

米国の投資運用会社の事業継続・移行計画に関する規則案

－破綻処理とオペレーショナル・リスク－

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は2016年6月、事業継続及び移行計画に関する規則案（トランジション規則案）を採択した。同規則案は、SECに登録する全ての投資運用会社を対象とするものであり、メアリー・ホワイトSEC委員長が2014年12月に公表した米国資産運用業界に関する「規制の近代化（Modernization）」の一環である。
2. 同規則案における事業継続計画とは、投資運用会社のオペレーショナル・リスク最小化を目的とした手続き及び規定である。しかし、米国の資産運用業界を取り巻く第三者サービス・プロバイダーは、インデックス・プロバイダー、アドミニストレーター、カストディアンと多様であり、投資運用会社のみならずオペレーショナル・リスクの把握や管理を求めても実効性は限定される可能性がある。
3. 移行計画とは、投資運用会社がビジネスを撤退する際、顧客に提供するサービスに甚大な影響をもたらす可能性の最小化を目的とした規定及び手続きを指す。SECは移行計画策定を通じて、ドッド・フランク法が主に大手米銀に対して策定を求めている破綻処理計画の策定を投資運用会社にも求めている。
4. 投資運用会社は顧客から受託した他人勘定の運用を行っているため、移行計画は大手米銀が策定する破綻処理計画よりも簡素な内容である一方で、過去に投資運用会社の破綻が金融システムに影響した事例は少なく、同計画策定の意義に疑問を呈する声もある。今後、トランプ新政権に引き継がれる同規則案の行方が注目されよう。

I. 資産運用業界の規制の近代化

証券取引委員会（SEC）は2016年6月、投資運用会社（Investment Advisor）に対する事業継続及び移行計画に関する規則案（トランジション規則案）を公表した¹。トランジション規則案は、投資顧問業法の規則206(4)-4を新設するものであり、SECに登録する約1万2千以上の全ての投資運用会社を対象とする。トランジション規則案は、メアリー・ホワイト氏（SEC委員長）が2014年12月に公表した米国資産運用業界に関する「規制の近代化（Modernization）」の一環であり、2016年10月に最終化された「投信及びETFの情報開示規則」及び「投信及びETFの流動性リスク管理規則」²と、2015年12月に公表された「投信、ETF、クローズド・エンド・ファンド等を含む登録投資会社によるデリバティブ活用に関する規則案（デリバティブ規則案）」³に続く、規制アップデートの第四弾である⁴。トランジション規則案に関する市場参加者からのコメントは2016年9月に締め切られており、本稿では、資産運用業界に関する破綻処理とオペレーショナル・リスクに焦点を当て、当該規則案について規制当局と投資運用会社間の議論の整理を図る。

図表1 米国SECが進める資産運用業界の規制の近代化

	規則名	規則案公表日	ステータス（2017年1月時点）	規制の対象
1	情報開示規則	2015年6月	2016年10月に最終化	登録オープン・エンド・ファンド（除くMMF）
2	流動性リスク管理規則	2015年10月	2016年10月に最終化	登録オープン・エンド・ファンド（除くMMF）
3	デリバティブ規則	2015年12月	規則案	登録投資会社
4	トランジション規則	2016年6月	規則案	投資運用会社
5	ストレステスト規則	未公表	未公表	未定

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

¹ Securities and Exchange Commission, "Adviser Business Continuity and Transition Plans," Release No. IA-4439, June 28, 2016.

² 詳細は、岡田功太「SECによる投信及びETF流動性リスク管理規則の最終化」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

³ 詳細は、岡田功太「米国SECによる投信・ETFのデリバティブ取引規則改革案—レバレッジド・インバースETFに対する影響—」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

⁴ 第五弾のストレステスト規則は本稿執筆時点で未公表だが、その考え方は、岡田功太、小立敬「資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言—金融安定理事会（FSB）及び米国における議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号を参照。

Ⅱ. トランジション規則案における事業継続計画の概要

1. 事業継続計画の規定内容と策定の背景

トランジション規則案における事業継続計画とは、投資運用会社のオペレーションに甚大な影響を及ぼす可能性があるリスク最小化を目的とした手続き及び規定である。当該規則案は投資運用会社に対して、以下の4点を事業継続計画に規定することを義務付けている。

