



Title	適合性原則と投資家保護
Author(s)	深浦, 厚之
Citation	経済学部研究年報, 17, pp.1-13; 2001
Issue Date	2001-01-22
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10069/26207">http://hdl.handle.net/10069/26207</a>
Right	

This document is downloaded at: 2019-04-24T17:00:00Z

# 適合性原則と投資家保護

深 浦 厚 之

## Abstract

In this study we explored the function of the suitable rule and its influence and role in the security market structure. Under the suitable rule the security houses are not allowed to approach some kind of investors who has little information and knowledge about the property of the investment opportunity. The purpose is to refrain the infant investors from the fatal loss in the imperfect information economy. In other words, the rule is complementary to the market mechanism and corresponds to the investor protection principle. Discussions developed here show that under the suitable rule investors are forced to purchase the less risky securities than they would purchase in the perfect market. As the results, the high risk securities and the risk averse investors are left without any counterparts. The financial intermediaries, including the banking firm, are bridging between the risky investment opportunities and the risk averse investors by producing the information of the projects. Our model is a prior attempt to explain the coexistence of the direct and indirect financial market.

## 1. はじめに

本稿では、投資商品の販売において顧客である投資家に適した投資商品を販売しなければならないという適合性原則が、金融システムが市場志向を強めれば強めるほどその意義を失うという、一見パラドキシカルな主張について述べる。

元来、金融市場とは投資家のリスク負担能力と投資商品（投資機会）のリスクプロファイルを合致させるためのメカニズムである。報酬は危険を冒したものに対してのみ支払われるべきものであり、参加賞的な要素は一切排除されるのが原則である。言い換えれば、その経済がどのようなタイプの金融システムに依存しているかは、マクロ経済的にみてどのようなリスク管理メカニズムを持つかという問題に還元されるといってよい。

日本では、金融仲介機関（銀行）に対する信任の喪失に端を発した景気後退の中で、新たな金融秩序の構築が模索されてきた。それは程度の差こそあれ、基本的には金融機関依存型から市場志向型（大陸型からアングロアメリカン型）への移行というシナリオに沿ったものになる。端的に言えば、それは競争市場を前提とする国民経済リスク管理機構の構築であると解釈できるだろう。

間接金融システムの中に温存されてきた1兆2千億とも4千億ともいわれる個人金融資産は、新たな金融秩序を作り上げるのに必要なりスクマネーとして期待されているが、必ずしも市場プレイヤーとして成熟しているとは言い難い日本の個人投資家がそうした機能を担うことが出来るのかどうかは改めて問われなければならない問題であろう。最近論じられる機会の多い適合性原則は、個人投資家

を円滑に資本市場へと導いていくための第一歩であるといわれており、競争的な金融取引において、十分な知識を持たない投資家の利益を保護するためには不可欠な措置であるとしてその導入・強化が叫ばれている。そうした一連の議論は、戦後長く続いた旧来型の金融制度から新しいそれへと移行しつつ日本の現況を反映するものであると同時に、金融市場や金融取引に対するわれわれ自身の共通理解が垣間見えるものであり非常に興味深い。

本稿は投資家保護規定という観点から適合性原則の経済学的意義を探ることを目的とする。そして、適合性原則によって投資機会（リスクの源泉）と投資家（リスク分散の主体）のマッチングに歪みが生じ、結果的に金融仲介機関への依存が高まる場合がありうることを理論的に示すことにしたい。すなわち、適合性原則は市場化・競争重視という世界的な意識の流れに掉さすものになる可能性が高いことを論じてみたい。次節では、適合性原則の背景にある投資家保護概念について整理する。第三節では、適合性原則の論理構造を情報の非対称性に基づき考察し、さらに第四節では不完全情報のもとで適合性原則が投資家・投資機会の行動に与える影響について考える。以上の成果をもとに、第五節では適合性原則をめぐる政策的な含意について本稿としての見解を示し、その一つとして金融システムと適合性原則の関連について論じることにする。第6節は結論にあてられる。

## 2. 投資家保護の定義

投資家のリスク負担能力と投資商品（投資機会）のリスクプロファイルを合致させる代表的機構が金融市場であることは言うまでもない。

投資家の集合を  $I = \{i_1, i_2, i_3, i_4, \dots\}$ ,

また、投資機会の集合を  $S = \{s_1, s_2, s_3, s_4, \dots\}$  としよう。集合  $I, S$  の下添え字は次のような規則にしたがって付されている。すなわち、市場が完全（完全情報）であれば、リスク負担能力の高い投資家はそれに応じたリスクを持つ投資機会を見出す。なぜならば、自分のリスク負担能力よりも安全な投資機会をえるならば、より高いリスクの投資機会に移動することで追加的利益をえることができるからである<sup>1</sup>。逆に、自分のリスク負担能力よりも危険な投資機会に直面すれば、より安全な投資機会に移行することで損失を回避できる。このような模索過程を通じて達成される投資家と投資機会の組み合わせを、投資家のリスク負担能力の順に並べると  $\{i_1, s_1\}, \{i_2, s_2\}, \{i_3, s_3\}, \dots$  となるが、このとき集合  $I$  については添え字の小さいほどリスク負担能力が高く、集合  $S$  については添え字が小さいほど潜在的なリスクが高い。このような組み合わせをベンチマークケースと呼ぶことにしよう。換言すれば、ベンチマークケースでは、完全市場の定義から、投資家は自ら負担しようとするだけのリスクを過不足なく自発的に負担していることになる。ここから次の定理を導くことができる。

