相反防止策の実施を条件に和解を成立させた。そのような中で、公務員年金基金が大手機関投資家として証券会社や資産運用会社に利益相反防止措置を求めたのは自然なことといえる。

3) 2002 年原則の内容

2002 年原則は、証券会社に義務付けられる措置と資産運用会社に義務付けられる措置の二部構成となっている（図表 3）。アナリスト問題といえば証券会社に所属するセルサイド・アナリストの利益相反が注目されてきたが、同原則ではいわゆるバイサイドのアナリストやポートフォリオ・マネージャーの利益相反問題も取り上げられている点が画期的である。

図表 3 2002 年 投資保護原則

A 証券会社	B 資産運用会社
<ul style="list-style-type: none"> ・ アナリストの報酬を投資銀行業務に連動させない ・ 投資銀行部門がアナリストの報酬の決定に関与することを禁止する ・ アナリストによるすべての投資評価の内容を承認する「レビュー委員会」を設置する ・ 企業を調査対象銘柄から外す際は、カバレッジを終了する旨とその理由を開示する ・ リサーチレポートで調査対象となっている会社から過去 12 ヶ月間に報酬を受け取ったか否かをレポートの中で開示する ・ 以上の投資家保護原則を遵守するための社内監視手続を設ける 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 定期的取引関係（401(k)プランの運用等）を開示する ・ 1 年毎にポートフォリオ・マネージャーやリサーチャー・アナリストの報酬決定方法を開示する ・ 四半期毎に、ブローカー・ディーラーに支払ったコミッションと、そのうち投資家保護原則を遵守している旨を公表している会社に支払ったコミッションの割合を報告 ・ 銀行、投資銀行、保険会社、その他金融機関を関係会社に持つ資産運用会社は、それら関係会社の取引関係が投資判断に影響を与えないようにするための対策を講じ、その内容を州の投資責任者（Investment Officer）に提出すると共に、実際に実行されていることを宣誓する ・ 投資先の企業の財務諸表の質と健全性を検討し、外部監査人が監査以外にコンサルティング等のサービスを提供していないか確認する ・ 投資するかどうか決定する際には、企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる方針やその実行状況を評価する

（出所）“Spitzer, Moore, McCall and Angelides Announce Landmark Initiative to Eliminate Wall Street Conflicts of Interest,” July 1, 2002.

まず、証券会社に対しては、投資銀行部門が証券アナリストに圧力をかけることを防止する対策を求めている。具体的には、アナリストの報酬を投資銀行業務に連動させない、アナリストの投資評価の中立性をチェックするための委員会を設置する、調査を停止する際にその旨をレポートで投資家に伝える、調査対象となっている会社から報酬を受け取っ

た事実を開示するといった内容である。それらは、2002 年 5 月にニューヨーク州司法当局とメリルリンチとの間で成立した和解とほぼ同じ内容である²。

3 州は更に、公務員退職年金基金の運用を担う資産運用会社に関して、①ポートフォリオ・マネージャーが、企業年金の運用を受託している企業の株式を公務員年金基金のポートフォリオに不当に優先的に組み入れるリスク、②運用会社のアナリストが年金運用業務での取引関係を損なうことを恐れて顧客企業について客観的な投資評価ができないリスク、③銀行や投資銀行といった資産運用会社の関係会社の取引関係がポートフォリオ・マネージャーの投資判断に影響を与えるリスクを指摘している。そして、企業との取引関係やポートフォリオ・マネージャーの報酬決定方法など利益相反の可能性を開示し、③については措置を講ずると共に州の財務長官にその措置の内容を報告することを求めている。

4) 他の公務員年金基金への波及

2002 年原則を作成した 3 州は、2002 年 8 月、他の 14 州およびコロンビア特別区（ワシントン DC）の財務長官や公務員年金基金の関係者を集め、各州や基金でも同原則を採用するように呼びかけた³。

その結果、8 月にルイジアナ州財務長官がニューヨーク州司法長官等と会談して 2002 年原則を導入することを表明し、9 月にはフロリダ州職員退職年金運用管理委員会やケンタッキー州財務長官（Treasurer）が原則を採択したことを発表した。11 月には、ペンシルベニア州職員退職年金基金が採択を発表しており、その他の州でも 2002 年原則の導入が検討された。

² 米国におけるアナリストの中立性問題やニューヨーク州司法当局とメリルリンチの和解の詳細は、平松那須加「米国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」『資本市場クォーター』2002 年夏号参照。

³ Treasurer of the State of California, “Bringing Together More Than \$1 Trillion of Assets, State Fiscal Leaders: Expand Efforts to Protect Investors: McCall, Moore, and Angelides Initiative to Include More States, More Issues,” August 12, 2002.

