

投資行動の消費者心理と勧誘行為の違法性評価

山 本 顯 治

1. はじめに——投資取引をめぐる紛争の頻発——

ただいまご紹介をいただきました山本です。よろしくお願いいたします。
本日お話しいたします「投資行動の消費者心理と勧誘行為の違法性評価」
ですが、一昨年に神戸大学法学研究科21世紀 COE プログラム「市場化社会の法動態学」研究教育活動の成果として出版いたしました『法動態学叢書 水平的秩序 第4巻 紛争と対話』（法律文化社、2007）所収の論文が基礎になっております。

ご存じの通り、90年代に入りまして民事紛争は顕著な特色を見せております。それは、投資取引に関する紛争の頻発と申し上げることができます。投資取引に関しましては、裁判例の蓄積・学説の展開により、説明義務法理、断定的判断の提供法理、適合性原則等が展開され、近時では助言義務に言及する最高裁判決も出ており、新しい民事勧誘規制法理が展開されつつあります。立法におきまして、2000年(平成12年)に消費者契約法と金融商品の販売等に関する法律が成立し、2006年(平成18年)に証券取引法が金融商品取引法に改正され抜本的な変革が進められていることは皆さんもご存じのところでは。

しかしながら、説明義務法理や断定的判断の提供等々重要な法理の展開が見られるわけですが、裁判例を見ますと類似した事実関係であるにもかかわらず、一方では投資家の自己責任を強調するものが見られるのに対して、他方では勧誘者がセールストークの限界を超え違法な勧誘をなしたと評価するものもあり、そこには微妙ではありますが看過しがたい違いが見出されるように思われます。もちろん、結論の相違は事実関係に依

存するとも考えられますし、実際、投資取引を巡る紛争類型においては法律論以上に事実の認定が重要な役割を果たしているとの指摘も見られます。しかしながら、投資紛争における事実を認定し評価するにあたって判断者が有している認識枠組みが果たす重要性については、我が国の民法学はこれまで意識をすることがなく、立ち入った検討もなされておられません。ところが裁判例を詳しく見ますと、個々の判断者の抱く投資家像というのが、事実を認定し評価する際に大きな影響を及ぼしているように思われます。そこで、投資取引に関する常識や、通念的な投資家像に基づいた事実の評価というものを超えて、事実関係を見・評価する際の認識・判断の枠組みについて法学的にもっと検討すべきではないのかということが本日の主題となります。裁判例を見ますと、一方では投資家の自己決定・自己責任を強調するものから、他方では勧誘の違法性を強調するものまで、色々あると申し上げましたが、そこには自己決定・自己責任を問う前提として投資家の属性に対する一定のパターン化された前提理解が見出されるように思われるのです。その点をもう少し理論的に詰めて考えてみる必要があるのではないかと、本日は話したいと思えます。

2. 取引の経緯

検討の素材として取り上げますのは、若干古いのですけれども、平成4年10月21日の名古屋地裁判決です。これは海外商品先物取引、砂糖の取引ですが、当時は、先物取引の事件が頻発しており、本判決に先立つ平成4年2月18日に、商品先物取引における「客殺し商法」に関し最高裁判決（刑事）も出ております。この名古屋地裁判決ですが、原告Xは小学校の教師を退職し、退職金により生計を維持していた事件当時54歳の女性、つまり知的な属性を持っている投資家です。投資目的での株取引の経験はあったものの、これは主として夫が行っていたものであり、Xには商品取引を行った経験はなかったと認定されております。Xは当初少額から取引を開始したのですが、3年半後、7,971万円余りの損失を出して取引が終了し、詐欺的商法であるとして、Xが相手方であるY会社等に損害賠償請求を行ったという事件です。当時説明義務等が未だ十分に法理として確立していなかったこともあるのでしょうか、Xは客殺しの詐欺的商法が不法行為を

構成するとのみ主張したようです。

海外商品先物取引は現在はずしも主流をなしている事件類型とはいえませんが、本判決を取り上げましたのは、原告Xが取引の深みに次第にはまっていくプロセスが、他の投資取引事件においても多く見られる典型的な経緯を示しているものであり、またこれに対する裁判所の判断が、他の裁判例においても多かれ少なかれ見られる投資家像を基礎にしているという意味におきまして、先ほど申し上げた事実を認定し評価する際の判断枠組みの重要性を典型的に示すものということができるためです。

事件の経過を具体的に見てゆきましょう。本件の取引の経過を示しているのが図1です。

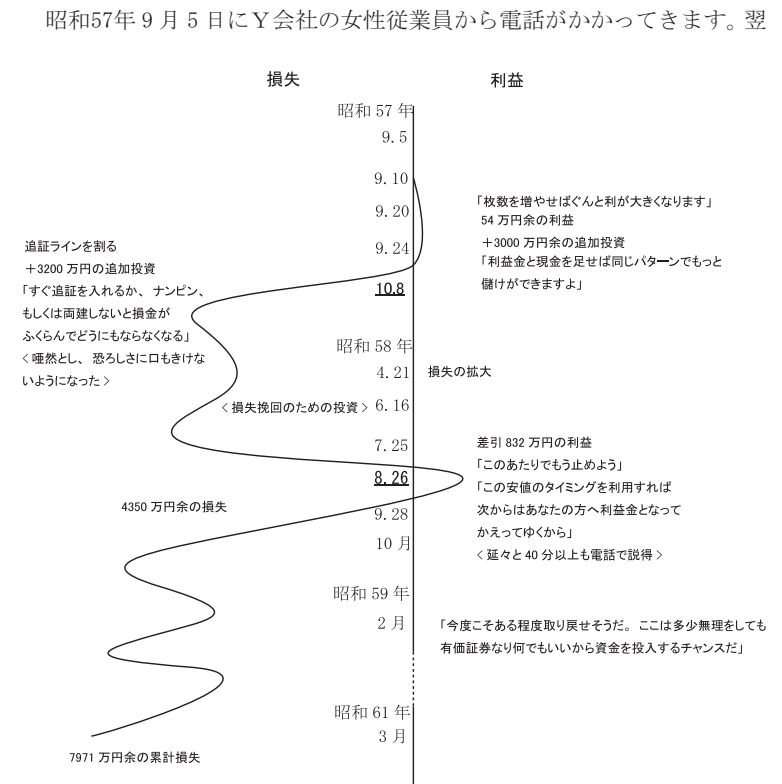


図1 取引の経緯

日Y会社の従業員が来訪し、砂糖の先物取引の勧誘を行います。そして、9月10日に、一度会社を見るだけでもいいからと誘われて、Xは会社に行っております。Xは、当初そもそもこのような会社の存在さえ疑っていましたが、「このタイミングを逃すなんてもったいない」等と言われ、480万円分の取引を行ったのが発端です。図1には、波のようなものが描いてあるのですが、右側が利得を表し、左側が損失を表します。9月10日から取引を始めて、即座に若干利益が出て、程なくして大きな損が出、ごく一時期利益が出ますが、最終的には損失が広がっていくという、本件における利益・損失の関係を大雑把に表しているのが波線です。

Xは480万円で取引を開始したのですが、取引を開始して10日後の9月20日に、さっそく54万円の利益が出た、1割以上の利益が出たという連絡を受けます。そこで「枚数を増やせばぐんと利が大きくなります」と言われ、一気に3,000万円余の追加投資を行っております。さらに、取引を開始してから2週間後の9月24日に、さらに利益が出たとの連絡があり、Xはさらに200万円弱を追加投資し、取引を拡大しております。当初480万円余で開始された取引は、2週間後には計3千数百万円の規模に膨らんでいったことになります。

取引開始後わずか2週間余にもかかわらず、Xは順風満帆に利益を得ていたのですが、ある日事態が一変します。取引開始後1カ月経った10月8日に、図1では波線が左の方に大きく曲がる時点ですが、砂糖が大幅な値下がりを見せ、追証ラインに達してしまった、すぐに追証を入れるかナンピンもしくは両建しないとどうしようもなくなる、という連絡をXは受けたのです。この段階で原告Xの投資額は3,700万円余りとなっており、この大半を失う可能性があるという連絡を受けたわけです。判決文はこの時の様子を、「予想外の話にXは啞然とし恐ろしさに口もきけなくなった」と記しています。Xは追証などとは聞いたこともない、追証が必要になるという説明も一切受けていないと抗議しましたが、相手方は、追証が必要になることがあるのはこの世界では常識の部類、とにかく今は議論をしているときではない、と畳みかけ、Xから3,200万円余の追加投資を引き出しております。その後もXは損金の大きさに驚き、商品取引が非常に危険なものであることを認識し、もう止めようと思いつつも、損が挽回できるといわれるままに、取引を継続したと認定されてお

