

# 行動経済学と証券規制 (1)

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、本号)
  - 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
- VII. おわりに

## I. はじめに

レイ・ロス教授がカナダ王立委員会の報告書<sup>1)</sup>を引用し、「投資家なら誰でもへまをする資格がある (every investor has the right to make a fool of himself.)」と述べたことで象徴されるように<sup>2)</sup>、伝統的な証券規制の理念には、リスクを覚悟した投資者ならば自由に取引をすればいいという契約自由の考え方が根底にある<sup>3)</sup>。投資者の投資判断は尊重され、締結した金融取引契約の内

- 
- 1) S. H. Herbert *et al.*, (*Canada*) *Report of the Royal Commission on Price Spreads* (1937) at 38.
  - 2) L. Loss, *The Protection of Investors: I The Role of Government*, 80 *South African Law Journal* (1963) at 60.
  - 3) L. Klohn, *Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: a Behavioral Law & Economics Perspective*, 10 (3) *E.B.O.R.* 437 (2009) at 439.

容に拘束される。また、投資者は契約の相手方との関係で履行責任を負い、契約の解消を求める場合、法律に定めた理由がなければならない<sup>4)</sup>。つまり、情報に基づいて行われた投資判断であれば、法があえてその投資判断を疑問に付すことはない。このような態度は判例や通説において、いわゆる自己責任の原則（投資は投資者自身の判断と責任において行われるべきもの）として認められている<sup>5)</sup>。

ところが、2008年の金融危機後、クレジットリンク債のようなデリバティブ取引を組み合わせた仕組商品に投資をしていた投資家が、法人・個人を問わず、大きな損失を被ったことを契機に、世界の証券規制当局は行動経済学の知見を用い、投資者が「へまをしない」ように介入をすることが必要だと考え始めた。言い換えれば、投資者が有する系統的なバイアス（判断の偏り）の影響を予防したり、最小限にすることが、投資者保護ひいては効果的な競争を市場にもたらす上で重要であることが認識され始めた。たしかに、パターンリスティックな規制手法はすでに適合性の原則（金融商品取引法（以下、「金商法」または「法」という）40条）の考え方などにも見られてきた。しかし従来の証券規制が情報の非対称性を解消する方法に依っていたのに対し、新たな規制手法は人の限定合理性の影響を緩和するという方法に依るところに大きな違いがある。

もっとも、保護を必要とするような消費者であればともかく、一定の理性的な（rational）投資者を対象としていると思われる証券取引規制の考え方に、心理学の手法を取り入れた行動経済学の知見を持ち込むことに疑問がないとはいえない。仮に行動経済学の知見を活かすことが証券規制の目的に鑑みて必要であるならば、証券規制がこれまで対象としてきた投資者像や証券規制におけ

---

4) 関俊彦「投資者保護と自己責任の原則」証券経済研究所『自己責任と投資者保護』（証券経済研究所、2002）218頁。

5) 日本証券業協会が定める「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第4条においても、協会員は、投資勧誘に当たっては、顧客に対し、投資は投資者自身の判断と責任において行うべきものであることを理解させるものとしている。

る従来の投資者保護の在り方を検討し直す必要がある。

本論文は、行動経済学の知見を基に、証券規制改革を進めているイギリスの状況を主に参照しながら、投資者保護にかかる証券規制の新たな取り組みの必要性について検討する。検討は以下のように進める。まず、証券規制における投資者像を概観したあと (Ⅱ)、次に、現在の投資者保護政策を概観し、現行規制の限界が人の投資バイアスに関係する部分と密接に関連することを指摘する (Ⅲ)。続いて、投資行動と認知バイアスの関係を概観した後 (Ⅳ)、行動経済学の知見を基にした一般的な規制のフレームワークについて述べる (Ⅴ)。その後、証券規制の分野において、行動経済学の知見を取り込むための方法を探るため、英国等の状況を紹介する。具体的には、顧客のリスク許容度を適正に測るために、投資勧誘時における業者による適合性のチェックにおいて、認知の歪みを防ぐような質問事項が考案されていること、仕組みの複雑な高リスク商品の組成・流通段階の透明性を確保するために、プロダクト規制 (product governance, product intervention) が実施されていることなどである (Ⅵ)。そして最後に全体をまとめる。開示主義の下では、投資家に十分な情報を与えることが重要だと考えられてきたが、十分な情報を与えることは投資者保護のための十分条件ではなく、最適意思決定のための必要条件ではないこと、また、従来の勧誘・販売規制は、業者に対する行為規制を通じて、他律的な投資家の自己決定から投資家を保護することに主眼が置かれていたが、行動経済学の知見を証券規制に応用することは、認知バイアスに影響された問題性のある自己決定から、投資家自身を保護するという点に違いがあり、少なからぬ意義を有することを述べる (Ⅶ)。

## Ⅱ. 投資者像の揺らぎ

### 1. 問題の所在

金商法1条は投資者の保護を同法の目的の1つとして掲げている。投資者の保護は、開示制度の充実や不公正取引の防止、業者の不正・不当行為等を防止することで行われている。投資者の投資行動に対して自己責任を求めるなら

ば、金融商品市場において投資者が合理的な判断ができる環境を整備することが金融商品取引業者の義務であり、また市場の管理者及び規制者の当然の責務になる。しかし対象となる投資者をいかなる水準の投資者として想定するかにより、保護のレベルのみならず規制の在り方も変わりうる。投資者を脆弱な消費者に近い投資者としてみればみるほど、よりパターンリスティックな規制を設けるが必要になる。そこで、規制の前提となる投資者像について、まずわが国の状況を確認し、次に対象を相対化するために、カナダ及びイギリスの状況を見る。

## 2. わが国の投資者像

金商法は「投資者」の概念を特に定義していない。しかし金商法がプロ投資家を「適格機関投資家（法2条3項1号）」や「特定投資家等（同項2号ロ（2）」、「特定投資家（法2条31項）」、「適格投資家（法29の5第3項）」として定義していることとの関係から、「投資者」とは「一般的な投資者」が想定されている<sup>6)</sup>。

「一般的な投資者」の標準的な能力や行動水準については、学説は投資家保護を高唱する論者が想定するようなものとは異なり、相当に高水準のものであると考えてきた<sup>7)</sup>。つまり、このような投資者は投資判断に必要な情報を積極的に収集し、少なくとも情報が提供されれば一応の投資判断をすることができるような、一応の合理性を有する投資行動を取ることができる者ということになる<sup>8)</sup>。

従来の判例・裁判例においても、「投資者」の概念をあえて定義した裁判例は筆者の知るかぎり存在しない。しかし投資勧誘事件において適合性原則違反

---

6) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール1——定義・開示制度』（商事法務、2016）10頁〔松尾直彦〕。

7) 神田秀樹（監）・野村證券株式会社法務部、川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣、1997）5頁。

8) 投資家の任意かつ自由な投資判断とは、投資意思の決定において任意であり、また投資判断の内容において自由であることをいうとされている（神田・前掲（7）8頁）。

や説明義務違反が争いになるケースにおいて、裁判所は、一定の学歴や職歴がある者ならば、投資判断に必要な情報を分析する能力があり、投資経験を重ねることによりその能力が向上し、徐々に複雑な金融商品への投資ができるようになると考えているようである。こうした立場は、投資者に一定の資産があれば、高齢者であっても、またその者が軽度の認知障害者である場合でも基本的には変わらない<sup>9)</sup>。例えば、大学卒で上場会社の社長を務めたこともある比較的高齢（68歳）の男性（原告）に対して、仕組債の勧誘の適否が争われた損害賠償請求事件（東京高判平成26・4・17金法1999号166頁）がある。同判決は、原告がデリバティブ取引の経験を有していなかったにも関わらず、原告が大企業の経営に携わってきたことなどに鑑み、原告は本件仕組債の内容や危険性を理解するに足る知識や能力を十分に有しており、取引から排除されるべき者ではなかったとし、被告金融商品取引業者に適合性原則の違反はなかったと結論づけた。

仕組債のようなハイリスク・ハイリターン金融商品へ投資を行うことについては、とりわけ、「個人の財産処分権を尊重するならば、賭け事には損失はつきものともいえそうだ」との指摘からも伺われるように<sup>10)</sup>、「投資」はプラス・サム経済行為ではなく、ゼロ・サムの世界で行われるものであるという認識が一般性をもっており、裁判所もまた例外ではない。投資における自己責任の原則に照らし、投資者を戒める規範的態度を裁判所は示さなければならぬため、明らかな適合性原則違反がある事案でも、損害額の認定において投資者の過失を認定し、一定の過失相殺を行うところに、投資は一種の賭けであるとの裁判所の認識が見て取れる。

以上から、わが国の現行法および裁判所の理解では、「投資者」とは、いわゆる脆弱な消費者と異なり<sup>11)</sup>、金融商品の内容を自ら理解することができ、他

9) 王冷然「高齢者の投資取引における適合性原則の意義と役割」徳島大学社会科学研究所 29号43頁（2015）。

10) 河上正二「「適合性原則」についての一考察」内田貴ほか編『日本民法学の新たな時代』（有斐閣、2015）601頁。

人に勧められて金融商品を購入する場合も含め、投資を行うかどうかの判断を自律的に決定できる者と考えられている。

### 3. 諸外国における投資者像

#### (1) 投資者と消費者—カナダにおける議論

カナダにおける投資者の概念は日本における投資者像とおそらくは異ならない。しかし、金融商品市場に「消費者」が参入することを排除せず、その上で、投資者と消費者の属性の違いから、証券規制の枠組みの外で消費者を保護する姿勢を貫いている。

