

金融商品取引法研究会
研究記録第 84 号

資産運用業規制 —業務委託に係る規制の見直し—

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—

(令和6年3月25日開催)

報告者 神 作 裕 之
(学習院大学大学院法務研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
II. 投資運用業規制—沿革と規制対象	3
III. 運用権限の委託に係る規制	6
IV. 事務の委託に係る規制	14
V. 参入規制	23
VI. おわりに	25
討 議	26
報告者レジュメ	44

金融商品取引法研究会出席者(令和6年3月25日)

報告者	神作裕之	学習院大学法学部教授
委員長	神作裕之	学習院大学法学部教授
〃	飯田秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	行岡睦彦	神戸大学大学院法学研究科准教授
オブザーバー	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村証券法務部長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横田裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚崎由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃(幹事)	高逸薫	日本証券経済研究所研究員
〃(幹事)	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—

○神作報告者 それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第5回目会合を始めさせていただきます。

本日も大変お忙しいところ、また会場にお越しの先生方、委員の方におかれましては、足元の悪い中、お運びいただき、大変ありがとうございました。

本日は、既にご案内しておりますとおり、私から「資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」というテーマでご報告をさせていただきます。

2024年3月15日に金商法等の改正法案が国会に提出され、資料の準備が大変遅れ、お送りするのが直前になり、お詫び申し上げます。

ご報告の後、いつものように討論を行っていただければと存じます。

[学習院大学大学院法務研究科 神作裕之教授の報告]

I. はじめに

○神作報告者 それでは、早速でございますが、スライドに従ってご報告をさせていただきます。

まず、3ページをお開きください。本日のテーマは、資産運用立国実現プランの一部を扱います。上から3つ目の○をご覧ください。「インベストメントチェーンの残されたピースとして、③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を図っていく」として、下の図の③のうち、本日は、特に法改正を伴う資産運用業の高度化に係る部分についてご報告させていただきます。

4ページをご覧ください。一番下の黒ポチでございますが、「新興運用業者がミドル・バックオフィス業務を外部委託すること等により、運用に専念できるよう規制緩和を実施」というのが本日のお話の中心となります。

5ページです。具体的には投資運用業者の参入促進として2つの課題と対

応があります。

第1は、ミドル・バックオフィス業務の委託を認めることです。それとともに一定の場合には、投資運用業の登録要件を緩和します。このようにミドル・バックオフィス業務をアウトソースすることと引きかえと申しますか、後ほどお話ししますが、ミドル・バックオフィス業務を営む業者について任意の登録制度を採用し、登録した業者にアウトソースした場合には、投資運用業の登録要件を緩和しようという話です。

第2は、投資運用業者がその機能を運営機能に特化することを可能にする法改正です。「分業化が進展する欧米では、更に、運用の企画・立案をする業者がファンドの運営機能に特化し、運用（投資実行）を全部委託する形態が一般的」であるということです。現行法上も運用機能の一部の委託、アウトソースは認められているのですけれども、全部委託を可能にしようというのです。それによって運用の企画・立案に特化することが可能になります。

以上の2点が大きな柱です。この2つの提案を契機に、一般に金商業規制における業務委託の規制、規律のあり方について少し考えてみたいというのが本日のご報告の趣旨です。

なお、規範に係る話といたしまして、6ページに、「アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた動き」があります。非常に多様な種類のアセットオーナーが存在しています。それらの「アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用する目的に基づき目標を定め、その運用を実現するための委託先を厳しい眼で見極める、といった運用力を高度化していくことが求められている。また、アクティブ運用やエンゲージメントにより生じる付加価値に見合った運用報酬が支払われることが、資産運用業の高度化のインセンティブをもたらすこととなる」と資産運用立国プランは私的します。

アセットオーナーの範囲は多様であると先ほど申し上げました。公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドあるいは私立大学法人の運営するファンド等々、非常に幅広く、課題もそれぞれであります、「アセッ

トオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす」という観点から、いわゆるソフトローと申しますか、法的拘束力はないけれども、アセットオーナーに共通して求められる規範を定めるという動きがあります。

「施策」のところを見ていただきますと、「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を2024年夏目途に策定する」とあります。フォローアップ会議におきましても、スチュワードシップコードはかなり定着してきました。スチュワードシップコードの中で、運用業者にはかなり同コードの規範と実践が浸透してきたけれども、アセットオーナーの動きがまだまだ十分ではないという認識が背景にあると思われます。特に金融庁が管轄している以外のファンドについては、必ずしも共通の認識や共通の規範の意識がないという点もあり、アセットオーナーのプリンシプルを策定しようとしているわけです。2024年3月7日に第1回検討会が開催され、明日、第2回の検討会が開催される予定です。しかし、アセットオーナー・プリンシプルに関する検討会がまだ1回しか開催されておりませんので、本日は省略して、専ら2024年3月15日に国会に提出された法案における資産運用業規制の改正提案を中心にお話をさせていただきます。

II. 投資運用業規制—沿革と規制対象

9ページをご覧ください。まず投資運用業規制の沿革です。非常に複雑な沿革をたどっています。1986年に「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」が制定され、投資顧問業務が認可制として規制の対象になりました。最低資本金は1億円でした。2004年の投資顧問業法の改正によって最低資本金が1億円から5000万円に引き下げられました。2006年には証券取引法の改正により金融商品取引法に投資運用業規制が統合され、それに伴い投資顧問業法が廃止されました。

10ページです。投資信託委託業に係る規制については、1951年に証券投

資信託法が制定され、最低資本金は5000万円で登録制でした。1953年に登録制から免許制に改正されましたが、1998年に免許制から認可制へとさらに変更されています。それとあわせて最低資本金が5000万円から1億円に引き上げられ、同じく1998年の改正の際に投資法人制度、いわゆる会社型投信制度が導入されました。

11 ページです。投信法は2000年にも改正され、法律の題名が改められ、「証券」という文字が外れ、運用対象が不動産等にまで拡大しました。2004年の改正では最低資本金を1億円から再び5000万円に引き下げました。2006年の改正では、投資信託委託業・投資法人資産運用業に係る業者規制を、金商法に引っ越しをして統合しました。なお、2006年の証券取引法の改正において、新たに投資運用業にファンド自己運用業を追加しました。現行の金商法のもとで、投資運用業は統一的に規制されており、投資一任業務、投資信託委託業、投資法人資産運用業およびファンド自己運用業から構成されています。

12 ページをご覧ください。投資運用業について、2006年の改正で登録制が採用され、最低資本金は5000万円とされました。投資運用業者に対し、行為規制が課されるとともに、いわゆるプロ向けファンドとして、適格機関投資家等特例業務という新しい業態が誕生しました。こちらは届出制で、最低資本金はなし、当初は限定的な行為規制しか課されていませんでしたけれども、その後の改正で行為規制が大幅に強化されました。2011年の金商法の改正では、プロ向け投資運用業が新設されました。「顧客がプロに限定された一定規模以下の投資運用業について登録要件を緩和」というものです。このように、投資運用業については、参入規制が非常に複雑になっています。

13 ページに移ります。2015年の金商法改正により、プロ向けファンド規制が強化されました。先ほども申し上げましたが、適格機関投資家等特例業務について行為規制が拡充されたり、届出要件が厳格化されたり、あるいは業者への行政対応・罰則の強化等、適格機関投資家等特例業務を営む者の規

制がかなり強化されました。2023年の金商法改正では、海外投資家等特例業務が新設されました。海外投資家等特例業務については、適格機関投資家の出資や拠出要件はありません。また、出資人数の制限もありません。「海外投資家等だけが投資者の組合型集団投資スキーム持分の自己運用業が対象」となり、このように対象を絞った形で、参入規制の特則が作られました。

14 ページをご覧ください。先ほど申しあげましたように、投資運用業は4つの種類から構成されます。

15 ページ、まず、投資法人資産運用業です。金商法2条8項12号イです。定義規定は読み上げませんが、登録投資法人と資産運用に係る委託契約を締結して運用業を営むというものです。

なお、投信法において、投資法人運用業務を行う金融商品取引業者は資産運用会社と定義されています。一番下の注の*が2つあるところですが、「資産運用会社が業として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利以外の資産に対する投資として登録投資法人の資産運用を行うことは、投資法人資産運用行為に該当するものとみなされ」、投資運用業規制が及ぶこととなります。

16 ページは、投資一任運用業です。「投資一任契約、すなわち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く投資判断の全部または一部を一任され、かつ、当該投資判断に基づいて当該相手方のために投資を行うのに必要な権限を委任される旨の契約に基づいて、有価証券また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」業務です。その形式としては、代理方式と取次ぎ方式があります。このように代理とか取次ぎとかさまざまな方式があるということは、第三者との責任の関係で画一的なルールと申しますか、基準を単純に導くことは困難であるということの意味します。

17 ページは、投資信託運用業です。これ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有価証券等に対する投資として、投資信託の受益証券に表示される権利その他の政令で定める権利を有する者から拠出を受けた

金銭その他の財産を運用するというもので、この運用には運用指図が含まれます。この点は投資一任運用業や投資法人運用業についても全て同じです。

18 ページは、ファンド自己運用業で、2006 年の金商法において新たに追加されたものです。受益証券発行信託の受益証券とか集団投資スキーム持分について、金銭拠出を受けてそれを運用するもので、いわゆるファンド自己運用業と呼ばれるものです。

19 ページは、そもそも金融商品取引業から除外されているために、投資運用業に該当しない行為をリストアップしております。詳細はスライドに譲り、省略します。

Ⅲ. 運用権限の委託に係る規制

運用権限の委託に係る現行法における規制を見てまいります。

21 ページをご覧ください。現行金商法 42 条の 3 の規定がございます。これは、2006 年の金証券取引法改正の際に新設され、2006 年に廃止された旧投資顧問業法の規律を引き継ぐ形で規定が置かれました。投資一任契約に定めることによって、認可投資顧問業者が「政令で定める者」に対して投資判断等の委任された投資判断及び委任された権限の全部又は一部を再委託することを許容しています。

ただし、その締結する投資一任契約の全てを再委託する契約とし、かつ、当該契約の全てにつき顧客から一任された投資判断等の全部を「政令で定める者」に再委託することは禁止されています。委託を受けた者は忠実義務を負い、禁止行為の適用を受けるものとされています。改正前の投信法にも同様の規定がありました。

22 ページをご覧ください。先ほど申し上げたとおり、現行金商法 42 条の 3 の 1 項で、政令で定める者に対して全部又は一部の運用権限を委託できるとしながら、2 項において、「前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない」とされています。この 2 項について、今回、改正提案がな

されています。

なお、投資信託及び投資法人に関する法律は、集団投資スキームの1つの典型的なタイプとして、資産の管理保全と運用の分離が法律で強制されています。そのことについて、23ページ以下に関連する条文を挙げておきました。例えば定義規定の2条1項をご覧くださいと、委託者指図型投資信託とは、信託財産を委託者の指図に基づいて主として有価証券で運用することを目的とする信託であると定義した上で、委託者と受託者との間の信託契約に基づいて組成されることになっています。委託者非指図型投資信託の定義規定は2条2項です。

24ページをご覧ください。委託者指図型について申し上げると、第3条は、「委託者指図型投資信託契約は、一の金融商品取引業者を委託者とし、一の信託会社等を受託者とするのでなければ、これを締結してはならない」と規定し、委託者を投資運用業者である金融商品取引業者、受託者を信託会社等に限定しています。

25ページは、投資信託契約の締結に係る規律です。投信法第4条2項14号は、「委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合には、当該委託者がその運用の指図に係る権限を委託する者の商号又は名称及び所在の場所」を定めることとし、運用権限を委託できることを明確にするとともに、委託する場合には、何を信託契約に定めなければならないかを規定しています。同様に、運用指図権限を委託する場合について、受益証券にも所定の事項を記載するものとされています。

26ページに移ります。運用指図については、投信法12条1項において、「投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、第2条第1項に規定する政令で定める者その他の者に対し、委託してはならない」とし、金商法と平行に、運用権限の全部の委託を禁止しています。

27ページです。委託者非指図型の投資信託についても、機能の分離と申しますか、運用権限と財産管理機能の分離が法的に強制されており、その条

文上の根拠を示しています。時間の関係で省略します。

28 ページをご覧ください。投資法人、いわゆる会社型の投資信託の場合です。投資法人のほか、資産運用会社と資産保管会社と一般事務受託者という3つのプレーヤーが出てきます。定義規定の2条12項では、「この法律において『投資法人』とは、資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として、この法律に基づき設立された社団をいう」と定義します。同条21項は、「この法律において『資産運用会社』とは、登録投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者をいう」。また、同条22項は、「この法律において『資産保管会社』とは、登録投資法人の委託を受けてその資産の保管に係る業務を行う法人をいう」。同条23項は、「この法律において『一般事務受託者』とは、投資法人の委託を受けてその資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務を行う者をいう」と規定します。一般事務受託者は、資産運用会社と資産保管会社が行う以外の一般事務を受託します。こうして、投資法人は、みずから行う業務は非常に軽くなっており、資産運用機能、保管機能、及び一般事務機能の全てアウトソースしなければならないものとされています。

29 ページです。例えば投資法人の規約において、投信法2条13号及び14号において、資産運用会社及び資産保管会社となるべき者の氏名や報酬等の規定について定めるべきものとします。したがって、資産運用会社や資産保管会社を変更するときは、規約の改定手続が必要になります。

30 ページです。登録の申請に当たっては、資産運用会社の名称、資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約の概要、資産保管会社の名称や住所等の事項を登録申請書に記載して提出しなければなりません。

31 ページです。一般事務の受託については117条に規定があります。「投資法人は、その資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務であって次に掲げるものについて、内閣府令で定めるところにより、他の者に委託して行わせなければならない」と規定し、「委託することができる」ではなく、「委託しなければならない」とされています。投資法人自身は、委託先を監

督する役割が中心的な機能になります。

32 ページです。投信法 118 条は、「投資法人から前条各号に掲げる事務の委託を受けた一般事務受託者は、当該投資法人のため忠実にその義務を行わなければならない」と定め、善管注意義務を、あくまでも委託元である投資法人に対して負うという規律になっています。また、119 条には一般事務受託者の責任に関する規定が置かれています。

33 ページは、監督指針です。投資一任業に係る業務の適切性に関する記載の④と⑤をご覧ください。④では「金商法第 42 条の 3 の規定により権利者のための運用を行う権限の全部又は一部を他の者に委託する場合に、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。また、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。さらに、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を明確に定めているか」、また、⑤では「業務委託先等の選定に関し、当該者に係る取引執行能力、法令等遵守状況、信用リスク及び取引コスト等に関する事項が、勘案すべき事項として適切に定められているか」、という観点から委託先の選定および監督を行うこととされています。

34 ページでは、ESG に特化した業者に ESG 投信の運用を外部委託する場合について、監督指針に書かれている規定を抜き出してあります。読み上げは省略します。

36 ページです。投資運用業の業務に係る人的構成及び組織等業務執行体制を記載した書面の記載事項として、資産の運用に係る業務運営体制の中で、「ハ. 運用を外部委託する場合には、外部委託先の選定及び外部委託先との資産の運用に関する事務連絡体制に関する事項」を記載すべきものとされています。

37 ページです。⑤「資産の運用その他に関する内部検査等の社内管理体制」の箇所に、「外部委託する場合にあっては当該外部委託先の運用の指図又は運用を含む」と記載されており、内部検査等の社内管理体制を整備し、運用権限を外部委託する場合には委託先の運用についてもきちんと検査等を行う

べきものとされています。

38 ページは、3月15日に提出された法案の基礎となった報告書からの引用です。すなわち、市場制度ワーキング・グループと資産運用タスクフォースの報告書の7ページに次のような記載があります。「我が国においてもファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、そうした機能を利用した新規の特色あるアセットマネージャーの増加につながることを考えられる。さらに、資産運用と資産管理といった機能を分別して、専門性の高い業者に資産運用機能を委ねることは、委託先についての必要なモニタリングとガバナンスが機能することを前提に、全体の効率性が高まることが期待される。また、運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負っており、その運用状況について必要なモニタリングを行わなければならない。これに加え、投資運用業者は、投資家に対し運用を外部委託することについて委託先の運用業者名も含め、あらかじめ契約や信託約款を通じて周知することが求められている。これらの規定を踏まえれば、投資運用業としてファンド運営機能に特化した業務を行うことは許容されるものと考えられる。したがって、運用指図権限の全部委託を禁止する規定の見直しを行うことが適当である。」現在国会に提出されている法案は、この提言を受けたものです。

これを受けて、39 ページをご覧ください。金商法 42 条の 3 の 2 項が改正される予定です。現行法は、「金融商品取引業者等は、前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない」とありますが、この条文が改正される予定です。

結論を先に申し上げますと、43 ページの一番下をご覧ください。「前項の規定」というのは全部又は一部の委託を認める規定ですが、改正法案 42 条の 3 第 2 項は、「金融商品取引業者等は、前項の規定により委託をする場合においては、当該委託を受ける者に対し、運用の対象及び方針を示し、かつ、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じなければならない」と定めます。このように、改正法案は全部委託は禁止という形ではなくて、一定の条件、すなわち「運用の対象及び方針を示し、かつ、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」という措置を講じることと引きかえに、全部委託を解禁するものと理解されます。

40 ページです。現行法で「政令で定める者」とはどのような者かということですが、投資運用業者に限定されています。

なお、現行法のもとで全部委託が全くできないかということ、そうではなく、41 ページで、特定の場合には全部委託が認められております。二層型商品ファンドスキームの場合とか、一番下に記載している「運用権限の全部をアウトソースしているファンドについては、そもそも自己運用行為は金融商品取引業に該当しない」ものにするという形で、一定の例外を認めています。

42 ページは、ファンドの運営の企画・立案と投資実行とを機能的に分離し、ファンドの運営機能（企画・立案）に特化する投資運用業者の誕生を認める提案です。ただし、その場合には、先ほど申し上げたように、委託元が運用の対象や方針を決定するとともに、委託先をきちんと管理することが条件になります。

45 ページをご覧ください。この改正案を拝見して、一般的に業務委託の規制について私が気になったこととか疑問に思ったことを書き連ねただけですが、運用権限の委託に係る規制は、既に現行法にあります。現行法は、運用権限を委託するためには、「契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある」ことを要件にしています。これは、まさに投資運用業者にとっては運用業務というのがコア中のコア業務でありますから、「契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある」場合に限って運用権限の委託を認めるのは、顧客すなわち権利者の予測可能性を確保する等の観点からも妥当と思われれます。

現行法では、「権利者のため運用を行う権限の全部又は一部の委託」を可

能にした上で、全部の委託については制限するという形になってはいますが、今回これを緩和するとともに、委託元が運用の対象や方針を決定するとともに、委託先をきちんと管理することを新たな条件に付加したものと考えられます。

46 ページをご覧ください。法案の規定ぶりからすると、運用権限の委託には、「運用対象および方針の策定」は含まれない、逆に申しますと、投資運用業者にとっては、「運用対象および方針の策定は、委託することができない委託元に固有の権限であると考えられるべきと思われる。

運用に係る権限のうち、委託することができない固有の権限がほかにあるかが問題になります。「運用対象および方針の策定」に深く関係すると思いますが、ポートフォリオの策定・管理、当該投資運用業全体のリスク管理、もちろん、その中には委託した業務についてのリスク管理も含まれますが、これらの業務は外部委託することができない投資運用業者の固有の権限であり任務であると解し得るように思われます。また、外部委託する場合には、委託の対象及び委託先の選定・監督等に係る基準の策定と実施もまた、投資運用業者が外部委託することのできない固有の業務権限であり任務であるように思われます。

反対に、投資運用業者が委託することのできる運用に関する権限とは何か問題になります。この点については、後ほど検討しますが、今回の法案では、計算に係る業務とコンプライアンスに係る業務を取り上げて、アウトソースに関する規定を定めています。そうすると、そこに挙げられていない業務や事務の委託については一体どのように考えるのが問題になると思います。また、委託先が権利者に対してどのような義務・責任を負うかが問題になります。委託先の権利者に対する義務・責任は、監督法上のものと民事法上のものの双方について問題になります。

この点に関して、46 ページの一番下をご覧くださいと、金商法 42 条の 3 第 3 項により、委託を受けた者は、権利者に対する忠実義務、善管注意義務、分別管理事務及び金銭等の預託の受入れ等の禁止などの義務が課されていま

す。

後ほど述べる投資運用関連業務に該当する計算業務とコンプライアンス業務については、委託された者は、委託元に対して誠実公正義務、忠実義務及び善管注意義務を負う旨が規定されているのですけれども（金商法改正法案66条の76・66条の78）、運用権限の委託の場合には、委託元に対してではなく、権利者に対して忠実義務や善管注意義務等を負うことになっています。これは、私の理解では、運用権限というのは、投資運用業者のコア中のコア業務であり、かつ、投資判断に係る裁量権を有するものです。英語で言うと、投資運用業者から運用権限の委託を受けた者は、フィデューシャリー・パワーを持っているわけです。フィデューシャリー・パワーを授権したときは、委託を受けた者が権利者に対して忠実義務とか善管注意義務を負うべきであるという考え方に立って法律ができています。

