

# 信託法第3次リステイトメントの展開

## 一年金信託における受託者の注意義務、ブローカー・ディーラーに適用されうる 信託義務、フィデューシャリー・ルールの施行延期に着目して—

青山学院大学法学部准教授 佐藤 智 晶

### — 目 次 —

- |                          |                         |
|--------------------------|-------------------------|
| 1. はじめに                  | 5. フィデューシャリー・ルール施行延期の背景 |
| 2. リステイトメント改訂の周辺         | 6. まとめ                  |
| 3. 年金信託での展開              | 7. おわりに                 |
| 4. ブローカー・ディーラーに関する規制での展開 |                         |

### 1. はじめに

米国における信託法の議論に終わりはない<sup>(1)</sup>。信託法をめぐる議論は、日本と米国で決定的に異なっている。日本では、大正12年に制定された信託法が2007年に全面改正されたが、その後、信託の活用についてはもちろん、公益信託を含む信託法に関する議論は必ずしも予想されていたほど活発とはいえない<sup>(2)</sup>。日本では、商事取引だけでなく高齢化を踏まえた財産管理や相続などにおいて信託を利用しようとするニーズが高まっていることを背景に、信託法が改正されたものの、その後、信託の利用を促進する議論が政策の場で続いてきたかといえば、必ずしもそうではないだろう<sup>(3)</sup>。他方、米国では逆に、信託法について活発な議論が今なお続いている。たとえば、2000年に「統一信託法典」(Uniform

Trust Code, UTC) が公表され、州の間で採択が進んだ後、2010年には同法典の改正が行われた<sup>(4)</sup>。また、信託法第3次リステイトメントに至っては、1996年の起草段階から15年以上も議論が続いて、2012年になってようやく全4冊が完成した<sup>(5)</sup>。統一信託法典やリステイトメントは、各州の法でも連邦の法でもなく、各州議会や各州裁判所が具体的な内容を州法として採択してはじめて法規範としての効力を持つ。そのため、統一信託法典やリステイトメントの完成は信託法に関する議論の終了ではなく、むしろ新しい議論のスタートともいえる。

信託法の議論は、民事法の領域にとどまらない。最近では、新しく第45代アメリカ合衆国大統領に就任したドナルド・トランプ大統領が、覚書 (Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule) を公表し、すでに施行を待つのみとなっていた連邦労働省が策定

したいいわゆる「フィデューシャリー・ルール」(Definition of the term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice)の施行を延期し、経済的な側面と法的な側面からさらなる調査を要請した<sup>(6)</sup>。「フィデューシャリー・ルール」<sup>(7)</sup>では、米国従業員退職所得保障法(ERISA)上、ブローカー・ディーラー、投資顧問(investment advisors)、保険代理人、契約コンサルタント(plan consultants)、その他の仲介人がフィデューシャリーとして扱われる場面が大幅に拡大され、規制が強化される予定になっていた。規制強化の内容を端的にまとめると、ERISA上のフィデューシャリーは禁止取引の例外(prohibited transaction exemptions, PTEs)の要件を満たさない限り、利益相反を生み出すような報酬を受け取ることが出来なくなる、ということになる。そして、連邦労働省は、禁止取引の例外要件を2つ新たに創設し、現行の要件については変更を加えた。この「フィデューシャリー・ルール」によって、ERISA上のフィデューシャリーについては投資家の最善の利益を実現しなければならなくなり、投資家の利益が一応保護されるはずであった。しかしながら、施行日が2017年4月10日に迫っていた矢先、ドナルド・トランプ大統領の覚書によって「フィデューシャリー・ルール」の施行は遅れることとなり、内容の面でも必要に応じて見直しが必要になることになった。「フィデューシャリー・ルール」の具体的な内容については、信託法(および信託法リステイトメント)との関連性が指摘されており<sup>(8)</sup>、米国では信託法の議論が民事法だけでなく金融規制の領域にも展開や応用されていることがわかる。

本稿では、年金信託、ブローカー・ディーラーに関する規制、「フィデューシャリー・ルール」施行延期の3つのトピックから、信託法第3次リステイトメントの展開について分析を加える<sup>(9)</sup>。信託法第3次リステイトメントは、先に説明したとおり、各州の法でも

連邦の法でもなく、各州議会や各州裁判所が具体的な内容を州法として採択してはじめて法規範としての効力を持つ。そのため、信託法第3次リステイトメントだけ検討してみても、具体的な法規範や実務上の課題は見出しにくい。実際のところ、信託法第3次リステイトメントそのものを対象とした論文や文献は、最近公表されていないのが実情である。そこで本稿では、近年、いわゆるリーマン・ショックに関連して注目を集めている年金信託、ブローカー・ディーラーに関する規制、フィデューシャリー・ルール施行延期というトピックに着目して、最新の論文を参考にしながら信託法第3次リステイトメントの展開や意義について検討する<sup>(10)</sup>。

本稿では、信託法リステイトメント改訂の過程において、積極的な運用が必ずしも利益を生み出せないという実証研究が明らかになってきたことに言及した後、年金信託、ブローカー・ディーラーに関する規制、そしてフィデューシャリー・ルール施行延期の3つのトピックを扱う。そのため、本稿は、信託法第1次リステイトメントから改訂の過程を詳細に説明するものではなく、信託法第3次リステイトメントを網羅的に検討するものでもない。

本稿で導き出されるのは、リステイトメントが信託法に関係する重要な問題について、連邦法による規制の影響を受けながらも指針を与え続けている、ということである。年金信託については、投資上の注意義務としてインデックス運用ないしインデックス運用を採用するファンドへの投資がどのように扱われるのか、そして信託報酬や手数料に照らしてアクティブ運用がどのように扱われるのかについて、およそ40年も前から議論が続いており、信託法リステイトメントの中で将来を見据えた見解が示されてきた。また、連邦の投資顧問法上、ブローカー・ディーラーが信託義務を負うか否かという問題については、1940年代からずっと潜在的な問題としては存

在しており、それが60年以上も経過していわゆるリーマン・ショック後に大きな問題として顕在化した。リステイトメントは裁判所や連邦証券取引委員会の見解に一定の影響を及ぼし続けている。