ります。

ところが、翌昭和58年8月26日に至りますと、図1の波線が利益側に急上昇していますように、一時的に利益がでます。ここで手仕舞いすれば従前の累計損失を差し引いても、計850万円余りの利益が得られる状況に至ります。Xは、このあたりでもう取引をやめようと思ったのですが、この日には特に強い勧誘がなされ、Xは結局手仕舞いをしませんでした。この日の勧誘態様を裁判所も重視しており、判決文には「この安値のタイミングを利用すれば、次の建て玉からはあなたの方に利益金となって返ってゆくから」と「延々と40分以上も電話で説得を受け」と記されています。この「8月26日」は、Xが利益を得ながら取引を手仕舞いする最後の機会であり、この日を最後にXの損失は拡大の一途を辿ることとなります。

結局Xは、利益を上げつつ手仕舞いする格好の機会を逃すこととなり、8月26日以降には再び損失をだし、その後損失は膨れあがってゆきます。最後はもう刀折れ矢尽きた状態とでもいえるのでしょうか、投資資金が底を突いて昭和61年3月10日にXは解約を申し入れます。約3年半にわたる取引は、7,971万円余りの累計損失を出して終了することとなったというのがこの事件です。

3. 判決：顧客は成長する？

判決は、まず詐欺的商法・客殺し商法の定義を掲げ、その上で、一時的に利益の上がった8月26日以前の取引と8月26日以降の取引の2つの部分に分けて、詐欺的商法の有無を評価しています。まず詐欺的商法の定義ですが、商品取引の売買委託に名を借りた詐欺、いわゆる客殺しの詐欺的商法とは、

- 1、顧客が取引の証拠金として預託した金銭等を最終的に受託会社が取得することを目的とし、
- 2、顧客の意思と無関係に、売りまたは買いを建て、これを仕切ることによって、
- 3、最終的に顧客に損失を被らせ、預託した金銭の返還をしないことをいうとされています。

この中で、詐欺的商法を詐欺的商法たらしめるのは、2の客に損を被ら

せるための手段である、と述べています。つまり、顧客の意思と無関係に、売りまたは買いを建て、これを仕切るところが、中核をなすというわけです。

その上で、「逆に言えば、顧客が真に自由な意思に基づいた取引をなした場合には、結果的に損失を被ったとしても客自身の責任であり、詐欺的商法の結果損失を被ったとはいえない」という一般論を立てています。そしてこの定義に照らして、8月26日以前と以降の取引を評価しています。

まず8月26日以前の取引ですけれども、8月26日の段階で一時的に差益金、利益が出ていますから、8月26日時点におきましては、定義の3にある「損失を被らせ」という要件を欠くことになります。従いまして、8月26日以前の取引に関しては、勧誘行為に問題はあったけれども不法行為は成立しないとされます。興味深いのは8月26日以降の勧誘方法に関する評価です。判決は一般論として「詐欺的商法がその目的を達成するまでには一定の期間を要するところ、当初は商品取引について知識がなかった客であっても、取引を経験することによって、その知識と自己の判断によって取引の注文をする能力が養われてくるが、その後に自己の判断で取引を継続したような場合には、もはや詐欺的商法であるとはいえなくなり、仮に、取引の結果損失が生じたとしても、少なくともその後における取引の損失については、顧客の責任である」と述べています。

続けて判決は、「原告は、それまで1年近く取引を行ってきており、その間1回の取引で1700万円とか2300万円、最高2700万円もの差損金が出たこともあったのであるから、商品取引の仕組みはもちろん、その投機性や危険性については十分に理解するに至っていたと思われる」とし、このようなXがそれまでの損失が無くなったにもかかわらず、昭和58年8月26日に新たに買い建てをなしたのは、「原告が投機による更なる利益を目論んでなしたものである」として原告の請求を全面的に棄却しております。

4. 投資行動の消費者心理——プロスペクト理論——

この判決の基礎には、合理的投資家像とでも呼び得るものが基本的なモデルあるいは前提理解として存在しているように思われます。つまり、判

決に示されているように、当初は投資経験も商品知識もない顧客であったとしても、取引を積み重ねる中で、次第に商品先物取引の仕組みや投機性、危険性について経験値を高めるものであって、一定期間後は、仮に損失が続いたとしても、顧客は合理的な判断をなし得る存在に成長しているはずだ、という投資家像が基礎にあるわけです。つまり、一定の取引経験を積むことによって、投資家も自己決定と自己責任を担い得るだけの自立した取引主体に成長し得るはずだ、との考えが存しているわけです。

これを仮に合理的投資家像と呼ぶとしますと、このような合理的投資家像が果たして妥当なのかということについては、検討の余地があるように思われます。同様の経過を見せる投資事件は多数あり、最初は慎重に取引を行っていたのに、損失がでると取引額が急増し、これに伴って損失が累積的に増えていくという事件は容易に見出すことができます。例えば、東京地裁平成8年7月26日判決は、百貨店の支店長が株取引によって巨額の損失を被った後に、勧誘者の断定的判断の提供によってさらに投資を継続し結果としてさらに損失を被ったという事例ですが、原告は「今一度、結果に賭けて見ようと考え、最終的にはリスクとメリットを比較考慮した自己の判断によって本件株式を購入したと推認すべきである」として、原告敗訴の結論を導いております。これに対して、控訴審である東京高裁平成9年5月22日判決は、Xは当時大手百貨店の取締役支店長であり、「その後常務取締役という枢要な地位に就いたものであって」、「通常人以上の知識と判断力を備えていたものと推認される上、多大な損失を招きその負債の処理に迫られるに至っていたそれまでの株式取引の経緯に照らし、値上がりにすることについての相当な裏付けもなしに、自己の判断のみで本件株式の値上がりに賭けて右のような危険性のある高額の取引を行ったとは考え難い」と述べて、被告の勧誘行為が不法行為を構成すると結論づけています。

このように、顧客は取引の経験を積むことによって合理的な判断をなし得る存在となっており、よって損失を被ったとしてもそれは顧客の自己責任に基づく取引であるという考え方に親近性のある裁判例がある一方で、一定の取引経験を有しているからこそ、損害を拡大するような大きな危険のある取引を理由もなく行うはずはないとの評価をなし、よってそこには違法な勧誘の存在が推認されるという結論を導く裁判例もあります。本日

の報告テーマから見ますと、このような異なった判断がなされるその基礎には投資家像に対する裁判官の前提理解があり、それが結論を導く上で重要な役割を果たしているのではないかとと思われるわけです。

そうしますと、裁判官の頭の中にある合理的投資家像という「常識」を、個々の裁判官の常識に委ねたままにするのではなく、現実の世界には一体どういう投資家が一般的・基本的なものとして存しているのか、あるいは現実の投資家は一体どういう心理構造を有しており、どのように行動することが一般的と考えられるものなのかという点を改めて精査する必要があります。その1つの手掛かりとなりますのが、カーネマンとトヴェルスキーにより提唱されました「プロスペクト理論」と呼ばれる考え方です。周知のとおり、カーネマンは2002年にノーベル経済学賞を受賞しております。

プロスペクト理論は、行動経済学(Behavioral Economics)という最近注目を集めております心理学と経済学に跨る浩瀚な理論の一部をなすものです。プロスペクト理論は図2によって表されるものですが、X軸、横軸は投資家が得ている利得・損失を表します。例えば0から右側の方に100万円、200万円とありますけれども、これは100万円の利得を得た、あるいは200万円の利得を得たということを示します。0から左側の領域では、100万円の損失を被った、200万円の損失を被ったことが示されております。これに対して縦軸は、人の得る満足ないし不満足感を表しております。例えば、人が100万円の利得を得た場合に、X軸を右方向に100万円の地点をとって、そこから真上に上がって行き、曲線と交わった点のY軸の高さ、つまり $v(100)$ がその時その人の得ている満足を表すこととなります。反対に、X軸方向を左側に進み100万円の損失を被った地点をとり、そこから真下に下がって行って曲線と交わった点のY軸の下方向への高さ、つまり $v(-100)$ がその時その人の感じている不満足感を表すこととなります。

