

## 投資顧問業者の注意義務について(1)

～運用機関の受託者責任より～

三木 まり

### 1 はじめに

年金基金の規制緩和が急速に進展し、金融ビッグバンによる取引規制の大幅な自由化によって、資産運用ビジネスの業務展開が急速に拡大した。その結果、年金基金を取り巻く運用環境は運用担当者がより大きな裁量権を持ち、高度でかつ効率的な運用を行うことを可能にした。しかし、その運用にともなう責任については具体的にどのように果たしていくかについて、これまで十分に規定されてきたとは言い難い側面がある。そこで、ここでは近年、年金基金における資産残高を急増させつつある投資顧問会社について、二〇〇一年九月に日本投資顧問協会から発表された「投資顧問業者の注意義務について」を参照しつつ、運用機関の受託者責任の中でも必ずしも明確ではなかった投資顧問業者の注意義務について本号と次号において多少とも明らかにすることにした<sup>(1)</sup>。まず、本号では、運用機関の受託者責任が問われる背景を整理し、投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等について検討を行いたい。

## 2 運用機関の受託者責任が問われる背景

### (1) 年金運用の規制緩和の急速な進展

年金資産運用に関わる制度の仕組みは、資産運用方法が拡大された一九九〇年四月までほとんど変更されることがなかった。この間、日本は資本の自由化、国債の大量発行に伴う金融の自由化などの国際化が進展した。こ

表1 厚生年金基金における運用規制の変遷

年	月	運用規制の内容
1966 ( S 41 )	11	基金制度発足 信託銀行 = 安全性資産 5 : 株式 3 : 不動産 2 生命保険 = 株式 3 : 不動産 2 財投協力 : 暫定的に 1 / 3
71 ( S 46 )	6	財投協力 : 1 / 2
79 ( S 54 )	5	外貨建資産追加 ( 10% 以下 ) 財投協力資産が売却可能に
83 ( S 58 )	3	信託合同口について各資産の設定口数の複数化
85 ( S 60 )	11	基本方針の提示を明確化
86 ( S 61 )	4	外貨建資産 25% 以下へ
	8	外貨建資産 30% 以下へ
88 ( S 63 )	4	財投協力 : 1 / 3 へ
90 ( H 2 )	4	運用拡大スタート ・運用拡大要件 : 基金設立 8 年以上 ・運用拡大枠 : 新規基金 ( ニューマネー ) かつ総資産の 1 / 3 ・投資顧問会社の最低委託額 10 億円 ・自家運用 : 資産額 500 億円以上基金のみ債券運用が可能に
91 ( H 3 )	12	外資系投資顧問会社のみ最低委託額を 5 億円へ
93 ( H 3 )	7	外資系投資顧問会社のみ安全性資産 30% 以上へ 投資顧問会社の最低委託額を 1 億円に
94 ( H 6 )	11	ニューマネー、オールドマネーの区分撤廃
95 ( H 7 )	4	運用拡大要件 : 基金設立 3 年以上に 運用拡大部分の受託期間ごとの資産配分規制撤廃
96 ( H 8 )	4	年金信託の資産配分規制撤廃 基金単位に 運用規制の適用除外
97 ( H 9 )	4	運用拡大枠 : 総資産の 1 / 2 へ 運用規制が時価基準に
98 ( H 10 )	12	5 : 3 : 3 : 2 規制撤廃
	3	運用拡大要件 : 基金設立 3 年以上撤廃 基金設立 3 年以上基金の運用拡大枠撤廃 財投協力撤廃
	10	年金信託、指定単の金銭信託要件の撤廃により現物移管が可能に
99 ( H 11 )	4	運用拡大と従来運用の区分撤廃
2000 ( H 12 )	6	自家運用の規制緩和、特金の金銭信託要件の撤廃

( 出所 ) 厚生年金基金連合会 『 厚生年金基金の資産運用 』 p.61 .