## 2. リステイトメント改訂の周辺

信託法リステイトメントの改訂にあたっては、組織上の横断的アプローチ（信託、代理、会社との間で法的性質の比較分析）と商事目的で使われる信託に注目が集まっていたものの<sup>(11)</sup>、それ以外にも注目すべきことがある。それは、信託と市場との関係である。すなわち、私益信託の成立要件は信託設定意思、信託財産、そして受益者の存在だが、信託財産の管理運用を行う受託者の役割は極めて重要であり、特に信託財産の運用成績と手数料を含む信託報酬が問題となる<sup>(12)</sup>。もともと、信託法が当然の想定としていたのは、有能な受託者ならばよりよい運用成績を残すことができ、その対価として合理的な信託報酬を得ることは構わない（もちろん、無償で信託財産を管理運用することも構わない）、という世界であった。より具体的にいえば、有能な受託者が信託財産の投資運用を行えば、いわゆるパッシブ運用よりもよい運用成績を残すことができる、と考えられてきた。パッシブ運用とは、投資信託などの運用手法による分類の1つで、運用目標とされるベンチマークに連動する運用成果を目指す運用手法のことをいう<sup>(13)</sup>。ところが、この大前提が正しくないのではないかという実証研究が徐々に明らかになりつつある。もともと、1960年代中盤から、アクティブ運用を行う投資信託の運用成績が市場の動向よりも悪い、という指摘があったものの、2010年になってより具体的に1年、3年、5年間にわたる運用成績で比べてみても、アクティブ運用を行う投資信託の運用成績が株価指数連動型ファンドのベンチマークに敵わない、ということが明らかに

なった<sup>(14)</sup>。たとえば、米国では1991年から2010年にかけて、株式投資信託に投資した者の毎年のリターンが3.83パーセントだったのに対し、S&P500というインデックスファンドに投資した者のリターンは毎年9.14パーセントだった。効率的市場仮説が厳密にあてはまるかどうかにかかわらず、一般的な投資家にとってこのような結果は衝撃的であろう。

運用成績以外に、受益者が関心を持つべきは手数料を含む信託報酬である。アクティブ運用によって運用成績を競うのでないならば、あとは手数料を含む信託報酬が受益者への支払いに影響を及ぼす。運用成績が良くても悪くても、そのリターンから手数料を含む信託報酬が引かれて、残りが受益者に分配されることになるからである。

## 3. 年金信託での展開

年金信託における信託法リステイトメントの展開として、パッシブ運用、特にインデックス運用を採用するファンドの扱いについて説明する。年金信託のなかでも、米国における企業年金の重要性は極めて高い<sup>(15)</sup>。米国では、確定給付型年金がすでに確定拠出型年金に取って代わられている。確定拠出型年金とは、雇用者が従業員に年金のための一定額の拠出を約束するだけで、将来支払われる年金額を約束しない年金のことである<sup>(16)</sup>。ところが、米国では2009年の時点で、57歳から67歳の家長がいる家庭のうち、約63パーセントしか年金口座を保有していないという。しかも、年金口座を保有している家庭でさえ、その残高の中央値は約8万6,000ドルであった。そして、医療費の上昇と公的医療保険における自己負担分の増加によって、高齢者の負担はますます増えることが予想されている。

年金信託に関連して、リステイトメントは受託者による信託財産の管理運用上の注意義務について注目を集めてきた。年金信託については、ミューチュアル・ファンドの投資顧問

に対する規制という点では1940年の投資会社法 (Investment Company Act of 1940)、企業年金の保護という点では1974年の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974) という連邦法が関係してくるものの、リステイトメントの重要性を減ずるものではない。むしろ、これら2つの連邦法の規制の下で、受託者の注意義務がどうあるべきかこそ、リステイトメントでは極めて重要な問題であった。

リステイトメントはどの州の法でもないが、およそ40年前、1976年にラングバイン教授とポスター教授は、受託者が信託法に違反することなく信託財産をインデックス運用することができることはもちろん、むしろインデックス運用をすべきである旨の見解を明らかにしていた<sup>(17)</sup>。モダン・ポートフォリオ理論を要約したうえで、受託者として合理的な戦略とは、投資信託やマーケット・ファンドの持ち分を購入し、それに借入や財務省発行証券を組み合わせて運用することである、というのが両教授の見解の骨子であった<sup>(18)</sup>。驚くべきは、両教授がインデックス運用を採用するファンドへの投資は経済的に合理的であるというだけでなく、信託法上のさまざまな教えにも適う、ということまで指摘していたことである<sup>(19)</sup>。もっとも、両教授は、将来、マーケット・ファンドの利用可能性が高まることでリスク・リターンレベル、分散投資、投資上の費用の面から投資上の比較優位性がなくなってしまうと、裁判所がインデックス運用を採用するファンドへの投資について不合理だと判断する可能性がありうる、ということまで付言していた<sup>(20)</sup>。

裁判所は、インデックス運用を採用するファンドへ投資する受託者の義務までは認めていないものの、信託法第3次リステイトメントではそのような投資が原則として望ましい、という見解が暗示されている<sup>(21)</sup>。まず、いわゆる合理的な投資家の基準によれば、受託者は合理的な注意、能力、そして慎重さを

払わなければならない<sup>(22)</sup>。これは、多くの通常の人々がアクティブ運用を採用しているならば、受託者としてアクティブ運用を採用しても構わない、ということの意味していないという。専門家としての知識と能力を持ったファンドマネージャーとして、アクティブ運用を合理的な投資戦略として判断するかどうか問題となる<sup>(23)</sup>。また、信託法第3次リステイトメントでは費用の最小化も要求されている<sup>(24)</sup>。受託者は、現代の金融実務に照らして、受託者の投資上の責任に照らして合理的かつ適切な額の費用だけを負うことができる。受託者は、信託報酬や手数料はもちろん、アクティブ運用に必要な調査費用、税負担も含めて、追加的なリターンとの関係で合理的な費用のみを負うことが認められているのである。そうすると、市場がより効率的であればあるほど、受託者としてはアクティブ運用よりもインデックス運用を採用するファンドへの投資を検討することになる。さらに、分散投資の面からも、インデックス運用を採用するファンドへの投資がより望ましい<sup>(25)</sup>。投資リスクは市場リスクと特定リスクの2つに大別されるものの、市場リスクは避けられないため、分散投資を駆使してリターンに照らして特定リスクを最小化することが受託者としては課題となる。インデックス運用を採用するファンドへ投資するか、そうでなければ30の特定銘柄を選び出して投資すれば、特定リスクを回避することができる<sup>(26)</sup>。しかしながら、30の特定銘柄を選び出して投資する場合には、インデックス運用を採用するファンド以上のリターンを得られるかが問題になる。