従って、横軸は客観的にどれだけの利得、損失がその人に発生しているか、あるいは発生しうるかということを表しているのに対して、縦軸の方は、それに対してどれだけの満足、あるいは不満足を感じているかというその人の感じている主観を表しております。図2に示されていますように、この客観的な利得・損失と、主観的な満足・喪失感の関係はS字型カーブ

で表せることをカーネマン=トヴェルスキーは実験の結果明らかにしております。このS字型カーブで示される関数は価値関数と呼ばれており、これは客観的な利得・損失を主観的な満足感・不満足感に関連付けるものです。

この価値関数は3つの特色を持っています。まず第1の特色が、参照点依存性です。現在我々が200万円の現金を手を持っているとしますと、その200万円でどれだけの満足を感じるか、あるいは不満足を感じるかというのは、200万円の絶対値だけでは決まらず、必ず比較対象を必要とします。例えば、もともと1,000万円を持っていて現在200万円になったのであれば、800万円損失が生じているわけですから、我々は不満足を感じているはずで、ところが0円の元手から200万円に増えたのであれば、これは利益ですから満足を感じているはずで、従いまして、現状を評価するときには、その比較対象となる参照点（レファレンスポイント）が特定されねばならないことになります。図2では仮に0を参照点としていますが、これは1,000万円の元手で投資を始めたとしますと、そこから利益も損失も出ていない状態が0ですから、0を参照点とするということは、最初の初期投資額、元手の額を持っている状態を比較対象として選んでいることを意味します。このように、人は現状を一定の参照点を設定して評価するというのが、第1の特色となります。

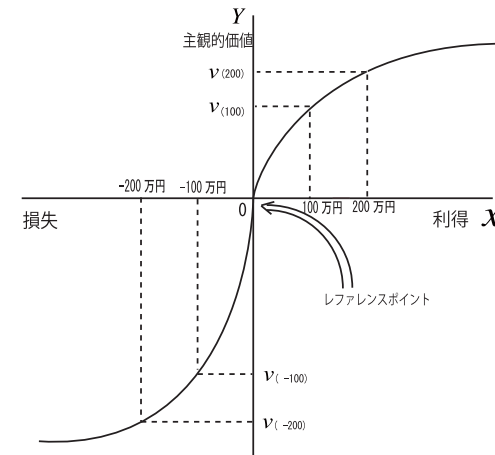


図2 プロスペクト理論・価値関数

2番目は、損失回避性という特色です。これはY軸を境にして左右に分けたときに、その右側領域つまり利得領域を見てゆきますと、仮に100万円利得を得たとします。そのときどれだけの満足を感じているかを図2で見ます。このときは、 $x=100$ の地点から垂直に上がってゆきS字型カーブと交わる点のY軸の値、つまり $v(100)$ の満足を人は感じていることが図からわかります。次にY軸の左側領域つまり損失領域を見てゆきますと、今度は逆に100万円の損失を被った場合を考えますから、 $v(-100)$ の不満足をこの人は感じていることが図2からわかります。ここで、 $v(100)$ と $v(-100)$ を比較しますと、S字型カーブは、利得領域においてはカーブは緩やかですけれども、損失領域においては傾きが急になっていることがポイントとなります。100万円の利得を得たときの満足感である $v(100)$ と、損失の被ったときの不満感である $v(-100)$ を比較しますと、S字型カーブの傾きが急になっていることから、 $v(-100)$ の絶対値の方が、 $v(100)$ の絶対値よりも大きな値を示すことがわかります。すなわち、ある人が道で100万円を拾ったときの喜びよりも、手元の100万円を落としたときのショックの方が、絶対値が大きいということが図2からわかります。同額の利得からの満足感よりも、同額の損失からの不満感の絶対値の方が大きい、つまり「人は喜びよりもショックをより大きく感じる存在である」ということがわかります。これを損失回避性と呼びます。

3番目が、感応度逓減性といわれるものです。利得領域を見ますと、最初の100万円をある人が道で拾ったとします。そうしますとその人は拾う前の0の状態と比較して $v(100)$ の満足を感じます。ところが、もう少し先に歩いてみると、さらに100万円を拾ったとします。そのときは、さらに現在の100万円の利得状態からさらにX軸方向に100万円分右の方に進むわけですから、今度はこの人は $v(200)$ の満足を感じるようになります。最初の100万円の拾得による満足感と、次の100万円の拾得による満足感を比較しますと、最初の100万円を拾ったときは0から $v(100)$ ですから、満足感は大きく上昇していますが、さらに同じ額の100万円を拾った場合には、満足感の増加は $v(100)$ から $v(200)$ への増加となりますから、満足感の増加の度合いは小さくなっています。損失の場合も同じことがいえます。最初に100万円を落としたときに感じる不満感 $v(-100)$ ですが、追加的にさらに100万円落としてしまったときは、感じる不満感 $v(-100)$

から $v(-200)$ ですから、今度は不満感の増加の度合いが若干小さくなることになります。つまり、人は刺激に対して次第に鈍くなるというのでしょうか、得をしますと次第にそれに慣れてゆきますし、損を被っても同じく次第に慣れてくるのがわかります。最初に100万円の利得を得ると大変うれしいのだけれども、さらに追加的に100万円の利得を得ると最初の時ほどうれしさの増加の度合いが大きくない。最初に100万円を失うととてもショックが大きいのですけれども、さらに追加的に100万円を失うと、同じくショックは増加するのですけれども、それほど衝撃を感じなくなるというわけです。次第にショックに対して慣れてくるといいますか、痛みが麻痺してくるというのでしょうか、そういう性質を人は持っていることになります。

本日は、この価値関数につきもう少し丁寧に見てゆきたいと思います。図3は、図2の利得領域部分のグラフだけを取り出したものです。

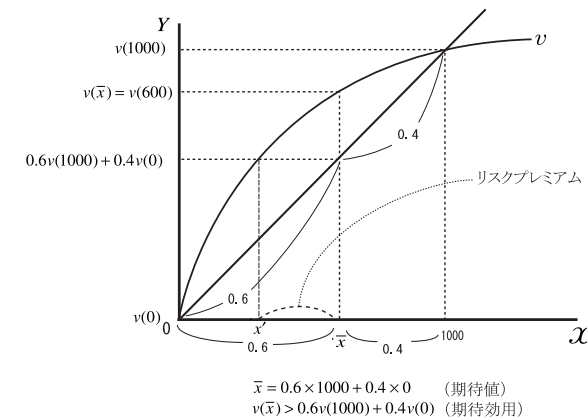


図3 利得領域・感応度逓減性

今私がここに宝くじを持っているとします。この宝くじは60パーセントの確率で当たりがでて、1,000万円が当たります。しかし40パーセントの確率ではずれとなり、そのときは0円です。他方、今皆さんは手元に600万円の現金をもっているとします。ここで私は皆さんに対して申し出をおこないます。どんな申し出かといいますと、私が持っているこの宝くじと、皆さんの現金600万円を交換しましょう、と申し出るのです。他人事とし

て抽象的に考えるのではなくてリアルに考えて頂きたいのですけれども、皆さんが今手元に持っている600万円と私の宝くじを交換するかどうかを考えていただきたいのです。果たして皆さんは交換に応ずるだろうか、皆さんは私からこの宝くじを600万円で購入するだろうかということです。もし交換に応じないのであれば、皆さんは図3に示されているリスクに対する態度を有している人ということになります。

図3は、人はこの交換に応じないということを示しています。現に持っている600万円と、60パーセントの確率で1,000万円が当たる宝くじを比較しますと、かなりのパーセントの人は現金の方を好む(あるものとあるものを比較して、より一方を好むことを、「選好する」といいます)、宝くじよりも現金を選好するという実験結果がでており、その結果を図3は示しています。客観的な値である期待値を見ていきますと、 $0.6 \times 1,000$ は600で、 0.4×0 は0ですから、足すとこの宝くじは600万円の価値を持っています。客観的にはこの宝くじは600万円の価値があるわけで、600万円のことを600万円と交換しようということですから、何ら損な取引ではありません。あるいは、私の方がちょっと譲って、皆さんの590万円と交換しようとして申し出たとしても、なお多くの人は交換に応じないでしょう。客観的には600万円の価値がある宝くじを590万円で購入できるわけですから皆さんにとっては得な取引です。にもかかわらず、多くの人は手元の確実な現金を優先することがわかっています。

