



# 金融商品販売ルールに関する考察 : 説明義務と立証責任の配分をめぐって

藤原, 賢哉

---

**(Citation)**

CDAMS(「市場化社会の法動態学」研究センター) ディスカッションペーパー, 05/15J

**(Issue Date)**

2005-12

**(Resource Type)**

technical report

**(Version)**

Version of Record

**(URL)**

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/80100017>



CDAMS ディスカッションペーパー  
05/15J  
2005年12月

金融商品販売ルールに関する考察  
- 説明義務と立証責任の配分をめぐって -

藤原賢哉

CDAMS  
「市場化社会の法動態学」研究センター

神戸大学大学院法学研究科

# 金融商品販売ルールに関する考察

## - 説明義務と立証責任の配分をめぐって -

### 第1節 はじめに

政府は現在、幅広い金融商品を対象に、その勧誘方法や運用・管理のあり方を規制する「投資サービス法」の制定を検討している（「投資サービス法中間整理」金融審議会(2005)）。「投資サービス法」とは、銀行法や証券取引法、金融先物取引法といった現在の縦割りの業法での投資家保護ルールを見直し、預金から投資ファンドを含めた幅広い金融商品を対象とする投資家保護のルールの構築を目的とするものであり、金融取引に関する当事者の権利・義務を規定する役割を持つ。

こうした投資サービス法の制定が検討される背景には、金融技術の進展により従来なかった新しい金融商品（投資ファンドやデリバティブ関連商品等）が次々と販売される一方で、投資信託や保険などの既存商品に関しても販路に関する規制緩和が進みつつあるという事情がある（表1）。金融商品の多様化と販売ルートの拡大は、効率的な金融システムの構築に貢献する可能性がある一方で、十分な知識を持たない投資家がリスクの高い金融商品を購入したり、販売業者がその優越的な地位を利用して特定の金融商品の購入を迫るという可能性がある。

実際、金融商品をめぐるトラブルや苦情の件数は、近年増加の傾向にある。独立行政法人国民生活センターの報告（「金融トラブルの苦情相談件数と最近の事例（2005）」）によると、2003年度の金融・保険サービスに関する苦情・相談件数は20万件を超えており（全相談件数の1割強）過去4年間一貫して増大している。相談件数の内訳には、消費者金融などの融資に関するものが多く（8割強）生命保険の解約・乗り換えに関する相談がそれに次いでいるが、最近では、投資信託、変額年金、外国為替証拠金取引に関するトラブルも増えており、「元本割れのリスクがあるとは知らずに買った」「購入時に数%の手数料を取られることの説明がなかった」等の相談例が寄せられている。金融商品に関するトラブル例としては、このほか変額保険を巡る訴訟もあり、金融機関と顧客との間の紛争は、今後ますます増大していくものと予想される。

金融商品に関するトラブルを防ぐためには、まず第一に、金融取引に関する権利・義務を明確化した取引ルールを確立することが重要であろう。実際、金融商品の販売に関しては、2001年4月に、販売業者に元本割れリスクの説明義務を課した「金融商品販売法」が施行されており、財サービス全般の販売に関しては、クーリングオフ規定を盛り込んだ「消費者契約法」が存在する。また、証券取引法によって、情報開示などの投資家保護ルールが定められている。しかし、これらの既存の法律では、新しい金融商品（各種法人に対する出資持分、スワップ等）

や所轄官庁の異なる商品(投資ファンド等)に関する投資家保護の枠組みが十分ではないほか、金融商品販売法の販売業者に対する説明義務に関しても、説明の有無自体については、依然として投資家側が立証しなければならないと言った問題が指摘されている。さらに、投資家の知識や経験に応じた販売を直接義務づける「適合性の原則」に関しても導入が見送られており、投資家保護のレベルについては必ずしも十分であるとは言い難い。