**定理 0**：ベンチマークケースから離れれば、投資家あるいは投資機会（の販売者）のいずれかが超過利潤をえる。

証明：

組み合わせ  $\{i_n, s_{n+1}\}$  のときは、投資家のリスク負担能力を下回る投資機会が割り当てられている。このとき投資家は、 $\{i_n, s_n\}$  のときに負担するリスクよりも小さなリスクを負担している。実現される収益は確率変数

<sup>1</sup> リスクの高い投資機会は期待収益が高いと仮定している。

であり望外の損失を伴うが、本来のリスク負担において予想される望外の損失よりも小さい。よって、投資家は結果的に損失を被ることはない。投資機会（の販売者）から見れば、 $\{i_n, s_n\}$  ならばより大きなリスクテイクができたはずであり、期待遺失利益が発生している。つまり、（期待値の意味で）投資機会から投資家への所得移転が生じている。

$\{i_n, s_{n-1}\}$  においては、投資家のリスク負担能力を超える投資機会が割り当てられる。このとき投資家は、 $\{i_n, s_n\}$  よりも過重なリスクを負担する。実現される収益は確率変数であり望外の収益あるいは望外の損失を伴う。問題になるのは望外の損失を被る場合であり、本来のリスク負担において予想される望外の損失よりも大きい。投資機会（の販売者）から見れば、 $\{i_n, s_n\}$  ならばリスクテイクはより小さかったはずである。つまり、（期待値の意味で）投資家から投資機会への所得移転が生じる。これにより定理は証明された。□

定理0に基づき、投資家保護を次のように定義しておこう。

**定義0（投資家保護）：**投資機会（の販売者）に超過利潤を発生させないとき、投資家の利益は保護されている。

投資家保護規定は、程度の差を無視するとすればほぼ例外なく各国の証券関連法の中に明文規定が置かれている。しかし、その基本的姿勢には大きく分けて二つの流れがある。そのひとつは、欧米で一般的に見られるように、市場参加者が遵守すべきゲームルールの透明性を確保することを中核とする規定であり、そこでは特定の投資家が他の投資家に対してアプリオリに優位になるような状況は認められない。

このような欧米流の投資家保護規定においては、投資機会の情報開示規定が中心的役割を担う。これは、投資情報を故意に隠匿して取引相手の利益を収奪することを防止するための規定であるが、投資情報に基づく投資家の自己選抜過程を促すというより積極的な目的を持つ。つまり、市場が完全ならば（＝情報が完全ならば）投資家は自己のリスク負担能力に合致する投資機会を入手することができるから、現実の市場をベンチマークケースに近似させるためには情報開示が不可欠の措置であることは指摘するまでもない。したがって、政策当局自身が投資家の属性（リスク負担能力など）に関する情報を把握する必要はなく、むしろ投資機会の情報開示を制度的に担保すればよい。以下こうした投資家保護規定を市場型投資家保護規定と呼ぼう。つまり、それはそのような状況のための条件を維持することで、完全市場において達成されるだろう投資家の利益を保護するものである。換言すれば、市場型投資家保護規定は投資家の属性に言及せず、市場過程によって投資家の属性と投資機会の属性が最適な対応に到達することを暗黙にうちに想定しているということができる。

これに対して、投資家の属性情報にも踏み込んだもう一つの投資家保護規定があり、これを介入型投資家保護規定と呼ぶことにしよう。介入型投資家保護規定は実現される投資家と投資機会の組み合わせが最適とはならない蓋然性（市場の失敗）を重視し、市場取引が実現する前に両者の組み合わせに関して一定の枠を課すことを要求する。このため、政策当局は投資機会の属性情報に加えて、投資家の属性情報を一部保有しなければならない。この結果、市場型投資家保護規定とは対照的に、両者の組み合わせの探索において何らかの非市場のプロセスが含まれることにな

る。しかし、これらの二つの投資家保護規定については次に示すような興味深い定理を導くことができる。

**定理1：市場型投資家保護規定のもとで達成される投資家と投資機会の組み合わせと、介入型投資家保護規定を適用した場合に達成される組み合わせは等しい。**

証明：

介入型投資家保護規定を厳密に実行すれば、投資家はそのリスク負担能力によって政策当局により完全に識別される。また、介入型投資家保護規定においては投資機会もまたリスクプロファイルに応じて完全に識別される。このとき  $I$ ,  $S$  二つの集合の要素が完全に識別できるならば、リスク負担能力に応じてリスクの高い順に投資機会を割り当てていくことができる。このようにして、 $\{i_1, s_1\}$   $\{i_2, s_2\}$   $\{i_3, s_3\}$  という組み合わせが非市場的過程において達成される。一方、市場型投資家保護規定のもとでは定義によって  $\{i_1, s_1\}$   $\{i_2, s_2\}$   $\{i_3, s_3\}$  が達成されている。よって、両者は等しく、これにより定理が証明された。□

このように考えれば市場型投資家保護規定については述べることはほとんど残されていない。それは競争条件を整備することに等しく、一般的な競争政策に還元されるといって差し支えない。そこで、以下では介入型投資家保護規定を念頭に置きつつ、適合性原則の意義について述べることにする<sup>2</sup>。