のような環境の変化は年金基金の資産運用に大きな影響を与え、貸付金中心の運用から債券などの有価証券を中心にした運用へとシフトさせた。また、高度経済成長の終焉から、年金資産のより効率的な運用の必要性が認識されるようになり、基金が受託者としてその責任を果たすためには、資産運用に関して主体的に行動することが必要となった。その際、さまざまな運用規制がその阻害要因であるとして規制緩和が求められ、表1に示されるように一九九〇年四月以降に厚生年金基金制度発足以来はじめての法令等の改正が行われ、一定の制約の下に資産運用方法が拡大された。この運用拡大により、新たに投資顧問会社と契約することができるようになり、基金自らが運用を行う自家運用も認められた。

こうした年金基金の規制緩和は、金融機関、証券会社、保険会社の資産運用ビジネスの拡充と強化を促した。その結果、運用手法の高度化、専門化や業務運営の効率化の要請から投資顧問会社がさらに専門的な運用を行う他の投資顧問会社や投資信託委託会社に再委託することが業務上可能になった。

年金基金の運用の規制緩和は、運用の効率を高めるための高度な専門性に大きく依存することになる。その一方で、年金基金の運用結果や運用のリスクは基金に帰属するものであり、運用機関は運用課程における責任を、基金理事は運用機関の運用に対するモニタリングを通じた責任を認識する必要があると生じている。

そこで次節では、運用機関ごとに異なっている受託者責任の現状について言及することにする。

## (2) 運用機関ごとに異なる受託者責任

まず、厚生年金基金の運用形態については、信託銀行、投資顧問会社、生命保険会社、自家運用に分類される。そこで各機関ごとに法制度上どのように受託者責任が定められているかについて概観してみたい。

まず、投資顧問会社の場合、年金基金との投資一任契約<sup>(2)</sup>に基づき、契約の履行上の義務である善管注意義務<sup>(3)</sup>（民法六四四条）と忠実義務<sup>(4)</sup>（投資顧問業法二一条…投資顧問業者、三〇条の二…認可投資顧問業者）がある。

信託銀行の場合は、善管注意義務（信託法二〇条）、忠実義務（信託法二二条、兼営法四条信託業法一〇条二、三項）、自己執行義務（信託法二六条）、分別管理義務（信託法二八条）、共同受託者の合手的行動義務（信託法二四条二項）、書類設置・報告義務（信託法二九条、四〇条）があるほか、「事務ガイドライン」や信託協会の信託業務通達、業務方法書、契約書などで定められている。投資一任業務と信託業務の差異は、法的に信託契約は所有権が委託者たる顧客から受託者たる信託銀行に移転した上で当該資産の運用、処分、管理を行う契約（資産の保管業務有り）である一方、投資一任契約は、顧客の所有権を留保したままで、その運用のみを投資顧問業者にゆだねる一任契約である。

生命保険会社については、年金運用及び資産管理に関しては保険業法に受託者責任の規定はない。厚生年金基金保険契約に基づき、民法上の「信義誠実の原則」に基づき自己資産を運用する形になる。

このように委託された運用形態やその根拠法の違いにより、運用機関が果たすべき責任は一樣ではない。このことから、運用結果について最終的にリスクを負担することになる年金基金（委託者）は、どの程度の責任を自己または運用機関が負うべきかについて不安定な状態にあるといえよう。例えば、投資先企業に対する議決権行使について、投資信託法では、議決権行使が信託財産の運用上、有価証券の売買と並んで重要な行為とされる。株価形成に影響を与えるため、委託会社には議決権行使が義務付けられている。一方、投資顧問業法では投資一任会社が顧客の一任を受けて資産運用をする場合、顧客と投資一任会社のどちらが議決権行使をするかは実務上、顧客との投資一任契約により決定される<sup>(5)</sup>。

以下ではこのような運用形態や根拠法の違いを踏まえ、運用機関の中でも、投資顧問業者の善管注意義務について研究を行う。

(3) 投資顧問会社における  
資産残高の近年の急増に  
ついて

まず、表2の投資顧問業における契約資産残高の推移をみると、年金運用の規制緩和とともに順調に契約資産残高を増加させていることが伺える。さらに、その契約内容を見ていくと、海外顧客よりも国内顧客の中でも法人を対象としたものが主要な資産残高

