



## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

### 資産運用会社の規制の検討（1）

2025年5月23日（金）15:00～16:57

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

#### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学全学共通教育センター教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学法学学術院教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾	健一	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡	睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
若林	泰伸	早稲田大学法学学術院教授

## 資産運用会社の規制の検討（1）

関西学院大学法学部教授

石 田 真 得

### 目 次

- I. 近年の資産運用業への規制の動向
  - 1. 政府が策定した「資産運用立国実現プラン」
  - 2. 金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書
  - 3. プロダクトガバナンス及びアセットオーナー・プリンシブル
- II. 投資運用業者の規制の概要～金商法・投信法の行為規制を中心～
  - 1. 概要
    - (1) 投資運用業の定義
    - (2) 投資運用業の登録要件
    - (3) 投資法人の資産運用業務
    - (4) 投資信託委託業務（委託者指図型投資信託）
    - (5) 投資一任業務
    - (6) 集団投資スキーム等の自己運用業務
  - 2. 金商法の行為規制
    - (1) 通則（35条以下）に定められている金融商品取引業者等の主な行為規制
    - (2) 投資運用業に関する特則（42条以下）
  - 3. 投信法の行為規制
- III. 運用権限の委託
  - 1. 2024年（令和6年）金商法改正前の規制の概要
    - (1) 42条の3の規定の沿革
- (2) 42条の3の規定の概要
- (3) 投資信託・投資法人の運用指図権限の委託
- 2. 改正法の概要
  - (1) 改正の背景
  - (2) 金商法42条の3第2項の改正
  - (3) 委託先の業務の適正確保
  - (4) 投信法の改正
- IV. 投資運用関係業務委託業に係る制度の導入
  - 1. 2024年（平成6年）金商法改正前の規制の概要
  - 2. 導入の背景
  - 3. 改正法令の概要
    - (1) 投資運用関係業務（2条43項）
    - (2) 投資運用関係業務委託業（2条44項）と登録制度
    - (3) 投資運用関係業務受託業者に課される義務
    - (4) 委託元である金融商品取引業者等の登録拒否要件との関係
- V. 金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和
  - 1. 金銭等の預託の受入れに関する規制（42条の5）の概要
  - 2. 改正の背景と改正後の法令
    - (1) 改正の背景
    - (2) 改正の内容

討論

○川口  それでは、時間になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

 今回から2回に分けまして、関西学院大学の石田先生より「資産運用会社の規制の検討」と題してご報告いただきます。

 では、よろしくお願ひいたします。

○石田  関西学院大学の石田でございます。本日、報告の機会を賜りまして、誠にありがとうございます。

 私の担当するテーマは「資産運用会社の規制の検討」で、2回に分けてご報告いたします。本日はその第1回目ですので、まずは、近年の資産運用業への規制の動向について見ておきたいと思います。

### I. 近年の資産運用業への規制の動向

#### 1. 政府が策定した「資産運用立国実現プラン」

 政府は、「我が国の家計金融資産 2,115 兆円（2023 年 6 月末時点）の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やしていく資金の流れを創出し、『成長と分配の好循環』を実現していくことが重要である」と考えています。このような考えが明確に示されたのが 2023 年 12 月 13 日に発表された「資産運用立国実現プラン」というものです（資料①）。

 そこでは、家計の安定的な資産形成、販売会社・アドバイザーによる顧客本位の業務運営の確保、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化、そして企業の持続的な成長といったそれぞれの主体がインベストメントチェーンを構成するものとして、各主体の改革を通じて「成長と分配の好循環」を実現しようとしているものです。

 この改革における多くの取組みのうち、主な施策の進捗状況及び今後の予定については、内閣官房新しい資本主義実現本部事務局が資料を公表しています。

 さて、「資産運用立国実現プラン」では、「インベストメントチェーンの残されたピースとして、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を図っていく必要がある」と述べられ、資産運用業の改革が残された課題の一つであることが明示されました。

#### 2. 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書

 これと時期をほぼ同じくして、金融審議会 市場制度ワーキング・グループと同グループにおいて設置された資産運用に関するタスクフォースが合同で取りまとめた報告書（以下、「市場制度 WG・資産運用 TF 報告書」という）（2023 年 12 月 12 日）（資料②）でも、「成長と分配の好循環」を実現するため、インベストメントチェーンの残されたピースとして、資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を行う必要が指摘されています。

 同報告書では、資産運用会社等のガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動（企業との対話）の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び成長資金の供給と運用対象の多様化に向けた環境整備等について審議され、様々な提言がなされています。

 令和 6 年 5 月 15 日に成立し、令和 7 年 5 月 1 日から施行されている「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律（令和 6 年法律第 32 号）」は、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書の提言を踏まえた法改正が行われており、これに伴い改正された政令・内閣府令等も、令和 7 年 5 月 1 日から施行・適用されています。

#### 3. プロダクトガバナンス及びアセットオーナー・プリンシブル

 レジュメ 2 ページの 3 です。資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確立についても、市

場制度 WG・資産運用 TF 報告書、及び金融審議会市場制度ワーキング・グループによる「プロダクトガバナンスの確立等に向けて」と題する報告書（2024 年 7 月 2 日）で提言がなされ、2024 年 9 月 26 日に「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂が実現しているところです。この点については、次回にご報告する予定です。

また、内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局により、アセットオーナー・プリンシブルが策定されています（2024 年 8 月 28 日）。

本日の報告は、レジュメ 9 ページ以下にあるⅢからⅤにおいて、先ほどご紹介しました市場制度 WG・資産運用 TF 報告書の 5 ページ、「3. 資産運用業の新規参入促進」の「①投資運用業の参入要件の緩和等」に述べられた提言を踏まえた改正部分を検討します。

このテーマに関しては、金融商品取引法研究会研究記録 84 号（2024 年）に掲載されている、金融商品取引法研究会における神作裕之先生のご報告と討議において詳細に検討されています。

## II. 投資運用業者の規制の概要～金商法・投信法の行為規制を中心に～

### 1. 概要

具体的な改正内容の検討に入る前に、投資運用業者の規制の概要を、行為規制を中心となりますけれども、見ておこうと思います。以下、金融商品取引法は「金商法」、投資信託及び投資法人に関する法律は「投信法」と略称します。

#### （1）投資運用業の定義（28 条 4 項）

金融商品取引業のうち「投資運用業」とは、金商法 28 条 4 項に規定されているとおり、（i）投資法人の資産運用業務、（ii）投資一任業務、（iii）投資信託委託業務、（iv）集団投資スキーム等の自己運用業務をいいます。

#### （2）投資運用業の登録要件

開業規制として、投資運用業務を行おうとする

者が内閣総理大臣の登録を受けるには、金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成（29 条の 4 第 1 項 1 号ホ(2)）、業務体制（同号ヘ）が整備されていること、投資運用業務の執行について必要となる十分な知識・経験を有する役員又は使用人を確保していること（同項 1 号の 2）、取締役会及び監査役、監査等委員会又は指名委員会等を設置する株式会社であり（同項 5 号イ）、最低資本金の額は 5,000 万円以上であること（同項 4 号イ、金商法施行令 15 条の 7 第 1 項 4 号）などの要件を満たす必要があると定められています。

### （3）投資法人の資産運用業務

4 つの業務のうち、まず 1 つ目の投資法人の資産運用業務は、1998 年投信法改正により導入された会社型投資信託形態です。

投資法人は、資産を主として（50%超と解されている）特定資産に対する投資として運用することを目的とするものです（投信法 2 条 12 項）。2000 年の投信法改正により、投資信託及び投資法人の投資対象資産は、「主として有価証券」から「主として特定資産」に拡大されました（同法 2 条 1 項・2 項・12 項）。ここにいう「特定資産」とは、有価証券、不動産、不動産の賃借権、金銭債権、再生可能エネルギー発電設備などを含みます（同法 2 条 1 項、投信法施行令 3 条）。

有価証券又はデリバティブ取引に係る権利以外の不動産等の資産に対する投資として財産を運用する場合であっても、その運用は投資法人の資産運用業に該当するとみなされることとされています（投信法 223 条の 3 第 1 項）。

投資証券の投資者は、投資法人の投資主となって、投資主総会の構成員となります。投資主総会は、株式会社の株主総会に相当する機関で、役員の選任、規約の変更（投信法 96 条 1 項、140 条）などの基礎的事項を決定し、投資法人の運営は執行役員が行います（同法 109 条 1 項）。投資主は、その有する投資口の数に応じて投資主総会での議決権を有します（同法 77 条 2 項 3 号）。

投資法人の規約には、資産運用の対象及び方針、金銭の分配の方針、資産運用会社に対する報酬の額等、資産運用会社の名称及び資産運用契約の概要などが必要的記載事項として記載されます（投信法67条1項・5項、投信法施行規則105条）。