カナダでは、高齢化の進行によって従来の年金制度が維持できなくなる懸念から、国民が自ら家計の健全性を確保していくこと、とりわけ自らの退職年金の運用に責任を持つことに政府が期待を寄せていた。そのためには、個人が独力で金融証券市場において適切に資産を形成していくことが望ましく、個人投資家としての国民を証券市場にいかにして取り込むべきかが重要な課題として認識された<sup>12)</sup>。ところが実態は、国民の3分の2が金融資産を形成すること、つまり、金銭的な意思決定を行い、金融市場にアクセスすることについては技量も知識もなく<sup>13)</sup>、いわば消費者のような存在に近かった。他方で、規制者にとっても、消費者は性質を特定することが難しい不定形の集団（amorphous mass）であって、証券法の保護が及ぶ者は投資者であり、投資者は証券法や

---

11) 学説における消費者とは「情報と交渉力において劣位に立ち、精神及び身体を備えるがゆえに脆弱性がある者とされるが（大村敦志『消費者法〔第4版〕』（有斐閣・2011年）21頁）、消費者契約法2条1項では消費者は単に「個人」とされ、事業者との対比で定義されている。

12) J. Black, *Involving Consumers in Securities Regulation Prepared for the Taskforce to Modernize Securities Legislation in Canada* (2006) at 11, available at <https://www.lse.ac.uk/collections/law/staff%20publications%20full%20text/black/Involving%20Consumers%20in%20Securities%20Regulation%20-%20Taskforce%20report.pdf>.

13) P. Halpern and P. Puri, *Canada Steps Up—Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada: Recommendations and Discussions*, *Capital Markets Law Journal* 2.2 (2007) at 203, note 24.

金融について一定の知識を有する者であると考えていた<sup>14)</sup>。

2005年から始まった投資ディーラー協会 (IDA: Investment Dealers Association) の下で推進されていた証券法制の現代化のための議論では、規制の効果を高めるために、投資者をどのようなものとして位置づけるべきかが課題の1つとされた。しかし、証券規制において投資者概念の外延を広げた上で、投資者を消費者として保護すべきだという結論には至らなかった。むしろ、証券市場に効果的に「消費者」という存在を取り込むための方策として、消費者に対する金融教育を強化することの意義が強調され、規制者側がモニタリングやリサーチ、苦情の分析や対話などを通じて、消費者および消費者団体とのコミュニケーションを図り、消費者の知識やスキル、行動、ニーズを正しく把握することが必要であるという考え方が示された。

カナダには、消費者保護の観点から、金融業者を規制すること及び金融教育を推進することを目的として<sup>15)</sup>、2001年からカナダ金融消費者庁 (FCAC: Financial Consumer Agency of Canada) が設置されていた。同庁は、カナダの証券規制を担う証券委員会 (CSA: Canadian Securities Administrators) などとは別個に存在し、その保護対象を「金融消費者 (financial consumer)」として位置づけ、金融商品のみを対象とした消費者保護行政を担っている。

このように、カナダでは投資者概念に消費者の概念をあえて融合しようとはせず、別個の規制枠組みを維持しながら、それぞれの保護を効果的に実現しようとしている姿勢がうかがわれる。

## (2) 投資者の消費者化—イギリス

イギリスの裁判例<sup>16)</sup>において、「投資」とは、「ある種の財産を取得するために資金を投じること」と定義され、学説においても「そこから利子や利益が期待されるような資金を利用すること」という理解が一般的に共有されてい

14) J. Black, *supra* note (12).

15) 当初は CSA が金融教育行政を担っていたが、現在は FCAC の管轄である。

16) *Inland Revenue Commissioners v. Rolls Royce Ltd* [1944] 2 All E.R. 340 per Macnaghten.

る<sup>17)</sup>。このような理解を前提とすれば、投資者は「消費者」というより「生産者」の組織の一部としての機能を部分的に有しているともいえる<sup>18)</sup>。つまり、市場経済において投資者は消費者と異なる役割を担う。その意味では、投資者に過剰な保護を与えることは、かえって証券市場の発展を阻害することになりかねない。

しかし、所得の向上によって、個人投資家が多数金融証券市場に流入するようになり、複雑な投資商品を購入できるようになったことで、そのような考え方も変化が現れ始めた。1988年、英国法人の Barlow Clowes グループが不正会計疑惑から倒産に追い込まれ、18,500人余りもの投資者に被害が生じた<sup>19)</sup>ことを契機に、イギリスでは、投資者と消費者を同等と見なす考え方が生まれた。投資者は、アドバイザーやブローカー、ディーラー、マネージャーらの提供する「サービスの消費者」であるとする有力な考え方も現れた<sup>20)</sup>。1992年に出された司法省の報告書“The Protection of the Small Investor”においても、「現代の金融世界における個人投資家は、国内の電化製品市場における消費者と異ならない」という見解が述べられ、個人投資家の更なる保護の必要性が強調された<sup>21)</sup>。

---

17) J. Fisher and J. Bewsey, *THE LAW OF INVESTOR PROTECTION* (Sweet and Maxwell 1977) at 5.

18) B. W. Harvey and D. L. Parry, *THE LAW OF CONSUMER PROTECTION AND FAIR TRADING*, 5th ed, (Butterworths 1992) at 57.

19) C. Justice, *THE PROTECTION OF THE SMALL INVESTOR* (Justice Educational and Research Trust 1992) at 9, para 2.21.

20) P. カートライト編（茶野努＝伊藤祐訳）『金融サービスにおける消費者保護』（九州大学出版会、2002）5頁、注20。

21) Justice, *supra* note (19). Barlow Clowes 事件とは、英国債を用いた債権洗い（債券利息が支払われる前に売り、利払い後に買戻す方法で配当課税を回避する方法）のために設立された Barlow Clowes 社の創設者の1人である P. Clowes が、自己の華美な生活のために投資された資金を不正に流用した事件である。高等法院の命令において、同社は約190百万ポンドの負債を抱えたまま清算されることになり、約18,000名の投資者が被害を被った。投資者の多くは退職者であり、全資産を失って生活に困窮したために社会問題化した。



証券規制の出発点として投資者に一定の資質を求めることを前提とせず、対象を単に金融商品の需要者、つまり消費者と捉える考え方は、その後2000年金融サービス法 (Financial Services Markets Act : FSMA 2000) の目的に反映されていく。同法は金融システムに対する国民の理解や知識を高めることと合わせて、「消費者」を適切に保護することを目的の一つとして掲げた。ただし、ここで消費者の保護の程度を「包括的な」保護ではなく、「適切な」保護としているころには注意を要する<sup>22)</sup>。適切な保護とは、取引ごとのリスクの違いや消費者の有する経験および専門知識の違いを考慮することであり、また、消費者が求める助言や情報の必要性に加え、消費者が自らの決定に責任をもつという一般原則についても考慮することを意味するからである。FSA (金融サービス機構。現在の FCA (金融行為監督機構)) は、業者の監督を政策の1つの柱に、もう1つの柱を消費者の教育および情報・助言の提供において消費者の保護を推進し、消費者が自己責任で投資を行うための環境を整備した。

また、規制の対象を消費者に広げた上で、その適切な保護を図るということは、対象の知的・金銭的な能力などに応じて顧客を区分する (client classification) という発想につながりやすい<sup>23)</sup>。例えば、業者が投資アドバイスを行う場合や顧客の投資を促進する局面では、プロの投資家と個人投資家とで保護のレベルを変えた方が、効率的で効果的な勧誘やアドバイスができるからである<sup>24)</sup>。そこで例えば、FCA の規則や指針を定める FCA Handbook では、顧客 (Client) という定義が置かれ、認可業者が顧客を private customer (個人顧客)、intermediate customer (中間層顧客)、market counterparty (市場相手方) に区分した上で指定投資業務を行わなければならないことが定められた (Conduct of Business : COB 4.1)。現在は COB を継承した Conduct of

---

22) FSA, *Consumer Responsibility*, DP08/05 (2008) at 22, s. 5.2.

23) Ibid. at 23, s. 5.7. かつて学説では、イギリスの証券法制において顧客区分に関する議論が活発に行われる理由が不可解であるという指摘がなされていた (青木浩子「英国の金融商品リテール販売規制」千葉大学法学論集 21 巻 4 号 (2007) 154 頁)。

24) Justice, *supra* note (19).

Business Sourcebook（COBS）の Chapter 3において、EUの金融商品市場指令（MiFID）に合わせ、retail client, professional client, eligible client という用語が使用されている<sup>25)</sup>。

このように、イギリスで投資者の消費者化が生じたこと、つまり、証券規制の対象が消費者に広がったことは、後でみるように、イギリスの証券法制において、消費者行動を研究対象とする行動経済学の知見を受容するための素地ができたことを意味し、消費者保護に近い投資者保護の考え方が導入される契機になったものと考えられることができる。

### Ⅲ. 投資法制における投資者保護政策とその限界

#### 1. 従来の投資法制における投資者保護の具体策

現在の投資法制は、情報を開示しさえすればいかなる商品であっても販売してよいという開示主義の原則を採用している<sup>26)</sup>。金融商品の発行や取引が自由にできなくなると、企業の資金調達や新しい金融商品の開発が妨げられ、市場の機能や発展を阻害するからである<sup>27)</sup>。この点、保険商品のような認可商品とは異なる。他方で、このような原則が採られているのは、投資者が開示された情報をもとに、自ら情報を収集・分析して金融商品の内容を理解し、合理的に投資判断を行うことができることを前提としているからにほかならない。投資者は自己責任の原則の下で金融商品の売買を行うことが求められる。

もっとも、投資者の保護を図る観点から、投資者の自己責任原則は金融行政及び裁判所の司法判断を通じて修正がなされている<sup>28)</sup>。金融商品取引契約を締結する場面では、投資者（顧客）は金融商品取引業者等に比べて相対的に情報

---

25) See MiFID Recital 31, MiFID Article 4 (1) (11), 4 (1) (12), 24 ; see also MiFID II Recital 104, Annex II of MiFID II, MiFID II Article 71 (1), 30 (2).

