

行動経済学と証券規制 (2)

木 村 真 生 子

- I. はじめに
- II. 投資者像の揺らぎ
- III. 投資法制における投資者の保護政策とその限界
- IV. 投資行動と認知バイアス
- V. 行動経済学に基づく規制のフレームワーク
 - 1. 行動経済学の分析視座
 - 2. Nudge (ナッジ)
 - 3. 競争政策との関係 (以上、筑波ロー・ジャーナル25号)
 - 4. 民法・消費者契約法による保護との違い
- VI. 証券規制における行動経済学の受容
 - 1. 金融恐慌を契機とした行動経済学の台頭
 - 2. 金融商品市場における消費者保護の必要性
 - 3. 証券規制への行動経済学の応用
 - (1) 適合性審査の手法の改善 (以上、本号)
 - (2) プロダクト・ガバナンス
 - (3) 手数料開示
 - 4. 小括
- VII. おわりに

4. 民法・消費者契約法による保護との違い

(1) 阻害された自由な意思決定と私法上の保護

事業者・消費者間に構造的な情報力格差や交渉力格差があることなどが原因で、問題のある意思表示がなされた場合、民法の規定により、詐欺・脅迫、錯誤などの瑕疵ある意思表示の効力を認めないことで、従来消費者の保護は図られてきた (民法96・95条)。しかし、消費者の被害の救済が認められるため

には、消費者が事業者の故意を立証しなければならないなど、消費者側の立証負担が重い。そこで、消費者契約法は、事業者の故意・過失を問題としないか（4条1項）、故意の立証負担を緩和することで（4条2項）、救済されるべき消費者の範囲を拡大した。また脅迫についても、民法が物理的な圧力だけを対象としていたのに対し、消費者契約法は心理的な圧力が加えられた場合も契約の取消しができる場合に含めた（4条3項）。すなわち、消費者契約法4条3項は、精神的に不安定な状況や経済的に相手方に依存せざるを得ない窮状に置かれた消費者につけ込むかたちで契約が締結された場合など、一方当事者が他方当事者に生じた合理的な判断をすることができない事情を利用して締結した契約の取消しを定めている。たしかに、困惑惹起行為を禁じた特定商取引に関する法律によっても、被害者を救済できる場合はあるが、その場合でも同法が定める取引類型（訪問販売、電話勧誘販売等）に該当することが前提となる。その意味では、消費者契約法4条3項の規定は当事者が不当な勧誘によって救済を受ける場合をより一般化し、明確にしたという点で意義を有するだろう。ただし、消費者契約法4条3項の保護を受ける場合においても、消費者が困惑した状況は限定列举されたケースに該当していなければならない。事業者の不退去（同項1号）や消費者の退去阻止（同項2号）、靈感商法（同項6号）に加え、判断力の低下は社会生活上の経験の乏しさ（同項3・4号）及び加齢又は心身の故障（同項5号）に起因することが要件となる。

もっとも、消費者契約法の要件に該当しない場合でも、不公正な取引方法に当たる場合には、信義則や公序良俗違反などの民法の一般規定を用いることで消費者の被害は救済されてきた¹⁾。とりわけ、公序良俗違反の一類型として判例法上認められてきた「暴利行為」は、他人の窮迫、軽率又は無経験を利用し、著しく過当な利益を獲得することを目的とする場合や（大判昭和9・5・1民集13巻875頁等）、著しく不公正な方法により取引したことを要素として（名古屋高判平成21・2・19判時2047号122頁）、公序良俗違反を認定してきた。

しかしながら、民法・消費者契約法はその性質上、私人間の紛争において事後的に被害の回復を行うことを主な目的としている。被害は金銭賠償によって

填補されるが、被害が生じてからでは遅すぎる場合もある。紛争の解決には金銭的・時間的なコストがかかり、消費者にとってのメリットは必ずしも大きいとは言えず、制度上の限界はある。

(2) 困惑惹起行為と認知バイアス

翻って、このような困惑惹起行為が心理学的な手法を用いて行われること、つまり無意識の思考の癖を事業者が利用することは、消費者契約法4条3項においても明示的な要件とはされていない。金銭的な決定はストレスや不安、損失に対する恐れ、後悔などの感情に基づいてなされることが少なくなく、これらの感情に基づく行動は、被害者の過失とみなされる可能性が十分にありうる。また、そのような感情と心理学的な手法を用いた勧誘行為との因果関係を証明できるかどうかは定かではない。たしかに、事後的には、事業者の行為が心理学的な手法を用いていたと観察・分析することができるとしても²⁾、そのような手法を用いて消費者を困惑させることが、直ちに違法と判断されるかどうかは必ずしも自明ではない。また、事業者がそのような手法を用いることは故意に行われる場合もあるが、認知バイアスの作用により、事業者自身も無意識にそのような手段を用いてしまうことが少なからずあるように思われる。