投資法人の大きな特徴は、業務を外部委託しなければならない点です。すなわち、資産運用に係る業務は資産運用会社に（投信法198条1項）、資産の保管に関する業務は資産保管会社に（同法208条1項）、資産の運用・保管に係る業務以外の一定の業務は一般事務受託者に（同法117条）、それぞれ委託しなければなりません。

#### （4）投資信託委託業務（委託者指図型投資信託）

2つ目は、投資信託委託業務です。委託者指図型投資信託は、投資信託委託会社を委託者、資産の保管を行う信託会社等を受託者、受益権を取得する投資者を受益者とする他益信託の形態を取ることが定められていて（投信法3条柱書）、信託財産を委託者の指図に基づいて、主として（50%超と解されている）特定資産に対する投資として運用することを目的とするものです（同法2条1項）。

投資信託の当事者の権利義務は、投資信託約款に基づく投資信託契約によることとされています（投信法4条1項）。この投資信託約款は、内閣総理大臣に届け出なければならず（同法4条1項、投信法施行規則6条）、受益証券を取得しようとする者に対して投資信託約款の内容を記載した書面を交付しなければなりません（投信法5条1項、投信法施行規則9条）。

投資信託約款には、委託者及び受託者の名称、信託の元本及び収益の管理、投資対象資産の種類を含む運用に関する事項、信託の元本償還及び収益分配に関する事項、受託者及び委託者の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法等などが必要的記載事項として記載されます（投信法4条2項・4項、投信法施行規則7条・8条）。

投資信託約款の変更は、その変更内容が重大な

ものであるときは、書面決議を要することとなっており（投信法17条1項、投信法施行規則29条）、受益者は、その有する受益権の口数に応じた議決権を有します（投信法17条6項）。

有価証券又はデリバティブ取引に係る権利以外の不動産等の資産に対する投資として財産を運用する場合であっても、その運用は投資信託運用行為に該当するとみなされます（投信法223条の3第2項）。

#### （5）投資一任業務

3つ目は、投資一任業務です。ここでは、金融商品取引業者と顧客との間で投資一任契約が締結されます。

投資一任契約とは、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づいて行う投資判断の全部又は一部を一任され、有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、財産の運用を約することをいいます（投信法2条8項12号ロ）。

#### （6）集団投資スキーム等の自己運用業務

最後の4つ目は、集団投資スキーム等の自己運用業務です。定義上は、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、集団投資スキーム持分等を有する者から出資又は拠出を受けた財産の運用を行うことをいいます（2条8項15号）。いわゆる投資型ファンドの自己運用業務がこれに該当します。

## 2. 金商法の行為規制

### （1）通則（35条以下）に定められている金融商品取引業者等の主な行為規制

金商法の35条以下では、通則として金融商品取引業者等の行為規制が定められています。例えば、標識の掲示等（36条の2）、名義貸しの禁止（36条の3）、社債の管理の禁止等（36条の4）、業務管理体制の整備（35条の3）、利益相

反管理体制の整備（36条）、広告等の規制（37条）、損失補填等の禁止（39条）、適合性の原則等（40条）などです。

なお、令和5年法律第79号による改正によりまして、誠実公正義務を定めていた令和5年改正前の金商法36条1項の規定が削除され、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第2条第1項において、金融サービスの提供等に係る業務を行う者（金商法2条8項に規定する業務（同項9号）の業務を除く）及びその役員・使用人（金融サービス提供法2条2項2号）に対し、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実・公正に業務を遂行する義務を課す旨が規定されています。

この改正につきましては、2023年12月22日開催の本研究会で行澤一人教授によるご検討がされているところですので、次回の研究会では、特に金商法42条との関係について簡単に触れる予定です。

## （2）投資運用業に関する特則（42条以下）

さて、以上の通則規定に加えて、金商法42条以下では、投資運用業に関する特則規定が置かれています。

金商法及び内閣府令で詳細な禁止規定等が定められています。例えば42条では、権利者に対する忠実義務（42条1項）及び善管注意義務（同条2項）が規定され、その具体的な内容を明記したものと考えられる42条の2の規定と内閣府令では、一定の例外はありますが、自己取引や運用財産相互間の取引を行う運用を禁止しています。ほかには、スキャルピングやフロントランニング、損失補填などが禁止されているところです。

2点ほど疑問点を申し上げますと、まず、42条に定められた忠実義務及び善管注意義務についてです。

この規定は、平成18年改正前の規定を引き継いだという経緯がありますが、金商法になってからも、投資決定のためのデューディリジエンスの懈怠や投資決定後のモニタリングの懈怠など、行

政処分事例において活用されているところです。

ところで、これらの規定は、公法上の義務を定めたにすぎないものなのか、それとも、私法上の義務までも含むものなのか。後者だとすると、例えば投資一任契約の中で業者の注意義務を減免するようなことは許されないとする強行法規的な意味を持つ規定なのかという点です。いずれの立場を取っても、権利者保護のための厳しいルールを定め、投資運用業者の義務を明確にしていることは積極的に評価できると思います。

他の1点は、レジュメ6ページの表の下に書かせていただいた通則規定と特則規定との適用関係の問題です。

販売勧誘ルールの38条の2第2号は、投資運用業者が顧客勧誘に際し、顧客に対して損失の全部又は一部を補填する旨を約束する行為を禁止しています。また、42条の2第6号は、投資運用業者が損失補填を行うことを禁止しています。これは、投資助言業者に関する特則を定めた41条の2第5号等についても同じです。通則に置かれた39条の規制との重複が見られる部分は、特則に置かれた規定が適用されると解されます。

一方で、42条の2第6号では、事故による損失であることの当局による事故確認手続を求めておらず、損失補填の事後の申込みや損失補填を要求する顧客の行為についても禁止する文言は見られません。学説上は、投資運用業に39条は適用されないとする見解と、同条の適用を肯定する見解に分かれているところであります。特則規定の規制範囲から漏れた行為について、通則の規定は適用されるのか、それとも、特則規定の規制範囲内でのみ禁止されるのか、このあたりが明らかでないように思われます。

## 3. 投信法の行為規制

同一法人の株式の議決権50%超の取得を禁止する投資信託委託会社（運用指図権限の委託を受けた者も含む）による信託財産の運用指図の制限（投信法9条、12条、投信法施行規則20条）や、

投資信託委託会社による議決権の指図（投信法 10 条 1 項、12 条）、そしてレジュメ 7 ページの脚注 8 に記載したように、投資信託委託会社は議決権以外の会社法上の権利行使も行うことが規定されています（同法 10 条 1 項）。

さらに、特定資産の価格等の調査（投信法 11 条、投信法施行令 16 条の 2～18 条、投信法施行規則 21 条の 2・22 条）、利益相反のおそれがある場合の受益者等への書面交付（投信法 13 条 1 項、投信法施行令 19 条、投資法施行規則 23 条・24 条）、運用の状況に係る情報の提供（投信法 14 条 1 項本文・4 頁、投信法施行規則 24 条の 2～25 条の 3）などが投資信託委託会社について定められています。

レジュメ 8 ページの表の中ほど以下のところですが、投資法人の資産運用会社についても、同様の規制が定められています。

ところで、投信法 21 条は、投資信託委託会社の受益者に対する損害賠償責任を定めています。投資信託委託会社（運用指図権限の委託を受けた者を含む）が「その任務を怠ったことにより運用の指図を行う投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、その投資信託委託会社は、当該受益者に対して連帶して損害を賠償する責任を負う。」と規定されています。

同旨の規定が、委託者非指図型投資信託の受託者である信託会社等について投信法 56 条、投資法人の資産運用会社について投信法 204 条 1 項にあります。資産運用会社は、その再委託先を含めて、その任務を怠ったことにより投資法人に損害を生じさせたときは、「当該投資法人に対し連帶して損害を賠償する責任を負う。」と規定されています。

投資信託委託会社が任務を怠ったことにより受益者に損害を与えた場合、債務不履行責任（民 415 条）や不法行為責任（民 709 条）を負う可能性があると考えられますが、投信法 21 条は投資信託委託会社の任務懈怠責任を法定しています。これが特別の法定責任であり強行規定であると解

するならば、契約で投資信託委託会社の損害賠償責任を減免することは許されないということになるかと思われます。

また、運用指図権限の委託をしている場合、委託元と委託先が連帶して責任を負うこととなります。この責任は、委託元会社にとって、運用権限の委託先に対する監視・監督の実効性を高める意義を認めることができるかと思います。

