



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件：複雑性金融商品取引における判決例を素材として
Author(s)	村本, 武志
Citation	新世代法政策学研究, 13, 245-324
Issue Date	2011-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/47592
Type	departmental bulletin paper
File Information	HJNGLP013_014.pdf



顧客限定合理性の下での適合性原則・ 説明義務と錯誤の役割と要件 ～複雑性金融商品取引における判決例を素材として～

村 本 武 志

目次

- 第1 はじめに
- 第2 顧客の限定合理性
- 第3 顧客の限定合理性利用マーケティングの実情
- 第4 顧客の限定合理性下での説明義務
- 第5 顧客の限定合理性下での適合性原則
- 第6 説明義務違反介入型錯誤の要件
- 第7 おわりに

第1 はじめに

投資事業者の説明義務は、先物や証券など投資取引における一般投資顧客保護のツールとして、ここ20年ほどの間で大きな深化・発展を遂げた。

先物取引分野では、当初の私設・海外商品先物など詐欺的紛争から、国内公設事業者による不公正な取引方法をめぐる紛争へと移行し、説明義務違反の存否はそこでの中心的な争点となる。証券取引分野では国内の大手証券事業者が相手方となったことから、当初から、事業者の説明義務の存否・範囲や内容が、顧客側の主張・立証課題とされた。最近では、説明義務の履行方法や程度、顧客調査義務、助言・指導義務の存否・要件が争わ

れる¹。

適合性原則は、1990年代半ば頃から多発したワラント取引に関する訴訟上で問題とされた。これは、公正慣習規則上の規定を足掛かりとしつつ、民事上の違法要素として主張された。その後、この原則から導かれる義務をめぐる議論が次第に精緻化されてきた。

一般投資顧客は、認知能力や情報処理能力の限界から、合理性から逸脱した経済的意思決定を行うことが稀ではない（「顧客の限定合理性」）。これを直ちに顧客の「落ち度」と評価せず、この価値判断を事実認定や過失相殺の存否に反映させようとする試みが緒につきつつある^{2 3}。

行動経済学や神経経済学は、人を「合理的経済人」ではなく「限定合理的な存在」とし、このような属性から生じる行動バイアスを、後掲の知覚上の「錯覚」と似通った人の生来的な「くせ」と捉える。行動バイアスによる人の認知の錯誤、判断能力が損なわれる度合いは、知識が不足する場合により高いとされる（Inderst & Ottaviani [2010] p.51）。合理性に欠ける経済的判断が、人の限定合理性に起因し、生来的な「くせ」として、その正や排除は可能であるのか。また、行動バイアスに起因する、合理性に欠ける人の意思決定に対し、無効・取り消しなどの民事効果を直結させることが可能であるのか。これに対しては、「限定合理性」概念の曖昧さ、その存否判断や要件の不明確さゆえに「契約法における拘束力の理論との関係で困難を伴う」（松本 [2011] p.46）との指摘がある。しかし、行

¹ 説明義務・情報提供義務をめぐる学説・判例の概況については、中田ほか[2005]など。指導助言義務については、オプション取引に関する最一小判平成17・7・14（判時1909号30頁）のオロ補足意見が、顧客に取引のリスクコントロールができないおそれがある場合に事業者の顧客に対する信義則上の義務として指導・助言義務があると指摘する。

² フィンランドにおける投資顧客の投資行動について Grinblatt & Keloharju [2000]、米国における一般顧客の限定合理性に論究するものに Langevoort [2009]、行動経済学に関する実情調査について DellaVigna [2007] 参照。

³ 限定合理性に基づく投資行動のメカニズム（山本 [2010] pp.201-231）や、それを踏まえた行為者の責任の評価の必要を述べるもの（廣谷、山地 [2011] p.31）、過失相殺の判断に際し合理的人間像を前提とすることには慎重さが求められること（内橋ほか [2006]、廣谷、山地 [2011] p.65）など

動経済学の知見が、事実上の推定や心証形成の部面に限定して利用されるに過ぎないとする主張には疑問がある。例えば、表意者の相手方の行為義務論に、これを反映させることはできないか。具体的には、表意者の行動バイアスの存在を、相手方の説明義務や適合性原則上の義務の調査、考慮、判断事情として利用できないか、が問われてよい。

説明義務はこれまで、取引当事者間の情報の質・量の非対称性という観点から、その義務内容や範囲、程度のありようが議論されてきた。わが国の説明義務は、一般的には情報提供義務（information obligation）や開示義務（duty of disclosure, duty to disclose）を指すが、裁判例上は助言・指導（advice）を含むとするものも少なくない⁴。一見すれば勧誘に当たらないような商品情報の提供に過ぎない場合でも、呈示のされ方によっては、顧客の取引動機を惹起する可能性がある。商品情報の提供は顧客を取引に誘導する目的的なものであり、提供を受ける顧客の限定合理性からすれば、むしろ、これにより取引動機が惹起されることの方が多い。このような説明は、裁判例や投資取引法上では「義務」と観念される。しかし、事業者によるその履行と、取引不適合者に対する勧誘禁止という適合性原則とはどのような関係に立つのか。また、顧客の限定合理性を前提するとき、説明義務はどのような役割を持つものとして理解されるべきか。

適合性原則はこれまで、主に説明義務との関連での「知識」適合性、理解・判断能力の適合性を有しない不適合者への勧誘禁止という命令規範の側面に焦点が当てられてきた。しかし、顧客の限定合理性の下での情報提供が勧誘としての実質を帯びる可能性に鑑みれば、勧誘禁止の前提としての顧客適合性の調査や適合性判断義務などの命令規範としての側面がむしろ重要となる。すなわち、このような命令規範としての適合性原則上の義務内容、程度や考慮事情は、人の行動バイアス排除という観点から再検討されなければならない。

⁴ 英国FSA（[2006]）は、金融サービス中の保険取引に関連し、情報義務と助言義務の差異を指摘する。すなわち情報提供は、非勧誘取引において、商品が自己の必要と意向に合致するかどうかを顧客が判断できるような一般的な情報の提供をいう。これに対し助言義務は、特定の商品や販売者が顧客の必要や意向に合致する理由の説明をいい、一般的な情報の提供に止まらなるとされる。

また、事業者が、顧客の取引判断に必要なリスク情報を十分に提供することなく、リスク・リターン間のバランスに欠けた商品情報や取引助言がなされる場合、行動バイアスの影響で、顧客に、構造的な認知の錯誤が生じるおそれがある。重要事項の不告知を含む情報提供や助言などの誘導により惹起された錯誤と、このような誘導によらない顧客の自招的な錯誤とで、その無効要件を同列に論じることが適当であるかについても検討を要する。

本稿では、まず、事業者の顧客に対する情報提供や助言・指導などの説明が、顧客の経済的意思決定にどのような影響を及ぼすかを、心理学、行動経済学や神経経済学の観点から検討する。次に、投資事業者が、取引への誘導、拡大に向けたマーケティング上で顧客の行動バイアスをどのように利用しているか、これにより顧客はどのように合理的な意思決定から逸脱するかを、仕組商品など複雑性金融商品取引に関する裁判例の認定事実を素材として概観する。その上で、説明義務や適合性原則が、顧客の行動バイアスの是正や排除ツールとしてどのような役割を果たしうるか、そのためにどのような義務内容とすべきか、説明義務違反による誘導錯誤の無効要件をどのように考えるべきか、これらの問題について裁判例がどのように対処しているかについて検討する。

第2 顧客の限定合理性

1 人の限定合理性

人が「合理的である」とは、利用可能な情報を完璧に処理し、効用の最大化を図る経済的意思決定を行うこと（多田 [2003] p. 4）、あるいは完全な情報を有し、完全な計算能力を持ち、自身の満足＝効用を最大化する意思決定を行うこと（依田 [2010] p. 6）をいう。不確実性下での意思決定に際しては、これは、確率判断に関するベイズの定理（Bayes' theorem）などの統計上の推測方法を用い、それに従う信念を持ち、常に矛盾をきたすことなく、効用の期待値の最大化を図ることを指す（同 p. 5、友野 [2006] p. 15）。

しかし、実在人は、このような合理的な存在ではない。このような人の合理性の限界は従来、情報（の非対称性）モデルで説明されてきた。最適解が他にあると分かっているながら情報の非対称性のゆえにそれに達しな

い状況の存在を指摘するものである。それでは、情報の非対称性が解消されれば、人は合理的な判断ができるのか。

心理学や行動経済学は、人の合理性の限界を、主に認知や情報処理能力上の制約に求め、これを「限定合理性」の用語で表現する。神経経済学（neuroeconomics）は、人の限定合理性が脳の構造に関係することを指摘する。例えば、ニューズウィーク誌は、アンジェリカ・ディモカ（Angelika Dimoka）が「組み合わせオークション」⁵においてfMRI⁶（Functional Magnetic Resonance Imaging「機能的核磁気共鳴画像」）を用いた被験者脳の計測結果を紹介する（Begley [2011]）。これによれば、情報が増えるに従い、被験者の背外側前頭前野皮質（dorsolateral prefrontal cortex）の動きが活発になり、更に情報量を増やすと、突然、脳は動作を停止した。ディモカは、これをオークション参加者の判断中枢が情報処理限度を超えてしまい判断不能状態に至った結果であると説明する。また、被験者は判断力の低下のみならず感情も乱れ始めたが、これは、背外側前頭前野皮質により抑制されていた感情がその抑制から解かれてしまったことによるとされる。

伝統的経済学や意思決定論は、人々が自由に選ぶ選択肢は多ければ多いほどよく、人々の満足が大きいことを暗黙のうちに前提とする（友野 [2006] p. 213）。しかし、人の限定合理性や上記計測実験の結果は、この前提に根源的な疑問を投げかける。

2 心理学の知見

2.1 知覚・認知の錯誤

人が外界を認識する機能に、知覚と認知がある。「知覚」とは、人が外界からの刺激を感じ取り、意味づけすることをいう。「知覚」は、視覚、

⁵ これは単品でも複数でも購入できる「旅行」プランのオークションである。プラン数が増え、その組み合わせが複雑化すれば、判断に際して考慮が求められる情報の量（可能乗客数、天気、乗継便など）も飛躍的に増えることになる。

⁶ 脳は臓器中で最も多く酸素を消費し、脳の活動が活発になると酸素と結合したヘモグロビンの供給が増える。fMRIは、酸素と結合したヘモグロビンと組織に酸素が送り込まれた後のヘモグロビンは磁性が異なるため、その違いを信号として感知し、画像として再構成するものである（依田 [2010] p. 225）。

聴覚、嗅覚、味覚、体性感覚、平衡感覚などの感覚情報をもとに、「熱い」「重い」「固い」などという自覚的な体験として再構成する処理である。これに対して「認知」とは、外界の対象を知覚した上で、それが何であるかを判断したり解釈を行う過程や思考方法、あるいはその結果としての自己や周囲の環境に関するさまざまな知識や信念をいう。

このような知覚や認知は、外界で生起する出来事について、ともに不十分で曖昧な情報から一種の推論を行う点で共通する。推論の過程で生じる錯誤には、ランダムな錯誤、すなわち計算ミス、不注意のミス（外在的で偶発的な錯誤）以外に、これとは別のシステムティックな錯誤、すなわち規則的・構造的な錯誤（内在的で本質的な錯誤）がある。

知覚は、その場の状況やあらかじめ得た知識・予見などには比較的左右されないが、それでも錯誤＝錯覚（「知覚イリュージョン」）が生じる場合がある。これは知識から独立して働く、人の、本能的な順応（残効）メカニズム、あるいは恒常性により生じる。

認知は、因果関係の結果から逆に原因を推論する行為である（下條[1999] p.46）。これについても知覚上の「錯覚」と同様の錯誤が生じる場合がある。人には、無秩序や無意味を嫌い、秩序や因果を発見しようとする強い認知傾向がある。これは、本来、意味やつながりのない出来事に意味や因果、法則を見出そうとする強い生来的なものである（同p.51）。このような認知の錯誤は、たとえ専門家であっても容易に避けられない。また認知は、知識や予見の影響を強く受け、表現のされかたや状況次第で結論が変わるが、この錯誤も同様の性質を有する。

すなわち、このような認知の錯誤は、(1) だいたい誰でも同じように間違えること、(2) 問題間で共通する原因によって共通する間違い方をすることがあること、(3) 正しい解法や知識を与えられてもなかなか直らないこと、(4) 論理的には同型であるが難易度が異なる問題を作ることができる点で知覚の錯誤＝錯覚と共通する（下條[1999] pp.56-57）。

人が、ランダムな現象の中に規則性を見出すための推論は、情報収集、利用情報の決定、情報の統合の順序を経る。しかし、それぞれの過程で次のような認知の誤りが生じる。

2.2 情報の選択、評価・決定の誤り

人には、情報収集に際して自分の考えを裏付ける情報は受け入れ、矛盾する情報は疑う傾向がある。これは、動機論上からは認知的不協和（cognitive dissonance theory）と、認知論上からは自己確証の二つの方向から説明される。

動機論からは、自身の行った判断を是認する証拠だけを探し、これに反する証拠があっても無視するか忘れるという効果からこの上記傾向が導かれる。認知は、自己や周囲の環境に関するさまざまな知識や信念であるが、心の中に相互に矛盾する複数の認知が生じることは、人に不快な緊張状態をもたらす。これが認知的不協和である。この場合、人は、考えを変えるなど認知要素の一方を変更したり、それを軽視・無視することで認知の重要度を低めたり、あるいは新しい認知要素を加えたりしてつじつまを合わせ、認知的不協和の状態を低減しようとする。過去の行為は取り返しがつかないことから、認知を変える選択がなされやすい（無藤ほか[2004] p.338）⁷。後掲の一貫性と約束原理（consistency and commitment）は、表意者の既存の認知と異なる、行為者に都合のいい約束を表意者にさせ、一貫性を維持したいとの欲求に乗じて、表意者の既存の認知を変えさせる心理コントロール技法である。

認知論からは、自身に都合のいい手掛かりしか見えないという効果から上記傾向が導かれる（下條[1999] pp.52-54）。これが自己確証（self-consistency）動機であり、自己を一貫したものにしようとする人の傾向である。自己確証は、認知的不協和論とは異なり、自己の一貫性それ自体を貫徹するのではなく、自己概念を確証してくれる社会的現実を求め、それを実際の社会的環境と自己の中に作り出すように行動したり解釈したりするものである（Swann[1983]）。これにより生じる行動バイアスに「確証バイアス」⁸がある。

⁷ その例として、カルト信者が、教祖の予言が外れたことを知った場合、脱会ではなく、より正しい宗教であるとして一層深く傾倒するようになることがその例として挙げられる（Cialdini[1998]）。

⁸ これは「正当化バイアス」、「過信バイアス」、「正当化バイアス」、「保有バイアス」とも呼称される。

2.3 情報の統合の誤り

収集された情報は、一定の基準によって重み付けされ、統合される。適切な情報の収集や選択がなされたとしても、基準の選択や重み付けを誤れば結果として推論に歪みが生じる。

ほかに、感情や動機付け、認知的な制約によっても錯誤が生じる（無藤ほか[2004] p.317-322）。

正確な推論をするように動機付けを高めた実験で、単純な課題では正確であったが、難しい課題では推論の質の低下が認められる結果が報告される（Phelham & Neter [1995]）。また、限られた少数の事例から過度の一般化を導き出し、断定的な推論を行う傾向がある。自分に知識があると考える者は、推論に必要な情報を十分に収集せず、結果として質のよくない推論を行いがちである⁹（Radacki & Jaccard [1995]）。このような人の認知能力、情報処理能力上の制約は、人の錯誤に強く影響する。

2.4 無意識の心理反射

ヒューリスティクスとは、直感的判断で、人が暗黙のうちに用いる簡便な解法ないし経験則をいう。いわば「型にはまった反応」、無意識の心理反射である。

脳科学の立場からは、情動脳とも呼ばれる自働的な神経回路との関わりが指摘される。これは大脳新皮質に関わる意識や思考、意思の下を流れる無意識的な感情、感覚－運動の回路、「報酬」と行動を結びつける回路である（下條[2008] p.209）。前掲のとおり、認知の錯誤は構造的、規則的な内在的錯誤であるが、これには、ヒューリスティクスが影響する（下條[1999] pp.57-60）。

⁹ 例えば、人が、最初にはよく知っている問題について尋ねられ、徐々に知識のない難しい質問がなされると、自分の回答の正しさについて自信過剰になる傾向がある（「過信バイアス」）。これは、最初の問題よりも知識が少なくなっているにも関わらず、初期の判断を正しくできたという自信に影響を受けてしまうことで起こる。

3 行動経済学・神経経済学の知見

3.1 ヒューリスティクスと満足化原理

標準経済学は、その前提とする経済人を、認知や判断に関する手段・方法において完全に合理的¹⁰であり、意思は固く超自制的で、もっぱら私益のみ追求する存在と捉える（友野[2006] p.14；多田[2003] p.4）。リスク下の意思決定理論に、期待効用論がある。市場にリスクが存在する場合、行為の結果・効用が定まらないことから、期待効用（expected utility）と呼ばれる効用¹¹の期待値（平均値）が判断基準とされる。

Simon（[1957]）は、人は問題に対し最適な解決を求めるものでなく、自身の目的にとって満足と考えられる解決、選択または判断を行うに過ぎないとする。これによれば、人はすべての選択肢についての情報、その効用や確率分布を分析した上で期待効用を最大化する決定である「最適化」原理に従うわけではない。選択肢や確率が不明確な状況の下で、限定された時間の中で受け入れられる最小限の基準を満足する決定である「満足化」原理に従う（依田[2010] p.14）。

これは、人の投資行動にも当てはまる。Lo（[2004]）の適応的市場仮説（Adaptive Markets Hypothesis）は、投資家は、リスク¹²とリターンとの厳密な最適化といった意思決定ルールではなく、直近の経験に影響されやすい単純なヒューリスティクスに基づいて意思決定するが、その決定原理は満足化原理に求められるとする。

3.2 ヒューリスティクス・行動バイアスの「法則性」

行動経済学は、経済主体を完全に合理的な存在ではないと捉える。しか

¹⁰ 人が合理的な意思決定を行おうとすれば、規範的でシステマティックな手順を踏む必要がある。アルゴリズムとは、このような問題解決のための一連の規則的な手続き・実行方略であり、これにより最適解が必ず導かれる。

¹¹ ここでの効用について、金額が小さい領域では「限界効用逓増」、金額が大きい領域では「限界効用逓減」が指摘される（依田[2010] p.114）。

¹² リスクとは、ある選択肢を採択したことによる結果が既知の確率で生じる状況をいう（竹村[2009] p.8）。投資は、このような既知のリスクを前提とするが、投機（ギャンブル）は、このような既知の確率判断に依らない点で投資とは異なる。

し、最適ではないにしろ満足できる選択肢の発見に努める点で、予測可能な行動をとり、その限りで（限定的に）合理的な存在である（友野[2006] p.23]）。

ヒューリスティクスは、直観的な判断方略であるがゆえに、種々の認知的誤謬や歪曲をもたらしやすい（Tversky & Kahneman [1974]）。その結果、現実的な「解」と、効用を最大化する最適な「解」との間に乖離が生じる。これが行動バイアスである。これも、程度の差こそあれ、前掲の満足化原理という「法則」に従う結果、その発生には「体系的な法則性」が認められる（依田[2010] p.21）。前掲のとおり、認知の錯誤は「だいたい誰でも同じように間違う」「問題解決で共通する原因によって、共通する間違い方をする場合がある」とされるが、これは、行動バイアスの「体系的な法則性」による。

3.3 ヒューリスティクスの種類

ヒューリスティクスには、代表性ヒューリスティクス（representative heuristics）、利用可能性ヒューリスティクス（availability heuristics）、係留と調整のヒューリスティクス（anchoring and adjustment heuristics）などがある。代表性・利用可能性ヒューリスティクスは事前（基礎）確率の無視、係留と調整ヒューリスティクスは初期値設定と調整の誤りによる生起確率判断の誤り（probability misestimation）を伴い、これにより利用主体は合理性から逸脱した意思決定を行う。

3.3.1 代表性ヒューリスティクス

ある事象の生起確率を、典型性・代表的な事象から、演繹的に推論しようとする経験則である。ある事象Aから別の事象Bが起きる確率は、Aの生起確率に、それから生じるBの生起確率を乗じることで導かれる。しかし、代表性ヒューリスティクスが用いられることで、「AからBの起こりやすさ」という別の事象の生起確率によって確率判断がなされる場合には、「AからBの起こりやすさ」は、Aの特徴がBの特徴を反映する程度（代表性・類似性）により判断される。これにより、Bの生起確率の推論に際してAの生起確率が無視される結果、判断に誤りが生じる。

このような代表性ヒューリスティクスによる合理性からの逸脱結果をもたらすバリエーションに次のものがある（上田[1997]）。

第一は、サンプルの母体比率の無視である。甲・乙で構成されるグループ中のXが甲である確率は、同グループ中の甲・乙の比率に依存する。しかし、Xが甲・乙のいずれかに類似する程度によりXの属性が評価される場合には、それが属するグループ内の甲・乙の比率が無視される結果となる。

第二は、サンプル標本数の大小比率の無視である。あるグループ中の標本から特定の結果が得られる確率の高さは採取される標本数の大小比率に依存する。しかし、代表性により生起確率が判断されれば、標本の統計値は、グループの特性値を等しく代表すると判断され、標本数の大小比率は無視される。いわゆる「小数の法則」もこの一例である。これは、試行回数（サンプル標本数）が少ないにもかかわらず、大数の法則¹³が当てはまると錯覚することをいう。「ギャンブラーの誤謬」とも呼ばれる。

