

行動経済学と証券規制 (3・完)

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、筑波ロー・ジャーナル 28号)
 - (2) プロダクト・ガバナンス (以下、本号)
 - (3) 手数料開示
 - 4. 小括
- VII. おわりに

VI. 3. (2) プロダクト・ガバナンス

(2)-1. 問題の所在

金融商品取引法において証券として定義される金融商品は、厳格な開示ルールや勧誘販売ルールの下で、事前の商品認可を経ずに金融証券市場で販売され、流通している¹⁾。仮に金融商品の開発段階で必要以上の規制を行うことになれば、金融イノベーションが阻害されるという問題が生じうるからである。実際、株式や債券のような規格品にデリバティブが組み込まれた金融商品は、商品単

体のリスクを減殺するリスク管理のツールとして、また、レバレッジを利かせた高収益を期待できる商品として発展を遂げてきた。

もっとも、このような仕組商品は、金融工学に長けた少数の専門家だけしか理解できない高リスクで複雑な内容のものが少なからずある。ただし、これらがリスク許容度の高いプロ同士の間で売買されていれば通常大きな問題にはならない。リスクを移転された側は、リスクに係るコストを客観的・数学的に減少させるために、大数の法則やポートフォリオを通じたりリスク分散、ヘッジ、情報優位性といったさまざまなメカニズムを活用することができるからである²⁾。また、契約当事者間で結ばれる契約もこれらの者にとっては相応の意味がある。

ところがリテール・カスケードが起き、リスク移転手段を通常は持たないと考えられるリテール顧客や中小企業にこうした商品が販売されれば問題の本質は変わってくる³⁾。しかしながら、このような情報力や交渉力に欠ける顧客の勧誘にあたり、業者（以下では、顧客のために金融商品を製造・販売する金融商品取引業者一般を指す用語として「業者」という用語を使う場合がある。）が相手方のデリバティブ取引に係るリスク管理能力に配慮すべきであるとするような規範が定立されているわけではない⁴⁾。また、デリバティブ取引のリスク管理について、金融商品の販売後に業者がアフターケア義務を負うべきだとする見解も学説の域を出ていない⁵⁾。そこで、金融商品の勧誘・販売時におけ

1) ただし、保険商品については商品認可が必要とされている（保険業法5条1項3号・4号、保険業法施行規則11条、12条等、及び金融庁「保険会社向けの総合的な監督指針」のIV・保険商品審査上の留意点等）。

2) 森田果「射幸契約はなぜ違法なのか？」NBL849号35頁（2007）、38-40頁。

3) 福岡高判平成23・4・27判タ1364号158頁②事件は、銀行（被告）が一般の事業会社（原告）に対して販売した金利スワップ取引の説明義務違反が認定され、損害賠償請求が認められた初の事案である。しかし金利スワップ取引は仕組みが単純であるという理由で、適合性原則違反はもとよりや説明義務違反が認められることは稀である。

4) リスク管理手段や移転手段を一般に持たないリテール投資家へのデリバティブ商品の販売には問題性があることについて、木村真生子「判批」神田秀樹＝神作裕之『金融商品取引法判例百選』（有斐閣、2013）、61頁。

るリテール顧客の側の行動変容を促す戦略だけではなく、業者の側、とりわけ商品の組成や開発、販売会社の支援に携わるアセット・マネージャーの行動変容を促すことが効果的であるという考え方が、欧州を中心に共有され始めている。なぜならば、ハイリスク・ハイリターンの金融商品が安易にマーケティング戦略の対象となれば、「新商品」に目がない消費者の積極的な投資対象になりやすいからである。また、不用意に金融商品を購入した投資者が、司法の場で紛争を通じて投資の失敗の責任を業者に押しつけることになれば、かえって社会的なコストが増大するおそれがある。さらに、金融商品に対する不信感が高まれば、金融証券市場に資金を投じようとする投資心理を冷やすことになり、それは金融イノベーションに期待される効果が商品規制によって減殺されること以上に金融証券市場の運営全体にとって問題になる可能性がある。

(2)-2. 「商品」に焦点を当てた規制手法の構造転換

①消費者被害の発見につながる7つの兆候

プロダクト・ガバナンス法制を主導している英国のFCAが⁶⁾、行動経済学の知見を基に行為規制を見直すために参照したのはハーバード大学のCampbell教授らによる文書である⁷⁾。同文書は行政（規制当局）の果たすべき役割について論じており、消費者被害を発見するための8つの兆候を示している。FCAはこの兆候を消費者のバイアスから生じる7つのリスクに捉え直し

5) 金融商品取引業者のアフターケア義務の一般的な議論については、川村正幸「判批」金判1034号11頁（1998）、後藤巻則「金融取引と説明義務」判タ1778号40頁（2005）などがある。現行法上、アフターケア義務が金融商品の販売を担う金融商品取引業者に及ぶと考えることは問屋として金融商品取引業者の性質上検討することが難しく、「顧客本位の業務運営」などの指針の下で業者は努力義務を負うにすぎないと考えられる。

6) 英国では、国内の大手銀行が販売した返済補償保険（Payment Protection Insurance：PPI）の不適切販売に対する苦情が2011年頃から急激に増加したことを受けて、消費者被害の回復に向けた対策の抜本的な見直しが進んだ。PPIへのFCAの対応については、上杉めぐみ「イギリスにおけるPayment Protection Insuranceのmis-sellingによる被害の実態と規制の推移－手数料開示義務に焦点を当てて」生命保険論集201号155頁以下（2017）を参照した。

た上で、これをさらに3分類した⁸⁾。

第1は、企業側に現れる兆候、第2は、商品特性から見て取れる兆候、第3は、消費者の行動や経験に現れる兆候である。第1の企業に現れる兆候とは、「詐欺（rip-offs：不当に高い商品）」と「餌食（suckers：犠牲になりやすい人）」がある。例えば、超過利益が継続している状態（rip-offs の例）や、クロス・サブシダイゼーション（部門間の利益の付け替え）による低価格戦略で顧客を囲い込んでいる場合（suckers の例）など、収益性や販売手法に異常なパターンが見られている場合は消費者被害の兆候が現れているという。

第2の商品特性とは、「格安品（bargains：割安にみえる斬新な商品）」や「罠（traps：行動バイアスを狙った契約特性）」を指す。例えば、「格安品」については、あり得ない価格やリターンが謳われ、手数料は隠されたり十分に強調されない。また、詳細を伝えずに顧客を惹きつけるような金利（teaser rate）、解約違約金、オプトアウト条項などは「罠」として機能する可能性がある。このように、商品に内在する詳細な情報は、消費者にとってリスク性のある商品が市場に何気なく存在していることを示している。これらの兆候は行政側にとっても、業者の商品組成や販売活動及び販売後の対応を図る上で手掛かりになり得る。

一方で、第3の「後悔（regret）」、「愚行（folly：常識から外れた選択）」「困惑（confusion）」という3つの消費者行動に現れる兆候は、消費者被害の兆候を見る上で有益な指標になる。「後悔」とは、予測可能なリスクとは無関係に商品のことをよくわからずに買ってしまうこと、「愚かさ」とは、自分の収益目標や資金計画などと矛盾する商品や、自分にとって価値のない商品を買って

7) See John C. Campbell, Howell E. Jackson, Brigitte Madrian, and Peter Tufano, *Making Financial Markets Work for Consumers : An Open Letter to America's First Consumer Financial Protection Czar*, 89 (7) HARV. BUS. REV. 47 (2011).