なお、投信法 21 条や 204 条 1 項の規定は、委託元と委託先との連帶責任を定める厳しい責任となっており、信託業法 23 条 1 項ただし書に定められているような、委託先の選任につき相当の注意を尽くし、かつ委託先が受益者に与えた損害発生の防止に努めたときは免責されるといったようなものにはなっていません。

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ中間整理（2022 年 6 月 22 日）では、次のように述べられています（資料④19 頁）。

「投資信託については、投資信託及び投資法人に関する法律において、善管注意義務・忠実義務を負う投資信託委託会社（金融商品取引業者）が、受益者に対して任務懈怠により損害を生じさせた際に、その損害を賠償する責任を負う旨を明確化する確認的な規定が置かれている。

投資信託委託会社以外の金融商品取引業に関しても、顧客に対する義務違反に対して民事法上の責任を負う旨を明確化する規定を整備する必要性について、引き続き検討する必要がある」とされていました。

以上のとおり、中間整理では検討課題とされていましたが、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書では言及されていないようです。

### III. 運用権限の委託

#### 1. 2024 年（令和 6 年）金商法改正前の規制の概要

##### （1）42 条の 3 の規定の沿革

運用権限の全部又は一部委託については、運用対象のグローバル化・複雑化に伴い、運用手法に

高度な専門性が求められるようになったことから、運用者の設定に柔軟性を持たせ、多様な商品設計を可能にするという狙いから、1998年の旧投資顧問業法及び投信法の改正により導入されたものでありまして、金商法42条の3の規定は、これらの従前の規制を引き継いだものです。

## (2) 42条の3の規定の概要

後で述べますように、「運用を行う権限」に該当するものは、政令で定める者以外に外部委託ができないので、何が「運用を行う権限」かが明確であることが望ましいわけですが、定義規定は置かれておらず、解釈に委ねられています。

典型的には、有価証券の取得・処分・保持に係る投資決定がこれに該当し、保有有価証券に係る議決権行使の指図も含まれると解されています。投資先候補の発掘や投資先候補との投資に係る交渉も「運用」に含まれる可能性が高く、また、運用報告書の作成事務、議決権代理行使の実施事務、その他の事務作業等は、「運用を行う権限」には該当しないというのが金融庁の解釈として示されています。

運用権限の委託を行う場合、幾つかの制約があります。第1は、投資一任契約、投資信託契約などの契約等に、委託先の名称や委託の概要など委託に関する定めを記載しなければならないことです(42条の3第1項、業府令131条)。

第2に、委託を受けることができる者が、①投資運用業を行う他の金融商品取引業者等、又は②外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業を行う者に限定されるということです(42条の3第1項、金商法施行令16条の12)。

第3に、全ての運用財産の全部委託は禁止されるということです(42条の3第2項)。

レジュメ10ページのd)の図に示しましたように、投資一任会社Pがその運用財産のAからCの全てに係る運用権限を投資一任会社Rに委託することは許されず、例えば、運用財産Cについて

のみ投資一任会社Qに委託することは可能です。これは、運用財産全ての運用権限の全部委託は自己執行義務の観点から禁止されるとの説明がなされていました。

次に、運用権限の再委託についてです。金商法42条の3の規定からは、再委託の可否は明らかではありませんが、金融商品取引業等に関する内閣府令(以下、「業府令」という)の131条1号及び130条1項10号の規定から、運用権限の一部の再委託は許容されると解されるが、運用権限の全部の再委託及び運用権限の一部の再々委託は禁止されると解されています。

11ページの図のように、運用財産Cの運用権限の全部委託を受けたQが、さらに運用権限の一部をRに再委託することは可能であり、Rはこれを他社に再々委託することはできないという理解であるかと思います。

一つの重要なポイントは、委託先の業務の適正の確保です。これについては、金商法で、委託先に権利者に対する忠実義務・善管注意義務(42条)、行為準則(42条の2)の規定の適用があると条文上明記されています。

もっとも、42条及び42条の2の規定が直接適用されるのは委託先までであります(42条の3第3項)、委託元である金融商品取引業者等及び委託先は、権利者に対する忠実義務及び善管注意義務に基づき、「再委託先」の選任・監督について責任を負うと解するのが金融庁の見解です。

より具体的には、金商業者等監督指針において、委託元の金融商品取引業者等において委託先の選定基準や事務連絡方法が適切に定められているか、委託先の業務遂行能力や契約条項の遵守状況について継続的に確認できる態勢が整備されているか、委託先の業務遂行能力に問題がある場合における対応策(業務の改善の指導、再委任の解消等)を明確に定めているか、などが検証事項として定められています。

このことは、当該委託先に委託された権限の一部を再委託する場合も同じです。

(3) 投資信託・投資法人の運用指図権限の委託  
投信法では、投資信託財産の運用指図権限の全部又は一部を、前述の委託を受けることができる者の①②、そして信託会社等、商品投資顧問業者等に委託できるとされていますが（投信法2条1項括弧書、12条2項、投信法施行令2条）、運用指図を行う全ての投資信託財産に係る運用指図権限の全部を第三者に委託することは禁止されます（投信法12条1項）。

レジュメ12ページの図のように、投資信託財産3本全てに係る運用権限の全部をR社に委託することはできないということになっています。

委託者非指図型投資信託の受託者についても、全部委託は禁止されています。

そして、投資法人については、資産運用に係る権限の全部再委託は認められず（投信法202条1項）、前述の委託を受けることができる者の①②に対する運用権限の一部の再委託のみ認められています（同法202条2項、金商法42条の3第1項）。

レジュメ13ページのd)の記載のとおり、委託を行う場合は、約款又は規約に委託内容や委託先の名称などが記載されることになります。

投資信託における再委託、投資法人における再々委託の可否に関しては、委託者指図型投資信託及び委託者非指図型投資信託では、運用に係る権限の一部の再委託が可能であると解されています。一方、投資法人については、規約の記載事項について、資産運用会社からの資産の運用に係る権限の一部の再委託に関する事項が定められています（投信法67条1項・5項、投信法施行規則105条6号口）、当該再委託先からの再々委託を想定する規定は設けられていませんので、投資法人において運用権限の再々委託は許容されていないと解されます。

## 2. 改正法の概要

### (1) 改正の背景

### ○欧州の状況

欧州では、投資信託の約7割がEUのUCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)指令に基づくUCITSファンドであると言われており、そこでは管理会社、約款又は定款、預託機関（資産保管）の設置が必要とされます。

そして、ファンドの運営業務は、管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が行い、運用業務は、多くの場合、資産運用会社に外部委託する。そして、ミドル・バックオフィス業務については、アドミニストレーターに外部委託するのが一般的と言われています。

### ○日本の状況

日本の状況は、前述のとおり、全ての運用財産に係る運用権限・運用指図権限の全部委託が禁じられていることから、欧州の管理会社のように、投資運用業者がファンド運営機能に業務を特化することはできない状況がありました。

欧州のような形態であれば、資産運用と資産管理の機能分化が可能となり、ファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、新規の特色あるアセットマネジャーの増加にもつながるし、専門性の高い業者に資産運用業務を委ねることで全体の効率性が高まると考えられました。

### (2) 金商法42条の3第2項の改正

#### a) 改正の概要

そこで、金商法42条の3第2項を改正して、全ての運用財産の運用に係る権限の全部の外部委託を禁じていたものを廃止しました。

#### b) 委託元の投資運用業者の義務

①委託を受ける者に対し、運用の対象及び方針を示すことが求められます。これは、運用の対象及び方針を決定するという企画・立案の権限・機能は委託元が保持することを明確にするものです。

②内閣府令で定めるところにより、運用状況の

管理その他の当該委託に係る業務の適正な実施を確保するための措置を講ずることが義務付けられました。

もっとも、①の「運用の対象及び方針」については、投資運用業の中核的な業務として、委託してはならないことを明確化したものですが、この定義規定は置かれていません。例えば、運用に当たりどのような考え方に基づきどのようなアセットクラスに投資するのか、短期的な売買による投資か、長期的な保有による投資か、どのくらいリスクを取って運用するかといった内容は、「運用の方針」の構成要素となり得るというのが金融庁の解釈です（パブコメに対する金融庁の考え方（令和7年3月28日）26番）。

例えば、投資法人では規約に「資産運用の対象及び方針」という事項が記載されます（投信法67条1項7号・5項、投信法施行規則105条1号）。規約は設立企画人（投信法66条3項）により作成され（同法66条1項）、成立後は投資主総会の決議により変更されます（同法140条、93条の2第2項3号）。設立企画人は、投資法人設立後の資産運用会社となる者がなることが実務上は通例と言われています。資産運用会社が示す「運用の対象及び方針」は、これとほぼ同じものとなるかもしれません。

