

平成 30 年 6 月 13 日現在

機関番号：12102

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2017

課題番号：26380106

研究課題名(和文)行動経済学と証券規制

研究課題名(英文)Behavioral Economics and Securities Regulation

研究代表者

木村 真生子 (Kimura, Makiko)

筑波大学・ビジネスサイエンス系・教授

研究者番号：40580494

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、わが国の証券規制の分野ではまだ検討が進んでいない行動経済学の知見を応用した証券規制の方法について分析を試みたものである。

証券法の趣旨が、業者が個人投資家の弱点を突くかたちで違法・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、投資家の弱点である心理バイアスの問題にも証券規制は目を向け、個人投資家の保護を図るべきである。

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点で意義を有する。

研究成果の概要(英文)：This study explores the need for reform of Japanese securities regulations by applying insights from behavioral economics to policy design. There is more to be said about such issues are yet to be discussed in Japan.

If one of the aims of securities regulations is to protect investors, regulators should realize the weakness of investors who are susceptible to cognitive biases appeared on investment activities.

By applying insights from behavioral economics to the process of soliciting and selling financial products, retail investors can protect themselves from problematic self-determination which affected by cognitive biases.

研究分野：民法

キーワード：行動経済学 証券規制 認知バイアス 消費者 限定合理性 適合性原則 プロダクト・ガバナンス

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 研究を開始した当初、アメリカでは、証券詐欺をめぐる争われていた Halliburton 事件において、先例である Basic 判決(1988年)が変更されるのではないかという議論が巻き起こっていた。同事件の最高裁判所の多数意見は、先例が基礎とする「市場に対する詐欺理論」は市場の効率性を前提とするものではないと結論づけたが(Halliburton, Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014))、少数意見は先例の問題点を指摘し、その中で、市場に対する詐欺理論の背景にある効率的市場仮説に疑義があることを示した。

効率的市場仮説は伝統的な経済学に基づく考え方である。証券規制もまたこのような伝統的な経済学における「合理的な経済人」を基礎として形成されている。例えば、開示規制の根幹をなす「重要性(materiality)」の要件は、合理的な投資家(reasonable investor)がなす判断を基準とすべきことが判例(TSC Industries v. Northway など)・学説において述べられてきた。しかし予てから下級審判例や学説の中には、仮説的な「合理的な投資家」の概念を基礎に置くことを批判するものが少なからずあった。

そのような状況下で、アメリカの学説では Halliburton 事件判決を契機に、限定合理性の理論を出発点とする行動経済学の理論を根拠にして「重要性」の概念を批判的に検証する試みが再燃した。

他方で、研究者代表は当時、わが国のインサイダー取引の要件の1つである「重要事実」の概念を包括条項へ一本化すべきであるという学説の有力な考え方を推し進めるために、カナダのインサイダー取引規制の研究を行っていた。世界で初めて制定法によってインサイダー取引を規制したカナダは、特に「重要性」の判断基準を包括条項としている点で、わが国にとって示唆に富む規制を有している。しかし実際にはカナダでも当該包括条項を運用する上で様々な問題を生じており、また議論もある。このため、参考とすべき規制を有する国々の「重要性」の概念が、行動経済学の影響を受けた場合にどのように変容するのかについて、丁寧に検証をしていく必要があると考えた。

(2) ところで、「重要性」の概念が変容するということは、開示規制の基礎理念が変容を受けることを意味している。そして、開示規制が変容するということは、現在の証券規制の在り方が問われるということにほかならない。このため、行動経済学の理念が証券規制に取り込まれた場合に、証券規制はどのようなインパクトを受けるのか、またそもそも行動経済学の理念を証券規制に持ち込むことは可能なのか、可能であるとすればどのような規制の方法があり得るのかという点についても明らかにする必要がある。

(3) 研究を進めるなかで、従来の「重要性」の判例法理は、行動経済学の知見からすると、法的な予測可能性が低く、曖昧で、市場心理とかい離していることを理解した。しかし Halliburton 事件最高裁判決で Basic 判決の考え方が基本的に維持されたことに伴ってか、アメリカではその後、裁判例や学説において「重要性」の概念を大きく見直すような議論や動きがあまり見られなくなったように感じられた。

そこで、研究者代表は、公共政策に行動経済学の直接的な影響が現れているイギリスの動向に目を向けた。イギリスでは、政府内部に作られた Behavioral Insight Team とは別に、FSA(現 FCA)が2008年7月からLSE(ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス)と共同で組織を作り、行動ファイナンスや行動経済学の知見を用いた投資家保護のための新しいルール作りの検討を始めていた。また、EUでも、同年11月、ヨーロッパ委員会が行動経済学の知見を利用して新しい消費者保護規制を作ることを宣言した。本研究ではこのようなイギリスや欧州を新たな研究対象に据えることで、上記(2)の視点について掘り下げて検討を進めることとした。