26) 黒沼悦郎「投資者保護と消費者保護」松本恒雄＝廣瀬久和編『消費者法判例百選〔第2版〕』（有斐閣、2010年）142頁。

27) 黒沼・前掲注（26）。

28) 松尾直彦『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務、2018）427頁。

力が少なく、交渉力が弱いことに加え、業者は収益をあげるインセンティブを有することから、投資者を保護する必要があるからである<sup>29)</sup>。

金商法は顧客への勧誘・販売の場面において、業者にさまざまな義務を課している。広告等でリスク情報などの所定事項を表示することを義務づける(法37条1項)など、勧誘前の情報提供にかかる行為が規制され<sup>30)</sup>、レバレッジの高い商品は勧誘自体が禁止される(不招請勧誘などの禁止法38条4号・8号、金融商品取引業等に関する内閣府令(以下、「金商業等府令」という)117条1項8号)、勧誘受託意思不確認勧誘の禁止(法38条5号・8号、金商業等府令117条1項8号の2)、再勧誘などの禁止(法38条6号・8号、金商業等府令117条1項9号))。

また、法40条1号が規定する適合性原則は、顧客の属性(知識、経験、財産の状況)と顧客の金融商品取引契約を締結する目的に適合しない不適当な勧誘を行うことを禁止している。適合性の原則に違反した行為は行政処分の対象となり(法52条1項6号)、違反の程度が著しい場合は不法行為上も違法となる(最判平成17・7・14日民集59巻6号1323頁)。

さらに、契約の締結に直結する金融商品の販売段階では、投資者の投資判断に必要であると思われる重要情報を説明する義務が業者に課される<sup>31)</sup>。具体的には、契約締結前交付書面を交付することを通じて(法37条の3第1項)顧客への説明が行われることになるが、書面の交付だけでは実質的に説明が行われたとは評価しがたい。このため、顧客の知識・経験・財産の状況・契約締結目的に照らして、顧客に理解されるために必要な方法・程度による説明を行

---

29) 松尾・前掲注(28)427-428頁。金商法上の投資者保護規制は原則として特定投資家には適用されない(法45条1項など)。

30) 勧誘前の段階の情報提供規制として、ほかに標識揭示義務(法36条の2第1項)、名義貸しの禁止(法36条の3)がある。なお、一定の商品について顧客にはクーリングオフの権利が認められる(法37条の6)。

31) そのほかに、投資信託などの乗換に関する説明態勢構築義務(法40条2号、金商業等府令123条1項9号)、社債等の申込期間中に生じた重要事項に関する個人顧客に対する説明体制構築義務(金商業等府令123条1項10号)などがある。

うことを業者に求める実質的な説明義務（いわゆる広義の適合性の原則）が定められている（法38条9号、金商業等府令117条1項1号）<sup>32)</sup>。また、裁判例においても、金融商品取引業者等と顧客の間に、取引対象である金融商品に関する知識や取引経験、情報収集能力等に大きな格差があることに鑑みて、金融商品の特質、顧客の理解力や取引経験等に応じて必要かつ相当な範囲で具体的な説明を行うべき信義則上の義務を負う（東京地判平成21年3月31日判時2060号102頁など）とされる。

加えて、勧誘時に虚偽の事実を告げる行為や断定的な判断を提供する行為など（法38条1号・2号）、金融商品取引業者等またはその役員・使用人の不適切な行為が禁止される。不適切行為の禁止は特定投資家に対しても適用がある。

## 2. 投資者保護政策の評価

上記でみたような業者に対する行為規制は、投資者の合理性を前提とすれば十分であり、投資者保護のために一定の機能を果たしているようにもみえる。とくに、勧誘自体を禁止する規制などは投資者保護を超えた、消費者保護に近い発想に基づいた規制であるとの評価もできよう<sup>33)</sup>。しかし勧誘自体が禁止された金融商品は、金融商品取引業者等の営業の自由に配慮をすることなどの関係から、金融先物取引や個人顧客に対する店頭デリバティブ取引など、一部の商品に限定され、デリバティブ取引に類するリスク特性を有した複雑な商品などは勧誘が禁止されていない<sup>34)</sup>。

たしかに、勧誘自体を禁止する金融商品の種類を限定することは、多様な金

---

32) なお、広義の適合性の原則の考え方は、金融商品の販売等に関する法律（以下、「金販法」という）にも規定され、重要事項について説明義務を怠った場合の損害賠償責任について民法の特則が定められている（金販法3・5・6条）。

33) 黒沼・前掲注(26)142頁。

34) 店頭金融先物取引および個人顧客に対する店頭デリバティブ取引は不招請勧誘などの禁止の対象とされ（金融商品取引法施行令16条の4第1項）、金融先物取引、商品関連市場デリバティブ取引、個人顧客に対する店頭デリバティブ取引は勧誘受託意思不確認勧誘の禁止および再勧誘などの禁止の対象とされる（同条2項）。

融商品の開発を促すことが投資者の利益につながるという投資法制の基本理念には沿っている<sup>35)</sup>。その結果として、預金や保険分野においては、デリバティブを組み込んだリスクを伴う商品の開発が進められてきた。しかし、そのように開発された金融商品が、顧客に適正に販売されるかどうかについては次元の異なる問題がある。しかも、そのような商品は概して販売手数料が高く、かかる商品を販売することについては業者が大きなインセンティブをもつ。実際にも、高リスクで複雑な金融商品の販売をめぐる当事者間の紛争は少なくない。

このような業者のインセンティブ構造に配慮するならば、少なくとも金融リテラシーが相当高い個人投資家はともかく、平均的な投資者に対しては、勧誘が禁止される金融商品の範囲を広げるという、パターンリスティックな考え方を取ることに有用性があるように思われる。なぜならば、仕組商品の販売をめぐる裁判例をみるかぎり、適合性原則や説明義務を定めたルールが実際に機能しているのかどうかについては、以下で述べるように必ずしも判然としないところがあるからである<sup>36)</sup>。

適合性の原則は投資者に対する勧誘ルールであり、その内容は「いかに説明を尽くしても一定の商品の勧誘・販売をしてはならない」ことを黙示的に定めたものと一般に解されている。しかしこの解釈に基づく勧誘の禁止は、顧客の属性に合わせた説明を行うことによって解除される。すなわち、一般に「説明を尽くしても理解できないという投資者はほとんど存在しない」という社会的な認識を基礎として、顧客の理解能力に見合った説明をすれば、複雑な金融商品の勧誘も可能であるという理解が生まれ、適合性の原則に抵触するような勧誘が行われる余地が生ずる。その結果、著しい適合性原則の違反がなければ不法行為を構成しないという規範<sup>37)</sup>を前提に、仕組みが難解な金融商品の勧誘

---

35) 近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎『金融商品取引法』(商事法務、2016) 8頁。

36) 証券・金融商品あっせん相談センターの統計をみるかぎり、現在でも年間の苦情処理件数は1000件を超え、あっせん件数も100件を超えるなど、その数値が減少する傾向は依然として見られていない(証券・金融商品あっせんセンターのホームページ上の各種統計資料、相談・苦情の受付状況(月次)を参照)。

が行われ、それは即、自己責任原則を理論的前提とする説明義務の問題に置き換えられることになる<sup>38)</sup>。

このような実務が行われているのは、わが国の適合性の原則が「顧客に適合した金融商品の勧誘」を求めることを明示的に規定することにとどまっているからであり、アメリカ（FINRA Rule 2011）やイギリス（COBS 9.2）<sup>39)</sup>などとは異なり、適合性原則において顧客情報の把握義務（know your customer rule：顧客を知る義務）を正面から規定していない<sup>40)</sup>ことと無関係ではないだろう。

この点、たしかに、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅲ-2-3-1（「適合性原則」）では、顧客属性の適格な把握と顧客情報の管理の徹底を業者に求めるために、顧客カード等の登録を要請している。また、日本証券業協会も、協会が行う有価証券の売買その他の取引等の勧誘、顧客管理等についてその適正化を図ることを目的として、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規制」（以下、「自主規制規則」という）を定め、その5条1項で顧客情報の整備義務を詳細に規定している。また、特定の取引については、勧誘開始基準（同5条の2）や取引開始基準（同6条）なども規定されている<sup>41)</sup>。このように、わが国では、ソフトローにより顧客を知る義務を実質的に

37) 最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁。

38) 説明義務は、投資家の自己責任原則を理論的前提にしており、説明を受ければ自己の利益を自分自身で判断して守ることができる投資家モデルに依拠しているとされる（志谷匡史「証券市場と公的規制」神戸54巻4号60頁（2005））。

39) See FCA, FCA Handbook, Conduct of Business Sourcebook (COBS) Chapter 9.2.