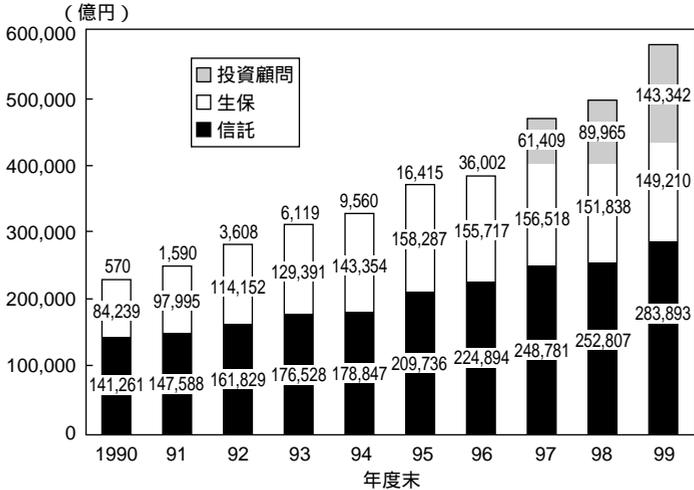
表2 投資一任業者の契約資産残高推移

単位：件、億円

年月末	会社数	項目	投資一任契約						小計	投資助言契約		合計
			国内顧客			海外顧客				うち顧客の資産の額を前掲としたもの		
			法人	個人	計	法人	個人	計				
63年3月末	115	件数	6,430	82	6,512	74	1	75	6,587	1,974	1,912	8,499
		金額	97,891	249	98,140	8,412	3	8,415	106,555		59,640	166,195
元年3月末	133	件数	6,919	100	7,019	101	6	107	7,126	1,321	1,266	8,392
		金額	127,369	298	127,667	9,957	12	9,969	137,636		70,586	208,222
2年3月末	141	件数	8,014	139	8,153	226	4	230	8,383	1,648	1,592	9,975
		金額	171,854	615	172,469	12,779	13	12,792	185,261		118,261	304,149
3年3月末	148	件数	6,741	113	6,854	258	4	262	7,116	2,139	2,109	9,225
		金額	159,300	407	159,707	14,724	14	14,738	174,445		155,701	330,146
4年3月末	152	件数	5,555	88	5,643	318	4	322	5,965	2,546	2,469	8,434
		金額	140,463	310	140,773	18,676	40	18,716	159,489		188,607	348,096
5年3月末	154	件数	4,785	80	4,865	378	2	380	5,245	2,999	2,930	8,175
		金額	131,531	275	131,806	20,154	48	20,202	152,008		210,256	362,264
6年3月末	150	件数	4,414	66	4,480	403	4	407	4,887	3,131	3,051	7,938
		金額	137,142	203	137,345	24,021	57	24,078	161,423		232,396	393,819
7年3月末	151	件数	4,130	72	4,202	380	7	387	4,589	2,546	2,443	7,032
		金額	137,981	199	138,180	19,249	52	19,301	157,481		224,920	382,401
8年3月末	147	件数	3,939	58	3,997	424	5	429	4,426	2,726	2,564	6,990
		金額	149,136	149	149,285	26,163	257	26,420	175,705		282,102	457,807
9年3月末	145	件数	4,506	52	4,558	571	5	576	5,134	2,604	2,426	7,560
		金額	213,840	130	213,970	30,913	21	30,934	244,904		314,921	559,825
10年3月末	137	件数	4,774	83	4,857	525	5	530	5,387	2,393	2,150	7,537
		金額	259,906	99	260,005	25,352	20	25,372	285,377		321,983	607,360
11年3月末	130	件数	4,932	83	6,015	468	5	473	5,488	6,320	6,259	11,747
		金額	300,586	94	300,680	26,870	19	26,889	327,569		386,148	713,717
12年3月末	125	件数	5,431	86	5,517	498	2	500	6,017	11,823	11,796	17,813
		金額	368,708	79	368,787	60,181	20	60,201	428,988		477,660	906,648
13年3月末	126	件数	5,761	102	5,863	628	4	632	6,495	9,771	9,717	16,212
		金額	423,212	119	423,331	79,113	37	79,150	502,481		408,165	910,646
13年6月末	130	件数	5,944	111	6,055	643	4	647	6,702	9,760	9,719	16,421
		金額	435,182	131	435,313	82,882	37	82,919	518,232		412,495	930,727