## 2. 研究の目的

- (1) 行動経済学の知見を証券規制に取り込むことの必要性や目的を明らかにする。
- (2) 人の合理性を基準として成り立つ証券規制に行動経済学の考え方を導入するためには、従来の証券規制のどのような部分に具体的な変更を加える必要性が生じるのかを明らかにする。
- (3) 投資行動と心理バイアスの関係を明らかにする。
- (4) 行動経済学の知見を用いた具体的な政策が実行に移されている場合には、それについて調査し検討を行う。

## 3. 研究の方法

- (1) 投資行動と心理バイアスの関係について分析するために、他分野である認知心理学及び行動経済学、神経経済学の理論を習得するとともに、法と行動経済学の理論的な基礎を抑える。
- (2) 行動経済学と証券規制の関係について分析した国内外の論文(OECDが発行・出版したものを含む)を分析する。
- (3) EUやイギリスのFCA(またはFSA)が行動経済学との関連において出した文書や実証研究の内容を分析する。
- (4) 英連邦に属するオーストラリアやカナダがイギリスでの議論を追っている可能性があるため、両国の規制動向等についても併せて調査する。
- (5) (3)及び(4)に関する最新の動向や研究について調査をするために、現地の大学図書館を

基点にして調査を行う。

#### 4. 研究成果

##### (1) 主な成果

ア. ルイ・ロス教授がかつて「投資家なら誰でもへまをする権利がある」と述べたことから象徴されるように、伝統的な証券規制の基礎理念の根底には、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ある。

投資者の投資判断は尊重され、投資者は締結した金融取引契約の内容に拘束される。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も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。

ところが、2008年の金融危機後に、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だと認識し始めている。

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40条の考え方など）に見られてきた。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ってい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、一定の合理的な投資者を対象としていると考えられている証券取引の規制に、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従来の投資者保護の在り方を検討し直す必要がある。

##### イ. 投資者像の揺らぎ

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、金融商品の内容を自ら理解することができ、他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。このような考え方は基本的には諸外国の証券規制においても変わらない。しかし様々な事情により、諸外国ではそのような投資者像にも変化がみられ始めている。

例えば、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、国民が自ら退職年金の運用に責任を持つことに期待を寄せた。そのために、国民すなわち消費者を、個人投資家として金融証券市場に導き入れる必要があった。しかし、消費者に市場への参入を認めながらも、従来の証券規制の枠組みの中で消費者保護を図る対応はしていない。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、2001年に設立されたカナダ金融消費者庁（FCAC）がある。同庁は証券規制を担うカナダ証券委員会（CSA）などとは別個に存在し、「金融消費者（financial consumer）」という概念を立てて、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、投資者と消費者をその性質の違いから保護の態様を分けている。

これに対して、イギリスでは、1988年のBarlow Clowesによる不正会計事件を契機に、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、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、その立場は2000年金融サービス法（Financial Services Markets Act: FSMA 2000）の目的に反映された。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ために、行為主体の知的・金銭的な能力などに応じて顧客を区分する（client classification）考え方も生まれた。このようにイギリスで投資者の消費者化が起きたことは、消費者を対象とする研究を蓄積してきた行動経済学の知見を、証券法制に取り込むための素地ができたことを意味する。

##### ウ. 投資法制における投資者の保護政策とその限界

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。また、勧誘自体が禁止される金融商品は一部の商品に限定されており、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。

このような規制方法が採られているのは、投資者が開示された情報を基に自ら情報を収集・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。しかし、複雑な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。なぜならば、従来の仕組商品の販売をめぐる裁判例をみれば、業者の行為規制である適合性原則や説明義務などが実際に投資者保護のルールとして機能しているのかがどうかについては、必ずしも判然としないところがある。

おそらくその背景には、勧誘時、投資者が自らの投資意向を業者に正しく伝えられて

いないこと、また、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という事実があることをうかがわせる。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。より正確に言えば、投資活動においてシステムティックな心理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ないことを表している。

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が、高い確率の不注意が起こりうるものであるとすればどうであろうか。

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、投資家の弱点である心理バイアスの問題にも証券規制は目を向け、投資家保護を図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。実際にも、人はシステムティカルに誤りを犯すことが明らかだとする証拠も増えてきている。

## エ．投資家行動と認知バイアス

心理状態が人の意思決定に関係するという認識の下では、金融商品の勧誘・販売過程のさまざまな段階で認知バイアスの作用があることになる。その作用によって、人は投資判断において陥りがちな判断ミスを引き起こしやすくなる。

投資行動に関係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おり、例えば「代表性バイアス」、「損失回避」、「自信過剰」、「現状維持」、「心的会計」、「先延ばし」、「ハーディング（横並び行動）」、「知識の呪縛（curse of knowledge）」、「コントロール幻想バイアス」などが挙げられる。

例えば、人は、結果がすぐには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とされる。長期のキャッシュフローを予測しなければならぬ株価市場での投資判断に現れるのが典型的な例で、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、「損失回避」は、人が損失の確定を嫌う傾向があることをさす。例えば、株価下落の局面で、損失を恐れて損切りができない者は多い。これは自分の失敗を認めたくないという人の心理が影響する。