第三は、ばらつき（分布）の過小評価である。異常な事象や極端な事象は、そう頻繁には起らず平均的な状況に回帰する（大数の法則）。しかし、極端ではない事象については、このような平均への回帰の事前確率が無視され、そのまま継続すると考えがちである。

3.3.2 利用可能性ヒューリスティクス

ある事象Bの生起確率を、自身の記憶や手掛かりとなる事象Aの想起しやすさ、探しやすさ、利用しやすさなどから、帰納的に判断しようとする経験則である。前提となるAの生起確率が無視される点で、代表性ヒューリスティクスと共通する。手掛かりとなる事象の想起しやすさには、その鮮烈性、近時性、具体性などが影響する。探しやすさ、利用しやすさは、自分の経験や、なじみやすさに影響される。事象Aが代表的なものでないとしても、それが思い浮かべやすいものであれば、それが「起こりやすい」と判断される。例えば、よく起こる事例は、起こりにくい事例よりも記憶しやすく、思い浮かべやすい。

3.3.3 係留と調整ヒューリスティクス

初期値Aを手がかりとし、それを調整することでBの生起確率を推定しようとする経験則である。これは、認知や情報処理能力の限界から、入手

¹³ 何度も実験を繰り返せば観察される頻度はその確率に近づくという統計学上の法則をいう（依田[2010]）。

したあらゆる情報を同時に処理することができず、逐次的な処理で不確実性のリスクを低減しようとするためである。

人は、初期の情報や直観的に判断した内容を初期値として設定し、これを手掛かりとして逐次的に新しい情報を加え、調整を繰り返すことで、最終的な結果を予測しようとする。

しかし、初期値の設定に誤りがあれば、その後の追加情報による調整が適正になされたとしても、推論に誤りが生じる。逆に初期値が正しくても、その後の追加情報に誤りがあり、調整が正しくなされなければ、推論に誤りが生じる。多くの場合、調整は不十分にしかなされず、最終予測の結果が、初期値に偏ったものとなりがちである。

また、推論のプロセスにおいても、与えられた情報により、自身の初期値情報＝回答が左右されたり、最初の回答によりそれ以降の回答が左右されることで調整に誤りが生じる。また、前掲の確証バイアスにより、追加情報の選択に際して、自身の行った判断を裏付ける証拠だけを探し、認知的不協和により、これに反する証拠があっても無視するか忘れようとする。結果として自身に都合のいい手掛かりしか見えず、調整は不十分なものに止まる。

3.3.4 フレーミング・選好の逆転

期待効用理論は、同一の問題がどのような表現で示されたとしても、人の選好や選択には影響しないという「表現の不変性」を前提とする（友野[2006] p.177）。しかし、意思決定問題の客観的特徴が同じで、かつその情報が指示する対象が同じでも、問題認識の心理的な構成によって、結果が異なることがある（Tversky & Kahneman [1981]）。これは論理的には同じであっても、表現の仕方、状況の違い、期間の長短などによってその心理的な解釈の枠（「フレーム」）が異なる結果が生じることをいうものである。二つの状態のどちらを初期値とするかによって選択が異なる「初期値効果」もその一種である（友野[2006] p.187）。このような認知の錯誤は、「論理的には同型であるが難易度が異なる問題を作ることができる」点で知覚の錯誤と共通することは前掲のとおりである。

また、二つの選択肢の間の選好の順序は、新たに第三の選択肢が登場しても変わらない筈である。これを「無関係な選択肢からの独立性」というが、選好が合理的であるためには、この基準が満たされなければならない。

しかし実際には、無関係な条件が呈示されたり、問題解決の方法が異にされたりすることで、異なる判断や選択が導かれることも少なくない（友野[2006] p.176、207）。このように、初期値の設定や調整を操作したり、無関係な選択肢を呈示することで顧客の情報コントロール・心理コントロールを行うものに「フレーミング」がある。これには、コミュニケーションを通じて初期値（先入観や否定的な考え）を変える手法（「リフレーミング」）、時的単位を変えて表現することで物事の捉え方を変えさせる手法（「テンポラル（時間的）フレーミング」）などがある。上記のいずれも、選択肢を、その絶対的評価ではなく自己の参照点（基準点）との比較で判断させることで、人を絶対評価とは異なる判断に導くものである。

TverskyとKahnemanは、意思決定におけるフレーミング効果は、非常に頑健な現象であり、その矛盾に気づいてもなお、矛盾した判断を行いがちであるとする（竹村[2009] p.133）¹⁴。この認知の錯誤は、前掲のとおり、「正しい解法や知識を与えられてもなかなか直らない」点で、知覚の錯誤＝錯覚と共通する。外部的に人の「フレーム」を操作し、それ以外のことに思考が及ばない状態にさせる手法にプライミング（priming）がある。これには、過去の経験に枠を嵌めて考えさせる過去フレーミング（backward framing、BCK）、予測される将来の経験に枠を嵌めて考えさせる将来フレーミング（forward framing、FEW）がある。人の参照点はプライミングにより強化されたり変更されたりする（Ittersum et al. [2005]）。

投資取引では、このようなプライミング効果は、BCKよりも、FEWの方が、効果が高いとされる（北村＝中里＝米沢[2009] p.81）。これは、顧客に対して過去の値上り・値下がりなどの情報を呈示するよりも、将来に関する情報を呈示した方が、リスク資産への配分は増加すると指摘する。

¹⁴ 竹村は、フレーミング効果は、認知精緻化などの操作により消失可能であるとしても、人が通常の場合に認知精緻化を行うことがないことから、フレーミング効果は人の社会生活における意思決定においてほとんどいつも生じることが予想されると指摘する（[2009] pp. 138-139）。

3.4 プロスペクト理論

プロスペクト¹⁵理論（Kahneman & Tversky [1979]；Tversky & Kahneman [1981]）¹⁶は、期待効用理論上の効用関数（「価値関数」）が、額面の水準ではなく参照点からの乖離により計られ、利得領域の効用の増加よりも損失領域の効用の増加の方が早いと考える（依田 [2010] pp.133-134）。この理論は、人の意思決定を、編集と評価の2つのプロセスに分ける¹⁷。「編集」プロセスでは、決定に関連する行為や条件、結果が認識され、参照点の選択もここでなされる。確率や頻度は、客観的なデータとヒューリスティクスにより、直感で判断される。「評価」プロセスでは、「価値関数」の適用により対象価値の評価、「確率加重関数」の適用により対象が生じる確率への重み付け（probability weighting）がそれぞれなされる（友野 [2006] p.127、138）。

価値関数の性質として、以下のような、損失回避性、参照点依存性、感応度逓減性がある。

3.4.1 損失回避と損失時のリスク指向

損失回避性は、人の利得に関する態度と損失に対する態度は異なるとするもので、人のリスク指向（risk-seeking behavior）を説明するモデルであ

る¹⁸。TverskyとKahnemanの計測によれば、同じ大きさの利得と損失では、その絶対量は損失が利得の2倍から2.5倍程度大きい（友野 [2006] p.123）。このような人の損失回避性向から導かれるバイアスに「現状維持バイアス」がある（友野 [2006] p.158）。

Knuston et al. ([2007] pp.147-156) は、fMRIを用いた商品購入実験で、損失と利得の領域の脳活動が別種のものであるとの結果を報告している。また、Gonzalez et al. は、プロスペクト理論の編集段階に対応する意思決定に関しfMRIを用いた実験で、利得を選択する状況でのリスク回避指向、損失を選択する状況下でのリスク指向が観察されたと報告する（竹村 [2009] pp.186-187）。

3.4.2 参照点依存性

参照点依存性とは、価値は絶対的な水準からは決定されず、参照点からの変化、またはそれとの比較で測られることをいう（友野 [2006] p.115）。

参照点依存性の表れの一つにサンクコスト（sunk cost）効果がある。サンクコストとは、一般に、事業に投下した資金のうち、事業の撤退・縮小を行ったとしても回収できない費用をいう。回収不能な過去の費用は、将来に向けた最適な意思決定に影響しないはずであるが、現実には大きな影響を与える。これがサンクコスト効果である¹⁹。

3.4.3 感応度逓減性

感応度逓減性とは、利得と損失のいずれも、値が小さいうちは変化に対して敏感で小さな変化が大きな価値の変化をもたらすが、損失や利得の値が大きくなるにつれて小さな変化の感受度は減少することをいう。感応度は、損失と利得とは異なり、不均等である。確率が小さいときは過大評価が、確率が中程度から大きくなると過小評価がそれぞれ掛け合わされる。TverskyとKahnemanの実験によれば、確率がそのまま加重されるのは約

¹⁵ 「プロスペクト」とは、ある選択肢を採択した場合の諸結果とそれに対応する確率の組み合わせである。リスク下の意思決定では、いくつかのプロスペクトの中から望ましいものを選択することになる（竹村 [2009] p. 97）

¹⁶ 多田（[2003] p. 99）、竹村（[2007] p. 55）、楠見（[2007] p. 77）等参照。後掲の英国公正取引庁（OFT）の訪問販売調査（OFT [2004]）はこの理論に基づくものではないが、同庁の2006年調査（OFT [2006]）で紹介される。

¹⁷ 編集段階は、問題を認識し、意思決定の枠組みを決める段階であり、結果を利得と損失のいずれかに分ける心理操作（coding）、同じ利得が結合して単純化される心理操作（combination）、確実な利得部分と危険な利得部分が分離される心理操作（segregation）、二つのプロスペクトを比較する場合に、共通する要素は無視して把握する心理操作（cancellation）、結果やその確率を丸めて単純化する心理操作（simplification）、優越する選択肢を検出するような心理操作（detection of dominance）で構成される。編集段階は、編集段階での問題認識に従って選択肢の評価を行う段階であり、編集段階での各プロスペクトの再構成を基にして、最も評価値が高いプロスペクトを選ぶプロセスをいう（竹村 [2009] pp. 97-99）。

¹⁸ これに対しては参照点の特定化の問題、複数の参照点の存在可能性の問題から、意思決定を計量的に記述するための理論として活用することは困難であると指摘される（藤井、竹村 [2001]）。

¹⁹ カルト宗教団体は、一般に、信者に多額の献金を行わせる。これは、信者の信仰が薄れた場合でも教団にとどまる動機付けとなる。晝間は、これをサンクコスト効果で説明する（晝間 [2002]）。

0.35であり、それよりも小さければ確率過重は高く、それよりも大きければ確率加重は低い（友野[2006] p.128）。

確率が低いときは、利得に関してはリスク追求型、損失に関してはリスク回避型が観察される。損失が利得よりも価値の絶対量が高いことがその理由である。

他方、確率が中程度から高くなる場合には、利得に関してはリスク回避型、損失に関してはリスク追求型が観察される。ここでは、人が利得に関しては確実な選択肢が過大評価されてリスク回避的となり、損失に関してはわずかであってもそれを免れる可能性を追求する傾向、すなわち損失に関してはリスク追求的となる（友野[2006] p.120、135）。

3.5 双曲型割引・時間選好

「双曲型割引」（hyperbolic discounting）と「時間選好」（time-dependent preference）は、ともに、人が異時点間の選択をおこなうに際し、直近の願望に重い比重を置く傾向をいう。

伝統的な理論によれば、将来価値を現在価値と交換する際の割引率は一定率で一貫し、現在価値は時間に対して指数関数的になだらかに割引引かれる（「指数型割引」）。割引とは、決定の時点と損失や利得の時点が時間的に離れている場合の意思決定に際し行われる作業で、これにより現在の効用が求められる。割引率とは、現在財（現在消費）と未来財（未来消費）の交換比率をいう。

しかし、実際には、現在に近い時点の割引率は非常に大きく、遠い時点の割引率は小さくなる割引のパターンがあり、現在価値は、時間に対して双曲線のようなパターンで割引引かれる。これが「双曲型割引」であり、短絡的で洞察力に不足する人の偏向性（the bias of myopia）に起因するとされる。

評価対象の価値は、時間の経過で大きく減少する（「時間選好」）。この傾向は、人は、すべての見返りが同等の距離と時間により得られる場合には大きな見返りを好むが、少額の見返りが多額の見返りより短期に得られる場合には少額の見返りを好むという実験結果に表れる（「選好の逆転」）。神経経済学は、時間選好について次のように説明する。すなわち、脳内システムには、忍耐強い（時間選好が低い）選好と、近視眼的（時間選好が

高い）選好がありそれぞれ別々に働いているとし、目先の利益を選択するときには、大脳の深部にある大脳基底核、特に側座核という部位が強く活動し、側座核に密接に関連する中脳に端を発する報酬系という満足感を与えるドーパミンを伝達する物質の関与が認められると指摘する（依田[2010] p.227）。

3.6 メンタルアカウンティング

Thaler（[1999]）は、「心の会計（メンタル・アカウンティング）」という一種のヒューリスティクスの存在を指摘する（晝間[2002]）。これは、どの1円も1円は1円であるという、標準経済学の代替性（fungibility）の仮定を否定する理論である。

これによれば、人は、金融上の意思決定を単純化するため、意識的・無意識的にある現象をあるフレームに押し込み、その枠内で意思決定を行おうとする。取引間に（心の）勘定項目を設定し、その中でやりくりして損益を計上し、それぞれの項目の損益評価を比較的短期で行うヒューリスティクスである（友野[2006] p.194）。

第3 限定合理性利用マーケティングの実情

1 問題の所在

悪質商法における勧誘の手口を、情報コントロール、心理コントロール（マインドコントロール）などの心理技法の観点から明らかにしようとする試みがある²⁰（菊池[2007] p.189）。靈感商法におけるマインドコントロール手法に、情報コントロールのほかに、行動コントロール、思想コントロール、感情コントロールの利用がいはれる（Hassan[1991] p.114）。

Chaldini（[1988]）は、セールス場面で利用される心理的誘導技法として、返報性、一貫性と約束、社会的証明、好意性、権威、希少性と後悔予測を挙げる。英国公正取引庁（OFT）は、家庭への訪問販売に際してこのよう

²⁰ ここでは、消費者が関連情報を適切に評価しようとする思考を妨害し、一定の方向に誘導するために用いるさまざまな心理コントロールを問題とし、これへの対処としてクリティカルシンキングの重要性を指摘する。

な心理コントロール技法が多く用いられると指摘する。そして、消費者が事業者の訪問を要請した場合でも、不招請による訪問販売におけると同様に、これら技法が用いられることで、人が被害に遭う実情を明らかにした（OFT [2004]；村本 [2008a]）。

消費者の購買につながる無意識の記憶を活性化しよう刺激する心理コントロール技法に「心脳マーケティング」がある。これは、働きかけを行う者に都合のいい記憶を、相手方の無意識＝関下に刷り込む前掲の「ブライミング」と呼ばれる手法である。これには、特定の対象をただ繰り返しかえし経験させるだけで、その対象に対する好感度、愛着、選好性などが増大する「親近性効果」ないし「単純呈示効果」などが利用される。

金融商品の販売でも、後掲のとおり、事業者が顧客を取引に誘導し、維持、拡大させる目的で、顧客の行動バイアスに乗じる心理コントロール技法が多く用いられる。また、仕組商品などの複雑かつ高リスクな金融商品は、商品の表示や構造自体に行動バイアス要因を内在させる。Hens and Rieger（[2011] p.4, 24）は、仕組商品が顧客ポートフォリオの改善には有用であるものの、コストに比較して僅かなものに止まること、それにもかかわらず需要が高い理由として、仕組商品に、損失回避、損失時のリスク指向性、確率誤認、楽観性バイアスに乗じることで、投資者に仕組商品への投資で大きな利益を得られると感じさせる行動的要因が存在することを指摘する。

以下では、金融商品の勧誘や販売に際して用いられる行動バイアス利用型マーケティング、仕組商品など複雑性金融商品の表示や構造に内在する行動バイアス要因や、これらが顧客の投資判断に影響するメカニズムについて概観する。

2 仕組商品の特性

仕組商品（structured products）は、その構成要素中にデリバティブ（金融派生商品）を組み込む金融商品である。商品は、「仕組債」、「仕組預金」、「仕組投資信託」など多様である。

このうち仕組債は、債券とデリバティブ（オプションなど）で構成される。デリバティブ部分がプットオプションであれば、売り手は買い手側に参照原資産の予定価格でこれを販売する義務を、コールオプションであれ

ば、売り手が買い手に参照原資産を予定価格で購入する義務を有する（NASD [2005]）。原資産には、金利、為替、株式、インデックス、商品（commodity）、投資信託などがある。

債券の償還条件について、例えば他社株転換可能（社）債（わが国ではExchangeable Bond「EB」）は、参照株価（転換対象銘柄の株価）が、あらかじめ定められた価格以上になった場合には現金で、逆に下回った場合には転換対象銘柄の株券で償還される。転換権は発行者側にある。このように、転換権が投資者側から発行者側に転換される点で、投資者側に転換権のある一般の転換社債（convertible bond）とは異なる。

償還方法については、これを決める評価日が一日のみのノーマル型（プレーン型）、最初に決められた期間毎に期限前償還判定日があるノックアウト型、最初に定められた期間中、あらかじめ決められた価格に一度でもタッチするか下回った場合に転換対象銘柄での償還が決定するノックイン条項型、転換対象となる銘柄が2つ以上ある株式バスケット型などがある。

投資者が受け取るクーポンは債券の額面に対する一定率の利子であり、無リスク金利よりも高く設定される。クーポンの支払い条件も多様で、例えば「ボーナス・クーポン型」は、参照原資産の価格が一定のレベルを超えるとクーポンが上乘せされる。ほかに、償還条件も多様で、償還期限が近づくにつれて利率が高くなる債券（ステップアップ債）、発行時点から償還時までの利回り（クーポンレート）が徐々に下落する債券（ステップダウン債）から、後掲のターン債（Target Redemption債：TARN）など複雑な経路依存型オプションを組み込むものなどがある。しかし、投資者が受け取るクーポンはオプションのプレミアムに他ならない。クーポンの高さはそのまま投資顧客が抱えるリスクの高さを表す。従って、ハイ・クーポン商品への投資は、損失を被る可能性の高いオプションの売り手に回することを意味する。

訴訟対象とされる仕組商品の多くは、顧客がオプションの「売り手」側に立ち、発行者側との間の損益に非対称性があることを問題とする。オプションの発生条件（停止条件）であるノックイン、オプションの消滅条件（解除条件）であるノックアウト条件が付される。オプションの売り手としての顧客の利益はクーポンに限定される（利得限定性）が、約定中に解

除条件としてのノックアウト条件が付されていないければ、投資者に「オプションの売り手」としての立場が継続し、投資者の損失は限定されない（損失の無限定性、損益の非対称性）。

投資元本の償還条件は、株価や為替などの参照原資産の価格に連動するものの、債券自体には流動性はなく、中途解約ができないか、または著しく制約され（流動性リスク）、顧客は、原資産の市場取引に比較して、長期間、著しく不安定な立場に置かれる（投下資金の長期固定リスク）。

2.1 EB（他社株転換可能債）

EBは、債券とデリバティブで構成され、償還時に、指定された特定の株の価格（転換価格）により償還方法が変わる金融商品である。米国では、RCB（reverse convertible bond）と呼称される。基本的なタイプは、転換対象銘柄の株価が、あらかじめ決められた転換価格（行使価格）を上回れば投資元本が現金で償還され、それを下回れば転換株券で償還される。転換価格を行使価格とするプットオプションの売りが組み入れられたEBには、ノックイン条項やノックアウト条項が付される。投資者は最初に行使価格での購入金額を払い込むことから、その額に達しない株券での償還がなされる場合には当初払込額に達しない元本割れとなる。

クーポンはEBの額面に対する一定率の利子であり、無リスク金利よりも高く設定される。「ボーナス・クーポン型」は、対象株式の価格が一定のレベルを超えるとクーポンが上乘せされる。投資家が受け取るクーポンはオプションのプレミアムに他ならず、クーポンの高さはそのまま投資顧客が抱えるリスクの高さを表す。従って、ハイ・クーポンのEBへの投資は、損失を被る可能性の高いプットオプションの売り手に回ることを意味する。

2.2 ノックイン債

大阪地判平成19・7・26（証券取引被害判例セレクト（以下「セレクト」）30巻217頁）は、日経平均ノックイン債が販売された事案である。事案の商品は、一定期間中の日経平均株価の終値により償還価格が決定され、顧客には対価としてクーポンが支払われる。参照期間（申込期間初日から評価日まで）中に日経平均株価の終値が基準価格を一度も下回らなかった場

合は、額面額が償還額となる。しかし、日経平均株価の終値が基準価格を一度でも下回った場合（ノックイン）は、日経平均株価に応じた一定の計算式（債券の金額×最終日経平均株価終値÷設定価格）によって償還額が決定される。

ノックイン債の商品特性として、(1) 参照期間中の日経平均株価の終値が基準価格を一度でも下回った場合には、設定価格を基準として評価日の日経平均株価終値の下落分に応じた損失（株価変動リスク）が生じる（損失無限定）一方で、(2) 評価日において、日経平均株価がいかに上昇していても、額面金額の元本と利金（クーポン）を得られるに過ぎず（利得の限定、損益の非対称性）、(3) 購入者は購入時から償還時までの間、ノックイン債の売却等によって日経平均株価の変動に応じた損失を回避することができない（流動性リスク）点が挙げられる。