(出所) 日本証券投資顧問業協会

図1 厚生年金基金の契約形態別資産残高の推移



(出所) 厚生年金基金連合会 『厚生年金基金の資産運用』 p.17.

表3 投資一任業者の資産残高形態別推移

単位：件、億円

年月末	会社数	項目	投資一任契約					投資助言契約						
			国内		海外		小計	国内		海外		小計		
			特金	年金	年金	特金		年金	年金					
12年		件数	5,828	1,340	4,317	525	168	6,353	8,457	44	11	626	95	9,083
9月末	128	金額	414,438	71,166	331,157	61,949	15,933	476,387	316,810	5,468	17,075	132,359	45,803	449,169
13年		件数	5,863	1,074	4,600	632	172	6,495	9,308	46	9	409	39	9,717
3月末	126	金額	423,331	53,847	353,122	79,150	18,120	502,481	308,914	8,717	17,348	98,251	33,220	408,165
13年		件数	6,055	1,110	4,746	628	169	6,683	9,337	46	6	401	40	9,738
6月末	130	金額	435,313	56,082	362,189	82,919	18,920	518,232	320,273	7,948	1,095	92,583	33,227	412,856

年月末	会社数	項目	合計				合計	
			国内		海外			
			特金	年金	年金	年金		
12年		件数	14,285	1,384	4,328	1,151	263	15,436
9月末	128	金額	731,248	76,634	348,232	194,308	61,736	925,556
13年		件数	15,171	1,120	4,609	1,041	211	16,212
3月末	126	金額	733,245	62,564	370,470	177,401	51,340	910,646
13年		件数	15,392	1,156	4,752	1,029	209	16,421
6月末	130	金額	755,586	64,030	363,284	175,502	52,147	931,088

(注) 「特定金銭信託」には、特定金外信託を含み、年金信託を除く。

(出所) 表2に同じ。

を占めていることが確認される。次に、表3の資産残高形態別推移を見ると、国内の年金が主要な顧客であることが確認される。

そこで、わが国の厚生年金基金の契約形態別資産残高推移をみることにしたい。図1において年度末資産残高の推移を基金が契約している受託機関の業態別にみると、金額ベースでは基金全体の資産が増加するなかで、各業態とも大方受託資産残高が伸びているが、生命保険会社だけは、一九九五年をピークとして直近では残高が減少している。これは、一九九〇年代前半は、市場の低迷により実績配当型の信託銀行や投資顧問会社が伸び悩み、時価変動を伴わない一般勘定を中心とした生命保険会社が相対的に増加している。しかし、一九九〇年代後半は、投資顧問会社が受託額を急激に伸ばし、一方で、生命保険会社の受託額が減少している。これは、生命保険会社本体での受託資産の流出を系列の投資顧問会社によって受け止めたことも影響していると思われる。

そこで、このように国内の年金基金において資産残高を近年急増させつつある投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等について、次節では検討することにした。

### 3 投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等

#### (1) 投資顧問業者の現行法上の注意義務

まず、投資顧問業法上の注意義務についてみると、忠実義務については規定されているが、注意義務に関する規定は見当たらない。次に民法上の注意義務については、投資一任契約は民法上の委任契約であることから投資顧問業法上に注意義務がなくとも「善管注意義務」(民法六四四条)を負っている。投資助言契約の場合は、当事者間の信頼契約を前提とした自己の裁量で事務処理する契約である点では委任契約と共通していることから