それはなぜだろうかということです。それを図3で確認してみましょう。このときに、この宝くじは客観的にはどれだけの価値を持っているかについて、先ほど求めましたように宝くじの期待値を求めればよいわけです。宝くじの期待値は、 $0.6 \times 1000 + 0.4 \times 0 = 600$ となります。つまり、この宝くじは客観的には600万円の現金と等しい価値を持っているはずですが、この客観的な価値を表しているのが、図3のX軸です。図3の $\bar{x}$ は $0.6 \times 1000 + 0.4 \times 0$ の地点を表しており、この宝くじの期待値を表しています。 $\bar{x} = 600$ ですから、この宝くじは客観的には600万円の現金と同じ価値を持っているわけです。しかしながら、多くの人はこの宝くじよりも、同じ価値であるはずの600万円の現金を優先するのでした。それを理解するためには、客観的価値を示すX軸ではなく、そこから人がどれだけの満足を感じているかという主観的な評価を見なければなりません。

そして主観的な満足はY軸によって表されているのでした。今もし宝くじが当たり、1,000万円を得られたならば、そのときの満足の度合いは、 $x = 1000$ の地点から垂直方向に上がって行き、S字型カーブとぶつかった地点でのY軸の値、つまり $v(1000)$ の満足を皆さんは得るはずですが、もしはずれとなりますと、0円の際の満足は $v(0)$ ですから、原点ということになります。つまり満足0ということですから、 $v(1000)$ の満足を得る可能性は60パーセント、つまり0.6で、0の満足となる可能性は40パーセント、つまり0.4ですから、このくじから得られる主観的な満足の値は $0.6 \times v(1000) + 0.4 \times v(0)$ となります。主観的な満足は「効用」と呼ばれ、 $0.6 \times v(1000) + 0.4 \times v(0)$ とはこの宝くじから期待される効用を表しますから、 $0.6 \times v(1000) + 0.4 \times v(0)$ は「期待効用」と呼ばれます。この宝くじから人は $0.6 \times v(1000) + 0.4 \times v(0) = 0.6 \times v(1000)$ だけの満足を得るわけですから、600万円の現金から人はどれだけの満足を得るのでしょうか。これを見るためにはX軸上の $\bar{x} = 600$ から垂直方向に上がって行き、S字型カーブとぶつかった地点でのY軸の値をみるとよいことがわかります。それは、 $v(\bar{x})$ 、つまり $v(600)$ が、人がこの現金から得る満足ということになります。

人が600万円の現金と客観的には600万円の価値がある宝くじのどちらを選ぶかは、どちらがより大きな満足をその人に与えるかによって決まると考えられます。つまり、客観的な価値を表す横軸(X軸)ではなく、主観的な満足を表す縦軸(Y軸)の値によって決まることになるわけです。図3から明らかのように、 $v(\bar{x}) > 0.6v(1000) + 0.4v(0)$ となりますから、この人にとっては、現金の600万円の方がより大きな満足を与えるものであり、よってこの人は宝くじよりも現金を選好することがわかります。

なぜこのようなことが起きるかを考えますと、この人の価値関数あるいは効用関数の形状が直線ではなく、上に湾曲していることが理由であることがわかります。このような関数の形状は「下に凹」、あるいは「凹関数」(concave function)と呼ばれますが、下に凹の形状をもった価値関数を人が内面に有しているためにこのような結論となるわけです。このような価値関数を持っている人は、客観的には同じ価値のものなのに、確実な現金600万円の方を、不確実な同価値の宝くじよりも選好することとなります。

つまり、図3の1つの含意として、利得領域においては人はリスクを避

ける傾向があるというメッセージが示されていることになります。利得領域においては、人は確実な利得を不確実な利得よりも重視する傾向があり、今手元に600万円の現金があるとして、そこに私が宝くじとの交換を申し出てこの宝くじを600万円で買えばもっと大きな利得が得られるかもしれませんがといったも、人は宝くじよりも手元の現金を選好する性癖を持っているということがわかります。このようにリスクを避ける心理的傾向のことを、リスク・アバース、リスク回避型性向といいます。多くの人がこのように、利得領域においては現金が得られるとそこで取引を終了し、それ以上リスクを冒さないという性癖を持っているということが証明されています。今の例では、600万円の現金と、60パーセントで1,000万円、40パーセントで0円となる宝くじを比較しましたがけれども、確率を様々に変え、また当たりとはずれの額を様々に変えたとしても、下に凹の形状の価値関数をもった人においては、常に期待値から得られる満足の大きさ（効用）が、宝くじから得られる期待効用を上回ることがわかります。

この考え方は色々と応用できます。一つの例を見てみましょう。今皆さんが事業を運営していて、事業を継続すると60パーセントの確率で1,000万円の利益が上がるかもしれないけれども、40パーセントの確率で失敗しそのとき利益は0となるとします。さっきとは逆に、今度は皆さんが宝くじを持っているということになります。皆さんがリスクのある状況に置かれているわけです。そのときに、皆さんはどれだけの満足をこの状況から感じているかといいますと、先ほど計算しましたように、図3に示されています $0.6v(1000) + 0.4v(0)$ だけの満足を感じているはずですが、今度は先ほどとは逆に、Y軸を出発点として見てみましょう。つまり今皆さんは $0.6v(1000) + 0.4v(0)$ だけの満足を感じているはずですが、この満足を確実に与えてくれる現金はどれだけのものかを考えてみるわけです。つまり $0.6v(1000) + 0.4v(0)$ だけの満足を与える宝くじ状況を、確実な現金を有している状況に置き換えるとどうなるかを考えるわけです。先ほどはX軸から垂直方向に上がって行ってS字型カーブにぶつかったところのY軸の値を左に見たのですけれども、今度はY軸の $0.6v(1000) + 0.4v(0)$ の地点を出発点として、X軸に平行に右方向に移動し、S字型カーブとぶつかったところで垂直に下に降りて行ってX軸の値を調べます。図3ではこれは x' で表されています。つまり、事業に関するこの不確実な状況は、皆さ

んにとっては確実な現金 x' を有している場合と等しい満足を与えるものといえます。この不確実な状況と等しい満足を与える確実な現金は「確実性等価」と呼ばれます。 x' は不確実な、つまりリスクのある事業から皆さんが得ている満足を、確実な現金によって評価したものといえるわけです。ということは、皆さんは、今事業を継続すると客観的には600万円の利益の上がる事業を運営しているのですけれども、皆さんはそれを600万円 ($=\bar{x}$) の価値を持つものとは評価せずに、600万円よりも少し低く価値を見積もっている ($=x'$) ことになります。客観的には $\bar{x}$ の価値がある事業を、 x' の価値しかないものと見積もっていることになるわけです。

そうしますと、ここにビジネスチャンスが生まれます。どういうことかと申しますと、この事業は客観的には600万円の価値があるのに、皆さんはそれより少なく見積もっているわけですから、私は、皆さんに対して x' 万円よりも少しだけ高い金額を申し出て皆さんから事業を買います。このような取引を多数私が行いますと統計的に私には平均して600万円 ($=\bar{x}$) の収入が生まれます。しかし、買い取り価格は x' 円より少しだけ高い額ですから、私は平均してほぼ $\bar{x} - x'$ の利益を得ることができます。 $\bar{x} - x'$ は「リスク・プレミアム」と呼ばれており、客観的な価値と皆さんにとっての確実性等価との差がこれにあたります。

これがいわゆる保険の基本です。皆さんとだけの取引でしたら、私は損失を被るかもしれませんが、多数の人とそういう契約を結びますと、あるときは私は40パーセントの確率で0円となり損失を被るかもしれませんが、平均的には60パーセントの確率で1,000万円の収入を得ることができますから、最終的には私の得られる収入は大量の法則により $\bar{x}$ に収斂し、私はほぼ確実に600万円の収入を得ることができます。結局 $\bar{x} - x'$ の利益を得ることができることになります。リスク・アバースである皆さんの主観的な性癖、つまり客観的には600万円の価値があるものを、リスクを避ける性癖のためにその価値を若干低く見積もるという傾向に着眼することによって、確実性等価である x' より高いけれども客観的価値である $\bar{x}$ より安い価格で私はリスクを引受け、皆さんは確実な現金を得ることによって、売った側も買った側ともに効用が増大するということが保険の基本です。

不確実性やリスクに関しましては、これ以外にも興味深い様々な展開を

見出すことができますが、ともあれ、以上の説明から確認されることは、利得領域において人は手堅い存在であり、同じ価値があるにもかかわらず不確実な宝くじよりも確実な現金の方を好む性癖を持っている、すなわち利得領域では人はリスク・アバーサーであるということです。