47ページに移ります。運用権限を外部委託した場合における委託元である投資運用業者の責任についてです。市場制度ワーキング・グループと資産運用タスクフォースの報告書の7ページには、「運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負っている」という記載があります。そのことが、まさに法案上明らかにされているわけですが、このとき報告書にいう「外部委託先の運用に関する責任」とは何かが問題になります。

2つの考え方があり得ると思います。第1は、運用権限の全部を外部委託することは、この法案が通れば法律上認められます。そうすると、法令に従って運用委託権限の全部を外部委託した場合には、法令に基づいて委託しているということになりますから、委託先が運用に対して、例えば権利者に対して一定の責任を負った場合には、委託元である投資運用業者は、その委託先を選任・監督した責任を負えば足りると解する見解です。第2は、当該投資運用業者自身も、まさに委託先と同じ責任を負うと解する見解です。市場制度ワーキング・グループと資産運用タスクフォースの報告書は、委託元であ

る投資運用業者は「外部委託先の運用に関する責任」を負うと記載していますが、具体的に何に対する責任を指すのかが論点の1つになると思われます。

48 ページをご覧ください。運用権限の委託が法令の定める要件を満たす場合、今回の法案が通ると、運用権限の全部の委託もできるわけですが、その場合には、委託元である投資運用業者には、自己に残された権限の行使・不行使に係る責任が生じると解すべきであるように思われます。前述したように、投資運用業者が投資権限を外部委託する場合には、委託元には運用の対象や方針を決定するとともに、委託先をきちんと管理する権限と任務があるわけですから、これらの権限を行使すること自体が委託元である投資運用業者の運用に係る業務になると理解できるように思われます。そうだとすると、委託元の義務と責任というのは、基本的には、委託先に示す運用対象や方針の決定、及び、委託先の選任・監督についての責任であると考えられるように思われます。ここらあたりについては民事法上の問題が大きな問題になるのかもしれませんが、ぜひいろいろご意見をいただければと思います。

次に、委託先が権利者以外の第三者に対して責任を負った場合に、委託元がどのような民事責任を負うかというのは、当該第三者と委託先との法律関係がどのようなものであるかによって、一概には答えられないと思います。しかし、委託元が委託先に係る選任・監督責任を負う以上は、不法行為責任が問われた場合には、使用者責任の適用があり得るのではないかと思います。

IV. 事務の委託に係る規制

49 ページをご覧ください。事務の外部委託に係る規制について申し上げます。金商法上、運用権限の委託等については規定があるのですが、一般的な事務の委託については、特段の法律上の規制はなく、52 ページに引用した監督指針において、一定の方向性が示されていると理解しています。事務の外部委託一般について、監督指針に次のような記載があります。

そこには、投資運用業者を含む金融商品取引業者一般について、「金融商品取引業者は事務の外部委託を行う場合でも、当該委託事務に係る最終的な責任を免れるものではないことから、顧客保護及び経営の健全性を確保するため、金融商品取引業者の業容に応じて、例えば以下の点に留意する必要がある」として、以下の諸点を挙げます。

- イ. 外部委託の対象とする事務や委託先の選定に関する方針・手続が明確に定められているか。
- ロ. 外部委託している事務のリスク管理が十分に行えるような態勢を構築しているか。
- ハ. 外部委託を行うことによって、検査や報告、記録の提出等監督当局に対する義務の履行を妨げないような措置が講じられているか。
- ニ. 委託契約によっても金融商品取引業者と顧客との間の権利義務関係に変更がなく、当該金融商品業者が事務を行ったのと同様の権利が確保されていることが明らかか。
- ホ. 委託事務に関して契約どおりサービスの提供が受けられないときに、金融商品取引業者において顧客利便に支障が生じることを未然に防止するための態勢整備が行われているか。
- ヘ. 委託事務に係る苦情等について、顧客から金融商品取引業者への直接の連絡窓口を設けるなど適切な苦情相談体制が整備されているか。

54 ページです。「監督手法・対応」として、「事務の外部委託管理態勢に係る課題については、金融商品取引業者又はその業務委託先に対し深度あるヒアリングを行うことや、必要に応じて金商法第 56 条の 2 第 1 項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な改善状況を把握することとする」という監督の指針が述べられています。

55 ページ以下は、適格投資家向けの投資運用業についてです。個々の業者はコンプライアンス業務について外部委託することが認められていますけ

れども、コンプライアンス業務を外部委託する場合の留意事項について監督指針に詳細な記載がなされています。今般の改正法案においては、コンプライアンス業務についても、投資運用業者が委託することを認める規定が置かれています。

時間の関係で飛ばさせていただきますと、60 ページは、先ほどの市場制度ワーキング・グループと資産運用タスクフォースの報告書です。この報告書は、投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1) ファンド等の運營業務、2) 運用業務、3) 計算や法令遵守等に関する業務（いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」）があるが、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ことを指摘します。

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とします。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。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2) 上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制（善管注意義務等）を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当であると提言します。

この提言を受けて、61 ページ、「ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和」のための法案が上程されました。

具体的に条文案を見てまいります。62 ページです。金商法 29 条の 2 第 1 項に 5 号の 2 を新設して、「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あつては、その旨」を登録申請の際の書面の記載事項にすることが提案されています。さらに同条12号は、「投資運用関係業務を委託する場合においては、その旨並びに委託先の商号、名称又は氏名及び当該委託先に委託する投資運用関係業務の内容その他内閣府令で定める事項」を登録申請の際の書面に記載させることとします。これらの情報は、設立要件と申しますか、参入要件が緩和されるかどうかに関わるためです。

63 ページです。金商法2条43項において投資運用関係業務を定義します。これには、投資運用業等、適格機関投資家等特例業務又は海外投資家等特例業務が含まれます。投資運用業に関して行う次に掲げる業務ということで、1号が「運用対象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に関する業務」、2号が「法令等を遵守させるための指導に関する業務」です。これら2つの業務が投資運用関係業務とされます。

64 ページです。金商法2条44項において投資運用関係業務受託業を次のように定義します。すなわち、「この法律の規定により投資運用業等を行うことができる者の委託を受けて、当該委託をした者のために前項各号に掲げる業務のいずれかを業として行うことをいう」。そして、同条45項は、内閣総理大臣の任意の登録を受けた者を「投資運用関係業務受託業者」と定義します。

65 ページです。市場制度ワーキング・グループと資産運用タスクフォースの報告書の6ページに、「ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である」との記載があります。そして、当局の登録を受けた事業者に対して投資運用関係業務を委託すれば、投資運用業の参入要件が緩和されることとなります。すなわち、ミドル・バックオフィス業務を投資運用関係業務受託業者にアウ

トソースした場合には、参入要件が緩和されるのです。

65 ページの 2 段落目をご覧ください。「現状、ミドル・バックオフィス業務に関し様々な受託サービスの提供が行われており、こうしたサービスを提供する事業者に対して一律の参入規制を課すことは過度な規制となりえ、サービスの担い手がいなくなるおそれもある。したがって、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」、任意の登録を受けた事業者についてこの登録制度を適用し、その業者にアウトソースした場合には投資運用業の参入要件を緩和するものとしています。投資運用関係業務については、任意の登録制度が採用されま

す。

66 ページは、投資運用関係業務受託業者の規律ですが、金商法の 3 章の 5 が新設される予定です。66 条の 71 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」という規定振りになっており、これは任意の登録制が採用されることを意味します。任意の登録制度という点では、格付機関と同じような規制になっています。

67 ページです。投資運用関係業務受託業者とその役員及び使用人に対して、委託者のための誠実公正義務、委託者に対する忠実義務、委託者に対する善管注意義務が課されています。前述した運用権限の委託の場合は、委託先は直接権利者に対して義務・責任を負う構造になっていたのですが、改正法案の考え方は、おそらく投資運用関係業務はフィデューシャリー・パワーについての授権とは言えないという整理に基づいて、あくまでも委託者に対して義務を負うにすぎません。委託関係、すなわち直接の当事者は委託元である投資運用業者と委託先である投資運用関係業務受託業者ですので、契約関係に基づいて、委託先は委託元に対して義務及び責任を負うという考え方に基づいているものと考えられます。

68 ページには、名板貸しの禁止、再委託の禁止等々、投資運用関係業務受託業者に課されるいわゆる業務規制を挙げています。

69 ページには、金商法改正法案における監督についての規定、70 ページ

には雑則を記載しました。時間の関係で、内容については省略します。

以下では、投資運用関係業務について、概観します。始めは、計算業務についてです。今非常に話題となっておりますのは、投資信託の二重計算と言われるものです。ご承知のように、日本の投資信託の珍しい慣行で、グローバルにはないと言われていています。資産運用会社である委託会社と信託契約を締結している受託会社の双方が投資信託の運用財産について計算し、これを照合するのが、いわゆる二重計算です。二重計算というのはダブルチェックがなされるのですから意味がないわけではないのですけれども、他方で、追加的なコストや参入障壁の要因となっているという指摘もあります。諸外国においては、こういった計算業務については、アドミニ会社と呼ばれる専門の管理会社等にアウトソースすることが一般的であるとされます。そこで、二重計算の問題について一体どのように整理するかということがかねてから議論されてきました。平成30年9月30日に投資信託のガバナンス懇談会が公表した「基準価額の算定についての考え方について」では、こういった二重計算を何とか改めることができないかということでいろいろな議論がなされました。

73 ページです。金商法上、委託会社が事務の外部委託を行うことは容認されており、基準価額の計算事務を外部に委託することも禁止されていません。このような取扱いは広く許容されており、実際の実務においてもこういった委託がなされています。そのことを指摘した上で、前掲「基準価額の算定についての考え方」では、「①外部委託の対象とする事務や外部委託先の選定に関する方針・手続きの明確化、②外部委託している事務のリスク管理が十分に行える態勢整備、③委託契約によっても委託会社と顧客との間の権利義務関係に変更がないよう顧客の権利を確保する」という、前述した監督指針における外部委託についての一般的な考え方に則って、計算業務についても外部にアウトソースすることが議論されてきました。

74 ページです。そもそも計算は誰が行うべきかということ、「委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また、投資信託法は『受益証券基準価額帳』

の作成義務者や投資信託受益権の発行者を委託会社と規定していることなどから」、基準価額の算定について、最終的に全体的な責任を負っているのは委託会社であると解されます。このような整理のもとで、委託会社から計算業務をアウトソースするという考え方が打ち出されてきており、すでに実践されています。

77 ページです。令和 2 年に基準価額算出に係る実務者検討委員会から「「基準価額算出に係る実務者検討報告書」に係る一者計算の実施報告書」が公表され、二重計算はやめて一者計算にするというプロジェクトが進められています。既に「外貨建て国内籍私募投信を対象に、受託銀行による一者計算が開始され、また、委託会社において、当該委託会社の全投資信託を対象に、一者計算に向かうための試験実施が行われている」という状況です。計算業務は委託することができないコア業務ではないという考え方はもう既に今回の改正法案の前から打ち出されていて、しかも実施に移されています。

投資運用業者さらに一般的には金融商品取引業者が業務を学部委託する場合には、どうしても委託できないコア業務、委託することができるコア業務、コア業務以外の一般業務で委託することについて規制がある業務、何も規定がない一般業務、恐らくこういった 4 つの類型に大別することができるのではないかと考えています。その線引きとか、それぞれの規律、規制の内容を考えるに当たって、どのような基準に基づいてどのように線引きするのか、それぞれの類型について業務の外部委託についてどのようなルールを構築するかというのが、本日のご報告の問題意識です。

78 ページをご覧ください。先ほど申し上げたように、投資運用関係業務は計算業務とコンプライアンス業務の 2 つですが、なぜこの 2 つの業務が挙げられているのかについて考えてみたいと思います。反対に、ここに挙げられていない事務を委託した場合にはどうなるかという問題意識があります。計算業務とコンプライアンス業務は、投資運用業にとってコア中のコアというわけではないと思いますけれども、非常に重要かつ不可欠の業務であって、特にこれをアウトソースした場合には、それに伴い固有の重要かつ追加的な

リスクが生じる点が、投資運用関係業務について金商法が規制をする1つの根拠であると考えてます。なお、もう1つの理由は、重要かつ不可欠の業務であるだけに、投資運用業者が自前で計算業務やコンプライアンス業務を完結する場合には、それに係る人的要件や組織的要件が重くならざるを得ず、参入要件を緩和することがむづかしいという事情があります。

79ページをご覧ください。ここで、信託法に目を向けてみたいと思います。信託業法22条において、信託事務の第三者委託についての規律が定められています。第三者に委託するために、2つの要件が課されています。第1は、委託先が信託行為において明らかにされていることです。第2は、委託先が委託された信託業務を的確に遂行できる者であることです。これは一般の信託法に比べると、第三者委託の要件が加重されています。すなわち、一般の信託法においては、第三者委託は、第1に、信託行為にその旨の定めがあること、第2に、定めがなくても信託の目的に照らして相当であること、第3に、第三者委託が禁止されている場合であっても、信託の目的に照らしてやむを得ない事由があるときには、第三者に委託することができるものとされています（信託法28条1号～3号）。このような民事一般信託法における第三者委託のルールを信託業法は強化しています。

80ページです。信託業法は、他方で、受託者が信託事務を第三者に委託する場合に、前述した要件を満たすことなく委託できる場合を認めています（信託業法22条3項）。例えば、信託財産の保存行為に係る業務です。また、信託財産の性質を変えない範囲内での利用または改良行為を委託する場合にも、前述した2つの要件を満たす必要はありません。特に興味深いのが、「信託会社が行う業務の遂行にとって補助的な機能を有する行為」です（同条3項3号、信託業法施行規則29条3号）。「補助的な機能を有する行為」であれば、信託業法における信託事務の第三者委託に係る厳格な規制の適用を受けることなく、信託会社は補助的な機能を有する行為をアウトソースできるのです。

では、「補助的な機能を有する行為」は、総合的な監督指針においてはど

のように解釈されているのでしょうか。スライド81ページの青字の部分をご覧ください。『補助的な機能を有する行為』とは、『定型的なサービス提供者がそのサービスを提供する行為』、『単純な事務を処理する行為』、『弁護士・会計士等が専門家として提供する行為』のように、信託会社から委託を受けた業務が、信託の目的、信託会社が行う業務の内容等に照らして、信託事務処理の手段である行為を補助するに過ぎないものをいう」と解説されています。信託業法は、補助的な機能を有する行為かどうかで線引きをしており、それに該当する行為については第三者委託に係る信託業法の規定が適用されないという考え方をとっています。この考え方は、投資運用関係業務には該当しない投資運用業に関連する業務であって、投資運用業者が行う業務の遂行にとって補助的な機能を有する機能の第三者委託について考える際に参考になります。

83ページをご覧ください。今度は、先ほどの投資運用関係業務受託業について、若干気になったことを申し上げます。ここでは、任意の登録制がとられているという点が大きな特徴であると思います。登録を強制することによって担い手がそもそも少なくなるといった問題もあろうかと思えますけれども、委託元にとっては、登録してもらおうと、参入要件が軽くなる等のメリットもある上、何よりも登録を受けた投資運用関係業務受託業者は当局の監督に服することになりますので、安心して業務委託することができるという面があると思います。

他方、投資運用関係業務の委託を受ける者にとっては、任意の登録をすると、当局による監督を受けることになりますので、例えば先ほどのコンプライアンス業務について、大きな法律総合事務所がこれを登録するかというと、なかなか難しいように推測します。むしろブティック型の法律事務所で、コンプライアンス業務の受託に特化した法律事務所などが任意の登録制度を利用して登録することになるのかなと想像しています。

任意の登録制度は、投資運用業にとって非常に重要な計算とコンプライアンスという2つの業務のアウトソースの信頼性を高めるとともに、その利用

に対し参入要件の緩和という一定の法的効果を生じさせ、他方で、登録を強制することによってアウトソースを受ける側の参入障壁を設けることにならないように配慮したバランスのとれた制度であると評価できるように思われます。

先ほど申しましたように、投資運用関係業務受託業者の監督法上の義務・責任は、投資運用権限の委託を受けた者とは大きく異なる規定ぶりになっています。すなわち、最終受益者である権利者ではなく委託先である投資運用業者に対して義務と責任を負うという形になっています。前述したように、委託された権限に大きな裁量権が含まれるフィディシャリー・パワーかどうかという観点から区別されているものと考えております。この点についても、後ほどご教授をいただければ幸いです。

V. 参入規制

スライド 86 ページ以下は、参入規制の見直しに関するものです。冒頭に申し上げたように、投資運用業者の参入規制は、現在、非常に複雑です。原則は 87 ページに記載したとおりですが、この原則に対してさまざまな例外が置かれている状況です。

例外の概観については、97 ページをご覧ください。参入要件という点から、全部はスライドに書き切れなかったので、3つだけ選んで表にしてみたものがスライドの 110 ページです。ご参照いただけると幸いです。

登録制がとられている投資運用業に係る参入規制の原則は、最低資本金 5000 万円、純財産額要件も 5000 万円以上、業務を的確に遂行するに足りる人的構成要件、業務を的確に遂行するための必要な体制整備の要件などの観点から、投資運用業と適格投資家向けの投資運用業、及び投資運用関係業務受託業者に委託した投資運用業に分けて記載しております。

資本金とか純財産額が一番右のタイプ（投資運用関係業務受託業者に委託した投資運用業）で幾らになるかということは、政令委任事項であるため、今般の法案が可決成立した後に決まることになると思いますが、現行法の建

付けによれば、資本金の額と純財産額とは同じ額になるはずですが、その額は、恐らく 1000 万円と 5000 万円の間になると思われます。

関連する改正法案の条文は、法案 29 条の 4 第 1 項 1 号の 2 です。投資運用関係業務については、その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・使用人の確保が求められていますが、投資運用関係業務受託業者にアウトソースしている場合にはその業務の監督を適切に行う能力を有している者を確保すれば足りるとされています。すなわち、投資運用関係業務受託業者にアウトソースすることによって、当該業務に関する知識及び経験ではなく、当該業務の監督の能力を問題にすることとされています。業務を的確に遂行するための必要な体制の整備についても同様に、投資運用業務の監督を適切に行う能力を有している者を確保することができれば足りるものとされるでしょう。

このように、ミドル・バックオフィス業務である投資運用関係業務を投資運用関係業務受託業者、すなわち、任意の登録をした業者に委託した場合には、参入要件が緩和されるという制度に改正されるものと理解しています。

113 ページをご覧ください。投資運用業規制の沿革で述べたとおり、法改正が次から次に行われた結果、現在その参入規制が非常に複雑な形になっています。投資運用業者の参入要件の原則と例外について、将来的には何らかの形で整理する必要があるかという論点があると思います。そのときの区別の基準は、既に現行法が用いていますけれども、投資家層すなわち適格機関投資家、特定投資家（プロ投資家）、又は一般投資家のどの層が権利者であるか、あるいは、ファンドの規模（海外機関投資家特例業務の場合には、運用財産の総額⇒ 200 億円以下）などが基準になり得ます。さらに、諸外国ではベンチャーファンドやサステナビリティの促進を目的とするファンドであるなど、投資目的によって参入要件を分けるような例もあります。それから、集団投資スキームかそれ以外か、集団投資スキームの場合にはさらに公募型か私募型かなど、さまざまな切り口が考えられます。将来的には、投資運用業者の参入規制について、全面的な整理と見直しが見られるかもしれません。

114 ページは、業務委託についてどのように考えるかということです。先ほど申し上げたように、投資運用業者について言えば、投資運用業を営む者としてアウトソースすることのできないとどうしても残る業務があって、それを解釈論によって明らかにしていく必要があると思います。投資運用業務の中でも、実際の運用の判断については、今回の法案が通れば、全部委託も可能だということですが、これはしかし、運用の実施と企画立案とを分離していくという方向性を目指しているものと考えられます。それによって機能分化（アンバンドリング）を図り、それぞれの専門性を向上させていくことは、グローバルな動向にも合致しています。

VI. おわりに

最後にスライド 115 ページをご覧ください。さらに風呂敷を広げると、投資運用業者の業務の外部委託だけではなく、金融商品取引業全体の外部委託に係る一般的なルールを設けること、その場合のルールのあり方について将来的に考えていくことが有益であると思います。そのときは、そもそも業務委託にどのようなメリットがあるのか、業務委託できないコアの業務とは何か、そしてその範囲とは何かということが問題になります。

投資運用業者の場合には、先ほど申しましたように、運用方針と基本的なポートフォリオの組成とコントロール、投資運用事業に係るリスク管理、委託する場合の委託先の選定と監督、これらの業務は外部に委託することのできないコア業務なのではないかと思います。委託できないもの、逆に言うと、委託できるのは何かというのを明らかにして、委託できるものの中でもやはりグラデーションがあって、当該業務を委託すると非常にリスクが大きくなるものについては規制の対象にしていくということだと思います。

投資運用業者の場合には、運用権限の委託と投資運用関係業務すなわち計算業務とコンプライアンス業務については、一定の規制の対象になっており、又は規制の対象に追加されようとしています。特に運用権限のように、その権限に投資者や権利者に重大な影響を及ぼし得る裁量権が含まれる場合、換