8) K. Erta, S. Hung, Z. Iscenko & W. Brambley, *Applying Behavioral Economics at the Financial Conduct Authority for FCA*, Occasional Paper No.1 (2013), at 29-31, available from FCA website.

しまうこと、そして「困惑」とは、購入後に商品の主要な特徴や価格を説明できないことを指す。これらは重要な兆候であるにもかかわらず、各種の消費者を対象にしたサーベイなどでは表れにくい傾向がある⁹⁾。それはすなわち、被害が消費者に発覚してからでないと、金融商品に内在する問題性が明らかにならないことを示している。しかも、締結した契約が長期契約の場合、これらの兆候が現れるタイミングが大きくずれてしまうという問題が主じる。

②規制手法の見直し

上で見たような兆候が金融商品に明示的に表れている場合、消費者行動に生じるリスクを減殺する種々のルールが「表示」に関わる問題として検討ないし活用されてきた。わが国では金商法上において広告規制を設け（金商法37条、金融商品取引業等に関する内閣府令〔以下「金商業府令」という〕72条）、金融商品取引業者が特別の利益を提供することを禁じており（金商法38条9号、金商業府令117条1項3号）、不当景品類及び不当表示防止法では、商品やサービスの品質、内容、価格等を偽って表示を行うことを厳しく規制している¹⁰⁾。自主規制法人も各種のルールを定めるだけでなく¹¹⁾、詳細な指針を作成することによって協会員による違反行為の未然防止に努めている¹²⁾。これらのルールが科学的な根拠に基づいて策定されているかどうかは定かではないが、実際には、認知バイアスにより消費者の意思決定が歪められないよう、業者に要請を行っていると考えられることはできる。

しかし、「表示」に関わるバイアスは消費者被害の問題の一端を表しているにすぎないともいえる。表面的な情報ではなく、商品に内在する「機能」に焦

9) Erta, *et al.*, *supra* note (8), at 30.

10) 優良誤認表示につき独占禁止法5条1号、有利誤認表示につき同法5条2号を参照。

11) 銀行業においては、銀行業における表示に関する公正競争規約第1条が不当な顧客の誘引を防止し、一般消費者による自主的かつ合理的な選択及び銀行間の公正な競争を確保することを目的としている。なお、広告等の表示及び景品類の提供に関する規則4条を参照。

12) 例えば、日本証券業協会は「広告等に関する指針」（平成28年）を作成している。

点を当て、消費者の行動や認知の誤りを誘発するようなリスクの存在を調査し、特定することも、また消費者被害の未然防止のためのアプローチの1つになり得る¹³⁾。具体的には、(1)商品に対する誤解を示す兆候が消費者に現れていないかどうかを探知し、(2)表明された商品の機能と、消費者の商品の利用実態の間に不一致があるか否かを調査することが有益であると思われる¹⁴⁾。例えば、アメリカで金融危機の前に販売されていたステップアップモーゲージ（わが国で販売されているステップアップ償還型住宅ローンに近い）は、返済し始めて数年後に金利が上昇するタイプの住宅ローンであった。この商品が「表明した目的」は、現在は低所得か信用情報に悪い履歴があっても家が買え、その後、借り主の信用状況が改善したらすぐに借り換えを行うことで契約が維持できる、というものであった。しかし実際には、ステップアップモーゲージはサブプライムローン（低所得者向けの住宅ローン）の借り手、つまり、信用スコアに改善の見込みがない者に購入されていた。この事例は、表明された商品の機能と消費者の利用実態の間に不一致があったことを示すものである。商品の需要者と供給者の思惑の不一致から生じるリスクが過少評価されたために、業者が買い手の知識不足につけ込んで商品の販売を拡大し、結果として大量のサブプライムローンが不良債権化したことは深刻に受け止められなければならない¹⁵⁾。

商品に対する消費者の誤解が金融市場全体の信用不安につながる場合もあることを考えれば、「顧客を知る義務（know-your-customer requirements）を商品レベルに及ぼすこと¹⁶⁾、つまり、商品の供給元である業者に対し、商品を管理する義務を課すことが必要になる。なぜならば、商品の開発者や販売者は商

13) Campbell 後も規制の必要性を判断する際には、商品の名称ではなく、機能を重視しなくてはならないとしている（Campbell et. at., *supra* note (7), at 51）。

14) Erta, et al., *supra* note (8), at 31 et esq.

15) サブプライムローン問題について、淵田康之「サブプライム問題の教訓」資本市場クォーターリー 2007 年秋号 2 頁（2007）、5 頁を参照。

16) See Veerle A. Colaert, *Product Governance : Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, European Business Law Review (2019), at 2, available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3455413> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3455413>.

品の特徴を正しく理解し、どのような顧客層が当該商品に適合するかをまず考えているからである。その上で、商品の開発者は係る商品の販売先となる市場（target market）を商品ごとに特定する。また、開発する商品やその販売手法が消費者の誤解を生じさせるおそれがないかを検証し、実際に商品が販売された後も、商品の目的と消費者の利用実態が一致しているかどうかを確かめる。とりわけ、複雑で革新的な金融商品については、当該商品の組成・販売に関わる当事者が多くなることから、商品から生じるリスクの所在が不明確にならないよう、商品を管理していくが必要になる¹⁷⁾。

③行政による介入方法

英国のFCAは消費者の認知バイアスに対処するために、行政が効果的に市場に介入する方法として以下の4つの方法を示している¹⁸⁾。

第1は、情報提供である。情報提供において重要なことは、消費者が弱点を突かれないう、「特別な情報」を提供することにある。例えば、過去の商品の利用例(どのようなニーズがあるときに当該商品を購入しているか)やクレーム率などのデータを消費者に提供することである。これは、特殊なマーケティングや販促資料を提供することなどにより、消費者の行動学的な弱点を狙う不公正な慣習を断ち切ることにつながると考えられている。第2は、消費者の「選択の環境」を変えることである。例えば、指針などを設けて、消費者に積極的に意思決定を行わせることを商品選択時の標準とし、ある商品を買うことが自動的に選択されないようにすることである。第3は、商品の販売を制御することである。具体的には、ある種の顧客に対しては特別の販売チャネルを通じてしか商品を販売できないようにすることや、対面でしか商品を販売できないようにすることである。第4は、商品をコントロールすることである。例えば、特別な特徴を有する商品や、消費者のミスを誘って被害を招くようにみえる商

17) See Erta, *et al.*, *supra* note (8), at 32.

18) Ibid. at 42 et seq.