2.3 FX ターン債

大阪地判平成22・3・30（金判1358号41頁、金法1914号77頁）、控訴審の大阪高判平成22・10・12（金判1358号37頁、金法1914号68頁）は、FXターン（Target Redemption: TARN）債が販売された事案である。事案の商品は、累積クーポンが一定の水準（ターゲットクーポン）に達すれば期限前償還される仕組債である²¹。対米ドル及び対豪ドルの両方の関係で円安傾向が続く場合には、2年ないし数年のうちに早期償還され、顧客は円貨での元本満額のほか高率の利子を受け取ることができる。すなわち (1) 利子が、当初1年間は年率15.30パーセント、2年目以降は米ドルと豪ドルの2通貨に連動し、利払い日の10営業日前の為替レートが基準値よりいずれも円安である場合にその差分のうち小さい方を基準として支払われ、(2) 利払い日の利子を含む利子の累積額が額面の29.00パーセントを超える場合、利払い日に元本5000万円が円貨で早期償還され、(3) 早期償還の条件を満たさないまま30年目の利払い日を迎えると、発行体の選択で、62万5000米

²¹ ターン債は、累積クーポンが一定の水準（ターゲットクーポン）に達すれば期限前償還されるのに対し、PRDC債は、一般に早期償還条項がつくことが多く、これには、発行体が任意に早期償還できるというコール条項か、一定の外貨高レートに達すれば早期償還されるトリガー条項がある。

ドルまたは100万豪ドルが償還される。中途解約はできず資金を最長30年間拘束され、途中売却しても大幅に元本を毀損するなどのリスクがある。

対米ドル又は対豪ドルのいずれかの関係で円高傾向が続く場合には、最長30年間は償還されない。この間、運用資金が固定される「機会損失」リスクが生じる。途中で売却する場合には、期待収益によって算出される理論値より更に買い叩かれるリスクがある。当初1年間の利子が高率であるものの、資金を長期間拘束されるリスクに比べて十分な利回りとはいえない。また、30年後の償還額は外貨で算出されることから為替変動リスクも生じる。判決は、事案の仕組債が、為替相場や金利水準によるリスクを回避するために開発された金融派生商品であり、購入顧客は為替相場や金利水準によるリスクを負担する（逆の場合には、限界の設定されたリターンが得られる）が、「通常の社債と異なり、市場での売却が著しく困難であるため、購入顧客は、償還期限までの為替相場及び金利相場の変動状況、さらに、発行会社や保証会社の存続可能性を見越して本件仕組債に組み込まれた償還条件や利子の条件が有利であるか否かの判断を要することになる。」とする。そして事案の「仕組債は、償還期限が30年後とあまりに遠い将来であり、しかも、その購入代金が5000万円という高額であるため、上記の判断を相応にすることは、個人の一般投資家にとって、著しく困難であるというほかない。」と認定する。

2.4 私募仕組債

大阪地判平成22・3・26（セレクト37巻73頁）は、10銘柄の私募仕組債が販売された事案である。対象商品は、3年間保有することで年10%以上のクーポンが支払われるが、1銘柄でもノックインし、それが償還期限までに基準価格に回復しなければ元本がすべて失われる。早期償還条件が付された債券も含まれるが、その条件として、一定の時期における対象10銘柄全部の平均株価が基準価額の105%に達することが必要とされる。

2.5 商品の表示特性と行動バイアス

前掲のとおり仕組商品にはデリバティブが組み込まれるが、通常は、表面的な商品名称である「債券」、「預金」、「投信」などと表示され、販売される。例えばEBは、発行体の信用が高ければ元本割れがほとんどない円

建ての社債という「債券」として販売され、格付けが高く、信用や知名度が高い企業が発行体となる。

また、パンフレット上では「債券」という名称が用いられ、クーポンには「年率」という表記がなされ、額も確定している。このことから、一般顧客はこれを元本保証商品と誤解したり、クーポンの利率のみに目を奪われることで元本割れのリスクを軽視しがちとなる（大阪地判平成15・11・4〔セレクト23巻327頁〕）。また、途中売却も可能であるかのような印象を与える（大阪地判平成16・5・28〔セレクト24巻163号〕）。これら事情は、上記ノックイン債、FXターンの債についてもほぼ同様である。

顧客が受け取るクーポンは、前掲のとおりオプションのプレミアムに他ならず、クーポンの高さはそのまま投資家が抱えるリスクの高さを表す。しかし、利払いやクーポンが、運用収益という形で表わされることで商品自体の元本割れリスクの評価が低められ、クーポンという「安定的な収益」をもたらす「安全な商品」として過大評価がなされやすい。

このような錯誤は、代表性・利用可能性ヒューリスティクスが影響する。金利やクーポンの利回りは、仕組商品全体の最終利回りよりも高いものの、最終の償還価格は投資元本を割ることが多い。しかし、金利やクーポンが、遠い時点ではなく近い時点で支払われることで、顧客に「短期で率のよい商品である」とのフレーミング効果が働き、商品に高い評価が与えられやすい。また、顧客は、金利やクーポンという運用益と、組み入れられる商品自体の値上り益の評価を区別しがちである。これには前掲のメンタルアカウンティングが影響する。

このように、仕組商品の説明に用いられる各種の概念は、安定的な商品収益と、商品の元本割れリスクを目立たなくする機能を果たす。金利・クーポンの多寡で仕組商品を比較させる販売方法は、顧客に「フレーミング効果」を働かせる。また、安定した金利やクーポンは、顧客に安定した運用の表れとの評価誤認を生じるがこれと矛盾する原資産の市場リスクの存在は、「認知的不協和」に対する適応行動により軽視されるか消失する。このようなメカニズムにより、顧客は、構造的かつ容易に経済合理性から逸脱する投資判断を行いがちとなる。

3 取引誘導

3.1 代表性ヒューリスティクス利用

勧誘を行う販売事業者が誰であるか、どのような属性や専門性を有するかは、勧誘者から提供される情報の信憑性の認知に大きく影響する。販売事業者は、金融商品の販売に際して、自身の専門性や著名性、対象商品の著名性や周知性を強調することが少なくない。これは、顧客の代表性ヒューリスティクスを触発する。

事業者側が、投資商品のリストを呈示したに過ぎない場合でも、顧客は、あたかもそれが推薦されているものと錯覚し、リストに掲載された商品と同一の商品に投資してしまうことがある。これは推薦効果（endorsement effect）と呼ばれ、とりわけ呈示者の専門性が高い場合に有効である。

販売事業者の社会的信用の高さが強調された例に、投資信託に関する大阪地尼崎支判平成9・5・27（セレクト6号345頁）、控訴審の大阪高判平成10・7・3（セレクト11号381頁）がある。これら判決は、顧客に対象商品が元本保証でないことの抽象的認識があったとしつつも、販売事業者が、「危険はありません、信用して下さい」「野村証券もこれにかけています」といった勧誘を何回か行った結果、顧客が元本欠損の具体的危険性はないと信用したと認定した。これは、販売事業者が大手証券業者であり、同社がこれに「賭けている」との説明がなされたことが、商品に危険性がないとの顧客誤認に大きく影響したのではないか。

大阪地判平成22・8・26（金判1350号14頁）は、銀行の支店長らが高齢性顧客に対し、顧客の事業者銀行への預金等を原資として、同種のノックイン型投資信託（ノックイン条件付き日経平均連動債を運用対象とする仕組投資信託）に、半年で2000万円もの投資がなされ、その後の株価変動で損失を生じた事案である。判決は、顧客に対象商品に関する（リスク）意向の不適合、知識・経験の不適合による適合性原則違反を認めたほか、次のとおり判示し、説明義務違反をも認定した。すなわち、顧客が対象の投資信託の内容を具体的に理解できず、また、そのリスクを、現実味を帯びたものとして理解できていなかったこと、顧客が元本保証を重視していることを知っていたのに、過去の株価の変動状況や、今後の株価予測の参考となる情報を提供せず、ワンタッチ水準となる価格を示したのみであったこと、従って、事業者担当者らが顧客に、対象投資信託の危険性を具体的

に理解することができる程度の説明をしたとは認められないとした。対象商品の仕組みすら理解できない顧客が、このような取引に応じた心理は、一般顧客が信用を置きがちな「銀行」という販売者の属性が大きく影響した結果ではないか。

仕組商品では、参照原資産銘柄の著名性・周知性も、顧客に代表性ヒューリスティクスを働かせる。私募の仕組債に関する大阪地判平成22・3・26（セレクト37号73頁）は、事業者従業員が、債券の参照原資産銘柄がいずれも優良企業でありノックインの可能性は低いこと、仮に1銘柄がノックインになっても、クーポン（金利）で損失を補填できるとしリスクが小さいと強調したこと、2回目の債券の早期償還条件についてもこの条件の実現性が高く、利益が得られる可能性が高いと説明したとし、このような説明は不十分で誤解を与えるものであったと判示した。この事案では、「債券」という名称や、確定額の利金が見られること以外に、債券の参照原資産銘柄が「優良企業」であったことも、顧客に「安全な商品」とのステレオタイプな認知をさせた理由であったと思われる。

3.2 利用可能性ヒューリスティクス利用

米国の確定拠出年金プラン（401K）の参加者は概ね、相当額を自社株に投資する傾向にある（Benartzi & Thaler [2007]; Liang & Weisbenner [2002]）。Benartzi & Thaler（[2007]）の調査によれば、自社株を集中させたポートフォリオのリスクが、株式市場全体を反映したポートフォリオに比べリスクが高いと理解している401K参加者は、回答者の16.4%に止まった。これは、集中投資のリスクに関する一般顧客の理解が十分でないことをうかがわせる（村本 [2010b]）。このようなリスクの錯誤は、顧客が「勤務先会社」という自身にとっての身近な情報を過大に評価しリスクを看過することにより生じるが、これには利用可能性ヒューリスティクスが作用している。

3.3 双曲型割引の利用

取引上のリスクを引き受けるに不十分な資産状況でも、顧客が取引に誘導されやすいことは、顧客の楽観・過信バイアスと、直近の願望に重い比重を置き将来リスクを過小評価する双曲型割引性向から説明が可能であ

る。これに、顧客の過信・楽観バイアスを加速するフレーミング、プライミングが重なれば、顧客が合理性から外れる意思決定を行うことは避けられない。このような事案に関する裁判例に次のものがある。

株式信用取引に関する静岡地浜松支判平成8・3・28（セレクト5号59頁）は、株式現物取引を始めて僅か3ヶ月に過ぎず独自の証券知識や相場観がなく、余裕資金もない顧客に対し、販売担当者が「現金がなくても買える方法もある」として、ハイリスク・ハイリターンの信用取引を勧誘した事案である。判決は、事業者の担当販売員による勧誘が適合性原則に著しく欠けるものであったとしてその違反を認めた。資産不適合の顧客がこのような高リスク取引に応じた心理は、上記のような顧客の双曲型割引性向と、「現金がなくても買える方法もある」として楽観バイアス・過信バイアスに働きかける事業者のフレーミングがなされた結果と考えられる。

投資信託に関する名古屋地判平成12・3・29（金判1096号20頁）は、購入資金が借入れによるもので、10%以上の年利回りが確保できなければ手取額で元本割れする取引であった。判決は、事業者が顧客に対し、借入金利を負担しなくてよいとの趣旨の発言を行ったと認定した。これは、顧客の将来の借入金の返済負担の過小評価という顧客の双曲型割引を刺激し、勧誘事業者の専門性への信頼と相俟って、顧客取引に関する楽観バイアス、過信バイアスを働かせたと考えられる。

4 取引の維持・拡大

4.1 フレーミング利用

顧客は、事業者の説明の仕方により、取引のリスクとリターンに関する認識とこれによる投資判断に影響を受ける（「フレーム依存」）。この利用例に投資信託の乗換売買がある。

投資信託は、信託事業者に運用を任せる金融商品である。運用には販売会社、運用会社、管理会社に関わり、それぞれの手数料のほかに、購入時、売却（解約）時に販売会社への手数料が加算される。これら負担は長期保有により軽減されることから、投資信託は、本来、短期売買には向かない性質の金融商品である。それにも拘わらず、顧客が新たな手数料を負担し、結果として同一の効用をもたらす投資信託に乗り換える心理は、事業者から組み入れ銘柄や業種など投資対象を異にする商品推奨がなされたり、運

用期間や運用方法、収益分配方式など取引の違いが呈示されることで、顧客の長期投資の初期値や参照点の変更がなされるフレーミング効果が働く結果であると説明できる。また、事業者から楽観的見通しが示されることも、顧客の投資判断に大きく影響する。福岡高判平成10・2・27（判タ992号139頁）は、ワラント取引により株取引での損失を短期間で取り戻すことができること、上司から特別の枠をもらっていること、急いで決める必要があることなどの担当者の発言が、顧客に、当該取引により利益が得られる可能性の高い極めて有利な取引であること、一般の取引ではない特別の利益の提供であること、慎重に検討する必要もないほど有利な取引であると信じさせるに足る言辞であったと認定した。この事案では、事業者から「上司から特別の枠をもらっている」など、通常の取引の違いが呈示されることで、顧客に「利益が得られる特別の取引である」とのフレーミングがなされ、この言辞に対する顧客の参照点依存が認められる。

大阪地判平成12・7・13（セレクト16号445頁）は、外国投資信託を勧誘された年金生活者が元本欠損の損失を被った事案である。

判決は、事業者が目論見書やパンフレットを顧客に交付したことを認めつつ、事業者従業員が利点に重点を置いた商品説明を行ったことから顧客が元本割れの危険性を理解したとは認められず、パンフレットの元本保証がない旨の記載も、字体が小さく、この記載からどの程度の危険性があるのかを理解することは容易ではなかったとして説明義務違反を認めた。

顧客に対するフレーミングは、それが不実表示や断定的判断の提供に当たらない場合でも、顧客に、重大な取引リスクの誤認を生じさせる。これは以上の判決の違法性判断を正当化する事情となる。

4.2 メンタルアカウンティングの利用

この利用例に、利益の乗っている商品を同様の商品に乗り換えさせる「乗換売買」（証券）、「(売り・買い) 直し」（先物）がある。同一か又は同種の商品であれば、将来の価格変動は、同一であるか、ほとんど変わらない。それを途中で「乗換売買」や「直し」をすれば、その分手数料が嵩み、顧客にとっては合理性がない。投資事業者は「計算上の利益を現実の利益に確定させましょう。」などとしてこれを勧めるが、これは、既に投資に当てる資金として支出させた「口座」内での資金移動に過ぎない、「心の

口座」上の勘定科目に変動がないという顧客心理に乗じるものである²²。

乗換売買の推奨が問題とされた裁判例に、大阪地判平成18・4・26（判時1947号122頁、判タ1220号217頁）がある。顧客は、証券取引の経験がない高齢の主婦で、夫の遺産株式を売却して株式投資信託を購入した後、投資信託の乗換売買を中心に、株価連動債（EB・バスケット債）、国内上場株、外国株、外債などの取引を約2年半にわたり継続し、損失が生じた事案である。判決は、乗換売買の場合には、その規模・回数、目的・意向（元本重視の取引なのか、値上り益を見越した積極的な取引なのか）といった内容等を踏まえ、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の顧客の側の諸要素を総合的に考慮する必要があるとした。そして、事案の顧客に投資に関する知識経験や経済知識や英語の知識もなかったとし、取引開始後3カ月で外国株や店頭株を対象とするRR分類4のハイリスク型投資信託への集中投資が行われた後、21種類の株式投資信託やEB、バスケット債、IT関連外国株といった複雑な仕組の金融商品に全取引資産が集中投資され、短期乗換売買が繰り返されたとして適合性原則違反を認めた。顧客がこのような短期乗換売買を継続した事情として、知識・経験不適合性、専門家の説明や助言への信頼のほかに、一連の取引が、顧客の「心の口座」の中で一旦投資に回すとの判断がなされた後の「口座内での運用」に過ぎないとの顧客心理が挙げられるのではないか。

4.3 感応度逓減性の利用

損失が50万円から100万円に増加する場合と、950万円から1000万円に増加する場合を比較すると、損失の絶対値は50万円と変わらない。しかし、顧客の損失感応度合は、後者のケースの方が低い。これが感応度逓減性である。利得時の買い増しや損失時の難平の推奨は、このような顧客の感応度逓減心理に乗じるマーケティングである。この例に、特定の商品への集中投資、多数銘柄への過量売買の推奨がある。感応度逓減性は一般に金額

²² これ以外に、顧客が「計算上の利益を現実の利益に」などとして直しを勧める事業者の勧誘に応じる判断の基礎に、利得に関してリスク回避的な顧客心理があり、儲けさせてもらった事業者の勧誘を断るのは悪い、とする返報性心理も働く。

の点で問題とされるが、前者は数量的な感応度、後者は種類面での感応度の逓減性に関わる。

5 利得時の取引拡大

前掲の「直し」や「乗換売買」、「途転」の勧誘は、利得時の顧客のリスク回避指向に乗じるものである。取引益を上乗せして取引を拡大する手法は、商品先物取引では「利乗せ満玉」「扇型満玉」などとも呼ばれる。顧客がこれら取引の継続に応じる心理に、前掲のメンタルアカウンティングや、返報性バイアスがある。

前掲のとおり、長期保有が合理性に叶う投資信託取引において、顧客が短期利食いを勧める事業者の助言を受け入れがちであるのは、将来の利得を割り引く「双曲型割引」や、少額の見返りが多額の見返りより短期に得られる場合には少額の見返りを好むという「選好の逆転」も影響する。

6 損失時の取引維持・拡大

6.1 損失時の取引維持

含み損を抱えた商品は、その値上りが予測できれば、保有の継続に意味がある。しかし、値上りが見込めなければ損切りし、他に再投資することが合理的な投資行動である。他方、値下がりが予測される場合に、これを処分せずに保有することはさらに損失を膨らませる。この場合も手持ちの商品を処分することが合理的な判断である。

しかし、顧客が含み損を抱えた商品を処分すれば、たちまち、損失が現実化する。これは、事業者が、価格予測の誤りや説明の不適切などを理由として顧客から苦情を受けるリスクを高める。更に、その後のビジネスチャンスを逃す結果となる。すなわち、顧客に取引を維持させることができれば、価格が下落すれば後掲の難平・両建てなどの取引拡大を、価格が上昇すれば他の商品への乗り換えを、それぞれ勧めるきっかけになるからである。

事業者側のみならず顧客側にも、たとえ含み損を抱えてもこれを維持しようとする心理が働く。手持ち商品を処分することは含み損を現実化させる行為であり、先行の投資コストを無駄にすることを意味する。初期の投資価格が参照点とされることで、下落価格との乖離損失を回避したいとの

ギャンブル心理が働く。そのために損切りを行う判断がつかず、そのまま維持する結果となる（「サunkコスト効果」）。含み損を抱えた商品を処分せず放置する顧客心理に影響するものに、保有証券の将来の価格回復についての楽観・過信バイアス、保有証券を購入したことを後悔したくないという認知的不協和、確証バイアス、保有証券の価値を実際と比較して高く見積もる保有バイアス、保有の原状を変えたくないとする現状維持バイアスなどがある。

6.2 損失時の取引拡大

顧客の手持ち商品に含み損が拡大する場合には、取引は損失で終わる確率が高い。この場合にもなお顧客に商品の保有を継続させる方法に、「難平」（ナンピン）、「両建て」がある。難平は、同一銘柄の買い増しにより平均損失の引き下げを狙うもの、両建ては反対ポジションで建玉することにより含み損を確定し、その後、順次、双方の建玉を外すことで利得を得ようとする手法である。

6.2.1 難平

「難平買」は、保有商品価格が下がり含み損が生じたときに、同一銘柄を同一ポジションで買い増しすることで平均購入単価を下げ損失の回復を容易にしようとするものである。既存ポジションに損失が生じることは、自己の思惑と異なる市場の動きの拡大を予測させる。この場合の合理的な投資行動は、自己のポジションを切り、損失を確定させることである。損失が拡大する可能性が高い同一ポジションの数量をさらに増加させる「難平」は、それ自体としてリスクが高い。このような取引勧誘は、顧客の、損失時のリスク指向に乗じるものである。これ応じる顧客の心理には、認知的不協和、自身の予測を確証する材料を探し出し、予測は正しかったとの確信を得たいとする確証バイアス、短期的な損失にのみ焦点を合わせてしまう近視眼的損失回避（Myopic Loss Aversion）バイアスが影響する。

「難平買」の推奨事例に、ワラントに関する東京地判平成7・6・19（判時1566号39頁、判タ890号166頁）、大阪地判平成7・12・5（セレクト3号286頁）などがある。大阪地判平成19・12・25（セレクト31巻109頁）は、高リスク投資信託の乗換売買や難平勧誘に関して、事業者が顧客に「ナンピン買いを勧める場合には、それがただでさえリスクが高い投信取引の、

さらなるリスク拡大につながることを十分説明する必要がある」とし、それが懈怠されたとして事業者の説明義務違反を認めた。事案では顧客の損失時のリスク指向性や楽観バイアスが利用されているが、「さらなるリスク拡大につながることを十分説明」することは、事前（基礎）確率を無視しがちな顧客バイアスを是正・排除するために極めて重要となる。