2. 2003 年投資保護基準

2002 年原則の発表後も、証券会社の利益相反問題に特に積極的に取り組んできたのがカリフォルニア州財務長官のアンジェリデス氏である。アンジェリデス氏の管轄下にある公務員年金基金および納税者基金の残高は総額 2,700 億ドルにのぼる。同氏は、年金基金のような大手機関投資家はその影響力を行使して米国資本市場の健全性を修復すべきだと主張し、これまでに様々な活動を展開してきた⁴。

その一環として、2003 年 5 月 8 日、アンジェリデス氏は 2002 年原則に新たに 15 項目を加えた「投資保護基準 (Investment Protection Standards)」(以下 2003 年基準とする) を発表した。今回の新基準は、2003 年 4 月に規制当局とウォール街の大手証券会社 10 社との間で包括的和解 (Global Settlement)⁵ が成立したことを受けて作成された。包括的和解に参加した 10 社以外でカリフォルニア州の公務員年金基金と取引関係のある証券会社に対して、包括的和解と同様の対策を義務付けようというのが狙いである。

2003 年基準では、包括的和解と同様に、調査部門と投資銀行部門を物理的にも分離すること、アナリストが投資銀行部門の営業活動に参加することを禁止すること、アナリストの報酬を主にレポートの質で決定すること等が加えられた (図表 4)。

2003 年基準は即日発効したが、各規定の遵守期日は包括的和解に準ずると説明されており、各証券会社は 10 月 1 日までにコンプライアンス計画を提出しなければならない。

⁴ アンジェリデス氏は、2002 年 12 月に「資金の力：投資家はどのように金融市場の健全性を復旧できるのか (“The Power of the Purse: How Investors Can Restore Integrity to Our Financial Markets”）」と題する文書を発表して全米の機関投資家に対して、投資銀行や会計士等を対象とした倫理基準を設けることや議決権行使の重要性等と呼びかけた。また、2003 年 3 月 6 日にはカルパースとカルスターズが共同で運営する「カリフォルニア州年金保護・市場改革局 (California Office of Pension Protection and Market Reform)」の設置を提案した。同局の使命は、退職年金基金の加入者の資産を保護するために必要なあらゆる手段を講じることとされている。例えば、①市場の健全性を維持するために必要な企業改革や金融市場改革を追求すること、②事業会社による不正行為によって年金基金に生じた損害について調査し、加入者救済のためにとるべき手段を助言すること、③カルパースとカルスターズが投資している、あるいは投資するであろう企業についてデュー・ディリジェンスを行ってその結果を公表すること、④両基金の投資局 (Investment Office) と協力して企業の不正行為から年金基金を保護するような投資戦略を研究・提案することが提案されている。

(Phil Angelides, California State Treasurer, “The Power of the Purse: How Investors Can Restore Integrity to Our Financial Markets,” December 9, 2002; California State Treasurer’s Office, News Release, “Treasurer Angelides Proposes New California Office of Pension Protection and Market Reform,” March 6, 2003.)