品の流通・販売を禁止することである。また、高い解約手数料が設定されているような商品を排除したり、解約手数料率を制限するよう、業者に要請することである。第4の介入方法はプロダクト・インターベンションと呼ばれ、EUを始め、英国、オーストラリアなど複数の国で検討され、実施され始めている¹⁹⁾。

消費者行動に関わる問題の解決はたしかに常に「行動」による必要はない。より強力な商品の「ガバナンスの基準」を業者に課すことや、商品の特徴に制限を加えたり、またある一定の顧客層に対する商品の宣伝広告を禁じたり、ある販売チャネルからの商品の勧誘を禁じ制限することも、消費者被害の改善に大いに関連性がある²⁰⁾。

(2)-3 プロダクト・ガバナンスへの取り組み

① EU

プロダクト・ガバナンスとは、金融商品の開発者や販売業者らが商品のライフサイクルに渡って法規制の要件を遵守するよう、商品の設計や認可、販売、商品の継続的な管理をするために、業者が構築するシステムや管理体制のことを指す²¹⁾。EUでは、2010年の初頭からこのような取り組みが検討され始めたが、異なる時期に異なる思惑で検討が進められた結果、複数の指令や規則が存在し、規則相互に矛盾もある²²⁾。しかしながら、EU加盟国の投資会社（investment firms）²³⁾が従うべき主な規制として以下の4つの規制、すなわち、第2次金融商品市場指令（MiFID II）²⁴⁾、パッケージ型投資金融商品規制（Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation ;

19) 本論文のⅥ.3.(2)-4「プロダクト・インターベンションの実例」を参照。

20) Erta, *et al.*, *supra* note (8), at 42.

21) FCA, Consultation Paper (CP16/29) : *Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Consultation Paper III* (September, 2016) (hereinafter “FCA CP16/29”), at 102, available from FCA website.

22) CFA Institute, *The Brave New World of Product Governance in the EU Asset Management Industry* (2020), at 11, available from CFA Institute website.

PRIIPs)²⁵⁾、譲渡可能証券への集団投資事業第4次指令 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive ; UCITS IV)²⁶⁾、オルタナティブ投資ファンド運用会社指令 (Alternative Investment Fund Manager Directive ; AIFMD)²⁷⁾があり、このうち、MiFID II と PRIIPs は投資会社による金融商品の開発・販売方法だけでなく、投資者に対する商品の運用状況及びコストの開示方法についても少なからぬ影響を及ぼしている。

MiFID II によると、すべての投資会社がプロダクト・ガバナンスにおいて遵守すべき内容の要点は以下の7点にまとめられる²⁸⁾。すなわち、(1)投資会社が組成・販売する新商品（または商品の再販）のターゲット市場と付随するリスクを評価するための手順（プロセス）を定め、(2)当該プロセスの説明責任を取締役会レベルで果たすとともに、(3)当該プロセスが遵守されているかどうかについて監督する体制を確立することである。また、(4)こうした任務を遂行することができる一定の能力を有する職員を雇用しなければならない。さらに、(5)適切な商品の流通経路を選択し、(6)既存の商品が期待通りに機能しているかどうかをチェックすること、つまり、想定したターゲット市場に商品が販売され、ターゲット市場のニーズに当該商品が引き続き合致しているかどうかを継続的に監視する必要がある。そして、これらの監視によって、(7)問題が特定されたならば、然るべき措置を講じなければならない。とりわけ、商品の組成段階において、投資会社は(i)ターゲット市場のニーズに合う商品を設計し、(ii)(市

23) 投資会社とは、1つ以上の投資サービスを第三者に対して提供することを通常の職務または業務、もしくは1つ以上の投資活動を専門的に行うあらゆる法人であると定義される (MiFID II 4条(1)(1)、MiFID II Annex I Section A, C)。アセットマネージャーのみならず、銀行、ブローカー・ディーラー、ベンチャーキャピタルなど対象は多岐にわたる (有限責任監査法人トーマツ「主要国・地域の運用業規制に関する調査研究についての報告書」(2014) 52頁等 (金融庁 HP) を参照)。

24) Directive 2014/65/EU. なお、第1次指令では具体案は示されなかった。

25) Regulation (EU) No 1286/2014.

26) Directive 2009/65/EC.

27) Directive 2011/61/EU.

28) Articles 16 (3) and 24 II of MiFID II ; FCA CP16/29, *supra* note (21), at 102–103.

場での不測の事態に備えて）商品のストレステストを実施するだけでなく、(iii) 商品に課された構造が適切かどうかを評価し、(iv)商品の流通業者に対しても関連する情報を提供しなければならない²⁹⁾。また、商品の流通段階においても、投資会社は(i)組成者から関連する情報を集め、(ii)組成者の定期的な商品レビューに役立つ情報を組成者に提供し、(iii)複数の流通業者が商品の販売に関与するときは協力して取り組まなければならない。

②英国

MiFID II の規則を認可業者に遵守させるために、英国の FCA は FCA Handbook の別添として Product Governance Sourcebook (PROD) という規則集を作成している³⁰⁾。もっとも、仕組商品 (structured products) のプロダクト・ガバナンスについて、FSA (現 FCA) はすでに2007年頃より「プロバイダーと販売業者による顧客の公正な取扱いに係る責任 (Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customer : RPPD)」と題するガイド (手引き) を作成していた^{31,32)}。当時 FSA は、商品のライフサイクルに沿って認可業者が遵守すべき事柄を総称する用語として「ガバナンス」という用語を用いていなかったが、手引きの内容自体は MiFID II のプロダクト・ガバナンスの内容に概ね等しい。

アウトカム・ベースの規制を標榜する FCA は³³⁾、2015年、RPPD の制定後に仕組商品がどのように作られ、管理されているかについて調査するとともに、プロダクト・ガバナンスに係る行政の点検を行った³⁴⁾。調査対象は認可業者

29) FCA CP16/29, *supra* note (21), at 103 et seq.

30) *See ibid.*, Ch. 13.

31) RPPD は法的拘束力のないガイド (手引き) として位置づけられ、FCA 規定集に定められた業務原則 (Principles for Business) におけるプリンシプルの1つである顧客本位原則 (Treating Customers Fairly : TCF) 及び付随する詳細な規則を基に作成されている。これまで4度にわたり改訂されている。

32) RPPD で用いられる "provider" という用語は MiFID II の用語法に合わせて PROD では "manufacturer" と読み替えられている。

だけでなく、金融商品の需要者であるリテール顧客にも及び、多面的な評価がなされた。このうち認可業者の調査では、商品の小売業者と卸売業者の調査が区別して行われ、前者は仕組預金と元本保証型投資商品の組成・販売を請負う9社が対象となり（「リテール・レビュー (retail review)」）、後者は仕組債を組成する投資銀行14社が対象となった（「ホールセール・レビュー (wholesale review)」）。