6.2.2 両建て

「両建て」（「つなぎ売り」）は、例えば買いポジションでの価格が下落し、より一層の下落が予想される場合に、同一商品で同枚数の、反対ポジションである売りを建てる行為である。これにより、既存の買いポジションに生じる損失が固定され、以後の価格の上下により新たな損失は生じない。しかし、同様の目的は、新規に既存の建株を処分し、株価が下がりきるか、逆に株価が上昇した時点で新たに建株することで達成される。また、両建ては、損失の拡大を回避するものの、それで利益を得ようとすれば、売り・買い双方のポジションをうまく外す必要がある。既存ポジションを損切りすれば、あとは新規建玉の時期、要否の判断のみで済む。しかし両建ての場合には、売り・買いそれぞれの建玉処分の判断が迫られる。これは、単一ポジションの建て落ちの判断に比べれば格段に複雑でリスクが高くなる。また、会計処理が煩雑であり、期を跨ぐ場合には株主の権利が得られず、現物の処分を行った時点で税務上の損益が確定するなどの問題も生じる。

このような合理性に欠ける取引の勧誘は、損失に対する感応度が高い顧客心理に乗じるものである。

7 限定合理性の下での商品説明の意味と役割

取引における勧誘（recommendation）とは、文字どおり売買を勧めることで、商品に関する情報提供や開示、助言などの「説明」とは異なる。しかし、実際には、その両者の区別は容易ではない。米国の証券事業者団体のNASD（現FINRA）は、「勧誘」にあたるかどうかの判断基準についていくつかの通知やガイドラインを出している（[2001]など）。ここで示される基準に「事実と状況テスト」（“facts and circumstances” test）がある。これによれば、推奨そのものではないとしても、事業者が顧客に対して「行動の呼びかけ」（call to action）に等しいような情報を提供するときは、特にその情報が個別の顧客か顧客グループを対象とする場合に推奨に当た

るとされる。それが事業者の招請によるか不招請によるかは問わない。例えばコンピュータシステムを使い調査・分析結果を提供することは、推奨にあたる可能性があるとしている。

また、米国証券取引委員会（「SEC」）も、概ねNASDと同様の説明を行う。「説明」として提供されるものでも、そこでのコミュニケーションが、実質的に見て、顧客に取引を勧めるか、合理的に考えて顧客が取引を行う判断に影響を与えるものと評価されれば（reasonably could influence）、勧誘と判断される（SEC [2011] p.60）。すなわち、顧客との連絡が推奨に当たるかは、それが顧客の事実上の取引動機（factual consideration）を形成するものであるかどうかで判断されるといってよい。

以上で概観したような、取引開始、拡大、維持のために事業者が顧客に用いる言辞が、すべて勧誘としてなされるわけではない。対象商品に関する情報提供や助言など、説明の形で提供される場合がほとんどである。しかし、一見すればニュートラルな商品情報の提供や助言に見えるものであっても、それが顧客の取引開始、拡大、継続を目的としてなされる以上、顧客の限定合理性を前提とすれば、その内容や事業者からの提示のされ方によって、勧誘の実質を帯びる場合があることは否定できない。顧客の取引動機を形成させ、取引に誘導する役割を果たす場合には、勧誘に当たると判断されよう。

取引対象の仕組み、内容、リスクに関する情報、周辺情報の不足する場合、顧客には合理性から逸脱する判断をもたらす行動バイアスが働きやすい。事業者と顧客間の情報の質的・量的な非対称性からすれば、事業者による顧客に対する商品や周辺情報の提供は、顧客の合理的判断のために不可欠であり、その義務性は否定しえない。しかし、実質的には勧誘に当たるような商品説明が、取引不適合者に対しても義務の履行として行われるとすれば、説明義務という命令規範と、適合性原則による勧誘禁止という禁止規範との間で、義務の衝突が生じる。

以下では、顧客の限定合理性を前提とする場合、説明義務は適合性原則との関係でどのような整合性を有するのか、事業者の説明義務はどのような要件の下で適法とされるのか、顧客の行動バイアスは是正・排除ツールとしてどのような内容を持つべきかについて検討する。

第4 顧客の限定合理性下での説明義務

1 説明義務の変容

合理的経済人を前提とすれば、事業者が顧客に対して提供すべき情報は、商品の一般的な特性に従って定まる。また、その範囲、内容や程度は、一般顧客の理解力・判断力を基準として決定してよい。顧客に一般的な理解力や判断力があれば、個別の取引目的や意向、具体的な商品に関する知識や資産状況などの顧客属性は、事業者の説明義務の内容や程度に影響しない筈である。

しかし、例えば参照点依存と調整の誤りから生じる行動バイアスは、漫然とした現状維持の選択や、事業者が提示する情報への依存を生じる（Samuelson & Zeckhauser [1998]）。このような行動バイアスが是正・排除されなければ、顧客の適正な自己決定は見込めない。顧客の適正な自己決定が可能となるためには、事業者の提供すべき情報の内容も、このような行動バイアスを是正し排除するに足るものであるかどうかという観点から検討する必要がある。

以下では、証券取引における事業者の説明義務に関する裁判例の到達状況を概観しつつ、現行法令や裁判例上の説明義務の考え方が、この要請に叶うものであるのか、行動バイアスの是正や排除の要請を達するためにどのような説明義務が、どのような要件の下で求められるかについて検討することとする。

2 説明義務をめぐる裁判例の推移

わが国での事業者に求められる説明義務をめぐる議論は、EBを皮切りとした複雑性金融商品をめぐる紛争と訴訟の多発を契機として精緻化が図られてきた。提供されるべき商品情報について、当初頃の、商品自体の抽象的な仕組みやリスクに関するもので足りるとするもの（「第一世代」）から、その価格形成や値動きに関する具体的な仕組みや商品構造、購入の適否判断に必要な取引時点での具体的な市場、信用リスク情報に拡大する（「第二世代」）。

これと並行して、提供されるべき情報内容や提供方法も、一般的なものではなく、個別の対象顧客の知識、経験や能力に適合するもので、顧客に

理解可能な情報・提供方法とすべきもの（「第三世代」）へと移行する。更に、対象商品が顧客の意向や目的に合致するものであるかどうかという、情報提供に止まらない助言・指導も、これを説明義務の内容に含めるものが現れる。

この傾向は、法令上にも認められる。例えば金融商品販売法は、第一世代の対象商品の一般的な仕組みやリスクの開示のほか、その提供に際して、対象顧客の知識、経験、財産状況、及び契約目的に照らし、その理解に必要な方法及び程度によるべきことを事業者を求める（3条2項）。これは、説明義務に関する上記第二、第三世代の説明義務に対応する規定といえる。

前掲のEBに関する一連の判決群は、以上の説明義務に関する裁判例の傾向を理解するについて恰好の素材を提供する。

2.1 EBをめぐる紛争の増加

1998年12月の証券取引法改正により、店頭（over-the-counter）エクイティ・デリバティブが解禁され、証券事業者において多種多様な商品の開発が可能となった。特に仕組商品のマーケット拡大は著しく、株価に連動してキャッシュフローが変化するEBの発行が急増した。わが国での発行高は、2000年6月には2500億円に達した。

1999年前半頃に年率5%前後で設定されたクーポンは、相場の急騰によるEB人気の高まりで上昇し、同年後半から2000年度前半にかけて10%台のものが主流となった。しかし、ITバブルの終焉とともに、EBは軒並み価値が下落した株券で償還され、投資家には含み損を抱えた株式が残ることになった（壁谷[2000]）。これに伴い、EB販売をめぐる多数の紛争が生じ、提訴例・裁判例とも増加した。

説明義務も、行きつ戻りつしながら、第二世代、第三世代へと移行する。

2.2 第一から二世帯へ

EB取引をめぐる訴訟上で、顧客側から主張される主要な違法要素に説明義務違反、適合性原則違反がある。ここでの説明義務は、主に商品情報の提供をめぐる議論される。

EB取引に際して事業者が顧客に対し、提供義務の存否が争われる情報の範囲として、次のようなものが挙げられる。

(a) 元本欠損リスク：株価が計算日に一定額を下回れば、顧客はEBの額面金額より低い株価の対象株式を引き受ける義務を負い、差額相当の評価損を被るリスクがあること、

(b) 利益限定性：転換対象の株式自体を購入する場合とは異なり、転換対象株式の価格がいかに上昇しても、顧客はEBの額面元本とクーポンを得られるに過ぎないこと、

(c) プレミアムの意味：EBのクーポンの大半を占めるプレミアム部分は、転換対象株式のボラティリティ、行使価格の設定水準、残存期間の長さに応じて設定され、プレミアム部分が大きければ大きいほど下落株式により償還されるリスクが高いこと、すなわちプレミアムは、このようなリスクを投資者が引き受ける対価である側面を含むこと、

(d) 流動性リスク：購入時から償還時までの間、EBの転換対象株式の価格変動に応じてEBを売却することで損失を回避することができないこと、

(e) プレミアムの価格形成・変動要因：プレミアム価格が形成される要因。

初期の裁判例には、事業者に提供義務が認められる情報を、(a)の元本欠損リスク (d)の流動性リスクに限定するものも少なくない。投資信託及びEBに関する東京地判平成15・1・23（裁判例集未登載）は、事業者が投資対象の各投資信託やEBの重要事項をその都度説明し、目論見書を交付していること、EBについては、「本債券についての以下の主なリスクを確認し、目論見書の内容を自己で十分に検討したうえで確認します。また目論見書として『債券売出届出目論見書』を受領しました。」と記載された投資確認書を作成した上で顧客注文がなされたとして、説明義務違反の顧客主張を退けた。

しかし控訴審の東京高判平成16・10・5（セレクト25巻372頁）は、事業者は顧客に対して信託義務に基づく説明義務を負うとし、EBは、個人投資家一般に浸透したとまではいえず、知識を有しない者も少なくない新しい金融派生商品であり、元本保証のない債券であることからEBの仕組みや内容を説明する義務があったとした。そして事案では、事業者が(a)(d)について説明したものの、(c)のプレミアムの意味、EBの高利率と株価下落

リスクとの関係についての説明がなされなかったとして、事業者の説明義務違反を認めた。判決は、事案のEBの利率が高いことは、株価下落リスク、株式償還による元本割れのリスクが大きく、そのリスクを顧客が引き受けることの対価たる側面を含むこと、これについて顧客が具体的に理解している必要があること、販売事業者と従業員は、顧客にこれを理解させるために適切な事項について説明ないし情報提供をすべき義務を負うとした。この判決に前後して、(a) (d)のほか(c)のプレミアムの意味（大阪地判平成15・11・4[セレクト23巻327頁]）、(b)の利益限定性（大阪地判平成16・5・28[セレクト24巻163頁]、大阪地判平成16・6・30[セレクト24巻240頁]）を説明義務の対象事項とし、これを顧客が具体的に理解していることを求める判決群が現れる。

前掲大阪地判平成15・11・4は、株式ブットオプションの売主の地位と同様の地位にある購入者がEBの買付けを自己責任において決定するには、(a) (c) (d)のいずれについても「具体的に理解することが必要不可欠であり、かかる理解ができない者は、各EBの購入者として適合性を欠くといわざるを得ない」とした。

同判決は、適合性判断の主張に対しては、顧客に元本割れのリスクがある商品による資産運用の投資意向が認められること、買付商品の元本割れによる損失も実際に経験していること、日経平均株価の動向によって償還金額及び償還条件等が決まる日経平均連動債の買付け経験があるとし、学歴及び職歴等を勘案すれば、具体的に理解する能力があったとして、対象EBが顧客にとって適合性を欠くとまではいえないとした。

しかし、説明義務違反の主張については、(a) (c) (d)について一般投資家の能力及び経験を基準とした説明をする義務があるとし、事案の顧客は、(c)のプレミアムの意味、すなわち、クーポンと転換対象株価の株価変動度合いの見込みとの関係を具体的に理解しておらず、これについて事業者側が何ら説明していないとして説明義務違反を認めた。判決は、顧客が相当の取引経験を有し取引能力にも問題がないとしつつも、(c)の点についての説明が欠ければ、参照株式で償還されるリスクの程度を具体的に理解することはできないと判示する。

前掲大阪地判平成16・5・28は、適合性原則に照らせば、(a)～(d)の事項を具体的に理解できる者以外にEBを販売することは許されないとする。

しかし、事案では、顧客が株式、投資信託、転換社債、株式信用取引など取引経験は豊富で、株式及び投資信託等で損失を被っており、株式投資によるリスクを実体験していること、顧客の会社社経営者としての職歴から、EBにおける主なリスクである株価の下落の意味合いは、相当具体的に認識し得る能力を有していたとし、EBは顧客の意向に合致した商品ではなかったとしても、その購入を勧誘することは適合性原則に反しないとした。しかし説明義務違反の主張については、事業者は上記(a)～(d)の事項を、顧客の能力等に応じ、当該投資家が理解できる程度に説明する義務を負い、顧客の投資意向に必ずしも合致しないEBについては、通常の場合より一層慎重かつ丁寧な説明が必要とした。判決は事案に対する判断で、(a)以外の(b)～(d)の事項について説明がなされなかったこと、パンフレットや目論見書の交付にとどまり口頭説明がなければ上記各事項は理解できないとし、上記(b)～(d)の事項を理解できていなければ、EBに内在する危険性を真に理解したことにはならないとして、これを認めた。

前掲大阪地判平成16・6・30（セレクト24巻220頁）は、EBの商品特性として、債券でありながら元本欠損リスクがあること、投資商品としては比較的新しく、元本欠損リスク一般に周知されていたとは限らないこと、構造が複雑で、デリバティブ価格の算定方法としての確率微分方程式（及びその境界値問題）であるブラック・ショールズ・モデル（方程式）の意味の把握及び同モデルの変数の一つである株価変動率の正確な予測が困難であること等を挙げる。そのうえで、適合性原則違反の顧客主張に対しては、豊富な資金を用いての株式現物、外国債券、投資信託、株式信用取引等の投資経験や、知識、職業、年齢、判断能力等に照らし、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘したとまではいえないとして、これを退ける。しかし、説明義務違反については、顧客が(a)元本欠損リスク、(d)流動性リスク、(c)プレミアム価格の意味について具体的に理解している必要があり、事業者は、顧客が取引の危険性について正しく認識できるに足る情報を提供したとはいえないとして、顧客側の主張を認めた。

いずれも判決も顧客適合性の存否について、意向や知識が、抽象的なレベルで存在すれば足りるとする立場を前提とする。すなわち、顧客に一般的な理解力・判断力や知識・経験があれば、抽象的な取引意向は認められるとするか、顧客の意向に合致しなくともそれは説明の程度が加重される

に過ぎず適合性違反を構成しない（前掲大阪地判平成16・5・28）とする。
また、対象商品が顧客の目的や意向に合致するかどうかの助言についても、説明義務の問題としては論じられていない。

2.3 第三世代へ

説明義務は、その内容や範囲の広狭のみが問題とされる限り、事業者側は、一般顧客の能力や知識を前提とし、裁判例上で呈示が必要とされる事項についてその義務履行がなされれば、顧客が実際にその説明を理解できたかどうかは問題とはならない。しかし、顧客に一般的な理解力・判断力が存しても、対象商品の仕組みやリスクを実際に理解できていなければ、顧客の合理的で適正な取引判断は期待できない。

裁判例も、次第に、一般顧客を前提とした「説明事項の拡大アプローチ」から、「顧客の属性に応じ、理解できるに足る説明」と、「顧客による現実の理解」アプローチへと転換を図る。

名古屋地判平成17・8・10（セレクト26巻181頁）は、(a)の元本欠損リスクについて、「償還日に取得する株式数と、それによりどの程度の評価損を受ける可能性があるかについて、具体的な数字を挙げて説明して理解をさせる必要がある」とした。前掲東京地判平成18・3・6（セレクト27巻269頁）は(a)のほか、(c)のプレミアム価格の意味、(d)の流動性リスクについて、顧客の具体的理解が求められるとし、このような理解ができない者はEB購入者としての適合性を欠くとして適合性原則違反も認めた。前掲大阪地判平成19・7・26は(a)に加えて(b)の利益限定性についても「当該顧客がそれらを具体的に理解することができる程度の説明を、当該顧客の投資経験、知識、理解力等に応じて行う義務を有する」とした。

大阪地判平成19・12・25（セレクト31巻109頁）は、(a)(c)(d)中の(c)について「顧客がそれを前提として理解した上で、クーポンの取得が実現される可能性自体についての相場判断や、そのような短期で高率のクーポンの取得を目指すEB取引と、中長期的な利益を目指す株取引をすることとのメリット・デメリットの比較が可能となっていなければならない」とし、事案では顧客が理解するに足る説明がなかったと認定した。

前掲名古屋地判平成17・8・10は、適合性原則の主張に関し顧客の取引経験や安全確実な商品を望む投資意向等から、顧客へのEBの勧誘の適合

性に疑問の余地がないわけではないとの悩みを示しつつ、適合性原則違反の主張に対してはこれを退け、次のように判示して説明義務違反を認めた。

判決はまず、EBの商品特性や事業者の販売上の問題として、(1)EBは仕組みが分かりにくく正確に理解することが困難であり、単に高率の利率が約束された債券であるとの誤解を招きやすい商品であること、(2)広告やリーフレットでは一定の高利率が保証されていること、(3)1年債・6ヶ月債といった債券であることが強調されている反面、株式償還の可能性はポイントを落とした小さい字で記載されており、注意して全文を読まないで気付きにくい体裁となっていることなどを指摘する。そして、このようなEBの仕組みの複雑性、販売方法の問題、顧客属性を前提として、事業者は顧客に対し、(a)の元本割れリスク、すなわち「株価下落時における株式償還の可能性について抽象的に説明するだけでは足りず、償還日に取得する株式数、それによりどの程度の評価損を受ける可能性があるかについて、具体的な数字を挙げて説明して理解をさせる必要がある」とした。事案に対する判断では、顧客に対して一応の説明がなされたとしつつも、株式償還によるリスクについては、リーフレットや広告に記載されている以上の説明はなされず、目論見書の交付と確認書が徴求され、顧客が確認書に署名捺印したとしても、それをもって顧客が目論見書に目を通し、EBについて十分に理解していたと断定することはできないとして説明義務違反を認めた。

前掲大阪地判平成19・11・16は、適合性原則違反については、事業者が各EBの内容（株式との関連性）について十分説明し、顧客がこれを納得したうえで各EBを購入したか否かという説明義務違反の問題に解消されたとする。そして説明義務違反については、まず、一般論として、EBに関する説明義務の内容として、発行体の信用リスクのほか、(a)元本欠損リスク、(d)流動性リスクの3項目を挙げる。とくに(a)の点については、EBは一定の利率が保証された社債であるものの元本保証ではなく株式償還の可能性もある点で、「購入者に誤解を招きやすい商品であるといえるから、株式償還される可能性について、顧客の知識、経験及び取引意向に照らして具体的に理解することができるよう説明する義務がある」とした。

同判決は、顧客属性として、顧客の投資経験や、株式取引経験がなかったこと、株は苦手でありたくないと告げていたことなどから、顧客は

投資意向としては比較的安全な商品を考えており、担当社員もある程度顧客の投資意向を了解していたとし、このような顧客にEBを勧誘するに際しては、「株価下落の可能性、株式償還の可能性及び株式償還により原告が被るリスクについて抽象的に説明するだけでは足りず、勧誘時点の対象株式の値動き状況、当該会社の状況、業績、償還日に取得する株式数、それによりどの程度の評価損を受ける可能性があるかについて、具体的な数字を挙げる等して説明し理解させる必要がある」と判示した。

そして、事案に対する判断として、勧誘当時、株価がかなり激しく上下に動いている不安定な状態であったのに、担当社員は、株価に関する資料を示すこともなく、目論見書に基づく説明も行わず、単純に今後上がるという楽観的な見通しを伝え、株式償還になっても上がるまで待てばよく、株式償還リスクについてはパンフレットに記載されていることを説明したにすぎないと認定し、説明義務違反を認めた。

大阪地判平成19・12・25（セレクト31巻109頁）は、適合性原則違反の顧客主張に対して、EBの内容や特徴は、一定の投資経験と理解力のある者であれば、証券会社等の担当者から適切な説明を、十分に余裕を持って聞けば、理解することが著しく困難であるとまでは認めがたいとし、顧客原告の一人については、その判断能力に問題があったとしても、投資意欲や保有資産、さらに償還対象株式の多くが国内有数の一流企業であることからすれば、対象のEB取引が、適合性原則違反とはならないとした。また、他の一人の顧客原告についても、判断能力に問題はなかったこと、全く投資経験がなかったわけではないこと、保有資産や償還対象株式を総合すれば、対象EBについての勧誘が適合性違反にあたるとはいえないとした。

しかし同判決は、説明義務違反の主張に対しては次のように述べて、これを認めた。まず、説明義務の対象として(a)元本欠損リスク、(c)プレミアムの意味、(d)流動リスク、を挙げる。うち(c)については、顧客理解の程度として、クーポンの取得が実現される可能性自体についての相場判断や、そのような短期で高率のクーポンの取得を目指すEB取引と、中長期的な利益を目指す株取引をすることとのメリット・デメリットの比較が可能でなければならないとした。そして事案に対する判断で、(c)の説明がなされていなかったほか、他のEBの基本的事項についても十分説明

されていなかった可能性がある」と指摘して、事業者の説明義務違反を認めた。なお、パンフレットにおける株式償還のイメージのグラフの交付、確認書の作成は、説明義務違反を否定する理由にはならないとした。

上記裁判例は、いずれも説明義務の内容として、個別の顧客に適合した商品情報の提供と、これに対する顧客の具体的理解を求める。しかし、実際に顧客が提供情報を理解したことの確認を事業者に求めているわけではない。対象顧客の属性に照らし、「理解できるような」情報の提供がなされたかどうかを問題とし、それに見合う情報の提供がなければ、顧客がそれを理解している筈がないとし、これにより顧客による説明がなかったことを擬制する論理構造をとる。

