

高齢者の投資取引における適合性原則の意義と役割 —最高裁平成 17 年 7 月 14 日判決以降の下級審裁判例の分析を中心に—

王 冷然

目 次

1. 問題の所在
2. 適合性原則の概観と最高裁の判断枠組み
3. 高齢者を対象とする投資勧誘に関する自主規制と監督指針
4. 高齢者の投資取引訴訟における適合性原則違反をめぐる裁判例の動向
5. 適合性原則と公序良俗違反・錯誤の認定との関係
6. 高齢者の投資取引における適合性原則の意義と役割
7. むすびに代えて

1. 問題の所在

総務省の国勢調査によると、平成 27 年 10 月現在、日本における 65 歳以上のいわゆる「高齢者」人口は 3387 万人で、総人口（1 億 2689 万人）の 26.7% を占め¹、紛れもなく日本は超高齢化社会に突入している。他方、内閣府の「平成 27 年版高齢者社会白書」によれば、65 歳以上世帯（二人以上の世帯）の貯蓄は全世帯平均の 1.4 倍である²。つまり、65 歳以上の世帯（二人以上の世帯）が保有する金融資産は全国の金融資産の 58.5% を占めており、65 歳以上の一人世帯を加えると、割合がもっと高くなる。総人口の 4 分の 1 を占める高齢者が全国の金融資産の約 6 割以上を保有するという現状からすると、金融業者にとって高齢者市場が大きな意味を持つことは明らかである。他方で、稼働能力が落ちる高齢者は、年金額の減額や介護費用と医療費用に関する負担の増加などの現実の前に、なるべく老後の生活

¹ 総務省「人口推移—平成 27 年 10 月報—」
(<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/pdf/201510.pdf>)。

² http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/zenbun/pdf/1s2s_2.pdf.

資金を増やしたい気持ちが強い。ある意味で、金融市場の需要と高齢者のニーズが合致する中で、高齢者が投資取引に接近するのは必然ともいえよう。他方、高齢者に関する投資トラブルが多発していることもまた事実である³。投資取引は、利益の獲得が期待される反面、投資損失というリスクを負う可能性が常に内包されているため、取引によって資産が増加するという保障はどこにもないばかりか、全財産を失う危険すらある。定期的な収入増が望めない高齢者にとっては、今現有の財産は老後の生活資金として「いのち金」ともいえるため、投資損失によって財産が大幅減少することは耐え難い事態である。それゆえ、高齢者の投資取引において、高齢者に予想外の損失を負わせないように、業者に対し高齢者の特有の事情を十分考慮した上で、高齢者に相応しい投資取引を勧めることが求められる。

そこで、顧客の属性に応じて投資取引を行うことを業者に要求する「適合性原則」が注目されることになる。「適合性原則」は、それぞれの顧客の「投資目的、財産状態、投資経験、知識など」といった具体的な「属性」に照らして、個々の顧客に「不適合な投資取引を勧誘しない」、あるいは「適合する投資取引を勧誘する」ことを業者に要請するルールである⁴。現在、日本では、適合性原則は、金融商品取引法（40条1号）や商品先物取引法（215条）、銀行法（13条の4）、保険業法（300条の2）などに定められ、業法ルールとして確立している。また、裁判実務においても、90年代から適合性原則は

³ 消費者庁「平成27年版 消費者白書」によると、2014年度では、ファンド型投資商品に関する相談が65歳以上の高齢者の相談件数の中に3番目多い

（http://www.caa.go.jp/adjustments/pdf/27hakusho_4.pdf）。高齢者の消費生活一般に関するトラブル状況については、福里芝人「高齢者の消費者被害に関する一考察」沖縄女子短期大学紀要28号27頁以下（2015年）、林大介ほか「高齢者の消費者トラブルの現状」実践成年後見49号8頁以下（2014年）など参照。

⁴ 適合性原則の詳細については、王冷然『適合性原則と私法秩序』（信山社、2010年）参照。

投資取引訴訟における業者の損害賠償責任の根拠の一つとして取り上げられ、ついに最高裁は平成17年7月14日判決民集59巻6号1323頁（以下、「平成17年判決」という）において、業法ルールではあるが、「適合性の原則から著しく逸脱した」場合、適合性原則違反により不法行為責任が成立しうることを認め、同時に、適合性原則違反の有無に関する判断方法として、「具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」とした。

平成17年判決以降、下級審裁判例は、基本的に最高裁の提示した判断枠組みに基づき、適合性原則違反の有無を判断するようになっている。なるほど、平成17年判決にしても、各業法にしても、適合性原則違反の有無を判断するときに考慮されるべき顧客の属性に「年齢」という要素は挙げられてはいない。しかし、金融庁の監督指針や業者の内部の自主規制などには、共通して「高齢者」を勧誘する際の遵守事項が挙げられた。その意味では、「年齢」という要素が適合性原則の考慮要素になっていないものの、「高年齢」が高齢者の財産状況や投資目的などの考慮要素の評価に影響をもたらしている可能性は高く、現に、様々な紛争も高齢者取引をめぐって発生している。

そこで、本稿は、平成17年判決以降の裁判例を素材に、高齢者の投資取引訴訟において、適合性原則違反の有無を判断するに際し⁵、高齢者の属性に関する考慮要素がどのように認定されているか、「高年齢」であることが判断にどのように作用しているのかにつき、具体的事実関係に分け入って分析し、「高齢者の投資取引」において適合性原則がいかなる意義を有し、今後、どのような役割を果たしうるかを明らかにすることを課題とする。

⁵ すでに、高齢者の投資取引における適合性原則の適用状況に着目して論じた研究に、川地宏行「高齢者の金融商品取引における適合性原則」村田彰先生還暦記念論文集『現代法と法システム』（酒井書店、2014年）305頁以下がある。

以下では、まず適合性原則の概観および最高裁の判断枠組みを確認した上で（→2）、高齢者を対象とする投資取引に関する業者の自主規制や行政上の監督指針等を整理し（→3）、高齢者の投資取引訴訟における適合性原則違反をめぐる裁判例の状況を整理・検討する（→4）。続いて、適合性原則と公序良俗違反等の認定との関係を確認して（→5）、高齢者の投資取引における適合性原則の果たすべき役割を明らかにすることにしたい（→6）。

2. 適合性原則の概観と最高裁の判断枠組み

2-1 適合性原則の概観

適合性原則は、1939年に業者の行為規範として米国で考案されたものであり、1974年に日本に行政指導指針として導入されたことを嚆矢とし、1992年の旧証券取引法（当時54条1項2号）において初めて明文化された。現行法金融商品取引法においては、適合性の考慮要素に旧来の「顧客の財産状態、知識、投資経験」に「投資目的」という要素を加え、適合性原則が業者の行為準則として引き継がれ（同法40条1号）、今日では、金融関連業法における重要な共通ルールの一つと認識されている。

業法によって明文化された適合性原則に関して、これまで、その内容や判断要素およびそれに違反した場合の民事上の効果等をめぐって、多くの議論が重ねられてきた⁶。

⁶ 適合性原則に関する文献が多く、著書としては、王・前掲注（4）、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務、2014年）があり、論文としては、河上正二『『適合性原則』についての一考察—新時代の『一般条項』』星野英一先生追悼論文集『日本民法学の新たな時代』（有斐閣、2015年）587頁以下、現代消費法28号4頁以下（2015年）「日本消費者法学会第8大会各論稿」、萩野昭一「適合性原則の意義—公法と私法の比較において—」『経済学研究』64巻1号3頁以下（2014年）、潮見佳男「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償—最高裁平成17年7月14日判決以降の下級審裁判例の動向」現代民事判例研究会編『民事判例V 2012年前期』（日本評論社、2012年）6頁以下、宮下修一「適合性原則と民事責任（1）（2・完）」『国民生活』52巻1号1頁以下、2号34頁以下（2012年）、川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償（1）（2・完）」

まず、適合性原則の内容に関する理解については、1999 年金融審議会第一部会の「中間整理（第 1 次）」で、適合性原則を「狭義」と「広義」に二分類にして理解するという考え方が提示されてから、日本では専ら「狭義の適合性原則」を適合性原則として捉え、「広義の適合性原則」を説明義務あるいは助言義務として捉える見解が多くなっている。ここでいう「狭義の適合性原則」とは、「ある特定の利用者に対してはどんなに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならない」というルールであり、「広義の適合性原則」とは、「業者が利用者の知識・経験、財産力、投資目的に適合した形で商品の勧誘（あるいは販売）を行わなければならない」というルールであるとされた⁷。特に、適合性原則の「不適合な投資勧誘をしてはならない」という側面を取り出し、適合性を有しない顧客（いわゆる「投資不適格者」）を市場から排除する「排除の論理」として「狭義の適合性原則」を捉える見解も見られる⁸。

他方、適合性原則を「狭義」と「広義」に二分類にして理解する考え方に反対する見解も存在する。一つは、適合性原則の意義は、個々の顧客の具体的な属性に照らして行われた投資勧誘が当該顧客にとって適切であるかどうかを具体的に判断するところにあることからすると、このような二分類に実益はなく、適合性原則を「顧客の属性に応じて適合性を有する投資取引の勧誘を要求するルール」として一本化すべきであるとの見解である⁹。今ひとつは、「販売・

法律論叢 83 巻 4・5 号 31 頁以下、84 巻 1 号 1 頁以下（2011 年）、同・「投資勧誘における適合性原則（1）（2・完）」三重法経論叢 17 巻 2 号 1 頁以下、18 巻 2 号 1 頁以下（2000 年～2001 年）、山本豊「適合性原則・助言義務」法教 336 号 99 頁以下（2008 年）、上杉めぐみ「投資取引における情報提供義務の私法的構成—適合性原則及び不招請勧誘規制を中心に」明治学院ロー 9 号 1 頁以下（2008 年）、村本武志「消費者取引における適合性原則—投資取引を素材として」姫路法学 43 号 1 頁以下（2005 年）などがある。

⁷ 1999 年 7 月 6 日金融審議会第 1 部会「中間整理（第 1 次）」資料 17～18 頁。

⁸ 潮見佳男『契約法理の現代化』（有斐閣、2004 年）119～122 頁。

⁹ 王・前掲注（4）367～370 頁。

勧誘してはならないというルールと、適切に説明しなければならないというルールの双方を、いずれも適合性原則と呼ぶことはわかりにくく、しかも説明義務を履行する際に顧客の知識や経験などを考慮することが既に定着している以上、「あえて広義の適合性原則という概念を用いる必要性は乏しい」という意見がある¹⁰。

また、「排除の論理」として適合性原則を捉える考え方には、「投資不適格者」をどのような基準で判断するかの問題を始め、保護される顧客の範囲が極めて狭くなり過ぎ、顧客の属性（特にその投資目的）を考慮できないなどの問題が多く含まれることに着目し、「排除の論理」ではなく、顧客の投資取引を「支援する」ルールとして適合性原則を再構築すべきという見解も主張されている¹¹。