- ① 必要不可欠なオペレーションやシステムの保持、及び顧客情報を含むデータの保持、バックアップ、修繕
- ② 投資運用会社のオフィスの代替的な場所の事前確保
- ③ 顧客、従業員、サービス・プロバイダー、規制当局との対話
- ④ 投資運用会社に必要不可欠な第三者によるサービスの把握と評価

上記の中でも、第三者によるサービスの把握と評価の必要性を関係者に認識させた事例が複数、発生しており注目されている。例えば2015年8月、サンガード・データ・システムズ（2015年11月にフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービスによって買収された）が提供する会計ソフトであるインベストワン（InvestOne）が、システム・アップデートに伴う不具合に見舞われた⁵。その際、インベストワンを活用してファンド管理を提供しているBNYメロンは、受託している約1200本の投信及びETFについて正確な基準価額（NAV）を算出することが困難となり、各資産運用会社が暫定値と照らし合わせて個々に誤差調整する対応に迫られた。BNYメロンはカストディアンとして、米国ETF市場全体の約12%にあたる約2,500億ドルと投信市場全体の約15%にあたる約2.2兆ドルの資産を管理し、会計処理等を代行していることから、資産運用業界に対する第三者によるサービスがもたらす影響に注目が集まった⁶。SECは事業継続計画を通じて、単に天災やテロ等の対応を求めているだけでなく、第三者のサービス・プロバイダーによるデータやインフラ等の提供に関するオペレーショナル・リスクの把握を重視しているといえる。

2. 事業継続計画に対する資産運用業界の評価

事業継続計画策定を求める規則案に対して、資産運用業界からは以下の3点に関するコメントが出ている。第一に、投資運用会社が第三者であるサービス・プロバイダーに起因するリスクを全て把握し、一律の事業継続計画を策定することは困難であるという点である。

第二に、米国では大部分の投資運用会社がカストディアン、トランスファー・エージェント、レンディング、アドミニストレーション等のオペレーションを外注しており、第三者サービス・プロバイダーには幅広い分野の業者が含まれるため、リスクの定義が困難であるという点である。米国の資産運用業関連のサービス・プロバイダーには、銀行などの

⁵ “Funds face more uncertainty from BNY Mellon software glitch,” *Financial Times*, August 31st, 2015.

⁶ “BNY Catches Up With Pricing Backlog,” *Wall Street Journal*, August 31st, 2015.

系列ベンダーもいれば独立系のベンダーもいる。また、後述するように、一つの分野に特化したベンダーもいれば、多様な資産運用プロセスをサポートする包括的なソリューションを提供するベンダーもいる。投資運用会社は通常、内部に有する機能と第三者サービス・プロバイダーのサービスを組み合わせることで、独自のシステムを構築しているため、オペレーショナル・リスクの定義と分析は一層困難といえる。この点に関して、ブラックロックは、外注先の第三者サービス・プロバイダーに対するデューディリジェンスの方針を規定することを提言している⁷。

第三に、証券取引所、中央清算機関（CCP）、電子取引プラットフォーム、トレード・メッセージング・システム等、あらゆる市場参加者が依存する多様な金融市場インフラに関するリスクの把握がより重要ではないかという点である。投資運用会社にとっても金融市場インフラは必要不可欠な第三者サービス・プロバイダーであるが、関連したリスクを評価するためには、まず金融安定理事会（FSB）や証券監督者国際機構（IOSCO）などのグローバル規制を司る機関が、全体像を包括的に把握することが必要であると提言している⁸。

Ⅲ. 米国の資産運用業界を取り巻く第三者サービス・プロバイダー

1. データ提供会社及びインデックス・プロバイダー

今回の規則案を契機に、米国資産運用業界を取り巻くさまざまなサービス・プロバイダーに対して改めて注目が集まっている。下記では、主要な分野とプレイヤーについて概観する。