2 米国破産法541条の改正論議の中で、資産担保証券の真正売買性を主要格付機関の判断に一部委ねるという規定の是非が論じられている。この改正案に対する反対論の一つに、既に法理上、担保取引と峻別されている真正売買性が民間の格付機関の判断によって変わることは、資産担保証券に関わるルールが不確定になるというものがある。注目すべきは、それが米国では投資家保護に抵触するとされる点である。つまり、みずからリスクを背負う投資家が損

### 3. 適合性原則の論理構成

適合性原則には広義・狭義の二つがあり、それぞれ次のように定義される<sup>3</sup>。

広義の適合性原則：投資機会の販売者は、投資家の属性と合致する属性を持つ投資機会を勧誘・販売しなければならない。

狭義の適合性原則：特定の属性を持つ投資家には、特定の属性を持つ投資機会を勧誘・販売してはならない。

両者の相違は一見わかりにくいだが、投資家が投資機会の販売者たる証券会社を訪れて株式を購入したいと告げたという状況を想像してみよう。このとき、広義の適合性原則によれば、その投資家の属性がどのようなものであっても、それに合致する株式を勧誘・販売することになる。つまり、証券会社にとって投資家の属性は所与である。一方、狭義の適合性原則によれば、投資家属性がある特性を持つと判断されるときには、いかなる手段をもってしても一定の株式を勧誘・販売してはならない。つまり、証券会社は投資家の属性についてその適否を判断する必要がある。この意味で、広義の適合性原則は作為の義務づ

失を被ることについては過度に保護する必要は認めないが、事前の公示がない状況での真正売買性について事前の公示がない状況を生み出すことがルールの不明確化となり、投資家保護に反するとされる。これは欧米流投資家保護規定の一端を示す事例として興味深い。

3 なお、証券取引法54条1項では適合性原則に関して「適切な勧誘を行うためには、まず、顧客の知識、経験、財産の状況、資産目的等を把握しなければならない」と規定されている。

けであり、狭義の適合性原則は不作為の義務づけといえる<sup>4</sup>。

前と同様に、投資家の集合を  $I = \{i_1, i_2, i_3, i_4, \dots\}$ 、投資機会の集合を  $S = \{s_1, s_2, s_3, s_4, \dots\}$  とする。むろん、ベンチマークケースは  $\{i_1, s_1\} \{i_2, s_2\} \{i_3, s_3\} \dots$  である。なお、以下においてはベンチマークケースでの投資家と投資機会の組み合わせの集合を  $B$  と表すことにする（つまり  $B = \{\{i_1, s_1\} \{i_2, s_2\} \{i_3, s_3\} \dots\}$ ）。

広義の適合性原則は、ある投資家  $i_m \in I$  に対して、負担できないリスクを持つ投資機会を対応させないルールである。 $i_m$  が負担できる投資機会のうちもっともリスクの高い投資機会は  $s_m$  であり、それより安全な投資機会は  $s_{m+1}, s_{m+2}, s_{m+3} \dots$  である。よって、

$$S_m = \{s_m, s_{m+1}, s_{m+2}, s_{m+3} \dots\} \subset S$$

とし次のように定義する。

**定義 1（広義の適合性原則ルール）：**  $[i_m, s^m]$  ただし、 $s^m \in S_m \subset S$

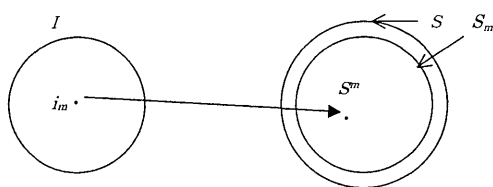


図 1 - 1 広義の適合性原則

4 両者が密接に関連していることは論を待たないが、特に広義の適合性原則は証券会社等に対する一種の説明義務を課すものというのが実務上・立法上の解釈である。たとえば金融の新しい流れに関する懇談会論点整理（1998年）では業者ルールという項目で取り扱われている。実際にどのような属性がこれら原則に関連してくるのかについては、法解釈も含め詳細な議論が行なわれているがそれらに立ち入ることは本稿の域を越える。

結局、広義の適合性原則はある投資家に対して、集合  $S_m$  の要素であるような投資機会  $S_m$  を割り当てるという規則を意味する。

狭義の適合性原則は、ある投資機会  $s_n \in S$  についてはそのリスクを負担できない投資家に対応させないというルールである。 $s_n$  のリスクを負担できる投資家のうちもっともリスク負担能力の小さい投資家は  $i_n$  であり、それよりリスク負担能力の高い投資家は  $i_{n-1}, i_{n-2}, i_{n-3} \dots$  である。よって、 $I_n = \{i_n, i_{n-1}, i_{n-2}, i_{n-3} \dots\} \subset I$  とし狭義の適合性原則を次のように定義する。

**定義 2（狭義の適合性原則ルール）**  $[i^n, s_n]$  ただし、 $i^n \in I_n \subset I$

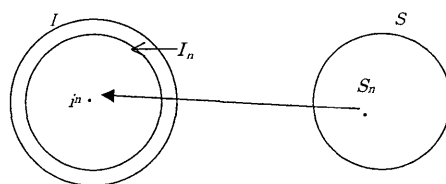


図 1 - 2 狭義の適合性原則

したがって、狭義の適合性原則とは、ある投資機会に対して集合  $I_n$  の要素である投資家  $i^n$  を割り当てると規則にほかならない。

広義・狭義いずれの適合性原則も、投資家と投資機会の組み合わせに関するものであることに注目すると、定義 1, 2 から次の定理をえる<sup>5</sup>。

**定理 2：**完全情報下において、広義の適合性原則を満たすような投資家と投資機会の組み

5 米国証券取引法144条は適合性原則に類似した規定であるが、そこでは証券の販売主体（投資機会の販売主体）が満たすべき要件が規定されており、投資家と投資機会の組み合わせという概念は見当たらない。