リテール・レビューの要点は4つある。第1に、業者が組成している商品が、顧客が必要とした理解している商品であるか、第2に、顧客に対して公正な結果（顧客に不当なコストを転嫁していない等）を出すことができる商品であるか、第3に、堅固な認可組織の承認を得た商品であるかどうかである。これに対し、ホールセール・レビューでは、(1)商品の開発方法、(2)ガバナンス、(3)販売方法、(4)発行市場及び流通市場へのアプローチ方法が検査された。そして調査の結果、以下の点において認可業者がRPPDを遵守していないことが明らかになった³⁵⁾。すなわち、(1)認可業者が最終顧客のいるターゲット市場を商品組成の段階で明らかにしていない、(2)バックテストに頼りすぎるなど、十分なロバスト性解析やストレステストを実施していないことである。また、(3)当該商品が最終顧客が支払う金額に見合うだけの価値を表しているのかも適切に評価されていなかった。さらに(4)最終顧客に対する義務を果たすために、

33) アウトカム・ベースのレギュレーションでは、業者による規制の遵守状況を規制当局が評価し、その結果を受けて、対応の拙さを指摘された業者が改善策を打ち出す。FSA（現FCA）によるプリンシプル・ベースの規制アプローチに伴うアウトカム・ベース（結果アプローチ）への方向転換について、小立敬「英国FSAにおけるプリンシプル・ベースの実践としての顧客本位原則の取り組み」資本市場クォーターリー 2008年冬号26頁（2008）、33頁を参照。See also Andrew Bailey, *The Future of Financial Conduct Regulation*, The Future of Financial Conduct Regulation, Bloomberg, London (April 23, 2019) (transcript available from FCA website).

34) See FCA, Thematic Review (TR15/12) : *Structured Products : Thematic Review of Product Development and Governance* (2015), available from FICA website (hereinafter “FCA TR15/12”).

35) Ibid., at 6, 14–22.

商品の流通経路をモニターし、販売業者が商品とターゲット市場に関する十分な情報を有しているかどうかを確かめていなかった。

このうちターゲット市場の特定については、例えば、過去の販売実績における評判の良さに基づいてターゲット市場を特定する因子を抽出し、最終顧客のニーズや目的を理解しようとしていない小売業者があった³⁶⁾。また、ホールセール・レビューでは、「リテール顧客に対して複雑でない商品（simple products）を販売すべきである」という原則を採用するだけで、“simple”の定義を曖昧にしている業者が少なからずあった³⁷⁾。すなわち、商品が単純であるかどうかは顧客目線ではなく業者目線で判断されており、この姿勢を貫けば、顧客のニーズや適切な販売チャネルについて十分な検討をしないまま、商品の組成・販売がなされてしまうおそれがあった³⁸⁾。

なお、投資銀行のプロダクト・ガバナンスについても、FCAはリテール顧客の視点に立って行われているかどうかが不十分であるとしている。商品の利益率が高いことは顧客の利益となるかもしれないが、新商品が最終顧客の利益となっているかどうかを業者がどのように評価しているのかが明らかでないと結論づけている。

一方で、リテール顧客の調査では、定性調査と行動経済学の知見を用いた調査³⁹⁾の2つが行われた。定性調査は仕組預金または元本保証型投資商品を調査対象とし、(1)消費者の投資理由、(2)他の商品と比較した際に仕組商品を選ぶ動機、(3)商品の理解度、(4)予想される商品のパフォーマンスを消費者自身がどの程度評価できるかが調査の重点項目となった。調査の結果明らかになったことは以下のようにまとめられる⁴⁰⁾。

36) Ibid., at 14 et esq.

37) Ibid.

38) Ibid.

39) See FCA, Occasional Paper No. 9 : *Two Plus Two Makes Five? Survey Evidence that Investors Overvalue Structured Deposits* (2015), available from FICA website. FTSE100 種 総合株価指数 (FTSE 100 Index) に連動する仕組預金を用い、定性調査とは異なる被験者で、仕組預金を購入したことがあるまたは購入を検討している 384 名を対象に実施された。

第1は、消費者は安全な投資先を求めながらも、定期預金よりも高い金利を求めるために仕組商品を購入していたことである。なお、このとき消費者は業者の販売圧力に大きな影響を受けており、しかも、短期間で投資の意思決定を求められるため、他の商品との比較を行うことができないことがわかった。このような事情の下で契約に応じてしまうことが直接の購入動機となっていること、これが留意すべき第2の点である。そして第3は、消費者は商品の基本的な仕組みは理解できても、詳細について理解することは困難であること、つまり、何が予想利益をもたらす基礎的要素であるのかを理解している者は少なく、投資決定に適した市場水準について考慮を払わない者が多い。仕組商品は定期預金よりも常に金利が高いと考えている結果、利率が悪くなると落胆してしまうのである。このため、消費者が仕組預金の投資結果についてより多くの情報を与えられると、異なる意思決定をする（仕組預金の購入を躊躇する）ことがあるとされる。

これに対して、行動経済学の知見に基づく調査では、(1)投資者（消費者を含む）が仕組預金（指数連動型定期預金）の期待収益を評価する際に、系統的なバイアスが働いていないかどうか、また、(2)特定の情報を与えることで、投資者の評価方法に改善が見られるかどうかを検証された⁴¹⁾。調査の結果、以下のことが明らかになっている⁴²⁾。

第1に、投資者は指数の上昇をかなり控えめに予想していても、期待リターンを過大評価していたことである⁴³⁾。これは、投資者が仕組商品について大きな誤解をしていることを示している。第2に、仕組預金の金利が年利3%の定期預金よりも悪くなる可能性があっても、投資者の大半は仕組預金に魅力を感じていたことである。これは、消費者が安定性・安全性が高く、着実に資産を増やせるという定期預金の特徴に引きずられ、仕組商品に非現実的な期待を

40) FCA TR15/12, *supra* note (34), at 12.

41) *Ibid.*, at 11.

42) *Ibid.*, at 13.

43) その評価は年利1.9%に相当するという (*See ibid.*)。

抱いてしまう可能性を示している⁴⁴⁾。第3に、指数変化に伴いリターン（運用益）がどの程度変化するかについて複数のシナリオを見せても、消費者の仕組商品の評価能力の改善にはあまりつながらなかったことである。一方で、同じように推奨できる定期預金があり、その見込み利益と共に定期預金が仕組預金を上回る可能性があることを示すと、投資者のバイアスは抑制され、仕組預金に魅力を感じなくなることもわかった。

以上の業者側及び2種類のリテール顧客の調査、とくに行動経済学的な知見を用いた実証研究からわかることは、消費者の理解度と業者が考える「消費者の理解度」の間に間隙が生じていることである。そのことが原因なのだろうか、2021年2月にFCAが公表したアセットマネージャー8社に対するプロダクト・ガバナンスの遵守状況の調査結果をみると、依然としてPRODすなわちMiFID IIが示した規範が十分に遵守されないままになっている⁴⁵⁾。仕組商品を購入する消費者の利益を害さないために、業者のプロダクト・ガバナンスの実践は重要である。しかし実証研究の検証結果をみるかぎり、行政側の思惑どおりにプロダクト・ガバナンスが機能しているかどうかは疑問がないわけではなく、有効な対応策の検討が今後も続いていくものと思われる。

(2)-4 プロダクト・インターベンションの実例

① EU

プロダクト・インターベンション（商品介入）は、食品や電化製品と同じように、投資者被害の拡大を未然に防ぐために、金融商品の販売や流通を全面禁止ないし一時停止するための行政による強行的な措置である⁴⁶⁾。ESAs（欧

44) その意味では、仕組預金の名称に「定期預金」を付けて、例えば「コモディティ連動型定期預金」や「通貨オプション付円定期預金」などとする場合、認知バイアスの影響によって消費者の誤解を生みやすくなる可能性があるかもしれない。

45) See FCA, *MiFID II: Product Governance Review* (2021), available from FCA website.