投資運用会社にオペレーショナル・リスクをもたらす第三者サービス・プロバイダーとして、データ提供会社が挙げられる。投資運用会社は、ポートフォリオやベンチマークを構成する銘柄に関する価格、格付け、コーポレート・アクション、発行体情報、クーポン等の多様なデータを活用し、リスク分析、投資決定、当局及び顧客向けのレポートング活動、トレーディング、NAV 算出等を行う。そのため、投資運用会社は日中もしくは日次で、図表 2 に示した第三者データ提供会社から有価証券及び価格データ情報を入手する。

また、インデックス・プロバイダーも、資産運用業界における主要な第三者サービス・プロバイダーである。インデックスの価格は投資運用会社にとってパフォーマンス測定、ポートフォリオの構築やリバランシング等、投資プロセスのあらゆる面において必要不可欠な情報である。例えば、アクティブ運用ファンドはインデックスの価格をベンチマークとして用いており、ETF 等のパッシブ運用戦略にとってはインデックスの価格はポートフォリオの根幹を成す。S&P ダウジョーンズ、FTSE ラッセル、MSCI の 3 社が主要なインデックス・プロバイダーであり、合計で米国投信の運用資産残高の約 70%（約 9.4 兆ドル）に対してベンチマークを提供している⁹（図表 3）。

⁷ BlackRock, “The Role of Third Party Vendors in Asset Management,” September 2016.

⁸ 前掲脚注 7 を参照。

⁹ “Investing: The index factor,” *Financial Times*, August 16th, 2015.

図表 2 データ提供会社の概要

ブルームバーグ	Bloomberg Professional Service の顧客は世界に約 32 万 5,000 名存在する金融関連データ業界最大のプレイヤーで、金融関連データ業界における収益のうちシェア 33%と第一位
トムソンロイター	ブルームバーグに続いて金融関連データ業界における収益のうちシェア 24%と第二位
マーケット	主に債券、CDS、ローンや株式のボラティリティ、レンディング関連のデータ提供会社
インターコンチネンタル取引所	2016 年に、社債及び ETF 関連のデータ提供会社である Interactive Data Corporation を買収
その他	ムーディーズ・アナリティクス、S&P ダウジョーンズ等

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

図表 3 主要なインデックス・プロバイダーの概要

S&P ダウジョーンズ	S&P 500 指数の提供者として世界最大のインデックス・プロバイダーであり、同指数をベンチマークとしている資産は約 7.8 兆ドル
FTSE ラッセル	世界中の 25 を超える取引所において取引される投資可能資産の 98% をカバーするインデックス・プロバイダー
MSCI	10 兆ドルを超える資産と 850 以上の ETF の連動先指数を提供するインデックス・プロバイダー
ブルームバーグ	バークレイズ・リスク・アナリシスを買収し、債券インデックスを提供
マーケット	多様な価格指数を提供しており、主にインデックスを原資産とするデリバティブや ETF 等の参考価格として活用される

(出所) 各種情報より野村資本市場研究所作成

2. リスク管理ツール及び取引執行管理システム

投資運用会社はポートフォリオのリスク管理を行う上で、第三者からリスク管理ツールの提供を受け、自社開発のリスク管理モデルと組み合わせて、自身のパフォーマンス及びリスクの測定や投資家のポートフォリオ分析を行っている。リスク管理ツールの提供者の数は多く、代表例が図表 4 だが、それ以外にもクリアウォーター・アナリティクス、マーケット、フィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス（旧サンガード・データ・システムズ）、S&P ダウジョーンズ、フィッチレーティングス、ムーディーズ・アナリティクス、SS&C テクノロジーズ等が挙げられる。

投資運用会社は取引執行管理システムを通じて、ポートフォリオのポジションと現金残高を照会や、取引がコンプライアンス上の制約（例えば顧客とのガイドライン上の制約）に違反していないか等を確認できる。また、取引執行管理システムを通じた取引注文の発注については、当該システムにおける承認を経てトレーダーが市場で執行する。代表的な取引執行管理システムの提供者は図表 5 の通りだが、それ以外に、マーケット、ファクトセット、ITG、トレードウェブ、マーケットアクセス等が挙げられる。