40) 同旨につき、川口恭弘『適合性の原則』金融商品取引法研究会記録54号（2016）3、11頁。なお、アメリカでは2011年にFINRA（Financial Industry Regulation Authority：金融取引行為規制機構）が規制の強化や合理化、明確化のために「顧客を知る義務」（FINRA Rule 2090）をいわゆる適合性のルール（FINRA Rules 2111：Suitability Obligation〔許容度を測る義務〕）に統合した（FINRA, Regulatory Notice 11-02, October 7, 2011（2011））。

41) 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」3条3項では、いわゆる合理的根拠適合性（投資者に対して販売する商品としての適否を事前検証すること）が定められ、業者側が販売対象となる当該有価証券等について十分な理解を有しなければならないことも求められている。

課すことで、金商法40条が補完されているともいえるだろう。また、そもそも顧客の属性を把握できなければ当該顧客に適合した勧誘を行うことができないという意味で、顧客を知る義務は明文化されていないものの、当然の前提として同条に内包されているという理解も可能である<sup>42)</sup>。

ところが、監督法的規制や自主規制機関の効力やその実効性については疑問がないわけではない。証券会社の自主規制違反が問われたワラント取引に係る宮崎地判平成7・11・27証券取引被害判例セレクト3巻257頁では、「…(大蔵省)通達、(日本証券業協会理事会)決議<sup>43)</sup>は営業準則としての性質を有するにすぎないのであるから、証券会社の顧客に対する投資勧誘がこれらの規定に違反したからといって、直ちに私法上も違法と評価されるものではない」という立場が示されている。また、監督法的規制への抵触が問題となり得る事件は多数あるが(大阪地判平成22・8・26判時2106号69頁など)、いずれの裁判例も監督規制違反を論じていない<sup>44)</sup>。自主規制規則に基づき作成されたと思われる適合性判断を行うための内部マニュアルへの抵触が私法上の責任原因を判断する上で考慮されたのは、東京地判平成28・6・17金判1499号46頁<sup>45)</sup>において他にないものと思われる。監督法的な規制や自主規制規則は銀行や金融商品取引業者の行為規範となり得るものであり、私法的な責任を判断する上でも参照されるべきものである<sup>46)</sup>。しかしながら、金融商品取引業者に課された

42) 同旨につき、川口・前掲(40)6頁。

43) 大蔵省通達は「投資者本位の営業姿勢の徹底について」(昭和49年12月2日蔵証2211号)を、日本証券業協会理事会決議は「外国新株引受権証券の店頭気配発表及び投資勧誘について」を指す。

44) 岩原紳作「金融商品の販売における金融機関の説明義務等に係る監督法的規制」金融法務研究会『金融商品の販売における金融機関の説明義務等』(金融法務研究会、2014)23-24頁。岩原教授はプレイン・バニラ金利スワップ契約をめぐる最判平成25・3・7集民243号51頁についても、「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ-3-3-1-2(2)①bで規定された説明義務に反する事案であったと分析されている(岩原・同25頁)。

45) 津田顕一郎「判批」金判1511号127頁は、本判決の適合性原則違反を導く判断方法は繰り返し参照されるべき価値があるとする。

46) 監督法的規制の意義について、岩原・前掲(44)25頁。

監督法的規制、自主規制規則及びそれに基づく社内規則について顧客が詳細に知る機会是一般にはないと思われることから、そもそも裁判上でこれらのルール違反が顕在化することがないというのが実情ではないだろうか。

また一方で、金融商品取引業者の顧客の属性把握自体が適正に行われているかという点についても問題があり得る。例えば、顧客のリスク許容度を測る投資目的に関する質問は、値上がり益重視（低・中・高と段階分けされることが多い）か、安定性重視かというかたちでなされることが多い。そして、投資者が安定性重視の意向を明示的に業者に告げていない限り、リスク商品の投資勧誘の違法性が争われた場合、裁判所によって、顧客には勧誘当時利殖目的があったという認定が容易になされてしまう（例えば、東京地判平成30・1・31平26（ワ）11540号、平成28・10・31平26（ワ）33066号等）。このことは翻って、業者側において、顧客の投資目的やリスク許容度に関する顧客の意向に関する情報の取り方が大まかすぎないかなど、顧客に関する情報の収集方法や、収集された情報の分析の正確性が担保されているかという点に疑問を生じさせる。

さらに、高齢者に対する投資勧誘についていえば、投資者の属性にもよるであろうが、一般的には、高齢者は資産の多寡にかかわらず老後の生活資金として資産を比較的安全に運用していくことが優先されると考えられるため、金融商品取引業者はそれを前提にした金融商品の提案を行うべきことが望ましいものと思われる<sup>47)</sup>。しかしながら、裁判例をみるかぎり、資産の大きさはリスク許容度の高さと同視されているようにみえ<sup>48)</sup>、高齢者に対しても難解な高リスク商品が販売されている実態が許容されているケースもある。これは、実務において、金融商品の性質に関わらず、顧客の財政力に見合う商品が販売されて

---

47) 顧客が高齢者ではない場合であっても、販売業者は人のライフプランに合わせた資産形成を提案することが望ましいと思われる。

48) 同旨につき、金融法委員会「プロ向けルールに関する中間論点整理—金融商品取引法を中心に—」（平成22年）10頁、証券取引法研究会編『平成15年の証券取引法等の改正』（商事法務、2004）10頁。



しまうこと、さらにいえば、業者が販売したいと考える金融商品が顧客に対して提案されやすい状況が是認されていることを示している。

以上の分析によれば、金融商品の勧誘・販売の場面において、現在のわが国の法や自主規制ルールには、少なくとも、投資者の保護ルールとして実質的に機能しているとは評価し難い部分があるように思われる。このことは、勧誘時、投資者が自らの投資意向を業者に正しく伝えることができているか、または、業者との契約交渉過程で、投資者が不注意な投資判断の誤りを繰り返している事実があることを推認させる。つまり、現在の投資者保護ルールは、少なくとも、勧誘時または契約交渉過程において、投資者と業者の意識のずれを解決することができていないことを表している。より正確に言えば、投資活動におけるシステムティックな認知バイアスの問題を抱える側の投資者と、そのバイアスを利用する側の業者について、現在のルールが考慮を及ぼすことができていることを示しているともいえる。

なるほど、証券法は自身の軽率な投資判断から個人投資家を保護するものではない。しかしその不注意が人間に共通して高い確立で起こりうるものであり、それが科学的に実証されている事実であるとすればどうであろうか。経済行動において、感情は人の行動を方向づけるソマティック・マーカー<sup>49)</sup>と考えられており、行動経済学の分野では、アノマリーが決して誤謬ではなく、生理学的に根拠のある帰結であるという確信を強めている<sup>50)</sup>。

証券法の趣旨が、業者が個人投資家の弱点を突く形で違法・不当な投資勧誘を行うことを禁じることにより、個人投資家を保護しようとするものであるならば<sup>51)</sup>、投資家の弱点である認知バイアスの問題にも、証券規制は目を向け

---

49) 脳科学の分野では、意思決定において情動的な身体反応が重要な信号を提供するという仮説がある。その処理において、腹内側前頭前野が重要な役割を果たすとされている(佐藤弥 脳科学辞典 <https://bsd.neuroinf.jp/wiki/ソマティック・マーカー仮説> (2015))。

50) 依田高典「行動経済学は経済学を変えるか」世界2010年10月号194頁(岩波書店、2010)。

51) 志谷・前掲注(38)59頁(注)23。

るべきであるという方向性は必ずしも間違いではないように思われる。

#### IV. 投資行動と認知バイアス

##### 1. 金融サービス市場での行動障害の特質

金融サービス市場では、次のような理由により行動障害（behavioral problem）が起りやすいとされている<sup>52)</sup>。

第1に、大抵の人にとって、金融商品の多くは本質的に複雑であることである。金融商品は抽象的な無形の商品であり、複雑で、しかも変化する構造をもつ。これは、消費者が手に入れる一般の単純な価格の商品とは大きく異なる。

第2に、金銭的な決定をすることは、多くの場合、リスクと不確実性を評価することを伴うことにほかならない。他方で、人は不完全な情報に直面すると、経験則（ヒューリスティック）ないし直感を用いて判断しがちである。経験則は役に立つ場合もあるが、反面、系統的な誤判断につながりやすい。プロの投資家でさえも、投資市場などでリスクや不確実性を評価する際に、経験則への依存により誤りを犯すことがある。

第3に、金銭的な決定をするということは、現在と将来との間で折り合いをつけるということに起因する問題がある。例えば、人が借入れよりも貯蓄を選ぶ場合、将来時点の満足を重視して、現在の満足を放棄することを意味するが、反対に、将来よりも現在を重視する傾向（時間選好）が強い場合には、異時点にまたがる自己管理に失敗し（セルフ・コントロール問題）、問題を先延ばしにしてしまうことがある。クレジットカードでの借りすぎや、信用取引を拡大しすぎて過当取引に陥る場合などに、このような傾向が現れる。

第4に、金銭的な決定の多くは感情的であることである。ストレスや不安、

---

52) K. Erta, S. Hung, Z. Iscenko and W. Brambley, *Applying Behavioral Economics at the Financial Conduct Authority* for FCA, Occasional Paper No.1, at 16 (2013). イギリスの競争・市場庁（CMA: Competition and Market Authority）は法の規定に基づき（2002年企業法〔Enterprise Act 2002〕131条）、市場調査を行う権限を有する。FCAは本レポートを作成するにあたり、CMAと同様の手法で市場調査を行っている。

損失に対する恐れ、後悔などの感情が、あるものを選択する際の費用や便益を考えることよりも、意思決定を左右してしまう場合がある。

第5に、人は金融商品を購入することから教訓を学べることが少ないということである。例えば、住宅ローンを組んだり、年金運用の計画を立てたりすることは生涯を通じてそれほどあることではなく、長い時間が立って初めて、人はその投資の成果に向き合わなければならない。また、人は財テクやその成果を他人に話すことを嫌がる傾向があり、他人の財産運用の経験から学ぶことにも限界がある。

たしかに、消費者の中には金融商品を理解するために努力も払わず、安易に金融商品を購入し、その後後悔する者もあるだろうが、上記でみたような行動障害は、業者の意図のある、なしに関わらず、金融商品の設計や販売の過程で消費者のいわゆる認知バイアスが強められることにより生じることが少なくない<sup>53,54)</sup>。

---

53) B. Howcroft, P. Hewer and R. Hamilton, *Consumer Decision-Making Styles and the Purchase of Financial Services*, 23 (3) *The Service Industries Journal* 63 (2003) at 79-80.