言すればフィデューシャリー・パワーが含まれている場合には、委託先もまたフィデューシャリー・パワーを持つ者として、投資者・権利者に対して直接、忠実義務や善管注意義務等を負うべきであると考えられます。他方、規制の対象になっていない投資運用業者の権限・業務がありますが、これは、業務の外部委託についての一般的な規制に本来従うべきものと思われま

そうすると、外部委託に係る業法的な規制を一般化する場合には、業務委託によって過度のリスク、非常に大きなリスクが生じるのはどのような場合で、それが具体的にどのようなリスクなのかということを考えていくことが有益であると考えられます。投資運用業者の場合には、運用権限、計算業務およびコンプライアンス業務について、委託に際し、特別のリスクが生じるという判断がなされたものと解されます。業務委託に係る特則の対象になる権限・業務とそれ以外の業務委託に係る一般的規制が適用されるべき業務・事務の委託との境界・線引きは、業務委託によって過度または特別のリスクが生じるかどうかという観点から行うべきだと考えます。次に、外部委託先に対する監視・監督のあり方と、それに伴う監督法上の義務・責任とりわけ委託元、委託先と権利者のリスク分担のルールのあるあり方についても、投資運用業さらには金融商品取引業全般に関して適切なルールのあり方について検討する価値はあると思います。

非常に雑駁な報告でしたが、私からの報告は以上です。特に法案を十分に理解せずに、短期間で思いつきのようなことを述べておりますので、誤解や誤りもいろいろあると思います。ぜひいろいろご指摘をいただくとともに、ご自由にご質問やご意見を出していただければと存じます。

[討議]

○**神作報告者** どなたからでも、どの点についてでも結構ですので、ご質問やご発言をお願いできればと思います。いかがでしょうか。

加藤先生はタスクフォースの座長を務めておられたので、ぜひ最初にご発言ください。

○加藤委員 ご報告、ありがとうございます。

運用権限の委託について、先生が想定されている委託の形式についてお伺いしたいことがあります。すなわち、ファンドというか、スキームを組成する段階で、例えば誰に対して委託するかどうかということが決まっている場合を想定されているのか、それとも、ファンドとかの組成後に、ファンドの管理者が委託先を変える場合も想定されているのでしょうか。委託先の選定のタイミングによって、考慮すべき要素が変わってくると思いますが、この点について先生のお考えを教えていただければ幸いです。

○神作報告者 運用権限の委託については、基本的には最初から委託先が決まっているケースを念頭に置いていました。と申しますのは、投資運用業者にとっての投資運用権限というのは、まさにコア中のコア業務なので、それをアウトソースすることが認められており、全部委託についての制限も解禁されようとしていますけれども、運用権限を外部に委託することは、権利者にとって非常に重要な事項ですから、事前に少なくとも一定の概要を示しておく必要があるという前提でお話をさせていただきました。

○加藤委員 私も、そのような場合を想定して先生のご報告を伺っておりました。このことを前提とした上で、運用権限の受託を受けた委託先が、例えば何か運用に失敗した場合に、委託元がどういった責任を負うかについて、どういった先に運用権限を委託するかということもあらかじめ定まっています、それが十分に投資家側に開示されているのであれば、先生がスライドでご指摘されたように、厳格責任というか、結果責任みたいなものを委託元に負わせるのは適切ではないという考えも成り立ち得ると思いました。

○神作報告者 旧信託法では、受託者が信託事務を第三者に委託したときは、委託先と受託者が同一の責任を負うという規定が置かれていたのですが、ご承知のように、平成18年の新信託法においては、このルールは適切ではないだろうということでルールが変わり、適法な委託をすれば、基本は選任・監督責任だということに改められました。しかし、先ほど申しましたように、信託業法のほうは、やや旧信託法的な考え方を引きずっていて、フィ

デューシャリー・パワーを持っている以上は、受益者に対して委託先も直接責任を負う、こういう考え方に立っていると思います。金商法も、運用権限の委託を受けた委託先は、権利者に対し、公正誠実義務・善管注意義務・忠実義務等を負うものとされています。

これは、報告の中で申し上げたとおり、運用権限には権利者に大きな影響を与える裁量的権限が含まれており、そのようなフィデューシャリー・パワーを有する以上、委託先が権利者に対し直接善管注意義務等を負うとするものです。こうして委託先が責任を負った場合について、委託元にどのような義務と責任があるかについては、3通りのルールがあり得ると思います。第1は、委託元は適法な委託がなされた以上、委託先と同じ義務・責任を負うのではなく、選任・監督責任を負うとする考え方です。第2は、旧信託法と同様に、委託先と委託元は、同一の責任を負う、すなわちいずれも権利者に対し直接善管注意義務や忠実義務を負うという考え方です。私も、加藤先生と同様、適法な委託がなされた以上は、委託元には選任・監督責任が生じるにすぎないと解すべきだと考えます。

もっとも、立法としてはもう一つタイプがあります。日本でも幾つかの金融監督法において用いられていますけれども、選任・監督についてきちんと注意を払ったことについて、委託元に主張立証責任を転換するタイプのルールです。立法論としては、そのようなタイプの立法もあり得ますけれども、今回の法案には、立証責任の転換についての規定は置かれていないと思います。

○加藤委員 追加で質問させてください。運用権限の委託は、これまでも一部の委託は認められておりましたので、本来は現行法というか、改正前でも問題になり得たことかと思えます。この点に関連する問題が生じた事件が何かあったのでしょうか。

○神作報告者 運用権限の委託について具体的な問題が生じたかというご質問ですけれども、私は、承知しておらず、むしろ金融庁の齊藤オブザーバーに教えていただければ大変ありがたいと存じます。齊藤オブザーバー、いか

がでしょうか。

○齊藤オブザーバー 法案の策定に当たりまして、運用の委託の関係で、委託先で何か問題が起きたような事案があったということではないと考えております。むしろ、今の全部委託の禁止については、個々のファンドについては現行でも全部委託できることになっておりまして、Aファンド、Bファンド、Cファンドがあって、Aファンド、Bファンドは全部委託する。Cファンドまで全部委託してしまうと、全てのものについて全部委託になってしまうので、そこは禁じられているということです。現行でも、業者さんでプラットフォームのような形で提供されて、個々のファンドについては全部、別の運用業者さんに委託される形態をとろうとされている方もいらっしゃる、その方々が、全部出せないもので、自分で小さなファンドを運用するみたいな歪みが生じていたということがございまして、それは非効率だなという問題意識に基づきまして、ヨーロッパ等の事例も見ながら、全ての運用について全部委託できるようにしていったらどうか、そういった流れになっていったと理解しております。

その過程においては、運用の自己執行義務との関係をどう考えるかということで、何もない、どんがらのような形になってしまうといけないだろうということで、運用の方針であるとか、そういうところについては自分たちのところできちっとやって、個別の運用の執行については全部委託できるという形にすべきではないかということで法案化していったという流れになります。

○神作報告者 大変ありがとうございました。加藤先生、何か追加のご質問、ご発言はございますでしょうか。

○加藤委員 今の齊藤課長のご説明でもありましたけれども、運用権限の全部委託とミドル・バックオフィス業務の委託の話は、ヨーロッパの例を参考にしている部分がありました。そういった観点からすると、自分でも調べたいと考えておりますが、別の機会に神作先生からドイツのことについてご教示を賜ることができたら幸いです。

○**神作報告者** 実は最後に述べた金融事業者の事務の委託に関する一般的な規定は、ドイツの信用制度法の規定を参考にしました。ご指摘のように、ドイツをはじめヨーロッパでは、とくに金融事業・金融サービス事業のアンバンドリング化が進んでおり、それに係る法的ルールもかなり整備されている印象をもちました。ドイツの場合には、銀行業務も金融サービス提供業務も共通の業務のアウトソースについての規定が置かれており、非常に一般的・抽象的な規定ではあるのですが、監督官庁のガイドラインにより具体化しながら、アウトソースを法的枠組みの中で、どんどん進めていきたいと思いますという流れがあるように思います。そして、加藤先生からご質問があった、委託元の義務と責任は、アウトソースについての手続に適法にのっとってれば、基本は選任・監督責任にとどまるということだと理解しています。

もっとも、報告の中でも申し上げましたけれども、アウトソースによって監督当局の権限と検査等の監督実務が妨げられることがあってはならないという原則があり、そのような原則に立って業務の外部委託に関する一般規定が置かれています。本日の報告は、ドイツ法そのものは紹介しませんでした。が、実質的には参考にさせていただいた部分があることを、申し添えます。

○**河村委員** ありがとうございます。大変勉強になりました。

3点あります。

1つ目は確認ですが、最後のほうで、業務委託できないコアの業務は何かというお話をされている中で、一方で、投資運用権限がコア中のコアというお話があったかと思います。そうすると、コア業務であっても委託できるけれども、委託した場合には責任の話が出てくる、それをどういうふうにか考えるかが問題だ、こういうふうに先生のご説明を理解したのですが、それでよいのかというのが1点目です。

2点目は、今のやりとりの中でも少し出ていた事案だと思うのですが、ある運用会社がある顧客と一任契約を締結して、その財産を全て他の運用会社が運用しているファンドで運用していくということは、現在でも行われているわけです。そういうやり方の中で、ファンドに投資、出資をする前の調査

ですとか、投資した後のモニタリングが不十分だったということで行政処分が下された事案があったと思うのですが、そのあたりの現状の実務について、今回の法改正が何か影響を与えるのかどうかというところが少し気になっています。そうしたものが今回の運用権限の全部委託に当たるのだという形になってくるのか、そういうふうには理解されないで、現状の実務は実務で動いていくのかというところが2点目です。

3点目は、ミドル・バックオフィス業務の委託のところですか。例えばコンプライアンスのサポート業務みたいなことが現状でも行われていると思うのですが、サポートとミドル・バックオフィス業務の委託のところの切り分けが、どういう観点、どういう基準で行われるのかというところが少し気になった次第です。

わかりにくい質問かもしれませんが、どうぞよろしく願いいたします。

○**神作報告者** 河村先生、3つのご質問、大変ありがとうございました。いずれも難しい問題ですが、私自身、本日の報告の中で問題意識を持っていたところをご質問いただき、大変ありがたいと思います。

1つは、コア業務であるのに委託できる部分と委託できない部分の境界・線引きのお話かと思います。投資運用業にとって、例えば投資運用の判断については全部委託しますと言っても、投資運用の権限を全部委託したこと自体とは別に、投資運用の委託についてコントロールすることというのは、やはり投資運用業務のコア中のコアであり、この部分は、運用権限の全部委託をしたとしてもさらにアウトソースすることはできないのではないかと考えました。投資運用の委託についてコントロールするとは、具体的には投資方針・投資対象の決定と、委託先の選定および委託先の運用状況についての監督です。この部分は、投資運用業に関係する部分であって、権限の全部委託といっても、この部分までは委託できないと思います。

次に、投資運用業を離れてより一般的に、金融取引業者として、例えば経営全部を委任することもできないと思います。たとえ運用業者が運用権限に

については全部外部に委託しても、経営そのもの、および経営責任まで委託することはできないと思います。会社法という言葉で言うと、経営委任契約のようなものは締結できないのではないかと理解しています。また、投資運用業者が事業体である以上、事業体としての組織があるはずですので、本日の報告対象である投資運用業者は株式会社に限られており、さらに原則としては取締役会設置会社でなければならないという規定が置かれています。したがって、取締役会設置会社であることを要求する趣旨、取締役会を中心とした権限分配とガバナンスのメカニズムを掘り崩すような業務委託はできないと思います。

まとめると、組織についてのコアな意思決定の構造と権限、および経営責任、投資運用業者については運用権限を全部委託しても、委託するのは当該事業者ですので、それを委託することや委託先を決定し、委託先と運用方針や運用対象の明確化を含む適切な委託契約を締結する、委託契約の履行について監視するといった、委託に伴う様々な決定と監視に係る業務および権限は、そもそもアウトソースすることができない部分ではないかと考えて、本日ご報告させていただきました。そして、委託できる業務や事務について委託した場合には、委託元と委託先が権利者および権利者以外の第三者に対しどのような義務と責任を負うか、監督法のレベルと民法のレベルでそれぞれ問題になり得るという観点から、ご報告させていただきました。

2番目は、今回の法案が可決され成立し、施行されたとき、運用権限の委託に係る監督の実務について影響が生じるかどうかというご質問と理解しました。この点も後のどぜひ齊藤オブザーバーからコメントをいただければありがたいと思うのですが、あまり影響は生じないのではないかと考えています。それはどうしてかという、河村先生ご指摘のとおり、今でも投資運用業者は投資権限を委託しています。今回の法案が可決されれば、運用資産全部についての委託が可能になりますが、実は、運用権限の一部委託か全部委託かというのはあまり本質的ではなく、本質的なのは、ある業務を委託したときに、その委託に伴って特別ないし固有のリスクがどれだけ生じるのか、

それがきちんとコントロールされているのかということだと考えています。監督に当たっても、そのような観点は重視されており、今回の改正で新たに全部委託が認められたからといって、監督業務として従来と異なる手法や観点が必要になるということはないのではないかと思います。これまで運用権限の業務委託に関する監督において考慮されてきたことだと思うますが、今回の改正を契機に、むしろ運用権限の全部が委託されていないかどうかという観点よりも、①本来委託できない運用に関する権限や業務まで委託されていないか、②委託できる運用権限ではあるけれども、それによって過度の特別なリスクが生じていないか、③そのようなリスクがきちんと管理されているか、といった観点から監督がなされることになるのではないかと推測しています。

最後のご質問は、今の点に係りまして、例えばコンプライアンス業務のサポートというのは、先ほどのリスクの観点から考えていくことになると思います。コンプライアンス機能を全面的に委託するということは、アウトソースに伴いかなり大きなリスクが発生していると考えられます。しかし、コンプライアンス部門があってそれをサポートする、そこに何かを委託するというのは、私はそれほど追加的な新たなリスクを生じさせるものではなく、そのようなサポート事務の委託であれば、投資運用関係業務には該当しないことになるのが通常であると思います。信託業法における第三者委託のルールについて述べた際に、「業務の遂行にとって補助的な機能を有する行為」の委託については信託業法の第三者委託についての規定の適用はないと申し上げましたが、同様に、問題になっているサポート業務が「補助的な機能を有する行為」かどうかという観点から、判断されることになると思います。

非常に雑駁な答えですけれども、河村先生、よろしいでしょうか。

○河村委員 大変参考になりました。先生の今のお話を聞いていて思ったのが、アウトソースに伴うリスクは、先生がおっしゃるように、現状でもあるように思うのです。そうすると、果たして今回の法改正で、現状で既に発生しているリスクが十分に対応できているのかどうかというのも気になった次

第です。大変勉強になりました。ありがとうございました。

○**神作報告者** 河村先生、どうもありがとうございました。

現状のアウトソーシングに係る監督も含めて、齊藤オブザーバー、何かコメントがございましたら、いただけますでしょうか。

○**齊藤オブザーバー** 今回のアウトソーシングの規定によって監督実務へどういう影響があり得るかということですが、まず、現状でも運用会社さんにおかれては、運用を委託するときには委託先のデューデリを行って、委託後もモニタリングを行っているというのが基本的な実務だと承知しております。

また、運用委託に当たりまして、どのようなアセットクラスですとか、どういった運用をするのかについては、具体的に示しながら委託しているということかと思えます。これは投信約款とか投資法人の契約の中でも、そういったものを示すことがお客さんとの間でもありますので、それに従って運用を委託する際には具体的に示していくということになるかと思っております。この改正法によりまして運用の全部委託ができることになったからといって、何か監督実務が大きく変わってくるということではなくて、これまでどおり、委託先をしっかりモニタリングしているのかを見ていくことになるのではないかと考えております。

もう一点、ミドル・バックオフィス業務の今回の委託の対象について、コンプライアンスと経理計理に限った趣旨について、法案を担当した者として私からご説明させていただければと思います。

神作先生からリスクの観点でご指摘されましたけれども、恐らくそれと表裏の関係になるのだと思うのですが、リスクがあるような重大な業務であるからこそ、登録を得るに当たっては、しっかりと体制を構築しなければ登録をしないということになっているわけです。それがしっかりとした委託先に委託できるのであれば、運用業者として、そこの部分の体制をあまり構築しなくてもできることになる。需要面からも、今、登録を取るときに体制負担の何が重たいかということ、コンプライアンスと経理計理であったということ

で、コンプライアンスと経理計理について委託できるようにし、その効果としてもコンプライアンスと経理計理については今、体制がしっかり整っていないといけなくなっていますので、需要と効果の面で、コンプライアンスと経理計理については委託できるように任意の制度を設けたということがございます。

神作先生のおっしゃるリスクの大きい業務ですので、その部分は体制面をしっかりと整備しないといけないことの反面として、これをしっかりとしたところにアウトソースできるのであれば緩和できる、そういった流れで業務の範囲を区切った。

コンプライアンスのサポート業務はどのようなかということですが、コンプライアンスは非常に外縁の広い言葉だと思っております。例えば研修するとか、いろんなものが入り得ると思うんですけども、そこを限定的に解釈する必要はないのではないかと。そこもやることで登録を得たいということであれば、登録してもらえればいいと思っております。ただ研修だけをやるということでは登録した業者に運用業者が委託したからといって、どれだけ自分の体制を緩和できるかということ、あまり意味がないということかもしれませんけれども、そういう面の効果しかないのかなと思っております。

もう一点、補足させていただきたいのが、コンプライアンスのアウトソースについては、あくまでコンプライアンス事務であって、コンプライアンス業務ではない、そういう整理をさせていただいております。登録の拒否要件のところ、コンプラを委託する場合について、しっかりと監督できる監督者を置けというのはまさにそういうことございまして、あくまでコンプライアンスの責任は投資運用業者自体が負うべきものであって、そこはしっかり自分のところで判断してください。コンプライアンスの事務の面については委託してもいいですよ。そういうことで、運用業者として事務を処理するコンプライアンス部門みたいなものを置かなくても、そこはアウトソースできる。ただし、自分のところでしっかり責任を持って判断しないといけないので、コンプライアンスの責任者をしっかり置きなさい、そういった形で規

定を検討した次第でございます。

○**神作報告者** 齊藤オブザーバー、詳細なご説明をいただき、大変ありがとうございました。

○**松尾委員** ご報告、ありがとうございました。

私が少し気になりましたのは権限の業務の委託のところ、投資運用業務の委託の場合には、委託先が善管注意義務を負う名宛人は権利者である。他方、ミドル・バックオフィスの業務委託の場合は、委託先の善管注意義務の名宛人は委託元であるということで、そこを先生は、フィデューシャリー・パワーの概念で説明できるのではないかと。なるほどな、と聞いておったのですけれども、その違いが、関係者の民事的な責任とか義務にどう影響を及ぼすかというところを、もし現時点で先生のお考えがあれば、ぜひお聞かせいただきたいということです。

私が考えるのは、例えば、何か委託先が不適切なことをして運用財産が棄損された場合、権利者が何かしら救済を求めるときに、日本法のもとでは、不法行為を根拠にする限りは、委託先を直接訴えられないということはない。義務の名宛人でないと訴訟原告適格のようなものがないという理解はされてないと思うので、あるとすれば、委託元の責任の内容に影響が及ぶということと、あとは、義務の水準か何かに違いが出てくるのか。義務の名宛人の違いがそういうことに影響を及ぼすのかなということを考えていたのですが、ぜひ先生のお考えをお聞かせいただきたいと思います。よろしくお願ひします。

○**神作報告者** 松尾先生、ご質問ありがとうございます。ご指摘の論点は非常に難しい議論があるところだと思います。業法に書かれている忠実義務とか善管注意義務というのが、そもそも民事法上、一体どのような効力を持つのかという有名な論点もあります。それが公正誠実義務になると、民事法上どのような効力をもたらし得るのかについて疑問を呈する見解もあり、公正誠実義務はプログラムの規定であって、その違反に基づいて一定の民事的な効力が生じるのか疑問であるという見解もあると承知しています。

業法に置かれている善管注意義務とか忠実義務は、一般私法、例えば信託構成をとっている場合には信託法とか、あるいは委任契約の場合には委任ないし準委任契約に基づく民事法上の善管注意義務等を強行法規化したものであると説明されることもあります。もしそういうことだとすると、業法上の善管注意義務や忠実義務に違反した場合には、当然、民事効も発生することになり、損害賠償請求権の成立が認められるのであれば、これらの義務の名宛人は委託先に対して損害賠償を請求することができることとなります。もちろん、損害額や因果関係の立証など、損害賠償請求権の成立が認められるためのハードルは低くはないと思いますけれども、権利者に対して直接それらの義務を負っている場合には、権利者は義務に違反した者から一定の民事的な救済を受けることができると考えられます。