要するに、信託法第3次リステイトメントの見解は、流動性のある市場ではアクティブ運用にかかる追加的な取引費用を減らして分散投資を行うべきだというものである。信託法第3次リステイトメントによれば、不動産やベンチャーキャピタルのように流動性が乏しく、効率性も比較的乏しい市場でインデッ

クス運用が不可能な場合について、受託者がアクティブ運用戦略を採用する余地を認めている。しかしながら、他方で市場の調査や取引費用を考慮すると、リターンと照らし合わせてアクティブ運用戦略が許容されにくいことも指摘しているのである。また、信託法第3次リステイトメントによれば、受託者が投資上の責任を委任する可能性を認めつつ、不合理な委任を禁じているが、アクティブ運用を採用するファンドマネージャーに委任する場合には、その運用成績がインデックス運用を採用するファンドよりも優れているかどうかを確認しなければならない。そうだとすれば、受託者がアクティブ運用を採用するファンドマネージャーに委任できる場合は非常に限られることになる。

裁判所は、信託報酬や手数料について、容易には不合理に高いと判断することはない<sup>(27)</sup>。たとえば、リーディングケースである1982年のガーテンベルグ対メリルリンチ・アセット・マネジメント社事件 (Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.) では、投資顧問会社法 (Investment Company Act) の第36条に関連して、信託報酬や手数料が不適切なほど高いことを理由に信認義務違反に該当するかどうか争われた<sup>(28)</sup>。この事件では、マネー・マーケット・ファンドであるメリルリンチ・レディアセット・トラストが、メリルリンチ・アセット・マネジメント社から投資上の助言を受けており、運用も同社に委託していた。このマネー・マーケット・ファンドは、販売時点の販売手数料が不要で、リスクの低い短期で償還される証券 (連邦政府発行短期証券、銀行の預金証券、コマーシャルペーパー) に分散投資されており、いつでも自由に換金することができるオープンエンド型のファンドであった。マネー・マーケット・ファンドの取引については、メリルリンチの関連会社が関与する形で行われていたが、76のマネー・ファンド中37位で、類似するすべてのファンドの平

均を越えるリターンを上げていた。投資顧問の報酬は、ファンドの純資産価値の平均値に基づいて計算されており、取引費用の計算にはメリルリンチ以外の独立の会社が関与していた。メリルリンチ・レディアセット・トラストの株主2人が提起した株主代表訴訟において、第1審のニュー・ヨーク州南部地区連邦地裁は、被告勝訴の略式判決を下した<sup>(29)</sup>。原告は上訴したものの、第2巡回区連邦控訴裁判所は、原審の判断を支持する判決を下した<sup>(30)</sup>。マンスフィールド裁判官によれば、信認義務違反を認めるためには合理性の基準に照らして、提供されているサービスと比較して不釣り合いに信託報酬や手数料が高く、しかも対等な交渉の結果としては設定され得ないほど高くなければならない<sup>(31)</sup>。

1982年のガーテンベルグ対メリルリンチ・アセット・マネジメント社事件で示された法解釈は、2010年のジョーンズ対ハリス・アソシエーツ・リミテッド・パートナーシップ事件において、合衆国最高裁からも支持された<sup>(32)</sup>。合衆国最高裁のアリト裁判官は、完全な情報開示の有無を問題として詐欺のような事態が介在しない場合にはおよそ信託報酬や手数料の額について信認義務違反を問えない、という原審 (第7巡回連邦区控訴裁判所) の意見を退けた<sup>(33)</sup>。ただし、信認義務違反を証明するにあたって、年金信託を含む他の投資信託との間で信託報酬や手数料の比較をすることについて必ずしも否定せず、報酬や手数料の設定については手続き的な観点と、実質的な観点から審査されうる、と判示している<sup>(34)</sup>。

このように、信託報酬や手数料の額の合理性について、合衆国最高裁は必ずしも第3次リステイトメントの見解をそのまま採用していないようにも見える。リステイトメントは、各州の法でも連邦の法でもなく、各州議会や各州裁判所が具体的な内容を州法として採択してはじめて法規範としての効力を持つに過ぎない。しかしながら、40年もかけて検

証され続けてきたインデックス運用を採用するファンドへの投資が有効であるか否かについて、理論と実務を繋ぎ、裁判規範へも影響を及ぼし続けていることは間違いない。

#### 4. ブローカー・ディーラーに関する規制での展開

ブローカー・ディーラーに関する規制における信託法リステイトメントの展開として、ブローカー・ディーラーへの信託義務の適用について説明する。

ブローカー・ディーラーおよび投資顧問に課せられる義務については、いわゆるリーマン・ショック後に連邦議会、連邦財務省、連邦証券取引委員会において白熱した議論が続いている<sup>(35)</sup>。2010年7月にオバマ大統領の署名で成立したドッド＝フランク・ウォールストリート街改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) では、ブローカーと投資顧問にとっての注意義務の基準を評価し、調査の結果に基づいて不足している規制を是正する規則を採用するように、連邦証券取引委員会に調査を義務付けていたが<sup>(36)</sup>、まだ最終的な結論や規則制定には至っていない<sup>(37)</sup>。

リステイトメントの展開は、ブローカーが信託義務を負うかどうかを検討する際に影響を及ぼし続けている<sup>(38)</sup>。歴史的に言えば、1940年に投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) という連邦法が制定されるまでは、ブローカーは、顧客の代理人に近い関係が認められており、信託義務が課される傾向にあった。それは、代理法第1次および第2次リステイトメントにおいて、代理関係を有する場合には信託義務が生じる、とされていたことが影響している。他方、ディーラーについても、本人として取引に従事するものの、顧客のために行動することを引き受けている点で、代理に近い関係として扱われてい

