

投資運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—

神 作 裕 之

要 旨

投資運用業に関する2024年の金融商品取引法改正のうち、業務委託に係る規制の見直しを取り上げる。同改正により、第1に、投資運用業者一般について投資運用関係業務受託業者に投資運用関係業務すなわち計算関連業務またはコンプライアンス指導業務を委託する場合には、登録要件が緩和されるに至った。第2に、資産運用業者のコア業務である運用権限についても、当該業者が運用するすべての財産についてその運用権限の全部を委託することが認められることになった。それによって運用と業務管理を分離しファンド管理機能に専念する投資運用業者の登場が可能になった。専門化・分業化が進む中で、多様な機能を果たし得る投資運用業の諸機能が適切に外部委託されることは、当該業者のみならず投資者および資本市場にとっても有用である可能性が生じる。

本稿は、資産運用業者の参入規制の沿革と現状を確認し、それが複雑化し多様化していることとその原因を探る。さらに、投資運用業の諸機能の外部委託について、そもそも委託することが認められない機能は何か、委託することができる場合において委託がなされたときの監督法上の規制の留意点について述べ、業務委託に係る規制の現状とあるべき姿について検討する。最後に、外部委託に係る民事ルールについても明確化の必要性があることを述べ、将来の検討課題とする。

I. はじめに

内閣官房に設置された「新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会」は、2023年12月13日に「資産運用立国実現プラン」を公表した¹⁾。同プランは、「インベストメントチェーンの残されたピースとして、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革を図っていく」と述べ、投資運用業の高度化等に向けた改革を課題の1つに掲げた²⁾。投資運用業の高度化等のために法改正を要する事項として、新興運用業者が計算関連

1) 内閣官房 新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会「資産運用立国実現プラン（2023年12月13日）」。<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf>

業務とコンプライアンス指導業務（以下、これらの業務を合わせて「ミドル・バックオフィス業務」ということがある）を適切な品質が確保された事業者に外部委託する場合には投資運用業の登録要件の緩和を認めること、および、投資運用業者が運用するすべての財産についてその運用権限の全部を委託することで運用と業務管理を分離し、ファンド管理機能に専念できるよう規制緩和を行うことなどが挙げられた³⁾。投資運用業者の参入を容易にして競争を促進するとともに、投資運用業の機能を分解して外部委託することを認めることで投資運用業の専門化・高度化等を実現することが企図されたのである。

「資産運用立国実現プラン」公表の前日に、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書（2023年12月12日）」（以下、「市場制度 WG・資産運用 TF 報告書」という）が公表され、資産運用業の高度化について、資産運用立国実現プランと同様の提言をしていた⁴⁾。

市場制度 WG・資産運用 TF 報告書と資産運用立国実現プラン等に基づいて、2024年5月15日、金融商品取引法と投資信託及び投資法人に関する法律が改正された⁵⁾。投資運用業の高度化を目指して、つぎの2点が見直された。

第1に、一定のミドル・バックオフィス業務についてその外部委託を認め、所定の要件を満たす業者に当該業務を委託した場合には、投資運用業の登録要件が緩和された。具体的には、ミドル・バックオフィス業務について任意の登録制を採用した上で、登録したミドル・バックオフィス業者である投資運用関係業務受託業者に同業務をアウトソースする場合には、投資運用業の登録要件が緩和された。

第2に、投資運用業者がそのすべての運用財産についてその運用権限の全部を外部委託することを認めることによってファンド運営機能に特化した事業を営むことを可能にするための法改正がなされた。市場制度 WG・資産運用 TF 報告書は、「分業化が進展する欧州では、ファンドの運営業務を担う管理会社が存在し、運用業務は資産運用会社に、ミドル・バックオフィス業務はアドミニストレーターに外部委託し、管理会社はファンドの運営機能に集中できる環境が整っている」ことが紹介された⁶⁾。改正前法の下でも投資権限の外部委託は認められていたが、投資運用業者がその運用する財産のすべてについて運用権限の全部を委託することは禁止されていた。ところが、今般の改正により運用権限の全てを委託することが可能になった。それによって、投資運用業者は、運用の企画・立案だけに特化できるように

2) 資産運用立国実現プラン・前掲（注1）1頁。

3) 資産運用立国実現プラン・前掲（注1）4頁。

4) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書（2023年12月12日）」5～7頁参照。<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/01.pdf>

5) 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律（令和6年3月15日提出，令和6年5月15日成立）。

6) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲（注4）6～7頁。

なった。

以下では、2024年の投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という）および金融商品取引法（以下「金商法」という）の改正のうち、投資運用業の高度化を目的とした改正を取り上げ、その内容を概観する。始めに、運用型集団投資スキーム規制である投資信託法および投資一任業を含む投資運用業規制の沿革について述べる。資産運用立国が標榜される中で、運用型投資スキームに係る規制を含む資産運用業に対する規制の沿革を踏まえて2024年改正法を理解する必要があると考えられるからである⁷⁾。その後、投資運用業者の権限や事務の委託に関する規律の見直しに関連する法改正の概要を述べる。最後に、投資運用業者がその業務を委託する場合における委託の限界や留意点などについても若干触れたい。

II. 投資運用業規制—規制対象と沿革

1. 投信法

(1) 投資信託の仕組みと運用権限

信託型の運用型集団投資スキームは、その運用権限の所在に着目し、委託者指図型投資信託と委託者非指図型投資信託の2類型に分かれる。以下では、それぞれの類型の特徴と運用権限とりわけその委託に係る規律を中心に述べる。

(イ) 委託者指図型投資信託

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特定資産に対し投資運用することを目的とする信託であり、投信法の規定に従い、委託者と受託者が締結する信託契約に基づいて組成される投資信託であって、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である（投信法2条1項）。委託者の指図には、政令で定める

7) なお、インベストメントチェーンの残されたピースとして、資産運用業とともにアセットオーナーシップの改革が挙げられた。アセットオーナーについては、ソフトロー上の規範として、2024年8月28日、「アセットオーナー・プリンシプル」が策定された。アセットオーナーは、インベストメントチェーンにおいて重要な役割を果たしているという認識の下、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めたものである。資産運用立国実現プランは、「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」と指摘し、「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、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の策定を求めていた。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、大学ファンドあるいは私立大学法人の運営するファンド等々多岐にわたっており、その規模や組織のあり方も様々である。それぞれのアセットオーナーを所管する官庁も、厚生労働省、財務省、金融庁、文部科学省、経済産業省など複数にまたがり、必ずしも共通の認識や共通の規範の意識がないという問題点もあって、ソフトロー上の規範としてアセットオーナー・プリンシプルが策定された。

者に指図に係る権限の全部また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も含まれる（同項かつこ書き）。

これに対し、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することを目的とする信託である（投信法2条2項）。投資運用には、政令で定める者に運用に係る権限の一部を委任する場合における当該政令で定める者による運用も含まれる（同項かつこ書き）。委託者指図型と異なり、投資裁量権をもつのは委託者ではなく受託者である。なお、特定資産とは、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である（同条1項）。

委託者指図型投資信託においては、委託者は投資運用業者である金融商品取引業者、受託者は信託会社等に限定されている（投信法3条）。委託者指図型投資信託の委託者は投資運用業者である金融商品取引業者であるが信託会社は除外されており（同法2条11項）、委託者と受託者の分離が確保されている。金融商品取引業者は、投資信託契約を締結しようとするときは、あらかじめ、当該投資信託契約に係る委託者指図型投資信託約款の内容を内閣総理大臣に届け出なければならない（同法4条1項）。当該投資信託約款においては、委託者および受託者の商号または名称、委託者および受託者としての業務に関する事項などとともに、委託者が運用指図権限を委託する場合においては、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または名称および所在の場所を記載しなければならない（同条2項1号・3項・14号等）。投資信託委託会社の運用指図以外の職務としては、信託契約の締結（同法4条）、約款の変更内容の届出（同法16条）、信託契約の解約（同法19条・20条）、受益証券の発行（同法2条7項）や収益分配金の支払（同法4条2項8号）などがある。

委託者指図型投資信託は、金銭信託でなければならず（投信法8条1項）、他方、何人も、信託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しないものを除き、投信法に基づかずに信託財産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信託契約を締結してはならない⁸⁾（同法7条）。

本稿の対象である運用権限の委託については、運用権限の委託が可能であることを明確にするとともに、委託する場合に信託契約に定めるべき事項等について規定する（投信法4条2項14号）。運用権限を委託する場合には、受益証券にも所定の事項を記載しなければならない。さらに、運用権限の全部または一部を委託した場合には、運用の指図の制限、議決権等の指図行使、および特定資産の価格等の調査に係る行為規制は、投資信託委託会社から運

8) 信託法の制定により自己信託が導入されたことに伴い、信託財産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自己信託の設定も、禁止された（投信法7条）。

用指図に係る権限の全部または一部の委託を受けた政令で定める者に対しても適用される（同法12条2項）。もっとも、2024年改正前投信法は、運用指図権限の委託について、「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」ものとされていた（2024年改正前投信法12条1項）。

（ロ）委託者非指図型投資信託

委託者非指図型の投資信託においては、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する⁹⁾。委託者非指図型投資信託は、その信託財産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（投信法48条）。投資信託財産は、当該投資信託財産以外の信託財産と分別して運用しなければならない（同法53条）。

運用権限を有する信託会社等による運用権限の委託については、その運用を行う特定の投

9) 信託会社や信託兼営金融機関が投資運用業務を行う場合の金商法の適用関係について述べる。信託兼営金融機関とは、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律に基づいて信託業（併營業務を含む）の認可を受けた金融機関である（同法1条1項）。

第1に、信託会社等が委託者非指図型投資信託運用業（同法2条8項14号）とファンド自己運用（信託財産運用）業（同条同項15号）を行う場合には、金融商品取引業者等に関する金商法の規定は適用されない（同法65条の5第5項）。信託業法において信託会社等の投資運用業務が規制されており、二重規制を排除するためである。そのため、信託会社等は、登録金融機関業務の登録を受けることなくこれらの業務を営むことができる。

第2に、信託兼営金融機関は、登録金融機関として登録することにより、投資運用業を行うことができる。金商法は、金融機関が行う投資運用業に該当する行為または有価証券関連業に該当する行為を金融商品取引業の範囲から一旦除外した上で（金商法2条8項本文）、金融機関に対し改めて有価証券関連業または投資運用業を原則として禁止する（金商法33条1項本文）。金融機関とは、銀行、協同組織金融機関、商工中金、保険会社、無尽会社、証券金融会社等である（金商法33条1項、金商法施行令1条の9）。また、投資運用業の定義においては、金融機関が業として行うものが含まれるものとされている（金商法28条4項）。信託兼営金融機関については、投資運用業の禁止は解除されている（同法33条の8第1項）。その上で、信託兼営金融機関が投資運用業を行おうとするときは、委託者非指図型投資信託運用業とファンド自己運用業を除き、内閣総理大臣の登録を受けなければならない（同法33条の2・33条の8第1項）。たとえば、信託の受益権を有する者から拠出を受けた金銭その他の財産を、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運用することは、投資運用業に該当するが（金商法2条8項15号ロ）、信託兼営金融機関が信託の受託者として行う運用行為については、登録金融機関業務とされており（33条の8第1項・33条の2）、金融機関に対する投資運用業の禁止が適用されないものとされている（同法33条の8第1項）。信託兼営金融機関については、従来から投資顧問業法に基づいて認可を受けて投資一任業務を行うことが可能であったため、登録金融機関業務とされたものである。なお、信託兼営金融機関は、信託業務を営むことができ（信託兼営法1条1項）、信託業務には信託財産の管理運用が含まれ、信託業法において信託会社等の投資運用業務が規制されている。兼営法は信託業務に関する信託業法の規定を準用している（同法2条）。二重規制を排除するために、委託者非指図型投資信託運用業とファンド自己運用業は登録金融機関業務からも除外されているものと考えられる（同法33条の2・33条の8第1項）。

他方、信託財産の管理・処分の方法について指図を行う業を営む指図権者について規律する信託業法第4章は、投資運用業者が投資運用業を行う場合には適用されない（金商法42条の8）。

資信託財産について、当該運用に係る権限の全部を政令で定める者その他の者に対し委託してはならないものとされている（投信法55条1項）。このように、委託者非指図型投資信託の場合には、特定の投資信託財産に着目し、その運用に係る権限の全部委託を禁止する一方、一部委託は許容し、委託された者について所定の場合には株式に係る議決権行使について指図することを禁止するとともに、特定資産の価格等の調査義務を課している（同法55条2項・54条1項・9条・11条）。

（2）投資法人の仕組みと資産運用会社

会社型投資信託である投資法人を用いた集団投資スキームにおいては、投資法人のほか、資産運用会社、資産保管会社および一般事務受託者というプレーヤーが登場する¹⁰⁾。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投信法に基づき設立された社団である（投信法2条12項）。資産運用会社は、「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」である（同条21項）。資産保管会社は、「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」と定義されている（同条22項）。さらに、「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」（同条23項）一般事務受託者というプレーヤーが登場する¹¹⁾。投資法人は、資産運用機能、保管機能および一般事務機能の全てをこれらのプレーヤーにアウトソースしなければならない（同法198条1項・208条1項・117条）、自らは主として委託先である資産運用会社の選任やその監督に限定された業務を行う。

資産運用会社は金融商品取引業者でなければならないが、対象資産に不動産が含まれる場合や不動産に対する投資運用を目的とする場合には宅建法上の免許・認可を受けている金融商品取引業者であることを要する（投信法199条）。投資法人の規約において資産運用会社および資産保管会社となるべき者の氏名や報酬等の規定が記載される（同法67条13号・14号）。したがって、資産運用会社や資産保管会社の変更には、規約の改定手続を要する。投資法人は、登録の申請に当たり、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など所定の事項を記載した登録申請書を提出しなければならない（同法69条2項・3項）。

資産運用会社が投資法人の委託を受けてその資産の運用を行う場合において、当該委託に係る契約の定めるところにより、当該投資法人から委託された資産の運用に係る権限の一部

10) 2000年の証券投資信託法及び証券投資法人に関する法律の改正による投資対象の拡大に伴い証券の二文字が削除されたが、基本的な仕組みは同改正前法と同一である。本文は、現行法に則っている。2000年改正については、2（5）参照。

11) 投資法人制度の導入については、神作裕之「運用型集団投資スキームの業規制—投資信託・投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し—」金融法務事情2023号（2015年8月）38-47頁参照。