合わせは、狭義の適合性原則も満たす。逆に、狭義の適合性原則を満たすような投資家と投資機会の組み合わせは、広義の適合性原則も満たす。

証明：

背理法によって証明する。広義の適合性原則を満たすが、狭義の適合性原則を満たさない組み合わせ  $\{i_x, s_x\}$  があると仮定する。これは、ルール  $[i_x, s^x]$ ,  $s^x \in S_x \subset S$  に従っている。一方、狭義の適合性原則を満たさないから、ルール  $[i^x, s_x]$ ,  $i^x \in I_x \subset I$  には従っていない。つまり  $i^x$  は  $I_x$  の補集合  $I_x^c$  の要素でなければならない。ところが  $I_x$  の定義から、 $I_x^c = \{i_{x+1}, i_{x+2}, i_{x+3}, \dots\}$  であり、 $i^x \notin I_x^c$ 。これは矛盾である。広義の適合性原則を満たさず、狭義の適合性原則を満たす場合についても同様にして矛盾が生じる。よって、定理は証明された。□

定理 2 は、完全情報であれば販売者が常に真の投資家属性情報をえることができ、二つのルールの相違は事実上、意味をなさないことを示している。また、適合性原則は投資家や投資機会に対するある種の行為規制であり、選択の幅を制限するものと考えられているが、定理 2 は完全情報下であれば適合性原則が適用されたとしても、そうでない場合と同じ帰結がえられるという意味で中立的であることも併せて示している。

**定理 3：**完全情報下において広義・狭義の適合性原則によって達成される投資家・投資機会の組み合わせはベンチマークケースを含む。

証明：

広義の適合性原則  $[i_m, s^m]$  において、 $i_m$

は  $S_m$  の中でもっともリスクの高い投資機会  $s_m \in S_m$  を選ぶことができるが、 $\{i_m, s_m\} \in B$  である。同様に、狭義の適合性原則  $[i_m, s^m]$  において、 $S_m$  は  $I_m$  の中でもっともリスク負担能力の低い投資家  $i_m \in I_m$  を選ぶことができるが、 $\{i_m, s_m\} \in B$  である。よって、すべての投資家、投資機会について二つの適合性原則が適用されるなら、 $\{i_1, s_1\}$   $\{i_2, s_2\}$   $\{i_3, s_3\}$   $\dots$  というベンチマークケースの組み合わせが達成される。以上により定理は証明された。□

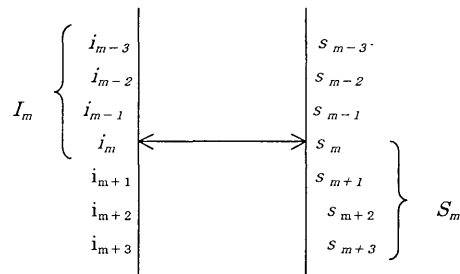


図 2

図 2 に示すように、 $i_m$  が  $S_m$  についての情報を持ち、 $s_m$  が  $I_m$  についての情報を持つとき、広義・狭義の適合性原則を同時に満たすように投資家・投資機会が相手を探索するならば、それは完全情報において達成される組み合わせに一致するのである。

定理 2, 3 は完全情報における適合性原則の意味を述べており、これによりわれわれは適合性原則の基本的な論理構造を知ることができる。つまり、適合性原則は完全情報下において達成される帰結に対して中立的であり、それが存在することによって資源配分が攪乱されるというものではない。

それでは、ベンチマークケース以外の組み合わせで適合性原則を満たすものはどのような性質を持つだろうか。

定理4：適合性原則によって達成される投資家・投資家のすべての組み合わせのうち、完全情報での組み合わせで一致するものを除く組み合わせにおいては、少なくとも1人の投資家と一つの投資機会が対応を見出せない。

証明：

投資家と投資機会のすべての組み合わせの集合全体を考え  $B$  の補集合  $B^c$  を考える。 $B^c$  の要素である組み合わせにおいて、広義の適合性原則が満たされているならば、少なくとも1人の投資家は自己のリスク負担能力に比べてより安全な投資機会に割り当てられなければならない（そうでなければ広義の適合性原則から逸脱する）。すなわち、 $\{i_k, s_{k+1}\}$  ただし  $\triangleright 1$ 。このとき、 $i_{k+1}$  は残っている唯一の投資機会である  $s_k$  と組み合わせることはできない。もし組み合わせれば狭義の適合性原則から逸脱する。したがって、少なくとも一人の投資家・一つの投資機会は組み合わせをえることができない（図3）。これにより定理は証明された。□

定理4は適合性原則は投資家保護(定義0)のための十分条件であることを示している。しかし  $\{i_k, s_k\}$  においても投資家は保護されているから適合性原則は投資家保護のための必要条件とはなりえない。