さらに、最近では、「質的・量的不適合」と「不適合の治癒可能性」の観点から、治癒不能な固有の不適合性は「排除の論理」に親和的であり、情報アプローチによって治癒可能な適合性が「支援の論理」に親和的であり、「排除の論理」と「支援の論理」が二項対立の関係にある問題ではなく、排除と支援の組み合わせによる「適合性原則」の運用が必要であるとする見解も現れている¹²。

このように、適合性原則の本質に関する理解には未だ一致した見解が見られない。しかし、適合性の有無に関する判断方法については、いずれの見解にしても、勧誘された投資取引の「リスク性」と、顧客の「財産状況、投資経験、投資目的」等の諸要素とを相関的に判断することには異論がない¹³。しかも、最高裁を含む裁判実務上も

¹⁰ 森下哲朗「デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方」金法 1951 号 8 頁（2012 年）。

¹¹ 王冷然「適合性原則に関する基礎的考察」私法 75 号 214 頁以下（2013 年）、また、王・前掲注（4）360～366 頁参照。

¹² 河上正二「思想としての『適合性原則』とそのコロラリー」現代消費者法 28 号 11 頁、同・前掲注（6）605～606 頁など参照。

¹³ EU の金融商品市場に関する指令においては、適合性原則を三段階に分けて、それぞれの段階で考慮される顧客の情報が異なる（上杉めぐみ「英国・EU 金融サービス指令における適合性原則」現代消費者法 28 号 46 頁以下（2015 年））。

このような判断方法によって、勧誘された投資取引の適合性の有無が認定されている。

また、適合性原則違反の民事効果については、かつてより下級審裁判例は適合性原則違反や説明義務違反等を合わせて、一体的不法行為として損害賠償責任を認定し、徐々に適合性原則違反だけでも損害賠償責任の根拠として認められつつあったところ、ついに最高裁平成17年判決をもって、適合性原則違反が単独で不法行為責任の成立根拠となり得ることが認められるに至った。今日の学説上、適合性原則違反に損害賠償責任という民事効を結びつけることに、異論は見られない¹⁴。

2-2 適合性原則違反に関する最高裁の判断枠組み

平成17年判決は適合性原則を取り扱う初めての最高裁判決であり、同時に現時点までの唯一の最高裁判決でもある。そこに提示された適合性原則違反の判断枠組みはその後の下級審裁判例に大きな影響を与えている。ここで平成17年判決の判断枠組みを確認してみよう。

事案は、証券会社の勧誘のもと、株価指数オプション取引を行い、2億円余の損失を出したある会社法人が適合性原則違反を理由に証券会社に対して損害賠償を請求したものである。

まず、適合性原則違反により不法行為責任が成立しうるかについて、最高裁は「これら（適合性原則に関する業法、行政指導及び自主規制の規定を指す一筆者注）は、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当

¹⁴ 適合性原則違反の民事効果は損害賠償以外のものが認められるかどうかについては、宮下・前掲注（6）参照。

該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当である」とし、適合性原則違反により不法行為責任の成立の可能性を肯定した。

次に、適合性原則違反の有無をどのように判断するかについて、最高裁は「証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるというべきである」と判示した。

それまで適合性原則違反による不法行為責任を認める下級審裁判例は多く存在したが、平成17年判決は最高裁判決として初めて適合性原則を公法上の業務規制であると位置づけた上で、その違反によって不法行為責任が生じうることを明示した点で重要な意味を有する。平成17年判決が示した、適合性原則違反の有無を判断するにあたって、取引類型における一般的抽象的なリスクのみならず、その基礎商品の具体的な商品特性をも考慮して、顧客の属性との相関関係において総合的に判断するという判断枠組みは、その後の下級審裁判例によって踏襲されている。

適合性原則から「著しく逸脱した」ことを基準に不法行為責任の成否を判断することには、学説上多くの批判が存在するが¹⁵、平成17

¹⁵ 潮見佳男「判批」私法リマークス33号66頁(2005年)、同「適合性原則違反の投資勧誘と損害賠償」新堂幸司・内田貴編『継続的契約と商事法務』(商事法務、2006年)182頁、川地宏行「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償(3)」専修法学論集98号9頁(2006年)、王冷然「判批」法学70巻4号147頁(2006年)などがある。ただ、最高裁の調査官は『「適合性原則から著しく逸脱」の『著しく』の要件は、単なる取締法規の違反と不法行為法上の違法との二元的理解を踏まえたレトリックという意味合いが強いものと思われ、実質的なハードルの高さを必ずしも意味しないものと解される』と指摘した(宮坂昌利・

年判決で示された適合性原則違反による不法行為責任の判断基準や適合性原則違反の判断枠組みは、すでに現在の裁判実務の判断基準と判断枠組みとして定着している。

3. 高齢者を対象とする投資勧誘に関する自主規制と監督指針

3-1 日本証券業協会の自主規制の改正

「一般的に高齢者は、身体的な衰えに加え、記憶力や理解力が低下してくることもあるとされており、高齢者に対する投資勧誘においては、本人やその家族から苦情やあっせんの申立て等がなされる事例も生じている。」という事実に対して、日本証券業協会は、「高齢顧客に投資勧誘を行う場合においては、適合性の原則に基づいて、慎重な対応を行う必要がある」と考え、平成 25 年 7 月 11 日から同年 9 月 5 日までに「投資勧誘のあり方に関するワーキング・グループ」において 6 回の検討を行った。その結果、同年 10 月 29 日に、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改正し、第 5 条の 3 を新設し、高齢顧客に対する勧誘による販売の規則を定めた。新設された自主規則第 5 条の 3 の内容は、以下の通りである¹⁶。

「協会は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会の業態、規模、顧客分布及び顧客層性並びに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならない。」

この新しい規則は、業者に対して、高齢者を相手にして投資勧誘を行う前に、①高齢者の定義、②高齢者に販売できる金融商品の範囲、③説明方法、④受注方法について、社内規則の策定を要求している。

また、当該規則に従って社内規則を制定する際の考え方として、

法曹時報 60 卷 1 号 232 頁（2008 年）。

¹⁶ 日本証券業協会のウェブサイトから閲覧できる

(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaivou/toushikanyuu.html>)。

日本証券業協会は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）を公表した。

同ガイドラインによれば、まず、「高齢者の定義」については、「75歳以上の顧客を対象とし、その中でもより慎重な勧誘による販売を行う必要がある顧客を80歳以上の顧客とすること」が提示されている。次に、「高齢者に販売できる金融商品の範囲」については、「適合性の原則に基づいて、高齢顧客に勧誘しても問題がないと考えられる商品の範囲をできるだけ具体的に定めようとして、それ以外の商品（以下、本ガイドラインにおいて『勧誘留意商品』という。）について勧誘を行う場合には、役席者の事前承認を得る等、所定の手続きや条件を定めて慎重に対応する必要がある」としたあと、「勧誘留意商品」にあたらぬ商品として、①国債、地方債、政府保証債等、②普通社債（いわゆるSB）、③「公社債を中心に投資し、比較的安定的な運用を指向する」投資信託、④上記①②③に相当する「知名度や流動性が高い通貨建て（平成25年9月現在、米ドル、ユーロ、オーストラリアドルが該当すると考える）」の債券及び投資信託が挙げられた。また、価格変動リスクが比較的大きいが、商品性が広く周知された商品として、外国株式、転換社債型新株予約権付社債、ETF・ETN（レバレッジ型及びインバース型を含む）、REIT、新株予約権証券、有価証券関連市場デリバティブ取引等（上場先物・オプション取引）と、情報が得やすい商品として、日経平均株価（日経225）や東証株価指数（TOPIX）と連動する投資信託も、「勧誘留意商品」から除外されている。

同ガイドラインによると、ここでいう「高齢者」は総務省が定義した65歳からではなく、75歳からであり、「高齢顧客」の範囲はかなり狭いことに留意する必要がある。また、このような「高齢顧客」に勧誘販売可能な商品の範囲がかなり広く設定されており、一定の

手続きや条件下で勧誘販売可能ないわゆる「勧誘留意商品」は、極めてリスクの高い商品に限定することになっていることも留意すべきであろう。

3-2 金融庁の監督指針の改正

日本証券業協会の高齢顧客に関する自主規制規則の改正を受けて、金融庁は、平成 25 年 12 月 16 日に「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正し、「高齢顧客への勧誘に係る留意事項」として、以下のような監督指針を新たに定めた（監督指針 IV-3-1-2(3)）¹⁷。すなわち、

「高齢顧客は、過去の投資経験が十分であったとしても、身体的な衰えに加え、短期的に投資判断能力が変化する場合もあるから、高齢顧客に対する投資勧誘においては、適合性の原則に基づいて、慎重な勧誘・販売態勢を確保するとともに、問題のある勧誘・販売を早期に発見するためのモニタリング態勢を整備する必要がある。また、商品販売後においても、丁寧にフォローアップしていく必要がある。以上を踏まえ、以下の点に留意して監督するものとする。

①日本証券業協会自主規制規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第 5 条の 3 の考え方」（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）を踏まえ、高齢顧客に対する勧誘・販売に関する社内規則を整備するとともに、社内規則の遵守状況をモニタリングする態勢を整備しているか。

②商品の販売後においても、高齢顧客の立場に立って、きめ細かく相談にのり、投資判断をサポートするなど丁寧なフォローアップを行っているか。」

このように、金融庁は、日本証券業協会と同じく、高齢者を対象に金融商品を勧誘・販売するとき、適合性原則に基づき慎重な勧誘・販売態勢を確保するための社内規則の制定を業者に求めており、高齢者に関する社内規則の整備やその遵守状況を監督指針として立

¹⁷ 金融庁のウェブサイトから閲覧できる (<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>) 。

ている。しかし、金融庁自身は、高齢者の定義や高齢者に勧誘可能な金融商品の範囲などについては触れず、日本証券業協会の方針に委ねるということになっている。

4. 高齢者の投資取引訴訟における適合性原則違反をめぐる裁判例の動向

前述のように、適合性原則違反の有無について、下級審裁判例は、平成17年判決により示された、取引類型における一般的抽象的なリスクのみならず、その基礎商品の具体的な商品特性も考慮して、顧客の属性との相関関係において総合的に判断するという判断枠組みに従って判断を行っている。すなわち、裁判例は、基本的にまず勧誘された金融商品の性質やリスク性について認定をなし、次いで、顧客の属性および取引の態様を認定してから、適合性原則違反の有無を判断する。

以下に高齢者の投資取引訴訟における適合性原則違反をめぐる裁判例の動向を整理するにあたって、重複を避けるため、金融商品のリスク性に関する裁判所の判断について、裁判例毎に紹介するのではなく、まず、多くの裁判例で争われる仕組債やノックイン投資信託について、裁判例をもとに、その性質やリスク性を紹介しておくことにしよう。