リスクが効率的に配分される金融システムを構築するためには、自己責任原則を前提としながら、適切な投資家保護と金融仲介者による創意工夫が発揮される仕組みを確保していく必要がある。金融商品の販売ルールは、投資家保護のレベルを規定すると共に、投資家や販売業者の行動に大きな影響を及ぼすと想像される。しかし、金融商品の販売ルールに関しては、これまで十分な研究が行われてきたとは言い難い。そこで、本稿では、金融商品販売法に代表される販売ルールが金融取引に及ぼす影響について分析する。具体的には、販売業者の説明義務に焦点を当て、説明義務の立証責任の程度や配分の仕方が、投資家や販売業者の行動にどのような影響を及ぼすのかについて考察する。

本稿の構成は、以下の通りである。

まず、第2節では、金融商品販売法の意義と課題について簡単に述べる。第3節では、投資家と金融商品販売業者からなる簡単なモデルを提示する。第4節では、第3節のモデルをもとに、説明義務に関する立証責任の配分が、投資家と販売業者の行動に及ぼす影響について考察する。第5節では、本稿の結論をまとめると共に、本稿で検討されなかったテーマについて言及する。

## 第2節 金融商品販売法の概要と課題

### 2.1 金融商品販売法の意義

高齢化社会を控えて投資家の運用ニーズが多様化している現在、金融資産の効率的な運用が強く求められている。このような金融環境の下では、市場メカニズムを利用した資金配分が重要となるが、そのためには、投資家が、自己責任原則の下で、主体的にリスクとリターンの組み合わせを選択できるような環境の整備が不可欠である。

しかし、金融取引は、不確実な将来のキャッシュフローを取引対象としており、また、資産の運用・管理が売り主以外の第三者により行われる場合が多いことから、金融資産の売り手と買い手で保有する情報格差が大きくなる傾向が強い。このことは、逆に、適切な市場メカニズムが発揮されるためには、両者の情報格差を縮小するような仕組みが必要であることを示唆している。販売業者に説明義務を課している金融商品販売法も、買い手と売り手の情報格差を縮小するための手段であると解釈することができる。実際、金融取引を巡るトラブルの多くは、販売・勧誘に関係して発生しており、金融商品の販売・勧誘ルールが金融取引全体に及ぼす影響は小さくないと考えられる。また、金融商品の販売ルールは、投資家保護の観点のみならず、

金融仲介業者のイノベーションという観点からも重要であろう。

## 2.2 金融商品販売法の概要と課題

2001年4月に施行された金融商品販売法では、金融商品を販売する業者に対して、商品が元本割れのリスク（および権利行使期間に対する制限）があるかどうかの説明を義務づけている。しかし、金融商品販売法は、説明義務の立証責任を販売業者に全面的に負わせているわけではない。金融商品販売法は、それまでの民法による訴訟において顧客（投資家）側が立証しなければならなかった、1）金融商品の販売業者に元本割れリスクを説明する義務があること、2）説明がなかったことと損失の間に因果関係があること、3）具体的な損失額、4）販売業者が元本割れリスクを説明しなかったこと、の4つのうち、1）から3）を省略するものであり、4）の元本割れリスクの説明有無自体については、依然として顧客側が立証しなければならない。実際の金融商品のトラブルでは、「言った」「言わない」の水掛け論になるケースが多く、4）の説明の有無の立証が一番のポイントとなることが多い。この意味で、金融商品販売法は、販売業者と顧客（投資家）の間の立証責任の配分に影響を与えるものの、投資家の立証責任自体を否定するものではないと言える。

また、金融商品販売法では、「適合性の原則（顧客の知識・経験や資産状況に応じた販売の義務づけ）」の直接的な導入が見送られているほか、説明義務に関しても、元本割れのリスクのみで、金融商品のリスク全般に関する説明が対象となっていない。価格変動リスクの大きい金融商品に関しては、リスク全般の説明義務を課すことが必要であろう。さらに、現行の販売法では、どこまで説明すれば訴訟に負けないかという意味での規準（「セーフ・ハーバー・ルール」）が明確になっておらず、販売業者サイドにも負担をもたらしている。