もっとも、もう一つの論点が生じて、まさに会社の直接損害と間接損害に相当する議論があります。例えばファンドが損害を受けたのであれば、損害はファンドに戻すのが筋ではないか、なぜそれを個々の権利者が自分の損害分だけを取っていくことができるのか、会社法もある有名な論点があって、ここは議論が錯綜していると思います。これに対し、英米法の下では、フィデューシャリー・パワーがあれば、最終受益者もしくは権利者と委託先との間に契約関係があろうがなかろうが、受益者に対して信認関係に基づいて直接一定の義務・責任を負うという考え方がとられていると思います。松尾先生ご指摘のように、日本法の下では、不法行為法に基づく損害賠償請求が比較的広く認められますので、不法行為責任の要件を満たせば、委託先の善管注意義務等が権利者ではなく委託元に対するものであったとしても、不法行為法に基づく損害賠償請求が可能であるということは、おっしゃる通りと思いますが、一般的には、明白な故意が認められる善管注意義務違反や忠実義務違反がある場合など例外的な場合を除くと、不法行為法による救済は任務懈怠に基づく損害賠償請求より困難なのではないかと理解しています。

○飯田委員 今の松尾先生とのやりとりの続きのようなことを伺います。

今回の改正案でいくと、投資運用関係業務受託業者というのは任意の登録

制度だと思えるんですけども、登録を任意にすることで、今のやりとりでの民事責任等に関する効力に何か差が出てくるのか、こないのかというあたりが少し気になりました。先生が最後にまとめられた、より一般的な金商業への示唆も踏まえて考えたときには、アウトソース先について登録業の制度を設けるかどうかということとともに、民事法上の規律のあり方も整理したほうがよさそうに思いました。金商法に書けるのかという問題はありますけれども、私法的な規律をほかの法律に書くのも難しいように思いますので、金商法で書いたほうがいいのではないかという気がしました。そうすると、本来であれば、今回の投資運用関係業務受託業者についても何かルールがあったほうがよかったのかなという気もしました。登録制度があるかないかというあたりは、そんなに大きな違いはないということなのかもしれませんが。

また、委託する委託元のほうが、任意制度ではあっても登録している者に委託したということの正当性はより主張しやすくなるという効果はあると思うんですけども、委託先のほうの者が登録しているかどうかというあたりが何か影響を与えるかということについて、もし何かあれば教えてください。

○**神作報告者** 飯田先生、ご質問ありがとうございます。深く考えているわけではないのですが、民事的な効果をたとえば金商法に定めるというのは1つのやり方で、そうすることにより民事関係を含む関係当事者間の法律関係が大いに明確になると思います。その場合、飯田先生ご自身がお指摘された金商法の中にも、もちろんすでに民事的な規定が置かれていますけれども、こういったところで大々的に民事的な規律を置くことが適切かどうか、ほかの部分とも比較して、全体のバランスもあると思いますし、任意の登録制を採用したのは、主として登録の参入要件に直接的な影響を及ぼすことをむしろ狙ったものと思われます。逆に言うと、登録している業者か、登録していない業者かによって、民事の世界のルールが大きく異なることには、違和感を感じます。

もっとも、もし登録している場合について民事効をもつルールを置けば、例えばそのルールが登録していないが同様の機能を営んでいる委託先につい

ても類推適用されるとか、準用されるとか、そういう形で波及するという
ことはあり得るとは思います。しかし、とくに任意の登録制度の下で、民事的
なルールについて規律を置くのはなかなか難しいと直感的に感じます。

また、あくまでも委託先が委託元に対して善管注意義務等の義務を負っ
ている場合には、権利者が委託先に対して直接何らかの法的請求をするのは、
不法行為の場合は除いて、ハードルが高くなるものと思います。

先ほど申しましたように、旧信託法は、委託先に対して受益者が直接いけ
るようになっていたのですけれども、信託法は、それを改めた結果、どのよ
うな議論になっているかという、委託先が何か問題を起こしたときは、委
託元である受託者が委託先との契約違反なり何らかの請求をしていく。そう
すると、先ほどの間接損害的な解決になるのだと思いますけれども、委託先
はそもそも委託元が信託の受託者として行動していることを知らない場合も
あるとか、あるいは、委託先と委託元との契約関係はさまざまであって、場
合によっては、例えば責任制限の条項が置かれているようなこともあるので、
そこを受益者がオーバーライドするのはあまり適当ではないのではないかな
どのさまざまな議論がなされています。恐らくここでも、権利者が委託元を
直接オーバーライドして委託先に民事法上の請求をすることは、先ほど松尾
先生からご指摘いただきましたけれども、不法行為に基づく場合にはもちろ
ん可能だと思いますが、それ以外の法律構成によると難しいのかなという感
触を持っています。

○齊藤オブザーバー 1点、ご質問させていただきたいことがございます。

今の民事責任との関係ですけれども、資料の47ページ「解釈上の論点」
です。「市場制度WG・資産運用TFの報告書」ということで、かぎ括弧で
引用されていらっしゃるんですが、最後の「外部委託先の運用に関する責任を
負っている」という部分を執筆する上で念頭に置いておりましたのが、今の
議論もございましたけれども、あくまで委託元が権利者との関係の契約上の
当事者であるということなので、契約上の義務は負い続けているということ。

あと、投資信託や投資法人につきましては、損害賠償の責任規定があると

ということで、委託している場合でも連帯して任務懈怠の責任を負うという規定がある。そういった点から、運用の外部委託をしたとしても、引き続き契約主体あるいは投信法の規定に基づいて損害を賠償することが求められる、そういったつもりで我々は書かせていただきました。加藤先生はまた違う思いがあるかもしれませんが、そういった観点で記載したつもりでございます。法案につきましても、特に何か新しい規定を設けなくても委託元が基本的には責任を負うだろう、そういった認識でいたわけです。

ご質問は、投信法の損害賠償で連帯して責めを負わないといけないという規定があることによって、委託先の選任・監督を適切にしたとしても、結果責任として委託元が権利者に対しては損害賠償しなければならないという解釈にならないかどうか、そういった点です。

○**神作報告者** 齊藤さん、ご指摘、ご質問、それから解説も、大変ありがとうございました。

投信法上の連帯責任は、特別法の関係にあると理解しております。したがって、そういう規定があれば委託元も委託先も同一の責任を負うこととなります。投信法の場合の考え方は、先ほど申し上げましたように、むしろ法律でマネジメント機能とカストディアン機能を分けなければいけないという形になっていて、結局のところ、マネジメント機能を果たす投資運用業者も、カストディアンである信託銀行も、投資家から見れば、両方トラスティーと申しましょうか、結局、両方受託者と見るべきであるという理解が前提にあると思います。日本法の場合には、受託者のほうは信託契約に基づいて忠実義務等を当然負っているわけですがけれども、委託者との間には契約関係がないので、権利者に対する忠実義務をどうするのかという問題があり、業法において投資運用業者に対しては投資者・受益者に対して善管注意義務等を課すという形で解決していると理解しています。

しかし、繰り返し申しますように、投資信託とか投資法人の場合には、仕組み上、委託者である投資法人や投資信託委託会社も、また、カストディアンである受託者も、投資家から見れば実質的にはいずれもトラスティーだと

考えられます。そういう意味では、特別法のルールがあって、しかもそのルールは、法律上、運用指図と信託財産の保管・運用を分離しているわけですから、決しておかしなことはないのではないかと思います。これに対し、法律上、運用権限を外部委託しなければならないわけではないけれども、任意に委託することとし、しかも法律で委託のルールが金商法に書いてあるときに、その金商法のルールにきちんと従って委託した場合において、一種の連帯責任的な責任を委託元が負わされるのは、私は適切ではないのではないかと思います。何のために委託のルールをきちんと定めたのかというのが問われると思います。もちろん、委託の要件を欠いてアウトソースしてしまった場合は、委託元にもより大きな責任が生じると思います。しかし、きちんとルールに従って委託したときは、基本は選任・監督と全体のリスクコントロールに係る義務とそれに基づく責任に限定していくことが、アウトソースを積極的に進めて効率性・専門性を追求するための1つの大きな法的バックボーンになるのではないかと考えています。

○森本理事長 齊藤課長に、全く観点が違う質問をしたいと思います。今回の法律改正は、運用業における運用とバックオフィスの分業又は委託がテーマだと思いますが、それはかなりヨーロッパを参考にしていると聞きました。私もルクセンブルクに出張行って、見学したことがあるんですが、非常に巨大なビジネスで、何千人と人がいて、制度や運営に非常に詳しい人たちがいる。ただし運用はしていないというのを見てきました。運用はどこでやっているかという、ロンドンなどでやっているという話で、まさに分業だと思うんです。

ただ、ファンドや投信というのはルクセンブルク籍なんですね。ですから、委託関係が逆みたいな感じで、アドミニストレーションをやっているところに本体があって、ほかにも、ケイマン籍などそういうのも世界には多くあります。そこで、実際に世界で行われていることと、今こういう制度を導入して、日本でこれから運用業における分業がどうなるというのは、どういう見通しというか、ビジョンをお持ちなのか。先ほど河村先生からお話の出た、

こういうのを導入すると実際どうなるのみたいな話と関連しているのですが、それがご質問です。

○齊藤オブザーバー アウトソースの法案を出させていただきましたけれども、日本のビジネスの慣行は、いろいろ独特な状況があると理解しております。例えばシステムの問題ですとか、税もあると思いますし、あとはエキゾチックな運用をしようとした場合に対応できないような慣行があったりするとか、いろいろな制約要因がある状況になっているところと理解しています。

ですので、1つには、こういった法案で分業化しやすくするとともに、運用のマナーもしっかり落ちていくようにということで、法案ではございませんが、EMPと申しまして、できるだけ新興の運用業者さんにお金が流れるようにといった取り組みも行っております。その他、本日もございましたけれども、一者計算ですとか、いろいろ取り組んでいき、日本での運用がもっと盛んになっていってもらいたいなと思っているところでございます。

あとは、日本の運用業者、ファンドが海外で売れるのかというと、必ずしもこれはそういう状況ではなくて、逆に、例えば輸出対応のファンドなどがグローバルに売ったりしている。日本だと、日本の投資家向けのファンドでしかなくなっているという状況がありますので、これは今回の法案で終わりということではなくて、継続的に見直しをしていかなければいけないことだと思っております。

そういう意味で、何か目指すべきビジョンということでしっかりとしたものがあるわけではございませんが、やれるところからやっていくのかなと思っております。

○森本理事長 日本の投信や投資顧問は、かなり独特なところが、制度もそうですし、実態もありますので、それをどう解きほぐして、グローバルに見て、向こうからも来るし、こっちからも行くというふうにしていくのか、それは資産運用立国を考える上では大事な観点であり、おっしゃるように、一足飛びにはなかなか難しいと思いますが、金融庁の政策立案者の方にはぜひそういう方向で頑張っていただきたいと思っております。

○**神作報告者** 定刻までまだ数分お時間が残っていますが、特にオンラインでご参加の先生方、ご質問やご意見等はございませんか。——よろしゅうございますか。

雑駁な報告にもかかわらず、たくさんのご質問をいただき、また、齊藤オブザーバーには多くのご説明やご回答をいただき、本当にありがとうございました。

次回の研究会は、議事次第にも書いてございますように、令和6年4月24日（水）午後2時～4時、太陽生命日本橋ビル12階、本日の会議室と同じでございます。京都大学の齊藤真紀先生から「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント（仮題）」について、ご報告をいただく予定であります。齊藤先生、どうかよろしく願いいたします。

それでは、本日の研究会はこれにて閉会いたします。皆さん、どうもありがとうございました。

資産運用業規制 —業務委託に係る規制の見直し—

2024年3月25日

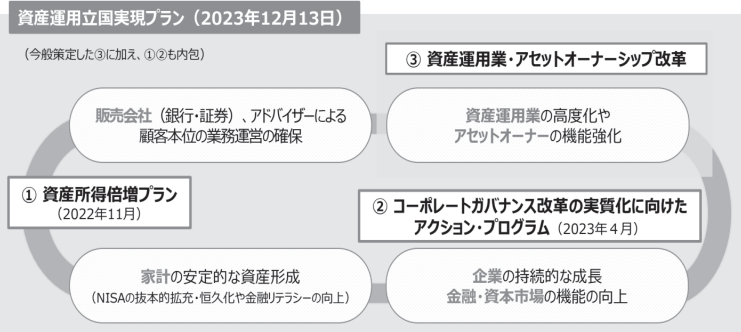
学習院大学 神作裕之

目次

- I. はじめに
- II. 資産運用業規制—沿革と規制対象
- III. 運用権限の委託に係る規制
- IV. 事務の委託に係る規制
- V. 参入規制
- VI. おわりに

I はじめに

- 新しい資本主義の下、我が国の家計金融資産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繋がる、成長と分配の好循環を実現していくことが重要。
- これまで、①資産所得倍増プランや②コーポレートガバナンス改革等を通じ、家計の安定的な資産形成の支援、企業の持続的成長、金融商品の販売会社等による顧客本位の業務運営の確保など、インベストメントチェーンを構成する各主体に対する働きかけを行ってきた。引き続き、こうした取組を推進。
- これらの取組に続き、インベストメントチェーンの残されたピースと~~して~~、③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を図っていく。
- 残されたピースをはじめ、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加に繋げていく。



資産運用立国実現プラン

金融庁作成資料＜
<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/01.pdf>>

3

I はじめに

1. 資産運用業の改革（資産運用力向上やガバナンス改善・体制強化、国内外からの新規参入と競争の促進）

- 大手金融グループにおいて、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけのほか、専門性の向上、運用人材の育成・確保等の観点から、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランを策定・公表
- 資産運用会社のプロダクトガバナンス※に関する原則の策定
※ 金融商品の組成に際しての想定顧客の明確化、期待リターンがコスト・リスクと見合っているかの検証等の商品の品質管理
- 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正
※ 投資信託の基準価額に関する一者計算の普及に向けた環境整備など
- 金融・資産運用特区の創設
※ 金融庁と意欲ある自治体が協働して、関係省庁と連携しつつ、特定の地域において金融・資産運用サービスを集積し、高度化と競争力強化を促進。当該地域が金融・資産運用の対象として一体的に推進する重点分野を支援。2024年夏目途に特区のパッケージを策定・公表。
- 新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の策定・実施 ※ EMP：Emerging Managers Program
 - ・ 金融機関に、新興運用業者の積極的な活用や、単に業歴が短いことのみによって排除しないことを要請。金融機関等の取組事例を把握・公表。
 - ・ アセットオーナー・プリンシプル（後述）において、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込む。
 - ・ 官民連携の下で、金融機関・アセットオーナーに新興運用業者を一覧化したリスト（エントリーリスト）を提供
 - ・ 新興運用業者がミドル・バックオフィス業務を外部委託すること等により、運用に専念できるよう規制緩和を実施

資産運用立国実現プラン

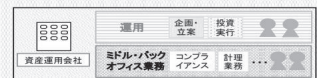


金融庁作成資料＜
<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/01.pdf>>

4

I はじめに

●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案(令和6年3月15日提出)

投資運用業者の参入促進

課題と対応	課題 <ul style="list-style-type: none">登録に当たり、運用人材の確保に加え、ミドル・バックオフィス業務の確保も確保する負担大  <p>日本の現行法</p> <p>ファンドの運営機能(企画・立案)に特化することは不可</p>	対応 <ul style="list-style-type: none">「ミドル・バックオフィス業務」の委託に係る制度整備  <p>登録要件の緩和</p> <p>任意の登録制度を新設</p> <p>ファンドの運営機能(企画・立案)への特化を可能とする</p>  <p>運用(投資実行)の委託</p> <p>業務の委託</p>
	改正事項	ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和 <ul style="list-style-type: none">投資運用業者からミドル・バックオフィス業務(法令遵守、計理等)を受託する事業者の任意の登録制度を創設。行為規制(善管注意義務等)等を適用し、当局により直接モニタリング【改正金商法第66条の71等】当該登録業者に委託した場合には、投資運用業の登録要件を緩和(人的な体制の整備)【改正金商法第29条の4第1項第1号の2等】投資運用業者が金銭等の預託を受けない場合は、資本金要件を引下げ(5000万円→例えば1000万円)【政令改正事項】。そのため、投資運用業の登録時に預託の有無の記載を義務付け【改正金商法第29条の2第1項第5号の2】

「説明資料」<
<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/setsumei.pdf>>

5

I はじめに

●アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた動き

- ① 資産運用立国実現プラン4頁<
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

<課題等>

・アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用する目的に基づき目標を定め、その運用を実現するための委託先を厳しい眼で見極める、といった運用力を高度化していくことが求められている。また、アクティブ運用やエンゲージメントにより生じる付加価値に見合った運用報酬が支払われることが、資産運用業の高度化のインセンティブをもたらすこととなる。

・アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く、課題もそれぞれであるが、アセットオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割があると考えられる。

<施策>

・アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)を2024年夏目途に策定する。その際、以下の企業年金の改革に記載された項目のうち、資産運用立国分科会において議論されてこなかった公的年金や共済組合等の他のアセットオーナーに共通する課題についても検討し、その結果をアセットオーナー・プリンシプルに盛り込む。

- ② アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会における検討(第1回検討会(2024年3月7日))

6

I はじめに

本報告のテーマ

- 運用権限・事務の外部委託に係る規制(Ⅲ・Ⅳ)
- 開業規制(Ⅴ)

7

II 投資運用業規制—沿革と規制対象

1. 沿革
2. 規制対象

8

Ⅱ－1 沿革

●投資一任業務に係る規制

✓1986年 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律(以下、「投資顧問業法」という)制定

認可制(投資助言業務の登録が前提)

最低資本金:1億円

✓2004年「投資顧問業法」改正

最低資本金:1億円から5,000万円に引下げ

✓2006年「投資顧問業法」の廃止⇒金商法における投資運用業規制に統合

9

Ⅱ－1 沿革

●投資信託委託業に係る規制

✓1951年「証券投資信託法」制定

登録制(最低資本金:5,000万円)

✓1953年「証券投資信託法」改正

登録制⇒免許制

✓1998年「証券投資信託法」改正(金融システム改革法)

免許制⇒認可制

最低資本金:5,000万円から1億円に引上げ

投資法人(会社型投信)の導入

10

Ⅱ－1 沿革

●投資信託委託業に係る規制

✓2000年「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」改正

題名を「投資信託及び投資法人に関する法律」に改める

運用対象の拡大(不動産等)

✓2004年「投資信託法」改正

最低資本金:1億円から5,000万円に引下げ

✓2006年「投資信託法」改正

⇒投資信託委託業・投資法人資産運用業に係る業者規制を金商法に移転・統合

⇒なお、金商法は、新たに、投資運用業に独自にファンド自己運用業を追加(金商法2条8項15号)

○投資運用業＝投資一任業務＋[投資信託委託業＋投資法人資産運用業]＋ファンド自己運用業

11

Ⅱ－1 沿革

●投資運用業＝投資一任業務＋投資信託委託業＋投資法人資産運用業＋ファンド自己運用業

✓2006年「証券取引法改正(金融商品取引法)」(投資顧問業法は廃止、投資信託法は仕組規制として存置)

金融商品取引法において、投資一任業務と投資信託委託業を「投資運用業」として、金融商品取引業の一種として横断的に規制

登録制、最低資本金5,000万円、行為規制

適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)の新設

一屆出制、最低資本金はなし、行為規制は限定的(虚偽説明および損失補填の禁止のみ)

✓2011年「金融商品取引法」改正

適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)の新設

一投資運用ファンドの立上げを促進する観点から、顧客がプロに限定された一定規模(200億円)以下の投資運用業について登録要件を緩和(最低資本金は1,000万円、各種行為規制が適用)

12

Ⅱ－１ 沿革

●投資運用業＝投資一任業務＋投資信託委託業＋投資法人資産運用業＋ファンド自己運用業

✓ 2015年「金融商品取引法」改正

適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)規制の強化

一届出要件の厳格化、行為規制の拡充、業者への行政対応・罰則の強化等

✓ 2023年「金融商品取引法」改正

海外投資家等特例業務の新設

海外投資家等だけが投資者の組合型集団投資スキーム持分の自己運用業が対象

適格機関投資家の出資・拠出要件なし

出資人数の制限なし

届出制

13

Ⅱ－２ 規制対象

金融商品取引業における投資運用業の4類型

- ① 投資法人資産運用業(金商法2条8項12号イ)
- ② 投資一任運用業(金商法2条8項12号ロ)
- ③ 投資信託運用業(金商法2条8項14号)
- ④ ファンド自己運用業(金商法2条8項15号)

* 金融機関による投資運用業に該当する行為は、金融商品取引業の定義からいったん除外(金商法2条8項柱書のかっこ書き)←金商法29条の免許制の適用なし

* そして、金融機関による投資運用業を投資運用業の定義に含めた上で(金商法28条4項柱書)、金融機関による投資運用業を禁止(金商法33条1項)

14

Ⅱ－２ 規制対象

① 投資法人運用業

登録投資法人と資産運用に係る委託契約を締結し、当該契約に基づいて、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また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(金商法2条8項12号イ)

投資法人運用業務を行う金融商品取引業者＝資産運用会社(投信法2条21項)

* 金銭その他の財産の運用は、運用指図を含む

** 資産運用会社が業として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利以外の資産に対する投資として登録投資法人の資産運用を行うことは、投資法人資産運用行為に該当するものとみなされる(投信法223条の3第3項)