54) ヨーロッパ委員会の要請を受けて行われた Chater らによる 2010 年の実証研究においても同様に、リテール商品市場では投資家が認知バイアスに影響されることが明らかにされている。Chater らは、リテール投資商品を購入した者としなかった者の意思決定過程を評価するために、EU 加盟国の 6,000 名の消費者を対象として調査を行った。そして、投資家が認知バイアスに影響される原因には、以下のような事情が前提にあることを示した。第1に、自らが投資リスクに晒されていること、とりわけ年金資産が株式市場リスクに晒されていることを消費者の多くはよく理解していないこと、第2に、調査対象者の3分の1しか複数の金融商品を比較して検討していないこと、第3に、投資を決定する場面では、アドバイスに依存する傾向が強いこと（リテール金融商品市場では約8割の者がフィナンシャル・アドバイザーらを通じて対面で金融商品の売買の決定をしており、その58%がかかるアドバイザーの影響で最終的な投資の意思決定を行っている）、第4に、アドバイザーに対する消費者の信頼が厚いため、潜在的な利害対立があることに消費者が気づかないケースが多いことである（See N. Chater, S. Huck & R. Inderst, *Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioral Economics Perspective*, Final Report for the European Commission (2010) at 7）。

## 2. 認知バイアスが及ぼす意思決定への作用

人の心理状態が意思決定に影響を及ぼしているという認識の下では<sup>55)</sup>、金融商品の勧誘・販売過程のさまざまな段階において現れる認知バイアスの作用を確かめる必要がある。実際に、投資行動に関する認知バイアスには多くのものがあることが知られている。これについて、イギリスのFCAはリテール金融サービスにおける意思決定のゆがみの実態を明らかにするために、DellaVignaの心理学と経済学に係る実証研究<sup>56)</sup>の成果で得られたバイアスの分類を参考にして、10個の認知バイアスを取り上げている<sup>57)</sup>。そして、「選好 (preference)」と「信念 (belief)」から成る人間行動のモデル (人は何を欲するかという欲求 (desire) や選好を有しており、それとどのような行動が自らの欲求の達成に有効かという信念とを組み合わせると最適な行動をするとされる) において<sup>58)</sup>、各バイアスが消費者の金融行動にどのような誤り (error) をもたらしているのかを、以下のように整理している<sup>59)</sup>。

---

55) 人の判断や意思決定は、高速で無自覚になされる潜在的過程 (直感的な思考: システム1) と、低速で注意の容量を必要とする顕在的過程 (合理的な思考: システム2) の二重過程 (dual process) から成ることが様々な研究者によって明らかにされてきた。カーネマンらによれば、人は周囲の状況を理解するために、通常はシステム2のモードを通じた修正を経ずにシステム1の思考モードを利用するが、認知バイアスの影響は多くの場合、システム1に生じるという (D. Kahneman, *A Perspective on Judgement and Choice: Mapping Bounded Rationality*, 58 (9) *American Psychologist* 697 (2008) at 698-700; (都築誉史=松田憲「特集『判断と意思決定の認知科学』編集にあたって」*認知研究* 22巻3号 (2015) 309-310頁等を参照。) 意思決定をバイアスから守るためには、システム1にいかにしてアプローチするかが重要になる。

56) See S. DellaVigna, *Psychology and Economics: Evidence from the Field*, 47 (2) *Journal of Economic Literature* 315 (2009). DellaVignaによる認知バイアスの分類を紹介したものととして、川濱昇「行動経済学の規範的意義」平野仁彦=亀山洋=川濱昇編『現代法の変容』(有斐閣、2013) 408-413頁がある。

57) Erta, *et al.*, *supra* note (52) at 16. なお、米国における認知バイアスと投資行動の関係の分析については、ChoiとPritchardの研究を参照 (S. J. Choi and A. C. Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, 56 *Stan. L. Rev.* 1 (2003) at 24-36)。

## (1) 「選好」に影響を及ぼすバイアス

## (ア) 現在バイアス (Present bias)

将来よりも現在を重視する近視眼的な行動を指す。そのときは最善だと思った選択であっても、時間の経過とともに最適ではなくなるため、時間的非整合とも呼ばれる。人は近くのは過大評価し、遠くのは過小評価する傾向があるため、一時的な満足を得るためにした選択を後になってから後悔したり (セルフ・コントロール問題)、問題を先送りしてしまうことがある (先送り行動)。

そのようなバイアスと消費者の金融行動としては、例えば、退職後の生活資金を十分に貯蓄することができない、クレジットカードの使い過ぎで返済ができないことなどを挙げることができる。セルフ・コントロール問題を抱える自信過剰な者は、金融商品の特徴を誤って評価することがある。その結果、将来の効用を過少評価して商品の購入時に費用を払い過ぎたり、逆に過大評価しすぎて、将来の費用を低く見積もりすぎたり、費用を無視して考えることもある。一方、先送り行動の結果、最適な商品を探せなかったり、探す努力を早期にあきらめることがある。あるいはまた、保有している金融商品を換金して他に乗り換えるべきかどうかについて再評価を行わなかったり、解約すべき契約をそのままにしてしまうこともある。

---

58) 人間の行為を説明する際に用いられる素朴心理学 (folk psychology) のモデル。同モデルでは、意図的・意識的に行う行動 (「行為 (action)」) のみを考察対象とする (瀧澤弘和「行動経済学と神経経済学は標準的経済学を変えるのか」公共選択の研究2010巻54号(2010) 69頁等を参照)。

59) The following descriptions of biases are given by Erta, *et al.*, *supra* note (52) at 17–19, 53–60; OSC, OSC Investor Office, *Behavioral Insights Report*, Staff Notice 11–778 (2017) at 47–51. 参照した邦文献として、子安増生 = 西村和雄編『経済心理学のすすめ』(有斐閣、2007)、大垣昌夫 = 田中沙織『行動経済学——伝統的経済学との統合による新しい経済学を目指して』(有斐閣、2014)。

（イ） 参照点依存と損失回避（Reference dependence and loss aversion）

消費者は問題を客観的に評価することが比較的苦手であるが、ある価値を計るときは任意の参照点と比較した上で自らの損得を考えることがある。しかも、人は「得」よりも「損」を約2倍の大きさで感じるために、損失に対して過剰反応を起こしやすい。また、選択した基準点に基づいて意思決定を変更することが、かえって悪影響を及ぼすこともあり得る。例えば、人は価値が下落した株式を損切りできずにいる間に、他の株式でリスクを増大させてしまうことがある。これは、人が損失に対して痛みを強く感じる事が影響している。このように、損失回避とは人が損失の確定を嫌う傾向があることを指す。

参照点依存や損失回避は「授かり効果（endowment effect）」という認知バイアスとも深く関係する。授かり効果とは、自分の所有しているものを高く評価しすぎるために、それを手放したくないと考える傾向を指す。売値と買値にかい離が生じるのも授かり効果の影響だとされている。証券投資の場面では、授かり効果のために行動と意図の間にひずみを生じることから、証券を保有していてもメリットがないことが明らかな場合でも、損失が出ているにもかかわらず、売るタイミングを逃してしまうことがある。授かり効果は所有した直後に現れることもある。

（ウ） 後悔その他の感情（Regret and other emotions）

怒りや恐れといった否定的な感情に伴うストレスや不快感に人は影響されやすい。とりわけ消費者がこのような感情に苛まれているとき、誤って金融商品を購入してしまうことがある。例えば、さまざまな将来の不安に対して悔いのないようにするため、高価すぎる保険に加入してしまうことがある。また、負債を整理するときのように、選択の結果としての見返りが肯定的なものであっても、曖昧性や不確実性、ストレスを嫌がる傾向が作用して、借金を先送りすることがある。また、そのような感情の作用によって、新たな金融商品への投資を躊躇する傾向もある。

## (2) 「信念」に影響を及ぼすバイアス

### (ア) 自信過剰 (Overconfidence)

人は結果がすぐわかるような事象よりも、長い時間が経過しなければわからない事柄について「自信過剰」に陥りやすい傾向がある。人は自信過剰になると楽観的なシナリオを描きやすく、自分の予想と異なる他人の予想や評価を受け入れたがらなくなるからである。これは、長期のキャッシュフローを予測しなければならない株価市場での投資判断において典型的に現れる。信用取引でレバレッジを過剰に利かせたり、取引量を拡大し続けるケースなどがこれに当てはまる。