## 第3節 金融取引のモデル

### 3.1 モデルの仮定

個人投資家および金融商品の販売業者（金融機関）の2者から成る経済を考える（いずれもリスク中立的であるとする）。時点0において、個人投資家は、販売業者から元本割れリスクのある金融商品（投資金額 $I$ 、販売手数料 $F$ ）を購入するかどうかの意志決定を行う。リスクのある金融商品の将来キャッシュフローは $\tilde{R}$ （時点1で実現）で表され、もし金融商品の運用が成功すれば $R(>I+F)$ だけのキャッシュフローを生み出し、失敗すればゼロのキャッシュフローが実現すると仮定する。但し、金融商品（運用主体の能力）には、“good type ( $\theta_g$ )”と“bad type ( $\theta_b$ )”の2種類があり、goodタイプの商品の成功確率（ $R$ のキャッシュフローを生み出す確率）は $P_g$ であるのに対して、badタイプのそれは $P_b$ であるとする（ $1 > P_g > P_b > 0$ ）。また、金融商品のタイプに関しては、個人投資家と販売業者の間に情報の非対称性が存在し、販

売業者は自分が販売しようとする商品のタイプについては既知であるものの、個人投資家は、市場における good タイプの全体比率（ ）のみしか知らないものとする。

ところで、事前0において個人投資家が金融商品の購入を決定する際には、販売業者から金融商品のタイプについて説明（告知）を受ける機会があると想定する（販売業者の説明義務）。今、販売業者のタイプに関する説明（告知）を  $\hat{\theta} \in \{\theta_g, \theta_b\}$  と表すとすると、販売業者の説明義務違反は、 $\hat{\theta} \neq \theta$  として表現することができる。仮に、 $\hat{\theta}$ 、 $\theta$  が事後的に立証可能ならば、販売業者の説明義務違反を裁判所に訴えることは容易であり、販売業者と投資家との情報格差はそれほど大きな問題とはならないであろう（顕示原理によるセカンドベスト以上が達成可能である）。しかし、実際には、これら（とりわけ取引の当事者のみ観察可能である  $\hat{\theta}$ ）を立証可能とするのは非現実的な想定であり、顕示原理の直接的な適用は困難であると考えられる。したがって、以下では、裁判所による損害賠償ルールがシグナリング・ゲームの解に及ぼす影響について分析を行うことにしたい。説明義務違反に対する賠償の有無に関しては、 $\hat{\theta}$  が立証不可能である以上、投資家と販売業者のどちらが説明義務違反の立証責任を追うかどうかに帰着することになる。以下では、賠償ルールを裁判所による説明義務の立証責任の配分という観点から考察する<sup>2</sup>。ゲームの手順は、図1で示される通りである。なお、個人投資家の外部運用機会（収益率）は  $r$  で表され、投資金額（ $I$ ）と販売手数料（ $F$ ）の合計に見合う金額を初期資産として保有していると想定する。また、販売業者については、販売手数料収入が裁判所の命令する期待賠償額を下回る場合には、金融商品の販売・勧誘を行わない（販売市場から退出）と想定する。

### 3.2 パラメータに関する仮定と社会的に最適な投資決定

裁判所による立証責任の配分のあり方が金融取引の均衡に及ぼす影響について検討する前に、以下のナッシュ均衡を導く上で必要なパラメータの仮定を行うとともに、社会的に最適な投資決定（金融商品のタイプと投資決定の組み合わせ）について述べておく。

（パラメータに関する仮定）

$$PgR > (1 + \rho)(I + F)$$

$$(1 + \rho)(I + F) > PbR > (1 + \rho)(I + F) - (1 - Pb)I$$

$$\gamma PgR + (1 - \gamma)PbR - (1 + \rho)(I + F) > 0$$

パラメータに関する仮定の最初の二つは、good タイプ（bad タイプ）の社会的な期待収益が代替的な投資機会に比べて十分に大きい（小さい）ということを示しており、このような仮定の下では、社会的に望ましい投資決定は、金融商品が good タイプならば投資（金融商品を購入）し、bad タイプならば投資を行わない（金融商品を購入しない）というものになる。また、最後の不等式は、商品のタイプが未知である場合には、投資家が商品を販売する