た。1940年に可決成立した投資顧問法によって、このような扱いが変容してしまうことになる<sup>(39)</sup>。

1940年以降、ほぼすべての裁判所は、これまでブローカーについては原則として信託義務を負わない、と判断してきた<sup>(40)</sup>。例外は、ブローカーやディーラーがある口座について投資上の裁量を有する場合である。投資上の裁量とは、顧客を代理して取引を行う権限、いわば代理権に近い法的な権限のことをいう。カリフォルニア州だけは大多数の裁判所と異なり、口座の種類にかかわらずブローカーが受認者である、と認めてきたが、これは極めて例外的な見解である。

連邦証券取引委員会の態度は、ブローカーの信託義務についてそれほど一貫していなかった<sup>(41)</sup>。1940年代終わりから、連邦証券取引委員会はブローカーに信託義務を負わせることに消極的になっていたが、1980年代には米国の金融業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) が定めたブローカーに適用される正当で衡平な取引原則に信託義務が具体化されるようになった。ところが、2005年には、ブローカーが信頼関係を引き受けていたような特別の場合のみ、信託義務が課されうるという見解を示した。

このように、ブローカーが信託義務を負うかどうかの法解釈については、明らかに混乱が見られる<sup>(42)</sup>。多くの場合には仲裁に付されるため、ブローカレッジに関する事件は訴訟で争われにくいこと (私人訴権が限定されていることも影響している)、証券に関する事件は和解で終結することが多く、判例として記録が残りにくいこと、仮に裁判で争われることになっても、裁判所が信託義務の有無について強行規定なのか、任意規定なのかという視点で事件ごとに検討してしまうこと、信託義務が連邦法と州法の両方に関係しており、ある場面における連邦法上の信託義務の有無については結局のところ州法を検討しなければならないこと、ブローカーの責任が不

明確であるためにブローカーの信託義務も不明確になってしまうことなどが、混乱の原因として指摘されている。州法の影響については、ブローカーが信託義務を負うか否かについて、オクラホマ州では当事者の関係性、信託の有無、強者が弱者を利用したことの3点が問題とされるのに対し、テキサス州では対等でない当事者の関係だけが問題とされ、ニュー・ヨーク州ではブローカーがある口座に裁量を行使できる場合にのみ信託義務を認めている。すなわち、各州でブローカーの信託義務について見解が異なっているのである。投資顧問については連邦法上、信託義務が認められていることから各州の法を検討する必要はないのに対し、ブローカーについてはこのように州法を参照することから、混乱が生じてしまう。

ブローカー・ディーラーに関する規制については、もともと信託法ではなく代理法リステイトメントの影響が色濃く出ているものの<sup>(43)</sup>、投資顧問への規制との比較という観点から信託法リステイトメントが引用され、ブローカー、特に助言を行うようなブローカーについて忠実義務や注意義務を負うのかどうかについて白熱した議論が展開されている。連邦証券取引委員会は、退職者年金を所管する労働省とも相談しながら、ブローカー・ディーラーへの信託義務適用を本格的に検討するようであるが、具体的な方向性は示されていない<sup>(44)</sup>。

## 5. フィデューシャリー・ルール施行延期の背景

フィデューシャリー・ルール施行延期の背景には、投資家の最善の利益をどのような方法で実現するのが望ましいのか、という点について、新旧政権の間で見解の相違がある。見解の相違は、ERISAにおける投資家の最善の利益のために、連邦法による規制強化が望ましいのか、それとも規制上の負担を減ら

して投資家の選択肢を増やすことが望ましいのか、という点に集約することができる。信託法を含めて信託法 (fiduciary law) は、責任を限定するために用いられる契約とは異なり、むしろ行政による規制の隙間を埋めるものとして考えられてきた<sup>(45)</sup>。そのため、連邦の行政規則であるフィデューシャリー・ルールにおいて、投資家にとっての最善の利益をどのように実現するのかという問いは、信託法 (ないし信託法) との関係では極めて根源的なものと言える。

フィデューシャリー・ルールは、バラク・オバマ大統領の政権下で2015年2月から起草が始められ、意見募集手続きを経て、2016年4月8日に連邦の行政規則として制定されたものであるが、非常に大きな議論を巻き起こしていた<sup>(46)</sup>。実際のところ、ドナルド・トランプ大統領が覚書を発出する前から、連邦政府と連邦議会との間で議論が続いており、裁判所でも権限超越を理由とする暫定的差し止め命令を求める訴訟が提起されているという。バラク・オバマ大統領は、2015年2月20日、すべての合衆国市民が自分で必死に稼いだお金の投資について、安心して健全な助言を得られるように投資顧問規制の是正を連邦労働省に指示している。それを受けて連邦労働省は、顧客の最善の利益を実現しなければならないとするフィデューシャリー・ルールの案を公表した。連邦労働省によれば、投資リターンを犠牲にして、アドバイザーの報酬や手数料を増やすような取引の額が推計で170億ドルにも上るといふ。同案は、2000年に一度起草されていたものよりもはるかに柔軟な内容とされていたものの、実際には大きな批判を浴びることとなった<sup>(47)</sup>。

フィデューシャリー・ルールは、ERISA上のフィデューシャリーについて利益相反取引を原則禁ずることで、投資家の利益を保護するものであるが、実務上の影響は大きい<sup>(48)</sup>。フィデューシャリー・ルールによれば、アドバイザーの「推奨」(recommendation) が「投

資上の助言」(investment advice)に該当する場合、アドバイザーがERISA上のフィデューシャリーとして扱われ、その結果としてアドバイザーは利益相反取引を行うことが出来なくなる<sup>(49)</sup>。利益相反取引を行えないということは、例外要件を満たさない限り、フィデューシャリーでなければ許容されている報酬の受領や実務が許されなくなることを意味している。また、アドバイザーにとってはERISA上のフィデューシャリーとして扱われることで、投資家からERISA上の救済規定に基づいて損害賠償請求訴訟を提起される恐れが生じうる<sup>(50)</sup>。そのため、ERISA上のフィデューシャリー該当性の判断基準は、極めて重要な点であった。