今度は損失領域の方を見てゆきましょう。損失領域になりますと、人は利得領域とは大きく変わることがわかります。どういうことかと申しますと、図4を見ますと、今皆さんがある取引を行って600万円の損失を被っているとします。そうすると皆さんはどれだけの不満を感じるかといいますと、 $x = -600$ のところをY軸に平行に垂直に下がって行ってS字型カーブと交わったところのY軸の値、つまり $v(-600)$ で表される不満を感じていることがわかります。ここでこの取引を手仕舞いしますと、600万円の損失が確定することとなります。

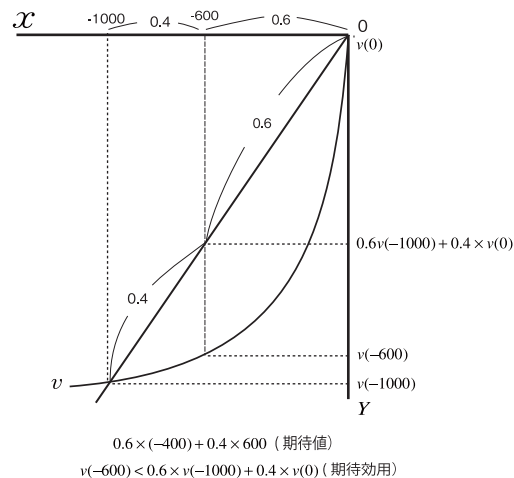


図4 損失領域・感応度逓減性

ここで、皆さんが取引を継続すれば、60パーセントの確率で損失が1,000万円に拡大するかもしれないけれども逆に40パーセントの確率で600万円の利益が出て、損得ゼロの状態に戻るかもしれないとします。取引継続の期待値を求めますと $0.6 \times (-400) + 0.4 \times 600 = 0$ 、つまりプラスマイナス・ゼロとなりますから、客観的価値は損失を確定すること、つまり現状

維持と変わりありません。両者を比較しますと、一方では、600万円の確実な損失をもたらす手仕舞いと、他方では、リスクはあるが現状維持と変わらない客観的価値を持つ取引継続との間で皆さんは選択を迫られているわけです。客観的には同じ価値を持つが、手仕舞いかそれとも取引継続かの選択が迫られているわけです。

皆さんがどちらを選ぶかはここでも図4のY軸での値を比較すればよいことになります。今損失を確定すると皆さんの感じる不満は $v(-600)$ でした。他方、リスクのある取引を継続しますと、どれだけの不満を感じるかを考えますと、1,000万円の損失を被ったときの不満感 $v(-1000)$ で、600万円の利益がでて損失を挽回できますと、そのときの不満感の大きさは $v(0)$ となります。 $v(-1000)$ となる確率は60パーセント、 $v(0)$ となる確率は40パーセントですから、取引の継続から期待される不満感 $0.6v(-1000) + 0.4v(0)$ となります。

両者を比較しますと、手仕舞いをしても取引を継続してもいずれも不満を感じるわけですが、図4から判明しますように $v(-600) < 0.6v(-1000) + 0.4v(0)$ ですから、ここで損失を確定することによる不満感の方が、取引を継続することから感じる不満よりも大きいことがわかります。ということは、皆さんはここで600万円の損を確定して取引を手仕舞いするのではなく、挽回の機会に賭ける方を選択することがわかります。

利得領域における選択と比較してみますと、利得領域においては皆さんは現金の方を宝くじよりも優先するという存在です。ところが、いったん損失を被るとどうなるかと申しますと、皆さんは現実には被った損失を確定するよりも、取引を継続して挽回する機会を得る方を優先する存在になります。つまり、利得領域では人はリスクを避ける存在、リスク・アバーサーですから、一旦利益が上がると取引を継続してさらなるリスクを取るよりも、取引を手仕舞いして利得を確実なものとする方を選好します。しかし、損失領域ではリスク・テイカー、積極的にリスクを取る存在に変化しますから、損失を被ったからといってそこで手仕舞いし損失を確定するのではなく、リスクを取って取引を継続する方を選好することがわかります。もちろん、すべての人が必ずしもこのように変化するわけではありません。しかし全員が必ずしもそうはならないということとはもっと

もな指摘ではあるけれども、勧誘規制を否定する論拠としては決定的な意味を持たないと思っております。この点は後に見たいと思います。

5. なぜ投資家は損失を拡大する行動をとるのか

今見ましたような性癖を少なくとも何十パーセントかの人が持っているとしめすと、本日最初にご紹介いたしました商品先物取引事件における被害者Xの行動もよく理解できるように思われます。ここでは二点について見てゆきましょう。

第一は、損失を出したとしても、早くに手仕舞いして損失を確定していたならば損害の拡大を防ぐことができたはずなのに、さらに取引を拡大し結果として損失を拡大するような意思決定をXが行ったのはなぜかということです。判決文も、Xは「従前の取引による損害を挽回することができるとして、取引を継続してきた」と指摘しております。実際、早期手仕舞いの機会を逸し、結果として傷口を広げるという事例は裁判例において頻繁に見出すことができます。手仕舞いどころか、損失を挽回するためにさらに追加投資をなし、結果として莫大な損害を被るという例は多数見出されるところです。なぜそういうことが頻発するのだろうか、ということが第一の疑問です。

第二は、商品先物取引を継続するのではなく、それを手仕舞いして手堅い取引に投資すればよいではないか、すでに損失の出ている取引ではなく、利益の上がる可能性の高い他の取引に投資先を変えたらよいではないか、なのにどうして投資家は現前の投資にこだわるのかという疑問が生じます。投資家は現在行っている取引に固執する傾向があるのですが、それはなぜなのだろうかということが第二の疑問です。

まず第一の疑問である、損失を拡大するような選択を人はなぜ行うのかということですが、この点については損失領域における価値関数の形状から説明することができるように思われます。先ほど申し上げましたように、利得領域におきましては、不確実な利得よりも確実な現金の方に人はより大きな満足を感じる存在でした。ところが損失領域では、確実な600万円の損失から受ける不満足は、不確実な追加的利得と不確実な追加的損失から受ける不満足よりも大きいことがわかりました。手仕舞いによ

る損失の確定は、挽回のための賭けに出る行為よりもより大きな不満足を人に与えるのでした。つまり、損失領域においては、人はリスク・テイカーとなるが故に、手仕舞いをして現にここで損失を確定するよりも挽回の可能性に賭ける性癖を持っている、だからこそ一旦損失を被ると投資家はリスクある取引の継続に駆られることになるのだと説明することができます。

第二の疑問である、一度開始した投資から投資家はなぜ手を引けなくなるのかということですが、図5によりこの点を見てゆきましょう。

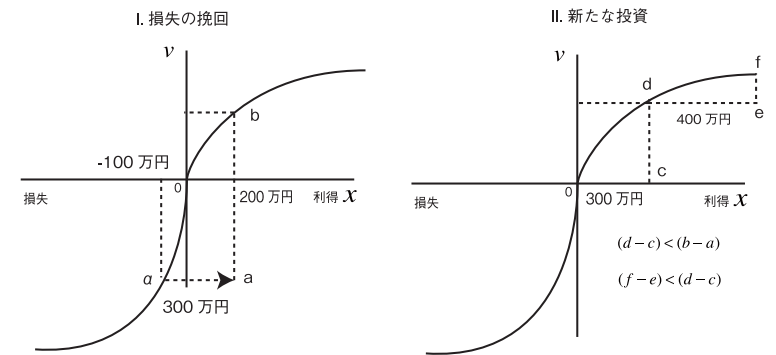


図5 損失の挽回と新たな投資

仮に、投資家が現在100万円の損失を被っているとします。図5の左側のグラフを見ますと、この時投資家は a で示される点のV軸の値だけの不満足を感じているはずですが、いまこの取引を継続し、300万円の利益が出たとしましょう。このときこの投資家は、点 a のV軸の値で示される不満足から、200万円の利得により表される満足にまで、満足の度合いが改善されることになります。つまり、満足は a のV軸の値から b のV軸の値まで大幅に改善されることとなります。他方、この取引を手仕舞いし、別の取引に投資して同じく300万円の利益が出たとしましょう。これは図5の右側のグラフにより表されています。右側においても、取引を継続した場合と同じ300万円の利益を得ているわけです。この時、一旦手仕舞いしていますから、この投資家にとっての満足の増加の度合いは、 c のV軸の値、