図表 4 主要なリスク管理ツール提供者

ブルームバーグ	同社が提供する Portfolio and Risk Analytics はターミナルに搭載され、ユーザーにリスク及びパフォーマンス測定モデルを提供
ファクトセット	市場データの統合、リスク分析、ポートフォリオ管理のツールを 2,000 超のセルサイド及びバイサイドに提供
MSCI	Barra and RiskMetrics のブランド名の下でリスクのモデル、分析ツール、パフォーマンス特性の解析ツールを提供
ブラックロック	同社が提供するブラックロック・ソリューションズは、現在約 190 社に提供

(出所) 各種情報より野村資本市場研究所作成

図表 5 主要な取引執行管理システム

ブルームバーグ	同社のバイサイド向け取引執行管理システムは AIM と呼称され、約 700 社、約 1 万 4,000 名に提供
チャールズ・リバー	同社投資管理システム資産運用会社上位 100 社中 50 社を含む投資会社 350 社、約 2 万 5,000 名の投資プロフェッショナルに提供
トムソンロイター	同社の Autex Trade Route は 1 日に 400 億シェアの株式、オプション、先物、為替等の取引のオーダーフローを扱っている
ブラックロック	同社の Aladdin は資産運用会社、保険会社、年金基金、企業、金融機関等 75 社に提供

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

3. 会計システム及びミドルオフィス機能

投資運用会社は主に NAV を算出するために会計システムを用いる。会計システムは、ポートフォリオの帳簿や記録の作成の基盤であり、そのアウトプットは顧客や当局向けの報告に活用されている。主要な会計システムの提供者として、SS&C テクノロジーズとフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス（旧サンガード・データ・システムズ）が挙げられる。SS&C テクノロジーズは 200 以上の顧客に会計機能を提供しており、2015 年 2 月にアドベント・ソフトウェアを買収したことで追加機能を拡充した¹⁰。

ミドルオフィスは、取引執行とバックオフィス機能（アドミニストレーションやカスタマイズ等）を連結する機能を担い、取引のコンファメーション及び決済、コーポレート・アクションの把握及び記録、デリバティブ取引に関する証拠金の管理、キャッシュ・ポジションの照会等を行う。ミドルオフィスのオペレーションは地域や商品によって規制要件の強化等が異なるため、近年、複雑さを増している一方で、レポート及びコンプライアンスの規定に準拠する必要があり、多くの投資運用会社は第三者に外注している。

主なミドルオフィス機能の外注先としては、BNY メロン、ステートストリート、JP モルガン、シティ、ノーザントラスト、SS&C テクノロジーズ、ブラウン・ブラザーズ・ハリマン等が挙げられる。

¹⁰ SS&C テクノロジーズのウェブサイトを参照
(<http://www.sscotech.com/AboutUs/Acquisitions/SSCtoacquireAdventSoftware.aspx>)。

4. バックオフィス機能

投資運用会社に関するバックオフィス機能はトランスファー・エージェント、アドミニストレーター、カストディアン¹¹の3つである。トランスファー・エージェントの主な役割は、株主（投信保有者）口座の記録保持、配当及びキャピタルゲインの計算と分配、株主向けの口座ステートメント、連邦所得税の情報、株主の取引や残高の確認書、その他株主向け通知の作成・送付である。主要なトランスファー・エージェントとして、アメリカン・ストック・トランスファー・アンド・トラスト・カンパニー、DST システムズ、BNY メロン、コンピューターシェア等が挙げられる。

トランスファー・エージェントのシステム不具合によって、サービスの提供が不可能になった事例として、2015年3月20日に英国のIFDS（ステートストリートとDST システムズの合弁事業）のシステムハードウェアの機能不全がオペレーションに支障をきたした例が挙げられる¹¹。当時、IFDS は英国の市場全体の約40%をサポートしており、システムの不具合によってIFDS を電子取引執行に用いるファンドの顧客に対する支払いが延滞した。

アドミニストレーターの主な役割は、投信、ヘッジファンド、ユニット・トラスト、その他の集団投資スキーム等に対して、ファンド計理サービス、データ処理、簿記、内部監査、規制当局向け報告書の作成及び提出、税務処理、株主向け報告の作成及び提出、法令順守手続及び内部統制の維持の支援等を提供することであり、主要なアドミニストレーターは、カストディアンの傘下の子会社であるケースが多い。