また、高齢者の投資取引を対象として論ずる場合、前述のように日本証券業協会は75歳以上の顧客に限定しているが、独立行政法人国民生活センターは70歳以上の高齢者を対象に高齢者の消費者被害情報をまとめている。他方、総務省は国勢調査で65歳以上の人を高齢者として統計を行っている。本稿では、対象を広めに設定し、総務省の定義に従い、顧客が65歳以上である投資取引を「高齢者の投資取引」とし、それに関する裁判例を整理しよう。

4-1 主要な金融商品の性質およびリスク性

(1) 仕組債

仕組債とは、通常の債券にオプションやスワップなどのデリバティブ取引を組み込むことによって満期期間やクーポン、償還金等を自由に作られる債券の総称であり、商品内容が多種多様であり、主にEB債（他社株式償還条項付社債）、株価指数リンク債、株価リンク債、ハイブリット債などの種類がある¹⁸。仕組債は、一般的に高い利率が設定されているが、その代わりに通常の債券におけるリスク以上に、デリバティブによりそのほかのリスクを負うことになり、ハイリスクを有する商品である。また、利率や償還額（償還方法、償還期限など）が変動するのも特徴的である。例えば、日経平均リンク債の場合、設定により年5～7%のリターンが得られる一方で、元本については、4ヶ月～1年程度の満期までに、日経平均株価が当初より一度も10%～20%以上、下がること（ノックイン・ワンタッチなどと呼ばれる）がなければ全額償還されるが、一度でもノックインすれば日経平均と連動した額で償還される（元本割れる可能性がある）という内容になっている。

仕組債の一種である外貨建の株価リンク債のリスク性について、大阪地判平成24年12月3日判時2186号55頁（後掲裁判例[24]）は、以下のように認定している。すなわち、

「本件各仕組債の主なリスクは、以下のとおりである。

ア 価格変動リスク 本件各仕組債には、各観測期間中に日経平均株価が下落し、ノックイン事由が生じた場合、償還額計算式によって償還額が決定されることとなり、その場合には償還額が投資元本を下回ることになるが、償還額計算式によると日経平均株価の下落割合に応じて償還金の額が減少することとなるから、日経平均株価の数値によっては投資元本を大きく割り込むこともある。もっとも、投資元本を超えて損失が生じることはない。

¹⁸ 仕組債の構造やリスク性について、詳しくは桜井健夫ほか著『新・金融商品取引法ハンドブック—消費者の立場からみた金商法と関連法の解説』「第3版」（日本評論社、2011年）396頁以下、村本武志「投資取引におけるリスク管理と適合性試論」東経大現代法学25号75頁以下（2013年）など参照。

イ 利率変動リスク 本件各仕組債の利金の利率について、基準日における日経平均株価がクーポン判定価格を上回っているかどうかによって決定されることから、当初期待した利金による収益を得られないことがある。／他方、本件各仕組債の購入者は、日経平均株価がいかにも上昇しても、当初利率を超える利率での利金を受け取ることはできない。／なお、各基準日における日経平均株価が、トリガー価格を上回れば期限前償還がなされることとなり、クーポン判定価格を下回ることになれば年率0.1%の割合による利金を受け取ることになるが、クーポン判定価格からトリガー価格の間の値の場合には、当初利率による高利率の利金を受け取ることができる。

ウ 為替変動リスク 本件各仕組債の元利金は豪ドルで支払を受けるため、円換算する際には豪ドル為替相場の影響を受け、最終的に購入者の受取金額が少なくなるおそれがある。

エ 信用リスク 本件各仕組債の発行者である各外国金融機関の財務状況や外部的評価によって、利金の支払や額面金額による償還が当初の約定どおりになし得なくなるおそれがある。

オ 流動性リスク 本件各仕組債は上場されたものではなく、被告との相対取引によって購入するものであり、購入者において中途売却することは予定されていない。したがって、本件各仕組債の購入者は、期限前償還がなされない限り、上記アないしエの各リスクを10年間にわたって負担する必要がある。

また、本件各仕組債を満期償還日以前に中途売却しようとする場合には、市場性を有しないため被告に買い取ってもらうほかなく、その場合には本件各仕組債の発行者の信用状態等の市場環境によって売却価格が投資元本を下回るおそれがある」とした。

(2) ノックイン型投資信託

ノックイン投資信託とは、仕組債に投資する投資信託であり、日経平均株価指数を組み込んだ仕組債に投資する投資信託が典型である¹⁹。これは、定期預金より高い利金が約束され、毎年一度ないし数度設定された判定日に、日経平均株価指数がスタート時の価格以上であれば元本満額が早期償還となり、期間中一度でもスタート時の価格から設定割合（例えば40%）以上、下落した場合には、満期時の償還元本はその時点の日経平均株価指数の下落率（スタート株価÷満期時株価）

¹⁹ 桜井・前掲注（18）407頁以下参照。

に応じ減じられる。期間中（例えば5年間）一度も設定割合（この例では40%）以上、下落しなかった場合、元本がそのまま償還されることになる。

このような仕組みを有するノックイン型投資信託のリスク性について、東京地判平成23年2月28日（後掲裁判例[17]）は、以下のように認定している。すなわち、

「本件投資信託は、日経平均株価が各判定日に早期償還水準である当初株価以上となった場合や、株価観測期間中にワンタッチ水準を下回らなかった場合には、元本が確保されるものであるが、各判定日に当初株価以上とならず、株価観測期間中にワンタッチ水準を下回った場合には、必ずしも元本は確保されず、当初株価から最終株価への上昇率に依りて損失が発生し得るものである（他方、最終株価が当初株価以上となっても、元本全額に分配金を加えた金額が上限とされているため、それ以上の利益を得ることはできない。）。そして、前記認定事実オのとおり、日経平均株価が一定の時点から5年間に35%下落する確率は平均約59%であったことからすると、株価観測期間中にワンタッチ水準を下回る可能性は低いとはいえないし、また、当初株価から最終株価への上昇率が大きくなる可能性も低いとはいえない。／そうすると、本件投資信託は、得られる可能性のある利益は分配金の限度であるのに対し、その利益にとどまらない損失を被る可能性のあるものであり、また、損失を被る可能性は低いとはいえず、被る可能性のある損失の程度も小さいとはいえないものであって、リスク性の高い投資商品であるといえることができる。

また、本件投資信託の仕組みは複雑であり、必ずしも理解が容易なものとはいえないし、日経平均株価が5年間の株式観測期間中にワンタッチ水準を一度でも下回り、更に最終株価が当初株価より下回ることによって、元本が確保されない結果となる可能性がどの程度あるのか、その場合にどの程度の損失を被る可能性があるのか、そのようなリスクは得られる可能性のある利益と見合っているといえるのかということについて、判断することは容易でない」とした。

このように、最近紛争の多い仕組債やノックイン型投資信託などの仕組商品は、その構造が複雑で、リスクの計算方法も容易に理解できるものではなく、極めて難解な金融商品であることをいえよう。また、外国為替証拠金取引や先物取引などのデリバティブ取引に関する紛

争もかつてから多かった²⁰。これらの金融商品については、裁判例では基本的にリスクの高い商品として認定されている²¹。

4-2 適合性原則違反を認めた裁判例

[1]東京地判平成18年4月11日金判1245号42頁

「金融商品」：外国為替証拠金取引

「顧客の属性」：81歳（女）、一人暮らし、年金生活者、投資経験はあった。1800万円を投資し、1239万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「…原告は、本件取引開始当時、81歳の主婦で、平成4年6月30日に夫が死亡するまで、金融取引をしたことがなかったこと、原告は、平成12年から平成13年ころ、株式会社山文と名乗る者との間で、先物取引をした経験があるが、その内容を理解していなかったこと、その後も、原告は、複数の業者の担当者から取引の勧誘を受けたが、その内容を理解していなかったこと、原告は、そのころ、アルツハイマー型認知症であったと十分うかがわれることなどの事実を認めることができ、これらの事実によれば、原告には、本件取引当時、本件取引の内容を理解するだけの知識、経験、判断力はなかったと認めることが相当である。加えて、原告は、年金生活者であり、投資に十分な資力があったとはいえないことを認めることができ、これらの事実を総合すると、原告は、本件外国為替証拠金取引について適合性に欠ける者と評価することが相当である」とし、適合性原則違反を認めたあと、説明義務違反をも認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、顧客に投資経験があったが、取引の内容を理解していなかったと認定され、認知症であったことと合わせて、当該顧客が勧誘された取引の内容を具体的に理解できなかったと判断され、年金生活者であり、資力が不十分であることも考慮し、適合性原則違反が認められた。

²⁰ デリバティブ取引の理解困難性を論じたものは、渡辺宏之『『契約条件からはわからない』デリバティブ取引の本質—自己責任を問い得る条件—』現代消費者法 26号 71頁以下（2015年）、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（1）～（21）」NBL915号 29頁以下～940号 64頁以下（2009～2010年）などある。

²¹ デリバティブ取引や仕組債に関する裁判例については、川地宏行「店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則（1）（2・完）」法律論叢 87巻 1号 49頁以下、87巻 2・3号 123頁以下（2014年）参照。

[2]大阪地判平成18年4月26日判時1947号122頁、判タ1220号217頁

「金融商品」：多数のハイリスク型株式投資信託、EB債、株式バスケット運動債、外国株、外国債、国内株など

「顧客²²の属性」：66歳（女）、専業主婦、年金生活者、亡夫から自宅の土地建物や預金800万円、2600万円相当の株式を相続した。投資経験はなかった。1685万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「…本件取引においては、取引開始から3か月後には原告の保有株式（当時約2600万円相当）のすべてで株式投資信託…が買い付けられて、いわば集中投資されている…原告は、本件取引開始当時66歳で、これまで職業についていたことはなく、主婦として生活してきたものであり、その生活状況・教育事情等から、証券取引に関する知識・経験はおろか、経済に関する一般的な知識にも不十分な状態であり、証券取引により損失が生じる可能性があることは認識していたものの、複雑な仕組みの金融商品の内容等を理解し、自らの証券知識、経験、財産状態、投資意向等に即した投資判断をするだけの能力に乏しかったものである。…取引の資金に充てられた上記株式（約2600万円相当）は、原告らの将来の生活に必要な資産ともいうべきものであった。…このように、極めて積極的な投資判断に基づき、全取引資産をリスクの高い金融商品に集中投資したまま、短期間の乗換売買の勧誘を繰り返した丑山の行為は、上記認定の原告らの属性に照らせば、余りにも原告らに多額の損失を与える危険が大きく、その属性にそぐわないものといえ、適合性の原則に違反するものというべきである」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反をも認定し、業者の損害賠償責任を認め、2割の過失相殺が行われた。

この事案では、将来の生活に必要な資産である全取引資産をリスク高い金融商品に集中投資することを重要な理由として、適合性原則違反が認められた。

[3]東京地判平成18年6月8日先物取引裁判例集44号374頁

「金融商品」：外国為替証拠金取引

「顧客の属性」：75歳（女）、月額8万円の年金と月額8万円の家賃収入で生活し、1000万円程度の預金を有していた。投資経験はなかった。700万円を投資し、610万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「原告が、本件取引当時75歳の無職女性であり、月額約16万円の収入で生活をし、老後の生活資金として貯えてきた総額1000万円程度の現預金を有するにすぎない者であったこと…元本割れが生じる危険性のある