⁵ 包括的和解の詳細は平松那須加「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 夏号参照。

図表 4 2003 年投資保護基準で追加された 15 項目

1.	調査部門と投資銀行部門を完全に（物理的にも）隔離する。調査部門は投資銀行部門に対して、あるいは投資銀行部門を通して直接・間接的にレポーティングしない。
2.	調査部門専属の法務およびコンプライアンス担当者を置く。
3.	調査部門と投資銀行部門のコミュニケーションを禁止するために効果的なファイヤーウォールを構築し、実行する。
4.	調査部門の部員が投資銀行業務の営業活動に参加することを禁止する。ピッチ（営業ミーティング）や投資銀行主催のロードショーには参加しない。
5.	報酬額の決定基準を文書化する。
6.	アナリストの報酬は主に調査の質と正確さで決定する。
7.	投資銀行部門はアナリストの評価に関与してはならない。
8.	報酬に関する決定は書面で記録する。
9.	レビュー委員会が、レーティングの変更や目標株価の大幅な変更に関するレビューを行う。
10.	レビュー委員会は定期的アナリスト・レポートをレビューし、何かレーティングや目標株価の変更について検討すべきことがあるか決定する。
11.	レビュー委員会がアナリスト・レポート全体の質や正確性を監視する。
12.	投資銀行部門が調査対象の決定に関与することを禁止する。
13.	四半期毎に証券会社のウェブサイトのアナリストの名前、レーティング、目標株価、EPS 予想を表したチャートを掲示し、レーティング・システムの説明も開示する。
14.	年次レビューを実施して同基準を遵守していることを確認する。
15.	カリフォルニア州会計局は、各社に対して、同基準の遵守状況について外部機関による監査または承認を要求することができる。包括的和解の参加会社の場合は、独立監督者（Independent Monitor）による報告書の写しの提出を要求できる。

（出所）カリフォルニア州のプレスリリースより野村総合研究所作成

3. カルパースの動向

カルパースは 2002 年 2 月に独自に金融市場改革のアクションプランを発表し、インベストメント・バンカー、証券アナリスト、格付け会社、弁護士、コンサルタント等の潜在的な利益相反を把握し、その事実を開示させる方法を検討するとしていた。

その後、2002 年 8 月には、カルパースの管理理事会のメンバーを務めるアンジェリデス・カリフォルニア州財務長官からの要請に応じて 2002 年原則を採用した。そして 2003 年 8 月、アンジェリデス氏が作成した 2003 年基準についても採用を決定した。

カルパースによれば、2002 年度におけるカルパースの証券売買注文の発注先をみると、2002 年原則の対象ではあるがそれを遵守していない会社を取り扱った取引は株式トレーディングでは 2.9%（コミッション・ベース）、債券トレーディングでは 0.5%（売買高ベース）に過ぎないという（図表 5）。カルパースは、このようにカルパースと取引関係のある証券会社の大半が 2002 年原則を遵守している事実を指摘し、新たに 2003 年基準を採用して証券会社に追加的な措置を義務付けたとしても大きな問題にはならないであろうと結論付け

ている⁶。但し、2003年8月19日のプレスリリースでは、小規模な会社に関しては別途基準を検討すると発表している⁷。

図表5 2002年度におけるカルパースの売買注文の発注先

類型	株式	債券
包括的和解でカバーされている会社	20.0%	79.8%
包括的和解の対象外の会社で、2002年の投資保護原則を採択した会社	19.7%	14.5%
投資家保護原則を採択せずにリサーチと投資銀行サービスを提供している会社	2.9%	0.5%
投資家保護原則の対象ではない会社(リサーチと投資銀行業務を提供していない会社)	57.4%	4.2%
十分な情報が入手できなかった会社	0.0%	1.0%

(注) 株式の売買で利用した会社は合計55社で、コミッション・ベースで計算。

債券の売買で利用した会社は合計47社で、売買高ベースで計算。

(出所) CalPERS, Investment Committee Agenda (August 18, 2003) より野村総合研究所作成

4. 今後の展望

包括的和解の対象は大手証券会社10社のみであり、投資家は、その他の会社に関しては自主的に包括的和解と同様の措置を講ずることを期待するしかないという限界がある。そこで、カリフォルニア州財務長官は和解の内容を反映させた基準を自ら作成し、全ての取引証券会社に義務付けることとした。米国最大の公務員年金基金カルパースが同基準を採用したのを皮切りに、他の公務員年金基金にも波及する可能性がある。米国では、今後、大手機関投資家からの圧力に後押しされて、多くの証券会社が包括的和解と同レベルの利益相反防止措置を実施する必要に迫られることとなる。

(平松 那須加)

⁶ CalPERS, Investment Committee Agenda, August 18, 2003

⁷ CalPERS, Press Release, "CalPERS Adopts Investor Protection Standards," August 19, 2003