を政令で定める者に対し、再委託することができるが、委託元である投資法人から委託された運用権限の全部を再委託することは認められていない（投信法202条1項）。

資産運用会社および運用権限の再委託を受けた者の義務・責任については、次のように規律されている。金融商品取引業者である運用会社は、投資法人のため忠実に、かつ善良な管理者の注意をもってその業務を遂行しなければならない（金商法42条1項2号・2項）。運用会社および当該運用会社から再委託を受けた政令で定める者が、その任務を怠ったことにより投資法人に損害を生じさせたときは、その運用会社等は、当該投資法人に対し連帯して損害賠償責任を負う（投信法204条1項）。

2. 投資信託委託業・投資法人資産運用業規制の沿革—2006年証券取引法改正前

(1) 1951年証券投資信託法

投資運用業規制は、複雑な変遷を辿ってきた。集団投資スキームである証券投資信託に係る資産運用業に係る規制は、1951年の証券投資信託法により導入された¹²⁾。証券投資信託とは、信託財産を委託者の指図に基づいて特定の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信託であって、その受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得させることと定義されていた（証券投資信託法2条1項）。委託者については、登録制が採用され、最低資本金は5,000万円であった。証券会社は兼業承認を受けることによって投資信託委託業を営むことが可能とされていたが（当時の証券取引法34条）、将来、証券会社と委託者とを分離するという前提の下で、証券会社が委託者を兼営するという形で出発したとされる¹³⁾。当時の証券取引法65条による銀行・証券分離政策が採用されていた時代の下で、証券投資信託は証券界に割り当てられたのである¹⁴⁾。

証券投資信託約款については個別承認制が採用され、1948年に証券取引法に基づき設置された証券取引委員会の承認を要するものとされていた（証券投資信託法12条1項）。開示規制に関しては、証券投資信託受益証券は証券取引法上の有価証券とされ開示規制の適用を受けた。もっとも、1952年の証券取引法改正によって、証券投資信託受益証券は、証券取引法上の有価証券とされたまま、証券取引法上の開示規定の適用を除外された（同法3条2項）。

12) 1951年の証券投資信託法制定以前の日本における投資信託が主として英国のユニット・トラストを模範としていた点については、神田秀樹「証券投資信託の誕生」岩崎綾追悼論文集『昭和商法学史』（日本評論社、1996年）228～230頁参照。

13) 1958年の証券投資信託協会の第1回定時総会において当時の一万田大蔵大臣が業界に対し委託会社の分離独立を促進されたいとの公式意見を表明し、その後検討が加速し、1959年に同協会内に分離問題研究会が設置され、検討が深められた。この間の経緯については、社団法人証券投資信託協会『証券投資信託二十年史』（証券投資信託協会、1975年）78～82頁参照。

14) 証券投資信託の分野が証券界に割り振られた経緯とそれにより生じる業際問題に係る論点が指摘されていた（神田秀樹「証券投資信託の法的側面」大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」November—1995、10～13頁）。

(2) 1953年改正

1953年の証券投資信託法改正により、証券投資信託の委託者になることを業とする会社は「委託会社」と定義され（1953年改正投信法2条3項）、委託会社について登録制から免許制に改められた（同法6条）¹⁵⁾。免許制への移行に伴い、委託会社の役員の兼職制限、委託会社の廃業や解散についての認可制の導入等の改正が行われた。1952年に証券取引委員会が廃止されたことに伴い、証券投資信託約款の個別承認は大蔵省により行われることになり、大蔵省は投資有価証券の範囲に関する規定を約款に設けなければならない等の審査基準を設け投資者保護を図った¹⁶⁾。

なお、1959年12月に当時の大手の4証券投資信託委託会社が設立され、1960年4月、証券会社が兼営していた投資信託委託業務が新設された証券投資信託委託会社に営業譲渡され、ようやく委託会社の証券会社からの分離が実現するに至った¹⁷⁾。

(3) 1967年改正

1967年に証券投資信託法は大きく改正された。委託会社は、証券投資信託の受益者のため忠実に信託財産の運用に係る指図を行わなければならない旨が明定されたほか（1967年改正投信法17条1項）、委託会社の禁止行為について詳細な規定が設けられた（同条2項）¹⁸⁾。また、投資信託が保有する株式の議決権行使については委託会社はその指図を行うことなどが明記された（同法17条の2等）¹⁹⁾。その他にも、証券取引法の開示規制の適用を受けないものとされたことによる開示の脆弱性を補うため、受益証券の説明書および運用報告書の作成義務が定められた（同法20条の2第1項・2項）²⁰⁾。

15) 1953年改正により、証券投資信託の委託会社について登録制から免許制に変更され、立法当初から採用されていた投資信託契約約款の個別承認制度とあいまち、委託会社の自由設立と投資者の自己責任から保護主義に移行したとする評価がある（杉崎博『投資信託の仕組みと改革』（東洋経済新報社、1996年）136～137頁）。

16) 証券取引委員会の廃止とともに大蔵省理財局に証券第一課、証券第二課が設置され、証券取引委員会の事務は証券課に承継された。山一證券株式会社投資信託本部『証券投資信託論』（至誠堂、1955年）282頁以下参照。

17) この経緯については、社団法人証券投資信託協会『証券投資信託三十五年史』（証券投資信託協会、1987年）180～189頁参照。なお、投資信託委託業の担い手は、1950年代からの証券会社・証券系資産運用会社の独占を経て、1990年に外資系、1993年に銀行グループに拡大された。また、投資信託の販売業務についても同様に、証券会社の独占から、1993年に資産運用会社の直接販売（直販）、1998年に銀行等窓口販売（窓販）、2004年に金融商品仲介業がそれぞれ解禁され、担い手が徐々に拡大されてきた。

18) 信託という法形式を用いる証券投資信託において、委託者である委託会社が投資者である受益者に対し忠実義務等を負うという結論は形式的にはでてこないが、実質的には委託会社は受益者に対して忠実義務や善管注意義務を負うべきことが夙に指摘されていた（鈴木竹雄「証券投資信託約款の法的性質」同『商法研究Ⅲ』357頁以下参照）。1967年証券投資信託法改正によって委託会社も信託法上の受託者に類する立場に置かれた。

19) 1967年改正については、神田・前掲注（12）234～235頁参照。

20) このことが、かえって、受益証券を証券取引法上の開示規制の対象にする途を遠ざけることになったと指摘される（神田・前掲注（12）237頁）。

1967年改正により、多数設定される単位型投資信託の運用の効率化を図るために、ファミリー・ファンド方式が認められた（1967年改正投信法2条の2）²¹⁾。委託会社について業務方法書制度が導入されるなど免許基準が改められ、併せて監督に関する規定も見直された²²⁾。

（４） 1998年改正—証券投資信託及び証券投資法人に関する法律

1998年の金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律に基づく証券投資信託法の改正により、証券投資信託の定義に含まれていた「その受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得させる」という文言が「その受益権を分割して複数の者に取得させる」に改められた。「不特定かつ多数」という文言は、1992年改正前証券取引法における「公募」概念に倣ったものであったが、同改正により公募概念が見直されたことを受けて改正された。こうして、証券取引法における公募と私募の境界を画する概念とは異なる証券投資信託法に独自の定義が定められた。証券投資信託の定義規定の変更により、2人から49人の投資者を対象にするいわゆる私募投資信託の設定が可能になった²³⁾。

委託会社については、1953年改正で導入された免許制が認可制へと変更され（1998年改正投信法6条）、最低資本金は5,000万円から1億円に引き上げられた。さらに、委託会社という文言を証券投資信託委託業者に改め、証券投資信託委託業を業として証券投資信託の委託者になることと定義した（同法2条9項）。また、証券投資信託約款については、大蔵大臣による承認制から届出制へと改められた（同法26条）。開示については、証券取引法による情報開示制度の適用を受けることとされ、有価証券届出書および有価証券報告書等の提出義務や投資者に対する目論見書交付義務が課されることになった。

1998年の投信法改正により、信託型に加えいわゆる会社型の投資信託が解禁され、そのた

21) 信託財産を委託者の指図に基づいて特定の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信託であって、その受益権を証券投資信託の受託者に取得させることを目的とするものを証券投資信託とみなし、証券取引法を適用することとされた（1967年改正投信法2条の2）。

22) なお、1994年6月22日に投資信託研究会（大蔵省証券局長の私的研究会）は「投資信託改革に向けて一期待される機能、役割の発揮のために一」を公表し、それを受けて大蔵省は同年12月、「投資信託改革の概要について」を発表し一連の施策を講じた。その一環として、投資一任会社（投資顧問会社）は、直近3年間における一任契約資産残高が3,000億円以上であること等の要件を満たしていれば、投信法に基づく免許を受けて委託会社に変更することが可能になった。一方、既存の委託会社と投資一任会社との合併については、合併後の会社の内容が委託会社の免許運用基準や投資一任会社の認可基準を満たす場合には認められることになった。反対に、直近3年間の運用資産残高が3,000億円以上である等の要件を満たす委託会社については、投資顧問業法に基づく認可を受けて投資一任業務を営むことができるものとされた。これらの措置により、例えば、証券系の委託会社が同系列の投資顧問会社と合併するなどの対策を講じることが可能になった（高橋元「投資信託制度と今日的課題」経営と経済76巻2号105頁（1996年））。

23) 日本においては、相手方が不特定多数（投資信託）か1人（投資顧問、ファンド・トラスト）かだけで中間がない状況は、いかにもおかしいと指摘されていた（神田・前掲注（14）15頁）。

めの器として投資法人制度が創設された。会社型投資信託制度の導入にあわせ、法律の題名も証券投資信託法から「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に改められた。第1条の目的規定も改正され、「投資者以外の者が投資者の資金を主として有価証券に対する投資として集合して運用し、その成果を投資者に分配する仕組みとしての証券投資信託及び証券投資法人の各制度を確立し、投資者の保護を図ることにより、投資者による有価証券に対する投資を容易にし、もって国民経済の健全な発展に資する」ものと改められた。証券投資法人は運用業務を運用会社に委託しなければならないものとされ（1998年改正投信法198条1項）、当時その資格は、①証券投資信託委託業者、②認可投資顧問業者、または③総理府令・大蔵省令で定める法人であった（同法199条）。

（5） 2000年改正一「投資信託及び投資法人に関する法律」

証券投資信託及び投資法人に関する法律は、2000年に改正され、法律の題名がさらに改められ、投資信託と投資法人の前に付されていた「証券」の二文字がそれぞれ削除されて「投資信託及び投資法人に関する法律」になった²⁴⁾。投資信託および投資法人の投資対象が、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、すなわち特定資産に改められた（2000年改正投信法2条1項・2項・11項）。この改正により、運用対象が不動産等に拡大された。金融のイノベーションを促進して多様な金融商品の開発が可能にするため、委託者非指図型投資信託の類型を認め、投資信託の受託者である信託銀行等が自ら運用する仕組みが整備された。委託者非指図型投資信託という類型の新設に伴い、従来の投資信託は委託者指図型投資信託として整理された。

（6） 2004年改正

投信法は2004年にも改正され、投資信託委託業者の最低資本金が1億円から再び5,000万円に引き下げられた。

（7） 2006年改正

2006年に証券取引法が改正され、法律の題名が金融商品取引法に改正された。投資信託委託業と投資法人資産運用業は、投資運用業の一類型として金商法上の金融商品取引業に統合され、金融商品取引業として規制されることになった。それに伴い、投信法における当該業規制に係る規定は削除され、投信法は集団投資スキームのための仕組規制に純化した。例えば、投資信託委託業者および登録投資法人と資産の運用に係る委託契約を締結する運用会社

24) 2000年改正は、金融審議会・集団投資スキームに関するワーキンググループ報告「横断的な集団投資スキームの整備について」（1999年11月30日）に基づいている。

の忠実義務（改正前投信法14条1項）および善管注意義務（同法14条2項）が削除された。投資信託委託業者および登録投資法人と資産の運用に係る委託契約を締結する運用会社である投資運用業者は、金商法に基づき、権利者のための忠実義務および権利者に対する善管注意義務を負うことになった（金商法42条1項1号・2号・2項²⁵⁾。

なお、投資運用業者が金融商品取引業者に統合された結果、投資運用業者およびその役員・使用人に対し一般的義務として誠実公正義務が課されることになった²⁶⁾（2024年改正前金商法36条1項）。

3. 投資一任業—2006年投資顧問業法の廃止まで

(1) 1986年「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」

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」（以下、「投資顧問業法」という）が制定され、投資顧問業が認可制の下で規制されることになった。投資顧問業とは、顧客に対して投資顧問契約に基づく助言を行う営業と定義された（投資顧問業法2条2項）。投資顧問契約とは、当事者の一方が相手方に対して有価証券の価値または有価証券の価値の分析に基づく投資判断に関し、口頭、文書その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約をいうものとされた（同条1項）。現在の投資運用業に該当するのは、投資一任契約に基づく権限であるが、投資顧問業法は投資一任契約を次のように定義していた。すなわち、投資一任契約とは、投資顧問業者が、顧客から、有価証券の価値の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約をいう（同条4項）。

投資一任業務を営もうとする投資顧問業者は、大蔵大臣の認可を受けなければならないものとされた（同法24条1項）。この認可を受けた投資顧問業者を認可投資顧問業者という。投資顧問業を営もうとする者は、大蔵大臣の登録を受けなければならないとされていたのに

25) 金商法上の忠実義務や善管注意義務が、私法上それらの義務を負う投資運用業者に対して課されている意義として、①強行規定にする点、および②違反があった場合には行政処分の対象になり、罰則が定められている場合にはその適用も受ける点にあると指摘される（神田秀樹「資産運用分野に関する横断的な法制」金融法務研究会報告書（43）『中長期的な機能別・横断的な法制の在り方』第4章（2024年6月）4-7頁。<https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kinpo/kinpo2021_2022_1_5.pdf>）。

26) 金融商品取引業者等の誠実公正義務は、1990年11月に IOSCO（証券監督者国際機構）総会で承認された証券業者に係る7つの国際的行為規範原則の第1原則を、1992年の証券取引法改正により法制化したものである（「証券取引審議会報告書—証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について—（1991年2月5日）」<https://www.jsri.or.jp/upload/da_202406_46/pdf>）。誠実公正義務は、実務的には、具体的な行為規制を解釈する際の指針または具体的な行為規制を補完する機能を有し、資本市場の健全性確保の趣旨を踏まえて解釈することが適当であると指摘されてきた（松尾直彦『金融商品取引法〔第7版〕』（商事法務、2023年）464～465頁、澤井俊之＝大多和樹「顧客本位の業務運営を確保するための金融商品取引法等改正—最善利益義務の法定化・情報提供の実質化の意義と実務への影響—」金融法務事情2224号6頁（2023年）等参照）。