15

Ⅱ－２ 規制対象

② 投資一任運用業

投資一任契約、すなわち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く投資判断の全部または一部を一任され、かつ、当該投資判断に基づいて当該相手方のために投資を行うのに必要な権限を委任される旨の契約に基づいて、有価証券また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(金商法2条8項12号ロ)

投資一任運用業＝代理方式＋取次ぎ方式

* 金銭その他の財産の運用は、運用指図を含む

16

Ⅱ－２ 規制対象

③ 投資信託運用業

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またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、投資信託の受益証券に表示される権利その他の政令で定める権利を有する者から拠出を受けた金銭その他の財産の運用(金商法2条8項14号)

* 運用は運用指図を含む

17

Ⅱ－２ 規制対象

④ ファンド自己運用業

2006年証取法改正(金商法)により新たに追加

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またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、以下の(i)～(iii)の権利を有する者から出資または拠出を受けた金銭その他の財産の運用(金商法2条8項15号)

(i) 受益証券発行信託の受益証券またはその性質を有する外国証券・証書

(ii) 信託受益権または外国信託受益権

(iii) 集団投資スキーム持分または外国集団投資スキーム持分

* 運用は、運用指図を含む

** 委託者または委託者から指図権限の委託を受けた者のみの指図により受託者が行う信託財産の管理・処分は、運用には該当しない

18

Ⅱ－２ 規制対象

▶ 金融商品取引業から個別的に除外されているため、投資運用業に該当しない行為

- ① 二層型商品ファンドスキームにおける1つの法人への全部出資に係る投資運用行為(金商法施行令1条の8の6第1項3号)
- ② グループ外国業者のために行う投資一任契約に係る行為(オフショア・ブッキング)(定義府令16条1項8号)
- ③ 商品投資顧問業者等が商品投資に付随して為替リスクヘッジ目的で行う通貨デリバティブ取引への投資運用を行う投資一任契約に係る行為(定義府令16条1項9号)
- ④ 外国法令に基づいて外国において外国投資信託に係る投資運用業を行う行為(定義府令16条1項9号の2)
- ⑤ 集団投資スキームのうち投資一任契約により運用権限の全部を投資運用業登録業者に委託して所用の届出をしている場合における自己運用行為(定義府令16条1項10号)
- ⑥ 集団投資スキームのうち二重構造不動産ファンド(子ファンド)で親ファンド運営者(匿名組合営業者であって投資運用業登録業者、特例業務届出者または特例投資運用業務を行う者)が所用の届出をしている場合における自己運用行為(定義府令16条1項11号)
- ⑦ 競走用馬ファンドスキームにおける自己運用行為(定義府令16条1項12号)
- ⑧ 外国集団投資スキームのうち直接出資者と間接出資者が合計10名未満であり、かつ、直接出資者の出資額が当該スキームの総出資額の3分の1以下である場合における自己運用行為(定義府令16条1項13号)

19

Ⅲ 運用権限の委託に係る規制

1. 現行法
2. 改正法案
3. 解釈上の論点

20

Ⅲ－１ 現行法

✓ 2006年「証券取引法（金融商品取引法に題名変更）」改正

金商法42条の3の新設

・ 旧投資顧問業法の規律（1998年改正による）

投資一任契約に定めることにより、認可投資顧問業者が「政令で定める者」に対して投資判断等の委任された投資判断および委任された権限の全部または一部を再委託することを許容（旧投資顧問業法2条4項2号）

ただし、その締結する投資一任契約のすべてを再委託する契約とし、かつ、当該契約のすべてにつき顧客から一任された投資判断等の全部を「政令で定める者」に再委託することは、禁止（同法30条の5）

再委託を受けた者は、忠実義務を負い（同法30条の3）、禁止行為の適用を受ける（同法30条の3・30条の4）

・ 2006年改正前投信法の規律

投資信託委託業者は、投資信託財産または投資法人の資産の運用指図に係る権限の全部または一部を「政令で定める者」に再委託することを許容（2007年改正前投信法17条1項・34条の5第1項）

再委託を受けた者は、忠実義務・善管注意義務を負い（同法34条の2）、行為規制の適用を受ける（同法34条の3・34条の4）

21

Ⅲ－１ 現行法

【現行金商法42条の3】

（運用権限の委託）

1 金融商品取引業者等は、次に掲げる契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限り、権利者のため運用を行う権限の全部又は一部を他の金融商品取引業者等（投資運用業を行う者に限る。）その他の政令で定める者に委託することができる。

一 第2条第8項第12号イ又はロに掲げる契約

二 第2条第8項第14号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利に係る契約

三 第2条第8項第15号イからハマまでに掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利に係る契約その他の法律行為

2 金融商品取引業者等は、前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない。

3 金融商品取引業者等が第1項の規定により委託をした場合における第42条第1項の規定の適用については、同項中「金融商品取引業者等」とあるのは、「金融商品取引業者等（当該金融商品取引業者等から第42条の3第1項の規定により委託を受けた同項に規定する政令で定める者を含む。次項及び次条において同じ。）」とする。

22

Ⅲ－１ 現行法

●投資信託及び投資法人に関する法律

➤投資信託

(定義)

第2条 この法律において「委託者指図型投資信託」とは、信託財産を委託者の指図(政令で定める者に指図に係る権限の全部又は一部を委託する場合における当該政令で定める者の指図を含む。)に基づいて主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの(以下「特定資産」という。)に対する投資として運用することを目的とする信託であつて、この法律に基づき設定され、かつ、その受益権を分割して複数の者に取得させることを目的とするものをいう。

2 この法律において「委託者非指図型投資信託」とは、一個の信託約款に基づいて、受託者が複数の委託者との間に締結する信託契約により受け入れた金銭を、合同して、委託者の指図に基づかず主として特定資産に対する投資として運用(政令で定める者に運用に係る権限の一部を委託する場合における当該政令で定める者による運用を含む。)することを目的とする信託であつて、この法律に基づき設定されるものをいう。

3 この法律において「投資信託」とは、委託者指図型投資信託及び委託者非指図型投資信託をいう。

11 この法律において「投資信託委託会社」とは、委託者指図型投資信託の委託者である金融商品取引業者(金融商品取引法第2条第9項に規定する金融商品取引業者(同法第28条第4項に規定する投資運用業を行う者に限り、信託会社を除く。))をいう。第208条第2項第2号を除き、以下同じ。)をいう。

23

Ⅲ－１ 現行法

(委託者指図型投資信託の委託者及び受託者)

第3条 委託者指図型投資信託契約(以下この章において「投資信託契約」という。)は、一の金融商品取引業者(次の各号に掲げる投資信託契約にあつては、当該各号に定める金融商品取引業者)を委託者とし、一の信託会社等(信託会社又は信託業務を営む金融機関(金融機関の信託業務の兼営等に関する法律(昭和18年法律第43号)第1条第1項の認可を受けた金融機関をいう。以下同じ。))をいう。次号、第223条の3第4項及び第249条を除き、以下同じ。)を受託者とするのでなければ、これを締結してはならない。

一 投資の対象とする資産に不動産(建物又は宅地建物取引業法(昭和27年法律第176号)第2条第1号に規定する宅地をいう。次号、第66条第3項第1号イ及びロ、第199条第1号及び第2号並びに第224条の2において同じ。))が含まれる投資信託契約 同法第3条第1項の免許を受けている金融商品取引業者

二 委託者指図型投資信託の信託財産(以下この章において「投資信託財産」という。)を主として不動産に対する投資として運用することを目的とする投資信託契約 宅地建物取引業法第50条の2第1項の認可を受けている金融商品取引業者

三 前2号に掲げるもののほか、政令で定める投資信託契約 政令で定める金融商品取引業者

24

Ⅲ－１ 現行法

(投資信託契約の締結) 第4条2項

14 委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合には、当該委託者がその運用の指図に係る権限を委託する者の商号又は名称(当該者が適格投資家向け投資運用業を行うことにつき金融商品取引法第29条の登録を受けた金融商品取引業者であるときは、その旨を含む。)及び所在の場所

15 前号の場合における委託に係る費用

(受益証券) 第6条6項

9 委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合には、当該委託者がその運用の指図に係る権限を委託する者の商号又は名称(当該者が適格投資家向け投資運用業を行うことにつき金融商品取引法第29条の登録を受けた金融商品取引業者であるときは、その旨を含む。)及び所在の場所

10 前号の場合における委託に係る費用

* なお、委託者非指図型投資信託についても、同様の規定が置かれている

25

Ⅲ－１ 現行法

(運用の指図に係る権限の委託)

第12条 投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、第2条第1項に規定する政令で定める者その他の者に対し、委託してはならない。

2 投資信託委託会社^がその運用の指図を行う特定の投資信託財産について、当該指図に係る権限の全部又は一部を委託した場合における前3条の規定の適用については、これらの規定中「投資信託委託会社」とあるのは、「投資信託委託会社(当該投資信託委託会社からその運用の指図に係る権限の全部又は一部の委託を受けた第2条第1項に規定する政令で定める者を含む。)」とする。

26

Ⅲ－１ 現行法

(委託者非指図型投資信託の受託者等)

第47条 委託者非指図型投資信託契約(以下この章において「投資信託契約」という。)は、一の信託会社等(信託会社(信託業法(平成16年法律第154号)第3条又は第53条第1項の免許を受けたものに限る。)又は信託業務を営む金融機関をいう。以下この章、第223条の3第4項及び第249条において同じ。)を受託者とするのでなければ、これを締結してはならない。

(有価証券投資を目的とする委託者非指図型投資信託の禁止)

第48条 信託会社等は、委託者非指図型投資信託の信託財産(以下この章において「投資信託財産」という。)を主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする投資信託契約を締結してはならない。

(運用に係る権限の委託)

第55条 信託会社等は、その運用を行う特定の投資信託財産について、当該運用に係る権限の全部を、第2条第2項に規定する政令で定める者その他の者に対し、委託してはならない。

2 信託会社等がその運用を行う特定の投資信託財産について、当該運用に係る権限の一部を委託した場合における前条第1項において準用する第9条及び第11条の規定の適用については、これらの規定中「投資信託委託会社」とあるのは、「信託会社等(当該信託会社等からその運用に係る権限の一部の委託を受けた第2条第2項に規定する政令で定める者を含む。)」とする。

(信託会社等の責任)

第56条 信託会社等(当該信託会社等からその運用に係る権限の一部の委託を受けた第2条第2項に規定する政令で定める者を含む。)がその任務を怠つたことにより運用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、その信託会社等は、当該受益者に対して連帯して損害を賠償する責任を負う。

27

Ⅲ－１ 現行法

▶ 投資法人

投資信託及び投資法人に関する法律

(定義)

第2条

12 この法律において「投資法人」とは、資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として、この法律に基づき設立された社団をいう。

13 この法律において「登録投資法人」とは、第187条の登録を受けた投資法人をいう。

21 この法律において「資産運用会社」とは、登録投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者をいう。

22 この法律において「資産保管会社」とは、登録投資法人の委託を受けてその資産の保管に係る業務を行う法人をいう。

23 この法律において「一般事務受託者」とは、投資法人の委託を受けてその資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務を行う者をいう。

28

Ⅲ－１ 現行法

（規約の記載又は記録事項等）

第67条 1項 投資法人の規約には、次に掲げる事項を記載し、又は記録しなければならない。

- 1 目的
- 2 商号
- 6 投資法人が常時保持する最低限度の純資産額
- 7 資産運用の対象及び方針
- 8 資産評価の方法、基準及び基準日
- 9 金銭の分配の方針
- 13 資産運用会社に対する資産運用報酬の額又は資産運用報酬の支払に関する基準
- 14 成立時の一般事務受託者、資産運用会社及び資産保管会社となるべき者の氏名又は名称及び住所並びにこれらの者と締結すべき契約の概要

29

Ⅲ－１ 現行法

（登録の申請）

第188条 1項 前条の登録を受けようとする投資法人は、次に掲げる事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。

- 3 資産運用会社の名称及び住所
 - 4 資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約の概要
 - 5 資産保管会社の名称及び住所
- 2項 前項の登録申請書には、当該投資法人に係る次に掲げる書類を添付しなければならない。
- 1 前項第1号に掲げる事項が当該投資法人の設立に当たり第69条第2項の規定により提出された規約の記載と異なるときは、その旨及びその理由を記載した書面
 - 3 資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約書の写し
 - 4 その他内閣府令で定める書類

30

Ⅲ－１ 現行法

（事務の委託）

第117条 投資法人は、その資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務であつて次に掲げるものについて、内閣府令で定めるところにより、他の者に委託して行わせなければならない。

- 1 発行する投資口及び投資法人債を引き受ける者の募集並びに新投資口予約権無償割当てに関する事務
- 2 投資主名簿、新投資口予約権原簿及び投資法人債原簿の作成及び備置きその他の投資主名簿、新投資口予約権原簿及び投資法人債原簿に関する事務
- 3 投資証券、新投資口予約権証券及び投資法人債券（以下「投資証券等」という。）の発行に関する事務
- 4 機関の運営に関する事務
- 5 計算に関する事務
- 6 前各号に掲げるもののほか、内閣府令で定める事務

31

Ⅲ－１ 現行法

（事務の委託を受けた者の義務）

第118条 投資法人から前条各号に掲げる事務の委託を受けた一般事務受託者は、当該投資法人のため忠実にその事務を行わなければならない。

2 投資法人から前条各号に掲げる事務の委託を受けた一般事務受託者は、当該投資法人に対し、善良な管理者の注意をもつてその事務を行わなければならない。

（一般事務受託者の責任）

第119条 一般事務受託者は、その任務を怠つたときは、投資法人に対し、連帯して、これによつて生じた損害を賠償する責任を負う。

2 一般事務受託者が投資法人に生じた損害を賠償する責任を負う場合において、執行役員、監督役員、清算執行人、清算監督人又は会計監査人も当該損害を賠償する責任を負うときは、その一般事務受託者、執行役員、監督役員、清算執行人、清算監督人及び会計監査人は、連帯債務者とする。

3 第115条の6第2項の規定は第1項の責任について、会社法第7編第2章第2節（第847条第2項、第847条の2、第847条の3、第849条第2項、第3項第2号及び第3号並びに第6項から第11項まで、第849条の2、第851条第1項第1号及び第2項並びに第853条第1項第2号及び第3号を除く。）の規定は一般事務受託者の責任を追及する訴えについて、それぞれ準用する。【以下、省略】

32

Ⅲ－１ 現行法

●金融庁証券局監督課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和6年2月)」<
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>>

Ⅵ－２ 業務の適切性(投資運用業)

Ⅵ－２－２ 投資－任業に係る業務の適切性

Ⅵ－２－２－１ 業務執行態勢

(1)運用財産の運用・管理

投資－任業者が運用財産の運用及びその管理を適切に行っているかどうかについて、以下のような点に留意して検証することとする。なお、以下の点については、その行う業務の内容、規模等を踏まえた上で総合的に判断する必要があり、評価項目の一部を充足していないことのみをもって、直ちに不適切とするものではない。

①～③〔省略〕

④ 金商法第42条の3の規定により権利者(金商法第42条第1項に規定する権利者をいう。以下同じ。)のための運用を行う権限の全部又は一部を他の者に委託する場合(当該他の者が委託された権限の一部を再委託する場合を含む。)に、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。また、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。さらに、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。

⑤ 発注先や業務委託先等の選定に関し、当該者に係る取引執行能力、法令等遵守状況、信用リスク及び取引コスト等に関する事項が、勘案すべき事項として適切に定められているか。

33

Ⅲ－１ 現行法

Ⅵ－２－３ 投資信託委託業等に係る業務の適切性

Ⅵ－２－３－５ ESG考慮に関する留意事項

(3)開示

⑥ 外部委託

ESG投信の運用を外部委託する場合、外部委託先に対する適切なデューデリジェンスや運用状況の確認を行い、交付目論見書や交付運用報告書に外部委託運用の②～⑤(②投資戦略、③ポートフォリオ構成、④参照指数、⑤定期開示＝報告者注)の内容を反映した開示がなされているか。また、これらの開示が困難な場合には、その理由を説明しているか。

(4)態勢整備等

① 組織体制

ESGに関連するデータやITインフラの整備、人材の確保等、投資戦略に沿った運用を適切に実施し、実施状況を継続的にモニタリングするためのリソースを確保しているか。

運用を外部委託する場合には、上記のリソースの状況を把握する等、外部委託先に対するデューデリジェンスや(3)②～⑤の内容の確認を行うための体制を整備しているか((3)②投資戦略、③ポートフォリオ構成、④参照指数、⑤定期開示＝報告者注)。

(Ⅱ 34)

Ⅲ－１ 現行法

Ⅵ－２－６－３ 不動産関連ファンド運用業者の業務に係る評価項目

(5)④ 外部委託管理態勢

不動産関連ファンド運用業者は、当該ファンドから投資運用の一任を受けながら、ER業者、鑑定業者、信託銀行、プロパティ・マネジメント業者、ビル・マネジメント業者等、様々な業者に業務の一部を外部委託している。よって、運用業者が忠実義務等を果たすためには、当該外部委託先に対する適切な監督は必要不可欠である。その監督に実効性を持たせるためには、外部委託先の選定基準を含めた各種規程・基準を策定したうえで、外部委託先から直接又は信託銀行等を経由して受ける各種報告を充実させ、実効性あるモニタリングを定期的を実施すること等により、適切な外部委託管理態勢を構築する必要がある。なお、運用業者と委託先との役割分担の明確化が適切な外部委託管理態勢の前提であることに留意する。

35

Ⅲ－１ 現行法

Ⅵ－３ 諸手続(投資運用業)

Ⅵ－３－１－１ 投資運用業

(3) 金商業等府令第9条第1号の書類(業務に係る人的構成及び組織等業務執行体制を記載した書面)の記載事項

① 投資運用業の開始時における役職員の構成(役員については、各人ごとに運用の指図又は運用を行う資産に関する知識及び経験の記載を含む。)、組織図及び各組織が担当する業務の概略

② 資産の運用に係る業務運営体制

イ. 資産の運用に係る投資方針の決定を行う社内組織に関する事項

ロ. 資産の運用を行う部門における運用体制

ハ. 運用を外部委託(再委託する場合を含む。)する場合には、外部委託先の選定及び外部委託先との資産の運用に関する事務連絡体制に関する事項

36

Ⅲ－１ 現行法

Ⅵ－３－１－１ 投資運用業(つづき)

③ 資産の運用を行う者の知識及び経験

資産の運用を行う者について、各人ごとに運用を行う資産に係る知識及び経験が記載されていること。

④ コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験

コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験が記載されていること。

⑤ 資産の運用その他に関する内部検査等の社内管理体制

運用の指図(外部委託する場合にあっては当該外部委託先の運用の指図又は運用を含む。)その他各部門に関する内部検査等を担当する部門及び各事務処理体制等細則に関する事項

[以下、省略]

37

Ⅲ－２ 改正法案

●市場制度WG・資産運用TF報告書7頁

「我が国においてもファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、そうした機能を利用した新規の特色あるアセットマネージャーの増加につながることが考えられる。さらに、資産運用と資産管理といった機能を分別して、専門性の高い業者に資産運用機能を委ねることは、委託先についての必要なモニタリングとガバナンスが機能することを前提に、全体の効率性が高まることが期待される。

また、運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負っており、その運用状況について必要なモニタリングを行わなければならない。これに加え、投資運用業者は、投資家に対し運用を外部委託することについて委託先の運用業者名も含め、あらかじめ契約や信託約款を通じて周知することが求められている。これらの規定を踏まえれば、投資運用業としてファンド運営機能に特化した業務を行うことは許容されるものと考えられる。したがって、運用指図権限の全部委託を禁止する規定の見直しを行うことが適当である。」

38

Ⅲ－２ 改正法案

➤ 運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

【現行金商法42条の3】

(運用権限の委託)

1 金融商品取引業者等は、次に掲げる契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限り、権利者のため運用を行う権限の全部又は一部を他の金融商品取引業者等(投資運用業を行う者に限る。)その他の政令で定める者に委託することができる。

一 第2条第8項第12号イ又はロに掲げる契約

二 第2条第8項第14号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利に係る契約

三 第2条第8項第15号イからハマまでに掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利に係る契約その他の法律行為

2 金融商品取引業者等は、前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない。

3 金融商品取引業者等が第1項の規定により委託をした場合における第42条第1項の規定の適用については、同項中「金融商品取引業者等」とあるのは、「金融商品取引業者等(当該金融商品取引業者等から第42条の3第1項の規定により委託を受けた同項に規定する政令で定める者を含む。次項及び次条において同じ。)」とする。

39

Ⅲ－２ 改正法案

➤ 運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

【現行金商法42条の3】

(運用権限の委託)

1 金融商品取引業者等は、次に掲げる契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限り、権利者のため運用を行う権限の全部又は一部を他の金融商品取引業者等(投資運用業を行う者に限る。)その他の政令で定める者に委託することができる。

【以下、略】

●金融商品取引法施行令16条の12

「政令で定める者」

① 他の金融商品取引業者等(投資運用業者に限る)