前述の②の「内閣府令で定めるところ」とは、委託（当該委託に係る権限の一部をさらに委託するものを含む）に係る業務の適正な実施を確保するための措置であり、委託先の選定の基準及び委託先との連絡体制の整備、委託先の業務遂行能力及び委託契約の遵守の状況を継続的に確認するための体制整備、委託先が当該委託に係る業務を適正に遂行することができないと認められる場合の対応策（業務の改善の指導、委託の解消等）の整備が求められています（業府令131条2項、金商業者等監督指針VI-2-2-1(1)④、VI-2-3-1(1)④、VI-2-5-1(1)④等）。

#### c) 再び運用委託の定義について

令和7年及び平成19年のパブコメに対する金融庁の考え方では、次のようなケースが挙げられています。

レジュメ15ページの（例1）では、コメントの概要として「運用委託の定義について、いわゆるファンド（外国籍私募投信等）購入による運用は運用委託に当たらないと考えてよいか」に対し、金融庁の考え方では、「例えば、金融商品取引業者が投資運用業として自らの投資判断に基づきファンドへの投資を行う場合、当該ファンドへの投資を行う行為は、一般的には金融商品取引業者から当該ファンドの運用者に対する運用権限の委託には該当しないものと考えられます」と回答されています（パブコメに対する金融庁の考え方（令和7年3月28日）27番）。

同じくレジュメ15ページの（例2）では、コメントの概要として「当社が運営するファンドは、運用財産の一部を海外子会社が運営するファンドに投資することとしており、当該ファンドとの出資契約締結を予定しているが、これは投資行為であって運用権限の委託には該当しないとの理解でよいか」に対し、金融庁の考え方では、「個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものではありますが、基本的には、貴見のとおりと考えられます」との回答がされています（パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）439頁1番）。

投資行為と運用権限の委託はどのように違うのでしょうか。両者は、対象ファンドの投資運用業者の技能に対して依存・信頼している点では似ていると言えます。

投資運用業の定義である「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うこと」（2条8項12号・14号・15号）によれば、対象ファンド持分への投資は、投資判断（有価証券等の価値等の分析）に基づいてなされる投資運用行為であると解されます。一方で、運用委託の場合は、有価証

券等の価値の分析等を行うわけではなく、委託先の投資運用業者の専門性を信頼して運用権限を委託するものと考えられます。このあたりに違いがあるという整理でよいのかどうか、ご教授をいただけたら幸いです。

### (3) 委託先の業務の適正確保

ここでは、改正前の仕組みとほぼ同じとなっています。

### (4) 投信法の改正

投信法も併せて改正されました。改正前の 12 条第 1 項の規定を削除しています。これにより、投資信託委託会社は、従来、少なくとも 1 つのファンドを自家運用する必要がありましたが、全ての投資信託財産に係る運用指図権限の全部委託が可能となりました。

レジュメ 17 ページの図をご参照ください。従来、A、B、C 全てを全部委託するということはできませんでしたけれども、改正後はこれが可能となりました。

また、投資法人に関する投信法 202 条の規定も改正され、改正前の同条第 1 項の規定を削除して、第 2 項の規定において、権限の全部再委託も可能であることが明記されました。

## IV. 投資運用関係業務受託業に係る制度の導入

### 1. 2024 年（平成 6 年）金商法改正前の規制の概要

今回の改正では、投資運用関係業務受託業に係る制度が導入されています。運用を行う権限以外の業務に関するものですが、従来の金融庁の解釈では、「『権利者のため運用を行う権限の全部又は一部』（金商法第 42 条の 3 第 1 項）に該当しないものについては、金商法施行令第 16 条の 12 に規定する者以外の者に委託することも可能であると考えられます」という考え方方が示されていました（パブコメに対する金融庁の考え方（平成 19 年 7 月 31 日）439 頁 3 番）。

もっとも、資料③「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」5 ページから 6 ページでは、「現在、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託については、委託先の範囲等に係る規定がある。他方、運用指図以外の業務については明文の規定がないため、委託の可否が不明との指摘がある。業務効率の向上を図る外部委託を妨げることのないよう、運用指図権限以外の権限の外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化することが適當である」との指摘もなされていたところです。

改正前の投資運用業の登録要件においては、人的構成・体制整備の要件（29 条の 4 第 1 項 1 号ホ・ヘ）があり、資産運用部門とは独立してコンプライアンス部門（担当者）が設置され、その担当者として十分な知識及び経験を有する者が十分に確保されていること（金商業者等監督指針 VI-3-3-1(1)①ニ）や、運用対象財産に係る計算及びその審査を行う体制整備が可能な要員の確保（金商業者等監督指針 VI-3-1-1(1)①～m）が求められてきました。

### 2. 導入の背景

市場制度 WG・資産運用 TF 報告書 6 ページでは、「投資運用業の新規参入が伸びていない要因の一つとして、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重い」との指摘があり、「新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適當である」との提言がなされました。

これにより、専任の担当者等を確保することが不要となり、負担が軽減されるなどのメリットが挙げられています。

そして、法制度への組込方法としては、ミドル・バックオフィス業務の受託サービスを提供する事業者を一律に参入規制の対象とするのではなく

く、当局の登録を受けた事業者にミドル・バックオフィス業務の提供を委託すれば、投資運用業の参入要件を緩和するという構成が考えられると提言されていました。

### 3. 改正法令の概要

#### (1) 投資運用関係業務（2条 43 項）

改正法では、「投資運用関係業務」とは、投資運用業務に関して行う次の①②の業務をいう（2条 43 項柱書）とし、「投資運用関係業務受託業」とは、投資運用業等を行う者の委託を受けて、投資運用関係業務（次の①②業務のいずれか）を業として行うことを行う（2条 44 項）という定義規定が置かれました。

①経理業務（2条 43 項 1 号）とは、投資運用財産（権利者のため運用を行う金銭その他の財産）を構成する有価証券その他の資産及び当該資産から生ずる利息又は配当金並びに当該運用対象財産の運用に係る報酬その他の手数料を基礎とする当該運用対象財産の評価額の計算を行う業務であり、具体的には、監督指針において詳細に定められています（金商業者等監督指針VI－3－1－1(7)①イ、投資運用関係業務受託業者向けの監督指針III－3－1－1(2)イ）。

②コンプライアンス業務（2条 43 項 2 号）とは、法令等を遵守させるための指導に関する業務です。こちらも、具体的には、監督指針においてその内容が定められています（金商業者等監督指針VI－3－1－2(7)①ロ、投資運用関係業務受託業者向けの監督指針III－3－1－1(2)ロ）。

#### (2) 投資運用関係業務受託業（2条 44 項）と登録制度

ところで、改正法は、投資運用関係業務受託業を行う者は、内閣総理大臣の登録を受けることができると規定して（66 条の 71）、登録の義務付けではなく、任意的な登録制が採用されました。

この登録を受けた者を「投資運用関係業務受託業者」というわけで（2条 45 項）、法人又は自

然人がなることができます（66 条の 72 第 1 項 1 号・3 号、66 条の 74 第 8 号参照）。

#### (3) 投資運用関係業務受託業者に課される義務

投資運用関係業務受託業者には、適切な品質を確保するため、委託者のため誠実かつ公正にその業務を遂行すること（66 条の 76）や、委託者に対する忠実義務・善管注意義務（66 条の 77）、業務管理体制の整備（66 条の 78、業府令 358 条）などの義務が課されます。

登録制にしているため、エンフォースメントとして、投資運用関係業務委託業者に対する当局の監督などの対象となります（66 条の 84・66 条の 85）。

#### (4) 委託元である金融商品取引業者等の登録拒否要件との関係

前述の委託元である金融商品取引業者等の登録拒否要件あるいは登録要件との関係で言うと、人的構成要件（29 条の 4 第 1 項 1 号の 2）・体制整備要件（同項 1 号ヘ）の緩和が行われています。

人的構成要件では、投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する役員又は使用人を確保していれば足りる（同号ただし書）とされ、コンプライアンス及び計算に関する業務では、投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する者を確保していれば足りる（金商業者等監督指針VI－3－1－1(1)①ニただし書）とされました。

さらに、体制整備義務の具体的な内容ですが、監督指針において定められています（金商業者等監督指針VI－3－1－1(7)②）。レジュメ 22 ページの b) に記載したとおりです。

## V. 金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和

### 1. 金銭等の預託の受入れに関する規制（金商法 42 条の 5）の概要

金銭等の預託の受入れに関する規制として、金商法 42 条の 5 の規定は、金融商品取引業者等は、有価証券等管理業務として行う場合その他政令で

定める場合を除くほか、その行う投資運用業（投資一任業務、投資法人資産運用業務に限る）に関して、いかなる名目によるかを問わず、①顧客から金銭若しくは有価証券の預託を受けること、又は、②当該金融商品取引業者等と密接な関係を有する者として政令で定める者に顧客の金銭若しくは有価証券を預託させること、を禁止しています。