1) 判例上、相手方の窮乏に乗じて、過大な利益の獲得を目的とする行為は公序良俗とされる。「公序良俗」には通常の不当性では足りない強度の基準が設定されており、そのことで、当事者自治や契約の自由の原則との調和を図っている（長尾治助「消費者取引と公序良俗則（上）」NBL457号7頁（2000）を参照）。裁判例として、未公開株商法が公序良俗に違反するとした東京地判平成19・12・13消費者法ニュース75号290頁などがある。その他裁判例の分析については、村本武志「消費者取引における心理学的な影響力の行使の違法性」姫路ロージャーナル1・2号合併号193頁（2008）216-225頁において詳細な分析が行われている。なお、米国法においては消費者の認知バイアスを悪用して契約の締結に至る場合、非良心性の法理を用いるかまたは不当威圧の問題として取り扱われ、被害者救済が行われている。

2) 村本・前掲注（1）233-236頁を参照。

（3）認知バイアスを利用した行為に対する行政規制の必要性

誤解を恐れずに言えば、事業活動において心理学的な手法を用いることは、相手方の認知バイアスを利用する、あるいは悪用することにほかならない。このような手法はこれまでも、主に広告を用いた勧誘行為などで用いられてきた。これに対して、景品表示法は2条4項において「表示」を定義し³⁾、商品、役務・サービスの取引に関して行われる不当表示を規制している。また、金融商品取引法も、利用者保護を図る立場から広告等の規制を行っており（同法37条）、広告類似行為を行う金融商品取引業者等（以下、「金商業者等」という）に商号や登録番号を表示すること（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」という）72条1項）を定めている⁴⁾。同規定は、投資者と無登録業者との取引を阻む事実上の効果を意図しており、人の心理に働きかけて行動変容を促すという、ナッジの手法が採用されているとも言える。また、金商業者等が広告等をするときは、一定の事項について使用する文字等の大きさを変えることが義務づけられている（金商業等府令73条）ことについても、同様の効果が期待されていると考えられそうだ。

行政規制はこのように私法規制とは異なり、消費者等の被害を未然に防止することを主な目的としている。ただし、行政規制は私法との協働⁵⁾あるいは私法への介入⁶⁾によって、私法の限界を補完するものであり、消費者の保護に資するという面では民法・消費者契約法と同じ機能を有している。

3) 具体的にどのようなものが表示に当たるかについては、昭和37年公正取引委員会告示第3号が規律する。

4) 日本証券業協会は「広告等に関する指針」を作成し、金融商品取引業者等が適切な広告等を行うことができるように、金融商品の種類や広告媒体等に応じた詳細な自主規制ルールを定めている。

5) 大村敦志「取引と公序（下）」ジュリ1025号66頁（1993）72頁を参照。

6) 内田貴「民営化（privatization）と契約（6・完）制度的契約論の試み」ジュリ1311号142頁（2006）148頁、吉村良一「公私の交錯・協働と私法の「変容」立命館法学312号472頁（2009）482-483頁等を参照。

(4) 規制に依らない行政手法の利用とナッジ

人の認知バイアス（思考の癖）を正して行動変容を促す場合、上述したように規制に依る行政手法もあるが、規制に依らない行政手法によって目的を達成することも可能である。行動経済学の知見を用いたナッジによる手法は主に後者を指しており、実験によってデータを集め、複雑な環境要因を分析しながら因果関係を特定し、ある行為がどのような環境要因によってコントロールすることが可能かどうかを導き出すという一種の科学的な手法により、政策への応用可能性を模索する⁷⁾。例えば、イギリスやミネソタ州では、納税率を上げることを目的に、人の同調バイアス（周囲の大多数の人に協調的な行動をすることで、「集団の一員である」という安心感を得ようとするために起こる心理現象）の作用を利用して、税金滞納者に手紙を送る際に、地域の90%以上の住民が期限内に納税をしているという情報を合わせて提供することにより、地域全体としての納税率を上げたという⁸⁾。

科学的な知見を用いて現行の規制の盲点を明らかにし、より実効性のある行政手法を取り入れることは証券規制においても可能なのかについては、以下で詳述する。

VI. 証券規制における行動経済学の受容

1. 金融恐慌を契機とした行動経済学の台頭

第2次世界大戦後の経済政策や金融・証券法制は、市場の効率性と人の合理的な行動に基礎づけられた伝統的な経済学のモデルに支配されてきた⁹⁾。そこでは、人は情報を与えれば与えるほど、よりよい選択を行うことができ、情報

7) See, ASIC (Australian Securities & Investments Commission), *Investing in Hybrid Securities : Explanations Based on Behavioral Economics*, Report 427 (March, 2015), at 4.

8) 正木宏長「情報を用いた誘導への一視座——行動経済学，ナッジ，行政法——」立命館法学362号1056頁（2015）1087頁注（23）などを参照。

9) See, e.g., R. A. Posner, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* (3rd ed., 1986), at 15-17 ; P. Samuelson, *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, 6 *INDUSTRIAL MANAGEMENT REVIEW* 41 (1965).