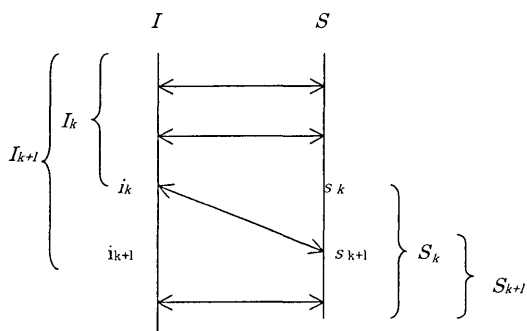


図3

定理3の系：組み合わせをえられない投資機会は、組み合わせをえられない投資家のリスク負担能力よりも大きなリスクを持つ。

証明：

定理4の証明(または図3)より明らか。□

定理4とその系からはつぎのような議論が可能である。 $s_{k+1} \in S_k$  であり、 $s_{k+1} \in S_{k+1}$  である。 $\{i_k, s_{k+1}\} \in B^c$  だからそれは不完全情報を反映する。言い換えれば、 $i_k$  が  $s_k \in S_k$  を選択できないとき、広義適合性原則のルール  $[i_k, s^k]$  を維持しようとするれば、 $s_{k+1} (\in S_{k+1} \subset S_k)$  を選ばざるを得ない。同様に、ある投資機会(たとえば  $s_{k+1}$ ) が  $i_{k+1} (\in I_{k+1})$  を選択できないとき、狭義適合性のルール  $[i_{k+1}, s_{k+1}]$  を満たそうとするれば、よりリスク負担能力の高い投資家を選ばざるを得ない。逆に言えば、組み合わせを見出す投資家のうち少なくとも1人は、自己のリスク負担能力を利用していないという意味で、効率性の損失を発生させている。つまり、定義0のように投資家保護を考えるときには必然的に効率性の損失が発生するのである。

なお、マクロの意味で金融市場が均衡しているとすれば、(ワルラス法則から) 適合性原則によって生じる投資家と投資機会のミスマッチは他の部門において調整されていなければならない。本稿ではこの調整機能を間接金融市場に求めることができることを主張するが、それは節を改めて論じることにした。

#### 4. 不完全情報と適合性原則

次に示す定理5は、投資家・投資機会の属性情報が不完全であるときに、適合性原則がどのような作用を持つかについて述べるものである。



定理 5 : 投資家・投資機会の属性情報が不完全であるとき、適合性原則のもとではリスクの高い投資機会とリスク負担能力の低い投資家が、対応を見出せない場合がある。

証明 :

証明は投資家の属性情報が不完全な場合、投資機会の属性情報が不完全な場合に分けて行なう。

(投資家の属性情報が不完全な場合)

投資家の属性情報が不完全であるときには、投資機会 (の販売者) の行動が狭義適合性原則を通じて大きな影響を受ける。

$\{i_i, s_i\} \in B$  について、 $i_i$  は  $I_i$  に含まれる要素のうちもっともリスク負担能力の低い投資家である。しかし、投資家の属性情報が不完全ならば、投資機会  $s_i$  は販売しようとする投資家  $i_i^e$  を推測して選別しなければならない。このとき狭義の適合性原則  $[i_i^e, s_i]$  が事前に満たされているから、 $i_i^e \in I_i^e$  となる集合  $I_i^e$  が必ず存在する。

事後的に狭義適合性原則が満たされるには、 $i_i^e \in I_i$  でなければならない。 $i_i^e \in I_i$  ならば適合性原則から逸脱する。ところが、 $i_i^e \in I_i$  である確率は、 $(I_i / I)$  である。投資機会は事後的に狭義適合性原則から逸脱することを避けるため、 $i_i^e$  よりもリスク負担能力の高い投資家  $i_i^*$  以上の投資家を探そうとするかもしれない。言い換えれば、 $i_i^e$  にある種の安全係数を乗じた  $I_i^*$  の中から投資家を探そうとする可能性がある。もし、もっともリスク負担能力の低い投資家 ( $i_i^e$ ) に投資機会  $s_i$  を割り当てるならば、 $i_i$  から  $i_i^*$  の間に位置する投資家は投資機会を失う。すなわち、もし  $I_i^* \subset I_i^e \subset I_i$  なら、 $i_i^{**} \in I_i$  かつ  $i_i^{**} \notin I_i^*$  となる投資家  $i_i^{**}$  が少なくとも 1 人存在する。たとえば、 $i_i^e$  はこうした投資家になりうる。

(投資機会の属性情報が不完全な場合)

投資機会の属性情報が不完全であるときには、ある投資家に投資機会を割り当てる広義の適合性原則がその影響を受けることになる。しかし、論理的には前段の証明を踏襲すればよい。すなわち、上記の証明の中で  $i$  を  $s$  に置き換え、図 4-1 の上下を逆転させて考えればよい (図 4-2)。すなわち、ある投資家  $i_i$  に対して、 $s_i^{**} \in S_i$  かつ  $s_i^{**} \notin S_i^*$  となる投資機会  $s_i^{**}$  が少なくとも一つ存在する。