46) このような強行的な措置は、従来金融証券市場の健全な発展を阻害するリスクを内包するものとして忌避されてきたと思われる。プロダクト・インターベンションの意義や理論的背景については別稿において検討したい。

州監督当局）及び加盟国の所轄官庁は、株式や債券、ファンドなど MiFID II に定義された金融商品⁴⁷⁾のマーケティングや流通、販売または金融上の行為を行う者（投資銀行や投資会社を含む）に対して、金融商品市場規則（Markets in Financial Instruments Regulation : MiFIR）等の規定に基づき、商品に対する介入権限（product intervention powers）を行使する⁴⁸⁾。

介入権限の行使は域内全体と加盟国国内とで役割分担がある。ESMA は域内の業者に対して広く商品介入権限を有するが、一時的な禁止措置（temporary intervention）を講ずるに止まり、その期間も3ヵ月と制約されている⁴⁹⁾。また、ESMA が権限を行使することができるのは以下の要件に当てはまる場合に限られる⁵⁰⁾。すなわち、重大な投資者保護上の懸念がある場合、金融市場またはコモディティ市場の秩序ある機能や統合性にとって脅威となる場合、または金融システムの全部または一部の安定を脅かす場合であって、金融商品又は金融上の行為（financial activity）に適用される EU 法に基づく規制上の要件が上記の懸念に対応しておらず、かつ国内の1つまたは複数の所轄官庁が当該問題に対処するための措置を講じずにいるかまたは当該措置が不十分である場合である。

一方で、恒久的な禁止措置を講ずる権限を有するのは、加盟国内の所轄官庁（National Competent Authority : NCA）である⁵¹⁾。しかし ESMA が NCA から恒久的な商品介入権限を発動することについて通知を受けると、当該禁止措置

47) See MiFID II Art. 4 sec. 1 (15), Section C of Annex I.

48) ESMA（欧州証券監督局）は MiFIR40条に基づき、また、加盟国の所轄官庁は MiFIR42条に基づき商品介入権限を有する。EBA（欧州銀行監督局）の権限は MiFIR41条に、EIOPA（欧州保険・企業年金監督局）の権限は PRIIPs15条に基づく。

49) See MiFIR Art. 40. ただし、ESMAは行った措置について見直しを行わなければならない、必要があれば3ヵ月の延長措置を講ずることができる。また、何度でも新たな措置を講ずることができ、新たな措置を講じない場合は行為の禁止措置が解除される。

50) ESMA, *Product Intervention (Policy Activities, MiFID II)*, available at <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/mifid-ii-and-investor-protection/product-intervention>.

51) NCA が商品介入措置を講じようとする場合は ESMA への通知が義務づけられる（See MiFIR Art. 42 sec. 1）。

が正当化されるものであるかどうか、均衡の取れた措置であるかどうか判断して意見を述べ、ESMA のウェブサイト上でこれを公開しなければならない⁵²⁾。これまで、差金決済取引（Contracts for differences : CFDs）⁵³⁾とバイナリーオプションの2つの金融商品のリテール顧客に対する売買が恒久的に禁じられた。

②英国

英国のFCAは金融商品の理解が乏しい消費者のために、「重要な情報（key information）」の内容を商品ごとに定め、その開示を業者に促すなど、販売時における金融商品の開示方法の改善に長年取り組んできた⁵⁴⁾。しかしそのような努力にもかかわらず、消費者の重要情報に対する反応は低かった。消費者は開示された情報を見捨てることもあるなど、規制の効果は上がらなかった⁵⁵⁾。

そこで、FCAは販売時の開示情報に規制の重心を置くことは即ち消費者被害への対応が後手に回ることであると理解し、商品のライフサイクルの初期の段階に規制の焦点を当てることが重要だと考えた⁵⁶⁾。たしかに、FCAの施策により金融イノベーションが起こりにくくなり、商品の選択肢が狭まるという批判や、消費者に対する過剰な保護に対する批判が業界関係者からは寄せられた⁵⁷⁾。しかしFCAは、消費者の金融商品取引に対する自己責任原則を確認しつつも、消費者が意思決定の際に直面する困難に対処する必要性を認識し、業

52) See MiFIR Art. 40.

53) ESMAは2019年3月から現在まで、ベルギーとルーマニアを除く加盟国の所轄官庁によるCFDs(差金決済取引)の禁止措置について公開意見を述べてきている。なお、ベルギーは2016年8月にすでにリテール顧客へのCFDs、Spot FX、バイナリーオプションの勧誘・販売を高リスク取引であるとして禁じている。

54) See FSA, *Good and Poor Practices in Key Features Documents* (September, 2007) ; The IOSCO Technical Committee, *Principles on Point of Sale Disclosure* (Consultation Paper), (November 2009).

55) See FCA, Discussion Paper (DP11/1) : *Product Intervention* (January, 2011), at 19 fn. 12, available from FCA website (hereinafter "FCA DP11/1").

56) Ibid., at 20.

者に顧客を公平に扱う義務を果たすように求めなければならないと判断した⁵⁸⁾。

2012年、FCAは金融サービス・市場法（Financial Service and Market Act of 2000）を改正し、深刻な消費者被害をもたらすような深刻なケースに限り、商品の流通販売を禁じ、必要な特性を商品に付することを命ずる制定法上の権限を得た（FSMA 137D, 138G）。なお、FCAは事前協議をすることなく一時商品介入規則を作ることができ、制定した規則は最大で12か月間継続される。

FCAがこのような介入主義的アプローチを取る理論的根拠は大別して2つある。第1は、業者と消費者の間には情報の非対称性があり、リテール金融商品市場で「市場の失敗（market failure）」が引き起こされていることである⁵⁹⁾。すなわち、業者は金融商品の特質をよく知っているが、リテール顧客は金融商品に対する理解力が不足しており、商品を購入するかどうかの決定の際に情報を正しく利用できない状況を見過ごしていることである。第2は、消費者の行動特性の問題にFCAが強い関心を抱いていることである⁶⁰⁾。金融商品は本質的にある程度複雑なものであるが、消費者が認知バイアスの影響を受けている場合、その「複雑さ」は消費者の誤解を誘発する可能性が高いことによる⁶¹⁾。

FCAは、2014年8月、条件付転換社債（Contingent Convertible Bonds：Cocos（通称CoCo債））に対して商品介入権限を行使することを公表した。CoCo債とは、株式と債券の中間の性格を有するハイブリット証券であり、転換社債の一種である。発行体の自己資本比率が基準値を下回るなど、偶発的な事象であらかじめ定められた条件に抵触した場合、元本の一部または全部が削減されたり、強制的に普通株に転換される。リスクが比較的高い商品だが、高

57) See FCA, Feedback Statement (FS11/3) : *Product Intervention* (June, 2011), at 27, available from FCA website (hereinafter “FCA FS11/3”).