②にいう「密接な関係を有する者」として、政令では、金融商品取引業者（有価証券等管理業務を行う者に限る）、銀行、協同組織金融機関、保険会社、信託会社、株式会社商工組合中央金庫以外の者であって、①当該金融商品取引業者等（個人である者）の親族（配偶者並びに三親等以内の血族及び姻族）、②当該金融商品取引業者（法人である者）の役員又は使用人、③当該金融商品取引業者等の親法人又は子法人等、④当該金融商品取引業者等の議決権の過半数を有する個人株主等が定められています（金商法施行令 16 条の 10、業府令 127 条）。

この規制は、かつて多く見られた顧客資産の流用事例といった投資者被害を未然に防ぐために設けられた平成 18 年廃止前の投資顧問業法の規定（19 条・33 条）を平成 18 年の証券取引法改正時に金商法に引き継いだものです。

## 2. 改正の背景と改正後の法令

### （1）改正の背景

投資運用業の参入要件の緩和に関して、「新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適当である。

具体的には、(1)適切な業務の質が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の登録要件（資本金・体制整備等）を緩和することが適当である」と、市場制度

WG・資産運用 TF 報告書 6 ページで述べられていて

ます。

立案担当者の解説におきましても、「投資運用業務の人的な側面からの負担軽減を目指す規制緩和と併せ、財務的な側面からの負担軽減として、今後、投資運用業に関して顧客から金銭等の預託を受けない場合等には投資運用業の資本金・純財産額要件を引き下げるなどを検討している」述べられていたところです。

### （2）改正の内容

#### a ) 金融商品取引業者の登録申請書の記載事項 (29 条の 2 第 1 項 5 号の 2 新設)

改正法では、金融商品取引業者の登録申請書において、預託の有無を把握するため、「投資運用業を行おうとする場合において、その行おうとする投資運用業に関して、顧客から金銭又は有価証券の預託を受けず、かつ、自己と密接な関係を有する者として政令で定める者に顧客の金銭又は有価証券を預託させないときには、その旨」が新たに記載事項として追加されています。

ここに言う「自己と密接な関係を有する者」というのは、レジュメ 23 ページの脚注 48 に記載したとおりです。

#### b ) 金融商品取引業者の最低資本金の額 (29 条の 4 第 1 項 4 号イの規定を受けて金額を定める金商法施行令 15 条の 7 第 1 項 4 号の改正)

投資運用業を行う者に要求される最低資本金の額は 5,000 万円であるところ、「その行おうとする投資運用業に関して、顧客から金銭又は有価証券の預託を受けず、かつ、第 15 条の 4 の 2 に規定する者に顧客の金銭又は有価証券を預託させない場合には、1,000 万円」という文言を追加して、金額を下げて参入要件を緩和しています。これも投資運用業者の新規参入の促進をする狙いがある改革だと考えられます。

以上で報告を終わります。どうぞご指導のほど、お願ひいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。  
投資運用業の検討について、本研究会ではしばらくやっておりませんでしたので、石田先生には、まず、投資運用業とはそもそも何なのか、そしてその具体的な行為規制というのはどのようなものかという点を少し整理していただき、その上で、今般の改正についてお話をいただきました。その関係で、本日の報告は2部構成になっています。  
ご報告が2部構成になっている関係で、9ページの「III. 運用軽減の委託」までとその後に分けてご質問、ご意見をお願いできればと思います。  
まず、前半部分について、石田先生から問題提起がなされていた箇所もありますが、これを含めていかがでしょうか。

### 【金商法 42 条の忠実義務・善管注意義務の位置づけ ～私法上の義務を含むか～】

○川口 それでは、私から口火を切らせていただきます。6ページで、忠実義務と善管注意義務が両方存在していて、それが私法上の義務も含むのか、強行法規的な規定として意義があるのかといった問題提起がなされていました。これは、ご報告にもありましたように、業者規制として規定されているので、行政処分の対象になります。  
私法上の効果について先生ご自身はどのようにお考えですか。

○石田 私は、私法上の義務まで広く規定したものとして活用していく方がよいのではないかと思っていますので、当事者間の契約関係にまで及ぶような義務を定めた特別な規定と解する方が、権利者保護というか、投資者保護には近づくような解釈になるんじゃないかなと思っています。

○川口 たとえば、投資運用業務の場合、特に顧客から業者に委任を行うものではない場合もあります。そうすると、このようなものについて、委任に基づく善管注意義務というものを負う場面

はあり得るのでしょうか。

○石田 投資信託委託会社と受益者との関係なんかはそういうこと、つまり直接の委任契約関係にないものだと思うのです。両者をつなげるために、契約関係は直接的にはないけれども、注意義務とか忠実義務というのを負うのだということを定めたという説明もつくのかなと思います。

○川口 委任の場合に、善管注意義務を負うということになりますね。でも、それは当事者間では軽減したりすることもできるのですね。それをできなくするという意味があるということですかね。

○石田 はい、そうです。

○川口 もともと善管注意義務を負う場面があって、さらに、この規定を置くことによって、それが強行規定になるというのは分かるのですけれども、委任関係がそもそもないところに、こういう規定において民事上の効果というのが発生し得るものなのでしょうか、

損害賠償を請求するときに影響などしてくるということですかね。

○石田 そうだと思います。善管注意義務の規定というのは、委任契約の中でデフォルトなんだというふうに理解されていますので、もしかしたら、それを軽減するような契約を結ぶようなことがあるかもしれない。そこで、義務を軽減するような特約をさせないという狙いがあるのかなと思ったところです。

○川口 ほかの点でも結構ですけれども、いかがでしょうか。

### 【投資運用業者による損失補填等と条文の適用関係】

○川口 では、もう少しだけ、続けます。損失補填のお話もされていて、そこで問題提起がされていたと思います。要約すると、39条で金融商品取引業者等の損失補填を禁止していて、これは有価証券の売買などについての規定です。これに対して、投資運用業では、41条の2とか42条の2というのが別に規定されていて、そこで同様の規

定が置かれているわけです。もっとも、39条に書いてあることが全てそこに書いてあるわけではなく、それでは、39条が投資運用業について適用できるのかという問題提起で、よろしいでしょうか。

○石田　　はい、そのとおりです。

○川口　　この点、適用されるのという見解と、適用されないという見解があるということなのですけれども、それぞれの立場は、どういう理由からそのように言わわれているのでしょうか。

○石田　　通則を定めたところの規定というのは、基本的に第一種金融商品取引業者および第二種金融商品取引業者に向けた規定として整理する理解のようです。投資運用業者に対する特則が42条以下で定められているのであるから、通則に置かれた規定である39条を重ねて適用することはできないと。整理の仕方として、投資運用業者は42条以下の特則が適用され、39条は適用されないというふうにすみ分けをするべきだという考え方です。

ただ、漏れた部分についてそのまでいいのかという問題提起をすることはできると思います。同じ金融商品取引業者でありながら、同様の行為をして、一方では罰則付きの規定の適用がある、他方では何もないというようなことで、バランス的に、それでいいのかなという気はします。

○川口　　漏れる部分って、何ですかね。特別の利益の約束とかですかね。

○石田　　そうですね。それから、顧客からの損失補填の要求等（39条2項）なども、そうですね。

○川口　　39条の適用があると言っている学説は、この規制が投資運用業者にも適用されるべきと言っているのですね。

○石田　　そうです。

○川口　　金商法の38条9号、これは金融商品取引業者等の禁止行為を内閣府令に委ねるものであり、内閣府令117条に禁止行為が列挙されています。その1項3号に、特別の利益の約束などが禁止行為として定められています。この規定で、先の問題もカバーできるのではないでしょうか。

○石田　　うーん……。

○川口　　それでカバーできるのであれば、別に39条を無理やり使わなくてもよいとは言えませんか。

○石田　　業府令の117条の規定との関係というのは考えておりませんでした……。

○石田　　そもそも42条の2の方では、損失補填の違法行為類型というのか、違法行為をかなり39条より絞っているわけですね。そこに合理的な理由があって、投資運用業ではこのようなことは起り得ないからとか、このような行為は特に罰する必要もないからとか、処分する必要もないというのが合理的に説明できるのであれば納得できるのですが、そこがよく分からぬところで、なぜ抜けてしまったんだろうと、疑問に思うところです。

○川口　　顧客からの要求については、損失補填事件があったときに、顧客側から、補填してくれないと別の証券会社に変えるぞ、というような圧力がかかったというのが背景として、改正において規定が入ったのですね。投資運用業の助言業務についてはそういうものがなかったから、單に入っていないだけなのかもしれないですね。