② 外国法令に準拠して設立された法人で外国で投資運用業を行う者

40

Ⅲ－２ 改正法案

【参考】 金融商品取引業から除外される行為

- ① 二層型商品ファンドスキームにおける1つの法人への全部出資に係る投資運用行為（金商法施行令第1条の8の6第1項3号）
- ② 集団投資スキームのうち投資一任契約により運用権限の全部を投資運用業登録業者に委託して所用の届出をしている場合における自己運用行為（定義府令16条1項10号）
- ③ 集団投資スキームのうち二重構造不動産ファンド（子ファンド）で親ファンド運営者（匿名組合営業者であって投資運用業登録業者、特例業務届出者または特例投資運用業務を行う者）が所用の届出をしている場合における自己運用行為（定義府令16条1項11号）

二層型商品ファンドスキームにおける1つの法人に運用財産の全部を出資する投資運用行為や、運用権限の全部をアウトソースしているファンドについては、そもそも自己運用行為は金融商品取引業に該当しないものとされる

41

Ⅲ－２ 改正法案

➤ 運用（投資実行）権限の全部委託を可能とする

ファンドの運営の企画・立案と投資実行との分離

投資運用業者が、ファンドの運営機能（企画・立案）に特化し、様々な運用業者へ運用（投資実行）を委託できるよう、運用（投資実行）権限の全部委託を可能とする【改正金商法第42条の3第2項、改正投信法第12条等】

運用（投資実行）権限を委託する場合には、委託元（ファンドの企画・立案をする投資運用業者）が運用の対象や方針を決定し、委託先を管理することを義務付け【改正金商法第42条の3第2項】

42

Ⅲ－２ 改正法案

＞ 運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

【現行金商法42条の3】

(運用権限の委託)

1 金融商品取引業者等は、次に掲げる契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限り、権利者のため運用を行う権限の全部又は一部を他の金融商品取引業者等(投資運用業を行う者に限る。)その他の政令で定める者に委託することができる。

一 第2条第8項第12号イ又はロに掲げる契約

二 第2条第8項第14号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利に係る契約

三 第2条第8項第15号イからハまでに掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利に係る契約その他の法律行為

2 金融商品取引業者等は、前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない。

3 金融商品取引業者等が第1項の規定により委託をした場合における第42条第1項の規定の適用については、同項中「金融商品取引業者等」とあるのは、「金融商品取引業者等(当該金融商品取引業者等から第42条の3第1項の規定により委託を受けた同項に規定する政令で定める者を含む。次項及び次条において同じ。)」とする。

金商法改正法案 42条の3第2項

2 金融商品取引業者等は、前項の規定により委託をする場合においては、当該委託を受ける者に対し、運用の対象及び方針を示し、かつ、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じなければならない。

43

Ⅲ－２ 改正法案

* 運用(投資実行)権限の全部委託を可能にする法改正案

令和6年3月15日提出 金商法改正法案42条の3第2項

(運用権限の委託)

1 金融商品取引業者等は、次に掲げる契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限り、権利者のため運用を行う権限の全部又は一部を他の金融商品取引業者等(投資運用業を行う者に限る。)その他の政令で定める者に委託することができる。

一 第2条第8項第12号イ又はロに掲げる契約

二 第2条第8項第14号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利に係る契約

三 第2条第8項第15号イからハまでに掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利に係る契約その他の法律行為

2 金融商品取引業者等は、前項の規定により委託をする場合においては、当該委託を受ける者に対し、運用の対象及び方針を示し、かつ、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じなければならない。

3 金融商品取引業者等が第1項の規定により委託をした場合における第42条第1項の規定の適用については、同項中「金融商品取引業者等」とあるのは、「金融商品取引業者等(当該金融商品取引業者等から第42条の3第1項の規定により委託を受けた同項に規定する政令で定める者を含む。次項及び次条において同じ。)」とする。

44

Ⅲ－3 解釈上の論点

▶ 運用権限の委託に係る規制

1. 契約その他の法律行為において内閣府令で定める事項の定めがある場合に限る

* 内閣府令の定め(金商業等府令131条)

- ①運用権限の委託をする旨およびその委託先の商号・名称、②委託の概要、③委託に係る報酬
2. 「権利者のため運用を行う権限の全部又は一部の委託」
3. 運用対象および方針の策定と委託先に対するその提示
4. 内閣府令の定めに従い、運用状況の管理その他の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じる

45

Ⅲ－3 解釈上の論点

条文書の規定ぶりからすると、運用権限の委託には、「運用対象および方針の策定」は含まれない

「運用対象および方針の策定」は、委託することができない委託元に固有の権限

WG・TF報告書は、ファンド運営機能への特化のために運用権限の全部の外部委託を認めるべきとする

運用に係る権限のうち、委託することができない権限はほかにあるか？

資産運用業者として、委託することができない固有の業務・権限

①ポートフォリオの策定・管理

②リスク管理—業務委託に係るリスク管理を含む

③外部委託する場合には、委託の対象および委託先の選定・監督等に係る基準の策定と実施

反対に、委託できる「運用を行う権限」の範囲は何か？⇒Ⅳ－3で検討

委託先は権利者に対し、どのような義務・責任を負うか？

—権利者に対する忠実義務・善管注意義務・分別管理義務・金銭等の預託の受入れ等の禁止(金商法42条の3第3項)

46

Ⅲ－３ 解釈上の論点

➤ 委託元と委託先の顧客および第三者に対する責任、委託元と委託先の責任分担に係る規律
市場制度WG・資産運用TF報告書7頁によれば、「運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負って」とされる

「外部委託先の運用に関する責任」とは何か？

運用権限の全部を外部委託した場合において、外部委託先が運用に関し権利者または第三者に対して責任を負った場合には、委託元である投資運用業者は、選任・監督責任を負えば足りるのか、それとも、当該投資運用業者自身もその責任を負うのか？

47

Ⅲ－３ 解釈上の論点

➤ 委託元と委託先の権利者に対する責任、委託元と委託先の責任分担に係る規律

運用権限の委託の要件を満たす場合には、その権限を行使するかどうか、行使する場合にはそれを行使すること自体が、委託元である投資運用業者の運用に係る業務になると解される

運用権限の委託ができる場合には、適法な委託であれば、権利者との関係では、選任監督責任が生じるだけであって、委託先に裁量権があるのであるから、履行補助者（狭義）の場合のように履行補助者の行為の結果について当然に責任を負わなければならないわけではないのではないか？

➤ 委託元と委託先の第三者に対する責任、委託元と委託先の責任分担に係る規律

第三者と委託先との法律関係による

不法行為責任については、委託元の使用者責任の適用が問題になり得る

48

IV 事務の外部委託に係る規制

1. 現行法
2. 改正法案
3. 解釈上の論点

49

IV-1 現行法

●金融庁証券局監督課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和6年2月)」<
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>>

Ⅲ-2 業務の適切性(共通編)

Ⅲ-2-4 顧客等に関する情報管理態勢(1)

④ 顧客等に関する情報の取扱いを委託(注)する場合は、以下の措置を講じているか。

(注)「委託」とは、契約の形態や種類を問わず、金融商品取引業者が他の者に顧客等に関する情報の取扱いの全部又は一部を行わせることを内容とする契約の一切を含む。

イ. 外部委託先の管理について、責任部署を明確化し、外部委託先における業務の実施状況を定期的又は必要に応じてモニタリングする等、外部委託先において顧客等に関する情報管理が適切に行われていることを確認しているか。

ロ. 外部委託先において漏えい事故等が発生した場合に、適切な対応がなされ、速やかに委託元に報告される体制になっていることを確認しているか。

50

IV－1 現行法

●金融庁証券局監督課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和6年2月)」<
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>>

Ⅲ－2－4 顧客等に関する情報管理態勢(1)(つづき)

ハ. 外部委託先による顧客等に関する情報へのアクセス権限について、委託業務の内容に応じて必要な範囲内に制限しているか。

その上で、外部委託先においてアクセス権限が付与される従業員及びその権限の範囲が特定されていることを確認しているか。

更に、アクセス権限を付与された本人以外が当該権限を使用すること等を防止するため、外部委託先において定期的又は随時に、利用状況の確認(権限が付与された本人と実際の利用者との突号を含む。)が行われている等、アクセス管理の徹底が図られていることを確認しているか。

二. 二段階以上の委託が行われた場合には、外部委託先が再委託先等の事業者に対して十分な監督を行っているかについて確認しているか。また、必要に応じ、再委託先等の事業者に対して自社による直接の監督を行っているか。

51

IV－1 現行法

●金融庁証券局監督課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和6年2月)」<
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>>

Ⅲ－2－7 事務リスク管理態勢

「(2)事務の外部委託について

金融商品取引業者は事務の外部委託を行う場合でも、当該委託事務に係る最終的な責任を免れるものではないことから、顧客保護及び経営の健全性を確保するため、金融商品取引業者の業容に応じて、例えば以下の点に留意する必要がある。なお、以下の点はあくまで一般的な着眼点であり、委託事務の内容等に応じ、追加的に検証を必要とする場合があることに留意する。

① 主な着眼点

イ. 外部委託の対象とする事務や外部委託先の選定に関する方針・手続が明確に定められているか。

ロ. 外部委託している事務のリスク管理が十分に行えるような態勢を構築しているか。

52

IV－1 現行法

Ⅲ－2－7 (2)①(つづき)

ハ. 外部委託を行うことによって、検査や報告、記録の提出等監督当局に対する義務の履行等を妨げないような措置が講じられているか。

ニ. 委託契約によっても金融商品取引業者と顧客との間の権利義務関係に変更がなく、当該金融商品取引業者が事務を行ったのと同様の権利が確保されていることが明らかか。

ホ. 委託事務に関して契約どおりサービスの提供が受けられないときに、金融商品取引業者において顧客利便に支障が生じることを未然に防止するための態勢整備が行われているか。

ヘ. 委託事務に係る苦情等について、顧客から金融商品取引業者への直接の連絡窓口を設けるなど適切な苦情相談体制が整備されているか。

53

IV－1 現行法

Ⅲ－2－7 事務リスク管理態勢

(3)監督手法・対応

日常の監督事務や、事故届出等を通じて把握された金融商品取引業者の事務リスク管理態勢ないし事務の外部委託管理態勢に係る課題については、金融商品取引業者又はその業務委託先に対し深度あるヒアリングを行うことや、必要に応じて金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な改善状況を把握することとする。また、公益又は投資者保護の観点から重大な問題があると認められる場合には、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令を発出する等の対応を行うものとする。更に、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする。

54

IV-1 現行法

VI-2-7 適格投資家向け投資運用業に関する特に留意すべき事項

VI-2-7-1 業務執行態勢に関する留意事項

(2)コンプライアンス業務を外部委託している場合の留意事項

適格投資家向け投資運用業者が、コンプライアンス業務を外部委託している場合には、例えば以下の点に留意する必要がある。

なお、以下の点はいくまで一般的な着眼点であり、適格投資家向け投資運用業の業務の状況に照らし、追加的な検証を必要とする場合があることに留意する。

- ① 委託先の選定に関する方針・手続が明確に定められているか。
- ② 国内外のグループ法人にコンプライアンス業務を委託する場合には、当該法人のコンプライアンス機能の具備状況や委託業務の執行状況等からみて、適格投資家向け投資運用業者のコンプライアンスに関する体制が構築されていると評価できるか。

55

IV-1 現行法

VI-2-7-1 業務執行態勢に関する留意事項(つづき)

③ 弁護士又は弁護士法人その他これに準ずる者(以下この③及びVI-3-1-2において「弁護士等」という。)にコンプライアンス業務を委託する場合には、以下の点に留意しているか。

イ. 業務を委託している弁護士等は、金融商品取引業に関し法令等を遵守するために必要な指導等を適正に遂行することができるかと認められる者であるか。

ロ. 当該弁護士等との間で締結している委託契約において、次に掲げる事項について規定しているか。

- a. 法令等遵守の観点から業務実態の把握及び検証
- b. コンプライアンス・マニュアルの作成・管理や、コンプライアンス研修の定期的な実施
- c. コンプライアンスに関する報告書の定期的な作成、保管、委託者への提供
- d. 委託者と委託先との連絡体制(トラブル発生時の対応を含む。)
- e. aからdまでに掲げる事項のほか適格投資家向け投資運用業に係るコンプライアンス業務に必要な事項

56

IV-1 現行法

VI-3-1-1 投資運用業

④ コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験

コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験が記載されていること。

⑤ 資産の運用その他に関する内部検査等の社内管理体制

運用の指図(外部委託する場合にあっては当該外部委託先の運用の指図又は運用を含む。)その他各部門に関する内部検査等を担当する部門及び各事務処理体制等細則に関する事項

⑥ 法人関係情報の管理体制

イ. 管理責任者が社内規則等において定められており、当該者の記載があること。

ロ. 管理体制が社内規則等において定められており、当該規則が十分に機能する体制となっていること。

⑦ 投資信託財産の運用を行う場合にあっては、投資信託財産の計算の事務を行う者の当該事務に関する知識及び経験

イ. 投資信託財産の計算の事務を行う者について、各人ごとに当該事務に関する知識及び経験が記載されていること。

ロ. 投資信託財産の計算事務を第三者に委託して行う場合にあっては、当該第三者の当該事務に関する知識及び経験が記載されていること。

57

IV-1 現行法

VI-3-1-2 適格投資家向け投資運用業

(4) 業務の内容及び方法を記載した書類

業務の内容及び方法を記載した書類の記載事項は、VI-3-1-1(2)に準ずるものとする。

ただし、「④業務執行の方法」については、運用財産の管理に関する事項として、全ての運用財産の総額の管理等に関する事項を含めて記載されていることを確認するほか、全ての運用財産に係る権利者の管理等に関する事項が記載されていることを確認するものとし、「⑤業務分掌の方法」については、投資運用業者の組織に関する事項として、コンプライアンスなど業務の外部委託に関する事項(委託先の商号、名称又は氏名を含む。)が記載されていることを確認するものとする。

58

IV-1 現行法

VI-3-1-2 適格投資家向け投資運用業

(5)金商業等府令第9条第1号の書類(業務に係る人的構成及び組織等業務執行体制を記載した書面)の記載事項

「④コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験」について、コンプライアンス業務を国内外のグループ法人や弁護士等に外部委託する場合には、次に掲げる事項が記載されているか確認するものとする。

イ. 委託先の商号、名称又は氏名

ロ. 委託先の住所又は所在地

ハ. 委託先が行っている業務の概要

ニ. 業務委託契約の概要

ホ. 委託者である適格投資家向け投資運用業者が行おうとする業務の状況に照らし、委託先のコンプライアンスに係る業務体制(担当者の知識及び経験を含む。)

59

IV-2 改正法案

●金融審議会市場制度ワーキング・グループ 資産運用タスク・フォース報告書(2023年12月12日)6頁<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/01.pdf>

「投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1)ファンド等の運營業務、2)運用業務、3)計算や法令遵守等に関する業務(いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」)があるが、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ことが指摘されている。

このため、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。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制(善管注意義務等)を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である。」

60

IV-2 改正法案

●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案(令和6年3月15日提出)

▶ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和

- 投資運用業者からミドル・バックオフィス業務(法令遵守、計算等)を受託する事業者の任意の登録制度を創設

行為規制(善管注意義務等)等を適用し、当局が直接モニタリング【改正金商法第66条の71等】

投資運用受託業務受託業者(登録を受けて投資運用受託業務を営む業者)に委託した場合には、投資運用業の登録要件を緩和(人的な体制の整備)【改正金商法第29条の4第1項第1号の2等】

- 投資運用業者が金銭等の預託を受けない場合は、資本金要件を引下げ(5000万円→例えば1000万円) [政令改正事項]

そのため、投資運用業の登録時に預託の有無の記載を義務付け【改正金商法第29条の2第1項第5号の2】

61

IV-2 改正法案

▶ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和

金融商品取引業者の登録申請の記載事項に関する第29条の2第1項に、つぎの2つの号を追加

- 5号の2 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あつては、その旨
- 12号 投資運用関係業務を委託する場合においては、その旨並びに委託先の商号、名称又は氏名及び当該委託先に委託する投資運用関係業務の内容その他内閣府令で定める事項

62

IV-2 改正法案

●金商法2条43項

この法律において「投資運用関係業務」とは、投資運用業等(投資運用業(第28条第4項に規定する投資運用業をいう。)、適格機関投資家等特例業務(第63条第2項に規定する適格機関投資家等特例業務をいい、同条第1項第2号に掲げる行為を行うものに限る。))又は海外投資家等特例業務(第63条の8第1項に規定する海外投資家等特例業務をいい、同項第1号に掲げる行為を行うものに限る。)をいう。第1号及び次項並びに第66条の80第2項において同じ。)に関して行う次に掲げる業務をいう。

- 1 運用対象財産(この法律の規定により投資運用業等を行うことができる者が第42条第1項に規定する権利者のため運用を行う金銭その他の財産をいう。)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に関する業務
- 2 法令等(法令、法令に基づく行政官庁の処分又は定款その他の規則をいう。)を遵守させるための指導に関する業務

63

IV-2 改正法案

●金商法2条

44項 この法律において「投資運用関係業務受託業」とは、この法律の規定により投資運用業等を行うことができる者の委託を受けて、当該委託をした者のために前項各号に掲げる業務のいずれかを業として行うことをいう。

45項 この法律において「投資運用関係業務受託業者」とは、第66条の71の規定により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう。

64

IV-2 改正法案

● 市場制度WG・資産運用TF報告書6頁

(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。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制(善管注意義務等)を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である。これにより、委託元である投資運用業者においては、投資家に対する忠実義務等を果たすために、委託先の管理を行うためのガバナンスは必要であるものの、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こととなる。また、新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門の委託先にアウトソースすることで、むしろ業務の質が高まる効果も期待される。ミドル・バックオフィス業務を専門に行う事業者が普及すれば、そうした業務を担う人材の育成にもつながるものと考えられる。

現状、ミドル・バックオフィス業務に関し様々な受託サービスの提供が行われており、こうしたサービスを提供する事業者に対して一律の参入規制を課すことは過度な規制となりえ、サービスの担い手がなくなるおそれもある。したがって、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、当局の登録を受けた事業者にこうしたサービスを委託すれば、投資運用業の参入要件を緩和する構成とすることが考えられる。」

65

IV-2 改正法案

第3章の5 投資運用関係業務受託業者

第1節総則

(登録)

第66条の71 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。

以下、タイトルのみ

(登録の申請)第66条の72

(登録簿への登録)第66条の73

(登録の拒否)第66条の74

(変更登録等)第66条の75

66

IV-2 改正法案

第2節業務

(誠実義務)

第66条の76 投資運用関係業務受託業者並びにその役員及び使用人は、委託者のため誠実かつ公正にその業務を遂行しなければならない。

(委託者に対する義務)

第66条の77 投資運用関係業務受託業者は、委託者のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

2 投資運用関係業務受託業者は、委託者に対し、善良な管理者の注意をもつてその業務を遂行しなければならない。

(業務管理体制の整備)

第66条の78 投資運用関係業務受託業者は、その行う投資運用関係業務受託業を適確に遂行するため、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備しなければならない。

67

IV-2 改正法案

第2節業務

(名義貸しの禁止)

第66条の79 投資運用関係業務受託業者は、自己の名義をもつて、他人に投資運用関係業務受託業を行わせてはならない。

(再委託の禁止)

第66条の80 投資運用関係業務受託業者は、他の者に投資運用関係業務(当該投資運用関係業務を行うことにつき第66条の71の登録又は第66条の75第4項の変更登録を受けているものに限る。次項において同じ。)を委託してはならない。ただし、内閣総理大臣の承認を受けたときは、この限りでない。

2 内閣総理大臣は、前項ただし書の承認の申請があつた場合には、投資運用関係業務の委託(二以上の段階にわたる委託を含む。)を行うことが承認申請者に当該投資運用関係業務を委託した者における投資運用業等の適確な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められるときに限り、承認しないものとする。

(記録の保存)

第66条の81 投資運用関係業務受託業者は、内閣府令で定めるところにより、投資運用関係業務受託業に関する記録を作成し、これを保存しなければならない。

68

IV-2 改正法案

第3節 監督

以下、タイトルのみ

- (事業報告書の提出) 第66条の82
- (廃業等の届出等) 第66条の83
- (業務改善命令) 第66条の84
- (監督上の処分) 第66条の85
- (監督処分の公告) 第66条の86
- (登録の抹消) 第66条の87
- (報告の徴取及び検査) 第66条の88
- (審問等) 第66条の89

69

IV-2 改正法案

第4節 雑則

- (職務代行者) 第66条の90
- (外国法人等に対するこの法律の規定の適用に当たつての技術的読替え等) 第66条の91
- (内閣府令への委任) 第66条の92
- (投資運用関係業務受託業者の自主的努力の尊重) 第66条の93