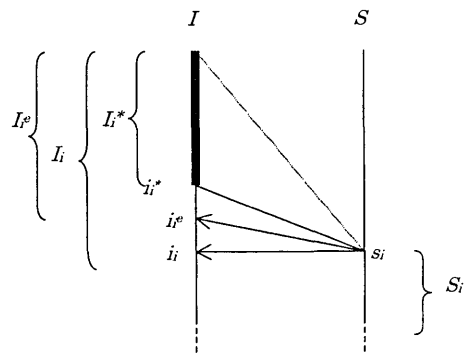


図 4-1

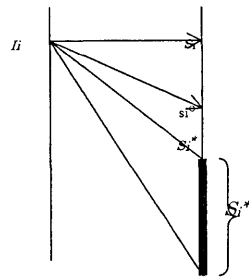


図 4-2

以上から、適合性原則のもとではあるリスクを内包する投資機会は、相対的にそれよりも高いリスク負担能力を持つ投資家と対応し、逆に、あるリスク負担能力を持つ投資家は、相対的に低いリスクの投資機会に対応する。

さて、内包するリスクが最小であるような投資機会  $s_z$  について上の議論を当てはめて

みよう。すると  $i_i^{***} \in I_2$  かつ  $i_i^{***} \notin I_2^*$  となる投資家  $i_i^{***}$  が少なくとも1人存在することがわかる。また、もっともリスク負担能力の高い投資家  $i_1$  についても、 $s^{***} \in S_1$  かつ  $s^{***} \notin S_1^*$  となる投資機会  $s^{***}$  が少なくとも一つ存在することがわかる。よって、もっともリスク負担能力の低い投資家は対応する投資機会を持たず、また、もっともリスクの高い投資機会は対応する投資家を見出すことはない(図4-3)。これにより定理は証明された<sup>6</sup>。□

投資家が負担できないようなリスクに直面する可能性を小さくすることが、社会的に求められているとしよう。市場が完全である場合には、投資家のリスク負担能力と合致する投資機会が競売人による模索過程を通じて自立的に割り当てられる。また、不完全市場においても偶然そうした組み合わせが達成され

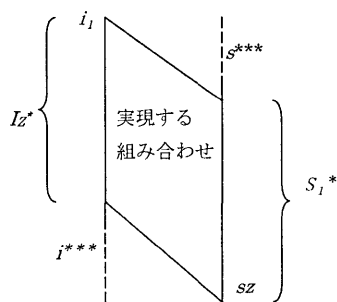


図4-3

6 現実には、証明の後段(投資機会の属性情報が不完全)はそれがリスクを含むことを除けば想定しにくい。むしろ、こうした状況は投資家が自発的にある投資機会の購入を欲するとき、投資家自身の意思決定の過程で生じることであろう。そのときに危険回避的な投資家であれば結果的に図4-2のような選択を行なうかもしれないが、それは適合性原則とは別次元の問題である。したがって、図4-3のような平行四辺形は、主に、狭義適合性原則(証明の前段)に基づいて生じているかもしれない。

るかもしれない。しかし、逆に、高いリスクの投資機会が低いリスク負担能力の投資家に割り当てられるという結果が生じる可能性もあり、これは社会的な要請に反することになる。適合性原則は後者の可能性を排除し、投資家がリスク負担能力を超えない投資機会と対応づけられることを保証しようとするものである。

ところが、適合性原則のもとでは、投資家・投資機会双方とも一種の安全係数を考慮した行動をとる可能性が高い。特に、投資機会(の販売者)が投資家の属性情報を十分に持たないという状況においては、狭義の適合性原則が作用することにより、本来、リスク負担能力の優れた投資家に割り当てられるべき投資機会が、投資家を見出しえなくなる可能性が生じてしまうのである。

## 5. 適合性原則をめぐる諸問題

### 5-1 広義適合性原則と説明義務

適合性原則は情報が不完全であるときに始めて意味を持つが、このことが広義の適合性原則をして、投資機会の販売者に対する説明義務と解釈される理由である。以前に述べたように、広義の適合性原則は投資家の属性を所与としてそれに合致する投資機会を販売することを要求するが、投資家の属性情報が不完全であれば、この要求は空文化する。よって、投資家が自発的に属性情報を開示するような状況を作り出す必要がある。その一つの手法が投資機会に関する説明である。投資機会に関する情報を理解できる投資家は購入するだろうし、理解できない投資家は離脱するから、結果的に投資家の属性と一致する投資機会が販売されることになる。これは投資家による自己選抜過程であり、一種のシグナル均衡であるとも考えることもできる。

## 5-2 適合性原則による投資機会の制限

定理5から、狭義の適合性原則では一部の投資家が投資機会をえられず、また、広義の適合性原則では一部の投資機会が投資家を見出し得ないことが明らかになった。つまり、狭義の適合性原則は特定の投資家層に自由な金融取引を禁止してしまう恐れがあり、このため狭義適合性原則はそのままでは法令化できないといわれている。

定理5は、こうしたことが投資家の属性情報が不完全であるときに、事後的に適合性原則から逸脱することを懸念する投資機会（の販売者）が、予測のずれを加味した投資家の選抜を行なうことにより生じることを明らかにしている。狭義の適合性原則の本旨は、当該投資機会のリスクを負担できない投資家を排除することによって、投資家自身の利益を保護しようとするものである。しかし、不完全情報のもとでは、当該投資機会に対して十分なリスク負担能力を持つ投資家をも排除する可能性がある。図4-1からわかるように、そうした事態は  $Ii^* < Ii$  であることによって生じる。逆に、投資家の属性情報が多ければ二つの集合は一致する傾向にあり、排除される投資家は少なくなる。しかし、いずれにしても完全情報にならない限り ( $Ii^* \leq Ii$  にならない限り)、すべての投資家に投資機会を割り当てることはできない。