対し（同法4条）、投資一任業務については認可制が採用された。投資一任契約に係る場合または他の法律に特別の規定のある場合を除くほか、他人から有価証券の価値の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任され、当該投資判断に基づき当該他人のため投資を行うことを営業とすることは禁止された（同法3条）。認可投資顧問業者の最低資本金は当初1億円であった。そのほか、投資顧問業務一般について営業保証金の供託が義務付けられていた（同法10条）。

1951年に制定された証券投資信託法（2（1）参照）においてすでに規制対象にされていた投資信託委託業と投資一任業務の整理が問題になった。形式的に投資者の人数に着目し、証券投資信託は受益権を分割して不特定多数（その後の改正で複数）の投資者の存在を前提にしているのに対し、投資顧問業者の顧客は相対すなわち1人に限るものと整理された²⁷⁾。なお、投資顧問業法制定時には、投資一任業務を営む投資顧問業については専門義務が課されており、関連業務であって投資者保護のために支障を生じることがないと認められるとして大蔵大臣の承認を受けた場合を除き、証券投資信託委託業や信託業との兼業は禁止されていた（同法31条²⁸⁾）。

認可投資顧問業者に対しては、投資顧問業者一般に課される規定が適用され、顧客から金銭・有価証券の預託を受けること等の禁止（投資顧問業法19条）、顧客に対する金銭・有価証券の貸付けの禁止（同法20条）、忠実義務（同法21条）、各種の禁止行為（同法22条）の適用を受けた。

（2）1998年改正

1998年の金融システム改革法のための関係法律の整備等に関する法律に基づく投資顧問業法の改正により、投資一任契約の定義が改められ、つぎのいずれかに該当する契約とされた。第1は、投資顧問業者が、顧客から、有価証券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るとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のために投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約である（1998年改正投資顧問業法2条4項1号）。第2は、投資顧問業者が、顧客から、有価証券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るとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されること並びに当該一任された投資判断及び当該委任された権限の全部または一部を政令で定める者に再委任することを内容とする契約である（同項2号）。投資一任業

27) 神田・前掲注（14）13頁。

28) 投資顧問業法制定時には、公的年金運用は大蔵省資金運用部に対する全額預託が義務付けられており、私的年金運用は信託銀行（信託）と生命保険会社（生保）の独占状況であった。当時は、私的年金運用についてはいわゆる5・3・3・2規制（債券・貸付金等50%以上、国内株式30%以下、外国証券30%以下、不動産20%以下）といわれる大蔵省銀行局長通達による資産配分規制が存在していたが、この規制は、1997年12月に撤廃された。

者が一任された投資権限の全部または一部を再委託することが想定されている。また、投資一任業者が証券投資信託委託業務を行う場合には認可を受ける必要があるが、そのような認可投資顧問業者についても、その締結する投資一任契約のすべてを前述した投資顧問業法2条4項2号に規定する契約とし、かつ、当該契約のすべてにつき、同号に規定する顧客から一任された投資権限の全部を同号に規定する政令で定める者に対し再委任してはならないと規定されていた（同法30条の4）。

なお、投資顧問業と投資信託委託業の兼業は禁止されていたが、1998年の投資顧問業法の改正によって、解禁された²⁹⁾。投資顧問業者が証券投資信託委託業を兼営するときは、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、その旨を内閣総理大臣に届け出ることとされ（1998年改正投信法23条1項）、証券投資信託委託業を営む投資顧問業者の各種の禁止行為が定められた（同法23条の2）。さらに、投資一任契約に係る業務を営むことを認められた認可投資一任業者が証券投資信託委託業を営む場合における投資一任契約を締結した顧客に対する禁止行為についても規定が置かれた（同法31条の2）。

（3） 2004年改正

2004年の投資顧問業法の改正によって、投資顧問業者の最低資本金が1億円から5,000万円に引き下げられた。

（4） 2006年廃止

2006年に証券取引法が改正され、法律の題名が金融商品取引法に改められた。金商法においては、投資顧問業のうち投資一任業務は投資運用業の一類型として、また、投資助言業務は投資助言・代理業として、いずれも金融商品取引業に統合された。それに伴い、投資顧問業法は廃止された。

4. 2006年改正証券取引法（金商法）以降における投資運用業規制

（1） 2006年証券取引法（金商法）改正

（イ） 概要

2006年には証券取引法が改正され、法律の題名も金融商品取引法（以下「金商法」という）に改められた。金商法と投信法で規制されていた投資信託委託業・投資法人資産運用業と、投資顧問業法で規制されていた投資一任業務と投資信託委託業が統合され、投資運用業として規制されることになった³⁰⁾。投資信託委託業と投資法人資産運用業に係る業規制が金商法

29) なお、前掲注(17)をも参照。

30) 三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法（改訂版）』（商事法務、2008年）223頁。

に移転したことにより、投信法は、仕組規制に純化し、他方、投資顧問業法は廃止された（2（7）および3（4）参照）。さらに、2006年改正において、投資運用業の一類型として新たにファンド自己運用業が追加された。こうして現行の金商法のもと投資運用業は統一的に規制されることになり、投資信託委託業、投資法人資産運用業、投資一任業およびファンド自己運用業の4つの種別から構成されることになったのである。種別の変更には変更登録を要する。金商法は、投資運用業について登録制を採用し、最低資本金を5,000万円と定めるほか、人的構成の要件やコンプライアンス要件などを課した。組織形態としては、取締役会設置会社であることが要件とされている。また、兼業規制や主要株主規制も適用されるほか、自己資本比率規制を除き第一種金融商品取引業者と平行的の財産規制が課される。

2006年改正において、ファンド自己運用業が新たに投資運用業として金融商品取引業規制に服することになったことを受け（金商法2条8項15号）、1名以上の適格機関投資家と49名以下の特例業務対象投資家を相手方として集団投資持分に係る私募またはファンド自己運用を行う場合には³¹⁾登録は不要であり届出で足りる適格機関投資家等特例業務（プロ向けファンド業務）という新たな業態が誕生した。健全な活動を行っているファンドを通じて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観点から、適格機関投資家等特例業務については登録制を採用しない一方、実態把握を可能にするため事前届出制とし、業規制の柔軟化が図られた³²⁾。適格機関投資家等特例業務については、届出制とされた以外にも、最低資本金の定めや人的構成要件・コンプライアンス要件が課されていないこと、また、行為規制も当初は虚偽説明の禁止および損失補填の禁止が定められているのみであったことなど、参入規制や業務規制が緩やかであった。ところが、投資者保護の観点から問題事例が複数発生したことなどから、2015年の金商法改正によって、適格機関投資家等特例業務の届出事項および添付書類の拡充がなされるなど参入規制が強化されるとともに、行為規制も大幅に厳格化された³³⁾。

31) 制度創設時は、1名以上の適格機関投資家と49名以下の投資家とされ一般投資家を顧客にすることも可能であった。ところが、投資家保護の観点から問題視される事案が発生するなどした結果、2016年改正によって、国・地方公共団体、日本銀行、金融商品取引業者、上場会社、純資産または資本金5,000万円以上の法人、年金基金、投資性金融資産1億円以上かつ証券口座開設1年以上経過した個人など、特例業務対象投資家の範囲は、かなり限定された。

32) 松尾・前掲注（26）412頁。

33) 投資家被害の増加を受け、2014年4月、消費者委員会と証券取引等監視委員会から、投資家に係る要件を厳格化する等制度を見直すべきとの提言・建議が出され、金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループは、2015年1月28日、「投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方」と題する報告（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20150128-1/01.pdf）を公表し、これに基づき行為規制の拡充、届出要件の厳格化、業者への行政対応および罰則の強化等の規制強化がなされた。2015年改正後の行政処分事例については、近藤光男＝石田眞得編著『事例体系 金融商品取引法』（弘文堂、2024年）1054～1060頁参照【櫻井拓之】。

(ロ) 投資運用業の種別

投資運用業とは、次の4つの行為のいずれかを業として行うことである（金商法28条4項）。

第1は、投資法人資産運用である（金商法28条4項1号・2条8項12号イ）。投資法人資産運用とは、登録投資法人と資産運用に係る委託契約を締結し、その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である。なお、運用には運用指図も含まれるが、このことは、4つの種別すべてに妥当する（金商法2条8項12号柱書）。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投信法に基づき設立された社団であり（投信法2条12号）、いわゆる会社型投信制度の創設によって認められた法人である（Ⅱ1（2）および2（4）参照）。投資法人は、不動産など有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に該当しない資産に投資することもできるが、資産運用会社³⁴⁾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とみなされている（投信法223条の3第3項）。したがって、有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に該当しない資産に運用する場合であっても投資運用業規制が適用される。

第2は、投資一任運用である（金商法28条4項1号・2条8項12号ロ）。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、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である（Ⅱ3参照）。

第3は、投資信託の運用である（金商法28条4項2号・2条8項14号）。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抛出を受けた金銭その他の財産の運用を行う行為である。投資信託には、委託者指図型投資信託と委託者非指図型投資信託があるが（投信法2条3項、Ⅱ1（1）参照）、委託者指図型投資信託においても、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特定資産に投資運用することができる（同条1項・2項）。このように、投資信託は、有価証券にもデリバティブ取引に係る権利にも該当しない不動産等の資産に投資することもできるが、投資信託委託会社が業として有価証券またはデリバ

34) ここにいう資産運用会社とは、投資法人資産運用業務を行う金融商品取引業者を指す（投信法2条21号）。

タイプ取引に係る権利以外の資産に対する投資として当該信託財産の運用指図を行うことは、投資信託運用行為に該当するものとみなされている（投信法223条の3第2項）。委託者非指図型投資信託の場合には、信託財産の運用を行うときは、信託会社等に対し、金商法の規定の一部が準用されている（同条第5項）。その結果、いずれのタイプの投資信託においても、運用指図を行う委託者指図型投資信託における投資信託委託会社または委託者非指図型投資信託における信託会社等は、有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に該当しない資産に運用する場合であっても投資運用業規制が適用されるか、または、信託業法等により実質的にそれと同等の規制が適用される³⁵⁾。

第4は、ファンド自己運用である（金商法28条4項3号・2条8項15号）。2006年の金商法において新たに追加された。受益証券発行信託の受益証券や集団投資スキーム持分等の権利その他政令で定める権利を有する者から出資・拠出を受けた金銭その他の財産を、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運用する行為である。

なお、そもそも金融商品取引業から除外されているために、上記の4つのいずれかに該当し得る行為であるものの投資運用業に係る規制が適用されない場合がある。たとえば、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）、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定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、業府令128条）、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）が所定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）などである³⁶⁾。これらの運用行為については、金融商品取引業から除外されているため、金商法上の投資運用業に係る諸規制は適用されない。

（2）投資運用業に係る一連の特例

2006年改正に際し、適格機関投資家等特例業務（いわゆるプロ向けファンド）という新し

35) 銀行等の金融機関が行う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は除外されているが（同法2条8項本文かつ書き）、投資運用業には該当するものとされている（同法28条4項）。金融機関が投資運用業を行うことは原則として禁止される（33条1項）。信託会社や信託兼営金融機関が行う運用行為も、業として行う場合には投資運用業として金融商品取引業に該当する（金商法28条4項2号・3号）。他方、信託業法は信託会社等の投資運用業務を規制している。そこで、二重規制を排除するために金商法の適用が除外されている（同法65条の5第5項）。前掲注（9）参照。

36) その他にも、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）、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（同項9号）、および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（同項9号の2）などが、金融商品取引業には該当しないものとされている。

い業態が誕生したことは前述したが（（1）（ロ）参照）、資産運用業に関連して、専ら新規参入を促進するという政策的な目的から、つぎのような特則が設けられてきた。参入要件の緩和により、資産運用業への参入を促し、その多様化・高度化を図るためであったと考えられる。

（イ）プロ向け投資運用業

第1は、いわゆるプロ向け投資運用業である。2011年の金商法改正により適格投資家向け投資運用業（プロ向け投資運用業）が新設された（金商法29条の5）。顧客がプロに限定されており、かつ、運用財産総額が200億円以下である場合には、投資運用業について登録要件を緩和するというものである。最低資本金は、1,000万円であり、取締役会設置会社である必要はなく監査役設置会社であればよい。また、外部委託との関係では、コンプライアンス業務の外部委託が可能であるなど、登録要件の一部が緩和されている。すなわち、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、業務に係る人的構成および組織等業務執行体制を記載した書面（金商業等府令9条1号）に、投資運用業者一般に求められる「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」に代えて、①委託先の商号、名称・氏名、②委託先の住所・所在地、③委託先が行っている業務の概要、④業務委託契約の概要、および⑤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。）を記載するものとされている³⁷⁾。さらに、第一種金融商品取引業の登録を要する業務が第二種金融商品取引業とみなされており、登録の種別についても特別の取扱いがなされている。

（ロ）海外投資家等特例業務

第2は、海外投資家等特例業務である。これは、組合型集団投資スキーム持分を有する海外投資家等から出資・拠出された金銭の運用を行う行為である。海外の資産運用業者の日本への受入れを一層促進するために2021年の金商法改正により導入された³⁸⁾。海外投資家等特例業務については、届出制が採用されており、最低資本金の定めがなく、適格機関投資家の出資・拠出要件も存在しない。また、出資人数の制限も課されていない³⁹⁾。組合型の集団投資スキームが対象であるが、適格機関投資家等特例業務と異なり適格機関投資家の出資要件がないほか、49名の人数制限の適用もない。また、人的構成および体制整備に関しては、常務に従事する役員として金商法に関する十分な知識・経験を有する者の配置や、十分に知見のあるコンプライアンスオフィサーの設置が求められる。もっとも、コンプライアンス業務については、外部委託が可能である⁴⁰⁾。

37) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（2025年7月）」VI-3-1-2（5）。

38) 松尾・前掲注（26）416頁。

39) ただし、非居住者による出資額が出資総額の過半数であることを要する。

海外投資家等特例業務とは、海外投資家等だけが投資者である組合型集団投資スキーム持分の自己運用業であるが、上記のように対象を絞った形で参入規制の特則が設けられた。事前届出が必要であり、届出事項は公表される（金商法63条の9第1項・4項）。なお、海外投資家等特例業務の届出をした者が当該業務を営む場合には金融商品取引業者とみなされ、その行為規制が適用される（金商法63条の9第8項）。