また、上記裁判例における説明義務の内容は、いずれも商品リスクに関するものであるが、それが個別の顧客に適合するかどうかは問題とされていない。

論理的には、商品のリスクが当該顧客の意向や理解・判断能力、資産状況に適合するかが判断され、その上で、顧客がそのリスクを理解したかどうか、が問題となる筈である。しかし、前掲大阪地判平成19・7・26や大阪地判平成19・11・1などは、適合性原則を、事業者が商品説明を行い顧客がこれを納得して購入したかどうか、という「顧客の理解」の問題に置き換える。これは、顧客の取引目的や意向の存否が、商品の理解の有無とはレベルを異にする点を看過するものではないか。

2.4 説明義務の新たな役割と顧客調査

顧客に対する商品情報、とりわけリスク情報について、誰を基準とし、何を、どのような内容や程度で提供しなければならないかという点について、説明義務をめぐる裁判例は相当の成熟を見せる。しかし、対象商品がそもそも個別顧客の目的と意向に合致するかかどうか、という、当該商品と個別の顧客との関係性（適合性）に関する事業者の助言義務があるかどうか、あるとしてどのような内容を持つものであるかなどについては、未だ、十分な議論がなされていない。

既に検討したように、事業者から適切な説明を受けたとしても、さまざまな行動バイアスにより、顧客は、合理性から逸脱した取引意向を、構造的に形成しがちである。このような顧客の属性に鑑みると、事業者には、

行動バイアスによって歪められない顧客の目的や意向が何であるのか、対象商品が顧客のそのような目的や意向にふさわしいものであるかどうかの判断を踏まえた助言が求められるというべきである。

この要請からすれば、事業者の情報提供義務は、顧客の商品内容について適切な理解を妨げる行動バイアスを排除するに足るものでなければならない²³。また、このような助言に必要な範囲で、説明義務のコロラリーとして顧客調査義務が求められる。これを認める裁判例として、ワラントに関する広島高判平成10・3・27（セレクト7巻244頁）がある。これは、証券取引に関し知識のある顧客に対してもリスクについて十分理解するまで説明を尽くし、顧客がそれを理解したことを確認する必要があるとする。

3 取引開始時の行動バイアスの是正・排除

3.1 商品発行体

証券の発行体の著名性・周知性は、顧客に、これら発行体の倒産リスクに関する事前確率を無視・軽視する、代表性・利用可能性ヒューリスティクスを働かせる。このような行動バイアスを排除するためには、発行体がどのような業者であるのか、業績に問題はないか等について、顧客が当然持つべき疑問や、顧客が払うべき注意を喚起し、顧客自身にこれらについて検討させるきっかけを与えなければならない。これを認めるものに、札幌地判平成11・2・16（セレクト11号399頁）がある。これは、連続した業績悪化による赤字転落決算公表直後に、全く知識がない主婦層を対象にして額面割れの転換社債（海外で円建発行の上で国内に還流されたもの）が販売され、その後に発行体会社が破綻した事案である。判決は、一般的には安全とされる転換社債を勧める場合にも、知識がない者に勧める以上は、「（転換）社債とは何か、どういう仕組みになっているのか等を十分説明し理解させ、原告らがオリックススポーツという会社は何をしている会社なのか、業績に問題はないか等について当然生じるべき疑問や注意を喚起

²³ 金融取引における事業者の助言が、顧客のバイアスやヒューリスティクス排除に有効であるとするものにInderst & Ottaviani（[2010] p.52）。

し、これらについて検討させるきっかけを与える義務があった」とした。

これは、単に商品のリスク等の情報の提供に止まらず、商品発行体の周知性から生じる代表性・利用可能性ヒューリスティクスを排除するための事業者の注意喚起・助言を認めるものであり、有益である。

3.2 販売事業者

未上場株の購入の判断に際しては、発行体の信用性を、勧誘事業者の専門性に対する信頼性を重ねて評価しがちである。これに関して事業者は、自身が把握する情報で、顧客の誤った判断を回避するに必要な情報を提供する義務を負うとしたものに、東京高判平成15・1・2（判時1859号144頁）がある。同判決は、未上場企業の新株（第三者割当）の勧誘による被害（発行企業が倒産）につき、説明義務違反等を認めた原判決の判断を維持したものである。同判決は、証券会社と顧客との間の契約関係の存在は否定したものの、証券会社と顧客との従来の取引関係に着目して、両者の間には一定の信頼関係があり、これを基礎とする継続的な取引関係に付随する条理上の義務があったとした。その上で、顧客が専門業者の紹介であるからと十分に検討しないで安易に紹介されるまま投資についての判断をすることがないように、証券事業者の有している情報で、紹介を受けた顧客が誤った判断をしないために必要な情報を伝える義務を認める。すなわち、発行会社の財務状況の厳しさと、企業としての将来性をどのように考えていたかなどについて証券事業者従業員が情報等を有していた場合、単にリスクを被る場合がありうることを一般的に説明するに止まらず、従業員が把握していた情報、すなわち「投資することを決断するに当たって消極的に働く主要な要素」を挙げ、これらについても具体的に説明すべき義務があったとした。

3.3 商品の評価・格付け

わが国では、平成8年までの長い間、社債には厳格な発行規制があり、万一の場合には発行に関与した銀行が肩代わりするなどして一般投資家を保護していたため、投資家側にも業界側に、信用リスクの重要性の意識が希薄であった。これらの事情は、代表性ヒューリスティクスを働かせ、顧客に商品のリスクの高さに関する事前確率を無視し、安全性を過大評価

させる行動バイアスが生じさせる。専門事業者により格付けがなされる場合にはなおさらである。このような行動バイアスを排除するには、事業者は、発行体の経営状況、格付の存在、信用リスクが増大していればその事実（事前確率）を顧客に説明する必要がある。

事業者が負担する説明義務の内容として、信用格付の存在、信用リスクの増大の二つを認めたものに、大阪高判平成20・11・20（判時2041号50頁）がある。これは、社債・転換社債発行体のマイカル社が破綻したことで、購入顧客が損害を被った事案である。判決は、勧誘当時の社債に関する具体的信用リスクを示す重要な情報として、①赤字計上や再建計画実施後も有利子負債が増大していたことなどの発行体の経営状況、②指定格付機関4社のうち2社が投機級の格付をしており一部の指定格付機関では格下げも実施されていたことなどの格付の存在、③流通利回りが上昇し続け、国債との利回り格差も拡大していたとの信用リスクの三点を指摘し、証券事業者はこのうち②③について、顧客の属性に応じて情報の提供や説明を行うべき義務を有する場合があるとした。

3.4 商品の元本保証性

取引対象商品が元本保証ではないにも関わらず、顧客が、商品の名称や過去の経験に依存することでそのリスクを過小評価し、元本保証商品と誤解することがある。事業者は、顧客の代表性・利用可能性ヒューリスティクスに起因する行動バイアスを排除するために、改めて危険性について具体的な説明を行う必要がある。

この理を認めるものに、投資信託に関する大阪高判平成10・7・3（セレクト11号381頁、原審：神戸地尼崎支判平成 9・5・27）がある。判決は、顧客が過去に株式投資信託の経験が4回もあったとしても、以前の投資信託における担当社員の説明内容が明らかでないこと、過去には元本を割り込んだ経験がなかったため、むしろ改めて危険性について具体的な説明をしなければ、過去の経験に依存したまま元本保証であるかのように理解していたともいえること、そして投資信託の商品特性は商品毎に異なる点を指摘して、顧客が事案の投資信託につき損失が発生する危険性を具体的に認識していたと認めることはできないとした。

株式に関する東京地裁平成15・5・14（金判1174号18頁）は、光通信株、

ソフトバンク株、グッドウイル株などIT関連株の人氣が過熱気味で、価格動向が不安定であるとの評価も可能な状況にあり、急落の危険性も大きかった事案に関するものである。判決は、長期的かつ堅実な投資目的を有する顧客に対しこのような商品購入を事業者が勧誘する場合、上記の危険性をも考慮に入れ、顧客が的確な投資判断を行うことができるように、有望な銘柄ではあるが株価動向には不安定な部分があり、下落に転じた場合には大幅な損失を被る可能性もあるという具体的な危険性について説明をすべき義務があったとしその不履行を認めた。

上記東京地裁平成15・5・14は、対象商品の特性が顧客の目的や意向への合致が疑われる場合に、そのリスク性について十分に情報提供すべきことを求める。顧客の意向に照らして一般的な商品情報に止まらない情報の提供を求める点は適切である。しかし、適合性原則の観点からすれば、顧客意向に適合しない商品を勧誘することは禁止され、これは商品リスクの説明により違法性が阻却されるわけではない点で疑問が残る。

3.5 商品及び取引内在リスク

商品説明では、利益の獲得が強調される一方で、リスクについては抽象的な説明に止まることが少なくない。この場合に顧客は、当該取引により損失を被る事前確率について十分な理解や認識を持たないまま取引を開始することになる。

証券等監視委員会は、事業者に対する検査マニュアル上で、取引経験が浅い顧客にデリバティブ商品等を販売する場合に、最良のシナリオのものだけでなく、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額を含むその商品内容やリスクの例示等を求める（[2007] p.101）。これは、顧客の過信・楽観バイアスを是正し、排除するのに有効である。

このような最悪のシナリオ呈示を事業者に求めたものに、大阪地判平成22・10・28（金判1356号28頁、金法1911号56頁）がある。これは、顧客が事業者から匿名組合型の不動産投資ファンドへの出資を勧誘され、償還時に大きな損失が生じた事案である。事案のファンドは、三大都市圏の住居用不動産を信託財産とする信託受益権を中心に投資するファンドである。

一般に、株式などの証券に比べて不動産投資のリスクは低いという投資者の認識は根強い。これが、顧客の不動産投資ファンドについて低いリス

ク評価を行う原因となる。事案のファンドは、設定期間は3年間で中途解約はできず、運用期間中の分配と最終償還の原資は、不動産の賃料収入と売却代金に依存し、ノンリコースローンの導入により投資不動産の総額が顧客の出資金の額よりも大きいものであった。償還時には出資金の償還より借入金の償還が優先されるため、不動産価格が値下がりした場合には、その下落幅以上に出資金の元本割れが生じるレバレッジリスクがある。運用コストを考慮しないとしても、不動産価格が10%下落すれば、出資金元本の40～50%、20%下落すれば90～100%が毀損するという関係にあった。

同判決は、事案のファンドの勧誘に際し、予想配当利回りが年7～11%であるとするレバレッジの有利な側面を説明するばかりでなく、不動産が値下がりしたときはリスクが極端に増幅すること、具体的には投資対象不動産が1割値下がりすれば出資金は約半分になること、不動産が2割値下がりすれば出資金はほとんど0円になる可能性があること、銀行借入によるレバレッジがかかるためリターンが大きくなる反面、リスクも増幅されることを十分に説明すべき義務があったとし、その不履行を認めた。そして判決は、バブル崩壊後の不動産市況の動向を見れば3年間で不動産価格が2割を超えて下落するリスクは、地価公示の平均価格の推移をみただけでも社会的経済的に見て決して無視し得ない可能性を有するリスクであること、3年後には必ず不動産を売却して償還資金を調達しなければならない事案のファンドの特質からしても、投資勧誘の専門家である事業者にとって十分に想定可能な危険であったとし、事案のファンドは、決して小さくない割合で想定される3年間で2割の不動産価格の下落によってファンドの出資金が全く償還されずに毀損するリスクを伴うものであったと認定した。

信用取引経験のある一般投資者でも、信用取引における巨額の逆日歩負担を経験したことがないのが一般である。この点に関して、事業者には、逆日歩発生の情報とそれが投資判断に与える影響のからくりの説明を求めるものに東京地判平成17・7・25（判時1900号126頁）がある。いずれの判決も、事業者には、取引に関して予想できる最悪のシナリオの呈示を求めたものとはいえないが、商品情報の提供に止まらず、行動バイアスの是正・排除に必要な情報提供の必要を示唆する点で正しい方向性を示すといえてよい。

4 取引継続段階での行動バイアス

損失発生時のリスク性の高い商品への変更勧誘に際して、損失発生時のリスク指向バイアスが利用される。事業者は、このような顧客バイアスを考慮し、顧客のリスク意向に適合しない商品の情報提供や購入助言を控えるべきである。顧客自らがこのような取引を望む場合には、事業者は、顧客にかかるバイアスが存在するかどうか、それが顧客の投資判断に作用していないかを疑い、調査を行うべきであり、これは適合性原則の要請にも基づく。顧客調査によるこの種バイアスが認められればその是正に向けた指導・助言が求められる。

投資取引に関する裁判例は、現状において、以上の説明義務の要請に応えるものとなっていない。また、必ずしも、この要請に応える方向で発展していると断定することもできない。しかしながら、これら要請に応える裁判例も、以下のとおり少なからず認められる。

4.1 乗換売買

乗換売買を勧める事業者のマーケティングに際し、どのような顧客の行動バイアスが利用されるのか。長期保有に適した投資信託を短期で乗り換えさせるために、前掲のフレーミングが用いられる。これに応じる顧客心理として、乗換前の商品に利益が乗っていれば、プロスペクト理論上での利得時のリスク回避心理が利用される。そこで利得を再投資に回すべきとの助言は、顧客の確証バイアス、メンタルアカウンティング心理を利用するものである。乗換前の商品に損失が生じていれば、「損失挽回のために」として顧客の損失時のリスク指向や、「自分の行った投資を後悔したくない」との確証バイアスなどが利用される。

前掲大阪地判平成18・4・26は、事業者に求められる説明として、「勧誘する取引について自らの証券取引の知識、経験、財産状態、投資意向等に適しているか否かを自ら判断できる機会を与えるべく、Xらに対し、新たに取引の対象とする商品の内容、仕組み、投資方針（元本重視の取引か、利子・配当重視の取引か、値上り益重視の取引か等）、リスクの質と程度はもちろんのこと、乗換売買を行うに当たっては、売却する各商品の状況及び通算の損益状況、手数料等の顧客が負担する内容等、乗換売買を行うことのメリット並びにデメリット及びリスクについても、Xらの属性等を

踏まえ、Xらの取引意向に沿うべく十分に説明して理解させる義務があった」とした。事案に対する判断では、説明書、目論見書等は難解な内容であり、確認書の徴求も十分な説明を示すものではなく、ひととおりの説明があったとしても説明義務が尽くされたとは認めがたいとして、その違反を認めた。

横浜地判平成21・3・25（セレクト35巻1頁）は、投資信託間の乗換売買の違法性についても、「証券会社の担当者が、手数料稼ぎなどの自己又は証券会社の利益を図るため、顧客にとって、合理性及び必要性がなく又はそれらが乏しい取引を勧誘した場合には、そのような勧誘は、誠実公正義務に著しく違反するものとして不法行為法上も違法となる」とした上で、国際株式型の株式オープン型投資信託間の乗換について、「わずか1ヶ月あまりの保有期間しか経過しておらず、損益も極めて小さい段階で、利益額の5倍以上もの手数料を負担してまで、いわば同種でかつ信託報酬の高い投資信託に乗り換えることは、特段の事情がない限り、合理性、必要性が乏しい」とした。その上で、乗換の根拠についての担当社員の証言が事実と反しており採用できないこと、乗換売買のメリット及びデメリットが十分に説明され理解して取引したとの事実を認められないとした。また、同種の投資信託間で、株式市場に明確な上昇気配がない中でリスクの高い難平買いのために行われた乗換売買、株式市況が企業業績悪化懸念により大幅な調整が続けていたのに、客観的な株式市況とかけ離れた説明によって行われた乗換売買などについて、違法性を認めた。

いずれの判決も、事業者に対し、前掲第三世代の説明義務の提供を求める。しかし、これら判決が指摘するように、乗換売買を行うことのメリット並びにデメリット及びリスクについて、顧客属性等を踏まえ、取引意向に沿うべく十分に説明して理解させたとしても、他方で、顧客には前掲の行動バイアスが働いていることが推測される。事業者には、顧客の取引判断について前掲の行動バイアスの存否と影響の有無を確認し、これを是正、排除する助言が説明義務として求められるのではないか。

なお、証券事業者には、「売却代金で同一銘柄を買い付けることはできません。」として同一銘柄間の乗換売買注文の受託を行わないことを業務

上のデフォルトとして明示しているものもある²⁴。顧客の行動バイアスの強固性からすれば、顧客に対する乗換売買のリスクやデメリット助言に限界がある。乗換売買注文の拒絶を行うという営業姿勢は、コンプライアンスの徹底という観点からも有効であろう。

4.2 含み損の拡大下の取引の維持

手持ち商品に含み損が拡大する中で、購入した証券の処分を行うことができない顧客行動には、サックスコスト、現状維持、保有バイアスの影響が推認される。従って、事業者には、これらバイアスを排除するための助言・指導が説明義務として求められる。

大阪高判平成10・11・26（セレクト11号85頁）は、助言義務に関し、「証券会社を信頼してその勧誘に応じた投資家が、取引後においても証券会社に対して情報等の提供を期待しているような具体的な関係がある場合には、証券会社としては説明義務の延長としてまた信義則上、取引後においても適切な助言をなすべき注意義務がある」と判示した。証券業者が、いかなる時点でいかなるポイント単価となった場合に売却を指示、助言すべきであったのかと反論した点につき、判決は、本件のごとき勧誘をした以上は、できるだけ損害が少額ですむ頃合いを見計らって助言、指導することが当然期待されたのであり、それが不可能を強いるものであるとするならば、そもそもかような勧誘をなすべきでなかったとしてこれを退けた。

また、東京地判平成11・3・11（判時1704号91頁）は、一任売買により購入されたワラントが長期保有され顧客に損失が生じた事案に関するものである。判決は、価格10ポイント以下、残存行使期間2年以下の一般的に投資対象として不適格なローリスク・ハイリターンワラントの購入は一般的に言って相当ではないとしたほか、事業者には、ワラントの特性に鑑み、価格下落時には相当な価格で速やかに売り付け、損失を最小限に止めるようになすべき義務（損失拡大防止義務）があったとし、この不履行による不法行為の成立を認めた。このような事業者の損失拡大防止義務は、前掲のような顧客の行動バイアスの是正・排除義務たる説明義務の文脈で捉えられる。

²⁴ 内藤証券<<http://www.naito-sec.co.jp/japan/rule/loop-trade.html>>

4.3 含み損の拡大と取引拡大

保有する金融商品に含み損が拡大する下で取引数量を増加させる手法に難平がある。事業者によるこの種取引の取引勧誘は、損失時のリスク指向性、サンクコスト効果、認知的不協和・確証バイアス、楽観バイアスを、金額や数量の一層の増加に応じる判断には感応度逓減性などの顧客心理を利用するものである。

難平買いに関する裁判例に、前掲東京地判平成7・6・19（判時1566号39頁、判タ890号166頁）がある。顧客は会社役員でワラントの購入経験もあったが、株式取引の損を取り返すべく、当該株式と同銘柄のワラントを購入し、値下がりに伴うワラントの難平買いを行った事案である。判決は、最初のワラントについては不法行為を否定したが、買い増し分については、証券事業者の本社ワラント課でも当時、被告の本件担当者に疑問を投げかけた程危険な取引であったから、買い増しを思いとどまらせる等、顧客に無用の損害を与えることのないように配慮する信義則上の義務があったとした。

同じくワラントに関する大阪地判平成7・2・（セレクト3号286頁）は、顧客が価格下落を知って難平買いの趣旨で自ら申し出た同一銘柄のワラントの買い増しについても、「顧客が明らかにワラントの仕組み等について誤解しており、これによって損害を受ける可能性が高い場合には、信義則上、右の誤解をとき合理的な判断ができるよう助言する義務があるというべきで」とし、事案では顧客の誤解が明らかとまではいえないとしつつも、担当者の知識経験に照らして合理性に欠ける取引に入ろうとしている場合にも、この点について注意を喚起するなどの措置を採るべき義務があるというべきである」と判示した。

いずれの判決も、事業者は顧客に対し取引を思いとどまらせる助言義務を課しているが、これは損失時の顧客のリスク指向傾向を前提とすれば、これら義務は、前掲のヒューリスティクスや行動バイアスを是正・排除させる意味を持つ。

5 説明義務の限界

事業者による商品情報の提供や助言は、顧客の行動バイアスの是正・排除に一定の有効性を有する。しかし、他方では、その是正・排除が限定的

なものに止まることも、心理学や行動経済学の知見が明らかにする²⁵。事業者の説明は、顧客に対する過剰なオプションの提供となりかねず、そこからの選択は顧客に過大な負担をかける結果となりかねない。また、情報や選択肢の提供は顧客にフレームを提供するものであるが、そのフレームが過剰に提供される場合、判断の起点となる参照点の選定を困難にする。また、顧客の選択の委縮、放棄をもたすことが、人の脳の構造・メカニズムに密接に関連することは、前掲の神経経済学の知見が明らかにする。これは、選択への動機付け、その後の選択幅の縮小に向けた動機付けの双方を弱める²⁶（Iyengar et al. [2004] p.84）。

換言すれば、顧客に対する過剰な情報提供や助言は、取引意向のない顧客に、「取引をしない」という選択を行うこと自体を消極ならしめる。これにより、顧客が取引に誘導される結果がもたらされるおそれが生じる。このおそれは、顧客に一般的な理解力・判断力や、対象商品に関する一般的な知識・情報があると否とに関わらない。また、取引意向があっても資産状況が取引に適合しない顧客については、双曲型割引、選好の逆転などの行動バイアスにより、構造的な認知や判断の誤りを生じる。事業者のフレーミング情報の提供や助言によりこれが促進されることは、前掲のとおりである。