方が望ましいことを意味している。

#### 第4節 立証責任の配分と金融取引の均衡

金融商品販売法では、販売業者が説明義務を履行したかどうかについては、顧客側（投資家側）が立証しなければならないことになっている。この意味において、 $\hat{\theta} \neq \theta$ であることの立証責任は、投資家側にあるといえるが、従来の民法による訴訟に比べれば、損失額や説明がなかったことと損失との因果関係について立証する責任が軽減されており、立証責任が、ある程度、販売業者側に配分されたと見なすこともできる。以下では、金融商品のタイプに関する説明義務違反に関して、1)立証責任が投資家側にある場合（投資家側が100%の確からしさを立証しなければならない場合）、2)立証責任が販売業者側にある場合（販売業者側が100%の確からしさを立証しなければならない場合）、3)投資家側がある程度の蓋然性を持って販売業者の説明義務違反を説明できる時には説明義務違反が立証されたと見なす場合、に分けてモデル分析を行う。なお、本モデルでは、説明義務違反に伴う損失額（および賠償額）については元本割れ相当部分（ $I$ ）であるとし<sup>3</sup>、実際に損失が発生した場合（ $R=0$ ）にのみ投資家は裁判所に訴えることができると想定する。

##### 4.1 投資家に立証責任がある場合

$\hat{\theta}$ 、 $\theta$ が立証不可能であるとする以上、投資家側が販売業者の説明義務違反を100%立証することは不可能である。したがって、販売業者が虚偽の説明を顧客に行い、その結果、顧客に損害（ $R=0$ ）が発生したとしても、裁判所が、販売業者に対して賠償を命令することはない。この場合には、当初の金融商品のキャッシュフローがそのまま投資家の利得になり、また、販売業者の利得は、真のタイプに依存しないことから一括均衡のみが存在することになる。本稿では、タイプに関する事前分布のもとで投資家が商品を販売する動機を持つと想定しているの、金融商品の購入を伴う下記のような一括均衡（ナッシュ均衡）が存在する<sup>4</sup>。

販売業者：金融商品のタイプに関わらず $\theta g$ と説明

投資家：販売業者の説明が $\hat{\theta} = \theta g$ の時のみ金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

##### 4.2 販売業者に立証責任がある場合

次に、販売業者に100%の立証責任（説明義務違反がないことの立証責任）がある場合について見てみよう。この場合には、販売業者が正直な説明をしたとしても、顧客に損害（ $R=0$ ）が発生した場合には、（投資家が裁判所に訴訟を起こし）販売業者が元本部分を補填する（賠償

する)ことになる。販売業者にとっては、期待賠償額が発生することから、販売手数料と期待賠償額の水準に応じて販売・勧誘の均衡戦略が異なってくるが、投資家にとっては、例え運用が失敗して  $R=0$  が生じても、販売業者が元本を賠償するため、真のタイプに関わらず金融商品を購入する動機が発生する。均衡は下記のように分類される。

(a)  $(1-Pb)I < F$  の場合

販売業者：金融商品のタイプに関わらず  $\theta g$  と説明

投資家：販売業者の説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

(b)  $(1-Pg)I < F < (1-Pb)I$  の場合

販売業者：金融商品の真のタイプが  $\theta g$  の時に  $\theta g$  と説明。

真のタイプが  $\theta b$  の時は勧誘しない

投資家：販売業者の説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

(c)  $F < (1-Pg)I$  の場合

販売業者：タイプに関わらず金融商品の販売・勧誘を行わない

投資家：説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \text{販売・勧誘がある場合}) = 1$

#### 4.3 ある程度の蓋然性をもって説明義務違反を立証できる場合

$\hat{\theta}$ ,  $\theta$  が立証不可能であるとする以上、投資家（あるいは販売業者）側が、販売業者の説明義務違反（違反がないこと）を 100% 立証することは不可能であると考えられる。しかし、ある事柄が 100% の確からしさで立証されなければ、被告（立証責任を負わない側）が有利という想定は極端であるかもしれない。民事訴訟では、100% 未満の確からしさでも、裁判官が「立証された」と判断した場合には（心証を持った場合には）販売業者側に損害賠償を認める（投資家の訴えを棄却する）というケースも考えられる。そこで、以下では、投資家側が、ある程度の蓋然性を持って販売業者の説明義務違反（その動機）を説明できる場合には、立証が行われたとみなして分析を行うことにしよう。具体的には、「ある程度の蓋然性を持って販売業者の説明義務違反（その動機）を説明できる」という事柄について、下記のように定義する。