²² 判決の中に「原告ら」という表現は顧客1とその息子である顧客2のことを指しているが、顧客2が高齢者でないため、関連する認定はここで省略する。

投機的取引をした経験は全くなかったこと…現時点においても、本件取引の仕組みが理解できないでいること、これらの事情に上記で述べた本件取引の特質を総合すれば、原告が本件取引に対する適合性を欠いていたことは明らかであると認められる」とし、業者の賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、顧客の財産状態、投資経験、理解力などの要素を総合的に考慮して、適合性原則違反が認められた。

[4]名古屋地判平成18年6月28日先物取引裁判例集45号204頁

「金融商品」：先物取引

「顧客の属性」：72歳（女）、一人暮らし、喫茶店経営による所得（年間50万円程度）と年金で生活、1000万円の預貯金を有し、10年以上前に株式の現物取引と債券取引経験があったが、先物取引経験はなかった。1080万円の証拠金を預託し、最終的に871万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、…72歳という高齢であり、現に年金により生計を維持している面が否定できない以上、…被告としては、一般の消費者以上に、商品取引の仕組みやその危険性等に関する情報を提供し、原告をしてこれらについての的確な理解を形成させるように配慮すべき…前記のような属性を有する原告に対し、抽象的に先物取引の危険性を説明したのみで、説明書類を熟読する時間すら置かず、アンケートに答えさせ、その回答を主たる資料として、十分な理解があると判断の上、原告を先物取引に参加させた被告は、顧客の意向・経験・財産状態等に応じた取引勧誘を行ったとはいえず、適合性原則に違反した違法性がある。」とし、適合性原則違反を認めた。

この事案では、業者が顧客の財産状況や意向、経験に応じて取引勧誘をしなかったことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[5]東京高判平成19年1月30日先物取引裁判例集47号29頁

「金融商品」：商品先物取引

「顧客の属性」：70歳、年金生活者、記憶障害がある。自己申告によると、年収500万円未満、預貯金1000万円以上、土地・家屋（持家）を有していた。

「判旨」：「…控訴人（顧客一筆者注）の記憶障害は以前から他人に分かる程度であったものであり…本件取引の勧誘時にも、精神障害のため事理を弁識する能力が十分でない状況にあったと認められる。…年金で生活費が不足する際には預貯金で補って生活していたのであって、投機的取引において万一生じるかもしれない損失を返済できるほどの預貯金を保有していたものではなく、控訴人の預貯金を余裕資金とみることに疑問がある。…上記事実を総合考慮するとき、控訴人は、その能力・知識・経験・財産の状況に照らし、商品先物取引を行うには不適格な者であった」とし、適合性原則違反

反による損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、顧客の理解力が不十分であることと、預貯金が余裕資金ではないことを重要な理由として、適合性原則違反が認められた。

[6]神戸地判平成19年3月20日先物取引裁判例集48号68頁

「金融商品」：先物取引

「顧客の属性」：72歳、一人暮らし、預貯金7000万円を有していた。投資経験はなかった。9908万円ぐらい投資し、9241万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「原告は、高齢の年金生活者であり、老後の蓄えを失う危険を犯してまで投機取引を行う理由も、その意欲もない老人である。…先物取引の仕組み…を理解する能力はなく、自己の建玉の値動きに注意し、これを常時把握しておこうとする意識さえ十分持っていなかったことが明らかである。…このような老人は、およそ、先物取引という高度に投機的な取引に参加するための適格性を全く欠いている」とし、適合性原則違反による損害賠償責任を認め、過失相殺が不相当として行われなかった。

この事案では、顧客に勧誘された取引の仕組みを具体的に理解する能力や投資判断力がないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[7]神戸地尼崎支判平成19年9月26日先物取引裁判例集49号405頁

「金融商品」：商品先物取引

「顧客の属性」：73歳、年金と退職金で生活していた。自己申告によると、10年の株式取引経験、金融資産1000万円以上、年収500万円未満、当初取引予定資金500万円以上であった。最終的に3981万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「A（顧客一筆者注）は、本件取引開始当時73歳で、真実は無職の年金生活者であり、預金等の大半は老後の蓄えという性格が強いものと推認され、投機取引に充てるにふさわしい余裕資金とはいえず、…情報を収集し分析する能力もなく、要するに株式等の取引経験から得た、取引には損がつきものであると程度しか理解していなかったのであって、Aは商品先物取引については不適格者であった」とし、適合性原則違反を認めたと、新規委託者保護義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺が不相当として行われなかった。

この事案では、顧客の所有資産が余裕資産ではなく、勧誘された投資取引に対する理解力もないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[8]東京地判平成19年10月29日先物取引裁判例集50号227頁

「金融商品」：商品先物取引

「顧客の属性」：66歳、月額5万円の年金と妻の厚生年金で生活し、普通預金100万円と定期預金2300万円および外国会社の社債200万円を有していた。商品先物取引や株取引の経験はなかったが、外国為替証拠金取引をしたことがある。1139万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「原告は、本件取引開始当時、普通預金100万円や定期預金約2300万円等を有していたが、両足のかかをとを骨折した後遺症で仕事ができない状況にあり、国民年金以外に安定した収入を得ていなかったのであるから、上記預金等の資産は原告の今後の生活資金の引き当てとなるべき性質を有していたものであり、そのような性質に照らすと、商品先物取引を行うにつき原告の資産が必ずしも余裕があるとは言い難く、また、その年齢や経歴等に照らし、原告が商品先物取引の仕組みや危険性を十分理解する能力を有していたとは認められないから、原告は、商品先物取引を行うにつき適合性を欠く者」として、適合性原則違反を認めたあと、新規委託者保護義務違反なども認定し、業者の損害賠償責任を認め、2割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の所有資産が余裕資産ではなく、勧誘された投資取引の仕組みやリスクを具体的に理解する能力がないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[9]大阪地判平成21年3月4日判時2048号61頁、判タ1306号280頁

「金融商品」：現物株式

「顧客の情報」：66歳、年額約240万円の年金で生活し、金融資産約3723万円と自宅を所有し、以前の勤務会社の株2000株を取得していたことがあるが、投資経験はなかった。2372万円を投資し、1329万円の損失を被った。

「判旨」：「…原告の金融資産は、3723万円であったのであるから、NTT株25株の購入代金2372万5000円は、原告の金融資産の約64%に相当する。…原告が当時66歳の無職の男性であり、年金収入で暮らしていたことからすると、上記購入代金が余裕資金から支出されたものであるということはできない。…NTT株の購入は実質的に原告が初めて行う株式取引であって、原告は株式取引の危険性を認識し、自主的な判断で取引を行うだけの知識や理解力を有していなかったと解されること、原告の投資意向は、当初は貯蓄中心の取引を指向しており、積極的なものではなかったから、上記のような余裕資金を超えて、特定の株式に資金を集中するという投資方法は、原告の当初の投資意向に添わないものであったというべきであること、…原告の25株の申込みに対し、Bは、原告においてその取引の危険性を認識しているかどうかを確認し、購入株数が過大であることを指摘して再考を促す等の指導、助言をする信義則上の義務を負っていた」とし、適合性原則違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、7割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の所有資産の6割余りの資金を一つの金融商品に集中投資させるといふ投資方法が顧客の投資意向に添わないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[10]東京地判平成21年7月24日先物取引裁判例集 58号171頁

「金融商品」：通貨オプション取引、商品先物オプション取引

「顧客の属性」：65歳（女）、遺族年金を受領し、亡夫の退職金や貯蓄を取り崩しながら生活し、元利合計約3500万円の一時払い養老保険を保有していた。株や投資信託の投資経験があるが、先物取引やオプション取引の経験はなかった。4690万円を投資し、3614万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、…NTT株の購入や投資信託の経験はあったものの先物取引やオプション取引の経験はなく、夫の死亡後は同人の退職金や遺族年金を主たる給源として、これを取り崩すか一時払い養老保険として運用し、その契約者貸付の制度を利用するなどして生活していたのであって、上記取引を開始する動機も、投機による利益を得るといふよりは、生活費の足しにすることを企図していたものといえる。…うつ病と診断されて通院していた病歴があり、…原告が、上記認定にかかる生活歴、病歴、投資経験、資産状況からみて、上記認定にかかる特性を有する本件通貨オプション取引及び本件商品先物オプション取引を行う適合性を欠くことは明らかである」とし、適合性原則違反を認めたあと、新規委託者保護義務を認定し、業者の損害賠償責任を認め、1割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の財産状況や生活費を補うという投資目的、投資経験を重視して、適合性原則違反が認められた。

[11]千葉地判平成22年1月28日判時2076号144頁

「金融商品」：海外商品先物取引

「顧客の属性」：89歳、一人暮らし、月額約25万円の年金を受領し、所有土地を駐車場として賃貸し、毎月50万円程度の収入を得、6000万円程度の銀行預金を有していた。投資経験はなかった。最初は300万円から投資したが、最終的に1782万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、本件取引開始時点で89歳であって、株式投資や商品先物取引等の経験が全くなかったのであり、本件取引の仕組み・リスク等を理解していたとは考えられない…。そうすると、原告が相当の資産を有し、これを管理していることなどを考慮しても、原告は、…投機性の極めて高い海外商品先物取引をすることについて不適格者であったことが明らかである」とし、適合性原則違反を認めたあと、説明義務違反、新規委託者保護義務違反などを認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺が不相当として

行われなかった。

この事案では、顧客が投資経験を有しなかったことと、勧誘された投資取引の仕組みやリスクを理解していなかったことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[12]東京地判平成22年5月25日先物取引裁判例集 60号14頁

「金融商品」：外国為替証拠金取引

「顧客の属性」：79歳（女）、ほかの情報に関する認定はなかった。

「判旨」：「原告は、…79歳であった…自ら積極的に電話連絡を取ったことはなく、本件取引に関して何ら質問もせず、…本件取引開始当時、加齢によりその記憶力、判断力が相当程度低下しており、…取引について疑問に思うことを質問するための理解力すら備えておらず、本件取引期間を通じ一貫して、外国為替証拠金取引をする適格性を有していなかった」とし、適合性原則違反による損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、顧客が加齢により一般的理解力・判断力が足りないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[13]大阪地判平成22年8月26日判時2106号69頁、判タ1345号181頁