²⁵ ペイデイローンからの借入れを行う顧客に対する情報開示が、借入抑制に寄与しないことは、Bertrand et al. [2009]。

²⁶ Iyengar et al. [2004] は、米国の私的年金の401Kプランの選択で、情報が余り多すぎると人は年金プランそのものから降りてしまう傾向が認められた。この実験では選択の幅が2から11に増えると参加者が75%から70%となり、更に選択を59に増やすと参加者が61%まで減少したとされる。また、インターネット上でショッピングをする時にも選択肢を10から50に増やすと、質の悪い商品を選択する傾向があり、商品を選択するときには人はより多くの情報が欲しくなるが、実際は選択肢の幅を狭くしてしまうと指摘する。

第5 顧客限定合理性下の適合性原則

1 顧客適合性の判断

1.1 問題の所在

金融商品取引法は、証券事業者が、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行い、投資者の保護に欠けるかそのおそれがある業務を行ってはならないと定める（40条）。適合性原則違反は、行政取締法規違反のみならず、民事上の責任根拠となるとするものに、前掲最判平成17・7・14がある。これは、証券業者が、「顧客の意向と実情に反して明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたとき」に事業者の不法行為責任を認める。

ところで、先のEBに関する判決群には、顧客の投資意向や知識適合性を一般的・抽象的なレベルで充足することで足りるとするものが少なくない。顧客の投資意向に適合しない商品については、「一層慎重かつ丁寧な説明が求められる」（前掲大阪地判平成16・5・28）であるとか、適合性原則違反は、事業者が顧客に対して十分説明し、顧客がこれを納得して購入したか否かという説明義務の問題とするもの（前掲大阪地判平成19・7・26、同大阪地判平成19・11・16）である。

適合性のレベルには幅があり、高い適合性を持たない顧客に対しては説明義務が加重されるとするものも（ワラントに関する広島高岡山支判平成12・9・14〔セレクト16巻392頁〕、原判決：岡山地判平成11・9・30〔セレクト14巻281頁〕）、上記と同様の理解に立つ。

このような適合性原則の理解は、前掲のとおり、不適合顧客への説明（義務）の要否、要件について、混乱を生じさせる。とりわけ、顧客限定合理性の下で、事業者の行う「説明」が、たとえ表見的には勧誘に当たらないとしても、それが顧客の行動バイアスを働かせ、顧客意向を無理矢理惹起させかねないことは、既に述べたとおりである。以下では、顧客の限定合理性を踏まえた適合性原則の理解、とりわけ行動バイアスに関連する意向適合性の役割について検討する。

1.2 顧客限定合理性の下での「取引意向」

標準経済学は、人の選好の一貫性、嗜好の不変性を前提とする。ここでの「選好」は「意向」と置き換えてもいい。これによれば、顧客は、証券事業者の説明を受けたとしても、当該取引を行うかどうか、どのような取引を行うかの意向を変えることはない。

人の意思決定は、意向や目的が明確であれば、それが正しいものであるかどうかの判断が可能となる（Simon[1976]p.49）。所与の状況の下で、人の意向や目的が明確であり、かつその価値を最大にするような意思決定であれば、その決定は「客観的に」合理的といえる（同 p.76）。

前掲のとおり、人が無関係な選択肢に影響されないことは、選好が合理性であるための必須の前提となる。しかし、嗜好が一貫していれば選択されようのない選択肢が呈示されることで、人の選好が推移する「選好の逆転」を起こすことは多くの事例で確認される（友野[2006]p.207）。このことは、顧客の取引目的や意向に関する「初期値」が明確であっても、本来は無関係の条件が呈示されることで、それが転換する可能性があることを示す。まして、顧客に取引目的や意向が存しないか明確ではない場合には、事業者の説明や勧誘により、顧客にとって合理性に欠ける「意向」が形成されかねない。そして、顧客に対象商品の知識や情報が不足する場合には、投資数量や投資期間などについて適正な「調整」も期待できない。事業者による商品や取引方法の説明は、顧客に対し、「フレーム」を提供する行為であるが、顧客に明確な投資意向が存しない場合、顧客はこれに依存し、商品や数量の選択を行いがちとなる。このことは、顧客に一般的な商品や取引に関する知識がある場合でも異ならない。事業者によるフレームの呈示は、それが専門家によるものであることで、顧客に同調バイアスを誘発し、選好の逆転をもたらしやすい。その結果、顧客の知識・経験や資産状況に適合しない「意向」が形成される危険性がある。

顧客に取引意向が存在し、それが明確であることは、顧客の意思決定が行動バイアスの影響で合理性から逸脱することを回避するために極めて重要である。顧客の消極的・安定的な投資意向が、事業者の主導や説明により変化し、リスク的取引に誘導される経過を事実認定上で明らかにする裁判例は少なくない。

大阪地判平成22・5・12（セレクト37号37頁）は、さして株式取引の経

験のない顧客が、証券業者の勧誘により信用取引を行い、損失を被った事案である。判決は、顧客の投資原資約800万円が将来の生活資金であったこと、顧客の投資目的は中長期的な株式保有と安定的な財産形成にあったとした上で、取引開始後すぐに取引全体が信用取引に傾斜し、ほぼすべての取引が信用取引とされて頻繁な取引が継続したことは、顧客の投資意向と全く異なるとし、証券業者従業員の主導によるものと認定して適合性原則違反を認めた。判決は、事案の顧客につき、身体の障害で車椅子生活を送っていたほか、この取引の頃から抑うつ状態との診断を受け通院していたという事情を認定する。

しかし、このような事情が存しなくとも、安全な投資を求める顧客の当初の意向が、その後、事業者の情報提供や助言を通じ、顧客に行動バイアスが働くことで、リスク投資意向に変化することは珍しくはない。

1.3 意向の意味

ところで、このような顧客の投資意向とは、具体的にはどのような要素を含むのか。これについては、米国FINRA、欧州の金融サービス指令(MiFID)での議論が参考となる(村本[2008b];同[2010a])。

英国は、2005年にEUがMiFIDを採択したことを受け、2007年に従来の新営業準則の改訂を行った。適合性原則に関する規制についても同指令に準拠して改訂がなされた。そこで、証券事業者が調査すべき顧客意向に次のようなものが挙げられる(COBS 9.2.2R(2))。(1)投資目的が配当の取得にあるか、金融商品自体の値上り益の取得にあるか、(2)元本欠損を回避する意向であるか、(3)一定の利益を取得するための低リスクの引き受けに止まるのか、(4)ヘッジ目的であるか、(5)高収益確保のために高リスクを引き受けるものか。なお、投資意向中の調査対象には、投資期間が短期、中期または長期であるかなどの投資方針も含む(investment horizon)(MiFID Connect[2007])。

英国FSAは、2008年の米国リーマンブラザーズ社破たんの前後の時期に、証券事業者に対して調査を実施し、その結果を踏まえて、仕組商品助言適合性評価テンプレート(FSA[2009a])を公表した。これは、解説(FSA[2009b])とあわせて、事業者が、仕組み投資商品投資の推奨に関する苦情(とりわけ、リーマンブラザーズ系商品関連の苦情)を受けた場合に、

アドバイスの「質」についての評価指針を提供するとともに、仕組商品販売に際しての顧客の適合性具備に関するコンプライアンスチェックを目的とする。ここでは、従来、必ずしも明らかではなかった「適合性原則に基づく顧客の意向と実情調査の内容と方法及びその評価」についての目安を示す。米国FINRAは、従前のNASD規則上の適合性判断の考慮事情を拡張する(FINRA[2009])。具体的には、顧客の年齢、他の投資、資産状況(financial status)及び必要(needs)、納税状況、投資目的、投資経験、投資期間(investment time horizon)、流動性の必要(liquidity needs)、リスク耐性(許容度)、その他、推奨を行うにつき合理的と判断される情報である(FINRA規則2111(a))。

わが国の規制と比較し注目されるのは、投資予定期間(time scale)やリスク意向、流動性の必要等が意向に含まれるとし、その調査を求める点である。前掲英国FSAの解説では、タイムスケールに関連する顧客の負担にとして短期償還に伴う期待収益の減殺、再投資手続きの負担を挙げる。短期償還を期待する顧客にとっては、短期償還を得られず長期の保有を余儀なくされるリスク(流動性リスク、インフレリスクと併せ)を問題とする。

上記のFINRAやMiFIDが提示する内容は、顧客意向の存否判断に関し、事業者が考慮すべき要素を具体的に明示するものである。適合性原則は、顧客の適合性調査・適合性判断を求める点で命令規範としての性格を有するが、FINRAやMiFIDによる顧客意向のブレークダウン作業は、事業者の適合性判断に向けた行為規範と判断基準を明らかにするものとして、わが国の適合性判断のあり方を検討する上で参考となる。

また、顧客の投資意向が具体例に即して存否が確認されるべきとすることは、不確定な意向に起因する顧客の行動バイアスの影響を是正・排除するために重要である。

株式投資信託の頻繁な乗換事案に関する前掲大阪地判平成18・4・26は、取引の顧客適合性判断の考慮事情として、商品特性、投資金額・取引資金全体における割合、乗換売買の場合にはその規模・回数、目的・意向などを挙げる。そこでの顧客「意向」には、元本重視の取引なのか、値上り益の取得を積極的に求める取引であるかなどのリスク意向が含まれるとする。しかし、調査・判断の対象となる投資意向の項目は、これに限定されない。上記のMiFIDやFINRAが挙げるファクターが考慮されるべきである。

2 顧客の取引意向と知識適合性

顧客の取引意向が認められるためには、商品や取引に関する一般的知識・情報とともに、商品や取引特性に関する具体的な知識や情報が備わり、それが十分に理解され、取引に応用できる状況にあることが必要である。取引経験は、顧客に商品や取引に関する知識を具体的な取引に応用できる能力に関わるが、同時に事業者のフレーミングに起因する行動バイアスを是正・排除する役割を果たす²⁷。

友野は、実際のスポーツカード市場における取引の観察から、取引経験を重ね、何度も取引をしているベテラン取引者に、保有バイアス効果が窺われないとのジョン・リストの指摘を紹介する（[2006] p.157）。

また、取引意向の存在は、単に顧客自らが取引開始を求めたり、事業者の取引勧誘に応じたりすることで推認される筋合いのものではない。対象商品についての具体的な知識や情報が欠ける顧客の投資意向は、行動バイアスにより形成されたことが推測されるからである。このような者への勧誘が、適合性原則違反を構成することを認める判決に次のものがある。

EB取引に関する前掲大阪地判平成19・7・26は、顧客の資産状況、職歴、取引経験に照らし、対象のEBの購入勧誘は適合性原則に違反しないとした。顧客は外国債券等への投資に際して株が大嫌いであると伝えていたが、これは、証券事業者はEBの内容（株式との関連性）について十分説明し、顧客がこれを納得したうえで各EBを購入したか否かという説明義務違反の問題であり適合性原則の問題とは異なるとした。

これに対し控訴審の大阪高判平成20・6・3（セレクト31巻291頁）は、このような原審判断を退ける。判決は、日経平均ノックイン債の特性について、「購入すべきかどうかを決定するに際しては、その仕組みをよく知り、経済状況、株式市況の動向に関心を払い、1年先の株式市況の動向を予測したうえで、途中で売却できないというリスクをとりつつなお購入すべきか否かを判断しなければならない主体的積極的な投資判断を要する

²⁷ フレーム問題は、問題解決のために何が関連し、無視していけないのか、逆に何が無視してよいか適切に決められないことをいう。経験を積むことで、どの情報が重要であるかそうでないのかのフレームの絞り込みが適切にできるようになる（友野 [2006] pp.104-106）。

リスク性の高い投資商品」であるとした。そして、事案の顧客は、投資経験がなく、投資についての知識を持たず積極的な投資意向もなかったにも拘わらず、事業者はそのような顧客の投資経験に注意を払わず、投資意向を確認しないまま、堅実な株式投資から転じて、明らかに過大な危険を伴い、額においても一個人の投資目論見には到底及ばない桁に達する取引に積極的に誘導したとし、適合性の原則から著しく逸脱すると判示した。EB取引に関する大阪地判平成18・3・24（セレクト27巻303頁）は、まず、一般投資家がEB取引を自己の責任と判断で行うためには、(a) 元本欠損リスク、(d) 流動性リスクを理解し、「その理解に基づき、自ら株価の把握や予測をすることができるような株式投資経験や、これに比類する知識等を有していることが必要である」とする。そして、EBへの投資が株式投資に比べて複雑な考慮を要することは一見して明らかであるとし、「EBについて投資勧誘をするための適合性」として、「転換対象株式を転換価格で取得し、中長期的に保有することが、投資判断として合理性を持つとの判断ができるだけの、株式投資の経験、知識を有すること」を挙げる。事案では、顧客らがそのような経験や知識を備えていないとして適合性原則違反を認めた。

大阪高判平成22・10・9（セレクト38巻85頁）は、金融資産が800万円程度の預金に過ぎない年金生活者が、株式現物、信用取引により700万円を超える損失を被った事案である。判決は、初回の信用取引から、それまでの約2年4か月間の株式現物の購入総額をも上回る758万5000円という高額の買建てをいきなり行い、その後も高額の信用取引が行われて大きな損失が生じた点につき、「本来、顧客が、信用取引を始めたばかりの段階で、かかる高額の取引の委託をした場合、一審被告としては、リスクの大きさを説明して顧客に再考を求めるなど、適切な助言をすべきであるところ、一審被告が、一審原告にかかる助言をしたと認める証拠もなく、高額の信用取引の委託に応じ、短期間のうちに、一審原告に多額の損失を被らせたものである」とし、「一審原告が信用取引のリスクを十分に理解していたのであれば、いきなりかかる高額の取引をすることはなかったというべきである」と判示する。

同じく株式信用取引に関する和歌山地判平成23・2・9（セレクト39巻1頁）は、無職で数十年前に株式現物取引の経験を有する72才の年金生活者顧客

が、インターネットを通じた信用取引で生じた評価損に対する追加保証金の差し入れができずに強制的手仕舞いされ、事業者から決済損金及等を求められた事案で、顧客側からも適合性原則違反及び説明義務違反に基づく損害賠償請求の反訴が提起された。判決は、顧客は高齢者で、取引申込当時の状況から運用資金が今後の生活資金であることが窺え、顧客が投資に積極的な意思を有していたとしても株式信用取引の適合性はないとしつつ、顧客が実際に行っていた信用取引の内容から、顧客が信用取引のリスクを本当に理解していたと認めることは困難であると判示した。

いずれの判決も、顧客が対象商品に関する具体的なリスク理解に欠ける事案に関するものである。このうち前掲大阪高判平成22・10・9は「一審原告が信用取引のリスクを十分に理解していたのであれば、いきなりかかる高額な取引をすることはなかったというべきである」とし、具体的な取引リスクの無理解を取引意向の不適合判断につなげる。前掲和歌山地判平成23・2・9は、「顧客が投資に積極的な意思を有していた」としても、その取引内容から、顧客の信用取引に関するリスク理解の存在が疑われるとし、取引の受託につき適合性原則違反を認める。これら二つの判決以外の本項の各判決は、この点を明確にはしていないが、顧客の商品や取引に関する具体的な知識・経験の具備と理解を前提とし、取引意向の存否判断の重要な考慮事情としていることが窺われる。

対象商品が具体的な意向に具体的に適合しないか明確でない場合、そのような者に対する取引への誘導行為一切は、顧客の行動バイアスに強く働きかける。顧客の意向が明確であっても、それが対象取引につき理解力・判断力の不足によるか、具体的判断に必要な知識や情報に不足する場合についても、同様の問題がある。上記の二判決は、このような問題を正面から見据え、顧客の投資意向や知識適合性を一般的・抽象的なレベルで充足することで足りるとし、これを顧客の投資意向に適合しない商品について「一層慎重かつ丁寧な説明が求められる」とか、適合性原則違反は、事業者が顧客に対して十分説明し、顧客がこれを納得して購入したか否かという説明義務の問題とする前掲の一連の判決群とは一線を画す。

3 商品説明義務と適合性原則の関係

金融商品の取引に携わる事業者が、顧客に対して商品の仕組みやリスク

を説明することは法的義務とされる（金融商品販売法3条）。商品情報の提供は、顧客がそれを既に有している場合は別として、事業者の勧誘にとって必須の前提であり、顧客の取引動機の惹起に大きく影響する。また、対象商品が個別顧客の目的や意向に適合するかどうかの助言の提供は、その呈示の仕方によって勧誘の実質を備えることが多い。

ところで、わが国での「適合性原則」について、「高齢者や若者など消費者の特性（知識、経験及び財産の状況等）に応じた勧誘を行わなければならないという原則」（2005年4月閣議決定の消費者基本計画）、あるいは「狭義の適合性原則」として、「ある特定の利用者に対しては、いかに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならないとのルール」、「広義の適合性原則」として、「業者が利用者の知識・経験・財産力・投資目的等に適合した形で販売・勧誘を行わなければならない」ルール（金融審議会第一部会「中間整理」〔第一次〕）と説明されることがある。

しかし、広義の適合性原則上で命令規範とされる「利用者の知識・経験・財産力・投資目的等に適合した販売・勧誘」は、事業者内部の顧客熟知のための体制整備義務に止まらず、顧客との関係では、「助言」義務を求めるものではないのか（FSA [2006]）。適合性の充足が疑問視される顧客に対しては、事業者の「説明義務」が加重されるとの前掲判決群は、その可否は別として、このような「広義の適合性」の要請を、顧客に対する「説明義務」で実現を図ろうとするものと考えられる。

また、米国やEUでは、禁止規範たる狭義の適合性原則についても、その前提として、事業者に、顧客の適合性調査とこれに基づく適合性判断を求める（EU・英国の状況につき村本 [2008b]、米国の状況につき同 [2010a]）。適合性原則は不適合者に対する勧誘禁止である「禁止規範」と、その前提として、顧客の適合性調査と適合性判断を内容とする「命令規範」の双方を含む。

勧誘の実質を帯びる「説明義務」が、不適合顧客に対して履行される場合に、適合性原則違反とはどのような関係に立つのか。法規制上で商品に関する情報提供や助言が求められる限りで適合性原則の要請が後退するとか、それとも適合性原則上の調査義務とこれに基づく勧誘禁止が要請される場面では説明義務の要請が後退するのか。前者と考えれば、適合性原則上の義務は、事業者の説明義務が尽くされた場面で問題となる。

顧客の属性に即した情報提供や助言は、たとえそれが勧誘の実質を持つとしてもそれ自体は妨げられない²⁸。しかし後者と考えれば、不適合者への説明が勧誘の実質を持つ場合には適合性原則違反を構成する。

従来の適合性原則と説明義務の関係に関する議論では、「説明義務」が勧誘としての実質を帯びる点はあまり顧慮されていない。「説明」と「勧誘」の切り分けが可能であることを前提として、説明義務違反と適合性原則違反の関係が検討される。これには、両者の判断を別異のものとする「二元説」と、いずれかの違法性評価に収斂されるとする「一元説」に分かれる。

以下では、これまでの議論を概観し、その上で顧客の限定合理性を踏まえた、適合性原則上と説明義務の関係につき検討する。

4 二元説

二元説は、説明義務と適合性原則上の義務を異なるものとし両者の併存関係を認める立場である（尾崎[1992] p.51；川地[2001] pp.36-37）。但し、この見解が、違法性評価について両者の併存を認めるものであるかは判然としない。これによれば、説明義務が重要な情報の提供を目的とするのに対して、適合性原則は適合性判断を業者に義務付ける法理で、それぞれ義務内容を異にするとし、事業者が顧客に対し、いかに十分な情報提供を行ったとしても、合理的根拠もなく不適合な勧誘を行えばそれに対する責任を負う必要があるとする。その理由として、業者の説明によって判断材料が顧客に十分に備わったとしても、業者との関係で顧客の情報分析力が劣る場合には、勧誘が顧客の適合性判断と投資決定に重大な影響を及ぼすことは避けられないこと、不適合な勧誘から顧客を保護するためには、説明義務を加重するのではなく、業者の適合性判断を適切なものとする必要があること、合理的根拠もなく勧誘というかたちで不当な適合性判断を示した業者は、顧客の適合性判断の誤りを非難する資格はないこと、などを挙げる。

²⁸ 学説の概況について潮見（[2004] p.80-83）、裁判例の概況について桜井ほか（[2002] p.242-248）。

潮見（[2004], pp.199-122；[2005]^{29,30}）は、説明義務・情報提供義務を自己決定原則の機能回復に向けた原理に支配されるもの、適合性原則を自己決定原則の妥当領域からの排除の原理に支配されるものであるとし、両者を自己決定原則の機能不全とそれに対処するための法技術として同レベルにあるとする。しかし、適合性原則はパターナリズムに基づくもので、自己責任原則に基づく説明義務とはその思想的根拠を異にし（潮見[2004] p.120；川浜[1996] p.644）、適合性原則の根拠は、顧客の財産権、財産的生存権の保護の要請に求められるとする。

5 一元説

これに対し一元説は、説明義務と適合性原則を、一元的・相互補完的にとらえる立場であり、これは更に、適合性原則違反は説明義務違反で評価されるとするもの（「説明義務優位モデル」）と、逆に、説明義務違反が適合性原則違反で評価されるとする立場（「適合性原則優位モデル」）に分かれる。多数説は説明義務優位モデルの立場をとる。