一般論として「善管注意義務」を負う。また、契約書上の注意義務については、通常の投資一任契約においては注意義務の規定を置いていないケースが大半である。これは契約書上の注意義務に関する規定がなくとも民法上の「善管注意義務」が適用されることから契約書上の規定の必要性が乏しいことによる。最後に自主規制ルール上の注意義務を調べると、投資顧問業協会の自主規制ルールにおいては、注意義務のみに意識した規定は設けられていない。比較的判断しやすい忠実義務（利益相反行為の防止）に関する自主規制ルールの整備にまず注力したこと（平成三年の損失補てん問題等）によると思われる。

## （２）善管注意義務とfiduciary dutyについて

日本では英米法上のfiduciary dutyを翻訳して信託義務ないし受託者責任という用語が使用されている。日本におけるfiduciary dutyの導入をさかのぼると、明治三八年（一九〇五年）担保付社債信託法制定と大正一一年（一九二二年）信託法と信託業法制定が挙げられる。日本は当時、戦費調達のため英国で証券を販売せねばならず（外資導入）、英国で証券販売を行わざるをえず、英国の社債発行の慣習に習う必要があった。これらの中で英国において発展したfiduciary duty（受託者責任、受託者の行為準則）が取り入れられた。

fiduciary dutyは、そこから様々な義務が派生してくる包括的な規範（注意義務、忠実義務、分別保管義務、自己執行義務等）であり、一般に、対当事者（受益者）が他方当事者（受任者）に依存する関係（fiduciary relationship）から生じる義務といわれている。このfiduciaryとは「専門的知識・能力を有し、他人の信認を得て一定以上の任務を遂行する専門家の地位」と理解されており、当該地位にある人間は「契約関係以上の高度の法的義務、さらに自発的に他人のために尽くす」という道徳的、倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために最高

度の信義誠実を尽くして行動する」ことが求められると解する見解がある。fiduciary はまさに契約関係以上の高度の法的義務、専門家としての職業倫理的義務を負うものと考えられる。

他方、民法上の善管注意義務は、対等な当事者間の契約として委任関係に派生するもので、これとfiduciary duty は異質とする説と、同質であり、善管注意義務がfiduciary duty における信認義務を含み得るといふ説がある。

### (3) 注意義務に関する英米法と大陸法の違い

#### 米法におけるfiduciary duty

英米においては、他人の信認を得て、一定範囲の任務を遂行すべき者を幅広い概念としてfiduciary<sup>(9)</sup>という。「注意義務」は、資産運用に関してブルーデント・インベスター・ルール (Prudent Investor Rule) と呼ばれ、「思慮分別のある人であればするであろう注意義務の基準で行動する」ことを指す。これには二つの意味があり、(1)「ポートフォリオ全体としてブルーデントに運用しなければならぬ」こと、(2)「個々の運用においてはリスクが高くてはポートフォリオ全体としてのリスクが収まっていなければ良い」ことを含んでいる。

#### 米国におけるfiduciary dutyの現状

米国では、アメリカン・ロー・インスティテュート(アメリカ法律協会)が信託に関する判例をもとにまとめたRestatement IIIの中に、思慮分別のある投資者が行うであろう信託財産の投資・運用を行う義務ともいえるブルーデント・インベスター・ルールが規定されている。ここでは、ブルーデント・マン・ルール<sup>(7)</sup>において明確でなかったものを明確にし、時代に即応した考え方を取り入れようとするものである。

Restatement Ⅲでは、様々な投資のパターンがあることを認識し、そのパターンに応じて義務の内容も異なりうることを認めている。例えば、ベンチャー・キャピタルへの投資も必ずしも禁止されるべきものではないとし、考え方は変遷してきている。

#### ドイツ法における注意義務

ドイツでは注意義務は利益擁護義務<sup>(8)</sup>の一部と捉えられており、利益擁護義務が善管注意義務よりも上位概念となっている。英米ではfiduciary dutyは契約関係のみならず、事実関係からも生じると理解されているが、ドイツでは、投資助言者や財産管理者の責任は、あくまで契約関係に基づき責任であるというのが出発点である。