また、自信過剰になるために、自分の予想と異なる他人の予想や評価を受け入れたがらなくなる傾向も見られてくる。インターネット取引を行う投資家の投資成績が悪化するのには、大量の情報を入手することで、自らをプロの投資家と同じ能力があるものと錯覚し、過剰な投資へと向かうという分析もある。

### (イ) 過剰な外挿 (Over-extrapolation : 外挿バイアス)

人はある対象について成り立つことを、別の対象についても成り立つと強く推論したり (外挿: over-extrapolation)、状況の全体像を十分に把握せずに行ったわずかな観察を頼りに予測を立てることがある。このような心的傾向は短期間で投資の意思決定をする際によく現れる。とりわけ消費者に外挿バイアスの作用があると、金融商品の利益を過大評価したり、コストやリスクを過少評価したりすることがあり、必要以上に進んでコストを払うこともある。

例えば、消費者は、ある投資の成功例が偶然に左右されたものであっても、そのわずかな投資例だけを頼りに、当該投資アドバイスがよいものだと思ってしまうことがある。また、投資商品のリスクやファンダメンタル、長期のパフォーマンスをあまり評価せずに、証券の最近の値動きだけを見て日計り取引を行うこともある。

(ウ) 投影バイアス (Projection bias)

人は現在の感情や態度、選好が将来も変わらずに続くものと考えて、変化の可能性の影響を少なく見積もることがある。このため、例えば、年を取るにつれて自らの選好や周囲の状況があまり変わらないと考え、結果として十分な貯蓄をせずにいることがある。また、満期を迎えるまでに必要になる資金があることを忘れて長期の金融商品契約を締結してしまうのも、投影バイアスの影響であるとされる。

(3) 「意思決定」に影響を及ぼすバイアス

(ア) 心の会計と狭義括り (Mental accounting and narrow bracketing)

人はできるだけ計画的にお金を使おうとするために、頭の中で大雑把に会計処理をする傾向がある。しかし同じお金であるにもかかわらず、入手方法や使用方法でお金の印象を変えてしまうことがある。行動経済学においては、このような不合理な行動は「心の会計 (mental accounting)」として知られている。このような心的傾向は、臨時収入をすべて消費に回してしまったり、分割払いであらゆる物を購入しようとしたり、あるいは、金額が大きくなるに連れて、絶対額ではなく比率や割合で考えてしまい、少々の金額差がわからなくなってしまうところなどにあらわれる。

また、物事を全体ではなく、個別に評価して決めようとする傾向（「狭義括り (narrow bracketing)」）があるため、自分の生涯厚生に影響を及ぼす他の意思決定とを統合せず、今まさに直面している問題のみを考えて意思決定を行うことがある。例えば、投資決定において、ポートフォリオ全体を考慮するのではなく、金融商品ごとに投資判断を行ってしまうことなどを挙げることができる。

(イ) フレーミング、顕現性、注意の容量的制限 (Framing, salience and limited attention)

心理学では、人の注意力には容量的制限があるとされている。このため、あ



る情報の意味内容が同じでも、その表現方法が変わることで、印象が変わったように感じることもある。こうした心的作用はフレーミング効果と呼ばれている。とりわけ、物事を判断する際に、目立つ部分ばかりに目が行き、客観性に欠ける判断をすることがある。この場合、人には目立ちバイアスの作用 (salience: 顕現性) が働くといわれる。なお、対象をある解釈の枠組み (フレーム) に当てはめて考えようとする場合、損失回避や参照点依存のような、他の特定のバイアスの作用も同時に起きている。

例えば、消費者は保険商品や投資商品の広告表示価格や、目立つように表示された価格をもとに、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の割合を少ないと感じやすい。他方で、消費者のこのような認知バイアスを利用して、業者が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、消費者が手数料に対して関心をそれほどもたないことをいいことに、高い料率を設定し、契約条件の中で然るべき条項を追加しておくことがある。広告表示では情報の断片だけを表示し、手数料にかかる情報を覆い隠すこともある。

#### (ウ) 意思決定における経験則 (Decision-making rules of thumb)

問題が複雑な場合や意思決定のための判断材料が多い場合、人は自分の経験や直感に頼って、意思決定に至るプロセスを単純化したり、情報の一部を無視して結論に至ることがある (ヒューリスティック (経験則))。効率的な問題解決ができる反面、問題解決の精度は低くなる。つまり、両者はトレードオフの関係にあるため、判断を急ぐと、意思決定に誤りが起きる可能性も高くなる。例えば、多くの選択肢から何かを選ぶ際に用いられる経験則としては、(1)最も身近なものを選ぶこと、(2)最も曖昧なものは避けること、(3)最も注意を引かれたものを選ぶこと、とりわけ最初の情報に現れた特徴は重視しやすいこと (アンカリング / 初期保有効果) などがある。また、現状を変えたくないために、選択自体をしないこともある。

消費者の投資商品の選択方法や個々の商品の価値の評価方法には様々な経験則が影響を及ぼす。例えば、投資商品の情報収集サイトを見る消費者は、業界大手5社が販売している投資商品だけを選択肢として選んだり、投資商品の主な特徴だけを見て投資の意思決定を行うことがある。これは、詳細をよく見ずに、最初に目に留めたもの、最も手数料の安いものを選ぶバイアスの作用によるものであり、その選択の結果は当該消費者にとって必ずしも最適とはいえない可能性がある。また、例えば、資産運用の場面で、人は自分のリスク許容度を反映していない投資ファンドにばかり年金資金を割り当てるというよりも、むしろ特定のファンドを選択してから、均等に資金を割り当てることがある。これについては、資産分配の意思決定の際にすべての選択肢に当配分するという、いわゆる1/Nルールの認知バイアスの作用が働いている。

#### （エ） 説得と社会的影響（Persuasion and social influence）

社会心理学では、「社会的影響」<sup>60)</sup>の一種である「説得」はコミュニケーションにおいて最も基本的で重要な機能を担うとされる。敷衍すれば、「説得」とは、選択の自由がある状況の下で、送り手が受け手に対してメッセージを伝達することにより、受け手の信念や態度・行動を変化させようとする活動またはその過程を指す<sup>61)</sup>。ある対象について十分に考える動機づけと能力が高い場合、好意的または非好意的思考に基づいて認知構造を変化させた上で、態度変化が生じるのに対し、動機づけや能力が低い場合は周辺ルートによる態度変化が起きやすい。すなわち、メッセージ処理に際して簡便な判断方法が採用される可能性が高まるのである。例えば、積極的な投資の意思がないにもかかわらず、

---

60) 社会心理学において、「社会的影響」とは、規範的影響と情的影響の要素に分かれるとする分析があり、前者は、賞賛を得たい、罰を避けたいなどの動機に基づいて集団規範に合致した行動をとることを指すのに対し、後者は、他者の意見を参考にして、より適切な判断や行動を行おうとすることを指す。どちらが優勢に働くかは状況により異なる（安藤清志＝大坊郁夫＝池田謙一『現代心理学入門4 社会心理学』（岩波書店、1995）79頁）。

61) 以下の記述について、安藤＝大坊＝池田・前掲注（60）60-69頁を参照。

金融機関等の販売員から金融商品の説明を受ける者には「専門家の言うことだから正しいだろう」とするような判断をする傾向がみられる。

他方で、認知 (cognition)、行動 (behavior) と共に、「態度」の要素の1つを成す「感情」は、態度変容や社会的相互作用において重要な役割を担う。感情とは、交感神経系の反応や好き・嫌いという言語的な表現を指す。例えば、消費者が感じのいい人に勧誘をされると、販売圧力に押され、ある投資商品を購入することに納得してしまうことがある。また、販売業者の説明が不十分であるにもかかわらず、広告のイメージだけで投資の意思決定を行ってしまう場合がある。これは、ある対象を評価する際に、それがもつ顕著な特徴に引きずられて、他の特徴についての評価が歪められるという認知バイアス (ハロー効果) の作用による。

### 3. バイアスにより影響された意思決定の法的保護

IV. 2でみたように、人、とりわけ消費者がどのように「選択」を行い、ときになぜ最適な意思決定を下すことができないのかという問題について、心理学や行動経済学は意思決定のメカニズムについて科学的な根拠を示してくれる。しかしながら、行動科学は人がバイアスの影響により一定の行動モデルから逸脱する可能性を記述しているにすぎない。ある行動モデルからの逸脱が直ちに誤りであるとか、人がどのように行動すべきかということを主張しているものではない<sup>62)</sup>。仮に、規制者が行動科学の知見に依りすぎ、誤って正当な消費者の選択を直したり正したりするようなことがあれば、規制による介入は、単に消費者の利益にならないことに対して無駄なコストをかけることになるばかりでなく、かえって人々の暮らし向きを悪くすることがあり得る<sup>63)</sup>。

---

62) G. Persad, *When, and How, Should Cognitive Bias Matter to Law*, 32 Law & Ineq 31 (2014) at 35-36.

63) E. Fatas and B. Lyons, *Consumer Behavior and Market Competition* in J. Mehta ed., BEHAVIORAL ECONOMICS IN COMPETITION AND CONSUMER POLICY (2013) at 35; Erta, *et al.*, *supra* note (52) at 19.