「金融商品」：ノックイン型投資信託

「顧客の属性」：79歳（女）、一人暮らし、月16万円程度の年金を受領し、土地建物からの賃料収入が月78万円程度あり、預貯金は約5000万円程度あった。投資経験はなかった。2000万円を投資し、348万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、半年という短期間に、2000万円もの金額を、同種の商品に投資しているのであって、原告の側から見ても、リスクの分散が考慮されていないといえる。…B及びCは、投資経験及び知識がほとんどなく、慎重な投資意向を有する79歳という高齢で一人暮らしの原告に対し、相当のリスクがあり、理解が困難な本件各投資信託の購入を勧誘し、定期預金、普通預金や個人年金という安定した資産を同種のリスク内容の投資信託に集中して投資させたものであり、…適合性の原則から著しく逸脱した投資信託の勧誘といえる」とし、適合性原則違反を認めたあと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、2割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の投資資金の全額を同種のリスクを有する取引に集中投資させたことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[14]東京地判平成22年9月30日金商1369号44頁

「金融商品」：日経平均リンク債券

「顧客の属性」：70歳（女）、一人暮らし、毎月役員報酬約76万円を取得

していた。相続した不動産と現金は4億5000万円ぐらいがあった。投資経験はほとんどなかった。1億円を投資し、4096万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、…4億5000万円を越える現金並びに自宅及び賃貸用の不動産を相続したが、夫の生前は固有の資産を有しておらず、専ら夫の扶養家族であり、自らの税金申告をするような経済活動に携わったこともなかった。また、元本割れのリスクの少ない投資信託商品を一度保有してことはあるものの、投資にはさほど関心がなかった。…元本割れのリスクが高い商品を購入しようとの意欲は全く有していなかった。…これまで投資経験がほとんどなかった原告が数億円の現金を含む相続をした後、投資についての知識をほとんど持たず積極的な投資意図もない原告に対し、原告の投資経験についての慎重な調査をせず、また、原告の投資意図に反し、堅実な投資であれば行ってもよいという程度の意向しか有していなかった原告に対して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的かつ軽率に誘導したものであり、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引勧誘であるといわざるを得ない」とし、適合性原則違反による損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、裕福であるが、堅実な投資意向を有する顧客に、リスクの高い投資取引を勧誘することが顧客の投資意向に反することを理由に、適合性原則違反が認められた。

[15]東京高判平成23年1月20日先物取引裁判例集61号148頁

「金融商品」：CFD取引²³

「顧客の属性」：75歳、自己申告によると、年収及び金融資産とも最低の区分である「300万円未満」であり、投資経験欄には株式及び投資信託は10年ぐらい、商品先物は1年ぐらいであった。300万円を投資し、277万円ぐらいの損失を被った。

「判旨」：「控訴会社内部では、取引不適格者を典型的に定めていて、A（顧客一筆者注）は年齢及び資金面の双方において不適格者に該当した。…本件取引の商品特性並びにAの投資経験、知識、投資意向及び財産状態等の諸要素を総合考慮すると、控訴会社がAを勧誘して本件取引を実施させたことは、適合性原則に違反する」とし、適合性原則違反による損害賠償責任を

²³ CFD取引とは、金等を取り扱う商品とし、顧客が金融業者にあらかじめ一定の金額の取引証拠金を預託して、売り又は買いの注文をすることによって、金等を売買したのと同様の地位を取得し、任意の時点で当該地位と反対の取引（差金決済取引）をすることによって生ずる観念上の差損益について差金の授受を行うというものであり、金等の現物を買主である顧客に交付することは当初から予定されていないという取引である。

認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、業者の社内規則を考慮しつつ、顧客の財産状況、投資経験、投資意向などの要素を総合的に考慮して、適合性原則違反が認められた。

[16]和歌山地判平成23年2月9日金法1937号133頁

「金融商品」：信用取引

「顧客の属性」：72歳、月額4～5万円の年金を受領し、700万円と自宅不動産及び田畑を有していた。昭和20年代後半から昭和30年代にかけて、株式の現物取引をした経験があったが、本件現物取引まで株式取引をしたことはない。自らインターネット経由で取引を行った。

「判旨」「被告（顧客—筆者注）の申告内容によっても、被告の年齢（72歳）、無職であること、本件現物取引のために原告（業者—筆者注）に700万円の資金を預けた状態で金融資産『500万円～1000万円』と申告したこと…、少なくとも、被告につき、信用取引の適合性やそのリスクの理解について慎重な検討を要する属性の者であることは原告においても容易に判断しうるから、原告が、電話等により、適合性に関する事項の確認や信用取引のリスクの理解の確認もせずに本件信用取引を開始したことにつき、適合性原則違反及び説明義務違反の違法があり、被告に対する不法行為となると言わざるを得ない」とし、適合性原則違反を認め、過失相殺が不相当として行われなかった。

この事案では、インターネット上の投資取引に対して、業者が適合性に関する事項を確認しなかったことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[17]東京地判平成23年2月28日判時2116号84頁

「金融商品」：ノックイン型投資信託

「顧客の属性」：81歳、一人暮らし、本件投資信託の購入代金6990万円以外の資産として、東京電力株式3800株（A（原告の息子—筆者注）は同社に勤務していた。）、預金合計約2100万円、国債1490万円分を保有していた。

「判旨」：「原告は、本件投資信託の注文をした当時、81歳と高齢であり、一人暮らしをして自動車の運転もしていたことがうかがわれるが、孫の名前やAの電話番号を忘れるなど、年相応に判断能力の衰えがあったものといえる。…原告の上記保有資産の状況からすると、元本が大きく毀損されるリスクを取ってでも利益を得たいというほどの積極的な投資意向を原告が有していたということはできない。…以上からすると、本件投資信託は、リスク性が高く、かつ仕組みやリスク等について理解することが容易でない商品で

あったのに対し、原告は、理解力や経験が十分ではなく、積極的な投資意向を有していたとはいえない者であったといえ、本件投資信託の取引に関する原告の適性は低かったものというべきである」と認定したが、直接適合性原則違反を言及せず、説明義務違反として業者の損害賠償責任を認め、4割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客が積極的な投資意向を有しないことを重視して、顧客の適性が低いと認定されたが、直接適合性原則違反の有無に関する判断が行われなかった。

[18]東京地判平成23年7月15日先物取引裁判例集63号66頁

「金融商品」：海外先物オプション取引

「顧客の属性」：77歳（女）、一人暮らし、年金と賃料で生活していた。自己申告によると、正味資産1000万円（のち、3000万円に変更）があった。株式や投資信託などの投資経験はあった。

「判旨」：「原告は…長年の株式取引をしているものの、証券会社に任せられているというのであり、ことさら金融商品の中でも理解が困難な先物オプション取引の特質を理解した上で、自ら情報を分析の上、自己判断の下であえてかかる投資を行うだけの能力や理解力、リスクに対する自覚を持った者ではないことが明らかというべきである。…原告は、口座申込書に正味財産を1000万円とし、また、途中で取引増額申込書を作成し、自ら自己資産を3000万円と記入しているものであるが、この記載は不動産を含む資産であることからしても（原告本人）、これをもって原告が本件オプション取引の適合性があるということとはできない」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺が不相当として行われなかった。

この事案では、株式取引の経験があるが、それが業者に任せて行われたものであり、今回で勧誘された海外先物オプション取引については、理解力がないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[19]東京地判平成23年8月2日金法1951号162頁

「金融商品」：ノックイン型投資信託

「顧客の情報」：80歳（女）、年額約150万円の年金を受領し、資産としては、定期預金合計1260万円、普通預金170万円、貸付信託30万円、亡夫から相続した土地建物を有していた。

「判旨」 「…原告は、ほぼ唯一の金融資産である定期預金・貸付信託の全額を解約して本件投資信託1-①を購入し、その償還金をもって本件投資信託1-②の購入資金に充てていることからすれば、原告が元本を相当程度喪失す

る可能性を覚悟してまでも積極的に利殖を図る資産運用を行う意図を有していたとも考えられない。…原告の知識、能力等に照らせば、自らの責任で投資判断が可能な程度にまで本件投資信託1を理解し、その高リスク性を認識した上で、本件投資信託1-②を購入したと評価することはできない。…本件投資信託1-②を原告に勧誘したことは、適合性原則に違反し、不法行為を構成するというべきである」²⁴とし、業者の損害賠償責任を認め、8割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の投資態様から積極的に利殖追求するという投資意向を有しないことや勧誘された投資取引を具体的に理解していないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[20]東京地判平成23年8月31日先物取引裁判例集63号101頁

「金融商品」：海外先物取引

「顧客の属性」：81歳、一人暮らし、2ヶ月あたり約48万円の年金を受給していた。自己申告によると、300万円の金融資産があった。

「判旨」：「原告は、…海外先物取引が何かについてその概要すら理解ができない状態であったこと、…安定して儲かる取引であると考えたからであり、海外先物取引が極めて投機性の高い取引であることを全く理解していないこと…原告は、本件各取引より前に、国内公設の先物取引を行ったことがあるが、これは、…経験というよりは、被害というべきものである。また、原告の財産状況としても、原告は、年金生活者であり…、これらの事実に照らせば、原告は、海外先物取引を行うだけの知識、経験、判断力及び資金力を有しない者であるというべきであり、このような原告を勧誘して取引を行わせることは、適合性原則に反し違法である」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務を認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、顧客の財産状況や投資経験、判断力などの要素を総合的に考慮して、適合性原則違反が認められた。

[21]横浜地判平成24年1月25日証券取引被害判例セレクト42巻129頁

「金融商品」：投資信託（世界のエネルギー関連株、鉱山株、金鉱株を主要な投資対象とするもの）

²⁴ 本件で購入したもう一つの投資信託について、裁判所は「本件投資信託2の内容は複雑とはいえ、リスクの把握も比較的容易であることからすれば、原告は本件投資信託2の内容及びリスクを十分に理解してこれを購入したことがうべきである。したがって、Dが本件投資信託2を原告に勧誘・販売したことが適合性原則違反ないし説明義務違反になるとはいえない」と判断した。

高齢者の投資取引における適合性原則の意義と役割

「顧客の属性」：76歳、投資経験はあった。自己申告によると、収入が「～500万」、金融資産が「3000万～5000万」、総資産は「1億～3億」であって、投資の目的は「元本の安全性と安定収益重視」になっている。

「判旨」：「…原告の年齢は76歳であった上…多額の継続的収入があるような状況ではなかった…上記の金融資産や総資産を完全な余裕資産と見てしまうのは疑問であり、取り崩して生活資金や病気の治療費等として利用する可能性のあるものであったことを前提に検討をする必要がある…76歳という高齢であって高額の継続的収入はなく、資産の安定性、安全性という面にも配慮が必要な原告に対し、それまで投資の対象としたことはない新規の商品であり、しかも、リスクが相当程度高い商品について、いきなり1100万円、更にその僅か3か月後には103万9236円と、合計1200万円を超える投資を勧めた点は不相当であり、適合性原則に違反するといわざるを得ない」とし、適合性原則違反による損害賠償責任を認め、4割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の資産が余裕資産ではないのに、高額の投資資金をリスクの高い一つの金融商品に投資させたことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[22]名古屋地判平成24年9月7日先物取引裁判例集66号291頁