カストディアンは、ファンドの資産を分別保管、証券取引の決済、配当・利息の受け取り、外国為替サービス、費用の支払い、フェイルした取引の報告、キャッシュ取引の報告、コーポレート・アクションの監視、貸し出した証券のトラック等を担う。投資運用会社は複数のカストディアンと契約を締結しており、ブラックロックは世界の80行を超える銀行からカストディー・サービスの提供を受けている¹²。主要なカストディアンはBNY メロン、シティ、JP モルガン、ステートストリートであり、当該4行は、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）として厳格な規制を受けている¹³。

以上の通り、資産運用業のフロントオフィス機能、ミドルオフィス機能、バックオフィス機能などのあらゆる業務活動において、多様なプロバイダーがオペレーションを支えている。そのため、投資運用会社のみにもオペレーショナル・リスクの把握や管理を求めても実効性は限定される可能性があり、トランジション規則案における事業継続計画には、資産運用業のオペレーションの外注先である各種データ提供会社やカストディー・サービスを提供する銀行を含めた包括的な設計が必要であると指摘されている。

¹¹ “Technology glitch hits UK investment transactions,” *Financial Times*, March 20th, 2015.

¹² 前掲脚注7を参照。

¹³ Office of Financial Research, “A Comparison of U.S. and International Global Systemically Important banks,” August 2015.

IV. トランジション規則案における移行計画の概要

1. 移行計画の規定内容

トランジション規則案における移行計画とは、投資運用会社がビジネスを撤退、もしくは他の者へビジネスを移譲する際、顧客に提供するサービスに甚大な影響をもたらす可能性の最小化を目的とした規定及び手続きを指す。当該規則案は投資運用会社に対して、以下の5点を移行計画に規定することを要請している。

- ① 移行時における顧客資産の保全、譲渡、返還に関する規定及び手続き
- ② 各顧客口座に必要な顧客情報に関する規定及び手続
- ③ 投資運用会社のコーポレートガバナンス構造に関する情報
- ④ 投資運用会社が活用可能な資金調達への把握
- ⑤ 集団投資スキームを含む投資運用会社及び顧客が準拠すべき法及び契約上の義務の評価
つまり、SECは移行計画策定を通じて、ドッド・フランク法が主に大手米銀に対して策定を求めている破綻処理計画（レゾリューション・プラン、いわゆるリビング・ウィル）の策定を投資運用会社にも求めていると言えよう¹⁴。

2. 米国における投資運用会社の破綻事例

過去、資産運用業界における代表的な投資運用会社の破綻事例として、ロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）が挙げられる。LTCMはソロモン・ブラザーズ（現シティグループ）の債券トレーダーであるジョン・メリウェザー氏が設立し、1994年2月に運用を開始した。LTCMはデビッド・マリンス氏（元FRB副議長）、ブラック・ショールズ方程式を考案し、ノーベル経済学賞を受賞したマイロン・ショールズ氏やロバート・マートン氏といった著名人が参加していたことから、ドリームチームと称され、当初より約12億5,000万ドルの資金を世界の機関投資家から調達した。しかし1997年のアジア通貨危機と1998年のロシア財政危機により、LTCMの経営は深刻な状態となり、1998年9月頃には破綻寸前であることが明らかになった。その後、ニューヨーク連銀の指示により、LTCMに資金を提供していた14銀行が資金を融通し、解体が決定した。

また、ベアースターンズと同社が運用していたファンドの破綻も記憶に新しい。同社は1923年に創業された投資銀行だが、2008年3月に経営悪化に直面し、JPモルガンに吸収合併された。当時、ベアースターンズはハイ・グレード・ストラクチャード・クレジット・ストラテジーズ・レバレッジド・ファンドとハイ・グレード・ストラクチャード・クレジット・ストラテジーズ・ファンドという2本の著名なヘッジファンドを運用していた。どちらのファンドも高いレバレッジをかけて、主にモーゲージ関連の証券化商品に投資しており、米国不動産価格の低下と共に大きな損失を被った。その結果、同ヘッジファンドは