70

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

● 市場制度WG・資産運用TF報告書9頁

「現状、投資信託の基準価額は、日々、委託会社（資産運用会社）と受託会社（信託銀行）の双方で計算し、これを照合するといういわゆる二重計算を行っている。

二重計算は、相互牽制機能を通じ、基準価額の評価に関する公正性を高めることで、受益者保護に寄与してきた。他方、情報技術の進歩やグローバル競争の進展等、投資信託を巡る環境が大きく変化する中、二重計算は、我が国独自のビジネス慣行として、投資家への追加的なコストや参入障壁の要因となっているのではないかと指摘も存在している。」

「一者計算を行うための課題として、資産運用会社における業務フロー・システム変更等の対応が必要なほか、基準価額の計算過誤に関し、投資信託のマテリアリティポリシーの明確化も課題である。投資信託のマテリアリティポリシーとは、投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な（マテリアルな）場合に、基準価額の訂正を行うこととするものである。これにより、軽微な計算過誤の場合に遡及的に基準価額の訂正等を行うことによるコストが投資家全体に生じることを抑制し、また、過誤を訂正する適正な水準を確保することにつながるものと考えられている。」

71

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

● 投資信託のガバナンス懇談会「基準価額の算定についての考え方について」1頁（平成30年9月30日）<<https://www.toushin.or.jp/fileadmin/open/gyoumu/file/publiccomment/180920>>

「…委託会社と受託銀行とが基準価額の計算を日々二重に行い、計算結果を照合してきたことは、一種の牽制機能を通じ基準価額の評価に関する公正性を高めることでわが国の投資信託に対する信認を確保し、投資者に良質なサービスを提供することに寄与してきた。しかしながら、その法令上の根拠は必ずしも明確ではなく、このような不明確さが残されていることは、いわゆる「二重計算問題」として認識され、その法的根拠を明確にすることが重要との指摘がなされていた。

すなわち、このような慣行は、グローバルに見て、わが国独特のものであり、①計算の責任の所在を不明確にしているのではないかと、例えば、上場有価証券の場合とは異なり、流動性が必ずしも高くない有価証券の評価等について、両者の依拠する情報や作業が異なるような場合に、どちらが責任を持つと考えられるのか、②情報技術が急速に変化してきているなかで、投資者に対し追加的なコストが生じているのではないかと、③委託会社と受託銀行の双方に計算を求められていると認識されていることは、内外の新たな事業者に対しての参入障壁の一つになっているのではないかと、といった指摘である。」

72

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

●前掲「基準価額の算定についての考え方について」4頁

「金融商品取引法上、委託会社が事務の外部委託を行うことは容認されており、基準価額の計算事務を外部に委託することも禁止されていない。このような取り扱いは広く許容されており、実際の実務においても、現状、多くの委託会社がこの事務を外部に委託している。このことは、専門的なサービスが利用できることや、委託会社が計算事務を行うことに伴う利益相反を回避するなどの効果もあると考えられる。ただし、この事務を外部委託する場合でも、この委任事務に係る最終的な責任を免れるものではないことから、顧客保護及び経営の健全性を確保するため、業容に応じて、①外部委託の対象とする事務や外部委託先の選定に関する方針・手続きの明確化、②外部委託している事務のリスク管理が十分に行える態勢整備、③委託契約によっても委託会社と顧客との間の権利義務関係に変更がないよう顧客の権利を確保すること、などが要請されている。」

73

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

●前掲「基準価額の算定についての考え方について」6頁

「基準価額の算定については、これまで、日々、委託会社と受託会社の双方で計算し、両者で照合して確定する法令上の義務があるものと理解されてきたが、現行の法令等にそれを直接求める規定は存在しない。

しかしながら、委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また、投資信託法は「受益証券基準価額帳」の作成義務者や投資信託受益権の発行者を委託会社と規定していることなどから、発行者である委託会社が基準価額の算定に係る全体的な責任を負っていると考えられる。したがって、日々の基準価額をどのような態勢で算定するかについては、委託会社がその業務の実態に照らし、適切な態勢を構築するとともに、説明責任を負っていると考えられる。

また、受託会社は基準価額を自ら確定する義務を一般的に負うわけではないが、善管注意義務及び忠実義務の一環として、委託会社から独立した立場で、信託財産を適切に管理し、状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、一種の牽制機能を果たしていくことが求められていると考えられる。」

74

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

●前掲「基準価額の算定についての考え方について」7頁

「基準価額の算定プロセスに係る全体的な責任を委託会社が負うことを前提とした上で、基準価額の計算実務に習熟した専門的な主体が計算事務を担い、それが委託会社又は受託会社により公正かつ適切に監視される態勢を整備すること、委託会社と計算事務受託会社の間に独立当事者間の関係があるとは言えない場合で委託会社が計算事務受託会社に対する直接の監視主体となる場合などには受託会社は状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、適切な牽制機能を担保していくことが合理的であると考えられる。そうした前提の下で委託会社と受託会社がそれぞれの義務を果たしていくことが、グローバルな慣行にも沿っていると考えられる。」

75

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

●前掲「基準価額の算定についての考え方について」8頁

「わが国でも多くの委託会社では、委託会社における計算事務を外部に委託している。現状、委託会社の基準価額計算事務の外部委託先は、計算事務受託会社が担っている。委託会社は外部委託先の業務運営態勢等を厳格に審査のうえ選定し、その業務を継続的に監視する責任を負っている。

委託会社が、外部委託先にこの事務を委託する場合には、その実務運営態勢の適切性を定期的に監視することにより、公正性を確保することが期待されている。この点、投資法人制度においては、こうした計算事務をむしろ外部に委託することを義務付けているが、そこでは、投資法人の役員会による外部委託先の監視・監督がなされることが意識されていると考えられる。また、基準価額計算事務の公正性に係る投資者の信認を確保する観点から、投資信託協会が自主規制機関として、委託会社における外部委託先を選定する際の検討及び選定後の適切性の確認等について把握することが考えられる。」

76

IV-2 改正法案：投資信託の二重計算

●基準価額算出に係る実務者検討委員会「基準価額算出に係る実務者検討報告書」に係る一者計算の実施報告書」14頁（令和2年7月16日）＜
<https://www.toushin.or.jp/fileadmin/open/plan/file/topics>>

「外貨建て国内籍私募投信を対象に、受託銀行による一者計算が開始され、また、委託会社において、当該委託会社の全投資信託を対象に、一者計算に向かうための試験実施が行われている。さらに、計算会社による一者計算の継続検討のほか、海外本社仕様と同様の一者計算に向けたプロジェクトが進められている。委員会委員の委託会社、受託銀行において、各社の態様に合わせた一者計算への取り組みが行われており、そうした取組みから、法令解釈の明確化や実務商慣習の構築等、課題が提起された。」

77

IV-3 解釈上の論点

▶ 投資運用関係業務受託業の範囲と意義

- ① 運用対象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に関する業務
 - ② 法令等（法令、法令に基づく行政官庁の処分又は定款その他の規則をいう。）を遵守させるための指導に関する業務
- ①は計算業務、②はコンプライアンス業務を指すと思われる

なぜ、この2つの業務が挙げられているのか？

投資運用業者が委託することができないコアとなる業務はあるか⇒Ⅲ-3参照

投資運用関係受託業務以外の資産運用業者の事務のうち外部に委託できる業務はどのようなものか？

その中で、計算業務とコンプライアンス業務が投資運用関係受託業にされるのは、なぜか？

78

IV-3 解釈上の論点

【参考】 信託会社の信託事務の第三者委託に係る信託業法22条

信託会社が信託業務の一部を第三者に委託することができるための要件

- ① 委託先が信託行為において明らかにされていること
- ② 委託先が委託された信託業務を的確に遂行することができる者であること

【参照】 信託法28条における規律

受託者が、信託事務処理を第三者に委託することができるための要件

- ① 信託行為にその旨の定め、または委託ができる旨の定めがあること
- ② ①の定めがない場合において、第三者委託が信託の目的に照らして相当であると認められること
- ③ 信託行為に第三者委託の禁止の定めがある場合において、第三者委託が信託の目的に照らしてやむを得ない事由があると認められること

79

IV-3 解釈上の論点

【参考】 信託会社の信託事務の第三者委託に係る信託業法22条

信託会社が前ページの①および②の要件を満たすことなく、信託業務の一部を第三者に委託することができる例外的場合

- ① 信託財産の保存行為に係る業務(信託業法22条3項1号)
- ② 信託財産の性質を変えない範囲内において、その利用又は改良を目的とする業務(同条同項2号)
- ③ 委託者または受益者指図型信託においてその指図にのみ従って行為する旨の定めがある場合におけるその指図に基づいて行う行為(同条同項3号、信託業法施行規則29条1号)
- ④ 委託先が信託会社の指図にのみ従って行為する旨の定めがある場合におけるその指図に基づいて行う行為(信託業法22条3項3号、同規則29条2号)
- ⑤ 信託会社が行う業務の遂行にとって補助的な機能を有する行為(信託業法22条3項3号、同規則29条3号)

80

IV-3 解釈上の論点

●金融庁「信託会社等に関する総合的な監督指針(令和5年11月) <
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/shintaku/shintaku.pdf>>

- (1) (信託業)法第22条第3項第1号に規定する「信託財産の保存行為に係る業務」とは、信託財産の現状を維持するために必要な一切の行為をいう。
- (2) (信託業)法第22条第3項第2号に規定する「信託財産の性質を変えない範囲内において、その利用又は改良を目的とする業務」とは、物や権利の性質を変更しない範囲で、収益を図る行為(利用行為)又は利用価値若しくは交換価値を増加させる行為(改良行為)をいう。
- (3) (信託業)法第22条第3項第3号
 - ① 規則第29条第1号及び第2号に規定する「指図」の内容は、信託財産の管理又は処分の方法を受託者又は委託先の裁量を生じないように特定する必要がある。
 - ② 規則第29条第3号に規定する「信託会社が行う業務の遂行にとって補助的な機能を有する行為」とは、「定型的なサービス提供者がそのサービスを提供する行為」、「単純な事務を処理する行為」、「弁護士・会計士等が専門家として提供する行為」のように、信託会社から委託を受けた業務が、信託の目的、信託会社が行う業務の内容等に照らして、信託事務処理の手段である行為を補助するに過ぎないものをいう。

81

IV-3 解釈上の論点

●金融庁「信託会社等に関する総合的な監督指針(令和5年11月) <
<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/shintaku/shintaku.pdf>>

(注)例えば、以下のような行為が「信託会社が行う業務の遂行にとって補助的な機能を有する行為」に該当すると考えられる。

- イ. 運送会社が信託財産を運搬する行為
- ロ. 証券会社が有価証券を補助的に売買する行為
- ハ. 不動産会社が不動産を補助的に処分する行為
- ニ. 振替機関及び口座管理機関が社債等の振替に関する法律(平成13年法律第75号に規定する振替口座簿の記載又は記録(これに類似するものを含む。))をする行為
- ホ. 日本銀行又は証券保管振替機構が有価証券の預託を受ける行為
- ヘ. 弁護士が訴訟の委託を受ける行為

計算業務とコンプライアンス業務は、投資運用業者が委託することができる業務のうち、委託することにより追加的なリスクが生じ得る重要な業務と解されるからではないか？

82

IV-3 解釈上の論点

▶ 投資運用関係業務受託業について、任意の登録制が採用されていることの意義と解釈上の論点

任意の登録を行うことの利害得失

- 委託元にとって
- 投資運用関係業務受託者にとって
- その他の利害関係者にとって

▶ 投資運用関係業務受託業者の法的義務

委託者に対し、誠実公正義務・忠実義務・善管注意義務を負う

委託者の顧客である権利者に対し、これらの義務を負うものではない

権利者は、委託先に対し、どのような法的救済を受けることができるか？

83

IV-3 解釈上の論点

▶ 投資運用関係業務受託業者の法的義務

委託元に対し、誠実公正義務・忠実義務・善管注意義務を負う

委託元の顧客である権利者に対し、これらの義務を負うものではない

【参照】 旧信託法26条3項は、委託先は委託元の受託者と同一の責任を負うと規定

現行信託法では、この規定は削除され、承継されなかった

選任・監督責任に限定されるか、その場合の立証責任は？

【参照】 信託業法23条1項は、委託先が受託業務について受益者に加えた損害の賠償責任を信託会社に課した上で、選任監督に注意義務違反がないことを立証すれば信託会社の責任を否定する(選任監督義務に係る立証責任を信託会社に転換している)

委託元の権利者は、投資運用関係業務受託業者の善管注意義務違反等について、どのような法的主張をすることができるか？

84

IV-3 解釈上の論点

▶ 委託元の資産運用業者の義務・責任

投資運用関係業務受託者に対する委託が制度化された以上、原則として、委託元の責任は、委託先である投資運用関係業務受託者の選任・監督責任に限定されるという解釈になるとと思われる

【参照】 改正法案金商法29条の4第1項1号の2ただし書き

「ただし、登録申請者が投資運用関係業務を投資運用関係業務受託業者（当該投資運用関係業務を行うことにつき第66条の71の登録又は第66条の75第4項の変更登録を受けている者に限る。）に委託する場合における当該投資運用関係業務については、その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。」

投資運用関係業務を委託している場合において、投資運用関係業務受託業者が行った違法行為は、そのまま委託元の違法行為として認識されるとの解釈もあり得るか？

▶ 投資運用関係業務受託者の第三者に対する民事法上の義務・責任についてはどうか？

委託先と第三者との間の契約上の法律関係については、当該契約に係る規律による

委託先の第三者に対する不法行為責任については、委託元に使用者責任が生じる可能性がある

85

V 参入規制

1. 原則

2. 例外

(1) 概観

(2) 例外①—適格機関投資家等特例業務（「プロ向けファンド」）

(3) 例外②—海外投資家等特例業務

(4) 例外③—適格投資家向け投資運用業務（「プロ向け投資運用業」）

3. 改正法案

4. 若干の論点

86

V-1 原則

- 投資運用業の種別による登録(金商法29条の2第1項5号)
 - 組織形態として株式会社要件
 - 最低資本金・純財産要件(5,000万円)
 - 人的構成要件・業務遂行体制要件
 - 国内営業所・事務所設置要件
 - 主要株主要件
 - * 投資運用業は、第一種金融商品取引業と並び、第二種金融商品取引業や投資助言・代理業に比べて厳格な登録要件
 - * もっとも、投資運用業者については、自己資本要件と商号要件が不要
- ←投資運用業は、顧客に代わって資産を運用することにより国民の資産形成に直接関与する存在であることなどから、その健全な業務運営の必要性が高いため(松尾直彦『金融商品取引法〔第7版〕』421頁)

87

V-1 原則

- 登録拒否事由(金商法29条の4第4号)
- 4号 第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合にあっては、次のいずれかに該当する者
- イ 資本金の額又は出資の総額が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額に満たない法人
 - ロ 国内に営業所又は事務所を有しない法人
 - ハ 外国法人であつて国内における代表者(当該外国法人が第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行うため国内に設ける全ての営業所又は事務所の業務を担当するものに限る。)を定めていない者
 - ニ 協会(認可金融商品取引業協会又は第78条第2項に規定する認定金融商品取引業協会をいい、登録申請者が行おうとする業務を行う者を主要な協会員又は会員とするものに限る。以下この号及び第33条の5第1項第4号において同じ。)に加入しない者であつて、協会の定款その他の規則(有価証券の売買その他の取引若しくは第33条第3項に規定するデリバティブ取引等を公正かつ円滑にすること又は投資者の保護に関するものに限る。)に準ずる内容の社内規則(当該者又はその役員若しくは使用人が遵守すべき規則をいう。)を作成していないもの又は当該社内規則を遵守するための体制を整備していないもの

88

V-1 原則

●登録拒否事由(金商法29条の4第4号)(つづき)

五 第一種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合にあつては、次のいずれかに該当する者

イ 株式会社(取締役会及び監査役、監査等委員会又は指名委員会等(会社法第2条第12号に規定する指名委員会等をいう。以下同じ。)を置くものに限る。)又は外国の法令に準拠して設立された取締役会設置会社と同種類の法人(第一種金融商品取引業を行おうとする場合にあつては、当該外国の法令に準拠し、当該外国において第一種金融商品取引業と同種類の業務を行っている者(これに類するものとして政令で定める者を含む。)に限る。)でない者

ロ 純財産額(内閣府令で定めるところにより、資産の合計金額から負債の合計金額を控除して算出した額をいう。)が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額に満たない者

ハ 他に行っている事業が第35条第1項に規定する業務及び同条第2項各号に掲げる業務のいずれにも該当せず、かつ、当該事業に係る損失の危険の管理が困難であるために投資者保護に支障を生ずると認められる者

ニ 個人である主要株主(登録申請者が持株会社の子会社であるときは、当該持株会社の主要株主を含む。ホ及びヘにおいて同じ。)のうちに次のいずれかに該当する者のある法人(外国法人を除く。)

(1) 心身の故障により株主の権利を適切に行使することができない者として内閣府令で定める者(心身の故障により株主の権利を行使することについて代理人を置く者にあつては、当該代理人が当該内閣府令で定める者又は第2号ロからリまでのいずれかに該当する者であるものに限る。)

(2) 第2号ロからリまでのいずれかに該当する者

89

V-1 原則

●登録拒否事由(金商法29条の4第4号)(つづき)

ホ 法人である主要株主のうちに次のいずれかに該当する者のある法人(外国法人を除く。)

(1) 第一号イ又はロに該当する者

(2) 第一号ハに規定する法律の規定又はこれらに相当する外国の法令の規定に違反し、罰金の刑(これに相当する外国の法令による刑を含む。)に処せられ、その刑の執行を終わり、又はその刑の執行を受けることがなくなった日から五年を経過しない者

(3) 法人を代表する役員のうち次のいずれかに該当する者のある者

(イ) 心身の故障により株主の権利を適切に行使することができない者として内閣府令で定める者

(ロ) 第二号ロからリまでのいずれかに該当する者

ヘ 主要株主に準ずる者が金融商品取引業の健全かつ適切な運営に支障を及ぼすおそれがない者であることについて、外国の当局(第189条第1項に規定する外国金融商品取引規制当局その他政令で定める外国の法令を執行する当局をいう。)による確認が行われていない外国法人

90

V-1 原則：現行の監督指針

VI-1 経営管理(投資運用業)

VI-1-2 金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成等

(1) 主な着眼点

VI-3-1に規定する事項に照らし、金融商品取引業(投資運用業に限る。VIにおいて同じ。)を適確に遂行するに足りる人的構成が確保されていると認められるか、また、金融商品取引業を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められるか。

(2) 監督手法・対応

VI-3-1に規定する事項は、金融商品取引業者が金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者等と認められるか否かを審査するために総合的に勘案する要素の一部であり、特定の要素への該当をもって直ちにその人的構成の適否等を判断するものではない。まずは金融商品取引業者自身がその責任において、こうした要素を踏まえつつ、適切な人的構成等の確保に努めるべきである。ただし、金融商品取引業者の役員又は使用人の選任プロセス等において、こうした要素が十分に勘案されていないと認められる場合であって、金融商品取引業者の業務の運営に関し公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、当該人的構成等に関する金融商品取引業者の認識、及び役員又は使用人の選任プロセス等について深度あるヒアリングを行い、必要な場合には金商法第56条の2第1項の規定に基づき報告を求めるものとする。報告徴求の結果、金融商品取引業者の経営管理態勢に重大な問題があると認められる場合であって、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令等の処分を検討する。また、報告徴求の結果、金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない等と認められる場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする。

91

V-1 原則：現行の監督指針

VI-3 諸手続(投資運用業)

VI-3-1-1 投資運用業

(1) 体制審査の項目

金商法第29条の4第1項第1号ホに規定する金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者であるか否かの審査にあたっては、登録申請書、同添付書類及びヒアリングにより次の点を確認するものとする。なお、金商法第29条の4第1項第1号ヘに規定する金融商品取引業を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者であるか否かについても、以下の事項を確認することを通じて審査するものとする。

① その行う業務に関する十分な知識及び経験を有する役員又は使用人の確保の状況及び組織体制として、以下の事項に照らし、当該業務を適正に遂行することができるかと認められるか。

イ. 経営者が、その経歴及び能力等に照らして、投資運用業者としての業務を公正かつ的確に遂行することができる資質を有していること。

ロ. 常務に従事する役員が、金商法等の関連諸規制や監督指針で示している経営管理の着眼点の内容を理解し、実行するに足る知識・経験、及び金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要なコンプライアンス及びリスク管理に関する十分な知識・経験を有すること。

ハ. 権利者のために資産運用を行う者として、運用を行う資産に関する知識及び経験を有する者が確保されていること。

92

V-1 原則：現行の監督指針

VI-3-1-1 投資運用業(つづき)

ニ. 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。

ホ. 上記ハ及びニのほか、行おうとする業務の適確な遂行に必要な人員が各部門に配置され、内部管理等の責任者が適正に配置される組織体制、人員構成にあること。

ヘ. 行おうとする業務について、次に掲げる体制整備が可能な要員の確保が図られていること。

a. 帳簿書類(VI-3-2-4に規定する帳簿書類を含む。)・報告書等の作成、管理、b. ディスクロージャー、c. 運用財産の分別管理、d. リスク管理、e. 電算システム管理、f. 管理部門による運用状況管理、顧客管理、g. 法人関係情報管理、h. 広告審査、i. 顧客情報管理、j. 苦情・トラブル処理、k. 運用部門による資産運用業務の執行、l. 内部監査、m. 投資信託財産の運用を行う場合にあっては、投資信託財産に係る計算及びその審査