しかし投資行動において現れるバイアスは、モデルからのずれを意味するだけでなく、現実の世界においても大抵の場合、「誤り（mistake）」として扱うことが可能であるという分析が示されている<sup>64)</sup>。上記Ⅳ. 2の分類に即して言えば、「信念」に影響を及ぼす種々のバイアスは、一定の知識を有する投資者の意思決定にも影響を及ぼしうる。また、直感的で素早い決定をする者は、「意思決定」に影響を及ぼすバイアスの作用によって誤りを犯しやすい。さらに、「選好」に影響を及ぼすバイアスについていえば、消費者は自らの意思決定が「感情」によってどれほど影響を受けるのかを必ずしも気づくことができないばかりか、「感情」は金融商品の広告及び販売過程においても操作されやすいという特質がある。たしかに、人の投資行動における認知バイアスの影響は、金融教育を通じて抑制できる可能性があり、わが国においても、諸外国に倣い、金融教育が推進されてきた。しかしながら、金融教育の効果を疑問視する実証研究が少なからずあることに象徴されるように<sup>65)</sup>、バイアスを除去するためには相当程度時間がかかる。またそれ以前に、認知バイアスには教育によっても完全に除去できないという本質的かつ深刻な問題がある<sup>66)</sup>。

わが国では「貯蓄から投資へ」の掛け声の下で、国民すなわち個人投資家を証券市場に誘導する政策を継続してきた。この試みは、証券市場の活性化のためだけでなく、少子高齢化社会で国の財政基盤が弱体化する中で、国民自らによる資産形成を促すためにも必要であろう。しかし消費者に近い性質を有す

---

64) Ibid.

65) L. E. Willis, *Against Financial-Literacy Education*, 94 Iowa L. Rev. 197 (2008) at 202 (金融教育は変化が速い市場ではあまり役に立たず、投資家の根拠のない自信をかえって高めるおそれもあると指摘する)；L. Alsemgeest, *Arguments for and against Financial Literacy Education: Where to Go from Here?*, 39 Int'l Journal of Consumer Studies 155 (2015) (金融教育は、主に若年層が財政的に健全な生活を営むことができるようにする点で効果が認められる一方で、投資や年金資産の運用という比較的複雑な問題については、教育の成果が認められず、結局専門家の支援が必要になると主張する)。

66) See, for instance, C. Jolls et al., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 Stan. L. Rev. 1471 (1998) at 1527.

る個人投資家を適正に保護しないかぎり、証券市場に参入する個人投資家の数は今後も増えないおそれがある。個人投資家を証券市場へと誘うためには、法が認知バイアスを介入的に除去する手助けを行う余地があると思われる。

## 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

個人投資家を含め、一般に消費者行動を理解し予測を行う場合、合理的選択理論と行動経済学により分析を試みることが有効だとされる。ただし、両者の分析視座は異なる。合理的選択理論では、人の合理性、すなわち、人が自己の効用を最大化するように行動することが前提となるのに対して、行動経済学では人の選好がどのように形成されるかという、選好の形成過程そのものに焦点を当てる<sup>67)</sup>。つまり、行動経済学では、効用を最大化することと、あることを選択することとは別次元の問題だと考えている<sup>68)</sup>。したがって、選好を決定するプロセスが個人の幸福に適切には結びつかない要素で満たされている場合、合理的選択理論によれば、結果として、人は何か別のものを選択すると考えるのに対し、行動経済学の知見によれば、かかる状況では、意思決定の過程で生ずる誤りが増えると考える<sup>69)</sup>。例えば、老後のための貯蓄形成が思い通りにいかないのは、行動経済学の知見によれば、現状維持バイアスの作用によるものであり、また、貯蓄形成をしていたとしても、それほど十分な資金を貯めておくことができないのは、自分が受け取る報酬は目の前に近づいてくると待ちきれなくなる感情（双曲割引：hyperbolic discounting）<sup>70)</sup>に左右されるからだとする<sup>71)</sup>。これに対して、合理的選択理論によれば、それは直近を重視する人の価値観の問題にすぎない（近視眼的合理性：rational addiction）と評価する<sup>72)</sup>。

これについて、確定拠出年金制度を運用する諸外国では、近年、合理的選択

---

67) Department of Finance and Deregulation (Australian Government), *Influencing Consumer Behavior: Improving Regulatory Design* (2012) at 27.

68) Ibid.

69) Ibid.

理論ではなく、行動経済学の視座に立った制度運用を始めている。これは、確定拠出年金にかかる投資教育の効果を検証するさまざまな実証研究において、投資教育の効果に限界が現れていることによる<sup>73)</sup>。また、強制貯蓄制度では、加入者に複雑な金融情報を理解するために必要なスキルを有することや、投資の専門家たることを求めることはできないとする価値判断によるものである<sup>74)</sup>。例えば、2007年に導入されたニュージーランドの確定拠出型企業年金である KiwiSaver は、貯蓄に関する意思決定が現状バイアスや現状維持バイアスなどの認知バイアスに影響を受けることを前提に設計されている<sup>75)</sup>。新規の被用者は原則として自動加入となり（一定期間内であれば脱退は可能である）、被用者は課税前賃金の一定割合を拠出することで、将来に向けて自然に貯蓄を増やすことができる仕組みとなっている。英国の確定拠出年金制度の1つである国家雇用貯蓄信託（NEST：National Employment Savings Trust）<sup>76)</sup>やオーストラリアの老齢年金制度（superannuation）も同様に、行動経済学の知見を基

---

70) 双曲割引とは、時間の経過とともに選好の逆転が生じることで、現在に近い期では、人間はその場の満足に流されて、現在消費偏重になりがちであるのに対し、現在から遠い未来においては、自分をコントロールできる度合いが高くなる傾向を指す。単純な消費者は、将来の自分は現在の計画通りに消費選択をできると考えるが、実際の行動は衝動的であり、近視眼的になるという（高橋泰城「時間割引・不確実性下の意思決定の行動神経経済学」行動経済学1巻（2008）69頁、清水弘幸「選好の時間的非整合性を組み入れた消費の動学分析」商学研究科紀要65巻127-128頁（2007））。

71) Department of Finance and Deregulation, *supra* note (67) at 28. なお、わが国の確定拠出年金の従業員拠出への加入者及び非加入者へのアンケートに基づき、同様の心的傾向が現れることについては、山口修「確定拠出年金の今後の課題と対応について」経済論叢188巻3号65頁（2014）75-77頁を参照。

72) G. Becker and K. Murphy (1988), *A theory of rational addiction*, 96 (4) Journal of Political Economy 675 (1988) at 685-692.

73) See, for instance, S. Benartzi and R. H. Thaler, *Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior*, 21 (3) Journal of Economic Perspectives 81 (2007) at 99.

74) Australian Government, *Super System Review Final Report: Overview and Recommendations* (2010) at 4.

75) See, for instance, T. Irwin, *Implications of Behavioral Economics for Regulatory Reform in New Zealand* (New Zealand Law Foundation, 2010) at 29-30.

にした制度設計がなされている<sup>77)</sup>。

合理的選択理論の考え方が正しいとすれば、実際の意思決定は最適になることから、人間をある行動へと向かわせるために行う政府の介入は、かえって個々の暮らし向きを悪くするかもしれない。しかし行動経済学の見方が正しければ、人々の行動を変える規制が個々人の福祉を向上させる余地が生まれる<sup>78)</sup>。しかも、後述するように、行動経済学に基づく政策は、人を手助けする可能性が最も高く、危害を加える可能性が最も少ない後押し（ナッジ）による手法を採用。以上によれば、ある規制の枠組みを検討する際には、機会費用を含めたコストや対価を評価することに加え、個人の選好や効用を十分に分析・検討することが、消費者行動の実態に即した効率的かつ効果的な規制につながると考えられる。

## 2. Nudge（ナッジ）

行動経済学の知見を政策に反映させるための代表的な方法がナッジ（Nudge）である。かかる概念を生み出したセーラーとサンステイーンによれば、ナッジとは、食事制限をしている人に対してジャンクフードを食べることを禁ずるのではなく、目線の高さにフルーツを置いてあげるように、「選択を禁ずることも、経済的なインセンティブを大きく変えることもなく、人々の行動を予測可能な方法で変える選択アーキテクチャのあらゆる要素」であると定義する<sup>79)</sup>。ここで「選択アーキテクチャ」とは、「選択を促すための制度や仕掛け」のことを

76) 白杵政治「行動経済学と確定拠出年金—英国 NEST を中心に」年金ストラテジー 235 号 2 頁以下を参照（2016）。

77) Australian Government, *supra* note (74) at 9.

78) Department of Finance and Deregulation, *supra* note (67) at 32.