「金融商品」：為替オプション取引、商品先物オプション取引

「顧客の属性」：76歳（女）、一人暮らし、年金生活者であり、土地及び同土地上の建物、預貯金、有価証券などを有していた。最初6548万円ぐらいの損失（うち手数料は5329万円ぐらい）を被って、取引を中断したが、また再開し、1521万円ぐらい（うち手数料は1456万円ぐらい）損失を被った。

「判旨」：「原告は、…自宅として使用する不動産と本件取引に投入した流動資産を保有していたものの、これらの資産を活用して投機的な取引を行う動機は特に見当たらないこと、…ハイリスクな金融商品の取引の経験はなかったこと…原告にはオプション取引のような複雑な商品を理解する能力にやや欠けていたこと…これらの点を勘案すると、原告は、多額の資金を投資して行うオプション取引に全く適合していない人物であったというべきであるところ、本件取引においては、取引開始後1か月で約1000万円、2か月で約2300万円、3か月で約3700万円、9か月で約5100万円、10か月で約6100万円の資金（いずれも累計）が投資されており、本件取引は上記のような原告の属性に比して著しく過大であると認められる」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反、一任売買などを認定し、業者の損害賠償責任を認め、2割の過失相殺が行われた。

この事案では、多額の資金を投資させることが過大取引であることを理由に適合性原則違反が認められた。

[23]東京地判平成24年10月26日先物取引裁判例集67号76頁

「金融商品」：海外商品先物オプション取引

「顧客の属性」：71歳、一人暮らし、月額7万円弱の年金を受領し、200万円ぐらいの預貯金と150万円分の投資信託を有していた。

「判旨」：「原告X2は、本件取引開始当時71歳であり、国民年金の7万円弱で生活費をまかない、貯金を取り崩しながら生活していた。原告X2の資産は預貯金は200万円くらいと投資信託約150万円であり、…事後面接においても、原告X2が未だお任せの考えを持っていることが報告されていたことなどが認められ、かかる事実からすると、原告X2に取引の適合性はなかった」とし、適合性原則違反を認めたあと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺に関する判断が行われなかった。

この事案では、主に顧客の財産状況を重視して適合性原則違反が認められた。

[24]大阪地判平成24年12月3日判時2186号55頁

「金融商品」：外貨建て仕組（10年の償還期限）

「顧客の属性」：X1（69歳）とX2（71歳）が夫婦であり、それぞれ年金を受領しており、被告で運用していた資金の他には、2人合わせて2000万円前後の預貯金のほか、それぞれの名義の預貯金があり、別々に管理していた。X1は908万円の損失、X2は1118万円の損失を被った。

「判旨」「…原告らによる本件後期取引における主な投資対象は、為替リスクを有するのみで元本毀損との関係では比較的堅実と評することができる外国債券であったことに照らすと、その投資目的も比較的安全志向であったと評価することができる。…原告らにおいて、本件各仕組債に関し、期限前償還の可能性や満期償還日までの10年間にわたる日経平均株価及び豪ドル為替の変動、発行体である外国金融機関の信用リスクを予測して投資判断する能力があったとは到底認められない。／また、…本件各仕組債に内包されるリスクの内容及び程度に照らせば、本件各仕組債は、…原告らの取引経験からうかがわれる原告の投資意向に沿わないものであったとも認められる。／以上の事情を総合考慮すれば、Bによる原告らに対する本件各仕組債の勧誘行為は、適合性原則に著しく逸脱したものであり、不法行為法上違法となるというべきである」とし、適合性原則違反を認めたあと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、3割の過失相殺が行われた。

この事案では、投資判断能力がないことと、投資取引が顧客の投資目的に沿わないことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[25]大阪地判平成25年2月20日判時2195号78頁

「金融商品」：償還条件付き投資信託

「顧客の属性」：77歳（女）、亡夫から相続した自宅で一人暮らし、年間247万の年金を受領し、2850万円の預金があった。投資経験はなかった。定期預金を満期前に解約して2100万円を投資し、1000万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、本件取引当時77歳の高齢の1人暮らしの女性であり、…収入は月額約20万円、保有する金融資産は2850万円程度であって、本件の投資額2100万円は、その7割以上にも当たる。原告は高齢であるから医療費や介護費等の資金需要が生じる可能性は否定できず、投資による損失を将来の資産運用又は投資によって取り返せる時間的余裕があるかどうかにも疑問が残る。以上によれば、B及びCが、原告に対して、安定した資産であり原告の保有する金融資産の7割以上を占めていた本件定期預金を解約して、その解約金を原資として本件商品を購入するよう勧めた一連の勧誘行為は、原告の実情と意向に反する明らかに過大な危険を伴う取引を勧誘したものと見える」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、過失相殺が不相当として行われなかった。

この事案では、顧客の保有する金融資産の7割を一つの金融商品に集中投資させたことを理由に、適合性原則違反が認められた。

[26]大阪高判平成25年2月22日判時2197号29頁²⁵

「金融商品」：投資信託、EB債など

「顧客の属性」：76歳（女）、一人暮らし、相続によって承継した株式（売却代金約1393万円）、預貯金1070万円、他人に対する貸付金債権2600万円、年金と不動産収入が年間で合計294万円程度であった。株式の現物取引投資経験は5年あり、成年後見審判を受けたことがある。4000万円ぐらいを投資し、893万円損失を被った。

「判旨」 「控訴人（顧客—筆者注）の後見開始審判取消時の資産は、相当程度の資産を有していたものの、その中心は流動性の低い不動産であって、預貯金は1000万円程度しかなく、収入は年金と不動産収入が年間で合計294万円程度ある程度であったから、本件取引開始時に売却した株式も、必ずしも余裕資金と評価できないものであった。…本件取引当時の控訴人の判断能力は、知能指数や長谷川式簡易スケールの点数にもかかわらず、未だ回復途上であり、日常生活を自力あるいは介助を受けて何とかこなすことで精一杯の状況であり、主体的な判断で証券取引等を行うことが不可能な状態であったということができる。…満76歳という高齢で一人暮らしの控訴人に対し、

²⁵ 本件に関する判例評釈として、熊谷士郎「金融商品取引とアルツハイマー病（大阪高判平25・2・22）」現代消費者法26号100頁以下（2015年）、倉重八千代「判例研究」明治学院大学法学研究99号137頁以下（2015年）などがある。

相当のリスクがあり、理解が困難な投資信託やEB債の購入を勧誘し、投資させたものであり、控訴人の意向と実情に反し、過大な危険を伴う本件取引を勧誘したものであるといえる」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反、無意味な反復販売なども認定し、業者の損害賠償責任を認め、2割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の財産状況と一般的理解力・判断力を重視して、適合性原則違反が認められた。

[27]大阪地判平成25年11月21日証券取引被害判例セレクト47巻111頁

「金融商品」：外貨建て仕組債、EB債

「顧客の属性」：73歳、一人暮らし、月額約18万円の年金を受領し、3000万円分の株式、1500万円の個人年金を有していた。20年の投資経験はあった。

「判旨」：「原告は、…当時73歳であったことから、一定程度の老後の蓄えも必要であったといえるし、また、…先祖の墓の整理のために2000万円を要するとの認識を有していたものと認められる。このような原告の資産状況やその用途の見込み等に照らせば、原告が、その元本を失うことになっても問題がないといえる程度の余裕資金を有していたものとまでいうことはできない。／…原告は、…相当程度の株式等の取引経験を有し、これら取引について一定程度の知識も有していたものといえるが、原告自身が積極的、主体的に取引の種類や銘柄を選定していたものではなく、むしろ証券会社等の担当者の勧誘等に応じて安易に高い利益を得られるものと考えて取引に及んでいるものといえ、とりわけリスクの高い商品について、そのリスク内容を踏まえた上でなお高リターンを求めて購入するといった投資意向を有していたものと認めることはできない。／…かかる重大なリスクを有する本件各仕組債の勧誘は、原告の意向と実情に反して、明らかに過大なリスクを伴う取引を勧誘するものといえ、適合性原則に反する」とし、適合性原則違反を認めたと、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、3割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の財産状況と投資意向を重視して適合性原則違反が認められた。

[28]横浜地判平成26年8月26日証券取引被害判例セレクト48巻99頁

「金融商品」：仕組債（4年の償還期限）

「顧客の情報」：77歳（女）、年額175万円の年金を受領し、亡夫の退職金及び保険金合計3500万円と2000万円分の国債を有していた。5年の投資経験はあった。5000万円を投資し、4770万円の損失を被った。

「判旨」：「…原告X1が本件債券1のようにハイリスクを負う投資意向を有していたとは考え難い…本件債券1のリスクとリターンを分析検討した

上、長期的な見通しを持ってリスクの採否を判断することは相当困難であるというべきであるし、原告X1の投資の原資は、夫の退職金2000万円、保険金1500万円及び受給している年金（年額175万円程度）であることからすると、本件債券1の投資額である5000万円は、原告X1の投資原資のほぼ全額に相当するというべきであるから、元本毀損のリスクを負う取引としては著しく過大なものであるといわざるを得ない」とし、適合性原則違反を認めたほか、説明義務違反を認定し、業者の損害賠償責任を認め、5割の過失相殺が行われた。

この事案では、顧客の投資資金の全額をリスクの高い一つの金融商品に投資させたという集中投資だけでなく、顧客の投資意向や判断力をも考慮して、適合性原則違反が認められた。

4-3 肯定裁判例に関する分析

28件の肯定裁判例において、適合性原則違反を認定するにあたって、より重視された考慮要素の状況は、以下の通りです。すなわち、

高齢者の財産状況だけを重視したものが1件（裁判例[23]）、高齢者の理解力・判断力だけを重視したものが3件（裁判例[6][12][18]）、高齢者の投資意向だけを重視したものが2件（裁判例[14][17]）、集中投資という投資方法を重視したものが5件（裁判例[2][9][13][21][25]）である。これに対し、高齢者の財産状況と理解力・判断力を重視したものが5件（裁判例[1][5][7][8][26]）、高齢者の投資意向と理解力・判断力を重視したものが2件（裁判例[19][24]）、高齢者の財産状況と投資意向を重視したものが1件（裁判例[27]）、高齢者の理解力・判断力と投資経験を重視したものが1件（裁判例[11]）、高齢者の財産状況や投資意向、投資経験を重視したものが3件（裁判例[4][10][15]）である。また、高齢者の財産状況や理解力・判断力、投資経験、知識などの要素を総合的に判断したものが2件（裁判例[3][20]）、集中投資だけでなく、高齢者の投資意向、理解力・判断力をも考慮して認定したものが1件（[28]）、過大取引として適合性原則違反を認めたものが1件（裁判例[22]）、適合性の考慮要素を確認してないことを理由