フィデューシャリー・ルール of 制定前までは、証券や財産の価値または投資上の推奨性についての助言であること、助言が反復継続的に提供されていること、投資家とアドバイザー間の相互の合意または理解に基づいていること、助言が投資決定の主要な根拠として提供されること、助言が退職時の所得保障に関する投資家の個人的なニーズに基づいて個別的に提供されていることの5点とされていた。しかしながら、この5つの要件テストは、フィデューシャリー・ルールの下でプリンシプルベースの基準に変更され、アドバイザーの「推奨」(recommendation)が「投資上の助言」(investment advice)に該当するかどうかについては、アドバイザーと投資家との関係性、および、提供される助言の種類から総合的に判断されることになった<sup>(51)</sup>。

アドバイザーと投資家との関係性については、助言の提供についてフィデューシャリーとして行動しているという表示や認識をしていること、助言が受領者の特別のニーズに基づくという書面や口頭の合意など(アレンジメントや理解を含む)に従って提供されていること、特別の投資または経営判断の推奨性について特定の受領者に助言を提供していることのいずれかが満たされれば、推奨該当性

が認められる<sup>(52)</sup>。

他方、提供される助言の種類については、証券や投資財産の投資または運用に関する推奨であれば、投資上の助言に該当するとされている<sup>(53)</sup>。証券や投資財産の投資または運用に関する推奨には証券等の取得、保有、処分 of 推奨性が含まれる。より具体的に言えば、証券や投資財産の運用には投資指針や戦略、委任状勧誘、ポートフォリオ構成、投資上の助言を提供する他の者、投資口座のアレンジメント(仲介または助言を受けて自分で投資するか)、手数料ベースのアレンジメントへの移行、先物取引などにおける保有ポジションの乗り換え、譲渡、分配についての推奨が含まれる。このような推奨は、コミュニケーションを介してアドバイザーから投資家に伝えられるものと考えられている。しかしながら、アドバイザーの意図や投資家の解釈によって、あるコミュニケーションが推奨に該当するかどうかは左右されるわけではない。むしろ、ある受領者に向けてより個別化されたコミュニケーションであればあるほど、推奨該当性が高まることになるという。

フィデューシャリー・ルールが、利益相反取引の例外要件として定めているのは、最善の利益を実現する契約による免除(Best Interest Contract Exemption)とプリンシプル取引による免除(Principal Transaction Exemption)である。このうち、前者の最善の利益を実現する契約による免除が決定的に重要とされている<sup>(54)</sup>。

そして、それぞれの免除に該当する場合には、アドバイザーは報酬や手数料などを受け取ることができる。原則として、ERISA上のフィデューシャリーは、利益相反を生み出しうるあらゆる支払いを受け取ることができないところ、それを一定の要件の下で認めるのがこれらの免除である。特に問題となるのは、第三者からの支払いや、特に推奨された投資商品に基づく手数料とされてきた。

細かい点を大幅に省略して言えば、最善の



利益を実現する契約による免除の要件で最も重要なのは、公平な行動基準を満たすことが求められる点である<sup>(55)</sup>。公平な行動基準を遵守することとは、要するに、投資家（仲介業者を除く）に最善の利益を提供すること、推奨した取引においてERISA上の合理的な報酬を超えないこと、アドバイザーが投資家に推奨した取引、手数料と報酬、重大な利益相反に関する報告、投資判断に関連するその他の事項について重大な誤解を招くような表現をしないこと、とされている。そして、フィデューシャリーに該当しうる金融機関（一部の例外を除く）は、公平な行動基準を遵守するための方針や手続き文書を作成しなければならない。この方針や手続き文書の作成義務に加えて、重大な利益相反を特定し、違反を回避するための対策を講じなければならず、本コンプライアンス担当の責任者を置き、さらには投資家にとって最善の利益を実現しないような推奨を招きうる報酬インセンティブを設けることが禁止されている<sup>(56)</sup>。

このような詳細な内容を含むフィデューシャリー・ルールの施行は、必ずしもスムーズに進んでいない。連邦議会と大統領との間では、フィデューシャリー・ルールの執行を停止する連邦議会の決議後、大統領による拒否権が行使される事態となった。連邦議会では、2016年4月に下院が、同年5月には上院が、1996年の議会評価に関する法律（The Congressional Review Act of 1996）<sup>(57)</sup>に基づいて、フィデューシャリー・ルールの執行を停止する決議をそれぞれ下した<sup>(58)</sup>。ところが、これらの下院と上院の決議はそれぞれ、大統領による拒否権行使に耐えうるほどの賛成多数票を得られなかった<sup>(59)</sup>。2016年6月8日、バラク・オバマ大統領は予想どおりに拒否権を行使し、フィデューシャリー・ルールの制定前に適用されてきた時代遅れの規則では、退職時の所得を確保するための投資について、アドバイザーに顧客の最善の利益を因らせることは必ずしもできなかった、と指

摘している<sup>(60)</sup>。

フィデューシャリー・ルールの施行は、立法部と執行部との間のみならず、司法の場でも争われていた。連邦労働省の権限踰越、合衆国憲法上のデュー・プロセス違反（曖昧ゆえに無効）、行政手続法違反（意見公募手続きの不適切な取り扱い）などを理由として暫定的な差し止めを求める訴訟が最低でも4件提起されたものの、差し止めが認められたという報道は今のところない<sup>(61)</sup>。係属中の事件もあるため予断を許さないが<sup>(62)</sup>、連邦議会とバラク・オバマ大統領との間で繰り広げられた争いはドナルド・トランプ大統領に引き継がれ、司法部でも争いは今なお続いている。

## 6. まとめ

リステイトメントは確かにそれだけでは法的な拘束力を持たないが、信託法に関係する重要な問題について指針を与え続けている。年金信託については、投資上の注意義務としてインデックス運用を採用するファンドへの投資がどのように扱われるのか、そして信託報酬や手数料に照らしてアクティブ運用がどのように扱われるのかについて、およそ40年も前から議論が続いている。連邦の投資顧問法上、ブローカー・ディーラーが信認義務を負うか否かについては、1940年代からずっと潜在的な問題としては存在しており、それが60年以上も経過していわゆるリーマン・ショック後に大きな問題として顕在化したに過ぎず、リステイトメントはそこでも重要な役割を果たしてきた。