つまりゼロから d の V 軸の値までしか増加しないことになります。

両者を比較しますと、今損失を被っている取引から挽回して利益が出ると、人はとても大きな満足を得るのですけれども、一旦手仕舞いをして新たな取引を始めて同じ額の利益を得たとしても、満足の増加の度合いは小さくなるのがわかります。これは $(d-c) < (b-a)$ と表されます。そうしますと、人はより大きな満足を得られる図5の左側の方を選好するはずである、つまり新たな投資先を選択するよりも、現在の投資に固執するという性癖を持っているのだということがわかります。さらに、新たな投資先を探すにはコストがかかることを考慮に入れますと、投資家が現在の投資に固執するという結論はさらに強化されることになります。

ここで、今から新たな投資先を探して300万円の利益を上げるという場合ではなく、すでに300万円の利益が上がっている取引に投資する場合との比較を考えてみます。新たな投資先の探索にかかるコストを考慮しないでよい場合との比較を考えてみましょう。図5の左側に示される現在100万円の損失を被っている取引を継続し、そこから挽回して300万円の利益が上がる場合と、一旦手仕舞いし、すでに300万円の利益が上がっている有望な取引に投資を振り向ける場合との間での選択を考えてみます。現在の取引を手仕舞いし、その取引の残額を別の有望な取引に投資すると、仮に400万円の利益が上がるとしましょう。すでに300万円の利益を得ていますから、図5の右図で見ますと投資家は現在 d の V 軸の値だけの満足を感じています。そこから追加的に400万円の利益が出ますから、この投資家は e の V 軸の値から f の V 軸の値まで満足の増加を得ることになります。右図を見ますと、手仕舞いして全く新たな投資をなした場合の満足の増加の度合いである $d-c$ よりも、もっと満足の増加の度合いが小さくなっているのがわかります。 $(f-e) < (d-c)$ ですから、当然 $(f-e) < (b-a)$ となることもわかります。もちろん利得を得る確率についての投資家の主観という側面を考慮せずに早急な結論を出すことはできないのですが、一応ここに説明いたしましたところによって、すでに利益の上がっている有望な取引に投資を振り替えた方が合理的と思えるところ、なぜ投資家は既に損失を被っている取引の継続に固執してしまうのかという疑問についての解答の手掛かりが示されているように思われます。

6. 勧誘行為の違法性評価

これまで、投資家の心理を見てきましたが、仮に何十パーセントかの人がプロスペクト理論の述べるような心理的性癖を有しているという事実があるとした場合、これを法律学においてどのように考慮すべきかが問題となります。まず、商品先物取引を投資取引に含めることには長らく異議が提起されていたわけですが、商品先物取引にプロスペクト理論が妥当すること自体には疑いを入れる余地はないと思われます。

その上で、冒頭にご紹介しました裁判例とプロスペクト理論の教えるところを比較しますと、そこには投資家像ないし投資家の合理性に関する二つの異なったメッセージがあるように思われます。最初の名古屋地裁のメッセージですが、この判決については当時の商品先物市場が構造的に問題を有していたことを看過しているという批判が可能であり、また過当取引などの現在の投資勧誘法理からも違法と評価することに異論のない事例と思われるが、「顧客は成長する」という説示自体には一定の理由があると考えられます。そこには「損失を被ったならば、人はそこから学習しなければならない」というメッセージが込められているように思われるからです。この立場では、一定期間投資取引を経験した後の取引については、投資家の自己責任を強調した評価が下されることとなるでしょう。他方、プロスペクト理論からは「損失を被ると、人はますます非合理になる」という正反対のメッセージを得ることができるように思われます。この立場からは一定期間の投資取引経験があるとしても、損失領域において投資家は非合理的な存在となることを法はなんらかの形で考慮すべきという評価が下されることとなるでしょう。

前者のメッセージは、民法の原則とされている自己決定・自己責任の原則の投資取引への一適用例と考えられます。投資取引の参加者に妥当する基本原則が自己責任の原則であり、このことは投資取引の参加者が十分に踏まなければならない重要な原則であることは確かです。しかしながら、自己責任の原則を強調する論者が想定している投資家の合理性が、必ずしも想定された通りのものではない場合も何十パーセントかの割合で確かに存在しているように思われます。そうだとしますと、「ギャンブル好き」・「リスクを取って勝負に出たに過ぎない」⇒∴「その個人の責任であ

る」という個人の性癖に帰責原因を見出そうとするリーズニングは果たして問題の所在を捉えたものといえるのでしょうか。むしろ、ある状況下においては自己責任の原則を問うことができるだけの合理性が投資家に欠けている場合もある、ということをそろそろ法律学においても真剣に考えるべき時がきているのではないのでしょうか。そのためには、次のような視点が必要となるように思われます。つまり、取引の進展・取引の節目に応じて奏功する勧誘の仕方は異なるのであって、勧誘行為の違法性評価にあたっては取引の節目に応じた勧誘の態様に着眼すべきであるという視点です。勧誘行為の違法性評価にあたっては取引のプロセスのなかで当該勧誘行為が持つ意味を十分に踏まえるべきであるということが本日の私の主張です。以下この点を考えてみましょう。

まず、取引の最初の節目は取引の開始およびその後の取引の拡大期間です。勧誘行為の違法性評価に関しては、立法上も学説上も取引開始時の説明義務を非常に重視したものとなっております。しかし、プロスペクト理論を踏まえますと、違法な勧誘の規制という目的のために取引開始時の説明義務の果たすことのできる役割は案外限定的なものではないかと考えられます。なぜかと申しますと、説明義務を課されたとしてもリスクを伴う取引であることについて十二分に説明し、まずは少額でよいので取引を開始してもらうだけで勧誘者は十分に目的を果たすことができるからです。十分な説明を受け、損失が発生する可能性を事前に予想し心の準備をしていたとしても、人は損失を被ると事前の予想よりもはるかに大きな精神的ダメージを受けることがプロスペクト理論の教えるところでした。もちろん、実際にどのようなダメージを受けるかということまで勧誘者は説明する義務を負うことはありませんし、そのような義務を課することが妥当であるとも思われません。その上で、投資家がダメージを受けた状況での勧誘こそ投資取引において大きな効果を持つのであって、とても重要な意味を持つものであるのにもかかわらず、これまでの取引開始時の説明に焦点を当てた説明義務法理は、この取引のプロセス・取引の節目が持つ重要性を考慮に入れて来ませんでした。説明義務法理が主として論じてきました何を説明すべきかという説明対象の問題や、どのように説明したかという説明方法の問題だけでなく、投資家がどのような経済状況におかれた状態での勧誘であったのか、さらには投資家がどのような精神状態におかれ

た状況での勧誘であったのかという説明環境・説明状況の点に投資勧誘法理はもっと大きな関心を寄せるべきであると考えられます。契約開始時点におきましては、勧誘者側としては説明義務を課されたとしても、まずは取引を開始させること、少額でも良いので開始させることでまずは目的を達成します。神戸大学の21世紀COEプログラム以来名古屋大学の唐沢穰先生など社会心理学の先生方と共同研究を行っているのですけれども、心理学では民事勧誘法理においても参照されるべき興味深い理論が様々提示されています。例えば、ステップ・イン・ザ・ドア理論というものがあります。それはとりあえず片足でもよいからドアに足を入れることが肝要というものです。どんな小さな額でもいいので、とりあえずスタートするというのがこれです。そうすると、取引の拡大は開始に比べてずっと容易なものとなるという消費者の心理的傾向をセールスマンは利用しているという考えです。このように、第一段階ではとりあえず額は少額でも良い、十分に説明義務を尽くし、取引の仕組みやリスクについて説明した上で、まずは取引を開始させることがポイントということになります。

次に取引の拡大期間についてですが、少額の取引では投資家が損失を被ったとしても損失のショックはさほど大きなものとはなりません。そこで、取引の額を大きくさせることが次のポイントとなります。利得領域におきましては、一旦利得が上がりますと投資家はそこで手仕舞いをなすインセンティブを有していたのです。これは投資家は取引を手仕舞いし利得を確定することと、取引を継続し追加的な利得の可能性と損失の可能性のある状況、つまりリスクある状況とを比較し、仮に期待値は同じであったとしても確定した利得の方からより大きな満足つまり効用を得るためでした。しかし、ここで手仕舞いされたのでは勧誘者側は追加的な手数料収入を失いますので、強い勧誘がなされることとなります。この場合、投資家が手仕舞いし利得を確定することから得る効用よりも、取引を継続することから得る期待効用の方を大きくする必要がありますから、それは例えば追加的な利得に関し投資家が有している確率判断に働きかけるといった勧誘がなされることとなります。また、勧誘者側にとっては、投資家が取引を拡大しますとそれに応じて手数料収入も大きくなるのですが、同時に取引拡大により投資家が被る可能性のある損失の額も大きくなり、次に見るようにそのリスクが具体化した場合におけるビジネスチャンスもその分