（ハ） 移行期間特例業務

第3は、移行期間特例業務である。海外投資家等特例業務と同じく2021年の金商法改正により導入された。外国当局から許認可等を受けており、かつ3年以上の業務実績のある外国の資産運用業者が国内に設ける営業所・事務所において、①海外投資家等を相手方とする投資一任業、②海外投資家等を出資者とする外国投資信託の投資信託委託業、または③海外投資家等を出資者とする外国籍組合型ファンドのファンド運用業のいずれかを行う場合、一定の事項について事前に届出を行っているときは、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業または投資運用業の登録は不要であり、届出だけで行うことができるが、届出日から5年に限って行うことができる（法附則3条の3第1項・5項）。移行期間経過後に業務を継続する場合には、必要な登録または他の届出を行わなければならない（法附則3条の3第1項・2項）。

こうして、投資運用業については、数次の法改正により、様々な特例や例外規定が定められており、参入規制が複雑化している。

Ⅲ. 運用権限の委託に係る規制

1. 2024年改正前

（1） 2024年改正前金商法42条の3の沿革

投資運用業者にとって運用権限はその中核的な権限である一方、専門化や分業化、投資対象である金融商品の多様化や地域の拡大の中で、効率的運営やリスク分散等の観点から運用権限を適切に外部委託するニーズは大きい。そして、適切な業務の外部委託は、究極的には投資者の利益に資する可能性がある。

2024年改正前金商法42条の3は、内閣府令で定める事項について投資一任契約等にあらかじめ定めることによって、投資運用業者が「政令で定める者」に対して有価証券およびデリバティブ取引に係る権利に対する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

40) 金融庁「令和3年銀行法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について」における「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2021年11月10日）176番参照。

全部または一部を再委託することができる旨を定めていた⁴¹⁾。同趣旨の規定は、1998年の証券投資信託及び証券投資法人に関する法律において新設されたものであり、2006年に廃止された投資顧問業法においても定められていた。2024年改正前金商法42条の3はこれらの規定を引き継いだものである。

1998年の証券投資信託及び証券投資法人に関する法律において、証券投資信託委託会社は、その権限の全部または一部を委託することができるものとされ（1998年改正投信法17条1項）、政令で定める者に当該指図に係る権限の全部又は一部を委託する場合においては、当該政令で定める者の指図が「委託会社の指図」に含まれることが明確にされた（同法2条1項）。もっとも、証券投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての証券投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を委託してはならないものとされていた（同法17条2項）。投資顧問業法も同様に、1998年改正により投資顧問業者が一任された投資判断および委任された権限を再委託することを許容する一方（1998年改正投資顧問業法2条4項2号）、その締結する投資一任契約の全てを再委託する契約をし、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」に再委託することを禁じていた（同法30条の4）。

（2）2006年改正前投信法の規制の概要

1998年の証券投資信託及び証券投資法人に関する法律の改正により、投資信託委託業者および投資法人から運用権限の委託を受けた運用会社が、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が認められた。すなわち、証券投資信託委託会社は、その権限の全部または一部を委託することができるものとされ（1998年改正投信法17条1項）、政令で定める者に当該指図に係る権限の全部又は一部を委託する場合においては、当該政令で定める者の指図が「委託会社の指図」に含まれることが明確にされた（同法2条1項）。この改正の背景には、委託会社がつねに自分で運用を行わなければならないという規範が妥当かどうか再考の余地があり、米国や英国のように外部の運用業者等に運用を委託し、委託会社はファンドの管理に責任をもつという体制が軸になるべきであるという考え方があった⁴²⁾。もっとも、証券投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての証券投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を委託してはならないものとされていた（同法17条2項）。

これに対し、1998年改正投信法で導入された証券投資法人は、資産運用に係る業務を運用

41) 委託できる運用権限は、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運用と規定されており、たとえば現物不動産の運用などは委託の対象ではない（金融庁・パブコメ回答（平成19年7月31日）439頁2番参照）。本稿は、有価証券またはデリバティブ取引に係る運用権限をもっぱら対象にする。

42) 神田・前掲注（14）16頁。神田教授は、委託会社が運用を委託する場合には運用者の選任・監督について責任をもち、運用者は運用者としての責任と義務、そして受託者ないし保管者には保管者としての責任と義務を課すなど、関係者の機能に応じた義務と責任の整備が重要であると指摘されていた。

会社に委託しなければならないものとされた（1998年改正投信法198条）。運用会社の委託先は、証券投資信託委託業者、投資一任業務の認可を受けた投資顧問業者（（2）参照）、または総理府令・大蔵省令で定めるその他の法人のいずれかでなければならないものとされた（同法199条）。証券投資信託委託業者は、証券投資法人の委託を受けてその運用会社となる場合において、当該委託に係る契約の定めるところにより、当該証券投資法人から委託された資産の運用に係る権限の一部を政令で定める者に対し、再委託することができるものとされた（同法202条1項）。資産運用の委託を受けた運用会社は、委託元である投資法人から委託された運用権限の全部を再委託することは認められていなかった。そして、運用会社および当該運用会社から再委託を受けた政令で定める者が、その任務を怠ったことにより証券投資法人に損害を生じさせたときは、その運用会社等は、当該証券投資法人に対し連帯して損害賠償責任を負うものとされた（同法204条3項）。

証券投資法人から運用権限の委託を受けた運用会社がその運用権限の一部を再委託することを認めた理由は、横断性と自由度の高い法制の整備により金融のイノベーションを促進して多様な金融商品の開発を可能にするためであった。運用の多様化や複雑化等によって自己より高度または適切な専門業者に委託することが顧客や権利者の利益になるためであり、他方すべての運用財産について運用権限の全部を委託できない理由は、投資運用業者の自己執行義務によると説明されていた⁴³⁾。

（3） 2006年廃止前投資顧問業法の規制の概要

1998年改正投資顧問業法により、投資一任契約の一類型として、投資顧問業者が、顧客から、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されること並びに当該一任された投資判断及び当該委任された権限の全部または一部を政令で定める者に再委任することを内容とする契約（1998年改正投資顧問業法2条4項2号）が認められた。投資一任契約の定義上、個別の投資一任契約については、投資顧問業者が一任された投資権限の全部または一部を再委託することが許容されている。しかし、証券投資信託委託業を行うための認可を受けた認可投資顧問業者が、その締結する投資一任契約のすべてを前述した投資顧問業法2条4項2号に規定する契約とし、かつ、当該契約のすべてにつき顧客から一任された投資権限の全部を政令で定める者に対し再委任するものとしてはならない（同法30条の4）。すなわち、認可投資顧問業者は、自己の締結する投資一任契約のすべてについて投資権限の全部を再委任することは認められていなかった。

43) 近藤=石田編著・前掲注(33)909頁【今井嘉文】。

2. 2024年改正

(1) 経緯—市場制度 WG・資産運用 TF 報告書

2024年改正金商法および改正投信法は、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に依拠している。同報告書は、投資運用業者がその運用指図権限の全てを委託することを許容すべき理由を次のように説明する。「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事が考えられる。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事が期待される。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。⁴⁴⁾」

(2) 2024年改正の概要

(イ) 金商法改正

2024年5月15日の金商法改正により、42条の3第2項が改正された。2024年改正前金商法42条の3は、第1項において、投資運用業に係る契約において政令で定める者⁴⁵⁾に対して全部または一部の運用権限を委託することを認めながら、第2項において、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を政令で定める者に委託してはならないと定めていた。2024年改正により2項のこの規定は削除された。その結果、投資運用業者はそのすべての運用財産に係る運用権限の全部を政令で定める者に委託することが認められた。その上で、個々の運用契約において運用権限の全部または一部の委託を認める同条第1項の規定を受けて、改正法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

44) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲注(4)7頁。

45) 業務委託先として「政令で定める者」は、国内外の投資運用業者とされている(金商法施行令16条の12第1号・2号)。内閣府令は、①権利者のため運用権限の全部または一部を委託する旨、②委託先の商号・名称、③委託の概要、および④委託に係る報酬の額またはその計算方法について投資一任契約等に定めるべきものとする(金商業等府令131条1項)。委託先が再委託する場合には、上記①～④の事項について再委託に関しても記載しなければならない(同項1号かっこ書き)。

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」と改められた（2024年改正金商法42条の3第2項）。

立法理由は、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すなわちファンドの企画・立案に特化する投資運用業者の誕生を認めることにある。ただし、その場合には、前述したように、委託元は、運用の対象や方針を決定するとともに、委託先を適切に選定し監督するための体制を整備し、かつ、委託先が委託された業務を適正に遂行できない場合の対応策を整備しておくことが求められる。投資運用業者が運用を任されたすべての運用財産に係る運用権限の全部を外部委託する場合において、委託元である投資運用業者が最低限行わなければならない業務を明らかにしたものと言えよう。

（ロ） 投信法改正

金商法の改正に平仄を併せ、2024年投信法改正により、改正前12条1項が削除された。同条同項は、「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。」と規定していた。これにより、投資信託委託会社が運用指図を行うすべての委託者指図型投信についてその運用指図権限の全部を委託することが可能になった。

また、投資法人から運用権限を委託された資産運用会社についても、当該投資法人から委託された資産の運用に係る権限の全部を再委託することを禁じていた投信法202条1項の規定が削除された。これにより、投資法人から運用を委託された資産運用会社は、その投資法人から委託された資産運用権限の全部を再委託できることになった⁴⁶⁾。

（3） 委託するための要件

2024年改正の前後を問わず、投資運用業者が運用権限を委託するためには、「政令で定める者」を委託先としなければならない。政令で定める者は、国内外の投資運用業者とされている（金商法施行令16条の12第1号・2号）。

さらに、2024年改正の前後を問わず、投資運用業者が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」ことが必要である。内閣府令では、①権利者のため運用権限の全部または一部を委託する旨、②委託先の商号・名称、③委託の概要、および④委託に係る報酬の額またはその計算方法について契約等で定めることを求めている（2025年改正前金商業等府令131条。改正後は131条1項）。投資運用業者に

46) なお、委託者非指図型投資信託においては、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政令で定める者その他の者に対し委託することを禁止する規定は維持されている（投信法55条1項）。厳格な要件を課した上で信託業務の一部の委託のみを認める信託業法における規制（信託業法22条）等との平仄を図ったものと考えられる。

としては運用権限がその中核的な権限であるから、契約その他の法律行為において上述した①～④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と透明性を確保するためである。

2024年改正前法の下では、投資運用業者がその運用するすべての資産に係る運用権限の全部を委託することが禁止されていたが、2024年改正によりそれが可能になった。投資運用業者がその運用するすべての資産に係る運用権限の全部を委託する場合には、委託先に対し運用の対象および方針を示すとともに、「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」として内閣府令で定める措置を講じなければならない（金商法42条の3第2項）。内閣府令では、①委託先の選定の基準および委託先との連絡体制の整備、②委託先の業務遂行能力および委託契約の遵守の状況を継続的に確認するための体制の整備、および③委託先が当該委託に係る業務を適正に遂行することができないと認められる場合の対応策の整備が求められている（2025年改正金商業等府令131条2項1号～3号）。

監督指針において、委託先が委託に係る業務を適正に遂行することができないと認められる場合の対応策としては、業務の改善の指導や委託の解消等が考えられるとされる⁴⁷⁾。また、業務委託先等の選定については、当該者に係る取引執行能力、法令等遵守状況、信用リスクおよ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った点にも留意すべきとする⁴⁸⁾。このことに対応して、金商業等府令9条1号に基づく「投資運用業の業務に係る人的構成および組織等業務執行体制を記載した書面」における「資産の運用に係る業務運営体制」の箇所に、運用を外部委託（再委託する場合を含む。）する場合には、外部委託先の選定およ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る⁴⁹⁾。また、「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、運用の指図その他各部門に関する内部検査等を担当する部門および各事務処理体制等細則に関する事項を記載すべきものとされているが、この運用指図には外部委託先の運用の指図または運用が含まれるとされ⁵⁰⁾、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内部検査等の社内管理体制を整備すべきものとされている⁵¹⁾。

47) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-2-2-1(1)④。2024年の監督指針の改正により、委託先が委託された業務を適正に遂行することができないと認められる場合の具体的な対応策として、業務の改善の指導や委託の解消等が明記された。投資一任業につき、同監督指針VI-2-2-1(1)④、投資信託委託業等につき同監督指針VI-2-3-1(1)④、ファンド運用業につき同監督指針VI-2-5-1(1)④。

48) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-2-2-1(1)⑤ [投資一任業]、VI-2-3-1(1)⑥ [投資信託委託業等]、VI-2-5-(1)⑤ [ファンド運用業]。

49) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(3)②ハ。

50) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(3)⑤。

IV. ミドル・バックオフィス業務の委託と登録要件の緩和

1. 投資運用関係業務受託業の創設

2024年の改正金商法は、ミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能にした上で、投資運用業の登録要件を一部緩和した。投資運用業者の多様化と健全な競争促進を図るためである。市場制度 WG・資産運用 TF 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) 計算やコンプライアンス指導等に関する業務（いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」）の3つを挙げた上で、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する⁵²⁾。

同報告書は、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に対するミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の登録要件を一部緩和することを提言した。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。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または一部を受託する事業者について、参入規制および行為規制（善管注意義務等）を課すとともに、当局による監督の対象にすることによって、業務の質を確保するものとする⁵³⁾。

この提言を受けて、2024年金商法改正が行われた。金商法29条の2第1項に5号の2が新設され、登録申請書面の記載事項に「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」が追加された。さらに同条同項12号により「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

51) 投資信託委託業者が ESG 投信の運用を外部委託する場合について、監督指針は、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投資戦略、ポートフォリオ構成、参照指標および定期開示の内容を反映した開示をするか、これらの開示が困難な場合にはその理由を説明すること、また、外部委託先に対するデューデリジェンスや外部委託運用の投資戦略、ポートフォリオ構成、参照指数等の内容を確認するための体制整備を投資信託委託会社に求めている（「金融商品取引業者等向けの監督指針」・前掲注（37）VI-2-3-5（3）⑥および（4）①）。

52) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲注（4）6頁。

53) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲注（4）6頁。

項」が記載事項として追加された。これらの事項は、後述するように緩和された登録要件が適用されるかどうかを判断するために必要な情報である。

投資運用業に関する投資運用関係業務は、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」（金商法2条43項1号）と、②「法令等を遵守させるための指導に関する業務」（同項2号）から成る。投資運用業等を行うことができる者の委託を受けて、その者のために上記①または②のいずれかの投資運用関係業務を業として行うことは、投資運用関係業務受託業（同条44項）、投資運用関係業務受託業を行うために内閣総理大臣の登録を任意に受けた者は投資運用関係業務受託業者と定義されている（同条45項）。投資運用関係業務受託業者は、後述するように、参入規制および行為規制の適用を受けるとともに、当局の監督に服することになる。