58) Ibid., at 30.

59) Ibid., at 23–25.

60) Ibid., at 26, fn. 22 ; FCA, Policy Statement (PS13/3) : *The FCA's Use of Temporary Product Intervention Rules* (March 2013), at 27, available from FCA website.

61) FCA DP11/1, *supra* note (55), at 26.

格付けであるために、リテール顧客は一般の債券と混同してしまうおそれがある。

FCA が CoCo 債への商品介入を検討していた当時、金融機関はバーゼルⅢ規制に対応するために CoCo 債を積極的に発行することで自己資本の充実を図っていた。金融商品の販売業者は市場に出回った CoCo 債の高格付けを売りにして、金融リテラシーの低いリテール顧客に積極的に販売した。一方で、消費者は商品の仕組みを理解せずに、発行体が知名度の高い金融機関だというだけで CoCo 債を購入していた。FCA はこのような実態を重く見て、初の商品介入権限の発動に踏み切り、新規にリテール顧客に対して CoCo 債を販売することを同年10月1日から1年間停止した⁶²⁾。ただし、リテール顧客であっても、わが国の金商法上の特定投資家にあたる者には厳格な顧客審査や顧客管理を条件に、業者は Cocos 債を販売することができた。商品介入措置を講じた結果、たしかに CoCo 債の流動性は低くなり、既保有者が債券を売却しにくくなったなどの批判は出た⁶³⁾。しかし FCA は、CoCo 債の流動性が下がることは事前の費用便益分析を通じて織り込み済みであり、それよりも、CoCo 債を新規に購入するリテール顧客を削減できたことの意義は大きいとして、自らの政策を評価した⁶⁴⁾。

2018年12月、FCA はバイナリーオプションの販売停止を行うことを新たに予告し⁶⁵⁾、2019年4月2日、リテール顧客に対する当該商品の販売が全面的に禁止された⁶⁶⁾。バイナリーオプションは消費者を害するリスクが商品に内在しており、業者による商品の販売方法も投資者保護に欠けていたことが商品介入

62) See Conduct of Business sourcebook (COBS) 22.1.

63) See FCA, Policy Statement (PS15/14) : *Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments* (June, 2015), at 32–33, available from FCA website.

64) Ibid.

65) See FCA, Consultation Paper (CP18/37) : *Product Intervention Measure for Retail Binary Option* (December, 2018), available from FCA website.

66) See COBS 22.4. See also FCA, Policy Statement (PS19/11) : *Product Intervention Measures for Retail Binary Options* (March, 2019), available from FCA website.

権限発動の理由となっている。その後も、FCA はミニ債券（Mini-bonds）⁶⁷⁾、差金決済取引、SISs（Speculative Illiquid Securities）に対して商品介入権限の行使ないし行使の検討を行っている。

③オーストラリア

オーストラリアには英国の商品介入法理を参考にした商品介入規制がある。規制庁のオーストラリア証券投資委員会（Australian Securities and Investments Commission；ASIC）は、会社法の規定に基づき⁶⁸⁾、商品介入権限を行使することができる。CoCo 債などのハイブリッド証券について、2011 年 11 月、ASIC は消費者に対して警告文を出した。また、2013 年、ASIC は業者に対し、ハイブリッド証券の目論見書の記載方法や販売方法の改善を求めた⁶⁹⁾。しかしハイブリッド証券はすでに多くの消費者が購入する馴染みのある金融商品となっており、利率の高さからその人気は衰えなかった。

ASIC は商品の特徴とリスクを開示する現在の方法では不十分であり、消費者の認知バイアスに配慮する方法で開示が行われなければならないと考えた。そこで ASIC は、投資者がハイブリッド証券をポートフォリオに組み込む際に、普通の株式や債券と比較して、どのような認知バイアスがハイブリッド証券の選択に作用するのかを特定するための実験を行った⁷⁰⁾。具体的には、参加者の認知バイアスとリスク態度をまず調査し、その上で投資ゲームに参加させ、債

67) ミニ債券は、一般的に、リテール顧客に販売されている流動性の低い債券をいう（該当する法律用語はない）。その本質は企業の発行する借用証書である。高い利率を謳っているため消費者に人気があるが、満期に返金されるかどうかは企業の業績次第であり、事業が失敗すれば投資金は戻らない（See FCA, Mini-bond, available at <https://www.fca.org.uk/consumers/mini-bonds>）。

68) Part 7.9A of Corporations Act 2001.

69) See ASIC, REPORT 365 : *Hybrid Securities* (August, 2013), available from ASIC website.

70) See ASIC, REPORT 427 : *Investing in Hybrid Securities : Explanations Based on Behavioural Economics* (March, 2015), at 27-39, available from ASIC website (hereinafter “ASIC REP 427”).

券、ハイブリッド証券、株式をそれぞれ各自のポートフォリオに配分させる方法で行った⁷¹⁾。

実験の結果、ハイブリッド証券の投資に関わる認知バイアスとして、①コントロール幻想バイアス（illusion of control）、②自信過剰、③フレーミング効果、④曖昧さ回避（ambiguity aversion）、⑤ブランド化（branding）に、一定の特徴が現れた⁷²⁾。具体的には、コントロール幻想バイアスや自信過剰、フレーミング効果の影響を受けやすい被験者は、自らのポートフォリオにあるハイブリッド証券への配分を増加させていたが⁷³⁾、曖昧さ回避とブランド化についてバイアスの影響があった被験者は、逆にハイブリッド証券への配分を減少させていた。つまり、株式は債券やハイブリッド証券に比べリスクの高い商品であるにもかかわらず、ハイブリッド証券についてよく知らない場合、身近な株式に投資してしまう傾向があることがわかった。一方で、予測とは異なり、ハイブリッド型証券の発行体の商号が投資決定にそれほど大きな影響を及ぼさない可能性もあることがわかった。ただし、実験で被験者に提供された情報がわかりやすく一覧表に示されていたことから、通常利用されるような目論見書が被験者に提供されていれば、実験結果は異なっていた可能性があり、注意が必要である。

ASIC はこのような実験結果を参考にして、ハイブリッド証券の販売方法やハイブリッド証券に固有のリスクを正しく顧客に伝える方法を再検討するだけでなく、投資教育の方法を改めて検討することになった。一方で、現在までのところ、CoCo 債などのハイブリッド証券に対して商品介入権限は発動されていない。これは、ASIC が商品介入権限を行使できる場合を「消費者に著しい損害（significant detriment）をもたらすとき」に限定していることによると思

71) 対象者は主にクイーンズランド工科大学の大学生であり、58%が女性、42%が男性、年齢は概ね18歳から24歳の間に分布していた。ほとんどの学生がマーケティング論や会計学など、ビジネスに関係する学問分野を学んでいた（Ibid., at 27）。

72) ASIC REP 427, *supra* note (70)．

73) Ibid., at 12 et esq.