¹⁴ 詳細は、小立敬「米国FDICによる「リビング・ウィル」の提案」『野村資本市場クォーターリー』2010年夏号を参照。

2007年6月、マージン・コールに対応するためにベアースターズから資金注入を受け、2007年7月には全てのポジションを解消することで清算された。

3. 移行計画に対する資産運用業界の評価

実は、投資運用会社が、金融危機時にシステミックリスクを誘発し、納税者に負担をかけた事例は少ない。前述のLTCM及びベアースターズの事例は、大手銀行が当該ファンドに対して多額の出資をしていたために損失が拡大したが、現在は、ボルカールールによって大手銀行によるファンド投資は制限されている。加えて、投資運用会社は預金を取り扱わず、一般的には連銀のディスカウント・ウィンドウにアクセスするわけでもなく、あくまで顧客から受託した他人勘定の運用を行っているのであって、原則としてバランスシートを活用した自己勘定取引を行っていない。そのため、移行計画の規定内容が、G-SIBsのレゾリューション・プランのような詳細な内容とは異なり、比較的簡素な内容になっており、その点は業界団体である投資会社協会も評価している¹⁵。

フィデリティは過去10年において、米国資産運用業界においては小規模な投資運用会社の約65%が市場から退出しており、その際、金融システムや顧客に甚大な影響を及ぼした事例はないと指摘する¹⁶。また、ブラックロックは1940年投資会社法において、ファンドの取締役は投資運用会社を変更する権限を有しており、既に移行に関する法的整備が整っていることから、トランジション規則案において移行計画を策定する必要があるのか、疑問を呈している¹⁷。

V. 今後の注目点

今回の規則提案に関する今後の注目点は下記の三点である。

第一に、証券取引所、CCP、電子取引プラットフォーム、トレード・メッセージング・システム等の金融市場インフラまで含めた包括的な事業継続計画策定が必要かどうかという点である。投資運用会社の多くは、事業継続計画に規定されているバックアップサイトの確立や第三者サービス・プロバイダーのデューディリジェンスについて、既に詳細な手続きや規定を保有しているからである。

第二に、移行計画について、既に1940年投資会社法で定められている投資運用会社の破綻処理や変更が正常に機能しており、追加的な規則策定はどの程度意義があるのか、という点である。SECは当該計画策定にかかるコストを投資運用会社1社あたり3万～150万ドル、導入後の維持費を同じく年間最大37万5千ドルと推定しているが、米国証券業金融市場協会（SIFMA）は単一拠点で数人を雇う投資運用会社にとって高コストであり、実行可能性に疑問を呈している¹⁸。そのため、トランジション規則案の最終化にあたって投資

¹⁵ Investment Company Institute, “RE: Adviser Business Continuity and Transition Plans Proposal,” August 2016.

¹⁶ Fidelity Investments, “RE: Adviser Business Continuity and Transition Plans Proposal,” September 2016.

¹⁷ BlackRock, “RE: Adviser Business Continuity and Transition Plans Proposal,” September 2016.

¹⁸ SIFMA, “File No. S7-13-16: Proposed Rule Requiring Advise Business Continuity and Transition Plans and Related Recordkeeping,” September 2016.

運用会社の規模による分類等、より詳細な設計が必要であると言えよう。

第三に、ドナルド・トランプ政権の動向を考慮する必要があるという点である。実は、米国大統領は、就任時に適用に至っていない規制について再検討を促す権限を有し、特に最終化されていない規則については差し戻すことが可能である。トランジション規則案は2016年6月に公表されており、トランプ氏が大統領に就任した2017年1月時点で最終化されていないことから、当該規則案は差し戻しされる可能性がある。

その一方で、米国の金融規制当局も、グローバルな規制動向との整合性を考慮しなければならない。2016年6月、金融安定理事会（FSB）は「資産運用業の活動に伴う構造的脆弱性に関する政策提言案」という市中協議文書を公表した¹⁹。当該文書は、①オープン・エンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチ、②ファンドによるレバレッジ、③金融ストレス下の投資マンドート移転に伴うオペレーショナル・リスク、④資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディングについて、政策提言を示している。今般 SEC が公表したトランジション規則案は、FSB 提言の③の内容を踏まえたものであり、米国が独自にどの程度まで緩和や撤廃できるのかについては議論の余地がある。今後のトランジション規則案の行方が注目されよう。

¹⁹ 前掲脚注4論文を参照。