#### ある程度の蓋然性をもって説明義務違反を立証できる場合

投資側が、投資家と販売業者の仮想的なゲームにおいて、「販売業者が説明義務違反を行い（ $\hat{\theta} \neq \theta$ ）と同時に投資家が金融商品を購入する」という戦略を均衡戦略として存在することを示すことができるならば、裁判所は、販売業者の説明義務違反を認め（投資家による立証が

行われたと認め) 販売業者に対して損害額 ( I ) の賠償を支払うことを命令する。

すなわち、仮想的なゲームにおいて販売業者の説明義務違反を示すことができるならば、現実の世界でも説明義務違反があったと見なすのである。ところで、上記のような形で、説明義務違反の立証を内生化しようとする場合、仮想的なゲームを特定化しなければならない。仮想的なゲームに関して全くの制約がない場合には、投資家側が販売業者の説明義務を問う(均衡において説明義務違反をもたらすゲームを提示する)ことは比較的容易であろう。そこで、以下では、仮想的なゲームに関して一定の制約を置き、仮想的ゲームが、1) 投資家に損失が発生した時は常に販売業者が賠償を行う、もしくは、2) 投資家に損失が発生しても販売業者が損失の賠償を行わない、という特徴を持つ場合にのみ、裁判所は、「ある程度の蓋然性で説明義務違反が立証される」場合の仮想的ゲームとして受け付けると想定することにする。損失の賠償に関しては仮想的なゲームに制約をおくが、それ以外の金融商品の特徴については、現実のゲームと仮想的なゲームは同じであるとするのである。

ところで、仮想的なゲームが、1) 投資家に損失が発生した時は常に販売業者が賠償を行うというものである場合、その仮想的ゲームは、4.2 節までのモデルで100%の立証責任が販売業者に課せられているゲームであると同じである。4.2 節のナッシュ均衡では、 $(1-Pb)I < F$  の場合のみ、販売業者が真のタイプに関わらず  $\theta g$  と説明し、かつ、投資家が金融商品を購入する動機を持つ均衡が存在していた。したがって、投資家が説明義務違反を問うことができるのは、 $(1-Pb)I < F$  の場合のみであり、それ以外のケースでは説明義務違反を立証することはできないことになる。以上のことから以下のことが導かれる。

仮想的なゲームが、1) 投資家に損失が発生した時は常に販売業者が賠償を行うというものである場合、次のような一括均衡が存在する。

(a)  $(1-Pb)I < F$  の場合

販売業者：金融商品のタイプに関わらず  $\theta g$  と説明

投資家：販売業者の説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

(b)  $(1-Pb)I > F$  の場合

販売業者：金融商品のタイプに関わらず  $\theta g$  と説明

投資家：販売業者の説明が  $\hat{\theta} = \theta g$  の時のみ金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

すなわち、(a)(b)どちらのケースでも、販売業者はタイプに関わらず good タイプであると説明し、かつ投資家は bad タイプの金融商品へも投資するという意味において社会的な非効率性が発生している。しかし、(a)と(b)では、損失発生時の賠償負担の有無が違っており、投資家の

利得も(a)のケースが高くなっている。すなわち、(a)の販売手数料が十分に高い場合 ( $(1-Pb)I < F$ ) には、投資家が説明義務違反を立証することが容易であり、販売業者側も賠償責任を想定しながらも、説明義務違反を行っている。一方、(b)の販売手数料が低い場合 ( $(1-Pb)I > F$ ) には、投資家側が説明義務違反を立証することは困難であり、販売業者側は賠償責任を想定しないもとで、タイプに関わらず good タイプであると偽って伝えることになる。