われる⁷⁴⁾。これに対して、Short Term Credit は2019年9月14日から18カ月間、差金決済取引については2020年11月23日から約4か月間、それぞれ商品介入権限が発動され、リテール顧客向けの商品の発行や勧誘・売買などが停止されている⁷⁵⁾。

(3)手数料開示

フレーミング効果により、消費者は保険商品や投資商品などの広告の表示価格が目立つように表示されると、その表示をもとに投資の意思決定をしがちである。また、勧誘者が取引手数料を金額ではなく「%」を用いて割合で説明する場合、消費者はコスト負担を少ないと感じてしまう。他方で、消費者のこのような認知バイアスを利用して、業者は複雑な価格設定を行い、全体でどのくらいのコストが掛かるのかを容易にはわからないようにしたり、曖昧にすることがある。また、手数料やコストに対する消費者の意識の低さに付け込み、高い手数料率を設定することもある。さらに、広告表示では情報の断片だけを表示することで、手数料にかかる情報を覆い隠すこともある。

カナダのオンタリオ州証券委員会 (Ontario Securities Commission; OSC) は、2019年8月、「行動経済学的知見を通じた手数料開示の改善」と題する文書を公表した⁷⁶⁾。カナダでは、Client Relationship Model (CRM) と呼ばれる新たな金融証券規制改革が進められている⁷⁷⁾。従来の商品ベースの規制（銀行、証券、保険、信託の商品ごとの縦割り規制）が実態に合わなくなってきたことから⁷⁸⁾、CRM では顧客とアドバイザー（金融商品仲介業者）の関係強化を目的とした規制のあり方が目指されている。CRM の下では、金融商品サービス業

74) See ASIC, Regulatory Guide 272 : *Product Intervention Power* (June, 2020), available from ASIC website.

75) ASIC Corporations (Product Intervention Order – Short Term Credit) Instrument 2019/917 ; ASIC Corporations (Product Intervention Order – Contracts for Difference) Instrument 2020/986.

76) OSC, *Improving Fee Disclosure Through Behavioural Insights* (Staff Notice 11-787) (August 19, 2019), available from OSC website.

者は顧客に送付するドキュメント（証拠書類）と報告書をより良いものに改善することが義務づけられる^{79,80}。また、2013年から1年毎に段階的な目標が設定され、2017年1月に施行されたCRM第2フェーズ（CRM2）の下で、業者は投資商品やサービスに係る手数料及び報酬に関する明確で完全な開示を行い、かつ資産運用状況に関する意味のある報告書（以下「CRM2レポート」という）を顧客に提供しなければならない⁸¹。

しかしこのようにして業者が顧客に出したCRM2レポートの評価はさまざまだった。ブリティッシュ・コロンビア州証券委員会（BCSC：British Columbia Securities Commission）が実施した調査では⁸²、投資に関する知識が不足していると感じていた52%の投資家が、CRM2レポートによって手数料に関する一般的な理解を増進させたという。また、当初から投資の能力に自信

77) Client Relationship Model (CRM) の前身である Fair Dealing Model (FDM) は2000年2月、OSC が設置した委員会によって検討が開始されたものである。CSA が2005年8月にFDM を CRM と名称変更すると、金融証券規制改革の議論が加速した。2008年の金融危機で顧客に対する公正な取引が明らかになると、業界全体でCRM を推進する機運が高まり、CRM 構想が現実化した。(See e.g. Adam Laird, *The History and Background of CRM Phase 2*, available at <https://www.highviewfin.com/blog/the-history-and-background-of-crm2/>.)

78) 金融サービス業界のビジネスモデルは投資助言業に重心を移してきており、投資者は「商品」が何であるかということよりも、長期投資において業者と信頼できる関係性を築くことができるかどうかに関心を持っていると、OSC は分析している (OSC, Concept Paper : *The Fair Dealing Model* (January, 2004), at 9)。

79) See CSA, National Instrument 31-103, Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (NI31-103), § 14.17.

80) CRM は責任の所在の明確化、顧客との全取引の透明性の確保、利益相反の回避の3つを原則として掲げている。原則を遵守するためには、業者だけでなく顧客や行政もそれぞれの立場に応じた責務を果たさなければならない。例えば、OSC は、行政側も金融商品の販売者に対し明確な行為基準を設定する責務があるとしている (Ibid., at 28-29)。

81) Ibid.

82) BCSC, News Release (2017/76) : *Significant Improvements in Investor Knowledge Following New Fee Disclosure Documents*, BCSC study finds (October, 2017), available from BCSC website.

を示した投資家のうち、16%がCMR2レポートを見て新たな手段で既存のアドバイザーと契約することを決め、25%が投資商品の構成を変え、11%はアドバイザーや証券会社自体を変更したこともわかった。これに対して民間の調査機関が行った調査によれば、CRM2の取り組み自体を知らない投資家が全カナダの約8割に上り、取り組み自体を知っている投資家でも、レポートの体裁が変わったことに気づいた投資家は約半数に止まった⁸³⁾。

手数料や報酬に関する報告書が業者から送付されたこと自体に気づかない投資者や、レポート内容を理解していないと思われる投資家の存在が明らかになったことで、OSCはCRM2の取組みに改善の余地があると考えた⁸⁴⁾。OSCは英国の行動インサイトチーム（Behavioral Insight Team : BIT）⁸⁵⁾と手を組み、業者によるCRM2レポートの送付方法やレポートのデザインの改善方法の検討に着手した。まず、カナダにいる投資家から1,900名の被験者を募り、フォーマットの異なる手数料と報酬が記載された4種類のレポートの1つをランダムに被験者に送付した。そして、記載内容の理解度を示す7つの質問をすることで、どのレポートのフォーマットが最も投資家にとって適切かを分析した⁸⁶⁾。その結果、以下のように、1頁目に手数料の概要を簡潔に示し、2頁目に手数料の詳細を示したレポートのフォーマットが、最も投資者の理解を助けるレポートの形式であることがわかった^{87, 88)}。

83) Investor Executive, *Low Investor Awareness of CRM2 a Challenge for Firms and Advisors* (Industry News) (August 16, 2018), available from Investor Executive website.

84) OSC, *supra* note (76), at 2.

85) BITは英国の内閣府の下で組織され、行動経済学などの行動科学に基づいた政策ツールを考案している。ナッジ・ユニット（Nudge unit）とも呼ばれる。

86) OSC, *supra* note (76), at 5-6.

87) *Ibid.*, at 32.

88) その他にも、CRM2レポートを入れた郵便の開封率を上げるため、封筒の上書きに大きく太字で“Important Annual Fees Report – Please Read – Fees Impact the Value of Your Investments.”などを書くことが封筒を開封するきっかけとなるなど、有益な実験結果が提供されている（*Ibid.*, at 27）。

Summary + Detail

Investment Dealer ABC Inc.