リステイトメントが注目を集め続けるのは、内容が現在の法をうまく説明しているから、というだけではなく、むしろ信託法の原理原則として何が正しい方向なのかを示そうとしているからであろう。少なくとも年金信託とブローカー・ディーラーの信認義務という2つのトピックについては、実務の展開や

金融市場の発展を見据えたリステイトメントの記述が、今後の裁判例や社会的な議論を先導していくものと思われる。

もう1つの発見は、リステイトメントは現在のアメリカ信託法を知るために使う、というよりも、ある論点についての理論的発展や先例の展開を把握するのに利用可能である、ということである。年金信託やブローカー・ディーラーの信認義務については、歴史的な展開が今の議論の方向性を形作っている。リステイトメントの展開を分析する中で、現在のアメリカ信託法を知るために、むしろ歴史的な経緯を把握する姿勢は重要であることがわかった。

また、米国における議論と日本の状況を比較すると、米国では業法かそれとも民法の特別法で規定するのか、という単純な議論にはならない点を指摘したい。日本だと信託業法で規制するのか、信託法上の義務の具体化を図るのか、それとも信託契約に委ねるのか、という問題になりがちのところ、米国だといわゆる投資会社法、従業員退職所得保障法、投資顧問法という連邦の制定法における信認義務が具体化されるにあたり、各州の信託法の発展が一定の影響を及ぼしうる。そのため、米国では信託についてある理想的な状況を作り出すための手段が州の信託法と連邦の規制法というように、州と連邦に併存している、日本より複雑な議論が生じてしまうのである。信託法リステイトメントを活用する際には、民法の特別法としての信託法の独自の発展というだけではなく、少なくとも信託に関係する連邦法による規制の存在や影響を前提として、丁寧に検討を加える必要があるだろう。

最後に、フィデューシャリー・ルール施行延期を巡る争いからは、受益者の最善の利益をどうやって実現させるか、という信託法(ないし信認法)上の核心的な点について、まだ明確な1つの解があるわけではないということが垣間見えた。おそらく、連邦の三権の間

での綱引きと各州における信託法の発展の中で、少しずつ解がより明確になっていくものと思われる。アメリカ信託法の第一人者に近い識者が指摘するように<sup>(63)</sup>、フィデューシャリー・ルールという連邦の行政規則によって、各州における信託法の主な発展や展開が連邦法としてERISAなどに取り込まれることになった。その選択的取り込みは、忠実義務だけでなく注意義務(合理的な投資家としての注意義務)にも及ぶ。投資上の助言や推奨は、当然ながら、投資判断に関係するものであることから、利益相反取引の規制の部分だけで忠実義務の問題と限定的に解することはできない。ただし、フィデューシャリー・ルールは、あくまで連邦の行政規則として、金融規制のために最先端の信託法の重要な概念を部分的に取り込んでいるに過ぎないことも事実である。米国における信託法の発展がこれで終わるわけではないし、金融規制の分野においても受益者の最善の利益をどうやって実現するべきかという問いは検討され続けるだろう<sup>(64)</sup>。連邦の行政規則において、受益者の最善の利益をどう実現するのかについてより明確に規定することは望ましくも思われるが、最低限の基準を規定しているはずが事実上、上限の規定として機能しうることはかねてより指摘されてきた。しかも、信託法を含む信認法の良さは、連邦や州の行政規制の隙間を埋めるために柔軟に機能しうる点にある。フィデューシャリー・ルールの未来は予測できないが、もし、ある程度の修正を経て施行されたならば、今後、信託実務や投資顧問実務の発展を反映してさらに洗練された内容にアップデートされていくことが望ましい。逆に、各州の判例法や制定法によって発展し続けている信託法は、連邦の行政規則を巡る議論さえも取り込んで、さらに発展するかもしれない。

## 7. おわりに

信託法リステイトメントは、金融市場との相互作用の中で、連邦法による規制の影響も受けながら発展し、最新の第3次リステイトメントも今なお展開を続けている。本稿では、信託法リステイトメントの展開を検討するにあたり、年金信託、ブローカー・ディーラーの規制、そしてフィデューシャリー・ルールの施行延期について扱ったが、委任（代理）や信託も契約関係として処理している日本と、米国においては、3つのトピックについて議論の方向性や関心は大きく異なるだろう。ただし、信託法リステイトメントの展開からは、もちろんトピックにはよるものの、信託法の個別課題を議論する際に金融市場や業法（行政規制）の影響を十分に踏まえて、委託者の意思の実現や受益者がいる場合には受益者の利益の最大化を目指す必要がある、という大きな潮流とそのための試行錯誤を見出すことができる。信託法第3次リステイトメントの刊行は、信託法にとっては終わりではなく新たな展開のはじまり、ないし展開の過程に過ぎないことを認識しつつ、信託法に関わる具体的な問題について今後さらに研究が進むことを願ってならない。

### 【注】

- (1) 本稿は、拙稿「信託法第3次リステイトメントの展開：年金信託における受託者の注意義務とブローカー・ディーラーに適用されうる信認義務に着目して」青学法学論集58巻1号（2016年）23-37頁に加筆と修正を施したものである。
- (2) なお、信託協会の資料によれば、信託の受託概況（信託財産総額）の推移でいえば、平成22年（2010年）9月の766.4兆円から、平成27年（2015年）9月の961.5兆円に増加している。See 信託協会「（参考1）信託の受託概況（信託財産総額の推移）」