に基づく権利を利用して自らの利益を増大できると考えられた¹⁰⁾。このような政策観が支配する規制の下では、あらゆる不均衡が自己修正され、市場が大きな衝撃に見舞われることはない¹¹⁾。もっとも、人が必ずしも合理的に行動できないことに経済学者はすでに気づいていたが、合理性の仮定を見直すことが必要なほど人が頻繁に誤りを犯し、その間違いが「系統的」でかつ「意味のある」誤りであるとは想定していなかった¹²⁾。ところが、実際には、市場とりわけ金融市場において、合理的な説明がつかないような事象が少なからず起き、そのような市場で密かに進行していた問題は、2007年から2008年に起きた世界金融恐慌の後、手痛い犠牲となって現れた¹³⁾。すなわち、規制の自由化によって、複雑な仕組商品が投資経験の浅い投資者に多数販売された後に市場が急変し、個人投資家に大きな損失をもたらした。

このような事態を受けて、行動経済学の立場から、合理的経済人を前提としてきた従来の政策や規制に対して様々な批判が行われ始める¹⁴⁾。その1つが開示規制に対する批判である。難解で詳細すぎる開示資料とその多さは、情報処理能力に限界がある一般の個人投資家にとって過大な負担となっており、非効率だというものである¹⁵⁾。また1つは、投資アドバイスの実態に係る問題であ

10) OSC Investor Office, *Behavioral Insights Report*, Staff Notice 11-778 (2017), at 17-18.

11) *Id.*

12) K. Erta, S. Hung, Z. Iscenko & W. Brambley, *Applying Behavioral Economics at the Financial Conduct Authority* for FCA, Occasional Paper No.1, at 16 (2013), at 11-12.

13) OSC, *supra* note (10).

14) 人間の行動法則性を科学的に解明しようとする学問分野を証券規制の分析に取り込む試みは金融恐慌以前から行われており、証券規制が前提とする合理性の概念について、批判や新しい規範の提唱がなされてきた（例えば、R. Prentice, *Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future*, 51 DUKE L. J. 1397 (2001); L. A. Cunningham, *Behavioral Finance and Investor Governance*, 59 WASH & LEE L. REV. 767 (2002); D. C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135 (2002), at 150 を参照）。しかし一方で、行動経済学の分析を証券規制に取り込むことについては、実証的な分析に欠けるという厳しい批判もあった（例えば、J. J. Rachlinski, *The Uncertain Psychological Case for Paternalism* 97 NW. U. L. REV. 1165, 1166-68 (2003) などを参照）。

る。すなわち、金融商品市場では、消費者の認知バイアスを悪用した不公正な金融契約が結ばれている可能性があるだけでなく、法令違反をした投資アドバイザーに対して、規制の効果は限定的であるというものである^{16,17)}。行動経済学や行動ファイナンス理論は、従来の投資者保護政策のアプローチが不十分であること、また少なくとも、従来の政策は金融消費者が陥りがちな拙い選択の問題を解決できずにいることを明らかにした¹⁸⁾。

とはいえ、行動経済学の知見を直ちに証券規制に用いることに批判がないわけではない。例えば、認知バイアスが負の影響だけをもたらすことはなく、バイアス自体がかえってよい作用をもたらす場合もありうる。例えば、「損失回避」(loss aversion) という認知バイアスには、幸福を増進する機能があるとされる。すなわち、金融証券市場では損失回避の傾向が「自信過剰 (overconfidence)」の心的な傾向に対する毒消しとなり、2つの認知バイアスが逆に作用すること

15) See O. Ben-Shahar & C. E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. PA. L. REV. 647, 738 (2011); O. Ben-Shahar & C. E. Schneider, MORE THAN YOU WANTED TO KNOW : THE FAILURE OF MANDATORY DISCLOSURE (2014), § 1.

人の計算技能には限界があり、記憶力にも重大な欠陥があるとされ (C. Jolls, C. R. Sunstein and R. Thaler, *A Behavioral approach to Law and Economics*, 50 STANFORD L. Rev. 1471, at 1477)、情報が多いことは必ずしも人の意思決定において有利とはいえないとする結果が示されている (C. F. Camerer, G. Loewenstein & M. Weber, *The Curse of Knowledge in Economic Settings : An Experimental Analysis*, 97 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1232 (1989), at 1233, 1246)。

16) 英米では、わが国と異なり、独立投資アドバイザー (independent financial adviser) が個人向けの投資サービスを牽引し、消費者や投資者の投資行動に大きな影響を与えている。

17) 少なからぬ実証研究により、投資アドバイザーが罰金を支払った後も違法行為を続けようとする事分かっている (OECD, *Behavioral Insight and New Approaches to Policy Design : The Views from the Field*, Summary of an International Seminar (2015), available at https://www.oecd.org/naec/NAEC_Behavioural-Insights-Programme_23-Jan.pdf, accessed on 31 March, 2020, at 6)。