次に、仮想的なゲームが、2) 投資家に損失が発生した時でも販売業者は賠償を行わないというケースについて考えてみることにしよう。この場合には、仮想的ゲームは、4.1 節のモデルで100%の立証責任が投資家に課せられているゲームに等しい。4.1 節のナッシュ均衡では販売業者の説明義務違反を伴う(一括)均衡が存在することが示されているので、この場合には、説明義務違反を立証することが容易となり、投資家は損失発生時には常に賠償を獲得できることになる。すなわち、ある程度の蓋然性で説明義務違反が立証されると見なす場合のゲームの均衡は、4.2 節のナッシュ均衡と同じものとなる。このことを改めて書くと以下のようになる。

仮想的なゲームが、2) 投資家に損失が発生した時でも販売業者は賠償を行わないというものである場合、4.2 節のナッシュ均衡と同じ均衡が存在する。

#### 4.4 適合性の原則

これまで、 $\theta$  および  $\hat{\theta}$  の双方が立証不可能であるとして、投資家と販売業者の立証責任の配分と金融取引の均衡の関係について検討してきた。しかし、 $\theta$  および  $\hat{\theta}$  の立証不可能性については、その程度に差があるかもしれない。例えば、 $\hat{\theta}$  は投資家と販売業者のみが観察する情報であり、第三者が確認ないしは当事者が立証することは困難であろうが、 $\theta$  は金融商品のリスクに関する情報であり、事後的な確認が比較的可能かもしれない。 $\theta$  が事後的に立証可能である場合には、 $\theta$  に応じた立証責任の配分についてさらに検討することができよう。

例えば、損失が発生し ( $R=0$ ) かつ事後的に  $\theta = \theta b$  であることが確認された場合には、販売業者に100%の確からしさで  $\hat{\theta} = \theta b$  であることを立証する義務付けるが、損失が発生し ( $R=0$ ) かつ事後的に  $\theta = \theta g$  であることが確認された場合には、投資家に100%の確からしさで  $\hat{\theta} = \theta g$  であることを立証する義務付けるといったケースが考えられる。この場合には、次のようなナッシュ均衡が得られる。

##### (a) $(1-Pb)I < F$ の場合

販売業者：金融商品のタイプに関わらず  $\theta g$  と説明

投資家：販売業者の説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta b \mid \hat{\theta} = \theta b) = 1$

##### (b) $F < (1-Pb)I$ の場合

販売業者：金融商品の真のタイプが  $\theta_g$  の時に  $\theta_g$  と説明

真のタイプが  $\theta_b$  の時は販売・勧誘を行わない

投資家：販売業者の説明に関わらず金融商品を購入

均衡外の信念： $\Pr(\theta = \theta_b \mid \hat{\theta} = \theta_b) = 1$

すなわち、金融商品の販売手数料が、bad タイプである場合の期待賠償額よりも大きい場合には、依然として一括均衡のみが存在するものの、販売手数料が bad タイプの期待賠償額（厳密には bad タイプが金融商品の販売・勧誘を行うとした場合の期待賠償額）よりも小さい場合には、分離均衡が存在する。後者のケースでは、bad タイプの業者は金融商品の販売・勧誘を行わず、社会的な最適な投資配分が実現することになる。

ところで、上記のような  $\theta$  に応じた立証責任の配分については、いわゆる「適合性の原則」を部分的に表現したものと解釈することができるかもしれない。「適合性の原則」とは、顧客の知識・経験や資産状況に応じた販売を義務づけるというものであり、投資家と金融商品の適合性がなければ業者は商品の販売を行ってはならないというルールである。本稿のモデルでは、投資家に適合性のある金融商品は good タイプの商品のみであり、適合性の原則とは、販売業者が bad タイプの商品を投資家に販売して損失が発生した場合に賠償責任を負うルールであるとして定式化できる。もちろん、本稿のモデルでは、投資家の知識・経験や資産状況に関して複数のタイプを想定しておらず、投資家のタイプに応じて金融商品の販売を行うという本来の意味での「適合性の原則」とは異なっていることに注意する必要がある。