（2015年9月），available at <http://www.shintaku-kyokai.or.jp/news/news271216.html>

- (3) ただし、平成25年度税制改正では「教育資金贈与信託」が創設され、平成27年度税制改正では「結婚・子育て支援信託」が創設されている。また、政策の場ではないものの、公益信託については、商事法務研究会で「公益信託法改正研究会」が開催されていることに留意されたい。
- (4) たとえば、樋口範雄・佐藤智晶「統一信託法典のその後」信託235号（2008年）39-48頁。
- (5) 信託法第3次リステイトメント全体の紹介については、萬澤陽子「文献紹介 海外 The American Law Institute "Restatement of the Law Third, Trusts"」信託法研究39巻（2014年）141-147頁がある。
- (6) White House, Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule, Feb. 3, 2017, available at <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>
- (7) 2017年3月30日現在、フィデューシャリー・ルールについての先行研究でアクセス可能なものは、次の2点である。宮崎敦文「米国労働省発フィデューシャリー・ルール新提案の行方」企業年金34巻9号（2015）30-33頁；松尾健治。「Strategic Vistas 2017年のトランプ大統領就任は金融規制（投信関連規制等）にとってゲーム・チェンジャー!：ドッド＝フランク法（中核のボルカー・ルール）、DOL フィデューシャリー・ルール、リスク・リテンション・ルール、ノンバンク G-SIFs 規制、流動性管理ルール、MMF 規制改革、そして、国際金融規制全般」投資信託事情60巻1号（2017年）10-17頁。
- (8) See, e.g., Schanzenbach, Max M. and Sitkoff, Robert H., Financial Advisers

- Can't Overlook the Prudent Investor Rule (August 1, 2016). *Journal of Financial Planning* (August 2016); *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 16-14*. Available at [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Sitkoff\\_872.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Sitkoff_872.pdf)
- (9) 本論文の執筆にあたっては、信託協会および公益財団法人トラスト未来フォーラムからそれぞれ調査研究助成を受けた。記して心より深く感謝したい。
- (10) 本稿で主に参考にしたのは、次の2つの論文である。James Kwak, *Improving Retirement Savings Options for Employees*, 15 *J. Bus. L.* 483, 490-499 (2013); Arthur B. Laby, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 55 (3) *Villanova Law Review* 701, 703 (2010).
- (11) たとえば、山中利晃「文献紹介 海外 Robert H. Sitkoff 教授による信託法研究：経済・実証分析の展開」*信託法研究* 40号 (2015年) 259-267頁；山中利晃「信託法の経済分析——Sitkoff 教授とその示唆」*金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ* [2015-2] (2015年4月)；Edward C. Halback, Jr., *Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End*, 88 *Cal. L. Rev.* 1877 (2000).
- (12) 以下、James Kwak, *supra* note 6, at 490-499を参照した。
- (13) 投資信託協会用語集「パッシブ運用」, available at <http://www.toushin.or.jp/words/keyword/184/>
- (14) See, e.g., *Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard: Mid-Year 2010*, S&P INDICES: RESEARCH & DESIGN (S&P Indices, New York: 2010).
- (15) James Kwak, *supra* note 6, at 489-491.
- (16) 本稿に関連しそうな米国従業員退職所得保障法の研究として、例えば、吉田健三「アメリカ企業年金政策の変質—2006年年金保護法の分析から」*社会科学研究：東京大学社会科学研究所紀要*60巻2号(2009年) 183-219頁；小櫻純「従業員退職所得保障法のセイフハーバー」*日本年金学会誌*20巻(2000年) 104-108頁；野村亜紀子「米国企業年金をめぐる最近の議論—従業員退職所得保障法 (ERISA) 制定25周年を迎えて」*資本市場クォーターリー* 3巻4号(2000年5月) 163-187頁などがある。
- (17) John H. Langbein & Richard A. Posner, *Market Funds and Trust-Investment Law*, 1976 *AM. B. FOUND. RES. J.* 1 (1976).
- (18) *Id.* at 18.
- (19) *Id.* at 18-30.
- (20) *Id.* at 30.
- (21) James Kwak, *supra* note 6, at 489-491.
- (22) *RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS* § 90 (2007).
- (23) James Kwak, *supra* note 6, at 514 and n. 157.
- (24) *Id.* at 514. See also *RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS* § 90 (c) (3) (2007).
- (25) James Kwak, *supra* note 6, at 515-517.
- (26) *Id.* at 516.
- (27) 実務家による判例分析として、次の文献が参考になる。Fein, Melanie L., *Prudent Investing and ERISA: Fees and the Fiduciary Duty of Care* (June 1, 2015). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2635090> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2635090>
- (28) *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Mgmt., Inc.*, 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982).
- (29) *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.*, 528 F. Supp. 1038 (S.D.N.Y. 1981).
- (30) *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Mgmt., Inc.*, 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982).
- (31) *Id.* at 928 (“In short, the legislative