○石田　　そうですね。

○川口　　すなわち、かつては、投資顧問業法があり、金商法ができたときに、その規定が、金商法に組み込まれました。この関係で、内容に違いがあるというか、規制に漏れがあるというか、やや複雑なものになっているということかもしれません。

○飯田　　今の川口先生の問題提起についてですが、特別利益の提供と損失補填の規律は別物なのではないかと思いますので、特別利益の提供についての業府令の117条の3号の規定で拾えるから金商法39条の損失補填の規定の適用の必要がないという関係ではないように思われます（後日追加：39条が適用される場合は損失補填が例外的に許容されるためには事故確認手続が必要で、42条の2第6号だけが適用されるならば事故確認手続

は不要であるのに対して、特別利益の提供についてはそもそも事故の場合に例外的に許容されるという規律はありませんし、事故確認手続もありません。条文の文言からは、39条は一種業と二種業に適用され、38条の2第2号や42条の2第6号は投資運用業に適用されるように書き分けられていると思いますし、それは平成18年改正の際に投資顧問業法を金商法に引っ越す際にあえて一種業や二種業と規律を統一しない条文を作ったという沿革から理解できるように思います（酒井敦史＝鈴木謙輔「投資一任業務と一種業・二種業の関係」商事法務2217号（2019）69頁参照））。

○川口 飯田先生からのコメントについて、そういう考え方があり得ませんかと言いましたが、どっちかというと、私も飯田先生と同じように、そつちは使うべきではないのではないかと思っております。

といいますのは、38条の2で、これは投資運用業に関して「次に掲げる行為をしてはならない」とあって、2号で、顧客に対して、損失補てんの約束をしてはならないと規定されています。実は、1号で暴行・脅迫をしてはいけないという恐ろしい規定があるのですが、先ほどの業等府令の117条の4号でも同じように「暴行・脅迫」というのがあるのです。もし、117条の規定が適用されるというのであれば、規制が重複することになりそうです。この点で、やはり、別のものとして考える必要があるのではないかと思います、この点で、飯田先生の見解に賛成です。

#### 【投資信託委託会社が損害賠償を行う相手方が受益者であることについて】

○高橋 細かいところですが、8ページの「投資信託委託会社の受益者に対する損害賠償責任」というところで、投資信託委託会社（運用指図権限の委託を受けた者を含む）がその任務を怠ったことによって信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、受益者に対して連帶して損害を賠償する責任を負うという規定ですが、ここでの損害と

いうのは、不適切な指図を行ったことで運用している信託財産の価値が下がってしまった損害ということだと思うのです。

そうだとすると、受益権の価値が減少したことによる損害ということで、会社法の文脈で言うと「株主の間接損害」に相当するかと思います。このような損害について、個々の受益者に対する直接の損害賠償を認めてよいのか、少し疑問に思いまして、信託法の規定では、受託者の任務懈怠責任について、信託財産を補填する形になっている（信託法40条1号）のですが、この場面ではあまりそういうことを考えていたりはしないのでしょうか。

○石田 投資法人の場合には、資産運用会社は投資法人に対して損害賠償責任を負うとなっていて、賠償の相手方は投資法人になるのですね。一方、契約型の投資信託の場合には、賠償の相手方は受益者になっているので、先生のおっしゃる直接損害のような仕組みとなると、投資信託財産の補填ということになるのですかね。

○高橋 はい。

○石田 うーん、効果的には、受益者に対する賠償と特に変わりはないのではないでしょうか。

○高橋 債権者保護の観点などから、会社法429条で株主が間接損害を直接賠償請求してよいかという問題とパラレルかと思うのですが、あまり債権者保護は問題にならないのであればいいのかなという気もするところです。

○石田 なるほど、分かりました。すみません、ここまで深く詰めて考えてまいりませんでしたので、この点はこれから勉強させていただきます。ありがとうございます。

#### 【再び42条の忠実義務・善管注意義務について】

○伊藤 川口先生が最初に質問された権利者に対する善管注意義務や忠実義務のルールの話ですけれど、例えば、投資一任契約を考えますと、投資一任契約はもろもろの投資判断を全面的に相手に委任する契約なので、性質としては、委任ない

し準委任になると思います。したがって、何もルールがなくても、業者は善管注意義務を負うのだろうと思います。

そのような法律関係を前提に、この規定があることで、石田先生としては、もう少し義務が強化されると解釈できるのではないかといったお話をされたのかなと思ったのですが。

○川口 確かに、その通りですね。投資一任業においては委任や準委任の関係が発生し得ますね。他方で、投資信託委託業者については、受益権の所持者との間に権利関係はないのですよね。

○伊藤 なるほど、そうですね。そちらも含めて考えると、難しいですね。

○川口 ほかにいかがでしょうか。後半部分に移っていただきたいでも結構ですので、よろしくお願ひします。

#### 【すべての運用財産に係る運用権限の全部委託の解禁と自己執行義務】

○船津 今般の改正法の目玉として、全部委託が解禁された点があるかと思います。一方で、10ページのところで、従来の法規定の説明の仕方として、自己執行義務の表れとして禁止されているという説明がされてきたということだとしたときに、今般の改正は、自己執行義務というものをどのように捉えて改正したのかなというのが気になっています。そもそも改正前の全部委託の禁止ということ自体が、本来合理性がないという話なのかもしれません。

ちょっと表現が難しいですけれども、11ページの例でいくと、財産がAとBとCとあるうちのCは残しておかなければいけないよというようなものを自己執行義務の表れとして説明してきたところ、そのCも委託してもいい、それによって自己執行義務を果たしていないという話にはならないのだとすると、Cまで他者に委託した後に残った何らかの自己執行義務の内容がなおあることになるわけです。そうだとすると、逆に、今までできていたAとBは委託して、Cは手元に残しておき

ますというときのAの委託内容自体が、実は今後はやってはいけないような委託内容になっていたりしないのかなというのが、全くこのあたりの知識がない者としての素朴な疑問でして、何かもしご存じのことがあれば教えていただければと思います。よろしくお願ひします。

○石田 自己執行義務との関係で今回の改正内容をどういうふうに位置付けるのかというのは、特に文献等でも今のところ説明が見当たらないところです。ただ、これまで受託者責任の具体的な内容の一つに自己執行義務があると考えられてきた。その表れとして、財産の全部委託はできないと考えられてきたので、一部の財産でも手元に残して自家運用すること、これが自己執行の表れだと考えられてきたのだと思うのです。

今回はそれも投げていいということになったので、じゃあ何が残るのかというと、コアとなる運用の方針・対象の決定、ここのみなのですね。ここだけを取って自己執行をしていると言えるのかと問われると、ちょっと迷います。それを自己執行と呼ぶのかどうかと言われると、先生のご疑問のとおりかと思います。

全部委託を認めたということは、自己執行義務が従来から考えられてきた内容から見るとかなり緩和された改正だったのではないかと思います。自己執行義務の中身として、運用の方針・対象の決定を握っていれば自己執行を行っていると言えるのか、そこは把握しておりませんので、完全になくなつたかどうかというところまでは、私には分からぬところです。

○船津 逆にちょっとお伺いしたいのは、従前の一部だけ留保しているのが自己執行義務の履行だといわっていたとした場合に、「自己執行義務」という名の下で、何を期待して手元に留保しておけというふうに言っていたのかというのが、それが果たして合理的なのかというあたりが気になっているのですけれども、そのあたりはいかがでしょうか。

○石田 それは受託者として、少なくとも1つ

の財産に関しては自己執行をしているという形を取れば、受託者としての地位が認められ、そしてそれに基づく義務も発生してくると考えられるからなのかなと思っていたのですが……。

○船津 そのところで、なぜCというか最後の部分を残しておかなければならぬのか。それによって受託者にどういう効果があると考えて、残せという話が今まで出てきていたのかなあと。

例えば、サンプルを抽出して、そのサンプル部分の運用がきちんとできれば、それ以外の部分もきちんとできているはずだ、みたいな理解があるのであれば、一部だけ手元に残しておけということには意味があるのでけれども、何かそのあたりが理屈として、本当に従前の自己執行義務というのが、一部残しておけばいいという、そういう話で正当化できるものなのかというのが、私としては気になりました。

○石田 財産を全部委託するということになると、結局、委託元の会社というのは、何のために運用財産を預かったのかというのが分からなくなるということで、登録なり、当時の認可なりを与えていることの意味も薄れてくると考えると、やはり何らかの運用業務を行う必要があるということから、1つはやらなきやいけないと考えられてきたのかなと思うのですが、はっきりとしないところです。