大きくなるという意味を持っていることも見落とされてはなりません。第一段階ではまず、とにかく少額でも良いから取引を開始させる。その次に、損失のときのショックを大きくするため——大きくするために——ということを、これは意図的に行っているわけではないでしょうが、勧誘者はその重要性を経験的に知っているわけです——、枚数を増やせばぐんと利が大きくなります、今大きなチャンスなので逃さないように等々の勧誘文句をもって、取引を拡大させようとしします。それは投資家が損失を被った場合のことを折り込んでの勧誘であるというところが重要です。利益が上がり順調に取引が拡大すればそれはそれで良いけれども、大きな損失を被った場合はなお大きなビジネスチャンスとなることが勧誘者側には経験知として蓄積されているわけです。この観点からしますと、少額で投資を開始できるけれども、一旦損失がでるとそれが莫大なものとなるという投資取引、例えばレバレッジを高くした外国為替証拠金取引などは、投資家の心理を巧みに突いた投資商品であるということがよくわかります。

取引の第二の節目は、投資家が大きな損失を被った段階であり、冒頭の事例では昭和57年10月8日以降の日々、また昭和58年8月26日以降の日々がこれに当たります。この期間はいずれも投資家は損失領域に入っているわけですが、ここでは投資家はそれまでのリスク・アバースという性癖から、損失を挽回すべくより大きなリスクを積極的にとろうとするリスク・テイカーへと変わるわけです。これは一旦損失を被りますと、投資家は自ら坂を転がり落ちるように取引を拡大するインセンティブを有するようになることを意味します。この段階では強い勧誘を行わなくとも、投資家は今や自分でより危険な取引に手を染める顧客に変貌しているわけです。勧誘者側からしますと、損失を被った投資家は自らの意思でよりリスクの高い取引に手を染める「優良な顧客」へと変貌しているということになります。この時こそ、勧誘者は利得の最大化という動機に忠実に、積極的勧誘行為を開始することとなります。この段階でなされる勧誘行為は、顧客のリスク・テイカーとしての性癖を強化するように働きかけることが中心となるでしょう。不確実ではあるが、大きな利得のチャンスがあることを強調し、損失の挽回を目指すことに顧客の目を向けさせることに勧誘の重点が置かれることとなります。

取引の第三の節目は、昭和58年8月26日における勧誘です。この日に手

仕舞いをすれば、Xはこれまでの損失を取り戻し、加えて850万円余の利得さえ得ることができたのでした。このときXは図5の左図におけるa点からb点までの満足の急激な改善を感じているはずです。したがってこの時点でXには手仕舞いして利得を確定する強いインセンティブが存しているはずです。さらに、利得領域では投資家は一般的にリスク・アバースですから、さらに取引を継続しリスクをとることに消極的になっているはずです。実際、判決ではこの時点でXが「これでもう止めようと思った」と認定されております。よってXを継続させるためになされるこの段階での勧誘は、極めて強いものであったはずとの推定が働きます。実際、判決文は「延々と40分以上も電話で説得を受け」と、この日の勧誘が特に執拗であったことを伺わせる記述となっております。利益が上がった状態で投資家は手仕舞いをしたいと言っているのに、それを延々と説得した、強い勧誘を行ったことを認定をしています。もちろん8月26日で一旦利益が上がったのに取引を継続したということを重視し、取引経験を積んだ状況での取引継続の決定は、「投機による更なる利益を目論んでなしたものだ」というほかはない」という結論を本判決は導いておりますから、「更なる利益を目論んで」取引継続を行ったのかどうかを判断する上で、8月26日の勧誘は重要な意味を持ちます。その意味で、裁判官が8月26日の勧誘態様を重視していることには理由があります。そして8月26日の勧誘がこのような重要な意味を持つものであるからこそ、同日の勧誘のこういった点に着眼して違法性の有無を評価すればよいのかということにつき、民事勧誘規制法理は実効性ある視点を提供せねばならないはずです。しかし、現在のところ我が国の民事勧誘規制法理はこの要請に十分に応えるものとはなっていないように思われます。本日繰り返してお話しましたように、損失領域から利得領域に入った時点では投資家はリスク・アバースとなっており手仕舞いへの強い動機づけを有しているはずでした。これを覆しさらなる投資を行わせるためには、たとえば確実な利得よりも不確実な利得の方からより大きな期待効用を得るように説得せねばなりません。この場合には、得られる利得の大きさの過大な強調とともに、利得が得られる見込み、つまり顧客の抱いている確率への働きかけが有効でしょう。また、「参照点」を推移させるような勧誘も有効です。Xは図5の左側のαを参照点として、現在の利得状態の評価を行っています。しかし、経験知豊かな勧誘者は、

α ではなく、原点を参照点として現状評価するよう働きかけているかもしれません。例えば「元手からすると、ようやく850万円を得たにすぎません」といった勧誘行為がこの例です。投資家が現状を評価する上では、どの点をもって参照点とするかは投資活動に大きな影響を持ちますが、この参照点は様々な影響により推移することが明らかにされています。これらの点からみまると、8月26日においてXが「更なる利益を目論んで」取引の継続を決めたとの評価を下す前に、今後は投資家の持つ心理的バイアスに関する理論を手がかりに、当該勧誘行為の違法性につきもう一步踏み込んだ検討がなされるべきであるということができるよう思われます。

ところで、このように取引の節目に着眼した勧誘行為の違法性評価を行うべきであるというお話をいたしましても、これに対しましては、損失領域でリスク・テイカーに変貌する投資家がいるとしても、つまり、いったん損失がでることによって坂を自ら転がり落ちるようにリスクの高い取引に投資家が手を染めるようになるという状況があるとしても、それは一定パーセントでそういう投資家がいるということが証明されたにすぎず、損失領域でもリスク・テイカーにならずに手堅く仕舞いする投資家がいることもまた確かではないのか、という反論がでることは容易に想像がつかます。実際、別の研究会でお話いたしましたところ、リスク・テイカーに変化する人が一定割合で存在することが証明されているとしても、それでも良いではないか、所詮投資する人の自己責任ではないか、とおっしゃる人もいました。ところが、その根拠を聞いてもはっきりしない。その人の常識に照らしてどうもそうらしいのです。しかし、本日私がお話していますのは、そういう各人の常識判断でよいのかということでした。一人の投資家のみを見ますと、プロスペクト理論の語る状況に陥る人があるときもあるし、いないときもあるということで終わるのかもしれませんが。しかしながら、勧誘者は非常に多数の投資家を相手にしているということに目を向けるならば、即ち、ここに「市場」という観点を取り入れますと、全く意味が異なってきます。

最近ある雑誌で投資勧誘員の座談会が企画されていたのですけれども、そこで彼らは何を語っているかと申しますと、次のように述べています。「大きな損失を被った投資家を狙え」と。勧誘者側からしますと、目の前の一人の投資家がプロスペクト理論の示す価値関数を持っているかどう

かはある意味主たる関心事ではありません。彼らにとりましては、1,000人、2,000人を相手にしたときに、何割かで確実にそういう人がいるということこそが重要な意味を持つのです。1,000人、2,000人の損失を被った投資家を相手にしたときに、そこに確実に何十パーセントかの割合でリスク・テイカーに変化する投資家がいるという事実、プロスペクト理論の示す価値関数を持っている投資家が確実に一定割合で存しているという事実こそが、勧誘者側の利益を保証するわけです。

そうしますと、単純に一人の投資家を見て、これはその人の意思が弱かったとか、そういう意思の弱い人がそもそもリスクの大きい投資をするべきではないといった個々人の自己責任の可否のみを議論するのではなく、一旦損失を被るとリスク・テイカーに容易に変化するそういう投資家が確実に一定の割合で市場の中には存在し、そこから勧誘者は確実に利益を上げることができるのだ、勧誘者はそのことを豊富な経験の中で確かに知っているのだということを、民事勧誘規制法理を考えるにあたっては注視すべきではないかと思われます。つまり問題を個別的に投資家の意思力の弱さ・強さという枠組みでとらえるだけでは、問題の本質を見落とすことになるのではないかと思われるわけです。むしろ、一定の条件さえそろえると誰でも案外簡単にリスク・テイカーに変化するものなのだ、という方向に考え方を変えるべきではないのか、人はシステムティックに過ちを犯すものなのだということを前提に置いて勧誘規制法理を考えるべきではないかと思われるのです。