そして、投資運用関係業務受託業者に投資運用関係業務を委託した投資運用業者については、投資運用業の登録要件が緩和されることになった。

2. 登録要件の緩和

(1) 2024年改正

資産運用業に係る参入規制は、数次にわたる金商法改正によって、適格機関投資家等特例業務、適格投資家向け投資運用業および海外投資家等特例業務といった特例や例外が認められてきたため（Ⅱ4（2）参照）、多様かつ複雑になっている。

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、財務上の要件としては、最低資本金5,000万円かつ純財産額5,000万円以上であり、その他にも業務を的確に遂行するに足りる人的構成要件や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が課されている。コンプライアンス態勢の整備は業務の適切性を確保するために極めて重要であり、登録規制に関しては、金融商品取引業の登録を行おうとする者に対し一般的に、法令等を遵守させるための指導に関する業務を統括する者その他これに準ずる者として内閣府令で定める者の氏名を登録申請書に記載すべきものとされている（金商法29条の2第1項4号、金商法施行令15条の4第1号）⁵⁴⁾。

2024年改正金商法により、投資運用業に関して、顧客から金銭または有価証券の預託を受けず、かつ、登録申請者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者に顧客の金銭または有価証券を預託させない投資運用業については、財務要件が緩和され、最低資本金の額および純資産額は、1,000万円とされた（金商法29条の4第1項4号イ・同条同項5号ロ・

54) 内閣府令では、部長、次長、課長その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、コンプライアンス指導業務を統括する者の権限を代行し得る地位にある者と定めている（金商業等府令6条1項）。

31条5項、金融商品取引法施行令15条の7第1項4号かっこ書き)。自己または密接関係者が顧客の財産の預託を受けない場合には、投資運用業に係るリスクはかなり限定されるためであろう。

次に、人的構成要件と体制整備要件については、2024年改正金商法29条の4第1項1号ホ(2)により、金融商品取引業一般について当該業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者として内閣府令で定める基準に該当しないことが登録要件として求められている。監督指針は、従前から、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、および金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要となるコンプライアンスおよびリスク管理に関する十分な知識・経験を有することを必要としていたが、今般の改訂により、注が追加され、「金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要となるコンプライアンスおよびリスク管理に関する十分な知識・経験」とは、金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要となるコンプライアンスおよびリスク管理に関する意思決定を適切に行うことができる知識・経験をいい、過去に投資運用業に関する業務に従事していた経験は必ずしも問わないことが明確化された⁵⁵⁾。

投資運用業の登録を受けるためには、権利者のために資産運用を行う者が運用を行う資産に関する知識および経験を有する者であることを、また、運用権限を委託する場合には当該委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者が運用を行う資産に関する知識および経験を有する者であることを確保する必要がある⁵⁶⁾。さらに、投資運用業者は、原則として、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)を設置し、その担当者として十分な知識および経験を有する者を十分に確保しなければならない⁵⁷⁾。ところが、①法令遵守の観点から定期的な業務実態の把握、課題の指摘および対応策の検討その他これに関連する業務、②コンプライアンスに関する社内規則その他マニュアル等の案文作成・管理、および③コンプライアンス研修の定期的な企画・実施その他コンプライアンスに関する情報の提供のすべてを投資運用関係業務受託業者に委託している場合には⁵⁸⁾、その業務の監督を適切に行う能力を有する役員または使用人を確保すれば足りるものとされた(2024年改正金商法29条の4第1項1号の2)。監督指針では、投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する者とは、投資運用関係業務受託業者に委託する投資運用関係業務の内容を理解し把握するとともに、当該投資運用関係業務受託業者に対して適確に指示を行う能力がある者をいい、当該投資運用関係業務を直接遂行するにあたって必要な知識および経験ならびに過去に投資運

55) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①ロおよびロ(注)。

56) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①ハ。

57) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①ニ。

58) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①ニおよびVI-3-1-1(7)

①ロ a~c。

用業に関する業務に従事していた経験は問わないことが明示された⁵⁹⁾。

運用対象財産に係る計算および審査の要員確保などの態勢整備についても、①投資信託財産の基準価額の算出および当該算出に向けた投資信託の設定・解約の集計、資産の約定照合、利金・配当金等の計上等を含む投資信託財産に係る計算およびその審査、または、②①以外の運用対象財産の評価額の計算およびその審査を投資運用関係業務受託業者に委託する場合には、委託した当該投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する者が確保されていけば足りるとされる⁶⁰⁾。

こうして、投資運用関係業務受託業者に投資運用関係業務をアウトソースすることによって、委託した当該業務に関する知識および経験を有する役員・使用人を自ら確保する必要はなく、委託した当該業務の監督を適切に行う能力を有する役員・使用人を確保していれば足りるものとされ、登録要件が緩和されたのである。

投資運用関係業務を委託する場合には、登録申請書において、その旨ならびに委託先の商号、名称または氏名、およ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記載しなければならない（金商法29条の2第1項12号）。監督指針では、運用権限を委託する場合には、委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者（金商業等府令6条2項2号）について、各人ごとに運用を行う資産に係る知識・経験を記載すること⁶¹⁾、コンプライアンス指導業務を投資運用関係業務受託業者に委託し、その監督を適切に行う能力を有する者を確保する場合には、当該者の当該投資運用関係業務の監督に係る知識・経験を記載すること⁶²⁾、投資信託財産の計算事務を投資運用関係業務受託業者に委託する場合には、その旨を記載すること⁶³⁾が求められており、人的構成要件や体制整備要件について緩和された登録要件が適用される場合かどうかを申請時に判断できるよう手当されている。

こうしてミドル・バックオフィス業務である投資運用関係業務を任意の登録をした業者すなわち投資運用関係業務受託業者に委託する場合には、登録要件が緩和されることになった。

（２）登録要件緩和の背景

2024年改正金商法による登録要件の緩和の目的は、資産運用業の多様化および競争の促進等を通じた資産運用業の高度化にあることは前述したとおりである。そして、資産運用業への参入要件を緩和する方向性は、業者の義務および行為規範の強化やその実効性確保によっ

59) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①ニ。

60) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(1)①へmおよびVI-3-1-1(7)①イa・b。

61) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(3)③。

62) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(3)④。

63) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37) VI-3-1-1(3)⑦ロ。

でも支えられ正当化されるであろう。事前規制から事後規制への流れの一環として捉えることもできよう。最近の重要な動向として、以下の2点を指摘できる。

第1は、2023年に成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律により、金融サービス提供事業者に対し、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行する義務が横断的に課された点である（金融サービスの提供及び利用環境の整備に関する法律2条1項）。これに伴い、金融商品取引業者および登録金融機関に課されていた2023年改正前金商法36条1項の誠実公正義務の規定は削除された。この義務は、善管注意義務ないし忠実義務よりも上位の一般概念であり、そこに「顧客等の最善の利益を勘案しつつ」が付け加えられたものであるとされ、これに違反した場合には、行政処分の規定のある法律（投資運用業者の場合には金商法）における当該規定に基づいてまたはその趣旨にかんがみて行政処分が可能であるとされる⁶⁴⁾。投資運用業者には善管注意義務や忠実義務が課されており、顧客等の最善の利益を勘案しつつ誠実公正に業務を遂行する義務は屋上屋を重ねるようにも思われるが、主として監督法上の規範として実務的に大きな影響力を持ち得ると考えられる。

第2に、投資運用業者の行為規範との関連では、とくにプロダクトガバナンスの向上による金融商品の組成・運用における品質管理のあり方が注目される⁶⁵⁾。2017年に策定された顧客本位の業務運営に関する原則は2024年9月26日に再改訂された。新たに追加されたプロダクトガバナンスに関する補充原則は、資産運用業者に対するプロダクトガバナンスすなわち適切な運用商品の組成と管理や運用体制の開示等に係る行為規範を原則の形で示すものである⁶⁶⁾。顧客本位の業務運営に関する原則自体は法的拘束力を当然にもつものではないが、顧客の最善の利益を勘案し、誠実公正に業務を遂行する法定の義務および投資運用業者の善管注意義務・忠実義務の解釈に際し、プロダクトガバナンスに係る同原則の補充原則は、参照される可能性があるだろう。

3. 投資運用関係業務受託業の規制概要

投資運用関係業務受託業者は、2024年改正金商法で新設された第3章の5において規制されている。投資運用関係業務受託業については、任意の登録制が採用されている（金商法66条の71）。市場制度WG・資産運用TFの報告書は、「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

64) 神田・前掲注(14) 4～9頁。

65) 市場制度WG・資産運用TF報告書・前掲注(4) 4～5頁参照。

66) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する補充原則」（2017年3月30日策定、2021年1月15日改訂、2024年9月26日再改訂）における「プロダクトガバナンスに関する補充原則」参照。<<https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240926/02.pdf>>

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」ため、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、任意の登録制を採用することを提言していた⁶⁷⁾。

登録制には、登録を強制すれば担い手がなくなるといった事情もある一方、委託元にとっては、委託先が投資運用関係業務受託業者として登録されていれば人的・組織的事項に係る登録要件が軽くなる等のメリットがある上、投資運用関係業務受託業者は当局の監督に服するため安心して業務を委託できるという積極的な効果が期待される⁶⁸⁾。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高くしすぎることの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る。

投資運用関係業務受託業者とその役員および使用人に対して、委託者のため誠実かつ公正に業務を遂行する義務（金商法66条の76）、委託者に対する忠実義務（同法66条の77第1項）と善管注意義務（同条第2項）が課されている。運用権限の委託の場合には、委託先は権利者に対して直接義務を負う構造になっているのに対し、投資運用関係業務を受託した者は、委託した投資運用業者に対してのみ義務を負うものとされている。その理由は、投資運用関係業務は広い裁量的権限すなわち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ないとしたものと考えられる。すなわち、投資運用関係業務に係る委託関係は、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の契約であるため、当該契約関係に基づいて、委託先は契約の相手方である委託元に対してのみ義務および責任を負うという考え方に基づくものと考えられる。

投資運用関係業務受託業者に対しては、適確に業務を遂行するための業務管理体制の整備義務（金商法66条の78）、名義貸しの禁止（同法66条の79）、再委託の禁止（同法66条の80）や記録の保存義務などの行為規制が課される。このうち再委託の禁止について述べると、投資運用関係業務受託業者は、内閣総理大臣の承認を受けない限り、他の者に登録を受けた投資運用関係業務を委託することができない（金商法66条の80第1項）。なお、再委託する業務が事務的な業務に留まる等、投資運用関係業務に付帯するにすぎない場合にはそもそも再委託に係る規律は適用されない⁶⁹⁾。投資運用関係業務の再委託の承認申請が認められないのは、投資運用関係業務の再委託（2以上の段階にわたるものを含む。）を行うことが「承認

67) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲注（4）6頁。

68) 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るため、後述するコンプライアンス指導業務について大きな法律総合事務所が登録することには容易でないと推察される。むしろブティック型の法律事務所、コンプライアンス指導業務の受託に特化した法律事務所などが登場し、任意の登録制度を利用して登録することが期待される。

69) 金融庁『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）投資運用関係業務受託業者向けの監督指針』（2025年6月）Ⅲ-2-2。<<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/im-rs/im-rs.pdf>>

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」に限る（同条2項）。監督指針では、①投資運用関係業務受託業者以外の者にその受託する投資運用関係業務の全部を再委託する場合、または②その受託する投資運用関係業務の再委託につき、委託者に説明し承諾を得るための体制を整備していない場合には承認がなされないとされる⁷⁰⁾。逆に言えば、委託者の承諾を得るならば、委託を受けた投資運用関係業務の一部を再委託することができる。なお、再委託の承認を得た場合における外部委託管理態勢の整備については、後述する金融商品取引業者による事務一般を外部委託する場合の留意事項に準じて取り扱うものとされている⁷¹⁾。

投資運用関係業務受託業者に対する監督に係る規定（金商法66条の82から66条の89まで）および職務代行者の選任など雑則における規定（同法66条の90から66条の93まで）については、省略する。

4. 投資運用関係業務の意義

投資運用関係業務受託業者に委託することによって委託元である投資運用業者の登録要件が緩和されるという法的効果が生じる。投資運用関係受託業務とは、具体的には、計算関係業務とコンプライアンス指導業務である。なお、投資運用関係業務の対象になる業務は、投資運用業に限られるものではなく、適格機関投資家等特例業務または海外投資家等特例業務にも及ぶ。

「投資運用関係業務は、委託する業者における投資運用業の質を左右し得る一定の継続性・能動性を有するものであり、そのような性質を有しない業務は投資運用関係業務には該当しない」とされる⁷²⁾。

計算に係る投資運用関係業務（金商法2条43項1号）は、次の2つの業務から成る⁷³⁾。第1は、投資信託財産に係る計算およびその審査であって、投資信託財産の基準価額の算出⁷⁴⁾、当該算出に向けた投資信託の設定・解約の集計、資産の約定照合、利金・配当金等の計上等を含む業務である。第2は、運用対象財産の評価額の計算のための業務である。計算関係業務の範囲はかなり広範であり、海外ファンドにおけるファンド・アドミニストレーターの機能とカストディアン機能を総合したものから委託者（投資者）の名簿管理やAML/KYC機能を除外したものとして理解できるように思われる。

コンプライアンス指導に係る投資運用関係業務（金商法2条43項2号）とは、第1に、法令等遵守の観点から定期的な業務実態の把握、課題の指摘および対応策の検討その他これに

70) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-2-2。

71) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-2-2(注)。

72) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-3-1-1(2)。

73) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-3-1-1(2)イ。

関連する業務である。第2は、コンプライアンスに関する社内規則その他マニュアル等の案文作成・管理、第3は、コンプライアンス研修の定期的な企画・実施その他コンプライアンスに関する情報の提供に係る業務である⁷⁵⁾。

次に、コンプライアンス指導業務と、参入規制の緩和と結び付く形ですでにコンプライアンス業務の外部委託が認められている適格投資家向け投資運用業におけるコンプライアンス業務を比較することによって、コンプライアンス指導業務の内容を明らかにしたい。適格投資家向け投資運用業について、監督指針は、コンプライアンス業務を外部委託する委託元以下を求めている⁷⁶⁾。①委託先の選定に関する方針・手続を明確に定めていること。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こと。③弁護士または弁護士法人その他これに準ずる者にコンプライアンス業務を委託する場合には、(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