【以下、省略】

93

V-1 原則：現行の監督指針

VI-3 諸手続(投資運用業)

VI-3-1-1 投資運用業

(3)金商業等府令第9条第1号の書類(業務に係る人的構成及び組織等業務執行体制を記載した書面)の記載事項

① 投資運用業の開始時における役職員の構成(役員については、各人ごとに運用の指図又は運用を行う資産に関する知識及び経験の記載を含む。)、組織図及び各組織が担当する業務の概略

② 資産の運用に係る業務運営体制

イ. 資産の運用に係る投資方針の決定を行う社内組織に関する事項

ロ. 資産の運用を行う部門における運用体制

ハ. 運用を外部委託(再委託する場合を含む。)する場合には、外部委託先の選定及び外部委託先との資産の運用に関する事務連絡体制に関する事項

③ 資産の運用を行う者の知識及び経験

資産の運用を行う者について、各人ごとに運用を行う資産に係る知識及び経験が記載されていること。

94

V-1 原則：現行の監督指針

VI-3-1-1 投資運用業(つづき)

(3) 金商業等府令第9条第1号の書類(業務に係る人的構成及び組織等業務執行体制を記載した書面)の記載事項

④ コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験

コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験が記載されていること。

⑤ 資産の運用その他に関する内部検査等の社内管理体制

運用の指図(外部委託する場合にあっては当該外部委託先の運用の指図又は運用を含む。)その他各部門に関する内部検査等を担当する部門及び各事務処理体制等細則に関する事項

⑥ 法人関係情報の管理体制

イ. 管理責任者が社内規則等において定められており、当該者の記載があること。

ロ. 管理体制が社内規則等において定められており、当該規則が十分に機能する体制となっていること。

⑦ 投資信託財産の運用を行う場合にあつては、投資信託財産の計算の事務を行う者の当該事務に関する知識及び経験

イ. 投資信託財産の計算の事務を行う者について、各人ごとに当該事務に関する知識及び経験が記載されていること。

ロ. 投資信託財産の計算事務を第三者に委託して行う場合にあつては、当該第三者の当該事務に関する知識及び経験が記載されていること。

95

V-1 原則：現行の監督指針

VI-3-1-1 投資運用業(つづき)

③ 資産の運用を行う者の知識及び経験

資産の運用を行う者について、各人ごとに運用を行う資産に係る知識及び経験が記載されていること。

④ コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験

コンプライアンス担当者のコンプライアンス業務に係る知識及び経験が記載されていること。

⑤ 資産の運用その他に関する内部検査等の社内管理体制

運用の指図(外部委託する場合にあっては当該外部委託先の運用の指図又は運用を含む。)その他各部門に関する内部検査等を担当する部門及び各事務処理体制等細則に関する事項

[以下、省略]

96

V-2(1) 例外:概観

【例外】

- ① 外国において投資一任業務を行う場合であって、投資一任業者、それ以外の投資運用業者および登録金融機関のうち投資運用業を行う者だけを相手方とする場合は、登録不要(金商法61条2項、施行令17条の11第2項)
- ② 外国において集団投資スキーム持分の自己運用業務を行う場合であって、投資運用業者および登録金融機関のうち投資運用業を行う者だけを相手方とする場合は、登録不要(金商法61条3項、施行令17条の11第1項)
- ③ 適格機関投資家等特例業務(「プロ向けファンド」)の届出制⇒スライド16・17ページ
- ④ 海外投資家等特例業務の届出制⇒スライド18～20ページ
- ⑤ 適格投資家向け投資運用業の登録拒否要件の緩和⇒スライド21・22ページ

97

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

平成18年証取法改正により導入、平成27年金商法改正により規制強化

【対象】 国内外の適格機関投資家等(1名以上の適格機関投資家および49名以内の特例業務対象投資家)を対象にする投資運用業(金商法63条1項ロ)

2条2項5号・6号に掲げる権利(同一の出資対象事業(同項第五号に規定する出資対象事業をいう。)に係る当該権利を有する者が適格機関投資家等(前号イからハまでのいずれにも該当しないものに限る。)のみであるものに限る。)を有する適格機関投資家等から出資され、又は拠出された金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)を主として有価証券やデリバティブ取引に係る権利に投資することによる運用を行う行為

「主として」とは過半数をいうと解されている

登録制ではなく、届出制

最低資本金はなし

適確な人的構成要件と業務遂行体制要件もなし

* 国内外の組合型集団投資スキーム持分の私募についても、届出のみで行うことができる(金商法63条1項イ)

←健全な活動を行っているファンドを通じた金融イノベーションを促進しつつ、資本市場の健全性を確保することを目的とする制度(松尾・前掲412頁)

98

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

➤適用される行為規制(平成27年改正により大幅に拡充)

- ① 顧客に対する誠実義務(金商法36条1項)
- ② 名義貸しの禁止(金商法36条の3)
- ③ 広告等の規制(金商法37条)
- ④ 契約締結前の書面の交付(金商法37条の3)
- ⑤ 契約締結時等の書面の交付(金商法37条の4)
- ⑥ 断定的判断の提供の禁止(金商法38条第2号)
- ⑦ 内閣府令で定める行為の禁止(金商法38条第9号)

99

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

➤適用される行為規制(平成27年改正により大幅に拡充)

- ⑧ 適合性の原則等(金商法40条)
- ⑨ 分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止(金商法40条の3)
- ⑩ 金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止(金商法40条の3の2)
- ⑪ 忠実義務・善管注意義務(金商法42条)
- ⑫ 自己取引等の禁止(金商法42条の2)
- ⑬ 分別管理(金商法42条の4)
- ⑭ 運用報告書の交付(金商法42条の7)

100

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

➤ 適用される行為規制

投資運用業特有の禁止行為(金融商品取引法第42条の2、金融商品取引業等に関する内閣府令130条)

- ① 自己取引(運用財産と自社又はその取締役若しくは執行役との間における取引)
- ② 運用財産相互取引(金融商品取引業等に関する内閣府令129条に定める例外の他、運用財産相互間における取引)
- ③ 特定の金融商品、金融指標又はオプションに関し、取引に基づく価格、指標、数値又は対価の額の変動を利用して自己又は権利者以外の第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない取引を行うこと
- ④ 通常の取引の条件と異なる条件かつ権利者の利益を害することとなる条件での取引を行うこと
- ⑤ フロントラング(運用として行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において取引を行うこと)
- ⑥ 損失補填(金融商品取引業等に関する内閣府令129条の2に定める例外の他、権利者の損失の全部若しくは一部を補填し、又は利益に追加するため、当該権利者又は第三者に対し、財産上の利益を提供し、又は第三者に提供させること)
- ⑦ その他自己取引(自己の監査役、役員に類する役職にある者又は使用人との間における取引を行うこと)
- ⑧ 自己又は第三者の利益を図るため、権利者の利益を害することとなる取引を行うこと
- ⑨ 一定の場合を除き第三者の利益を図るため、不必要な取引を行うこと

101

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

➤ 適用される行為規制

- ⑩ 他人から不当な取引の制限その他の拘束を受けて運用財産の運用を行うこと。
- ⑪ 不当に取引高を増加させ、又は作為的な値付けをすること。
- ⑫ 一定の場合を除き第三者の代理人となって当該第三者との間における取引を行うこと。
- ⑬ 取引の申込みを行った後に運用財産を特定すること。
- ⑭ 公募投資法人に関し、市場リスクにより発生し得る危険に対応する額として算出した額が運用財産の純資産額を超えることとなる場合において、デリバティブ取引を行い、又は継続することを内容とした運用を行うこと。
- ⑮ 公募運用財産に関し、信用リスクを適正に管理する方法としてあらかじめ金融商品取引業者等が定めた合理的な方法に反することとなる取引を行うことを内容とした運用を行うこと。

102

V-2(2) 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)

▶ 適用される行為規制

- ⑯ 一定の関係者が有価証券の引受け等を行っている場合において、当該者に対する当該有価証券の取得又は買付けの申込みの額が当該者が予定していた額に達しないと見込まれる状況の下で、当該者の要請を受けて、当該有価証券を取得し、又は買い付けることを内容とした運用を行うこと。
- ⑰ 運用の再委託時に委託を受けた者が当該委託に係る権限の再委託をしないことを確保するための措置を講ずることなく、当該委託を行うこと。
- ⑱ 取引の決済のため顧客から口座に預託を受ける場合において、当該取引の決済以外の目的で当該口座を利用し、又は当該金銭若しくは有価証券を当該取引の決済のため必要な期間を超えて当該口座に滞留させること。
- ⑲ 廃止前厚生年金基金令の規定に違反するおそれがあることを知った場合において、当該存続厚生年金基金に対し、その旨を通知しないこと。
- ⑳ 存続厚生年金基金から、廃止前厚生年金基金令の規定に違反し、運用財産の運用として特定の金融商品を取得させることその他の特定の取引に関する指図を受けた場合において、これに応じること。
- 21 積立金の運用に関して、存続厚生年金基金に対し、不確実な事項について断定的判断を提供し、又は確実であると誤解させるおそれのあることを告げること。
- 22 投資一任契約に基づく運用信託財産の管理について、運用を行う金融商品取引業者が、対象有価証券について一定の情報の確認態勢を満たすことなく、当該対象有価証券の取得又は買付けの申込みを行うこと。
- 23 投資運用業務での損失補填の禁止(金融商品取引法42条の2)

103

V-2(3) 海外投資家等特例業務

令和3年金商法改正により導入

組合理型ファンドにおいて、海外投資家等から出資された金銭の運用を行う行為(当該出資を受けた金銭の50%超が非居住者から出資を受けたものである場合に限る)を行う場合には、一定の事項について事前届出を行っているときは、投資運用業(ファンド運用業)の登録は不要(金商法63条の9)

なお、上記行為に関する海外投資家等を相手方とする募集または私募を、国内に設ける営業所・事務所において行う場合、第二種金融商品取引業(自己募集等)の登録も不要(法63条の8、63条の9)

最低資本金なし

適確な人的構成要件と業務遂行体制要件

業務に係る人的構成及び組織等の業務執行体制を記載した書面(金商法63条の9第2項3号、金商業等府令246条の14第1項1号)

国内営業所・事務所設置要件(法人の場合)

主要株主要件

←海外投資運用業者の日本への受入れを一層促進するため(松尾・前掲416頁)

104

V-2(3) 海外投資家等特例業務

▶ 海外投資家の定義

(1) 外国法人又は外国に住所を有する個人であって、その知識、経験及び財産の状況を勘案して内閣府令で定める要件に該当するもの

① 外国法人

② 次のいずれかに該当する外国に住所を有する個人

(i) 次の全てに該当すること

(ア) 純資産3億円以上、(イ) 投資性金融資産3億円以上、(ウ) 証券・デリバティブ口座開設後1年経過

(ii) 次のいずれかに該当し、かつ、(i)(ウ)に該当すること

(ア) 純資産5億円以上、(イ) 投資性金融資産5億円以上、(ウ) 前年の収入が1億円以上

(iii) 前1年間における1月あたりの証券・デリバティブに関する取引契約等の平均的な件数が4件以上である場合において、(i)(ア)または(イ)に該当し、かつ、(i)(ウ)に該当すること

(iv) 特定の知識経験を有する者で、次のいずれかに該当し、かつ、(i)(ウ)に該当すること

(ア) 純資産1億円以上、(イ) 投資性金融資産1億円以上、(ウ) 前年の収入が1,000万円以上

(v) 外国の法令上、特定投資家に相当する者

105

V-2(3) 海外投資家等特例業務

▶ 海外投資家の定義

(2) 適格機関投資家

① 特定投資家

② 外国法上の厚生年金基金・企業年金基金(主として退職年金の管理・給付を目的とするもの)

(3) 届出者と密接な関係を有する者として政令で定める者

① 届出者の役員、使用人

② 届出者の親会社等

③ 内閣府令で定めるもの

106

V-2(4) 適格投資家向け投資運用業(いわゆるプロ向け投資運用業)

平成23年金商法改正により導入

顧客がプロ等に限定された一定規模以下の投資運用業(適格投資家向け投資運用業)について、①登録要件を一部緩和し、②当該業者が運用するファンド持分の販売勧誘についても登録要件の特例を整備

・ 適格投資家の範囲

① 特定投資家に準ずる者

有価証券等の金融資産保有額が一定以上、すなわち(i)保有額が3億円以上の法上の法人・個人、または(ii)保有額が100億円以上の年金基金等

② 業者と密接な関係を有する者

当該運用業者の役職員、親会社等

- ・ 運用財産の総額⇒200億円以下
- ・ 最低資本金等要件の緩和(5,000万円以上→1,000万円以上)
- ・ 転売制限(取得した持分の一般投資家への譲渡禁止)等の潜脱防止措置に係る規定を整備等

←日本の関係者がシンガポールなど海外で投資運用業に相当する業務を立ち上げる動きがみられることから、日本市場の国際競争力の向上を図る目的(松尾・前掲426頁)

107

V-2(4) 適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)

【対象】

国内外の適格投資家(いわゆるプロ)を対象とする場合であって、一定規模(運用財産総額200億円)以下の投資運用業

【通常の投資運用業との比較】

- ① 株式会社要件を適用しつつ、取締役会設置を求めない(監査役設置会社で可)
- ② 最低資本金要件を5,000万円から1,000万円に引き下げる
- ③ 人的構成要件を一部緩和するなど、通常の投資運用業で求められる参入規制の一部を緩和
- ④ 当該業者が運用する投資信託の受益証券等の取得勧誘について、通常、第一種金融商品取引業の登録が必要となる業務を第二種金融商品取引業とみなす登録要件の特例を整備

108

V-3 改正法案

● 市場制度WG・資産運用TF報告書6頁

「(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。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制(善管注意義務等)を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である。これにより、委託元である投資運用業者においては、投資家に対する忠実義務等を果たすために、委託先の管理を行うためのガバナンスは必要であるものの、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こととなる。また、新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門の委託先にアウトソースすることで、むしろ業務の質が高まる効果も期待される。ミドル・バックオフィス業務を専門に行う事業者が普及すれば、そうした業務を担う人材の育成にもつながるものと考えられる。」

109

【参考】 参入要件

	投資運用業(登録制)	適格投資家向け投資運用業(届出制)	投資運用関係受託業務受託者に委託した投資運用業(登録制)
資本金	5,000万円(令15条の7第1項4号)	1,000万円(令15条の7第1項7号)	緩和
純財産額	5,000万円(令15条の8第1号)	1,000万円(令15条の8第1項)	緩和
業務を的確に遂行するに足る人的構成を有すること	投資運用業の執行について必要となる十分な知識及び経験を有する役員・使用人の確保(法案29条の4第1項1号の2)	運用を行う資産に関する知識及び経験を有する者として、次のいずれかに該当する者が1名又は2名以上確保されていること(監督指針) イ. 運用を行おうとする資産に関し、少なくとも1年以上、助言又は運用を行う業務に従事していた者 ロ. イに準ずる者	投資運用関係業務については、その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(法案29条の4第1項1号の2)
業務を的確に遂行するための必要な体制の整備	(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(法案29条の4第1項1号の2)	独立したコンプライアンス担当者として、金融商品取引業に関し、少なくとも1年以上、法令等を遵守させるための指導に関する業務に従事していた者(それに準じる者を含む)が1名又は2名以上確保されていること(コンプライアンス業務を外部委託する場合を除く(監督指針VI-2-7-1(2)))。	投資運用関係業務については、その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(法案29条の4第1項1号の2)
全ての権利者が適格投資家のみ	不要	必要	不要
運用財産額が200億円以下	不要	必要	不要
株式会社であって、取締役会設置会社であること	必要	株式会社にでなければならないが、取締役会は不要	必要

110

V-3 改正法案

金融商品取引業者等に関する規定の整備

① 金融商品取引業者等が投資運用関係業務を委託する場合には、登録申請書又は届出書に委託先の商号等を記載(金融商品取引法第29条の2、第33条の8、第63条の9、附則第3条の3関係)

② 金融商品取引業者等の登録拒否要件等のうち、人的構成要件の内容を明確化するとともに、投資運用関係業務受託業者に投資運用関係業務を委託する場合には、当該業務の執行について必要となる十分な知識及び経験を有する役員等の確保に代えて、当該業務の執行の監督に係る役員等を確保していれば足りる(金融商品取引法第29条の4、第33条の5、第33条の8、第63条の9、附則第3条の3関係)

111

V-3 改正法案

▶ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和

●金商法29条の4第1項1号の2の新設

1の2 法人である場合においては、登録申請の対象となる金融商品取引業に係る業務のそれぞれにつき、その執行について必要となる十分な知識及び経験を有する役員(相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該法人に対し取締役、執行役又はこれらに準ずる者と同等以上の支配力を有するものと認められる者を含む。以下この号及び次号、第33条の5第1項第3号イ、第52条第2項、第52条の2第2項、第57条の20第1項第1号及び第3項、六十三条第7項第1号ハ、第63条の9第6項第2号ト、第66条の53第5号イ、第66条の63第2項、第66条の74第7号イ及びハ並びに第66条の85第2項において同じ。)又は使用人を確保していないと認められる者。ただし、登録申請者が投資運用関係業務を投資運用関係業務受託業者(当該投資運用関係業務を行うことにつき第66条の71の登録又は第66条の75第4項の変更登録を受けている者に限る。)に委託する場合における当該投資運用関係業務については、その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ものとする。

112

V-4 若干の論点

▶資産運用業者とその特例の場合における参入規制の整合性
何らかの整理が必要か？

- 集団投資スキームとそれ以外のアセットオーナーが委託者である場合とで区別するか？
- 投資家層（適格機関投資家、プロ投資家、海外投資家）
- ファンドの規模？
- 投資目的？

113

V-4 若干の論点

▶業務（外部）委託についての規制の見直し

—投資運用関連業務の外部委託、運用権限の全部委託

投資運用関連業務受託者が任意の登録制によることの評価と実際上の利用

▶委託元と委託先の監督法上および民事法上の義務と責任

114

VI おわりに

金融商品取引業の外部委託に係る一般的規制を設けることは考えられるか？

【基本的な考え方】

- 業務委託の意義
- 業務委託できないコアの業務はあるか、あるとしたらその範囲は？
- 業務委託のリスク、とくに業務委託により発生する新たなリスクの種類と性質・規模
- 業務委託により過度のリスクが生じる場合とは、どのような場合でどのようなリスクか？
- 業務委託の規制の対象になる委託とそれ以外の委託との境界・線引きの基準は何か？
- 委託先に対する監視・監督のあり方
- 委託元と委託先の監督法上の義務と責任—委託により、監督法の趣旨・目的が潜脱されたり、監督当局の監督に支障が生じるようなことがあってはならない
- 業務委託の場合における委託元と委託先の権利者（顧客）および第三者に対する監督法上および民事法上の義務と責任のあり方

115

金融商品取引法研究会名簿

(令和6年3月25日現在)

会 長	神 作 裕 之	学習院大学法学部教授
委 員	飯 田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	大 崎 貞 和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾 崎 悠 一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河 村 賢 治	立教大学法学部教授
〃	小 出 篤 篤	早稲田大学法学部教授
〃	後 藤 元 紀	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊 藤 真 紀	京都大学法学研究科教授
〃	武 井 一 浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 智 予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 井 秀 征	立教大学法学部教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松 元 暢 子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬 澤 陽 子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮 下 央 央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行 岡 睦 彦	神戸大学大学院法学研究科准教授
オブザーバー	三 井 秀 範	預金保険機構理事長
〃	齊 藤 将 彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂 本 岳 士	野村証券法務部長
〃	三 宅 ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	本 多 郁 子	SMB C 日興証券法務部長
〃	安 藤 崇 明	みずほ証券法務部長
〃	窪 久 子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松 本 昌 男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森 本 健 一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横 田 裕 裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚 崎 由 寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所	森 本 学	日本証券経済研究所理事長
〃	高 木 隆	日本証券経済研究所常務理事
〃 (幹事)	高 逸 薫	日本証券経済研究所研究員
〃 (幹事)	永 田 裕 貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について—自主規制業務を中心に—」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について—村上ファンド事件を中心に—」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）—企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度—」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）—確認書、内部統制報告書、四半期報告書—」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015年10月
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）
の負う信認義務」 2017年5月
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用
ーデラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第73号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020年7月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第74号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020年8月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第75号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021年2月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第76号「投資助言葉に係る規制—ドイツ法との比較を中心として—」 2021年6月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第77号「インサイダー取引規制について」 2021年8月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第78号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021年10月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第79号「事前警告型買収防衛策の許容性
—近時の裁判例の提起する問題—」 2021年12月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第80号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023年11月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第81号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023年11月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第82号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023年12月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第83号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024年3月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第84号

資産運用業規制

—業務委託に係る規制の見直し—

令和6年5月28日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒103-0027
電話 03 (6225) 2326 代表
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-703-4 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）