以上に述べました観点からしますと、例えば、東京地裁平成6年6月30日判決は注目に値します。Xは、A証券会社との間で株式や転換社債等の取引を行っていたところ、約2,000万円の損失を出したために、これを取り戻すため別のY証券会社とワラント取引を開始しました。しかし、かえって5,000万円以上の評価損を出してしまったために、Yの外務員から日経平均株価指数オプション取引を勧められて開始したところ、ここでも損失を被ってしまいました。そこで、オプション取引は投機性の高い取引であるのに、必要な説明及び情報提供がなされなかったとして債務不履行又は不法行為を理由にYに対し損害賠償を求めたという事例です。判決は、「説明の内容において不十分」とありXの請求を一部認容したのですが、興味深いのは以下の説示です。

「原告は500万円から1,000万円の範囲内では失敗してもやむを得ないと考えて本件オプション取引に踏み切ったとも考えられるのであるが、たとえそうであっても、巨額の損失に動揺していた時期にある原告は、損失を取り戻すための賭ともいべき行動に出たと評すべきであって、それを勧めて行かせた被告Yの責任は否定し難い所である。」

この東京地裁判決は、損失領域に陥りリスク・テイクとなった投資家の心理状況を踏まえた投資勧誘法理の構築という問題意識からしますと、重要な意義を有するものであるように思われます。

それでは以上の考察から、例えばどのような解釈論的帰結が導かれるのかを考えてみたいと思います。まず第一に、説明義務・断定的判断の提供禁止さらには適合性原則に関して、損得が発生していない全くの契約開始時における説明義務の履行の態様や断定的判断の提供の程度さらには適合性原則の充足度と、損失発生時における説明義務の履行の態様や断定的判断の提供の程度、さらには適合性原則の充足度との間には相違を認めるべきものと思われます。契約開始時点での、投資家が冷静な状況での説明義務の履行、断定的判断の提供禁止、適合性原則の充足度の評価に比べ、損失を発生し投資家がリスク・テイクになっている状況下における説明義務の不履行、断定的判断の提供、適合性原則の充足度の評価についてはより勧誘者側に厳しい判断が下されるべきではないかと思われます。

特に損失発生時におきましては、損失発生時の勧誘の違法性は次の二点から考えられるべきではないかと思われます。一つは損失領域においてリスク・テイクに変貌している投資家に対しましては、少なくとも指喉——これは見慣れない字ですが、指喉（しこう）と読みます。けしかけ、あおり立てるという意味です。他に良い言葉があればよいのですが、教唆——と刑法と概念が混同されても困りますので、この言葉を用います——、つまり、冷静さを失った投資家を、けしかけ、あおり立てると評価される行為がなされたならば、それは勧誘行為の違法性を積極的に基礎付ける重要な要素として考慮されるべきではないかと思われます。

次に、そのような積極的な勧誘行為がなされておらず、勧誘者が傍観していた場合なのですが、その場合にはオプション取引に関する最高裁平成17年7月14日判決におけるオロ千晴裁判官の補足意見にあります、いわゆる助言義務が重要な意味を持つことになると考えられます。助言義務とは、

オロ補足意見を引用しますと、「いわゆる投資家がリスクをコントロールすることができなくなる恐れが認められる場合には、これを改善、是正するため積極的な指導、助言を行うなどの、信義則上の義務を負うものと解するのが相当である」というものです。ただ、助言義務というものがあり得ることを示唆している学説やあるいはオロ補足意見を見ましても、助言義務とはいかなる内容のものであり、それはいかなる状況において勧誘者に課されるものであるのかについて、必ずしも立ち入った検討はなされていない状況です。また、ここにいう助言義務は、むしろ警告義務と述べる方が適切であるようにも思われます。しかし、本日お話しいたしましたプロスペクト理論を踏まえますと、オロ補足意見にある「リスクをコントロールすることができなくなる恐れが認められる場合」の持つ意味は極めて明瞭になるように思います。学説やオロ補足意見は、本日お話しいたしました取引の節目の持つ意味を踏まえ、損失領域において人は非合理的な判断をなすに至っているということを念頭において助言義務に言及しているとは申せません。しかし、損失領域において投資家がリスク・テイクに変貌し、合理的判断ができなくなっている状況こそ、まさに「リスクをコントロールすることができなくなる恐れが認められる場合」にもっともよく合致したものであることは疑いを入れないものと思われます。つまり、プロスペクト理論が明らかにしたように、損失領域において投資家は非合理的な存在となり、より大きなリスクをとるようになるところ、「これを改善、是正するため積極的な指導、助言を行う」ことを勧誘者側に課す法理として助言義務は大きな役割を果たしうる法理ではないかと思われるのです。

繰り返しになりますが、投資勧誘行為の違法性評価に関しましては、例えば本日お話ししましたような方向でのより立ち入った構造的な分析が現在求められているところではないかと思われます。平成17年7月14日最高裁判決の調査官解説におきましては、投資取引をめぐる訴訟においては事実認定が重要な役割を果たしているとの指摘が見られます。そうであるならば、その事実を認定し評価するための認識・判断の枠組みを常識に委ねるのではなく、例えば当該一連の取引においてもっとも重要な意味を持つ時点はいつか、その時投資家はいかなる理由でこのような行動をとったのか、またその際どのような勧誘がなされたのか等を認識・評価する際に、

投資取引に関して近時展開されている隣接諸分野の理論的知見を踏まえて、投資取引の現実を適切に捉えた枠組みの構築が探求されるべきではないかと思われます。その際、投資家には安全運転の慎重な人もいるし、またリスクを好む人もいる、よってあとは自己責任の問題なのだったといった考え方ではなく、投資家の判断には、システムティックなアノマリーが見出される——この場合、アノマリーとは合理的なものから外れているということ、非合理性があるということですが——、投資家は一定状況では非合理的な判断を行うものであって、そこには一定のパターンが見出されるということに、法律学はもっと目を向けるべきではないかと思われます。勧誘者の側は、投資家に存するシステムティックなアノマリーを経験的に知っており、それを利用することによって確実に利益を上げているという状況があることを認識すべきであると考えerわけです。その点を考えることによって、投資勧誘の方法、特にいったん投資家が損失を被るとその状況を積極的に使うことによって勧誘者側が莫大な利益を上げるという勧誘方法が、なぜ違法と評価されるべきなのかということについて、従来よりも一歩進んだ考え方、あるいは構造化された理解が得られるのではないかと考えております。

本日は個人の利益保護を基本にして勧誘行為の違法性評価にアプローチしたものとも申せます。これは、伝統的な不法行為法学の枠組みの中で投資取引の勧誘行為がフェアであるかどうかを考え、それを違法性の要件判断に反映させようとする試みです。私見では不法行為理論におけるいわゆる「過失一元論」は投資取引の違法な勧誘という類型には適合的ではなく、この類型では「違法性」要件が重要な役割を果たすことになるかと考えております。従いまして、本日のお話は、勧誘行為のフェアネスといいますか、勧誘行為の公正さを判断する視点を理論的に抽出し、その視点に基づいた勧誘行為のフェアネス判断を違法性の要件判断に取り込むための準備的考察ということになります。また、本日は取り上げませんでした、他方では現代不法行為法学におけるもう一つのアプローチとして、システムティックなアノマリーを持った投資家が一定パーセンテージ市場の中に存在すると、それを利用した勧誘行為が頻発することにより社会的厚生が阻害されるという観点から、勧誘行為の違法性を考慮することも可能でありますし、そのような分析がこの不法行為類型におきましては必要

と考えています。つまり、投資市場の効率性という観点からこの問題にアプローチすることが必要であり、ここでは、投資家のモラルハザードによる投資市場の効率性阻害という観点が重要な意味を持ちます。つまり、公正さと効率性のトレードオフを睨みながら適切な規制水準を模索してゆくべきと考えています。そうしますと私がこれまで行って参りました研究ともつながってくるのですが、そういったことが今後の課題として存していることを最後に指摘させていただきまして、本日の報告の結びとさせていただきます。どうもありがとうございました。