以上のことから、広義・狭義いずれの適合性原則にも、一部の投資家か投資機会が対応をえられないことが理論的に示された。それにもかかわらず広義適合性原則が法令化の指針となるのは、投資家がリスクの高い投資機会に暴露されることを回避すべきであるという介入型投資家保護規定の発想が強く反映されているためと考えることができるだろう。

## 5-3 適合性原則と投資機会の小口化

本稿のモデルは、単純化のため投資家・投資機会をリスクという単一の尺度で識別しているが、実際には投資家の資産規模・投資機会の規模など金額ベースで考える必要がある。

本稿のように金額の相違を捨象した議論は、金額の多寡という要素が投資機会のリスク構造に与える効果を取り除いた際の効果を考えるひとつの契機となる。そして定理5からは、小口化の進展はむしろ適合性原則の適用が容易になることが示唆される。

投資機会の小口化は個人投資家層の拡大という政策的要請から急速に進められているが、小口化には、規格化・標準化による販売コストの削減という隠れた利点がある。規格化・標準化は、投資機会の規模という側面から発生するかもしれないリスク要因を除去することになり、不完全情報の源泉が投資家のリスク負担能力・投資機会が内包するリスクそのものに限定される。つまり、 $Ii^*$  が  $Ii$  に接近することで適合性原則を適用することが容易になり、かつ、ベンチマークケースに近い組み合わせを達成できるのである。したがって、投資機会（の販売者）にとって、適合性原則を考慮しないという誘因は働かない。もとより、投資家のリスク負担能力から十分に小さいリスクを持つ投資機会を割り当てるということが投資家保護であるというのなら、この限りではないが、本稿はその立場は採らない<sup>7</sup>。

7 適合性原則に関する日本弁護士連合会の見解は、ある意味ではこの問題に対する通俗的な理解を代表するものとして興味深い。まず、狭義適合性原則については、それを説明義務とし、違反した場合に損害賠償義務の問題となるにすぎないという金融審議会の意見に対して、不招請勧誘そのものの禁止・それが無い場合にはリスクが高い金融商品全般について、勧誘を禁止すべきだと反論する。不招請勧誘の禁止については妥当であると言えるかもしれないが、リスクの高い金融商品の勧誘を禁止するという主張は金融システムの機能そのものを否定することにもつながりかねない。すなわち、ベンチマークケー

#### 5-4 適合性原則と金融仲介機関

金融市場は投資家と投資機会を組み合わせた機能を持つが、適合性原則が適用されるのは主に資本市場であるとすれば、図4-3において実現される組み合わせと表記されている部門は、直接金融市場と呼ばれる部門にほぼ対応すると考えてよいだろう。ということは、残された部分（リスク負担能力の低い投資家・リスクの大きい投資機会）を対応させているのが間接金融市場ではないかとの類推が可能である。このとき、投資家は預金者に、そして投資機会は銀行貸出にそれぞれ読み替えられることになる。

かりに、民間資本市場を通じて長期的・大規模な社会基盤整備のための投資資金を調達することが難しいとすれば、それは相対的にリスクの大きい投資機会と考えることもできるだろう。資本市場に直接参加できない個人は一般的にリスク負担能力もかぎられてい

---

スで示される理想的な状態とは、リスクの高い金融商品をリスク負担能力の高い投資家が購入するという状態であり、リスクの高い投資機会を排除することではない。もちろん、こうした投資はいわゆるプロの投資家が対象であろう。しかし、日弁連では「一般利用者がプロへ転換した場合には、最低限の利用者保護規定の適用もなくなる」ことを問題視しているように、プロであっても非市場的要素により保護されるべきということを示唆する。つまり、リスクに暴露されること（＝市場に参入すること）それ自体を制限的に捉える方向にある。広義適合性原則については、その効果を私法上の効果に直接連動させて考えるべきとする。そしてそれを欠くことは英米に比較して明らかに利用者軽視・効率優先であると断言する。私法上との連動（＝損害賠償請求などが可能となる）の可否について本稿は判断できないが、問題は利用者軽視・効率優先の二律が並行しているということだろう。ここからは「効率を優先させないこと」＝「利用者の重視」ともとられかねない。通常の経済学の理解に従えば、効率の優先こそ利用者の重視であり、その逆ではない。おそらく、これはどのような状況をもって投資家が保護されているかと判断するかという基準が必ずしも明確ではないことを反映するものと思われる。

る。この意味で銀行預金・貸出を通じた資金の再配分は、図4-3で示した点線部分（資本市場が対応しない部分）に対応する機能を持ちうると考えることは不可能ではない。

このとき、預金者は自己の低いリスク負担能力にもかかわらず、最終的には高いリスクの投資機会と結びついているが、それは金融仲介機関の情報生産機能にとって可能である。換言すれば、完全情報下においては投資家が負担すべきリスクは、不完全情報下・適合性原則のもとでは金融仲介機関に転嫁され、かつ、預金者が最終的に資金を供給するということになる。預金者と銀行貸出の関係は、投資家・投資機会に適用される適合性原則を逆転させた関係になっていることに注意されたい。以上をまとめると次のような推論をえる。