- history of § 36 (b) indicates that the substitution of the term "fiduciary duty" for "reasonable," while possibly intended to modify the standard somewhat, was a more semantical than substantive compromise, shifting the [\*\*15] focus slightly from the fund directors to the conduct of the investment adviser-manager. As the district court and all parties seem to recognize, the test is essentially whether the fee schedule represents a charge within the range of what would have been negotiated at arm's-length in the light of all of the surrounding circumstances.”).
- (32) *Jones v. Harris Assocs. L.P.*, 559 U.S. 335 (2010).
- (33) *Id.* at 346-347.
- (34) *Id.* at 349-352.
- (35) Arthur B. Laby, *supra* note 6, at 703.
- (36) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 913 (2010).
- (37) See, e.g., Justin Baer, and Andrew Ackerman, SEC Head Backs Fiduciary Standards for Brokers, Advisers, WSJ, March 17, 2015, available at <http://www.wsj.com/articles/sec-head-seeks-uniformity-in-fiduciary-duties-among-brokers-advisers-1426607955>
- (38) Arthur B. Laby, *supra* note 6, at 720-723.
- (39) *Id.* at 721-722.
- (40) 以下、*id.* at 704-705 and 722-723.
- (41) 以下、*id.* at 705, and 735-736.
- (42) 以下、*id.* at 704-716.
- (43) See, e.g., Robert H. Sitkoff, *The Fiduciary Obligations of Financial Advisors Under the Law of Agency* (November 4, 2013). Harvard Public Law Working Paper No. 13-16; 27 *Journal of Financial Planning* 42 (2014); Harvard Public Law Working Paper No. 13-16. See also William Alan Nelson II, *Broker-Dealer: A Fiduciary By Any Other Name?*, 20 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 637 (2015), available at <http://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol20/iss3/2>Lynn Bai, *Broker-Dealers, Institutional Investors, and Fiduciary Duty: Much Ado About Nothing?*, 5 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 55 (2014), available at <http://scholarship.law.wm.edu/wmblr/vol5/iss1/3>; Nicholas S. Di Lorenzo, *Note, Defining a New Punctilio of an Honor: The Best Interest Standard for Broker-Dealers*, 92 *B.U.L. Rev.* 291 (2012); Gary A. Varnavides, *The Flawed State Of Broker-Dealer Regulation And The Case For An Authentic Federal Fiduciary Standard For Broker-Dealers*, 16 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 203 (2011).
- (44) See, e.g., Emile Hallez, *Proposed rule by US Department of Labor could put an end to commission*, *Financial Times*, June 18, 2015, available at <http://www.ft.com/cms/s/0/6841e6da-f95f-11e4-ae65-00144feab7de.html#axzz45DJ577rM>; WSJ, *Reactions to the Labor Department's Fiduciary Rule*, April. 6, 2016, available at <http://www.wsj.com/articles/reactions-to-the-labor-departments-fiduciary-rule-1459954904>
- (45) たとえば、拙稿「著書紹介 自己規律の源泉としての信義誠実 Tamar Frankel, *Trust and honesty: America's business culture at a cross road*」*アメリカ法2006*(2)(2007-8年) 337-342頁；拙稿「1世紀における信託法と信託の役割 Symposium, *The Role of Fiduciary Law and Trust in the 21st Century : A Conference Inspired by the Work of Tamar Frankel*, 91 *B.U.L. REV.* 833-1299 (2011)」*アメリカ法2013*(2)

- (2014年) 341-347頁。
- (46) See, e.g., Rebecca Kaplan & Arden Farhi, Obama: Financial advisors must put client interests first, CBS News, Feb. 23, 2015, available at <http://www.cbsnews.com/news/labor-department-tighten-restrictions-financial-advisors/>
- (47) Id. See also Attracta Mooney, Obama's fiduciary rule is a disaster, warns former SEC regulator, Financial Times, Mar. 26, 2017, available at <https://www.ft.com/content/58d0e884-0b11-11e7-97d1-5e720a26771b>
- (48) 以下の本文は、次の文献に基づく。  
Shearman & Sterling LLP, The US Department of Labor's Final "Fiduciary" Rule Incorporates Concessions to Financial Service Industry but Still Poses Key Challenges, Apr. 14, 2016, available at <http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2016/04/The-US-Department-of-Labor-Final-Fiduciary-Rule-Incorporates-Concessions-to-Financial-Service-Industry-CGE-041416.pdf>
- (49) Id. at 2.
- (50) Id. at 1-2.
- (51) Id. at 2-3.
- (52) Id. at 3.
- (53) Id. at 3-4.
- (54) Id. at 7 and 14.
- (55) Id. at 11.
- (56) Id.
- (57) この連邦法の詳細については、see Richard S. Beth, Disapproval of Regulations by Congress: Procedure Under the Congressional Review Act, CRS Report, RL31160, Oct. 10, 2001, available at <https://www.senate.gov/CRSpubs/316e2dc1-fc69-43cc-979a-dfc24d784c08.pdf>
- (58) See, e.g., Mark Schoeff Jr., Obama vetoes resolution against DOL fiduciary rule; court sets date for NAFA's lawsuit, Investment News, June 8, 2016, available at <http://www.investmentnews.com/article/20160608/FREE/160609915/obama-vetoes-resolution-against-dol-fiduciary-rule-court-sets-date>; Mark Schoeff Jr., Senate approves resolution to kill DOL fiduciary rule, Investment News, May 24, 2016, available at <http://www.investmentnews.com/article/20160524/FREE/160529961/senate-approves-resolution-to-kill-dol-fiduciary-rule>
- (59) See, e.g., Mark Schoeff Jr., Obama vetoes resolution against DOL fiduciary rule; court sets date for NAFA's lawsuit, Investment News, June 8, 2016, available at <http://www.investmentnews.com/article/20160608/FREE/160609915/obama-vetoes-resolution-against-dol-fiduciary-rule-court-sets-date>
- (60) Id.
- (61) John Hilton, Judge Denies NAFA Injunction Request Against DOL Rule, InsuranceNewsNet, Nov. 4, 2016, available at <https://insurancenewsnet.com/inarticle/judge-denies-nafa-preliminary-injunction-request> See also *The National Association for Fixed Annuities v. Thomas E. Perez, Secretary of the United States Department of Labor, et al.*, Civil Action No. 16-1035 (RDM), 2016 U.S. Dist. LEXIS 153214 (D.D.C. Nov. 4, 2016).
- (62) Andrew Welsch, DoL asks judge for timeout in fiduciary lawsuit, cites Trump order, Financial Planning, Feb. 8, 2017, available at <https://www.financial-planning.com/news/dol-asks-judge-for-timeout-in-fiduciary-lawsuit-cites-trump-order>

(63) See, e.g., Schanzenbach, Max M. and Sitkoff, Robert H., Financial Advisers Can't Overlook the Prudent Investor Rule (August 1, 2016). *Journal of Financial Planning* (August 2016); Northwestern Law & Econ Research Paper No. 16-14. Available at [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Sitkoff\\_872.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Sitkoff_872.pdf) なお、反対の見解を示す論稿として、see, e.g., Wiedenbeck, Peter J., Untrustworthy: ERISA's Eroded Fiduciary Law (February 9, 2017). Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No.16-11-01.

Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2865752>

(64) See, e.g., See., e.g., Criddle, Evan J., Liberty in Loyalty: A Republican Theory of Fiduciary Law (February 15, 2017). *Texas Law Review*, Vol. 94, No. 6, 2017 Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2917250>; Criddle, Evan J., Fiduciary Law's Mixed Messages (March 13, 2017). *Research Handbook on Fiduciary Law* (Andrew S. Gold & D. Gordon Smith eds., Edward Elgar Publ., Forthcoming). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2932288>

(さとう ちあき)