日本の善管注意義務も同じ大陸法における概念であり、したがって、法律の適用にあたっては、利益擁護と同種の考え方に近くなると考えられる。その場合、利益擁護義務がfiduciary dutyと機能上大きな相違が無いことを勘案すれば、善管注意義務をドイツ法の利益擁護義務レベルに沿って果たすことにより実務上はfiduciary dutyと同様の注意義務を果たしていけるものと考えられないではない。

#### (4) 投資顧問業務におけるfiduciary dutyの位置付け

少なくとも資産運用の世界においては、英米法におけるfiduciary dutyに基づく各種規制概念がグローバル・スタンダードになりつつあることから、英米法におけるfiduciary dutyの概念が日本の投資家層に今後も影響を与え、将来的に日本の法体系の中にさらに取り入れられてくる可能性もある。しかし、英米が長年を経て成熟させ、現在進行形の発展・展開する法律を静態的に日本に導入し、その意義を明らかにすることは高度な比較法の見識を要すると思われる。

投資顧問業におけるfiduciary dutyの位置付けに関する分析の視点として以下の三つの状況が挙げられる。

まず、投資顧問業者は顧客から何らかの業務の委任を受けていることに違いないから、そこには「最低限」対等な委任関係は存在しうる。そうした対等当事者間取引を想定した最低限度の注意義務は、顧客ないし委託者自身に一定の見識があり、顧客には細部に至るまで具体的な指示を出す能力を有しているにも関わらず、投資顧問業者に一定の業務を委任しているような状況においても妥当する。委任関係は委任の本旨に従つ契約であるから、委任の本旨を明確に投資顧問業者に伝えるべきは委託者であり、投資顧問業者にこうした契約を申し込んだ場合でも、委託者の側で委託の趣旨を明らかにするように努めるべき状況である。英米法におけるfiduciary dutyの内容とされる注意義務の内容とは、最低限このような状況に妥当する概念のように思われる。

第二点は、第一点とは異なり、資金の出し手は資金を提供すること以外に専門的知識を有さず、業務の一切を投資顧問業者に委ねる状況がありうる。信認を全面に受けている者自身が業務を遂行していること（自己執行義務）、財産の保管を第三者に委ね、或いは分別管理をしていること、業務の状況を常に詳細に開示すること等の事柄は、全面的に信認を受けている者として自らの誠実さを示すための責務として位置付けられ、このことは委託者のためばかりでなく、業者自身の免責のために特別の意義を有することになる。この場合、契約締結時にあって、契約内容を明確化すべき責任は主として業者にあり、また問題が生じた場合には一つ一つ委託者に問い合わせる必要がある。それは委託の趣旨が不明確であることを理由に責任を逃れることの出来ない状況である。

第三の状況は、投資顧問業者の現実の業務は第一点と第二点目の両極端の状況に常に合致するものではなく、その間に多種多様な状況が存在するため、こうした注意義務的発想で対応すべきか忠実義務的発想で対応すべきか個々の業務の実態に応じて正確に判断し、その上で適切な業務対応を行うことが必要となる。顧客が一定水準

の専門性を有していても、その顧客自身が第三者に対して、一定の業務の受託を行っており、相当水準の注意義務ないし受託者責任を負担している場合には、そうした末端の資金提供者の性格を理解しながら業務を遂行すべき場合も生じる。例えば、契約相手がプロであってもその背後に多くの個人を抱えている場合である。共済資金、年金、保険といった場合には、そうした資金の有する公共性の程度に応じた注意を払うことも資本市場の担い手としての投資顧問業者に対して要求される場合がある。確定拠出年金法において、資産管理機関や運営管理機関が加入者に対し、忠実義務を負うことを規定され、確定企業年金法で、資産運用業者が基金だけでなく、加入者に対しても忠実義務を負うことが規定されていることもこうした趣旨を表現するものと考えられる。このことは、完全にプロ同志の取引であれば許される程度のことでも、取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうることを意味している。