74) なお、投資信託の基準価額は、投資信託委託会社が公表義務を負っているが、受託者である信託銀行も計算を行う二重計算と言われる問題がある。二重計算は、投資信託に係る日本独自の慣行であるとされ、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。二重計算によりダブルチェックがなされ正確性が確保されたり委託会社に対するけん制が働き利益相反が軽減されたりするという意義もある一方、追加的なコストや参入障壁の要因になっているという指摘がある。諸外国においては、計算業務については、ファンド・アドミニストレーター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とされる。法律上は、投信法15条および同法施行規則26条1項9号に定める「受益証券基準価額帳」の作成義務も含めた投資信託財産に関する帳簿書類の作成義務が委託会社に課されているほか、投資信託受益証券の発行者が委託会社とされていることなどから、基準価額の計算は委託会社の義務であると解されてきた(投資信託のガバナンス懇談会「投資信託のガバナンス懇談会 報告書—基準価額の算定についての考え方について」3～4頁参照)。もっとも、運用と計算の分離を図ることが恣意性の排除や公正性確保の観点から望ましいとも言え、金融商品取引法も委託会社が基準価額の計算事務を外部委託することは禁止しておらず、実務においても委託会社が計算事務を計算会社や資産管理専門信託銀行などに委託することが広く行われてきた(同4頁)。2024年の金商法および投信法の改正も、委託会社による投資信託の計算事務の外部委託は可能であるという前提に立っている。

一者計算が実現すれば、委託会社は投資信託計理システム等を保有する必要がないなど、より合理的・効率的にファンド・マネジメント事業を行うことが期待される。二重計算の解消に向けて、2018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」および2019年9月に基準価額算出に係る実務者検討委員会が公表した「基準価額算出に係る実務者検討報告書」および2020年7月に公表した「『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」等において、二重計算を改める方策が検討されてきた。一者計算と並行して、関係者の牽制等が働く態勢が必要であるとして、①外部委託の対象事務や外部委託先の選定に関する方針・手続の明確化、②委託先において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の整備、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基づいて、計算業務の外部委託化が議論されてきた(前掲「実務者検討報告書」8～11頁)。近年、受託者のみによる一者計算を行う投資信託も徐々に増加してきている。

75) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-3-1-1(2)ロ。

76) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37)Ⅵ-2-7-1(2)。

ることができる認められる者であること、(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、(i)法令等遵守の観点から業務実態の把握・検証、(ii)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、(iii)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、(iv)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。)、(v)その他の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を規定していること。これらの業務には重なる部分があるものの、コンプライアンス業務には含まれる上記①および②の観点投資運用業関係業務受託業としてのコンプライアンス指導業務には含まれないのは、委託先が前述した規制および監督に服する投資運用業関係業務受託業者に限定されているためであると考えられる。

5. 投資運用業者の業務委託

(1) 問題提起

投資運用業者さらに一般的には金融商品取引業者がその業務を外部委託する場合には、そもそも委託することができないコア業務、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の4つに大別することができると思われる。とくに投資運用業関係業務受託業の創設により、それぞれの類型間の線引きの基準であるとか、類型ごとに業務の外部委託についてどのようなルールを構築すべきかについて、2024年の金商法改正を契機にして、若干の試論を述べたい。

(2) 委託することのできないコア業務

金融商品取引業者のコア業務についてはもちろん、付随業務や経営管理上の判断を伴う一般事務の外部委託も含め、金融商品取引業者の業務の外部委託は原則として制限的に解されているように思われる。しかし、資産運用業については、1998年の投信法改正によって、委託先を限定するとともに委託に伴う関係者の義務・責任関係を明確化した上で、そのコア業務である運用権限の委託を認めた。すなわち、資産運用業者は、その運用するすべての財産についての運用権限の全部を外部委託するのではない限り、個別の運用委託に基づく運用権限の全部または一部を委託することが認められた。さらに2024年改正金商法によって投資運用業者がその運用するすべての財産についての全部の運用権限を外部委託することが許容されるに至った。

投資運用業者は運用権限というコア業務ですらその全部を委託することが認められるが、運用権限を委託する場合には政令で定める投資運用業者等の所定の者に対してだけ委託することができるという委託先の資格制限が課されているほか、当該委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者を置かなければならず、委託先の監督を行うことが当然の前提にされている(金商法42条の3第1項・29条の2第1項4号・29条の4第1項2号・3号口、金商法

施行令15条の4第2号、金商業等府令6条2項2号)。さらに後述するように、委託先が金商法上の行為規制の適用を受けるほか、投信法では委託先の権利者に対する責任等について特別の規定が置かれている。

その運用するすべての財産についての運用権限の外部委託を認めた2024年改正金商法は、運用権限の委託に際し、投資運用業者は委託先に対し「運用対象および方針」を示すこと、および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委託した業務の適正な実施を確保するための措置を講じることを求めている（2024年改正金商法42条の3第2項）。

このことから、第1に、運用対象および方針を策定する権限は、投資運用業者が外部に委託することができない委託元に固有の権限であると解される。

第2に、投資運用業者の当該投資運用業全体のリスク管理もまた、委託元が外部者に委託することができない固有の権限であると解される。投資運用業全体のリスク管理には委託した運用権限に基づく業務についてのリスク管理も当然含まれる。すなわち、リスク管理業務は外部委託することの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される。外部委託する場合には、委託に伴うリスク管理の一環として、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その実施もまた、投資運用業者が外部委託することのできない固有の権限であるとともに任務であると考えられる。

（3） 投資運用関係業務—計算業務とコンプライアンス指導業務

投資運用関係業務以外の投資運用業に付随する業務や関係する業務を外部に委託することは自由にできるのであろうか。2024年の改正金商法によって新たに導入された投資運用関係業務は、計算業務とコンプライアンス指導業務であるが、なぜこれら2つの業務だけが投資運用関係業務とされたのであろうか。反対に、ここに挙げられていない事務を委託することの可否と可能であったとした場合に何らかのルールはあるのだろうか。

投資運用関係業務に関して金商法が一定の規定を設けているのはなぜか。第1に、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指導業務は、投資運用業にとって最も中核的なコア業務というわけではないが、投資運用業の質を左右し得る重要かつ不可欠な業務であること⁷⁷⁾、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こと。第2に、これらの業務は高度の独立性と専門性を必要とし、適切な外部の専門性を有する者によって担われるのであれば、外部委託が定型的に不適切であるとはいえず、かえって望ましい場合もあると考えられること。第3に、計算業務とコンプライアンス指導業務は、投資運用業者にとって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指導業務を行うことを前提にした登録要件が定められて

77) 投資運用関係業務受託業者向けの監督指針・前掲注(69)Ⅲ-3-1-1(2)。

いること。すでに見たように、これらの業務を念頭においた人的要件や組織要件が課されており、登録要件に組み込まれている⁷⁸⁾。

計算業務とコンプライアンス指導業務の外部委託について、2点述べる⁷⁹⁾。第1に、適格投資家向け投資運用業（プロ向け投資運用業）については、すでにコンプライアンス業務自体の外部委託が認められていたし、投資信託においては従前より委託会社から信託銀行や計算会社等に対し計算事務を委託することが広く行われてきていた。今般の金商法改正により、投資運用業者が計算業務やコンプライアンス指導業務を委託することができることが確認された。しかし、これらの業務がおよそ外部委託することのできない業務であるわけではないことはすでに自明であった。

第2に、コンプライアンス指導業務については、規定の文言上は、コンプライアンスそのものに係る業務は、委託元が委託することができないコア業務であるということになりそうである。では、委託することができることが明記されていないその他の業務や事務の委託については一体どのように考えるべきであろうか。

（4）一般事務の外部委託

投資運用業者のコア業務である運用権限以外の業務や事務の外部委託に係る金商法上の規制を概観する。金商法上、投資運用業者による運用権限の委託に係る規定は置かれているものの、2024年改正金商法によって新設された投資運用関係業務を除き、業務委託について特段の規定は有しない。

しかし、金融商品取引業務が外部委託されていることを前提にする規定が置かれている。すなわち、親法人等および子法人等から除外される者として自己または親法人等・子法人等の金融商品取引業務の遂行のために密接に関連する業務を行っている者が挙げられており、「密接に関連する業務」の意義（金商法31条の4第3項・4項、金商法施行令15条の16第1項・2項、金商業等府令32条）について、監督指針は「経営管理上の判断等を伴うことのない業務」であると述べた上で、そのような業務であっても、金融商品取引業者等の親子法人または金商業等府令32条1号・2号に規定する会社⁸⁰⁾以外には外部委託できないことが原則であるとされる⁸¹⁾。密接関連業務として、具体的には、①帳簿、計算書、伝票等の作成、整理、保管、②コンピュータ関連業務（システム開発、保守管理、データの保管管理、電算処

78) もっとも、適格機関投資家等特例業務と海外投資家等特例業務については、コンプライアンス業務を外部委託することが可能とされている。

79) 計算業務については、前掲注(74)参照。

80) 金商業等府令32条1号・2号は、親法人等および子法人等から除かれる者を定めており、専ら自己、または自己およびその親法人等・子法人等の金融商品取引業務等の遂行のための業務を行っている者などが指定されている。

81) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37)IV-3-1-4(7)③。

理等)、③有価証券の管理、整理等に関する業務、④名義書換の取次業務、⑤公社債・投資信託の元利金請求業務および⑥金融商品取引所・金融商品取引業者等間等の有価証券の受渡決済業務が挙げられている。なお、金融商品取引業に関して経営管理上の判断等を伴うことのない業務であるけれども、密接関連業務には該当しない業務としては、(i)店舗等の不動産・設備の取得・所有・賃貸借・保守・警備・管理業務、(ii)現金自動預入・支払機等の保守・運行等管理業務、(iii)帳簿・計算書・伝票等の発送・配送業務、(iv)計算業務等が挙げられている⁸²⁾。

さらに監督指針は、投資運用業者を含む金融商品取引業者の事務の外部委託について、事務リスク態勢の整備の観点から、「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」以下の点に留意する必要があると指摘する⁸³⁾。①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。②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。③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。④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。⑤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。⑥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。

事務の外部委託管理態勢に係る課題の監督手法・対応として、「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と通じて、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し、公益また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業務改善命令(金商法51条)、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には業務停止命令等(同法52条1項)の発出を含め必要な対応を検討するものとされている⁸⁴⁾。

監督指針においては、金融商品取引業者による事務の外部委託について、経営管理上の判断等を伴う業務か、金融商品取引業の遂行のために密接に関連する業務であるか等によって、外部委託の可否と委託先の範囲について異なる規律が適用されるものと解しているように思われる。そして、許される外部委託が適切な第三者に対してなされる場合には、リスク

82) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37)Ⅳ-3-1-4(7)③。

83) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37)Ⅲ-2-7(2)。

84) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注(37)Ⅲ-2-7(3)。

管理の観点から、外部委託によって金融商品取引業者と顧客との権利義務関係が変更されることのないようにし、顧客利便に問題が生じないようにするとともに、監督法上の義務の履行等を妨げることがないような措置を講じ、態勢を整備することを求めており、一般事務の委託についてかなり厳格な立場をとっている。

(5) 補助的機能を有する業務の外部委託

監督指針では、経営管理上の判断等を伴わず金融商品取引業の遂行のために密接関連性を有しない業務であれば、リスク管理上の態勢整備がなされていれば、外部委託できるものとされる。

信託業法においては信託事務の委託に係る詳細なルールが置かれており⁸⁵⁾、信託業務のコア業務は広範な裁量権のある受託者の管理運用権限であり投資運用権限と共通する点が多いことから、ここで信託業法の考え方を紹介する。

信託業法は、受託者が信託事務を第三者に委託する場合に、一定の要件を課しているが、例外的にそのような要件を満たすことなく委託できる場合を認めている（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や（同条同項1号）、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がその例である（同条同項2号）。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」である（同条3項3号、信託業法施行規則29条3号）⁸⁶⁾。「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、信託会社は当該行為をアウトソースできるものとされている。「補助的な機能を有する行為」について総合的な監督指針において次のような解釈が示されている。『『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

85) フィデューシャリー・パワーの典型である信託会社による信託事務の第三者委託については信託業法22条が規定する。第三者に委託するために、2つの要件が課されている。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ある。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ある。一般の信託法に比べ第三者委託の要件が加重されている。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る（信託法28条1号～3号）。信託業法は、信託事務を第三者に委託することができる場合をさらに限定した上で、信託会社の忠実義務・善管注意義務や信託財産に係る行為準則を信託業務の委託を受けた第三者にも適用することによって、これらの規律が潜脱されないよう配慮し、受益者保護を図っている（信託業法22条2項）。なお、信託業務の委託に係る信託業法の規定は信託兼営金融機関に準用される（兼営法2条）。

86) なお、信託業務の委託に係る信託業法の規定が適用されない場合として、補助的な機能を有する行為のほか、信託会社が信託財産の処分その他信託の目的達成に必要な行為に係る業務を委託者・受益者またはこれらの者から指図権限の委託を受けた者だけからの指図によって行う旨の定めが信託行為にある場合における当該業務等がある（信託業法29条1号・2号）。

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」と解説されている⁸⁷⁾。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る。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ろう。

V. 委託に伴う委託元と委託先の義務・責任

1. 投資運用業者一般

(1) 運用権限の委託

投資運用業者から運用権限を委託された者、またはそのような委託を受けた者からさらにその権限を再委託された者は、次の規律に従う。2024年改正により、投資運用業者、または投資法人から運用権限を委託された資産運用会社が、すべての運用資産について全部の運用権限を委託することを許容する改正がなされたが（Ⅲ 2 参照）、以下に述べる規律の基本的内容は改正前後で変わらない。

前提として、委託元である投資運用業者は、委託元または投資信託の受益者や集団投資スキームの持分権者などの権利者に対し忠実義務・善管注意義務を負い（金商法42条1項・2項）、禁止行為などの行為規制の適用を受ける（同法42条の2・42条の4）。すなわち、投資運用業者は、利益相反行為等の禁止、分別管理義務および金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止、金銭または有価証券の貸付け等の禁止などの各種行為規制に服する（同法42条の2・42条の4・42条の5・42条の6）。投資運用業者から運用権限の委託を受けることのできる者として政令で指定されている者が⁸⁸⁾投資運用業者から運用権限の委託を受けた場合には、受益者等の権利者のために忠実義務を負うものとされている（同法42条の3第3項）。投資運用業者が権利者に対して善管注意義務を負う旨を規定する金商法42条2項も、投資運用業者から運用権限を委託された者に適用される（同法42条の3第3項・42条2項）。同様に、投資運用業者から運用権限を委託された者は、利益相反行為の禁止など投資者の保護に