## 第5節 おわりに

本稿では、金融商品の説明義務に関する立証責任の配分という観点から、金融商品販売における投資家保護の問題について分析してきた。立証責任の配分と金融取引の均衡の関係は、表 - 1 にまとめられている。結論的に言えば、販売業者の説明内容を第三者が観察することが困難である時に、投資家側が業者の説明義務違反を立証しなければならない場合には、一括均衡が排除できず、非効率な投資（金融商品の販売）が行われる可能性が存在する。一方、投資家側に立証責任が課されている場合には、分離均衡が存在するが、販売手数料が期待賠償額に比べて極端に大きい場合（小さい場合）には、金融商品のタイプに関わらず投資が行われる（全く行われない）という非効率な一括均衡が生じてしまうことになる。このような傾向は、「ある程度の蓋然性で説明義務違反が立証されたと見なす場合」においても同様である。また、事後的に金融商品のタイプに応じて立証責任が配分できる場合には、販売手数料が（bad タイプの）期待賠償額に比べて大きくない限り、分離均衡が得られる。

最後に、以下では、本稿の分析で考慮されなかった点について言及することにしたい。

本稿では、裁判所が販売業者の賠償責任を認めた場合、業者は損害額（元本額相当）を賠償

するとして分析が行われてきた。しかし、現実には、販売業者には賠償能力がなく損害額を支払うことができないと言うケースも想定される（いわゆる”judgment-proof problem（Shavell(1986,1997)）”）。このような場合には、販売業者に賠償責任が認められても実際には賠償が行われれないと言う意味で、立証責任が投資家側に全面的に課されている場合と同様であると言えるかもしれない。しかし、金融商品の販売に関係した第三者に対しても賠償責任を問われる場合には（例えば変額保険訴訟の際に問題となった銀行等の貸し手責任など）、連帯責任を負う第三者の行動が、販売業者あるいは金融取引全体に及ぼす影響について考慮する必要がある<sup>5</sup>。変額保険の場合には、保険会社の説明義務違反のみならず、銀行が保険会社と一体になって実質的な販売活動を行ってきたかどうかが争われた。後者の問題は、直接的には、当時の銀行法違反（保険募集の取り締まりに関する法律違反）に関するものであるが、銀行に対する信頼や貸し手としての優越的な立場が変額保険の販売に寄与していた可能性も考えられる。販売業者とは異なる第三者の責任をどの程度問うべきかについては、連帯責任を認める（いわゆる抗弁権の接続）ことによって、第三者の販売業者に対する規律付けがどの程度向上するか（あるいは金融イノベーションが阻害されるか）に依存すると想像される。この問題は、金融商品の販売規制が緩和され、多くの主体が金融商品の販売に関わっている現在（および近い将来）において、より大きな問題となるのではないだろうか。

また、本稿では、金融商品に関するトラブルは、訴訟を通じて処理されると想定してきたが、紛争処理に当たっては、裁判所だけではその処理能力に限界があり、裁判外の紛争処理手続き（ADR）に依存する部分も大きいと思われる<sup>6</sup>。実際、英国等ではオンブズマン制度等の裁判外紛争処理手続きの仕組みが重要な役割を果たしていると言われており、今後は、ADR自体やADRと裁判との関係についても検討する必要性があろう。

## 参考文献

- Aghion, P., and P. Bolton (1992), "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*. 59: 473-494.
- Bhattacharya, S., Boot. W. A. and Thakor, A. V. (1998), "The Economics of Banking Regulation," *Journal of Money, Credit, and Banking*. 30: 745-770.
- Boot. W. A. and Thakor, A. V. (1993), "Self-Interested Bank Regulation," *American Economic Review*. 83: 206-212.
- Boot. W. A. and Thakor, A. V. (1997), "Financial System Architecture," *The Review of Financial Studies*. 10: 697-733.
- Denatale, A. and P. B. Abram (1985), "The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors," *Business Law*. 40: 417.
- Dewatripont, M. and J. Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.
- Koichi, Hamada (1995), "Product Liability Rules: A Consideration of Law and Economics in Japan," *The Japanese Economic Review*. 46: 2-22.
- Mailath, G. and L. Mester (1994), "A Positive Analysis of Bank Closures," *Journal of Financial Intermediation*. 3: 272-299.
- Newman, H. A., and Wright, D. W. (1990), "Strict Liability in a Principal-Agent model," *International Review of Law and Economics*. 10:219-231.
- Hamilton, D. (1961), "Parent Corporation's Claims in Bankruptcy," *Vand Law Review*. 93: 15.
- Hanbrecht, M. and D. Hamilton (1975), "Credit Liabilities Resulting from Improper Interference with the Management of a Financially Troubled Debtor," *Business Law*. 31: 343-348.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (1991), "Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts," *Yale Law Journal*. 100: 1879.
- Pitchford, R. (1995), "The case of Judgment-Proof Firms and Environmental Risk: How Liable should a Lender Be ?," *American Economic Review*. 85: 1171-1186.
- Shavell, S. (1986), "The Judgement Proof Problem," *International Review of Law and Economics*. 6:45-58.
- Shavell, S. (1997), "The Optimal Level of Corporate Liability Given the Limited Ability of Corporations to Penalize Their Employees," *International Review of Law and Economics*. 17:203-213.