委任契約上の注意義務のみを以ってしては、投資顧問業者としての責務を説明しきることはできず、状況に応じて多くの特別の配慮が要請されることになる。しかし、投資顧問業者としては、委任契約上の注意義務と信託法律関係（fiduciary relationship）に由来する、最高度の注意ないし誠実さが要求されると思われる状況とは、要は英米法に言いつiduciary dutyの履行が求められている状況であることを理解すべきであろう。英米において長時間を経て、具体的なケースの解決を重ねつつ形成されてきた概念であるから、その豊富な内容を一個の明快なガイドラインとして固定することは極めて困難であるが、こうした観念を作り出してきたその基本的な精神を十二分に理解して具体的な問題に対応することが必要である。

#### 4 おわりに

英米に比べて歴史の浅い日本の投資顧問業界では、fiduciaryを「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くすという道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する」者として捉え、fiduciaryたり得ることを基本的精神とすることが啓蒙されてきた。日本では、投資顧問業法制定時の市場動向を勘案の上、その規定を厳格に守る自主規制ルールを整備するなど、fiduciary dutyの持つ理念を参考に、独自の制度体系を構築してきている。

報告書では、従来からの疑問点の全てに結論を得たわけではないが、fiduciary dutyが柔軟性故の曖昧性をもつことや投資顧問業務の責務が個別のケースごとに異なることを踏まえ、統一的な行為規範を設けることが困難であることを明らかにしている。

今後、資産運用業務がさらに高度化・多様化していく中で、提供サービスの内容が複雑化し各種訴訟等も増加することが予想される。投資顧問業者は、それらの事例、判例を注目し、英米独の事例を参考にしつつ、顧客とのさらなる信頼関係強化を図っていくことが重要であると思われる。次号では、これらの現状を踏まえ、投資顧問業者の「善管注意義務」とは具体的にどのようなものか、投資顧問会社の果たすべき「注意義務」は「善管注意義務」で十分か、裁判事案も交えて検討することにする。

#### 注

(1) 投資顧問業とは、株式、債券などの有価証券に対する投資判断（有価証券の種類、銘柄、数、価格、売買時期の判断）について、報酬を得て専門的立場から投資家に助言を行う業務をいう。

- (2) 投資一任契約とは法第二系第四項に定められており、実務的には、顧客の委任と投資方針に基づき、有価証券の最適な資産構成（ポートフォリオ）を作成し、その最適性を常時追及するため、顧客の代行運用の形態により、業者の自己裁量で随時その資産構成内容を変更操作していく取引をさす。
- (3) 善管注意義務とは、善良な管理者の注意深さをもって行動しなければならないという注意義務である。
- (4) 忠実義務とは専ら受託者の利益のために行動し、受託者は委託者の利益を害する行為を行ってはならないというものである。
- (5) 投資一任会社の投資先に対する議決権行使については、二〇〇二年四月二六日に日本証券投資顧問業協会より、「投資一任会社の議決権等株主行使について」（議決権等株主権行使研究会）報告書）によってまとめられている。
- (6) 「注意義務」、「忠実義務」、「自己執行義務」、「分別管理義務」、「公平義務」、「計算書類等作成義務」等を総称して fiduciary duty（受託者責任）と云う。
- (7) 一九七四年に制定された ERIISA 法のブルーデントマン・ルールに関する規定では、「受託者は、同様の能力を持ち、そのような問題に精通している慎重な人間が、同様の性格と目的を持つ資産の管理を行う時に用いるであろう注意、技術、慎重さ、及び勤勉さをもって義務を果たさなければならない」と述べている。
- (8) 利益擁護義務は、より具体的には、「顧客の情報を収集する義務」（アンケートが必要）、「顧客に情報を提供する義務」（コスト・ベネフィットに見合うこと）、「顧客との利益相反を回避する努力をする義務」、「委託された事項につき専門的な経験を活かして業務を遂行する義務」である。

（みき まり・研究員）