87) 金融庁「信託会社等に関する総合的な監督指針」（2025年1月）3-4-5（3）②。補助的な機能を有する行為の具体例として、①運送会社が信託財産を運搬する行為、②証券会社が有価証券を補助的に売買する行為、③不動産会社が不動産を補助的に処分する行為、④振替機関および口座管理機関による振替口座簿の記載または記録、⑤日本銀行または証券保管振替機構が有価証券の預託を受ける行為、および⑥弁護士が訴訟の委託を受ける行為が挙げられている。

88) 政令では、他の投資運用業者である金融商品取引業者等、および、外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業を行う者が指定されている（金商法施行令16条の12）。

欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為を禁じられる（同法42条の3第3項・42条の2・金商業等府令128条から130条まで）。運用権限の委託や再委託によって投資運用業者に対する規制の実効性が失われ権利者の利益が侵害されることを防止するために必要であるからであろう。

なお、投資運用業者の行為規制のうち、分別管理義務、金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止、金銭または有価証券の貸付け等の禁止は、投資運用業者から運用権限の委託を受けた者には適用されない。これは、投資運用業者から運用権限の委託を受けた者は、通常は顧客との間に契約関係等があるわけではなく、また運用財産を管理しているわけでもないことから、分別管理義務や金銭等の受入れ・貸付け等の禁止を課す必要性が大きくないためであろう。

（2） 投資運用関係業務の委託

これに対し、投資運用関係業務に該当する計算業務とコンプライアンス指導業務を投資運用業者から委託された投資運用関係業務受託業者は、委託元に対して誠実公正義務、忠実義務および善管注意義務を負うものの（改正金商法66条の76・66条の78）、投資者である権利者に対する義務や責任については規律が設けられていない。

2. 投信法における特則

（1） 委託者指図型投資信託

投信法は、金商法に上乘せして、投資信託委託会社の禁止行為や行為規制について規定を設けている。投資信託委託会社から運用指図権限の委託を受けた者、さらに当該投資信託委託会社から運用権限を再委託された者も、投資信託委託会社と同様に投信法の定める禁止行為や行為規制の適用を受けることが、運用権限の委託を許容する規律の導入時に明確にされた（2024年改正前投信法12条2項）。具体的には、委託者指図型投資信託における投資信託委託会社はその運用指図を行う特定の投資信託財産について、当該指図権限の全部または一部を委託した場合には、運用指図の制限（投信法9条）、議決権等の指図の行使（同法10条）、特定資産の価格等の調査に係る投資信託委託会社の行為規制（同法11条）は、当該投資信託委託会社からその運用指図権を委託された者に対しても適用される（同法12条）。

さらに投信法は、特別の民事ルールを設けている。すなわち、委託者指図型投資信託において投資信託委託会社はその任務を怠ったことにより運用指図を行う投資信託財産の受益者または委託元の投資法人に損害を生じさせたときは、投資信託委託会社は当該受益者に対して損害賠償責任を負うものとされている（投信法21条）。そして、この責任は当該投資信託委託会社から運用指図に係る権限の全部または一部の委託を受けた者も負うものとされている（同条かっこ書き）。投資信託契約は投資信託委託会社と受託者の間で結ばれるため、投

資者である受益者と投資信託委託会社との間には直接の契約関係はない。そのため、仕組規制の一環として、投資信託委託会社および当該委託会社から運用指図権限の委託を受けた者は受益者に対し任務懈怠に基づく損害賠償責任を負うものとしたと考えられる。なお、同様の規律は、信託業法においても採用されている（IV 5（5）参照）。これらの規律は、投資裁量権や受託者の裁量的権限のような大きな裁量権をもち、その裁量権の行使により権利者・受益者の利害関係に直接重大な影響が生じる場合において、そのような権限を委託された委託先も含めてその裁量的権限の行使・不行使等について委託元と同様に任務懈怠に基づく損害賠償責任を負うべきであるという発想に基づく規律であると考えられる。

（2）委託者非指図型投資信託

委託者非指図型投資信託についても、運用権限を有する信託会社等が任務懈怠により投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、当該受益者に対し損害を賠償しなければならないものとされている（投信法56条）。そして、この責任は当該信託会社等からその運用権限の一部を委託された者も負うものとされている（同条かつ書き⁸⁹⁾）。

（3）投資法人

投資法人スキームについても、投資法人から運用委託を受けた資産運用会社に対し特定資産の価格等の調査に係る監督法上の規制がなされている（投信法201条）。この規定は、投資法人から運用委託を受けた資産運用会社からさらに運用権限を再委託された者に対しても適用されることが、運用権限の委託を許容する規律の導入時に明確にされた（2024年改正前投信法202条2項）。

しかし、投資法人から運用指図権限の委託を受けた資産運用会社については、投資信託の場合とは若干異なる民事ルールが採用されている。すなわち、資産運用会社がその任務を怠ったことにより委託元の投資法人に損害を生じさせたときは、資産運用会社は、当該投資法人に対して損害賠償責任を負うとともに、当該資産運用会社から運用指図権限の委託を受けた者も当該投資法人に対して責任を負うものとされている（投信法204条1項）。なお、2024年投信法改正により、資産運用会社は投資法人から委託された運用権限の全てを再委託することができるようになったことを受け、投信法204条1項が改正され、「運用指図に係る権限の全部又は一部の委託を受けた者」と全部の委託を受けることも可能であることを前提

89) なお、委託者非指図型投資信託については、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全部を委託することを禁止する投信法55条1項は、2024年改正によって変更されていない。信託業法においても、信託財産の管理運用権限をもつ受託者が信託事務の全部を委託することは認められておらず、信託会社による信託事務の第三者委託については、緩和されてはきているものの、受託者の自己執行義務が勘案されたものと思われる。信託業法における信託事務の委託に係る規律については、前掲注（85）～（87）およびそれに対応する本文参照。

にした規定に改められた。

投資信託と異なるのは、資産運用会社から運用指図に係る権限の全部または一部の委託を受けた者が投資法人の投資主に対して任務懈怠責任を負う旨の規定が存在しない点である（投信法21条対照）。投資者である投資法人の投資主は、資産運用会社に対し直接損害賠償請求をするのではなく、投資法人による資産運用会社に対する責任追及等を通じて間接的に保護されることになる。投資法人の役員が資産運用会社の責任の追及等に関しその任務を怠った場合には、役員の投資法人に対する善管注意義務（同法97条）に基づいて任務懈怠により生じた損害を投資法人に対し賠償する責任を負う（同法115条の6第1項）。この責任は、いわゆる代表訴訟の対象になり、投資主は代表訴訟を通じて間接的に損害を回復することができる（同法116条）。投資法人については株式会社と同様に法人格に着目した法律構成が採用されているものと考えられる⁹⁰⁾。

3. 民事ルールについての検討

(1) 投資運用権限の委託を受けた者の義務・責任

投資運用業者が運用権限を委託する場合には、委託を受けた者は、委託元に対してではなく、権利者に対して直接、忠実義務や善管注意義務等を負うものとされている。これは、投資運用業者の運用権限は当該業者の最も中核的な権限であり、かつ、投資判断に係る広範な裁量権を内在するものであって、投資運用業者からそのような運用権限の委託を受けた者も、投資者である権利者に対して裁量的権限すなわちフィデューシャリー・パワーを有しているものと評価できるためであると考えられる。英米法の信託法の下では、フィデューシャリー・パワーを有する者は、契約関係や信託関係がなくても、その権限の行使・不行使に関して大きな利害関係を有する者に対して当該権限に基づいて信託義務を負うものとされており、そのような法的効果を金商法や投信法は立法によって規定したものと考えられる（金商法23条の3第3項、投信法21条・56条）。

これに対し、投資運用業者が投資運用関係業務を投資運用関係業務受託業者に委託した場合には、投資運用関係業務受託業者の義務および責任は、最終受益者である権利者ではなく委託元である投資運用業者に対するものとされている。これは、投資運用関係業務が前述した運用権限とは異なり大きな裁量権を含むフィデューシャリー・パワーとはいえ、通常の契約関係にすぎないという観点から、運用権限の委託の場合とは異なる規律が採用されているものと考えられる。

90) なお、取締役の対第三者責任を定める会社法429条1項の規定は、資産運用会社について準用されている（投信法204条3項）。それゆえ、投資主が同条同項にいう「第三者」に該当すると解釈される場合には、投資主から資産運用会社および当該会社から運用権限の再委託を受けた投資運用業者に対し直接損害賠償を請求する余地が生じ、投資信託における規律に基づく場合と類似の状況が生じ得る。

次に、任務懈怠に基づく損害賠償責任については、金商法と投信法とで取扱いが異なる上、投信法においては、投資信託と投資法人とで、運用権限の委託を受けた者の規律には共通点もあるが、投資者と委託先との法律関係は一見すると非対称的な規律になっている。すなわち、金商法上は投資運用業者およびそれから運用権限を委託された者の損害賠償責任についての規律は存在せず、一般民事法に委ねられている。これに対し、投信法においては、投資信託委託会社・信託会社等・資産運用会社の運用に係る任務懈怠に基づく損害賠償責任について、明文の規定が置かれている。すなわち、投資信託においては投資信託委託会社（委託者指図型投資信託の場合）もしくは信託会社等（委託者非指図型投資信託の場合）から運用権限を委託された者、または、投資法人スキームにおいて投資法人から運用指図権を委託された資産運用会社および当該会社から運用権限の再委託を受けた者は、その任務を怠ったことにより損害を生じさせたときは、それを賠償する責任を負う。投信法における損害賠償責任に係る規律は、金商法が業者規制として投資運用業を規制しているのに対し、仕組規制としての投信法は関係者間の純粋な民事ルールをも規定しており、投資者（受益者・投資主）保護の観点から一般民事ルールの特則を置いたものと解される。

他方、運用者が誰に対して責任を負うかという観点からすると、投資信託の場合には受益者に対する損害賠償責任であるのに対し、投資法人スキームの場合には当該投資法人に対して損害賠償責任を負うものとされているという相違点がある（投信法21条・56条・204条）。投資信託の場合には、委託者指図型投資信託であれ委託者非指図型投資信託であれ、運用裁量権をもつ投資信託委託会社・信託会社等から運用権限の委託を受けた者は、任務懈怠に基づき投資者である受益者に生じた損害を賠償する責任を課されているのに対し、投資法人の場合には、投資法人から運用権限の委託を受けた資産運用会社からさらにその権限を再委託された者は、投資主に対してではなく委託元である投資法人に対して責任を負うにとどまっている。

投資法人に係る規律より投資信託の規律の方が投資者の保護に厚いと一般的には考えられる一方、投資信託の規律の下では、一部の受益者が委託先の損害賠償責任を追及したときは、責任追及をしなかった受益者との間に不均衡が生じ得るという論点がある⁹¹⁾。他方、投資法人における規律では、エンフォースメントが十分かという疑問が生じ得る。しかし、これらの論点については本稿では取り扱わない⁹²⁾。

91) 他方、信託法上、受託者の任務懈怠により信託財産に損失が生じたときは、受託者は信託財産に対し当該損失のてん補責任を負う（信託法40条1項1号）。信託法上の損失でてん補責任と投信法が定める受益者の受託者に対する損害賠償請求権の関係が問題になる。この問題についてくわしく論じた論稿として、田澤元章「商事信託法と業法・特別法—投信法・SPC法上の若干の論点」信託法研究39号34～35頁（2014年）参照。田澤教授は、損失でてん補請求権の行使を認めれば十分であり、投信法56条による受益者の損害賠償請求は信託財産の割取りを認めることになるのでそれを否定し、損失でてん補請求に限られると解釈すべきとされる。

(2) 運用権限を委託した者の権利者に対する責任

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、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書には、「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」と記載されている⁹³⁾。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る。同様の論点は、投信法において投資信託委託会社・信託会社等・資産運用会社が運用権限を外部委託した場合における委託元の任務懈怠に基づく損害賠償責任を定める投信法の規定の解釈に際しても生じる（投信法21条・56条）。投信法における条文に即していえば、委託元が「その任務を怠った」とは、何を意味するかが問題になる。

大別して2つの解釈論が考えられる。第1は、2024年改正金商法に基づいて運用権限の全部を外部委託した場合には、法令に従った委託がなされているのであれば、委託先が運用に関して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、その委託先の選任・監督に係る責任を負えば足りるとする見解である。第2は、委託元の投資運用業者は委託先と同じ責任を負うという見解である。

監督指針においては、金融商品取引業者が一般事務を外部に委託することができる場合にも（IV 5（4）（5）参照）、委託した業務に関する顧客に対する責任および行政上の責任については当該金融商品取引業者が免れるものではないことが明記されている⁹⁴⁾。ましてや、投資運用業者がそのコア業務である運用権限を委託した場合には当然に顧客に対する義務と責任に変更を生じるものではないと解するのが素直であるように思われる。一方、法令に従って外部委託している場合には、別に解釈する余地があるとも考えられる。

運用権限の委託が法令の定める要件を満たす場合には、委託元である投資運用業者には、自己の任務すなわち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る。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を負うのであるから、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。そうだとすると、委託元の義務と責任は、基本的には、委託先

92) この点についての詳細な検討として、田澤・前掲注（91）参照。田澤教授は、投資法人から運用権限を委託された資産運用会社に間接損害が発生した場合においては、投資主は第三者責任規定における「第三者」にあたり解すべきであるとする。その理由として、①投資信託の受益者とのバランス、②否定すると不法行為に基づく損害賠償請求を除き投資主は資産運用会社に対する代表訴訟のみが救済手段ということになり、なぜ投資法人の債権者が一般の会社債権者に比べ資産運用会社の第三者責任規定により厚く保護されるのかその積極的な理由を説明し難いこと、③資産運用の器にすぎない投資法人では法人資産の減少は実質的には直接損害に近く、救済の必要性が高いこと、および④投資主に対し常に代表訴訟を要求するのは困難であることを挙げられる（同・33～34頁）。

93) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲注（4）7頁。

94) 金融商品取引業者等向けの監督指針・前掲注（37）IV-3-1-4（7）③。

に示す運用対象や方針の決定、および、委託先の選任・監督に関するものに限られると解すべきであると思われる。

なお、金融商品取引業者等がその業務の一部を委託したり仲介を委託したりした場合の委託元の責任について、上記第1の考え方に立ちながら立証責任の転換された損害賠償責任を課す例がある。金商法は、登録金融機関を代理して特定金融商品取引業務を行う者が当該業務について顧客に加えた損害の賠償責任を当該登録金融機関に課した上で、代理人の選任について相当の注意をし、かつ、代理人の行う特定金融商品取引業務について顧客に加えた損害の発生の防止に努めたときは、責任を否定し、立証責任を転換している（金商法33条の8第3項）。また、金融機関以外の者が金融商品取引業者の委託を受けて金融商品の仲介を業とする金融商品仲介業者についても、委託元である所属金融商品取引業者等は、委託先である金融商品仲介業者が当該業務について顧客に加えた損害の賠償責任を負うとしながら、委託につき相当の注意をし、かつ、顧客に加えた損害の発生の防止に努めたことを立証した場合には賠償責任を負わないものとされている（同法66条の24）。

信託の引受けを業とする場合についての監督法上の規制である信託業法においても、信託事務の委託について、同様の考え方が採用されている。すなわち信託業法は、信託事務を第三者に委託した場合の義務・責任について、次のような規律を設けている⁹⁵⁾。まず、信託会社の忠実義務・善管注意義務や信託財産に係る行為準則は、信託業務から委託を受けた第三者に適用され、監督法上の規律が潜脱されないよう配慮されている（信託業法22条2項）。さらに、信託会社は、原則として、信託業務の委託先が委託を受けて行う業務について受益者に加えた損害に関して、委託先の選任について注意義務を果たし、かつ、受益者の損害発生の防止に努めたことを反証できない限り、賠償する責任を課している（同法23条1項）。さらに信託業法は、委託元である受託者に賠償責任が生じない場合を規定する。すなわち、信託行為において指名された第三者、信託行為の定めにより第三者の指名権を有する委託者が指名した第三者、または、信託行為の定めにより第三者の指名権を有する信託会社が指名した第三者に信託事務を委託したときは、原則として責任を負わない。もっとも、委託先が不適任・不誠実、または委託された信託業務を的確に遂行していないことを知りながら、その旨を受益者に対し通知したり、当該委託先への委託を解除したりするなど必要な措置を講じなかったときは、この限りではない（同条2項）。

金商法および投信法における運用権限の（再）委託の場合の委託元、委託先および投資者（顧客・受益者・投資主）の間の損害賠償ルールについて、民事ルールの特則が必要か、必要だとしてその内容をどのようにすべきかを立法論も視野に入れて議論する価値があると思

95) 信託法および信託業法における受託者による信託事務の第三者委託に係る規律については、前掲注(85)～(87) およびそれに対応する本文参照。

われる。

(3) 運用権限を委託した者の第三者に対する責任

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、委託元が当該第三者に対しどのような民事責任を負うかは、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、一概には言えないであろう。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、委託先が不法行為責任を負う場合には、委託元は委託先が行った不法行為について使用者責任を問われる可能性は否定できないであろう。

VI. おわりに

1. 投資運用業の機能と参入要件

資産運用業の参入規制は、数次にわたる法改正の結果、かなり複雑になっている（Ⅱ4・Ⅳ2（1）参照）。投資運用業は登録制であることが原則であるが、届出で足りる適格機関投資家等特例業務、海外投資家等特例業務および移行期間特例業務が認められている。さらに、登録を要するものの参入規制が緩和される適格投資家向け投資運用業が導入され、2024年改正金商法により投資運用業者一般について投資運用関係業務受託業者に投資運用関係業務を委託した場合には登録要件が緩和されるに至った。

このように資産運用業の参入規制が多様化・複雑化している原因の1つは、投資運用業が多様な機能を営み得る点にあると考えられる。投資運用業の4つの種別をはじめその特則の対象である資産運用業には、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて運用または運用指図を行うという共通点がある。他方で、投信法に基づく運用型集団投資スキームの運用者である投資信託委託業や投資法人資産運用業、またはファンド自己運用業などファンドの運用を業とする場合には、運用または運用指図を超えた機能が求められる。すなわち、ファンド運用の場合には、ファンド運営機能と投資財産管理機能が必要になる。

ファンド運営機能には、ファンドを組成しその運用対象や運営方針を策定する機能、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づく運用または運用指図をする機能、およびいわゆるミドル・バックオフィス機能が含まれる。ファンドのミドル・バックオフィス機能としては、2024年改正金商法で導入された投資運用関係業務受託業である計算関係業務とコンプライアンス指導業務のほか、持分・受益権の発行・償還、発注および清算、帳簿の作成、運用委託先の選解任を含む監督、ならびに販売会社へのデータ提供などの事務が必要になる場合がある。

投資財産管理機能には、投資した金融商品の保管・分別管理やその権利行使、それらの権

利の保全が含まれる。さらに、投資運用業者が運用権限を外部委託する場合には、委託先である投資運用業者の運用指図に従って売買の決済をしたり余資の運用・管理をしたりする取引管理機能が含まれ得る。

2024年改正金商法により投資運用業者はその投資財産のすべてについてその運用権限の全部を第三者に委託することが認められた。すなわち、投資運用業者は、ファンド運営機能のうち金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づく運用または運用指図をする機能を外部委託し、さらにはミドル・バックオフィス業務も外部委託することによって、自らはファンドを組成しその運用対象や運営方針を策定する機能だけを残しそれに特化することができるようになった。市場制度 WG・資産運用 TF 報告書が指摘していたように⁹⁶⁾、分業化が進展する欧州ではファンドの運營業務を担う管理会社が存在し、運用業務は資産運用会社、ミドル・バックオフィス業務はアドミニストレーターに外部委託し、管理会社はファンドの運営機能に集中することが行われているが、日本法の下でもそのような機能分化を進めることができることになった。新規参入との関係でいえば、ファンドの運営機能に集中する投資運用業者の運用委託先として多様で特徴的な投資運用業者が誕生したり海外から参入したりする可能性が生じ得ると考えられる。なお、仕組規制である投信法は、投資信託についてはファンド運営機能と投資財産管理機能の分離を強制し、投資法人については資産運用機能、投資財産管理機能および一般事務機能の分離を強制している。

資産運用業への参入要件が多岐にわたり複雑化しているのは、つぎのような基準が参入要件に関係しているためであると考えられる。第1は、投資運用業者が本体でどのような機能を営むことが想定されているかである。さらに、その機能を外部委託することによって、リスクが異なり得る。他方、外部委託により固有の新たなリスクが生じ得る。投資運用業者が果たし得る機能とその一部を外部委託することに係る規律に着目することが考えられ、現行法も基本的にそのような考え方を反映していると整理できるように思われる⁹⁷⁾。

第2は、投資家の属性に着目した区分である。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）、または一般投資家のどの層が権利者・投資者であるか、さらに投資家が海外マネーなのか国内マネーなのかも基準になり得る。

第3に、投資運用業者の規模が基準になり得る⁹⁸⁾。

さらに、第4に、政策的にはファンドの目的に着目した規制を行うことも考えられる。たとえば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など、ファンドの目的により政策的な観点から参入要件に差を設けることもあり得よう⁹⁹⁾。

投資運用業の必須の機能である金融商品の価値等の分析評価に基づく投資判断による運用・運用指図という必須の中核的機能に着目して参入要件さらには業規制を構築しつつ、類

96) 市場制度 WG・資産運用 TF 報告書・前掲（注4）6～7頁。

型ごとに果たすべき機能を外部委託の範囲等を考慮しながら再整理することが考えられる。

2. 業務の外部委託に係る規律

2024年の金商法および投信法の改正により投資権限の外部委託に係る規律の見直しが行われたように、多様な機能を果たし得る資産運用の分野において、今後ますます機能ごとの専門化・分業化が進展していくと推測される。少子高齢化などに伴う人材確保の困難化等もその傾向に拍車をかけるであろう。投資運用業者の業務を外部委託する場合における法的ルールの明確化が重要な課題になる。

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業務があって、それを解釈論によって明らかにしていくことが望ましいと考えられる。2024年改正金商法により、投資運用業者は、投資権限を有するすべての投資財産についてその運用権限の全部を委託することもできることになった。こうして、ファンド運営機能のうち実際の投資判断機能とファンドの企画立案機能の分化（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が可能になった。運用方針と実態との乖離がある等のプロダクトガバナンス上の問題が指摘されているが¹⁰⁰⁾、同じ資産運用会社内でチェックするのではなく、投資運用業務が運用ガイドライン等に準拠しているか等のチェックをファンド運用会社が独立・客観的な立場からモニタリングすることも可能になると考えられる。投資運用業の中身を機能的にとらえ、各機能を適切にアンバンドリングし外部委託することを認める一方、外部委託することので

97) 参入規制の緩和・柔軟化は、事後規制とその実効性にも依存する。とりわけ重要と考えられるのは、投資運用業者が顧客の最善の利益を考慮して誠実公正に業務を遂行する等の行為規範の実践と確立であろう。2025年6月に金融庁から公表された「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025」において、プロダクトガバナンスに関連して、①アクティブファンドにもかかわらず、運用目標や想定リスク等が設定されていない、②外部委託ファンドにおいて委託先との間で運用目標、想定リスク等が明確化されていない、③不芳ファンドの抽出基準だけに基づいてモニタリングを行っているため、コストに見合った十分な投資リターンを提供できているかというモニタリングを行っていない、④改善対応が必要な商品がそのまま放置されている、といった問題点が指摘されている。

顧客の最善の利益という観点からすれば、参入規制よりもむしろ顧客本位の業務運営、とりわけ顧客の最善の利益のために、投資運用業者がプロダクトガバナンスをしっかりと行い、PDCAのサイクルをまわしていくことが重要である。資産運用会社は、商品のライフサイクルを通じて提供する付加価値等が顧客の負担するコストに見合った十分なものとなっているかを常に意識し、商品組成時の商品設計や組成後の品質管理を行っていくことが期待される。場合によっては、不芳ファンドを強制償還したり他のファンドと合併したりして整理することもプロダクトガバナンスの選択肢になる。2025年6月24日施行の投信法施行規則の改正により、不芳ファンドの整理などを行いやすくするため、純資産総額が一定額を下回った投資信託契約の解約手続の緩和が図られ、法令改正による後押しもなされた。

98) プロ向け投資運用業の場合には、運用財産の総額が200億円以下でなければならないという要件が課されている。

99) 仕組規制についても、公募型か私募型かなどファンドそのものに着目して、投資信託及び投資法人に関する法律を見直すことも検討に値する。

100) 2025年7月5日に金融庁から公表された「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果について」は、資産形成を目的として組成されたファンドラップにおいて、総コスト控除後の期待リターンがマイナスのものがかなり存在すると指摘する。

きないコア業務が何であるかを明らかにし、全体としてより効率的で、かつ、健全なガバナンスが機能し得る仕組みを構築する必要がある。

2024年改正金商法により、投資運用業者は投資運用というコア業務ですらその運用財産のすべてについて運用権限の全部を委託することが認められることになったが、いくつかの条件が課されている。第1に、運用権限を委託する場合には政令で定める投資運用業者等の所定の者に限るという委託先の資格制限がなされている。第2に、当該委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者を置かなければならず、委託先の監督を行うことを当然の前提にしている。さらに第3に、運用権限の全部を委託する場合には、投資運用業者は委託先に対し「運用対象および方針」を示すこと、および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委託した業務の適正な実施を確保するための措置を講じることが求められる。実際の運用判断は委ねても、運用方針や運用対象の設定、および投資運用事業に係るリスク管理、その業務を外部委託する場合の委託先の選定と監督に係る業務、コンプライアンス体制の整備は外部に委託することのできないコア業務であると考えられる。委託できない業務と委託できる業務の線引きをした上で、次に委託できる業務の中でも委託に伴うリスクという観点からするとグラデーションがあり、当該業務を委託すると非常にリスクが大きくなるものや固有のリスクが生じるものについては監督法上の規制の対象にすることなどが考えられる。他方で、投資運用業に密接に関連する業務以外の業務や、補助的な機能を有する業務については、特段の規制を置くことなく外部委託することができるが、その概念や範囲についてもさらなる明確化が望まれる。

理論的には、外部委託に係る業法上の規制を一般化する場合には、ある業務を外部委託することによるメリットとそれにより生じるリスクを勘案して、段階的な監督法上の規制を構築していくべきであろう。外部委託により過度のリスク、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観点から考えることが有益であろう。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指導業務について金商法上規定が置かれているが、これらの業務の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る。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われており、そのことに対応して、投資運用関係業務受託業という任意の登録制度を導入し、当該業者を利用する場合には、投資運用業者の登録要件が緩和されることになった。委託元と委託先を総合的にみて全体として果たすべき機能が果たされる体制になっており、かつ、外部委託に伴うリスクが管理可能であり典型的に軽減されていると判断されるのであれば、登録要件を緩和することはあり得ることであろう。

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・責任およ

び委託元、委託先と権利者のリスク分担の規則のあり方についても、さらに検討する余地があろう。委託によって、監督法上の規制が潜脱されたり回避されたりすることがないように留意する必要がある。一般的には、適法な委託であれば、委託元は委託先に対する選任監督責任を善管注意義務に則って果たせば足りると考えられるが、委託元に転換された立証責任を課したり、免責を受けるための特別の要件を課したりする立法例もある。一般論としては、投資者に対し直接大きな影響を与え得る広範な裁量権を有する権限や事務が委託された場合には、権利者に対し委託先が直接責任を負う場合もあり得る。信託業法や投資信託法における投資信託に係る規律のように指図権者や委託先が受益者に対して任務懈怠に基づく損害賠償責任を負うという立法例もある。受益者および投資者保護の要請が強く、広範な裁量権を委託する場合には、委託元と委託先に同一の責任を課すこともあり得るところである。適法な業務委託がなされた場合における監督法上および民事法上のルールや適用関係について議論を進めていくべきであり、場合によっては立法論を詰める必要が生じるかもしれない。

業務の外部委託に関する論点は、投資運用業に固有のものではなく、金融商品取引業さらには金融業全般についても存在し得る。2024年改正金商法による投資運用業者の業務の外部委託に係るルールの見直しをきっかけに、投資運用業さらには金融商品取引業全般についてその業務のアウトソースに係る規律のあり方について、監督法と民事法双方の観点から全面的に検討する価値がありそうである。比較法も含め、他日を期したい。

以上
(学習院大学法学部教授)