「知識の呪縛」は、誤った人の情報処理の過程で起きる現象をさす。具体的には、最初に選択したものに固執する傾向（アンカリング

効果）や、定量的な情報に支配される傾向などがある。個人投資家が過去の実績や予測に基づく定量的な情報に左右されて、手数料やその他の契約の重要な情報を無視したり、それほど重きを置かなくなるのは、心理バイアスの影響によるとされる。

## オ．証券規制における行動経済学の受容

認知バイアスは一般的に除去することが難しいものである。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することができるかもしれない。実際、わが国でも諸外国に倣い、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、バイアスを除去するには相当程度の時間がかかる。また、認知バイアスは教育によっても完全に除去することができないという本質的で深刻な問題がある。

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ると思われる。しかし消費者に近い性質を有す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可能性がある。個人投資家を証券市場へと誘うためには、例えば、上記でみたような認知バイアスを、法が介入的に除去する手助けを行う必要性がある。

バイアスを除去する方法は、個人の行動をそっと後押しするような、ナッジング（Nudging）の方法を通じて行われることが望ましいとされる。具体的には、ある行動バイアスを識別・特定し、そのようなバイアスによって引き起こされる個人投資家の損失や不利益に取り組むための政策の選択肢を開発し、作成することが前提となる。

イギリスやEU、オーストラリアなどではすでに証券規制においてこの種の取組みが始まっている。その1つが、適合性原則に基づいて行われる顧客の属性チェックの方法の見直しである。例えば、MiFID（EUの金融資本市場規制）では、行動経済学の知見に基づき、適合性原則の考え方に修正を加えている。すなわち、顧客の認知バイアスを考慮に入れずに行われた適合性のチェックは信頼性に欠けるとして、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（自信過剰バイアスなど）を防ぐような質問が適切な方法でなされなければならないとされている。人の心理的要因や感情的要因をできる限り排除するような質問事項を考えることは、顧客のリスク許容度を適正に量ることにつながる。

また、1つが、高リスク商品に対するプロダクト規制（product governance/ product

intervention)である。個人投資家は、自信過剰バイアスやコントロール幻想バイアスの影響によって、ハイリスクな商品であっても、リスク部分は制御できるといった誤った信念を持ちやすく、ハイリターンが求められる商品に魅力を抱きやすい。そこで、イギリスでは、個人投資家に複雑で高リスクな仕組商品が広く流通したことの反省から、業者に対してプロダクト・ガバナンスの履行が求められた(FSA, Retail Product Development and Governance – Structured Product Revive, 2012)。また、オーストラリアでも、ハイブリッド証券の設計販売・流通に関して同様の取組みが行われている(ASIC, Report 427, 2014)。

例えば、イギリスの例では、仕組商品の社内での認証手続きを透明化すること、商品の設計・開発段階でターゲット顧客を絞り、商品が償還されるまでのリスク・シナリオを検証し、ストレス・テストを実施することが推奨される。これらは、商品の需要者側の目線に立った商品の開発・設計が強く求められていることを意味する。このような商品規制の方法は、わが国では保険商品の認可手続きに類似すると思われるが、少なくとも、証券分野では開示主義の原則の下で、厳格なプロダクト規制は行われてこなかった。諸外国で進んでいるプロダクト規制の取組みは、現在の仕組商品規制を再考する上で示唆に富むものがある。

### (2)得られた成果の位置づけとインパクト

行動経済学の知見に基づく新しい証券規制の方法は、従来の証券規制を根本から変えるものではない。証券規制の枠組みの中で、弱小な個人投資家すなわち消費者を保護するために、追加的な補整を行うことを提示しているにすぎない。

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ように思われるが、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、大きな意義を有する。

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、最適な意思決定のための必要条件ではない。

本研究は、わが国の証券規制の分野ではまだ検討が進んでいない行動経済学の知見を応用する証券規制の方法について、詳細な分析を試みた点に意義があるといえる。

### (3)今後の展望

Sophisticated investors (自衛力認定投資家)とは、投資経験が豊富で、金融リテラシーが高い者を意味する用語として使われて

おり、個人投資家と対比される法人は sophisticated investors に区分されやすく、その保護の程度も比較的軽い。しかし sophisticated investors であっても、認知バイアスに左右される点では個人投資家と同様の問題がある。今後は、法人投資家の保護の問題についても行動経済学や認知心理学との関係から分析・検討を進めたい。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計0件)

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕

○出願状況(計0件)

○取得状況(計0件)

〔その他〕

ホームページ等

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

木村真生子(KIMURA MAKIKO)

筑波大学・大学院ビジネス科学研究科・教授

研究者番号：40580494

### (2)研究分担者

( )

研究者番号：

### (3)連携研究者

( )

研究者番号：

### (4)研究協力者

( )