○船津 ありがとうございます。

#### 【金商法42条の3第2項の令和6年改正の背景】

○梅本 ご報告、どうもありがとうございました。勉強になりました。

法律論ではなくて、素朴な疑問といいますか、後半にご説明になりました外部委託といいますか、アウトソーシングを広く認めることの趣旨についてです。資産運用業の競争を促すために、規模の小さな運用者などが運用以外の業務を外部に委託することで参入しやすいようにする趣旨だと理解しました。

2023年の「資産運用業高度化プログレスレポート」

ト」という金融庁の報告がありましたが、なかなか刺激的で、とてもおもしろい読み物でした。要は、販売会社の下に資産運用業があって、販売側の都合で売り易いテーマ型の投信等が乱立したために、個々の投資信託を見てみると、寿命は短いわ、規模は小さいわ…この状況をどうにかしなきやいけないぞ、という問題意識が従来あったような気がしました。

大手証券会社の傘下であれば、関連業務をアウトソーシングしなくとも、グループ全体として資本力もありますし、技術も持っている。現行法を変えないと現状は変わらないので、小規模であっても運用力の高い業者が参入できるようにする、という趣旨なのでしょう。他方で、新規参入が簡単になると、業者が乱立し一時的ではあって多くの投資信託が粗製乱造される可能性もあるのかなと思うのですが、そこら辺はどのように見ればよいのでしょうか。

○石田 亂立も起こり得るかもしれません、それを競争と捉えて、切磋琢磨してよい業者を生み出していく。そのよい業者として選定された業者が資産運用を多く獲得していく、さらに技能を磨いていくというような形を描いているのかなと思います。なので、多くなって競争が激化するということも、必ずしも悪いことではない。ただ、そこに弊害が何かあるのかといったことは、確かに先生のご指摘を受けてちょっと考えてみないといけないと思いました。

平成23年の金商法改正のときには、適格投資家向け投資運用業という規制緩和が行われて、投資運用業をプロ向けに緩和しています。平成27年には、プロ向け運用に関して特例業務の規制強化が行われましたけれども、いろいろな形で投資運用業の間口を広げていって競争をさせようという、これは多分大きな流れとして言えるのではないかと思います。

○梅本 販売側の力が強いとなると、ついついESG投信だとか、その時々のテーマで売りやすいものを新設して、また次々とテーマを追いかける

という傾向があるのかなと思いましたので、質問させていただきました。どうもありがとうございました。

#### 【投資運用関係業務受託業の任意的な登録制を採用したことの意義】

○黒沼　　投資運用関係業務受託業についてですが、今回、任意的な登録制が採用されたということです。登録をすることのメリットはどこにあるのかということに关心があつて聞いていたのですが、委託元の業者の登録拒否要件等には何も書き込まれていないとなると、メリットは何もない気もするのですけれども、その点はどう考えたらいいのでしょうか。

○石田　　そうなんです。メリットを享受するのは、従来コンプライアンス部門を設置して監督者・責任者も置いていたというのが、置かなくてもよくなるということで、投資運用業者側のコストが下がると点ではないでしょうか。登録を受ける側の受託業者の方は、法定の義務がたくさんかかるべきです。しかも、金融庁の監督の対象となりますので、規制は強化ということになります。ですので、登録を受けることによって、受託者側の方には大きな負担が生じるのでしょうか。したがって、メリットはどちら側に生じるかというと、投資運用業者側の方に生じる仕組みになっているということかと思います。

○黒沼　　そうしますと、従来から、ミドル・バックオフィス業務を外部へ委託することは解釈上できたはずだということを前提にして制度はできたので、任意の登録制になったのでしょうかけれども、そうすると、運用業者としても、任意の登録業者にアウトソースするメリットはないということですね。

○石田　　ええ、そうですね。

○黒沼　　そこで、実際上の監督指針の運用において差が設けられるというのだったらまた別なのでしょうけれども、そういうのは文章化されていないので、分からぬということですか。

○石田　　そうですね。運用業者側でこれまで経理業務とかコンプライアンス業務でどれぐらいコストを使ってきて、それが任意の登録業者へのアウトソースでどれぐらいセーブできるのかということも関係するかと思っています。

○川口　　そもそも、何で任意にしたんですかね。

○石田　　既に投資運用関係業務の受託を行っていたところがありますので、これを今回一律に登録制にするとなると、やはり負担が重いということになるのではないでしょうか。

○川口　　登録制に意味があるから、登録制を採用したのですよね。規制すべきだというので登録制というものを設けておきながら、それが任意だというのは、何か仕組みとしては……。

○石田　　確かにそうですね。

○川口　　そういえば、信用格付業者のときも何か同じような議論がありましたよね。強制ではなくて任意だと。

○石田　　はい。

○川口　　でも、あれは、結局のところ、勧誘をするときに、この格付け無登録業者の格付けであることを顧客には知らせることになっており、これが、信用格付業者の登録をするインセンティブにもなるというような話でした。しかし、今の黒沼先生の話を聞いていると、どこに登録のインセンティブがあるのかということになりますね。

○石田　　そうですね。受託業者側としても、登録を受けたということで業務の信頼性を確保できるという、そういうメリットはあるのかなと思いました。

○川口　　なるほど。ありがとうございます。

○松尾　　今の点ですけれども、登録している受託業者と無登録のところがあれば、恐らくまともな運用業者であれば登録の方を選びますよねというプレッシャーというか、そういう事実上の期待が規制側にはあるのかと思いますし、ひょっとすると、黒沼先生がおっしゃったように、文字化されない監督指針のような形でそういうことはあり得るかなというふうに思います。

○石田 そうですね。ありがとうございます。

【再び投資運用業者の自己執行義務について】

○松尾 船津先生が質問された自己執行義務と今回の全部委託を可とする改正との関係ですけれども、今回の資料で引いておられる東京の方の金商法研究会の神作先生のご報告のときに、金融庁の担当者が、やはり全て何もしなくてよいとなると自己執行義務との関係で問題がありそうだと、だから運用の方針の決定は残したというようなことはおっしゃっていました。

従来、A、B、Cとあったときに、B、Cについては完全に丸投げできていたわけですよね。で、それがB、Cのファンドとの関係で自己執行義務が、というはどういうものだったのかというのは、本当に船津先生のご質問のとおりだと思います。そういう意味では、方針の決定だけでもしろということであれば、まあよいかと。ただ、そもそも従来の自己執行義務自体が非常に観念的なもので、具体的に何を要求しているのかというのはよく分からなかつたものなので、はっきりとは分からないのですけれども、一応そういう説明がされていましたように思います。

以上です。

○伊藤 全部委託に関するルールについては、私も船津先生と同様の感触を持っていまして、そもそも自己執行義務というところから全部委託の禁止を説明していくことがあまり適切ではなかつたのではないかと思います。

例えば、民法644条の2であれば、委任者の許諾があるか、やむを得ない事由があれば副委任はできることになっていますし、信託法ですと、ちょっとややこしいのですが、第三者への委託をする旨の定めがあればそれができるし、信託目的に照らして相当だったらできるし、第三者委託を禁じる旨の定めがあっても、信託目的に照らしてやむを得ない事由があれば、第三者委託は可能になっているのですね。

つまり、もともと自己執行というのは、委任と

か信託の世界では任意ルールにすぎないわけですね。合意があれば自己執行しなくてよいわけで、それを投資運用の場合に限って、強行法的に全部委託を禁止するということを、自己執行義務から説明していったことに、当初から無理があったように思います。

しかも、もともと、全部委託の禁止に合理的な根拠があったかは、疑問に思います。運用資産の一部は自分で運用しなければいけないといつても、自分で運用する運用財産が全体のどれぐらいの割合を占めなければならないかということは全く規制されていないわけですから。重要なのは、どれだけの割合の再委託を認めるかではなくて、再委託を認めるとして、再委託先へのモニタリングを適切にさせることだと思います。

そうだとしますと、結局、改正法によってそのあたりのルールが以前よりは合理的化されたと評価できるのではないかと思いました。

○石田 ありがとうございます。先生のおっしゃった信託法28条の規定というのは、おっしゃるとおり、非常に柔軟な設計を可能にしているので、自己執行の点でかなり柔軟な対応ができるのかなと思います。これが業法の対象になると、信託業法上いくぶんか強化されるという、多分そこが、金商法も業法として、先生のおっしゃった原理原則の信託法の考え方をややきつく考えてきたのかなという気がいたします。

○伊藤 やはり金商法の規制としては、再委託先への規律をきちんとさせるような行為義務なりを定めることが一番重要なのではないかと感じました。

○石田 ありがとうございます。

【投資運用関係業務の委託と受託業者への監視・監督】

○船津 質問にならないかもしれません、先ほど議論のあった投資運用関係業務の委託に関してです。経理もそうかもしれません、とりわけコンプライアンス業務というのは、従来から委託