に適合性原則違反を認めたものが1件（裁判例[16]）であった。

＜肯定裁判例において重視された考慮要素の一覧表＞

裁判例	重視された考慮要素	裁判例	重視された考慮要素
1	財産状況、理解力・判断力	15	財産状況、投資意向、投資経験
2	集中投資	16	考慮要素の確認なし
3	財産状況、理解力・判断力、投資経験など	17	投資意向
4	財産状況、投資意向、投資経験	18	理解力・判断力
5	財産状況、理解力・判断力	19	投資意向、理解力・判断力
6	理解力・判断力	20	財産状況、理解力・判断力、投資経験など
7	財産状況、理解力・判断力	21	集中投資
8	財産状況、理解力・判断力	22	過大取引
9	集中投資	23	財産状況
10	財産状況、投資意向、投資経験	24	投資意向、理解力・判断力、
11	理解力・判断力、投資経験	25	集中投資
12	理解力・判断力	26	財産状況、理解力・判断力
13	集中投資	27	財産状況、投資意向
14	投資意向	28	集中投資、投資意向、理解力・判断力

以上の肯定裁判例の動向からもわかるように、適合性原則違反を認めるにあたって、とりわけ高齢者の財産状況や理解力・判断力、投資意向、集中投資がより重視されている。しかも、各考慮要素について、多くの肯定裁判例は高齢者の年齢や収入、生活状況などの個別・具体的事情を取り込んで認定を行っている。たとえば、高齢者の財産状況の認定について、裁判例例[21]は「原告の年齢は76歳であった上…多額の継続的収入があるような状況ではなかった…上記の金融資産や総資産を完全な余裕資産と見てしまうのは疑問であり、取り崩して生活資金や病気の治療費等として利用する可能性のあるものであったことを前提に検討をする必要がある」とした。

ここで、留意されたいのは、適合性原則違反の認定にとって「高齢者の財産状況」が必ずしも決定的要素とされていないことである。ある程度の資産を有する高齢者について、その理解力・判断力、投資意向などを理由に適合性原則違反を認めた裁判例が9件、集中投資を理由に適合性原則違反を認めた裁判例が6件である。つまり肯定裁判例の半数ほどは、高齢者の理解力や投資意向および投資方法に着目して適合性原則違反を認めている。すなわち、たとえ高齢者が一定の資力を有していても、理解力・判断力と投資意向の面で投資リスクを負担する意欲がない場合や、誰にとってもリスク性の高い投資方法が行われた場合は、財産状況と関係なく適合性原則違反が認められる。

また、「集中投資」という投資方法に着目して適合性原則違反を認定する裁判例の存在にも注目されたい。投資資金を一つの金融商品に集中的に投資させることがリスク性の高い投資方法であり、このような投資方法が財産状況と関係なく、どのような顧客にも適合性を有しないとされている。高齢者に関する投資取引紛争において、高齢者の財産状況や理解力・判断力を中心に判断されがちであるが、集中投資に着目して適合性原則違反を認めた裁判例が少なからず存在していることは、適合性原則の適用範囲は取引行為のみならず、投資方法にも及ぶことが裁判実務において認識されているといえよう。

4-4 否定裁判例

[29]東京地判平成17年10月17日判時1951号82頁

「金融商品」：外国為替証拠金取引

「顧客の属性」：77歳（女）、自己申告によると、年収150万円、預貯金500万円を有し、投資経験がある。6000万円を投資し、3921万円の損失を被った。

「判旨」：「…B山は、原告花子から株式、公社債・投信の取引経験があるとの回答に加え、投機性の高い商品先物取引の経験があること、…外国為替証拠金取引の経験があることも聴取しているが、他方、原告花子は、勧誘当時、高齢であったことは認められるものの、格別判断能力が劣っていたこ

とを認めるに足りる証拠はない。これらの事情に徴すると、原告花子が外国為替証拠金取引について十分な知識を有していたとまでは断定できないものの、B山において、原告花子に対して本件取引を勧誘するに当たり、その知識、経験の面で不適格者であると判断しなかったとしても、これが違法であるとまでは認めることができない。そして、財産の状況については、原告花子は、相当程度の余裕資金があったことが推認されるし、原告らも、原告花子が資金面で不適格であるとは主張していない。したがって、B山の原告花子に対する勧誘は、その勧誘時において、原告花子が本件取引の不適格者であると判断しなかったことを理由に違法であると認めることができない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、投資経験があったことと、余裕資金があったことを理由に、適合性原則違反が否定された。

[30]京都地判平成19年9月28日先物取引裁判例集 49号437頁

「金融商品」：商品先物取引

「顧客の属性」：74歳、年金生活者、3300万円弱の資産を有していた。国債や株式の現物取引の経験があるが、商品先物取引の経験は全くなかった。

「判旨」：「…原告の国債の償還・購入の状況や本件取引にかかる預託証拠金の入金状況を精査すると、主張の資産状況では国債購入費用や預託証拠金の原資の説明がつかない部分があるから、原告は他にも相当額の資産を保有していた可能性が高い。また、原告は、…当初取引予定資金として1000万円と記入していることから、原告には当時少なくとも同額程度の余裕資金があったと推認できる。以上を総合すると、被告Y1らが原告を商品先物取引に勧誘したことが、同取引を行う適格を有しない者を勧誘したものとして私法上違法であるとまで断ずることはでき」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客に余裕資金があったと推認したうえ、これを理由に適合性原則違反が否定された。

[31]大阪地判平成19年11月16日証券取引被害判例セレクト 31巻317頁

「金融商品」：EB債

「顧客の情報」：71歳、年金と会社の給料を合わせて月額約30万円の収入、約600万円の預金のほか、保険や子供名義の預金を有し、畑等の土地も所有していた。投資経験はあった。604万を投資し、457万円の損失を被った。

「判旨」：「原告は、自己名義の預金は600万円程度しか有していなかったものの、保険や子供名義の預金を有していたほか、畑等の土地を所有しており、収入は年金及び給料を合わせて月30万円程度であった。しかも、原告は、本件各EB債の購入時には70歳を超える高齢者ではあったものの、平成元

年までは農水省に勤務し、その後も役場で勤めるなどしており、本件各EB債購入時、会社勤めをして、総務関係の仕事をしていた。また、原告は、平成7年から平成9年まで、外国債券や外国投資信託等の投資を行っており、少なくとも465万円以上の規模の取引を行っていた…。かかる原告の資産状況、職歴、取引経験に照らすと、平成12年当時、Bが原告に対して本件各EB債の購入を勧誘したことが、適合性原則に反し違法性を有するものということとはできない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の財産状況と投資経験に着目して適合性原則違反が否定された。

[32]大阪高判平成22年7月13日判時2098号63頁（裁判例[9]の控訴審）

「判旨」：「…Cは、同様に一審原告に対し、…NTTは誰でも知っている大企業ではあるが、株価が下がっているので割安感があり、今後値上がりする可能性のある有望な株式であることなどを説明したこと、これに対し、一審原告は、Cに対し、中国ファンドを全て解約した解約金をもって購入することのできる株数を尋ね、Cにおいて28株を購入することができると回答したのに対し、自らすすんで25株を購入する旨を同人に伝えたこと、Cはこれに応じて同注文を執行し…本件NTT株の購入が『明らかに過大な危険を伴う取引』であり、その勧誘が適合性の原則に違反するとは認めがたい」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客が自ら投資判断を行ったことを理由に、一審の判断を覆して、適合性原則違反が否定された。

[33]東京地判平成23年1月28日金法1925号105頁④事件

「金融商品」：仕組債

「顧客情報」：69歳、年商10億円の会社を営み、年収は1000万円であった。金融資産は少なくとも17億円の価値を有し、不動産を含めると総資産は19億円ぐらいあり、投資経験はあった。4億5000円を仕組債に投資した。

「判旨」：「原告が年商約10億円の会社の社長であり、その総資産が本件仕組債の購入金額の約4倍を下らないこと、原告には豊富な投資経験があり、…実際に投資で元本割れを経験したことがあるにもかかわらず、元本保証のない金融商品への投資を継続していたこと、…一定の理解力及び判断力を有し、特に本件仕組債の価値を判断する上で重要な為替について相応の知識と一定の相場観を有し、早期償還条項の実現可能性を検討した上でその購入を決めたことに照らすと、本件仕組債の利払いの条件、早期償還条件が複雑であることを考慮しても、被告銀行の原告に対する本件売買の勧誘が適合性の原則に著しく反していたとは認められない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の財産状況、投資経験、理解力に基づき、適合性原則違反が否定された。

[34]東京地判平成23年1月28日金法1925号105頁②事件

「金融商品」：ノックイン型仕組債

「顧客の属性」：71歳、月額13万円の年金を受領し、2400万円の預金を含め合計5000万の金融資産を有していた。投資経験はあった。2000万円を投資し、証券発行会社が経営破綻し、償還を受ける見通しが立たなくなった。

「判旨」：「…当時原告が5000万円を下らない金融資産に加え、不動産を有していたこと、投資信託への複数の投資経験があったこと、長年にわたり自営の経験があり、相応の判断力があったと認められることに照らすと、本件仕組債の償還条件や仕組みが複雑であることなど、原告の主張するその他の事実を勘案しても、…本件仕組債の購入の勧誘が適合性の原則に著しく反していたとまでは認められない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の財産状況と投資経験、判断力に基づき、適合性原則違反が否定された。

[35]東京地判平成23年4月12日先物取引裁判例集64号341頁²⁶

「金融商品」ファンドへの出資

「顧客の属性」X1～X4、それぞれ69歳、71歳、77歳、75歳であり、X1、X2は投資経験がなかったが、X3とX4は投資経験があった。

「判旨」：「…原告X3、原告X4及びその妻であるAの金融商品取引の経験並びに各原告らの金融商品に係る知識、財産の状況及び本件各ファンドへの投資の目的等は、証拠上明らかでなく、上記認定事実のみをもって、各原告らについて、本件各ファンドに係る取引を行うことに適さない者であるということは困難である」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の属性を具体的に認定せず、証拠が足りないことを理由に、適合性原則違反が否定された。

[36]東京地判平成23年5月25日判タ1395号217頁

「金融商品」：ドル建債券、ドル建仕組債、外国株式など

「顧客の属性」：71歳（女）、20年ぐらいの投資経験はあった。2年間で1億1446万円ぐらいを投資し、2206万円の損失を被った。

「判旨」：「…原告は、71歳であったが、それまでに、…長期にわたる継続的な証券取引経験を有していたのであって、このような経験を通じて、株

²⁶ 控訴審の東京高判平成23年12月7日判タ1380号138頁は、金融商品の不適正性を認定し、業者の不法行為責任を認めた。

式の取引を中心とした証券取引について、その概要やリスクを理解するに足りる相当程度の知識や経験を得ていたものと推認される。…／通話記録の内容が原告の理解力の著しい低下をうかがわせるということとはできない。／以上を総合すれば、本件外国証券等取引についてのCやDの勧誘が、原告の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘したものであることを認めるに足りる証拠はないとし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の財産状況を具体的に認定せず、主に顧客の投資経験を理由に、適合性原則違反が否定された。