79) R. H. Thaler and C. R. Sunstein, NUDGE: IMPROVING DECISIONS ABOUT HEALTH, WEALTH AND HAPPINESS (Yale University Press 2008) at 6 (邦訳として、遠藤夏美訳『実践行動経済学:健康、富、幸福への聡明な選択』(日経 BP 社、2009)を参照)。リーマンショックと時を同じくして公表された同論文は、消費者保護のためにどのような政策を打ち出せるのか、打ち出す場合でも、できるだけコストがかからない方法を模索している。

意味する。具体的にいえば、(1)ある行動バイアスを識別・特定し、(2)そのようなバイアスによって引き起こされる消費者の損失や不利益に取り組むための政策の選択肢を開発・作成することである<sup>80)</sup>。つまり、前記V. 1でみた強制貯蓄制度のように、公共政策において政府が人の行動原理を利用して、強制することなく、望ましい行動に誘導することをいう<sup>81)</sup>。

ナッジによる方法は、規制者が複数ある選択肢のうちで望ましい選択肢をどのように提供するか、言いかえれば、推奨すべきデフォルトをどのように定めるかについて、国民すなわち消費者への干渉の度合いにより、(1)Shove（押しつけ）、(2)Assisted nudge（支援付きナッジ）、(3)Pure nudge（純ナッジ）の3つの方法が考えられる<sup>82)</sup>。(1)Shoveは、企業に対して追加的な要求をすることなく、政府主導で選択アーキテクチャを変えるものであり、いわば介入（intervention）に近い。法令により選択肢を排除したり（健康のために、学生食堂での炭酸飲料の販売を禁止することなど）、選択を制限するような「規制介入（regulatory intervention）」（公共エリアでの喫煙の禁止など）と、増税をしたり価格を上げたりすることによる「財政干渉（fiscal intervention）」がある。(2)Assisted nudgeは、消費者の望ましい選択を後押しするために企業を規制する方法である。例えば、チョコレートをレジ近くから撤去させて、陳列棚でのみ買えるように、スーパーマーケットに対して商品の陳列方法を変え

---

80) セーラーとサンスティーンによれば、ナッジ（Nudges）は、インセンティブ（iNcentive）、対応づけの理解（Understand mappings）、デフォルト（Defaults）、フィードバックの提供（Give feedback）、間違いの予見（Expect error）、複雑な選択の構造化（Structure complex choice）という6つの構成要素からなるとしている。詳細は、正木宏長「情報を用いた誘導への一視座——行動経済学、ナッジ、行政法——」立命館法学362号1059頁以下（2015）を参照。

81) 省エネ政策や健康・医療戦略など、ナッジの考え方は各国で様々な公共政策に利用されており、わが国においても環境省等においてナッジを利用した環境対策が検討され始めている。なお、行動経済学の知見を応用した金融分野での各国における政策への取組みについては、OSCの文書を参照した（OSC, *supra* note（59） at 80-99）。

82) The following descriptions of the way of “nudge” are given by Department of Finance and Deregulation, *supra* note（67） at 36-37.



るように規制することなどである。(3) Pure nudge は、例えば、医者が飲酒量を減らすキャンペーンを行って消費者を説得するように、権威を用いて消費者行動に影響を及ぼす「説得 (persuasion)」や、政府が政策として、臓器提供を明確に拒否していた場合のみ臓器の摘出を断念するというオプトアウト方式を推進するように、「政府の直接的な消費者政策 (direct government-to-consumer policy)」によるものを指す。もっとも、政府の考えるより良い選択へと消費者を導くために、3つの方法のいずれか1つが採用されなければならないということではない。また、上記(2)、(3)の方法であっても介入の要素が全くないということではない。

### 3. 競争政策との関係

意思決定のプロセスにおいて、消費者は商品の情報を評価したり比較したりすることが比較的難しいと感じる<sup>83)</sup>。巧妙な売り手は、そのような消費者の認知バイアスや、バイアスによる誤認に応じて消費者取引を考案するといわれている<sup>84)</sup>。たしかに、行動経済学が消費者の効用を上げるためにマーケティングに活かされることもあるが、悪用されるケースも少なくない。ある取引が売り手の原価構造ではなく、消費者の心理構造に応じて考案される場合、結果として生じる歪みは国民の厚生を低下させ、消費者を害する<sup>85)</sup>。

しかし市場競争を促進することで、ヒューマン・エラーが引き起こす行動

---

83) European Commission, *On the Follow Up in Retail Financial Services to the Consumer Market Scoreboard*, Commission Staff Working Document (2009) (銀行サービスを選択する際に、手数料に係る情報開示が不十分であること、契約締結前交付書面が複雑で理解できないこと、銀行からのアドバイスが不十分であることなどにより、銀行間の選択が難しく、例えば、2007年からの2年間で当座預金勘定を別の銀行に変更した顧客は9%にとどまったという)。See also R. Spiegler, *Choice Complexity and Market Competition*, 8 Annual Review of Economics 1 (2016).

84) Oxera, *infra* note (91).

85) O. Bar-Gill, *Consumer Transactions* in E. Zamir and D. Teichman (eds.), *THE OXFORD HANDBOOK OF BEHAVIORAL ECONOMICS AND THE LAW* (Oxford University Press 2014) at 468.

市場の失敗（behavioral market failure）<sup>86)</sup>が改善するわけではない<sup>87)</sup>。なぜならば、消費者が便益を正確に認識していれば、競争は消費者にとって役に立つ。言い換えれば、効率的に競争が行われていれば、顧客は商品供給者である企業の選択に従うことができ、企業に一定のプレッシャーを与えながら自らのニーズを満たすことができるからである。しかし消費者が十分に理性的ではない場合、競争は、消費者に対する実利の見返りなく純利益を最大化する<sup>88)</sup>。価格についていえば、消費者が理性的な場合、売り手は低価格で競争を行うが、そうでない場合、売り手はあたかも低価格で競争しているように見せかけることがある<sup>89)</sup>。このため、場合によっては競争が不正を招くこともあり得る。

このような問題の本質は、不完全に理性的な消費者が、偏った需要（biased demand）を生み出してしまうことにある<sup>90)</sup>。そして、消費者の認知バイアスは需要と供給の好循環を妨げてしまうおそれもある<sup>91)</sup>。しかしながら、消費者の認識や誤認は内因性のものであり得るため、売り手である企業がマーケティング等を通じて、消費者の認知バイアスに影響を及ぼすことはできる<sup>92)</sup>。その

---

86) See C. R. Sunstein, *The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism* (November 29, 2012), Yale Law Journal, forthcoming, at 6 note (21); 12-21, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2182619>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2182619>.

87) Bar-Gill, *supra* note (85) at 469. 競争の弊害を明らかにした以下の実証研究を参照（R. Spiegler, *Competition over Agents with Boundedly Rational Expectations*, 1 Theoretical Economics 207 (2015)）.

88) Ibid.

89) わが国でも、大手企業において製品の試験データの改ざんがなされたり、産地偽装された商品が老舗から販売されることなどに具体的に現れてきた。

90) Bar-Gill, *supra* note (85) at 469.

91) Oxera, *Behavioral economics and its impact on competition policy: A practical assessment with illustrative examples from financial services* (2013), prepared for the Netherlands Authority for Consumers and Markets (ACM) at 30, available at <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Behavioural-economics-and-its-impact-on-competition-policy.pdf>.

92) See M. Piccione and R. Spiegler, *Price Competition under Limited Comparability*, 127 (1) Quarterly Journal of Economics 97 (2010).

結果、市場に「有効な競争 (effective competition)」がもたらされる可能性が開ける。従来、競争の有効性はライバルを排除するための戦略を意味してきたが、「有効な」競争であるかどうかは、本来は商品の「価格や品質、サービス」によって決定されるべきものであるからである<sup>93)</sup>。

ただし、一般的には多くの場合、企業は消費者のバイアスを操作し利用する戦略をとることが多い<sup>94)</sup>。このため、ナッジの手法を取り入れた競争政策により、企業が消費者の認知バイアスを悪用しないように誘導するという方法が望ましいと考えられてくる。しかも、政策決定者が消費者の行う決定に影響を与えることができる機会は、意思決定のコンテキストの中にしかない。そこで例えば英国のFCAは、前身であるFSAから改組する際に、金融市場における“effective competition”を新たな政策目的として掲げることとし<sup>95)</sup>、後記VI以下で具体的にみるように、消費者の認知バイアスを除去するための方法の一環として、規制の検討過程に競争政策上の観点を加えた。問題の本質を突き止め、納得できる説明をするためには、金融業者がどのように競争をし（具体的には金融商品の設計・勧誘・販売の各プロセスが検証される）、どのような規制の失敗が存在しているのか、認知バイアスはこれらの要因とどのように関係するのかという点を検証し、幅広い文脈で市場を捉えることが重要であるからである<sup>96)</sup>。

---

93) 従来の競争要因や競争環境等の分析は供給側に焦点が当てられてきたが、需要者側すなわち消費者から見た競争政策の在り方が、消費者の限定合理性を考慮に入れながら検討されている (S. Huck, J. Zhou and C. Duke, *Consumer Behavioral Biases in Competition: A Survey*, OFT 1324, MPRA Paper No. 31794 (2011), available at [https://mpr.aub.uni-muenchen.de/31794/1/MPRA\\_paper\\_31794.pdf](https://mpr.aub.uni-muenchen.de/31794/1/MPRA_paper_31794.pdf); Oxera, *supra* note (91)).

94) Oxera, *supra* note (91).

95) リテールバンキングの分野で競争政策上の問題が存在し、問題解決のためには規制による措置が講じられる必要があることについては、1990年代に組織された Cruickshank 委員会のレポートにおいてすでに指摘がなされている (D. Cruickshank, *Competition in UK Banking A Report to the Chancellor of the Exchequer* (2000), available at [https://www.vocalink.com/media/1603/cruickshank\\_report\\_2000.pdf](https://www.vocalink.com/media/1603/cruickshank_report_2000.pdf)).

96) Erta, *et al.*, *supra* note (52) at 30, 38-39.

論説（木村）

（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 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻教授）