18) G. Mitchell, *Why Law and Economics' Perfect Rationality Should not be Traded for Behavioral Law and Economics' Equal Incompetence*, 91 GEO. L. J. 67 (2002), at 72 (法と行動経済学は過度に限定された実証データに基づいた限定合理性をモデルとしていると批判する)。

で、取引を差し控える方向に働くという¹⁹⁾。しかしながら、このような批判を払拭するに足る十分な実証研究の結果が徐々に蓄積されてきたことで、行動経済学は市場規制の分析に欠かせないものとして信頼度を増してきた²⁰⁾。情報処理過程としての人間の精神機能を科学的に解明する認知心理学を取り込んだことが、かえって市場における消費者や企業の行動を正確に分析できるツールと捉えられているのである。

2. 金融商品市場における消費者保護の必要性

(1) 金融商品市場における消費者の特性

個人投資家の属性を消費者ないし金融消費者と位置づけた上で証券規制を行う場合、とりわけ以下の2つの特徴的な点に留意することが必要である。第1は、消費者の財政面及び投資判断能力の問題である。消費者は余裕資金で投資を行うほど経済的な余裕がない場合があることに加え、投資に対する不安や投資に関する知識・経験が不足していることにより対応が遅れがちになる²¹⁾。例えば、2006年にイギリスのFSAが市民を対象に実施した財政的な能力の基礎調査（Financial Capability Baseline Survey）では、収入の落ち込みや予定外の出費のために退職後の計画を十分に立てることができない者が多いこと、さまざまな金融商品を比較することができない者が多いために、気がつくリスクを取っていることがあり、本来のニーズに対応した金融商品を選ぼうとしても十分な手段を講じることができないという分析結果を得ている。

第2に、モノを扱う市場では、例えば車やコンピューターなどを買う場合に

19) E. Avgouleas, *Cognitive Biases and Investor Protection Regulation : An Evolutionary Approach* (2006), SSRN Electronic Journal, unpublished paper, available at <http://ssrn.com/abstract=1133214>, at 30-33. また、「合理性」の仮定が経済学で受け入れられている背景には、理論構築上有効であることや技術的取扱い、集計上の扱いやすさなどがあるとされる（下川哲矢「意思決定モデルの精緻化は何をもたらすのか——神経経済学」川越敏司（編著）『経済学に脳と心は必要か？』（河出書房新社、2013）41頁。

20) Avgouleas, *supra* note (19).

21) FSA, Consumer Responsibility, DP08/05 (2008) at 22, s. 4.x.

自分の好みでモデルを選べるように、消費者は商品の購買時に積極的に関与することができ、モノと金銭の対応関係について理解をすることが可能である。しかしそれが金融商品である場合、不確かな将来の価値を見込んで投資を決定しなければならないだけでなく、リスクとリターンの対価性を評価することがむずかしい。モノを購入する場合に比べて商品の価値を理解することは相対的に困難を伴うのである。しかも、金融商品の販売者と消費者の間には知識量に格段の差が生じている。

消費者が自らの最善の利益を守るために取ることのできる手段には限りがあり、投資勧誘・販売過程で消費者と事業者がそれぞれに負担する責任の程度を規制によって変える必要性が生じてくる²²⁾。

(2) 資産運用代理人の支配からの脱却

ファンド・マネージャーに代表される資産運用代理人は投資のプロであり、消費者の投資行動において見られるような認知バイアスに左右されることは稀である。しかし資産運用代理人であっても、ハーディング（群れ現象：herding）、投資視野の短期バイアス（myopic bias）、過度のリスク回避バイアス（risk aversion bias）など²³⁾、自身が有するバイアスの影響によって、運用委託者である消費者（本人）の利益を害してしまうおそれがある。例えば、自己の利益を優先しようとして、個人投資家に対して独善的な提案をしたり、投資家にとっては利益にならない短期投資戦略を推し進めてしまうことがある。その際には故意にまたは無意識に、個人投資家のバイアスを巧みに操ろうと考えることもあるだろう²⁴⁾。したがって、顧客である消費者の保護を資産運用代理人だけに任せることは適切ではなく、消費者が自らの裁量に頼って投資行動ができるよう、行政規制による介入方法を検討すべきことになる。

22) FSA, *supra* note (21), at 22, s. 5.2.