松原（[1995]）は、投資者に投資適格がない場合には説明義務違反がまず推定されるとし、事業者は、投資家が投資自体のみならず投資後の対応の仕方についても的確な判断ができるよう具体的に理解できる程度に説明すべきであり、この場面で適合性の実質的な判断がなされることになるとする。

山下（[1995] p.33）は、事業者側の説明義務違反による不法行為の成否は投資家の事情と総合的に判断され、その際、適合性原則の考え方はその違反自体で責任発生原因とされないものの投資家側の事情の考慮の面で

²⁹ 潮見（[2005] p.16）は、「説明義務・情報提供義務その他の行為義務を優位当事者に課すに当たっては情報格差・交渉力格差の存在それ自体が決定的ではなく、劣位当事者の自己決定権が侵害されていることが決定的である」とする。

³⁰ 潮見（[2005] p.11）は、市場参加者中の優位当事者に格差は正のための説明・情報提供その他の義務を課すことが正当化されたためには、「市場参加者の市場におけるプレーヤーとしての役割、市場参加者に対する他の参加者の信頼保護の必要性、法の経済分析の観点からの市場の最適化に向けた情報リスク、交渉リスクの効率的分配などといった視点のもとで、こうしたリスク転嫁の正当性を試みるほかない」と指摘する。

取り込まれるとする。他面で、適合性原則の考え方からすれば顧客に説明をすれば足りるというものではなく、投資家の属性によってはそもそも勧誘したこと自体が違法となると考える余地があるとして、すべてを投資家の自己責任とすることに歯止めをかけようとする。但し、判断力不適合の場合には例外的に適合性原則違反が問題とされる。

川浜（[1996] p.644）³¹は、適合性原則はいわば説明義務が尽くされたところで問題となり、情報開示が適切であっても情報開示だけでは不十分な局面で意味を持つとする。そして、事業者の説明によってもなお知識不適合が残存する場合に、その推奨につき適合性原則違反が成立する余地を認める。これによれば、適合性原則は「投資家の投資決定より勧誘する側の判断を重視するパターンリスティックな原則といえ […] 投資家の自己決定を充実するために存在する説明義務とは思想基盤からして対立する」余地がある。適合性原則は、情報開示が適切であっても投資勧誘が不適当な場合、すなわち「形式的には情報開示が尽くされたような外観があっても提供された情報ではなく勧誘それ自体によって投資の意向が左右される」場合に問題となる。情報開示でだけでは不十分な局面で意味を持つが、他方で「適合性の有無が主観的事情に依存する結果、ボーダーラインでは『適合性』の有無を決しがたい場合も多」く、「主観的事情が大きく関わってくるタイプの適合性を問題とするなら、可能な限りの情報開示の充実によって解決を図るべきで」ある。そして、「適合性原則のコロラリーとして、自らの投資の意向に従って投資決定を行えるような形で当該投資のリスクに関する情報が与えられるべきという要請を通じ、『ある特定の利用者に対してはどんなに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならないというルール』としての「狭義の適合性原則が対処すべき事態を処理するのが妥当であ」るとの結論を導く。

志谷（[1997] p.212）は、説明義務とは別に適合性判断の有無を判断すべきであるとしつつも、自己決定機能を有すると推認される投資者像を前提として適合性原則・説明義務両者の守備範囲を明確に区別することは困

³¹ 川浜[1996]は、適合性原則が、事業者側の判断を重視するパターンリスティックなものから、顧客側の自己決定原則と整合的なものへと変容する傾向となり、説明義務（開示義務）の内容に適合性原則の考え方が反映するようになったとする。

難であるとし、説明義務の十全な履行を求める方向が投資者保護から妥当であるとする。

後藤（[2007] p.83）は、適合性原則と情報提供義務との関係について、「顧客の能力・知識・経験という側面での適合性原則は、顧客の理解・知識・経験に基づく「理解」に関する問題であり、情報提供義務と関連する」とする。そして、「入口の問題である適合性に問題がありうる場合であっても、次の段階である情報提供義務の段階に持ち越して総合的判断によることも必要であ」り、「顧客の理解という側面からの適合性原則については、情報提供義務と助言義務を区別し、①業者は顧客との情報力の格差を是正すべく情報提供義務を負い、さらに、②顧客の専門家への信頼を基礎にして顧客の判断を方向付けるための助言義務を負うが、③それをしてもなお取引への適合性を有しない者について適合性原則が問題になる」とする。山本（[2000] p.102）も、「適合性原則は情報提供義務が尽くされてもなお勧誘が不適当とされる局面で問題となると解するのが、最も明快」であるとする。

6 顧客の限定合理性下での説明義務と適合性原則の関係

前掲のとおり、「勧誘」には、顧客に取引動機を形成させるための働きかけの一切を含む。勧誘の存否判断に際し、フレーミングなど顧客の限定合理性に働きかける一切の手法を含むとすれば、わが国で義務として履行が求められる「説明」のほとんどが「勧誘」に当たる。他方で、顧客が合理性から逸脱しないような経済的判断を行うためには、対象取引に関する具体的な商品情報を得て、これを理解する必要がある。その点に関する事業者の商品情報の提供や助言の必要性は否定しえない。顧客の限定合理性を前提とするとき、この二つの相反する要請をどのように調整すべきか。

第一に、適合性原則は、前掲のとおり米国や欧州において、命令規範としての顧客の取引適合性の存否に関する投資事業者の調査義務と、不適合顧客、とりわけ投資意向の存しない顧客に対する禁止規範としての勧誘禁止で構成される。顧客の限定合理性を前提し、商品情報の提供が「勧誘」の実質を持つことが避けられないとすれば、勧誘事業者には、行動バイアスに影響する商品情報の提供に先立ち、まず、適合性原則上での顧客の適合性調査が求められる。これにより、対象商品についての一般的理解力・

判断力に欠けると判断される顧客に対しては、助言のみならず対象商品情報の提供も禁止される。対象商品情報の提供に過ぎないとしても、それが勧誘としての実質を備えるものではないとの立証が事業者側でなされない限り、適合性原則違反を構成することになる。

第二に、対象商品が顧客の目的と意向に適合するかどうかの判断と助言・指導は、一般的な商品リスクを理解している顧客にあつてさえ、勧誘と同様の役割を果たす。これにより顧客に行動バイアスが働き、商品の仕組みやリスク誤認を生じさせるおそれが高い。適合性調査に基づく適合性判断により、顧客に一般的な理解力・判断力が認められ、当該商品が顧客意向に一般的に適合すると判断される場合でも、資産不適合と認められる顧客に対しては、商品の仕組みやリスクに関する一般的な情報提供を超えて、助言を行うことは禁止される。

第三に、適合性調査により対象商品が顧客の一般的投資目的・意向に適合し、資産適合性が認められれば、事業者には、対象商品の勧誘に先立ち、具体的な商品が当該顧客に具体的に適合するかどうかという観点から、商品の具体的特性や顧客の具体的属性に即した商品情報の提供や助言が義務づけられる。また、提供情報や助言の内容や意味を顧客が実際に理解したことの確認が求められる。ここでの事業者の情報提供や助言等の説明義務の内容は、顧客が取引の合理的判断に必要な商品情報提供と助言であるか、顧客の行動バイアスの是正・排除に適切であるかという観点から、検討されなければならない。

このような情報提供や助言が懈怠されれば、説明義務違反を構成する。しかし、そもそも情報提供や助言が懈怠されれば、顧客は適正な取引意向を形成できないというべきであり、このような顧客に対する勧誘は適合性原則違反となる。また、説明義務が履行されたにも拘わらず、顧客がこれを理解しようとしないうちに、理解できていないことが認められれば、知識不適合ないし、必要な知識に基づく意向不適合が推認され、それにも拘わらず事業者が対象商品を勧誘すれば、適合性原則違反を構成することになる。

以上からすれば、事業者の説明義務は、調査義務、情報提供義務、助言・指導義務を含むものとして理解され、その履行の要否は、顧客の適合性の存否、程度と密接に関連する。その違反は、原則として適合性原則違反の存否判断中で評価することになる。

第6 説明義務違反介入型錯誤の要件

1 顧客の限定合理性と動機の錯誤

判例は、動機の錯誤が「要素の錯誤」にあたるための要件として、それが表示されるか、動機が合意内容とされることを必要とする。表示は、黙示的なものであってもよい（大判大正3・12・15民録20輯1101）。

ところで、事業者に求められる説明は、前掲のとおり、顧客に取引判断に必要な商品知識や情報を提供するに止まらず、行動バイアスの是正・排除するに適した助言をも含む。これが懈怠される場合、行動バイアスによる具体的な商品リスクなどについての認知の錯誤が避けられない。このような中で、上記の動機の錯誤に関する判例理論を維持することができるか。

私募の仕組債に関する前掲大阪地判平成22・3・27は、対象債券の仕組みが非常に複雑であり顧客の適合性に疑問があったとして、特に誤解を与えないような説明が必要であったとする。それにも拘わらず、証券事業者は顧客に対して、株式のチャートを見せるなどして、本件各債券の対象銘柄がいずれも優良企業であり、ノックインの可能性は低いこと、仮に1銘柄がノックインになっても、クーポン（金利）で損失を補填できるとしてことさらにリスクが小さいように強調し、2回目の債券の早期償還条件についてもこの条件の実現性が高く利益が得られる可能性が高いと説明したことをそれぞれ認定した。そして、このような説明は不十分であり誤解を与えるものであったこと、これにより顧客側も本件の各債券が1億円ずつ10億円を集めて株式に投資するものと誤解していたとし、購入後においても対象銘柄の株価の情報や本件各債券を保有し続けるかについての十分な情報提供が行われなかった事情とも合わせて、説明義務違反を認めた。しかし、顧客側の錯誤無効の主張については、それが動機の錯誤であり、その表示がなかったとして退けた。

前掲のFXターンの債に関する大阪地判平成22・3・30（金判1358号41頁、金法1914号68頁）は、顧客において、投資判断にとって決定的に重要な事実を認識せず、証券事業者外務員により「年15パーセント、10年で、150パーセントで回る。」「株式は上がったたり下がったりするので一つくらいこういうものを持っておくのもいいのではないかなど」と誤導的な説明を受けたことで、本件仕組債が元本毀損リスクなしに年15パーセントの利回

りを、相当程度の確実さをもって期待することができるものと誤信があったことを認定した。そして、顧客の仕組債購入の意思表示は、証券事業者外務員の勧誘に依じてされたこと、勧誘から購入意思の表明までの間に事案の仕組債の内容やリスクを理解する十分な時間的余裕を与えられなかったこと、顧客の誤認は、証券事業者外務員の不十分な説明や不適切な言辞によって惹起されたものであり、単なる内心の動機にとどまるものとはいえないとし、顧客が本件仕組債の性質を誤信したことがこれを購入する旨の意思表示の内容になっているとし、錯誤の成立を認めた。

なお、控訴審の前掲大阪高判平成22・10・12は、顧客の錯誤無効は認めものの、動機の錯誤が表示されていたとして原審判断と認定を異にする。判決は、本件仕組債を購入する際に本件仕組債の権利内容について錯誤に陥りそのリスクについて理解しないままであり、この錯誤は、本件仕組債を購入するかどうかを判断する上で、最も、重要な事項についての錯誤であるとした上で、動機が表示されたと認定した。

2 顧客限定合理性と「錯誤の重要性」

要素の錯誤とされるためには、錯誤が客観的に重要なものであることが必要とされる。判例は「その点について錯誤がなかったなら、通常人としても当該意思表示をしなかったであろうと考えられる法律行為の主要部分についての錯誤があった」ことを必要としている。

前掲大阪地判平成22・3・30は、対象仕組債のリスクの存否は、顧客の投資判断にとって重要であり、一般個人投資家の投資判断にとっても重要性が高いとし、これについての顧客の誤信は、要素の錯誤に当たるとした。しかし、裁判例は、商品の仕組上のリスクの誤信が、何について、どの程度、具体的なものであることを要するかについて、必ずしも一致していない。

錯誤の客観的重要性の存否が争われた事例に、相続税対策としての融資契約と変額保険契約を組み合わせた融資一体型変額保険契約をめぐる一連の裁判例がある。

変額保険は、運用利回りによっては相続税の減税効果があり、その仕組み上、抽象的には相続税対策としての有用性があるとされる。しかしその有効性は、まず、保険の運用利率により損なわれる可能性がある。保険は

支払い保険料中の経費を差し引いた特別勘定部分で運用され、投資対象は株式、債券、先物など多岐にわたる。保険の運用利益率は、これら運用対象の具体的な値動きや、その要因としての社会・経済状況の影響を受ける、いわゆる市場リスクにさらされる。

次に、相続税対策としての有効性は、保険の運用利率以外にも相続開始までの間の税制の変更、融資の利率、保険契約の内容、誰が被保険者となるか、相続財産の資産価値の変動など仕組上の商品リスクにさらされる。更に、保険料を金融機関からの融資を受けて支払う融資一体型変額保険については、運用利率が融資利率を下回る場合に相続税対策としての有効性を欠くという複合的商品リスクを内包する。

問題となるのは、商品の有用性以外の上記リスクについての誤認に客観的重要性が認められるかという点である。錯誤否定例は、変額保険がその仕組上で相続対策としての抽象的な有用性についての顧客誤認がなければ、錯誤は認められないとする（東京地判平成17・10・1³²など）。これは、相続税対策として具体的な有効性要件や具体的なリスクは錯誤の対象としての客観的重要性に欠けるとするものである。

これに対して錯誤肯定例は、誤認の対象として、商品の元本割れリスクのほか、相続税対策としての抽象的有用性・具体的有効性とそのリスクを挙げる。

元本割れリスクを錯誤の対象とするものに、東京地判平成6・5・30（判時1493号49頁）がある。判決は、生命保険募集人が勧誘に際して同保険の危険性について説明する義務を怠り、変額保険が元本割れする危険度の高い保険商品であるのにそのような危険性のない保険であると保険契約者が誤信した点について要素の錯誤があったとした。

相続税対策としての融資一体型変額保険契約の具体的有効性を錯誤の対象とするものに東京高判平成17・3・31（金判1218-35）などがある。これは、銀行との間の融資契約、生保との間の変額保険契約のいずれについても錯誤無効を認めた（錯誤肯定例（動機の錯誤）として、ほかに、東京高判平成16・2・25（金判1197号45頁）、大阪高判平成15・3・26〔金判1163

³² 裁判所 HP <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/7444B96515689843492570B50031D8B8.pdf>

号42頁] など)。

同判決はまず、融資一体型変額保険契約が相続税軽減対策とならず、安全性に欠けるものであったとする。すなわち (1) 融資契約と変額保険契約を組み合わせ方法である融資一体型変額保険契約が、相続税の軽減対策となるか、損害が発生することになるかは、相続開始までの間の税制の変更、融資の利率、保険契約の内容特に被相続人となることが想定されている者が被保険者となるか否か、保険の運用利益率、相続財産の資産価値の変動等各種の要因により左右されること、(2) とりわけ、保険の運用利益率は投資対象となる株式等の値動きやそれに反映される社会一般の経済状況により影響を受けること、(3) これら条件のいかんで相続税対策として有効性を欠き損失を生ずるおそれがあり、融資一体型変額保険契約が、相続税を軽減する対策としての確実であり損失発生危険もないという意味での安全性はないとした。その上で、顧客が融資一体型変額保険契約を、相続税軽減対策として効果的で安全であると誤信して保険料融資契約と変額保険契約を締結したと認定して錯誤無効を認めた。

保険料の融資契約について判決は、顧客が銀行の貸出金利も変額保険の運用利率も共に変動するものであることは認識していたと認めつつ、他方で、(1) 相続税軽減対策として効果的であるだけでなく安全でなければ、融資を受ける理由はなかったこと、(2) 相続開始時に解約返戻金で借り受け金と累積利息の支払いができないのであれば、融資一体型変額保険は、相続税対策として無意味であるだけでなく損失さえ生ずるものであるところ、顧客がそのような危険性を認識しながら保険料の融資契約を締結する合理的理由はないこと、(3) 事業者による勧誘や説明内容等から顧客が解約返戻金で利息を含む借入金を返済することができると信じて保険料融資契約を締結したと認定し、このような顧客の認識は「融資契約と変額保険契約を組み合わせた方法による相続税対策の有効性の誤認であり、その危険性の誤認であって」、「抽象的なリスクを認識しながら具体的な事項の予測を誤ったこととは異なる」とした。さらに判決は、経済、金融に関する格別の知識経験をしない一般顧客が、「我が国の有力な都市銀行である三菱銀行担当者の言を信用して上記のように誤信したことにはやむを得ないところがあるといわなければならない。」として顧客と銀行との間の知識・情報の格差及び大手銀行による説明の信頼度の高さから、この点

についての顧客誤信はやむを得ないものとした。

次に変額保険契約について判決は、受領した保険設計書等の記載や保険事業者の説明から、顧客が「保険の運用利率が0パーセントの場合には、解約返戻金が支払保険料を下回することは認識し得た」と認定する。しかし、(1) 顧客が、融資一体型変額保険契約が相続税対策として有効であり安全であると信じたこと、(2) 保険事業者担当者が融資一体型変額保険契約を相続税対策とすることの有効性、危険性について説明したとは認められず、この点について顧客が誤認したことは否定しえないとした。

取引時の具体的な市場リスクについて誤認があったとして錯誤無効を認めたものに東京地判平成8・3・25、横浜地判平成16・6・26 (金判1197-14) がある。

このうち東京地判平成8・3・25 (判タ920号208頁、判時1572号75頁) は、「本件変額保険契約の当時、被告日生の変額保険の運用実績が前記認定のようなマイナス運用が続いており銀行借入利息の利率を上回ることを見込むことが著しく困難な状況にあった以上、原告には、本件変額保険契約の要素について錯誤があったといわなければならない。」として、具体的な市場リスクに関する顧客誤認があり、これが事業者側に表示されたとして錯誤の成立を認める。

融資一体型変額保険契約の相続税対策としての欠陥性を指摘し、その誤認を認めるものに前掲横浜地判平成16・6・25 (金判1197号14頁) ある。判決は、融資契約、変額保険契約のいずれについても錯誤を認めるが、その前提として、これら契約に欠陥が認められるとする。これは物の性状に関する欠陥であるとしつつ、この欠陥がないものとして締結された各契約はいずれもその意思表示の要素に錯誤があったとした。これは、一次相続(被相続人の相続) 開始時点で変額保険の運用実績が銀行借入金利を下回り、解約返戻金をもってしては、銀行借入金の返済のならず相続税額相当額の補填もできない場合には、変額保険の運用実績が上昇好転し、銀行借入金利を上回るのを待って変額保険を解約して解約返戻金を取得すれば相続税対策が図られるというこの種の変額保険の一般的仕組みがまったく機能せずその有効性を欠くことを理由とする。すなわち、変額保険は、(1) いわゆる右肩上がりの経済情勢におけるインフレ対策商品とされるが、わが国においては、インフレ経済のただ中であった1984 (昭和61) 年10月に販売

が開始されて以来、生保が設営する変額保険を含めその運用実績は長期下降傾向にあり、これがインフレ対策商品として機能することには疑問があること、(2) 変額保険は、被相続人を保険契約者兼保険金受取人、原告らを被保険者とする融資一体型の一時払い終身型変額保険であるところ、その仕組みからすれば、これが相続税対策としての効果を発揮することは殆ど期待することができないばかりか、却って、相続財産である不動産を確保することは疎か、巨額な貸金債務の負担をし続けざるを得なくなるハイリスクの危険性が極めて高いものであること、(3) さらに、変額保険の保険料に充てられた貸金は銀行取引約定に基づいて融資されたものであるところ、同約定には、被相続人の相続開始により当然解約される当然解約条項があり、その場合には年14%の遅延損害金を付加して返済するとされていたことを挙げる。

同判決は融資一体型変額保険の相続税対策としての欠陥性を認定したうえで、顧客の錯誤について次のように判示してこれを認めた。(1) 変額保険加入当時、これらの点を正しく理解していたのであれば、一般通常人として、相続税対策として多数あるはずの相続税対策の中からあえて変額保険に加入する方法を選択することはなかったはずで、顧客らにこれをあえて選択すべき事情はなかったこと、(2) 顧客らが、生保事業者ら従業員からの勧誘の内容・方法から、その説明どおりの仕組みで機能し、有効な相続税対策が図られるものと誤信して各契約を締結したものであること、(3) 各契約に存する欠陥は、物の性状に関する欠陥と認めるべく、この欠陥がないものとして締結された各契約は、いずれもその意思表示の要素に錯誤があるとして無効とした。

証券取引に関する前掲大阪地判平成22・3・30とその控訴審の前掲大阪高判平成22・10・12は、取引対象とされた仕組債が、元本毀損リスクなしに年15パーセントの利回りを期待することができるとの点についての顧客の錯誤を認める。これは、商品の抽象的リスクについて誤認がないとしても、具体的リスクについて誤認があれば錯誤の重要性を認める判決群に属する。

3 説明義務違反と錯誤の成否

説明義務の対象とされる重要事項が、抽象的な商品の仕組みやリスクか

ら、具体的な仕組みやリスクに移行しつつあることは前掲のとおりである。そして、説明義務違反と判断される対象事項と、動機の錯誤の対象とされる事柄が、次第に重なり合う傾向も、裁判例の推移から見て取れる。このことは、動機の錯誤の無効要件としての表示等の要否、誤認の対象の重要性判断にも、少なからず影響する。

錯誤の成否をめぐり、変額保険において争われたのは、相続税対策としての抽象的有用性に関する顧客の認識とは別に、具体的有効性や取引時の具体的な市場リスクの誤認がある場合に錯誤を認めるかどうかという点である。