できていたのだからという理屈もあって、というお話もあったのですが、これは本当にしているのだろうかというのがよく分からぬところでして、法の不知は許さないのだとしたら、やっぱりそれは自分で確認するというのが本来のあるべき姿なのではないのかなという気がしてはいます。

で、委託した場合については、投資運用関係業務、要するにコンプライアンス業務の監督を適切に行いさえすればいいのだという、そういうような関係だということですが、先ほど来あつた、書かれざる監督指針になるのかもしれませんけれども、監督の内容として、信頼の原則じゃないですけれども、登録をしている受託者であれば金融庁のモニタリングもついてくるのだから、委託者である運用者自身の監督は軽く済むというか、例えば監督の能力自体もそんなに高度なもののは要らない、逆に、登録をしていないのであれば、モニタリングが足りないのだから、その部分についてのモニタリングは自分たち自身でやりなさいという、そういう解釈になつたりするのかなあとちょっと思つたりしたのですけれども。

要するに、登録の有無によって、誰がメインでそのコンプライアンスを受託した人を監督するのかという点で、何となく力点が変わってくるような気がしたのですが、そのような考え方もありうるのでしょうかということで、よろしくお願ひします。

○石田 金融庁の登録を受けた受託業者であるから、委託をした投資運営業者側としては、十分信頼に値するようなコンプライアンス管理業者であるということで信頼を置ける。そういう意味で、投資運用業者からの監視・監督というのは軽減されるのかということですけれども、改正後では、投資運用関係業務を登録を受けた受託業者に委託する場合、投資運用業者において、当該業務の監督を適切に行う能力を有する者を確保していれば足りるとされているのに対し、登録を受けた受託業者に委託しない場合、これは委託先に関する監督者の能力というよりも、内部に設置したコンプ

ライアンス部門に十分な知識・経験を有する担当者が十分に確保されていることが要求されているということで、こういった違いからだけでは、簡単には比較できないですね……。

投資運用者側の監督者としてどれぐらい負担が出てくるのか。つまり、アウトソース先に対する監視を十分に行う能力がある者というのが、どれぐらいの能力を求められるのかにもよるかと思うのですね。ここを厳しくされたら、結局、自社にコンプライアンス部門を置くのと大きく変わらないということになるかもしれないし、先生のおっしゃったように、アウトソース先が登録を受けているのだから、信頼を置けるというように見るのであれば、投資運用者側の組織としては負担軽減になるし、監視の内容・程度も軽減されるかもしれません。お答えになっていなくて、申し訳ありません。

○船津 ありがとうございます。

#### 【金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和】

○黒沼 金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和のところが、よく理解できなかつたので、もう一度お願いしたいのですが、これは、外部委託先にミドル・バックオフィス業務を委託するから要件を緩和するのか、それとも、自ら金銭等の預託を受けないから要件を緩和するのか、このあたりがよく分からなかつたのです。

そして、現在でも法令で金銭等の預託が原則禁止されているので、何かそれに加えて、現在禁止されていないことについても金銭の預託を受けないというような条件を付して、そのような場合に緩和するということを意味しているのでしょうか。

他方で、外部委託先にミドル・バックオフィス業務を委託するとなると、確かに本体はスリム化するので、登録要件は軽くてもいいように思うのですが、そうだとしたら、それに加えて、後半部分の自ら金銭等の預託を受けない場合という要件を附加している理由といいますか、その2つを結び付けている理由がよく理解できなかつたのです。

このあたりを教えていただけますでしょうか。

○石田 私は、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書を見たときに、ミドル・バックオフィス業務の外部委託と結び付けてこの制度を導入するのかなと想像しながら読んだのですけれども、改正後の条文を見てみると、ミドル・バックオフィス業務の外部委託というのが資本金を下げる要件とはなっていないようです。

そうだとすると、先生のおっしゃった後者の考え方で、つまり、金銭あるいは有価証券の預託を受けないという要件のみで資本金を下げる、そういう制度にしたということになろうかと思います。

おっしゃるとおり、従来から金銭等の預託の受入れは禁止されています。そうすると、今回登録要件・登録拒否要件の中で、金銭等の預託の受入れをしないことを新たに書き込んだところで、従来から禁止されているものを要件にしたら最低資本金 1,000 万円というのは、どの業者もこれに該当するんじゃないかという疑問を私も持ちまして、実は、その疑問を抱えながら本日参ったわけです。

今のところはそういう理解にとどまっています。

○黒沼 分かりました。ご説明としては理解いたしました。

#### 【金商法 42 条に忠実義務と善管注意義務をそれぞれ規定する理由】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

もしなければ、しつこいようですが、（笑）また、最初の忠実義務と善管注意義務の話に戻ってもよいでですか。

42 条で両方規定されているのですが、2つ必要あるのでしょうか。というのは、会社法も両者を規定していますね。そのため、その両者の関係がどうなのかというのが議論されています。すなわち、忠実義務は善管注意義務の一内容といった見解などが出てくるわけですが、金商法でこの2つの義務をあえて規定する意味はどこにあるのでしょうか。何か意見があれば、お願ひします。

○石田 確かに、先生のおっしゃるように、この両者の義務が同質のものなのか、それとも別個のものなのかというような議論はあって、従来、投資顧問業法の中では、たしか忠実義務のみを定めていたですね。その後、金商法になったときに両方の義務を定めたのですが、それはやはり忠実義務だけでなく、注意義務も両方明確に義務として存在するということを定めたかった、ということもあるでしょうし、忠実義務だけだと、委任契約がないような投資運用業の類型においては、善管注意義務を民法の規定から引っ張ってくるのが難しいかもしれません。先ほども伊藤先生の準委任というお話をありましたけれども、そのような関係がない場合にも、善管注意義務が課せられることを明記したのだろうと思います。

○川口 会社法の場合は、もともと善管注意義務が規定されていて、第二次世界大戦後の会社法改正でアメリカの規定を範として忠実義務が入ったという順番ですね。しかし、ご指摘の通り、ここでは、最初に忠実義務が規定されているなか、その後に善管注意義務が入ってきてているのですね。そうすると、会社法では、忠実義務は善管注意義務の一内容と言いやすいわけです。後から入ってきて、より細かくその内容を定めたと。金商法ですと、先に忠実義務があって、それに善管注意義務を足しているわけなので、やはり何か忠実義務で規制できないものが善管注意義務で規制できるという考えがあったのではないかと思うのです。それが何なのか、知りたくて質問させていただきました。

○石田 忠実義務の範囲、義務内容を考えると、自らの利益を受益者に優先させてはならないという義務内容でありまして、それと善管注意義務の内容が一致するかというと、そうではなくて、それを超えた部分にも善管注意義務の内容はあるのではないかということで、例えば監視を怠ったとか、継続的なモニタリングをしていなかったとか、その注意の内容が必ずしも忠実義務からストレートに出てくるようなものでないようなものについて

ても対応できるようにするためにも、善管注意義務を明記したのだと理解しています。

○川口 ありがとうございます。

あともう少し時間がありますので、いかがでしょうか。

#### 【投信法の損害賠償責任～再委託先業者の任務懈怠による委託元業者の連帶責任～】

○石田 もしなかったらということで、大変厚かましいですが、私からよろしいでしょうか。報告の準備をしながら、先ほど高橋先生からご質問をいただいた投信法の損害賠償責任の規定について、疑問に思った点があります。この投信法 21 条や 204 条 1 項の規定というのは、委託業者が再委託をしている場合であって、その再委託先の業者が何らかの不注意で受益者に損害を与えることとなった場合、委託者と再委託先の業者は連帯して責任を負うということになっています。つまり、再委託先として選んだというのが全てであって、それ以降、一生懸命注意深く監視していようと、放置していようと、どちらにしても委託元の業者は連帶責任を負わされる、そういう規定と解されるのでしょうか。

そうだとすると、かなり厳しい責任かと思います。先ほど少し申し上げたのですが、信託業法の 23 条 1 項ただし書のような免責の文言がついていないため、再委託先を探して、注意をしてモニタリングしていようが、していなかろうが、どちらにしても再委託先業者の任務懈怠について委託元の業者は連帶責任を負うということになる規定と解するのか、それともそうは解しないのか、以上のような問題意識を持った次第です。

○加藤 ただ今、石田先生がご指摘された点は、先ほど松尾先生が挙げられた別の研究会でも話題になったと記憶しております。その際、金融庁の担当者からは、投信法の規定は、委託元の責任は委託先の選任監督に限らないという説明がありました。すなわち、委託元は、委託先と同様の義務を権利者に対して負うので、選任監督について注

意を尽くしていただけでは免責されない可能性がある、ということです。

○石田 ありがとうございます。

○川口 ほかにいかがでしょうか。

それでは本日の研究会はこれで終わらせていただきます。どうもありがとうございました。