23) 首藤恵「ファンド・マネージャーの行動バイアスとインセンティブ構造」早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパーシリーズ WIF-08-003（2008）を参照。

3. 証券規制への行動経済学の応用

金融危機で信頼を失った市場と、銀行や投資アドバイザーなど金融商品の販売に携わる事業者（以下、「証券会社ら」という）への信頼を回復するために、各国の規制当局は投資者保護の強化を図ることになった。欧州では、2007年に発効した MiFID（The Market in Financial Instruments Directive：金融商品市場指令。2014年に MiFID II として改正され、同指令は2018年から施行されている）²⁵⁾において、(1)金融商品の情報提供と(2)顧客に対する受託者責任を、投資者保護のための2つの重要な方針として掲げた²⁶⁾。(2)の顧客に対する受託者責任は、証券会社らに対して支払う手数料（報奨金）に制限を設けることに加え、各加盟国が証券会社らに対して行為義務を課すことを通じて実現されるものとされた。このうち、行為義務はリテール顧客に対して課されるものとされ、次の3つに重点が置かれた。すなわち、①最良執行義務、②顧客が投資アドバイスまたはポートフォリオ管理を求める際に、顧客に提供するサービスの適合性（suitable）を確保するための顧客情報の収集義務、及び複雑な商品（デリバティブ）の取引を行う際の妥当性（appropriateness）テストの実施、そして③顧客注文の正しい取扱いである。

しかしながら、MiFID が加盟国の規制当局に強化を要請した行為義務の内容は曖昧で、従来の行為義務といかなる点に相違があるのかは必ずしもよくわからなかった。このため、MiFID において当該行為を新たに義務化することは官僚主義的に過ぎ、追加的に課される監督者及び投資者双方への報告義務は業務負担を重くするとして批判され、フランスやベルギーなど少なからぬ加盟国において、規制当局と証券会社らとの間に確執を生んだ²⁷⁾。

24) See D. C. Langevoort, *Selling Hope, Selling Risk : Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, 84 CAL. L. REV. 627 (1996) at 657-658 ; Avgouleas, *supra* note (19), at 55-56, 63-65.

25) Directive 2004/39/EC.

26) 大橋善晃「EU の『金融商品市場指令（MiFID）』と最良執行義務」(日本証券経済研究所、2006)、11頁以下を参照。

そこで、各加盟国の規制当局は MiFID の求める高い水準の顧客保護を実現するために²⁸⁾、当時進められていた証券規制に関する行動経済学の研究を取り入れるかたちで、自国の従来の規制を客観的に分析する独自の取組みを始めた²⁹⁾。証券規制の分野で行動経済学の知見を用いた政策を推進することによって、顧客の行動変容が期待されると考えられている分野は、本論文 IV. 1 で述べたように、投資勧誘と開示に関わるものである。以下では、投資勧誘の分野について(1)適合性の審査（具体的には、リスク許容度に関わる顧客情報の収集方法）、開示の分野について(2)プロダクト・ガバナンスと(3)手数料開示を取り上げて検討する。

(1) 適合性審査の手法の改善

(1)-1. 従来の適合性審査における問題点

投資者が自らのニーズやリスク選考を正確に把握しながら、自らにとって最適な金融商品を探ることができるならば、証券会社の外務員や投資アドバイザーらから敢えて投資に関するアドバイスを受ける必要はない³⁰⁾。しかし実際にはそれが容易ではないために、証券会社らが顧客に代わり、あらゆる次元か

27) G. Hübner & S. Plunus, *Accommodating Profile Dynamism in MiFID II* (2013), available on the Semantic Scholar's website, accessed on 31 March, 2020, at 2 (original article published in 3 REVUE BANCAIRE ET FINANCIERE 235).

28) 欧州委員会が2005年に公表した「金融サービス政策白書 2005—2010 (WHITEPAPER Financial Service Policy 2005-2010)」では、金融サービスに関する単一市場を実現するために、発行者と投資者双方に資する流動性の高い資本市場の構築と、顧客主導型のサービス（金融消費者の満足度とその保護レベルを維持しながら、消費者の選択を保障すること）を提供するために、統一的な規定を作るための障害を除去することを重点として掲げていた（大橋善晃「EUの新たな金融サービス政策」(日本証券経済研究所、2006)、3頁。

29) 英国 FCA のように、規制当局の内部で行動経済学を用いた分析を進める国もあれば、フランス AMF（金融市場庁）のように、実証研究を外部に委託して政策の検討を進める国もある（AMF の施策は Delams-Marsalet の研究 (J. Delmas-Marsalet, *Report on the Marketing of Financial Products* (2005), submitted to the French finance ministry, available at AMF website) を基礎にしている)。

ら顧客情報を分析し、顧客に対して最適な商品を選び(適合性審査)、推奨を行っている。ある者に最適な金融商品を選ぶためには、適合性の審査の過程において十分な顧客情報を収集し、適切な分析を行うことが不可欠である。