**定理5からの推論：投資機会に関する適合性原則は、完全市場においては投資家が負担されるだろうリスクを金融仲介機関に転嫁させる。**

この推論は直接金融市場と間接金融市場の補完関係について述べると同時に、投資家のリスク負担を下げるという意味での投資家保護規定の社会的帰結について述べるものである。すなわち、十分に資本市場・証券市場が成熟していない段階で、投資家に自由なリスクテイクを認めることが大きな費用を伴うと予測されるならば、投資家がとりうるリスクを制限する（＝一定量以上のリスクを内包する投資機会への投資を制限する）適合性制原則は、社会的なリスク管理メカニズムとして認知されるかもしれない。もちろん、それによって、社会全体のリスク総量が変わるわけではない。この意味で、投資家・預金者・投資機会（証券）・銀行貸出という全体構成

中でのリスク負担の配分という構文に沿って、適合性原則のあり方を考える必要がある<sup>8</sup>。

### 5-5 銀行依存金融システムと適合性原則

およそ10年にわたる金融市場の昏迷はさまざまな副産物をもたらした。中でも経済政策としての金融政策の位置づけに関する議論の高まりは注視するに値する。特に、長期不況の中で財政政策と金融政策に関する伝統的なポリシーミックスの是非、金融システムの変化に伴う金融政策の効果の把握、それに伴う新たな規制監督政策など懸案が次々にクローズアップされてきた。

冒頭で述べたように日本の金融システムは国際的な潮流の影響下で、いわゆる銀行依存型の金融システムから市場志向型のそれへと着実に変化している。昨今の金融をめぐる議論の大半はこうした流れをどのように認識・消化するかに関わるものといつてよい。ところで、市場と銀行が対比して論じられるということは、銀行（あるいは金融仲介機関）の機能を非市場的な要因に求めるという方法論を背後に持つ。すなわち、情報の非対称性に伴う資源の浪費を回避する社会機構として銀行が扱えられているのであり、これは過去20

8 これに関連して郵便貯金制度について簡単に触れておきたい。郵便貯金の事業経営に関する将来ビジョン研究会(2000)に従えば、郵便貯金制度は、相対的にリスク許容度が低い個人小口利用者の金融市場での利益確保がその目的でありそれによって最近欧米で問題視されている自由化の「金融排除」を回避することが念頭に置かれている。同時に、運用面においてはリスク郷土の低い資金の性格に応じた運用が重視され、その対象として国債・財投債が例示されている。この報告に盛られた個々の論点についてはさまざまな議論が可能であるが、国債・財投債で調達されたリスク許容度の低い資金が大規模事業など民間市場で十分にリスク分散されない用途に投げられるとすれば、本節の議論と共通するものがある。

年にわたる情報の経済学の大きな成果であるといつてよい。

不確実性が大きくなると金融仲介部門への依存が大きくなることは図4-3によっても描写することができる。そして、興味深いのはそうした依存が適合性原則によって加速されるということである。すなわち、適合性原則は市場に存在する情報の非対称性によって、投資家が被る損失を保護するものであるが、それによって投資機会（の販売者）の行動が過度に危険回避的になることにより、投資機会と投資家のマッチングに攪乱が生じるのである。この攪乱を補正するのが金融仲介機関であることは既に述べた。つまり、直接金融化・市場化に向けた対応としての適合性原則は、逆に、銀行依存型の金融システムを護持する可能性があるのである<sup>9</sup>。

## 6. 結論

本稿の議論を要約すると次のようになる。市場が不完全であるときに、投資家が過重なりリスクを負担することが社会的に望ましくないならば、事前に投資家・投資機会の属性を知った上で、適切な組み合わせを探索すればよい。ところが市場が不完全であるということは、投資家や投資機会の属性を事前に完全に知りえないということを意味しており、論理矛盾となる。適合性原則は不完全情報のもとで、投資機会（の販売者）に投資家の選択に際して一定の制約を課すことにより目的を達成しようとする。ところが、投資機会（の

9 金融システムが市場志向型か銀行依存型であるかは、金融政策の効果を見極める上で極めて重要な鍵となる。銀行依存の程度が強ければ強いほど、金融政策（金利政策）の効果が銀行のバランスシートを経由して实体经济に影響を与えるようになる（いわゆる Credit Channel）。

販売者)は投資家の属性を完全に知りえないから、事後的に適合性原則から逸脱する可能性を考慮し、ある種の安全係数を加味して投資家を選別する。その結果、投資家が過小なリスクを負担する(=投資機会が過剰なリスク負担能力を持つ投資家に割り当てられる)ということが生じる。この結果、リスクの大きな投資機会とリスク負担能力の小さい投資家に対応を見出せないまま放置されることになる。金融仲介機関はその情報生産機能を通じて、これらの投資家と投資機会を結合させる機構と解釈できる。逆に言えば、適合性原則は金融システムが市場志向を強めれば強めるほど、その意義を失われることになる<sup>10</sup>。

#### 参 考 文 献

- 金融審議会第一部会, 1999年, 「中間整理(第二次)」  
 金融審議会第一部会ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ報告, 1999年「金融商品の販売・勧誘ルールの整備について」  
 郵便貯金の事業経営に関する将来ビジョン研究会,  
 2000年, 最終報告「21世紀の個人金融市場における郵便貯金の在り方」  
 (財)日本資産流動化研究所 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書, 2000年  
 Rule 144: Selling Restricted and Control Securities.  
<http://www.sec.gov/consumer/rule144.htm>

10 本稿は最近の証券化市場への適合性原則の導入論議に触発されたものである。ここで論じた適合性原則のいくつかの経済学的特性が具体的に証券化市場においてどのような含意を持つのかは別稿に委ねたい。