変額保険に関する錯誤否定例の多くは、保険事業者は、抽象的・一般的に変額保険の仕組みやその危険性等を説明するだけでは足りず、上記利害得失や変額保険の構造及び性質に加え、その解約返戻金等が株価や証券等の変動により左右されること、従って相続税対策としての有効性には限定があることやそのゆえん等を具体的に説明すべき信義則上の義務があるとし、その説明の不履行が不法行為を構成し損害賠償の対象となると扱う。しかし、いずれも、保険事業者が説明義務を負う対象事項は、重要な要素に当たらないとして、錯誤無効を否定する。

錯誤肯定例での保険事業者の説明義務は、錯誤否定例とほぼ異ならない。しかし、説明義務の対象と表意者の誤認の対象をほぼパラレルのものと捉え、説明義務違反があればその内容についての顧客の（動機の）錯誤を認める。

事業者から抽象的な取引の仕組みやリスクについて説明を受けても、具体的なリスクについて、顧客が理解できるに足る情報が提供されなければ、対象事項について顧客の行動バイアスによる構造的な認知・判断の誤りは避けられないことは、既に述べたとおりである。

顧客を合理的経済人と捉えれば、錯誤は計算ミス、不注意のミスなどの外在的で偶発的なものを想定することで足りる。顧客が他からの働きかけによらず、自ら錯誤に陥る「自招的な動機の錯誤」については、相手方に認識可能なものとはいえず、取引が有効であるとの事業者の信頼を保護する必要がある。この場合の意思欠缺の顧客保護と事業者の信頼保護の調整として、動機の錯誤の要件として、動機が表示されるか意思表示の内容とされることを求めることに理由なしとしない。

しかし、事業者の説明義務違反が認められる場合の動機の錯誤の要件を顧客の自招錯誤と同列に論じることは適当ではない。

事業者の説明義務の対象は、前掲のとおり、一般的な商品情報（第一世代の説明義務）から、対象商品に特有の具体的な仕組みやリスク情報にまで高められ（第二世代の説明義務）、更に、情報の提供方法が顧客の知識・能力といった属性に照らして理解可能なものとされることが必要とされる（第三世代の説明義務）。これにより、対象商品の仕組みやリスクなど性状に関する顧客の誤認の存否に関する事業者の認識可能性は、次第に高まる。そして、説明内容についての顧客の理解を、事業者が適切な質問を行うなどして確認することが求められるとすれば（前掲広島高判平成10・3・27など）、事業者が、説明義務を負う事柄について顧客の誤認はほぼ認識可能であるといつてよい。

ところで、合理的経済人を前提とすれば、顧客が取引判断に必要な対象商品の知識や取引の周辺情報を備えないことは、直ちに、これについての誤認が存在することを意味しない。しかし、顧客の限定合理性を前提とし、知識不適合であるか、その適合性について判断がなされていない顧客に対し、勧誘がなされるか、あるいは勧誘の実質を有する商品情報の提供・助言がなされる場合には、説明義務の対象事項たる商品の特性やリスクについて、当該顧客に動機の錯誤が推認されてよい。事業者において認識可能性があることは前掲のとおりであり、合意の有効性についての事業者の信頼を保護する必要はない。

前掲大阪地判平成22・3・30及び控訴審の前掲大阪高判平成22・10・12は、事業者者の説明義務違反が認められる場合に、動機の錯誤が表示されたかどうか、動機が意思表示の内容とされたどうか、商品の具体的なリスクに関わる事項が錯誤対象の重要性要件を満たすかなどの諸点について、具体的な認定判断はほとんどなされていない。すなわち、事業者者に重要な説明義務違反が認められる場合には、従来の動機の錯誤に関する無効要件を形骸化してよいとの価値判断を示したのではない。これは顧客限定合理性下での錯誤要件として妥当である。

動機の錯誤の無効要件について、自招錯誤と、説明義務違反などの誘導錯誤を区別する二元的理解は、現行民法の解釈として可能であり必要である。顧客の限定合理性は、このような錯誤論を正当化する根拠となる。

第7 おわりに

本稿では、証券取引を素材として、合理的経済人を前提として発展した従来型の説明義務、適合性原則上の義務が、顧客の限定合理性下でどのような役割と機能を持つのか、これを実質化するためにどのような規範性や要件が求められるか、顧客の限定合理性下での説明義務違反に起因する動機の錯誤要件は何か、についてそれぞれ検討した。

第一に、事業者の商品情報提供や取引助言などの説明は、限定合理性の下では、「勧誘」の実質を帯びることが多いことから、顧客適合性の審査と適合性判断を経ない段階での事業者の顧客に対する商品情報の提供は、適合性審査と判断に必要な限りにおいて許容される。顧客適合性が認められる場合でも、事業者の情報提供や助言は、取引判断に必要な情報の提供に止まらず、顧客調査により窺われる行動バイアスを是正・排除するに足るものである必要がある。

第二に、対象商品に関する顧客の具体的な知識適合性の調査がなされないか、不適合と判断される顧客に対し、商品に関する情報提供、助言や勧誘がなされたことで説明義務の対象事項に誤認が生じた場合、原則として錯誤無効を認めてよい。事業者側による説明義務が懈怠された事項についての顧客誤認は、商品情報の提供、助言、勧誘の事実により推認される。

しかし、事業者側に説明義務違反が認められない場合の顧客の誤認については別途の検討が必要である。これに対処するアプローチに、一般顧客に適合しない商品の販売を禁止する合理的根拠適合性の考え方がある。

米国では、FINRAやSECが採用する原則で、一般顧客に適合しないと判断される複雑性金融商品の販売は禁止される（村本[2009]；同[2010a]）。わが国の金融庁も、この考え方を、デリバティブ販売について、業界の自主規制により、投資者に販売する商品としての適否の事前検証を求める限度で採用する（金融庁[2010]）。

仕組商品など一般顧客にとって商品の仕組みやリスクについて理解が困難な金融商品に関しては、認知能力や情報処理能力の限界から、もはや顧客の選択の自由は機能しないといえる。上述の合理的根拠適合性の考え方は、この種取引について顧客の選択の自由が事実上制限されることを率直に認め、これが機能することを前提とするリバタリアン・パターンナリズム

ムの立場から一般顧客への販売自体を禁止するハードパターンリズムの立場へと軸足を移すものといえる。

これは、従来の適合性原則が、顧客に特有の属性に着目した適合性を念頭に置くものであるのに対し、一般顧客を前提とし、商品に特有の適合性、すなわち「商品適合性」を問題とする視点である。融資一体型変額保険契約の相続税対策としての欠陥性を指摘し、その誤認を認める前掲横浜地判平成16・6・25にその方向性が示される。

また、デリバティブ取引（金利スワップ）に関する福岡高判平成23・4・27（セレクト40巻100頁）にもこの考え方の片鱗がうかがえる。この判決は、取引先の事業者銀行から変動金利リスクヘッジに有効であるとしてブレーン・パニラ・金利スワップ取引を提案されたものの、その後の金利授受に際し、事業者銀行に金利の差額を支払い続ける事態となった事案である。取引対象とされた金利スワップ契約が、契約締結時に金融界で予想されていた金利水準の上昇に相応しない高利率であり、顧客側が訴訟中で例示した他の金利スワップ契約のそれよりかなり高いものであった。判決は、スワップ対象の各金利同士の水準が価値的均衡を著しく欠き、通常ではあり得ない極端な変動金利の上昇がない限り、変動金利リスクヘッジに対する実際上の効果が出ないとした。これは、販売事業者に一方向的に有利で、顧客に事実上一方向的に不利益をもたらすもので、「到底、その契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するものとは言えない」とし、説明義務違反による不法行為に加えて、その違反の重大性から対象の金利スワップ契約を、契約締結に際しての信義則に違反し無効であるとした。

この判決は、複雑性金融商品の仕組み自体のリスクの大きさに着目し、契約締結時の信義則違反による無効を認めるものである。これは、一般顧客への適合性が確認されない限り、販売が禁止される原則としての合理的根拠適合性に基づき、リスク金融商品販売禁止に道を開く。

ただ、合理的根拠適合性の存否判断は、そう容易ではない。この点に関し、一般顧客に適合しない商品による厳格責任を認める製造物責任法上の「欠陥」に関する基準が参考になるのではないか。製造物責任法は、通常有すべき安全性を欠いた欠陥商品により生じた損害につき厳格責任を認める。ここから、需要のいかに拘わらず欠陥商品を流通に置いてはなら

ないという禁止規範が導かれる。製造物責任において、「欠陥」の意義やその判断基準をめぐり、危険効用基準、消費者期待基準などが主張される。米国では、合理的根拠適合性の考慮事情や判断基準をめぐり活発な議論が進められているが（村本[2009] p.243）そこでは製品の欠陥性判断に関するウェード（Wade[1973]）の危険効用基準（risk-utility test）中、同様の必要性に合致しながら、安全性を損なわない代替設計の可能性、製品の有用性を著しく阻害したり過大な費用をかけることなく危険を除去できる可能性などの要素が、金融商品の合理的根拠適合性判断の考慮事情として、挙げられている。危険効用基準の考慮要素として、製品の利用に際しての消費者の危険回避可能性が挙げられるが、顧客の限定合理性を前提とすれば、本稿で述べた行動バイアスの影響も斟酌されなければならない。また、合理的根拠適合性は、商品自体のリスクに着目するものであるが、取引方法にも当てはまる。例えば、「両建て」、それ自体、手数料がかさむだけの、顧客に利益にならない合理性のない取引方法である。これを行う顧客心理として損失時のリスク指向があるが、事業者が、顧客のこのような行動バイアスを是正・排除するような助言を行ったとして、それで助言、勧誘や受託が合理化されるものではない。合理的根拠適合性は、商品適合性のみならず、取引方法の適合性も合わせて、その合理的根拠の有無を問題とし、それが認められなければ、取引が禁止されるべきである。

本稿で検討した行動バイアスの是正を含めた事業者の説明義務の加重や、合理的根拠適合性に欠ける商品販売の規制は、販売者の製造・販売コスト負担を増加させ、それが商品代価に上乘せされることによる顧客負担の増加や、顧客側のモラルハザードが生じかねないとの指摘があり得る。

しかし、本稿で述べたような説明義務、適合性原則や錯誤法理の進展にも拘わらず、投資取引の分野では、未だ、顧客の損失回復が十分になされているとは言い難い。顧客側のモラルハザードを問題とする前提に欠けることは、裁判例における顧客側敗訴事例が未だ少なくない事実から容易に看取できる。加えて、事業者による顧客行動バイアスのマーケティング利用が、何らの法規制がなされないまま自由に許容されている実情とのバランスからすれば、事業者の説明義務をより加重することは、むしろ適切な方向といってよい。先の批判は当たらないというべきである。

[参照資料]

- 1 Begley, Sharon [2011] The Science of Making Decisions, *NEWSWEEK*, Feb 27, 2011.
- 2 Benartzi, Shlomo & Thaler, Richard H. [2007] Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21
- 3 Cialdini, Robert B. [1988] *Influence : Science and Practice*, Scott, Foresman and Company. 社会行動研究会 (訳) [1991] 「影響力の武器 -なぜ人は動かされるのか-」 誠信書房.
- 4 Cialdini, Robert B. [2001] *Influence: Science and Practice (4th ed.)*, London: Allyn and Bacon.
- 5 Della Vigna, Stefano [2007] Psychology and Economics: Evidence from the Field, *NBER Working Paper*, No. 13420, September 2007.
- 6 FINRA [2009] Suitability and “Know Your Customer”, *Regulatory Notice*, 09-25, May 2009.
- 7 FSA [2006] Advised and non-advised sales, insurance factsheet, October 2006.
- 8 FSA [2009a] FSA’s structured investment product advice suitability assessment template, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/sip_template.pdf
- 9 FSA [2009b] Using the FSA’s structured investment product advice suitability assessment template, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/sip_template_guidance.pdf
- 10 Gonzalez, Cleotilde, Dana, Jason, Koshino, Hideya & Just, Maecel [2005] The framing effect and risky decisions: Examining cognitive functions with fMRI, *Journal of Economic Psychology* 26, 1-20.
- 11 Grinblatt, Mark & Keloharju, Matti [2000] The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland’s Unique Data Set, 55 *J. Fin. Econ.* 43, 44 .
- 12 Hassan, Steven [1990] *Combating Cult Mind Control(1st ed.)*, Park Street Press : 浅見定雄 (訳) [1993] 『マインド・コントロールの恐怖』 恒友出版.
- 13 Hens, Thorsten, & Rieger, Marc Oliver [2011] Why do Investors Buy Structured Products?, *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*, August 6, 2011.
- 14 Inderst, Roman, & Ottaviani, Marco [2010] Consumer Protection Market with Advice Competition, *Policy International*, Vol.6, No.1, Spring 2010.
- 15 Ittersum, Koert, Pennings, Joost M.E., Wansink, Brian, & van Trijp, Hans C.M., [2005] The Effect of Printed and Framed Reference Points on Product Attribute Importance, *Advances in Consumer Research*, Vol. 32.
- 16 Iyengar, Sheena S., Huberman, Gur., & Jiang, Wei, [2004] How Much Choice is Too Much? Contributions to 401(k) Retirement Plans. In Mitchell, O.S. & Utkus, S. (Eds.) *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*, 83-95. Oxford: Oxford University Press.
- 17 Kahneman, Daniel & Tversky, Amos [1979] Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, March 1979 – Vol. 47, Issue 2, 263-292.
- 18 Knuston, B., Rick, Scott I., Wimmer, G. E., Prelec, Drazen & Loewenstein, George [2007] Neural predictors of purchases, *Newron*, 53, 147-156.
- 19 Langevoort, Donald C. [2009] The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets, *Virginia Law Review*, Vol. 95, 1025-1083.
- 20 Liang, Nellie & Weisbenner, Scott [2002] Investor behavior and the purchase of company stock in 401(k) plans – the importance of plan design. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research Working Paper Number 9131.
- 21 Lo, Andrew W. [2004] The Adaptive Markets Hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective, *Journal of Portfolio Management*, 30.
- 22 NASD [2001] Online Suitability, Notice to Members 01-23.
- 23 NASD [2005] Guidance, Structured Products, Notice to Members 05-59. 村本武志「2009」 「米国における仕組商品の販売自主規制」 消費者法ニュース 80.
- 24 OFT [2004] Doorstep Selling: A report on the market study, May 2004. OFT 716.
- 25 OFT [2006] The psychology of consumer detriment, A conceptual review, January 2006. OFT 792.
- 26 Phelham, Brett W & Neter, Efrat [1995] The effect of motivation of judgment depends on the difficulty of the judgment, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol 68(4), 581-594.
- 27 Radecki, Carmen M. & Jaccard, James [1995] Perceptions of knowledge, actual knowledge, and information search behaviour, *Journal of Experimental Social Psychology*, 31, 107-138.
- 28 Samuelson, William & Zeckhauser, Richard [1988] Status Quo Bias in Decision Making, *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 1(1), 7-59.
- 29 SEC [2011] Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, January 2011.
- 30 Simon, Herbert A. [1957] *Models of Man*, Wiley, New York, 196-279.
- 31 Simon, Herbert A. [1972] Theories of bounded rationality, *Decision and Organization: A Volume in Honor of Jacob Marschak*, edited by C.B. McGuire and R. Radner, North-Holland, Amsterdam, 161-176.
- 32 Simon, Herbert A. [1976] *Administrative behavior: A study of decision making processes in administrative organization (1st and 2nd eds.)*, New York: Macmillan. New York: Free Press.
- 33 Swann, William B., Jr. [1983] Self-verification: Bringing social reality into harmony with the self. In J. Suls & A. G. Greenwald (Eds.), *Social psychological perspectives*

- on the self*, Vol. 2, 33-66. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- 34 Thaler, Richard H. [1992] *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, Rev. Ed., Princeton, USA: Princeton University Press 篠原勝（訳）[2007]『セイラー教授の行動経済学入門』ダイヤモンド社.
- 35 Thaler, Richard H. [1999] Mental accounting matters, *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 12, Issue 3, 183-206, September 1999.
- 36 Tversky, Amos, & Kahneman, Daniel [1974] Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Science*, 185, 1124-1131.
- 37 Tversky, Amos, & Kahneman, Daniel [1981] The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, *Science*, New Series, Vol. 211, No. 4481, 453-458.
- 38 Wade, John [1973] On the Nature of Strict Tort Liability for Products, 44 *MISS. L.J.* 825, 829.
- 39 上田泰 [1997]『個人と集団の意思決定－人間の情報処理と判断ヒューリスティックス』文眞堂.
- 40 内橋一郎、加藤進一郎、平田元秀、大植伸、土居由佳 [2006]『先物取引被害と過失相殺－過失相殺の抑制に向けた理論と実務』民事法研究会.
- 41 尾崎安央 [1992]「裁判例からみた商品先物取引委託者の適格性」判タ774.
- 42 川地宏行 [2001]「投資勧誘における適合性原則(2)・完」三重大学法経論叢18-2.
- 43 川浜昇 [1996]「ワラント勧誘における証券会社の説明義務 大阪高裁判決平成7.4.20《特集》証券会社の投資勧誘と自己責任原則」民商113(4・5).
- 44 壁谷洋和 [2000]「他社株転換可能債(EB)市場の概観」.<http://www.ose.or.jp/futures/report/0012.pdf>
- 45 菊池聡 [2007]「問題商法とクリティカルシンキング」子安増生、西村和雄(編)『経済心理学のすすめ』有斐閣.
- 46 北村智紀、中里宗敬、米澤康博 [2009]「投資の評価頻度・フレーミングと近視眼的損失回避 (MLA)－ファイナンス実験による検証－」、ニッセイ基礎研究所報 Vol.54.
- 47 金融庁 [2010]「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」(平成22年9月13日).
- 48 楠見孝 [2007]「リスク認知の心理学」子安増生、西村和雄『経済心理学のすすめ』有斐閣.
- 49 後藤巻則 [2007]「消費者契約法制の到達点と課題」法時79-1.
- 50 桜井健夫、石戸谷豊、上柳敏郎 [2002]『金融商品取引法ハンドブック』日本評論社.
- 51 潮見佳男 [2004]『契約法理の現代化』有斐閣.
- 52 潮見佳男 [2005]「説明義務・情報提供義務と自己決定(説明義務・情報提供義務をめぐる判例と理論)」判タ1178.
- 53 志谷匡史 [1997]『神崎克郎先生還暦記念、逐条証券取引法-判例と学説-』商事法務研究会.
- 54 下條伸輔 [1998]『サブリミナルマインド』中公新書.
- 55 下條伸輔 [1999]『＜意識＞とは何だろうか』講談社現代新書.
- 56 下條伸輔 [2008]『サブリミナル・インパクト』ちくま新書.
- 57 証券業協会 [2011]「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」(平成23年2月1日).
- 58 証券取引等監視委員会 [2007]「金融商品取引業者等検査マニュアル」(平成19年9月).
- 59 竹村和久 [2007]「意思決定過程の心理学」子安増生、西村和雄『経済心理学のすすめ』有斐閣.
- 60 竹村和久 [2009]『行動意思決定論－経済行動の心理学』日本評論社.
- 61 多田洋介 [2003]『行動経済学入門』日本経済新聞社.
- 62 友野典男 [2006]『行動経済学』光文社.
- 63 中田裕康、山本和彦、塩谷國昭 [2005]『説明義務・情報提供義務をめぐる判例と理論』判タ1178(臨時増刊).
- 64 廣瀬久和 [2010]「法と人間行動－必ずしも合理的でなく、画一的でもない人間観からの再出発」Law & Practice No.04, 163-183.
- 65 廣谷章雄、山地修 [2011]『現代型民事紛争に関する実証的研究－現代型紛争(1)消費者紛争』司法研修所.
- 66 晝間文彦 [2002]「ホモ・エコノミカスの綻び」月刊ESP 208.
- 67 藤井聡、竹村和久 [2001]「リスク態度と注意－状況依存焦点モデルによるプレー民具効果の計量分析」『行動計量学』54, 9-17.
- 68 松原正至 [1995]「投資勧誘における自己責任原則・適合性原則・説明義務」島大法学38-4.
- 69 松本恒雄 [2011]「消費者契約法10年と今後の課題－民法(債権法)改正との関係を含めて」NBL959.
- 70 無藤隆、森利昭、遠藤由美、玉瀬耕治 [2004]『心理学』有斐閣.
- 71 村本武志 [2008a]「消費者取引における心理学的な影響力行使の違法性～不当威圧法理、非良心ないし状況の濫用法理の視点から」姫路ロージャーナル1・2, 193-276.
- 72 村本武志 [2008b]「英国における証券規制」『証券取引被害救済の手引(5訂版)』民事法研究会.
- 73 村本武志 [2009]「米国における仕組み商品の販売自主規制」消費者法ニュース80, 235-245.
- 74 村本武志 [2010a]「元本保証型の仕組商品に関する規制通知(FINRA規制通知09-07)」消費者法ニュース85, 194-197.

- 75 村本武志 [2010b]「証券取引における集中投資推奨・受託の違法性：大阪地判平成21・3・4を素材として」千葉大学法学論集25(2), 217-278.
- 76 山下友信 [1995]「証券投資の勧誘と説明義務」金法1407.
- 77 山本豊 [2000]「消費者契約法 (2)」法教242.
- 78 山本顯治 [2010]「投資行動の消費者心理と勧誘行為の違法性評価」新世代法政策学研究 Vol.5, 201-231.
- 79 依田孝典 [2010]『行動経済学』中公新書.