表1 金融商品の販売に関する規制緩和の推移

1998年	投資信託の銀行窓口販売解禁
2002年	都市銀行に信託代理店解禁
2004年	証券仲介業の事業会社・銀行への解禁、信託代理店の証券会社・保険会社・事業会社への解禁
2005年	銀行窓口での保険販売追加解禁
2006年(予定)	銀行代理店をスーパー等の事業会社に解禁
2007年(予定)	銀行窓口での保険販売全面解禁

図1



表1

	$F < (1-P_g)I$	$(1-P_g)I < F < (1-P_b)I$	$(1-P_b)I < F$
立証責任が投資家側にある場合(4.1節)	一括均衡	一括均衡	一括均衡
立証責任が販売業者側にある場合(4.2節)	一括均衡 (金融取引なし)	分離均衡	一括均衡
仮想ゲーム1)において説明義務違反が立証される場合(4.3節)	一括均衡	一括均衡	一括均衡
仮想ゲーム2)において説明義務違反が立証される場合(4.3節)	一括均衡 (金融取引なし)	分離均衡	一括均衡
に応じて立証責任を分配する場合(4.4)	分離均衡	分離均衡	一括均衡

---

1 キャッシュフロー R は事後的に立証可能であると考えられるので、理論的には、R に応じて賠償額を決める契約を結ぶことは不可能ではない。しかし、損失補填契約は法律で禁止されている上、本稿ではそもそもリスクのある金融商品の事後的損失負担のあり方について分析しており、R に応じた契約は不可能であると想定する。

2 損害賠償のルールについては、「立証責任の配分」という観点のほかに、裁判所が定めた注意義務の水準を被害者の注意水準が上回ったかどうかという「過失責任の有無」がある。本稿では、販売業者が敗訴した場合には、投資家側の過失責任は問われずに、損失額のすべてを賠償すると想定している。

3 金融商品販売法では、元本割れ部分が損失額がとして推定される。しかし、実際の賠償金額については、そこから顧客側の過失を相殺した金額として決められる。本稿では顧客側の過失責任はゼロとして分析を行うので損失額 = 賠償額となっている。

4 均衡外の信念の定式化によっては、真のタイプに関わらず販売業者が  $\hat{\theta} = \theta$  と説明し、投資家が商品を購入するケースが均衡となることもありうる。以下で得られるナッシュ均衡についても同様。

5 Pitchford(1995)は環境汚染における貸し手責任の問題について分析を行っている。

Hambrecht and Hamilton(1975)および Denale and Abram(1985)では貸し手責任に対する法律的な根拠についてまとめている。

6金融庁は、「金融トラブル連絡調整協議会」を設立し(業界団体、弁護士等がメンバー)、苦情・紛争解決支援のモデル案をとりまとめている。しかし、現状では、既存の業界団体等の相談窓口での運用改善を促すという程度にとどまっており、斡旋や調停の手続きをもうけて第三者が解決案を提示するといった形での抜本的な紛争処理制度は全面的に導入されていない(金融庁は、2005年7月に、相談を受け付け外部の紛争処理機関を紹介する組織として「金融サービス利用者相談室」設置している)。