IMPORTANT: ANNUAL REPORT ON OUR FEES

Sam Doe
123 Pleasant St.
Your Account Number: 123-4567

Dear Sam,

This report describes the fees we received in 2017 for the services we provide to you. These fees come from two sources:

1. What we **charge you directly**. Some of these charges are for the operation of your account (e.g. account administration fees). Other charges are associated with purchases, sales, and other transactions you made.
2. What you are **indirectly charged**. Investment dealers like us can receive payments from third-parties, such as fund managers, when our clients have investments in their funds.

Both direct charges and indirect charges are important because they reduce the value of your investments.

Summary of Direct and Indirect Charges

Total Direct Charges	\$383
Operating Charges	\$150
Transaction Charges	\$233
Total Indirect Charges	\$518
Total Charges	\$901

➔ More detail about your direct and indirect charges is provided on the following page.

The Behavioural Insights Team / Improving fee disclosure through behavioural insights

Investment Dealer ABC Inc.		
<i>Detailed Breakdown of Direct and Indirect Charges</i>		
Account #: 123-4567		
Direct Charges	Amount	Description
Operating Charges	\$150	
RRSP Administration Fee	\$100	Charged on 12/31/2017 for maintaining your RRSP Account.
RRSP Withdrawal Fees	\$50	Charged for two withdrawals of funds from your RRSP account.
Transaction Charges	\$233	
Trading Fees	\$29	Charged for three mutual fund transactions.
Sales Charges	\$204	Charged for purchasing ABC Mutual Fund, which has a front-load sales charge.
Total Direct Charges	\$383	
Indirect Charges	Amount	Description
DSC Fund Purchase Commissions	\$407	When you purchased units of XYZ Mutual Fund on 04/12/17 on a deferred sales charge basis, we received a commission from the investment fund manager, XYZ Inc.
Trailer Fees (1)	\$111	Commission we receive because you hold ABC Mutual Fund and XYZ Mutual Fund. We receive 1.20% of the amount you hold in each of these funds each year as a trailer fee in return for the service and advice that we provide you.
Total Indirect Charges	\$518	
<i>Notes:</i>		
(1) Investment funds pay investment fund managers a fee for managing their funds. The managers pay us ongoing trailing commissions for the services and advice we provide you. The amount of the trailing		

Investment Dealer ABC Inc.

commission depends on the sales charge option you chose when you purchased the fund. You are not directly charged the trailing commission or the management fee. But, these fees affect you because they reduce the amount of the fund's return to you. Information about management fees and other charges to your investment funds is included in the prospectus or fund facts document for each fund.

If you need a further explanation of the charges described in this report, your representative can help you.

Page 1 of 3

(出典：OSC, *Improving Fee Disclosure Through Behavioural Insights* (Staff Notice 11-787), at 36-37)

投資者がアドバイザーと日頃から接し、助言を受けていたとしても、投資者自身の認識とは異なり、投資の意思決定をする能力が不足していることは多くの実証研究が明らかにしてきたことである⁸⁹⁾。OSCは上述したような実験結果を公表することで、業者に手数料開示のための新たな手段を提示し、顧客とアドバイザーの関係だけでなく、投資者の意思決定のあり方を改善しながら、顧客と業者双方の行動変容を促そうとしている。

4. 小括

Ⅵ章では、金融恐慌後、各国の証券規制当局が投資者被害を未然に防止するために、行動経済学の知見を用いた新たな証券規制を行っている状況を見てきた。消費者的な性質を有する投資者が多く参加する現代の金融証券市場では、投資者の認知の歪みを利用した金融商品のマーケティング戦略が先鋭化し、拡大するおそれがある。これに対して、行動経済学や認知心理学という分析ツールは、科学的かつ客観的に投資者の意思決定の歪みに対応するための新たな視座を与えてくれる。

本論文でみた適合性チェックの方法、手数料・報酬の分かりやすい顧客への通知方法は、わが国においても検討を試みる価値があるように思われた。一

89) Ibid., at 12 and fn. 10.

方で、金融商品のライフサイクルに応じた商品管理の方法であるプロダクト・ガバナンスは、業者の自発的な行動に委ねられている部分が多く、実効性の面に懸念がある。プロダクト・ガバナンスのフレームワーク自体には行動科学の影響があったにせよ、実際の取り組みにおいては、行動科学的な知見を利用するノウハウが個々の業者に不足していることに要因の1つがあるのではないだろうか。この点、カナダの手数料・報酬に関するより良い開示のための取り組みは、業者自身の取り組みを行政がレビューし、行政が行動経済学の知見を用いてさらに改善を図っている点で示唆に富む。

カナダでは、現在、高齢者取引について行動科学の知見を用いた新しい規制に向けて取り組みが始められている⁹⁰⁾。実験によって、高齢者は自信過剰、楽観的傾向バイアスに行動が左右されることが明らかになり、これらのバイアスを緩和するために、金融商品の更なる説明の簡素化が進められている。また、勧誘の際、高齢者は金融詐欺に遭いやすい傾向があることを業者が明示的に伝える必要があることを示した。さらに、Trusted Contact Person (TCP：信頼できる連絡先となる者)⁹¹⁾を指名することが「社会規範」であることを高齢者に直接伝えることで、高齢者にTCPの利用を促している。この点、わが国では、日本証券業協会が高齢者取引のための規則やガイドラインを制定しているが(「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」5条の3(高齢顧客に対する勧誘による販売)、「高齢顧客に対する勧誘による販売について〔2013年〕」など)、その手法は業者の事務フローの厳格化であり、従来の規制手法に依存しているものと評価できよう。

90) See e.g. OSC, *Seniors Strategy* (Staff Notice 11-779) (March 20, 2018), available from OSC website.

91) Trusted Contact Person (「連絡先となる信頼できる者」)に関するアメリカのFINRAの取り組みについては、萬澤陽子「高齢者の金融資産の保護等に関する取組み——アメリカを例に——」に紹介がある (<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/JCMF/manzawaronbun.pdf>)。

VII. おわりに

消費者的投資者が多く参入している現代の金融証券市場では、とりわけ対象となる商品が複雑な仕組みを有する場合において、開示義務を尽せば投資者保護に不足はないという従来の考え方がなお妥当するかは疑問である。消費者的投資者は特に金融商品取引において認知バイアスの影響を受けやすく、また金融商品取引業者との間にある情報の非対称性を解消することは必ずしも容易ではないからである。このため、いかに業者が最善と思われる手立てを尽くして顧客の利益保護を図ろうとしても、消費者行動に対する本質的な理解が欠けていれば、そのような対応も不十分となる可能性がある。

これらの者を効果的に保護するためには、開示規制を補完するかたちで行動経済学の知見を用い、投資者被害を未然に防ぐためのパターンリスティックな手立てを行政が利用することが有用であるように思われる。行政が行動科学の知見を用いて施策を行い、投資者のバイアスの影響を上手く取り除くための手助けをすることができれば、問題のある自己決定から投資者を守るだけでなく、その取り組みは金融証券市場全体の健全化にもつながっていくことだろう。

（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 筑波大学大学院人文社会ビジネス科学学術院教授）