しかしながら、実際には、証券会社らが顧客から必要な情報を入手している場合でも、適合性の審査過程に問題があり、顧客に不適切な投資アドバイスをしている例は少なからずある。これについて、英国では、FCA が銀行業を対象に2008年3月から2010年9月までの期間に行われた顧客の適合性の審査の実態を調査した。その結果、顧客のリスク許容度を判断するための質問の54%が不適切であることが明らかになった³¹⁾。また、顧客のプロファイリングがスムーズにできた場合でも、顧客の投資意向に沿わない商品を勧めていたり、不適切なポートフォリオを組んでしまう場合もあった。さらに、投資アドバイザーらが投資リスクの性質をよく理解しないまま、顧客に型通りの質問をしたり、自らはリスクについてよく理解しないまま、端末を用いて顧客のプロファイリングをする者もあった。そのような場合、顧客がマニュアル通りに回答しないと、顧客のリスク許容度を過度に低めに設定し、顧客に適切なリスクを取らせずに、預金だけで資産を運用させてしまうケースもあった。

このような状況に対処するために、MiFID19条は、加盟国に対し、証券会社が顧客に最良の投資サービスを提供するためのより厳格な行為義務を定め、その4項で、顧客情報の収集義務（顧客または潜在顧客の知識、経験、財務状況、

30) 投資アドバイスに係る手数料の削減と投資アドバイスの質の向上を図るため、証券会社らは対面の投資アドバイスに代わる自動投資システム（いわゆる「ロボ・アドバイザー」）を開発し、顧客への提供を始めている。ESMA（欧州市場監督局）が公表したガイドライン（*Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements* / ESMA35-43-1163 [06/11/2018]）では、すでにロボアドバイザーによる顧客情報の収集について一定の手引きが記されている。ロボアドバイザーの利活用の現況を踏まえたロボアドバイザー規制の在り方については、拙稿「ロボアドバイザー規制の構築に向けた新たな視座」証券経済研究109号31-42頁（2020）を参照。

31) See, FCA, *Assessing Suitability : Establishing the Risk a Customer is Willing and able to Take and Making a Suitable Investment Selection*, available at <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fsa-fg11-05.pdf> (accessed on 31 March, 2020), at 9-25.

投資目的に係る必要情報の入手)を規定した³²⁾。しかし MiFID における顧客情報の収集義務についての定義はいわば素案の状態で、実際上の審査において実効性が担保されていないという指摘がなされていた³³⁾。もっとも、加盟国で証券会社らが行っていた顧客の情報収集過程については以前から少なからぬ問題があり、とりわけ投資者のリスク許容度の評価方法は問題があることが、行動経済学や心理学の研究者によって明らかにされていた。

i. 学説

行動経済学者の D. Ariely によれば³⁴⁾、投資アドバイザーが顧客情報を入手する際に行う質問のうち、(1)退職後、今の生活を維持するために、現在の給与のどれくらいの金額が必要になると思うか、(2)投資リスクに対する姿勢を7段階で評価すると自分はどのあたりか、といった質問は、行動経済学的な見地からすれば、実に奇妙であり、また無益であるという。

(1)の質問については、被験者らは概ね現在の給与の75%ほどが必要になると答えたという。しかしその理由を尋ねると、当該数字は投資アドバイザーから聞いたことがある数字だからだと回答したという³⁵⁾。つまり、投資アドバイザーは自ら質問し、自ら答えていることになる。そこで、Ariely は、被験者らに(1)の質問をする代わりに、退職後どのような生活をしたいか、どこに住みたいか、退職後に参加したい活動やしてみたいことは何かなど、退職後に望む

32) MiFID19条5項は証券会社らのための一種のセーフハーバー・ルールになっており、証券会社らが同条4項による義務に基づき、顧客または潜在顧客に属性情報等の提供を要求しても顧客らが情報の提供を拒んだ場合、適合性の審査に支障がでる旨を「警告」すべきであると規定している。ただし、顧客に対する警告方法は(顧客にとって黙示の同意となりやすい)標準約款を用いるものとされている点には注意が必要である。

33) De palma & picard, *infra* note (39), at 38.

34) See, Dan Ariely, *Asking the Right and Wrong questions* (30 August, 2011), available at <http://danariely.com/2011/08/30/asking-the-right-and-wrong-questions/> (accessed on 31 March, 2020).

35) *Id.*

生活の質に関する定性的な質問を行った。そして、その回答をもとに必要な費用を算出したところ、実際には75%と回答した者が135%の資金を必要とすることが明らかになったという。

一方、(2)の質問についても、Ariely は被験者らに通常投資アドバイザーが行っている質問よりも精緻な質問をすることで、被験者のリスク志向に変化があるかどうかを調べた。しかし不可解な回答が多かったという。具体的には、リスク志向を10段階評価させる際に、(1)現金のままの状態をレベル1相当、株に85%、債券に15%を投資する場合をレベル10相当とする指標を与えるグループと、債券投資をレベル1相当、デリバティブ取引への投資をレベル10相当とする指標を与えるグループとに分け、その上で、10段階で自らのリスク志向の高低を分析させた。ところが、被験者らはそのような指標とは無関係に、平均的なリスク志向者をレベル5とした上で、自らが平均より少し上であれば6または7、下であれば4または5と回答し、リスクに対する態度について特に明確な考えを持っていないことがわかった。

他方で、Hallanhan らはリスク許容度を複雑な心理学上の概念であると捉えた上で、5,000人のオーストラリア人を対象にしてリスク許容度に関する実証研究を行っていた。Hallanhan らは(1)主観要素と実際のリスク許容度との関係を明らかにするとともに、(2)リスク許容度に関する人口統計学上の分析を加えた³⁶⁾。分析の結果、被験者の大半がリスクを過少評価していることがわかり、主観要素に頼りすぎるフィナンシャル・プランナーは、顧客に対して不適切な提案をするリスクを冒しやすいことを突き止めた³⁷⁾。

ii. 規制当局による分析

一方で、MiFID に対する批判から、フランスやイタリアなど³⁸⁾複数の加盟

36) See, T. A. Hallanhan, R. W. Faff & M. D. Mckenzie, *An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance*, 13 FINANCIAL SERVICES REVIEW 57 (2004), at 59-60.

37) *Id.* at 62-64, 75. なお、参加者の人口統計学的分析を通じて、リスク耐性は性別、収入、資産との関連性が高いが、既婚か未婚かの別、年齢の2つの要素とは関連性が低いという。

国で、MiFID の求める顧客情報の収集義務の妥当性や実効性について行動経済学の知見に基づいた科学的な分析が行われた。

例えば、フランスの AMF（金融市場庁）の依頼に基づいて行われた調査では³⁹⁾、MiFID が収集を求める4つの顧客情報（知識、経験、財務状況、投資目的）を14の要素に分けて分析し、7割を超える質問事項がリスク許容度に関連していたことがわかった。しかしこれらの質問はいずれも表面的な内容にとどまっており、また、リスク許容度を数値化するための質問は大抵が曖昧なものだったという。不確実性下の意思決定で掛かり易くなる認知バイアスの作用によって、顧客のリスク許容度は正確に測ることができないということが明らかになった。そして、MiFID が求める高レベルの投資者保護を実現するために具体的どのような質問を行うべきか、指標を構築したりモデルが示されなければならないと結論づけられた。

(1)-2. 顧客情報の収集過程における認知バイアスの排除

クロッシング・ネットワークなどの出現によって、進行する市場構造の複雑化などに対処するために改正された MiFID II⁴⁰⁾ は、顧客情報の収集義務についても改訂を行った。MiFID II の下では、投資サービス会社⁴¹⁾ は、顧客の(1)投資経験や財務知識の評価を通じた「妥当性 (appropriateness)」のチェック、(2)財政状況の確認、(3)リスク特性 (risk profile) のチェックを通じて（リスク特性とは、投資目的、投資の計画対象期間、リスク許容度、損失負担能力を指す）、顧客の適合性審査を行わなければならない。ただし、投資アドバイス

38) See, N. Marinelli & C. Mazzoli, *An Insight into the Suitability Practice : The Standard Questionnaire Dilemma* (January 10, 2011), available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1853230>.

39) See, A. De Palma & N. Picard, *Evaluation of MiFID Questionnaire in France* (2011), available at the AMF website (accessed on 31 March, 2020).

40) Directive 2014/65/ EU.

41) 投資サービス会社とは、MiFID II に規定される投資サービス及び投資活動を業として営む者をいい (MiFID II 4(1)(1)条)、わが国の金融商品取引業者に匹敵する。

を行う場合及びポートフォリオ管理を行う場合に、(2)及び(3)が義務づけられ、(1)については要求レベルにとどめている（MiFID II 25(2)(3)(4)条）⁴²⁾。

また、MiFID IIの実効性を高めるために作られたガイドライン⁴³⁾は、投資サービス会社が顧客のリスク特性のチェックをする過程で生じうるトラブル等に対処するため、投資サービス会社に対して次の3つの点を考慮することを求めている^{44, 45)}。

第1は、顧客から得る情報が過剰な自己評価に基づくことがないよう、顧客の情報に信頼性と一貫性（ないし整合性）があるかどうかをチェックすることである⁴⁶⁾。また、顧客の自己評価が過剰になっていないかどうかを確かめるためには、ナッジの手法を用いて、例えば顧客に対して次のような質問を行うことも有効である⁴⁷⁾。「リスクとリターンのトレードオフ」や「リスク分散」などの概念についての知識を問う代わりに、顧客に具体例を示し、ポジティブなシナリオとネガティブなシナリオの両方を提示する。また、ある金融商品に投資するための十分な経験があると思うかどうかを尋ねる代わりに、顧客はどのようなタイプの商品に馴染みがあり、最近よく取引している金融商品は何かを尋ねることなどである。なお、顧客情報の信頼性と一貫性をチェックをするた

42) なお、MiFID II 24(2)条は、投資サービス会社に対していわゆる合理的根拠適合性（商品適合性）を遵守することを規定している。

43) ESMA, *Final Report – Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements* / ESMA-35-43-869 (28 May 2018), available on the ESMA's website, accessed on 31 March, 2020 [hereinafter *MiFID II Suitability Guideline*].

44) *Id.* at 149–156.

45) 改訂前のMiFIDのガイドラインでは、顧客からの情報収集を正確に行うために、リスク耐性を調べる際に具体例を示すことや、顧客に合わせたテーラーメイドの質問を行うことが望ましいことなどを挙げていた（ESMA, *MiFID Supervisory Briefing – Suitability* / ESMA/2012/850 (19 December 2012), available on the ESMA's website, accessed on 31 March, 2020）ことに比べると、MiFID IIのガイドラインはより投資の意思決定における顧客の認知バイアスの影響に配慮していると考えられる。

46) *MiFID II Suitability Guideline, supra* note (43), at 43 (3.4 Annex IV – General guidelines 4, 44, 45).

47) *Id.* at 43 (3.4 Annex IV – General guidelines 4, 46).

めには、顧客情報を入手する際に必ず対話などの記録を取り、必要に応じてしかし頻繁に顧客情報の更新を行うことが重要である。

第2は、損失回避 (loss aversion) の評価に係るものである。人はリスクを過少評価する傾向がある。このため、顧客が負担できるリスクの大きさを直接問うことは望ましくないため、負担できる損失の程度を代わりに問うことが望ましい⁴⁸⁾。第3は、顧客から情報収集を行うときは、シンプルな言葉遣いを行うことである。認知的倏約家である人は複雑な情報に接したときや膨大な量の選択肢を提示されたときに、ヒューリスティックによって情報処理のために時間を使うことを避け、典型的な判断枠組みや誤った経験則等を用いて、正しい選択ができないことがあるからである。

(1)-3. 小括

リスク許容度は主観的なリスク態度と客観的なリスク負担能力から成る。従来、金融商品の販売者らはリスク態度に重きを置き、顧客のリスク許容度を必ずしも正しく測定することができない質問項目を用い、また、顧客情報を定量的に分析した上で、顧客に適切であると思われる金融商品を機械的に判断し、そのような商品との関係で顧客の適合性を審査していた。しかしそのことが業者と顧客の間にアドバイス・ギャップを生み、結果として、顧客の意向にそぐわない商品が販売されていたということが考えられる。しかし、顧客が投資の意思決定をするときに認知バイアスの作用を受けやすいというという科学的な事実を事前に業者が考慮に入れることができれば、適合性の審査の精度がより向上することに期待が持てる。顧客に定性的な目標を立てさせた上で、さまざまな顧客情報を考慮に入れながら、業者が情報の分析を行うことができれば、顧客の投資意向に寄り沿ったアドバイスが実現するかもしれない⁴⁹⁾。

しかしそのような新たな試みの実効性を高めるためには、行政が牽引役を務めることが不可欠になるだろう。適合性審査における人の認知バイアスの問題

48) *Id.* at 44 (3.4 Annex IV – Guidelines 47).

についていち早く調査を行い、業務行為規定集において適合性審査のガイドライン（COBS 9.3）を定めた英国でも、依然として問題は解決されていないようである。2017年に行われたFCAの調査によれば、業者の適合性審査に対する顧客の満足度は93%に向上したとされるが、複雑な仕組みとリスクを有する年金リスクの移転取引については、依然として顧客の満足度が低い⁵⁰⁾。これは、業者に主体的な取組みを促すためとして、同ガイドラインを抽象的な内容にとどめたことに原因があるという⁵¹⁾。2019年9月、FCAはある会議において具体的な改善策を口頭で示したというが⁵²⁾、規制当局者からのより具体的に明確な指針の提示が待たれている。

（本研究は、JSPS 科研費（課題番号 26380106）の助成金による研究成果の一部である。）

（きむら・まきこ 筑波大学ビジネスサイエンス系教授）

49) テーラーメイドの適合性審査をするためにはさまざまなコストが掛かる。適切なアドバイスは無料で提供されるべきものではなく、顧客が質の高いサービスを享受するためには一定のコストを負担しなければならないことは、とくにわが国においては十分に理解されなければならない。

50) FCA, *The Assessing Suitability Review – Results* (May, 2017), available at FCA website (accessed on 31 March, 2020), at 8.

51) See, e.g., G. Anthony, *Lessons in Ensuring Suitability of Advice from the FCA* (23 September, 2019), available at <https://www.natlawreview.com/article/lessons-suitability-advice-fca> (accessed on 31 March, 2020).

52) 十分な時間を掛けて顧客のニーズや投資目的を把握することや、投資者に関するソフト情報（家族構成やそのライフイベント等）を入手すること、業者は常に顧客が説明を理解していない可能性を疑うことなど、FCAは適合性審査において何を為すべきかについて例示をしたという（FCA, *Improving the Suitability of Financial Advice* (Speech by D. Gupta, delivered at Money Marketing Interactive Conference 2019, Harrogate), available at FCA website (accessed on 31 March, 2020)。