[37]広島地判平成23年7月14日金商1398号43頁²⁷

「金融商品」：ノックイン型投資信託

「顧客の属性」：69歳、無職、合計1000万円の預金を有し、投資経験はなかった。

「判旨」：「A（顧客—筆者注）は、本件契約当時、69歳の無職で、これまで国債を購入したことがあるものの、株式取引や投資信託の経験はなかったが、当時余裕資金として合計1000万円を超える金融資産（預金）を有しており…上記金融資産のうち本件契約に係る330万円余の部分を、ある程度積極的に投資運用する意向を示していたといえる。…本件ファンド購入時のBの説明内容について異議を一切述べていないこと等に照らすと、Aは、Bの上記説明により、本件ファンドについてのリスク部分については相当程度認識していたということが出来る。これらの事情を総合すると、A、およそ本件ファンドに係る取引を自己責任で行う適正を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとはいえないというべきである」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の預金を余裕資金として認定し、その3分の1を投資することから積極的な投資意向があると判断し、リスクを理解していたことを加えて、適合性原則違反が否定された。

[38]東京地判平成23年7月20日金法1976号134頁²⁸

「金融商品」：仕組債

「顧客の属性」：亡X1、90歳、150億の資産を有し、A学園の経営責任者

²⁷ 控訴審の広島高判平成24年6月14日判タ1387号230頁は一審の判断を維持しながら、その理由を顧客に判断能力があることにした。すなわち、「亡Aは、…1000万円程度の預金を有し、定期預金より金利の有利な運用を考えていたことがうかがわれるところ、その約3分の1を本件商品購入に充てているのであるから、その判断能力に疑問となる点は存しない」とした

²⁸ 控訴審の東京高判平成23年12月22日金法1967号126頁は同じ結論を出した。

として、学園の資産運用として国債や株式、社債などの投資取引を行っていた。同一性質の仕組債に7億円を投資し、3億6595万の損失を被った。

X2、86歳、亡X1の妻、10億円の資産を有し、月額約40万円の報酬と所有不動産の賃料を月額約20万円から30万円を受けていた。仕組債に1回で1億円を投資し、5168万円の損失を被った。

「判旨」：亡X1について、「本件取引当時、90歳と高齢であり、また、高いリスクを甘受して高い利得の獲得を目指す、いわゆるハイリスク・ハイリターンの金融商品に積極的に投資する意向を有していたとまではいえない。しかしながら、亡X1は、…死亡当時において、約150億円の資産を有しており、…本件取引…に充てられた資金は7億円であって、上記の資産全体からみれば、比較的低い割合にとどまっているということができる。さらに、…亡X1は、…その判断能力が低下した状態にあったとは認められない。…亡X1が本件商品2から4を購入する取引について適合性を著しく欠いていたということとはできない」とし、適合性原則違反を否定した。

X2については、「本件取引1の当時、86歳とかなりの高齢であって、本件取引1以前の金融商品の取引経験が豊富であるとはいえず、また、いわゆるハイリスク・ハイリターンの金融商品に対して積極的に投資する意向を有していたとはいえない。しかし、…原告X2は、本件各取引当時10億円の金融資産を保有していたことが認められる…本件取引1に1億円を充てることは、原告X2の上記資産状況に照らし、無理のない範囲の投資であったということができる。また、原告X2は、判断能力が低下した状態にあったとは認められない…原告X2が本件商品1を購入する取引について適合性を著しく欠いていたということとはできない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客に積極的な投資意向がないことを認めながら、主に財産が豊富であることを理由に、適合性原則違反が否定された。

[39]大阪高判平成23年9月8日金法1937号124頁²⁹（裁判例[16]の控訴審）

「判旨」：「被控訴人（顧客—筆者注）は、…72歳の無職の高齢者であり、収入としては国民年金が月に4、5万程度で、運用資金以外の財産は、自宅不動産及び田畑程度であり、信用取引で損失を出した場合には、差損金を支払う資力に乏しかったということができる一方、被控訴人は、本件現物取引以前においても株式の現物取引の経験があるだけでなく、本件信用取引開始の

²⁹ インターネット取引に適合性原則が適用すべきかという視点から当該裁判例を論じたものは、倉重八千代「インターネット取引における適合性原則・説明義務と私法上の責任（高齢者の金融商品取引を中心に）」明治学院大学法律科学研究年報30号143頁以下（2014年）、田澤元章「勧誘によらぬ取引と適合性原則・非対面による説明義務の履行—インターネット株式信用取引口座の開設」ジュリ1454号95頁以下（2013年）などある。

1年以上前から本件現物取引を開始し、その態様も、同一銘柄の売り付け、買い付けの往復を1取引として勘定すれば、値上がり益を狙って10銘柄を17取引にわたって頻回に繰り返して、当初700万円であった資産が、その倍の1400万円程度に増加していたこと、前記のとおり自宅不動産及び田畑を有し、自家用野菜の栽培と年金収入とで生活をやりくりし、しかも自らインターネットを利用する本件信用取引の申込みに至ったことからすると、被控訴人が本件信用取引を行うことがそもそも不相当であると到底いえない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客に資力が乏しいことを認めながら、投資経験があったことを重視して、適合性原則違反が否定された。

[40]東京高判平成23年11月9日判時2136号38頁（裁判例[14]の控訴審）

「判旨」：「…被控訴人（顧客一筆者注）の資産額、資産形成の経緯、且常の経済的状況からすると、被控訴人はいわゆる富裕層に属する者であると評価すべきところ、過去にも他銀行から元本割れの危険性のある投資信託商品を合計1億円分購入しており、本件債券購入後も元本割れが生じるリスクがある円定期預金をした経験を有するものであるから、本件事実関係の下では、控訴人の担当者が本件債券の購入を勧誘したことが、狭義の適合性原則違反になると評価することはできない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、一審で判断された顧客の投資意向については何も判断せず、顧客が豊富な資産を有することを重視して、適合性原則違反が否定された。

[41]東京地判平成23年12月7日判時2139号46頁、判タ1371号212頁

「金融商品」：不動産証券化商品（不動産等を信託財産とする不動産信託受益権に対する投資を目的とした投資ファンド）

「顧客の属性」：82歳（女）、申告によれば、MMF等公社債投信の経験が3年以上5年未満、年収300万円未満、金融資産1000万円から2000万円、主たる資金の性格は余裕資金で、投資目的は長期的な投資によるインカムゲイン重視及び安定重視、貯蓄型であった。

「判旨」：「X2（顧客一筆者注）は、高齢で年金生活者であるが、…投資信託や株式の現物取引等の経験を5年以上有し、…合計出資金額も同人が有する金融資産の範囲内であり、資金の性格も余裕資金である。また、Cは、X2への…勧誘に当たり、同人の娘である原告X1にX2への紹介を依頼し、平成19年1月の2回目の契約の際には原告X1が同席するなどしていることから、X2は原告X1の勧めもあって…出資していると考えられところ、原告X1には、

…十分な投資経験があることからすると、X2への…勧誘自体が著しく適合性の原則に反するものとははいえない」とし、適合性原則違反を否定した。この事案では、顧客の資産が余裕資産であることと投資経験があったことを理由に、適合性原則違反が否定された。

[42]東京地判平成25年2月22日先物取引裁判例集 69号133頁

「金融商品」：海外商品先物オプション取引

「顧客の属性」：68歳、年金生活者、自宅不動産の他に、預貯金100万円、有価証券1700万円の資産を有していた。20年の投資経験はあった。

「判旨」：「原告は十分な投資経験、職業人としての社会経験を有していた上、本件取引開始前には実際に投資（商品先物取引を含む）で損をした経緯もあったから、投資一般の知識はもちろん、投資によるリスクを理解する能力は十分に有していたこと、年金生活者ではあったものの、訴外会社に対して余裕資金で取引を行うとして口座の開設を行い、現に訴外会社に申告していなかった資産を本件取引に使っていたと推認されることなどの事情を総合考慮すれば、原告が、およそ海外先物オプション取引を自己責任で行う適正を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとはいえないというべきである」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の投資経験、理解力と財産状況に基づき、適合性原則違反が否定された。

[43]仙台地判平成25年10月2日金商1430号34頁

「金融商品」：毎月分配型投資信託

「顧客の属性」：69歳（女）、年金生活者、持ち家を有し、預金880万円を有していた。国債や投資信託を購入した経験があった。

「判旨」：「原告は、国債及び投資信託の投資経験があり、被告銀行の預金だけで約880万円を有し、本件ファンド申込当時69歳であり、殊更に判断能力が劣っていたり、書類の判読が困難であったり、説明の理解が困難であることをうかがわせる事情はないこと、原告は、購入資金は当面使う予定はなく、株式のように値動きの激しいものではないこと、分配金が出るもの、といった一定の資産運用の意向を有していたこと、本件ファンドは、元本の安全性と収益性とのバランス重視型と位置づけられていることという事実に照らせば、本件ファンドに係る勧誘が適合性の原則に反し違法であるとはいえない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の投資経験、一般的理解力、投資意向に基づき、適合性原則違反が否定された。

[44]東京高判平成26年4月17日金法1999号166頁

「金融商品」：ノックイン型仕組債

「顧客の属性」：68歳、会社代表取締役社長を就任し、退任後会社の顧問に就任していた。年収3000万円であり、3億1000万円の金融資産を有していた。

「判旨」：「…被控訴人（顧客一筆者注）は、本件仕組債の購入当時、元本毀損の可能性もあることも認識しながら、収益を上げるという意欲に基づき本件仕組債への投資を決断したのであり、また、本件仕組債の内容や危険性を理解するに足りる知識、能力を十分に有していたと解するべきである。…被控訴人名義の預かり資金は合計約3億1000万円にも上るものであったから、本件仕組債に係る被控訴人主張の損失額である約3250万円は、上記預かり資金の約1割程度に相当するにすぎないものであり、被控訴人が各証券会社の預かり資産以外にも資産を有していたことは容易に推認されるところであるから、本件仕組債の購入によって生じたとする被控訴人の損失が、その資力や資産状態に照らして不相当に過大なものであったということもできない」とし、適合性原則違反を否定した。

この事案では、顧客の財産状況、投資意向、理解力に基づき、適合性原則違反が否定された。

4-5 否定裁判例に関する分析

16件の否定裁判例において、適合性原則違反を認定するにあたって、より重視された考慮要素の状況は、以下の通りです。すなわち、

高齢者の豊富な財産状況だけを重視したものが3件（裁判例[30][38][40]）、高齢者の投資経験だけを重視したものが2件（裁判例[36][39]）である。これに対し、高齢者の財産状況と投資経験を重視したものが3件（裁判例[29][31][41]）、高齢者の財産状況や投資経験、理解力・判断力を重視したものが3件（裁判例[33][34][42]）、高齢者の財産状況や投資意向、理解力・判断力を重視したものが2件（裁判例[37][44]）、高齢者の投資経験や投資意向、理解力・判断力を重視したのが1件（裁判例[43]）である。また、自ら投資判断をしたことを理由に適合性原則違反を否定したものが1件（裁判例[32]）、顧客の情報を認定せず、証拠不十分として適合性原則違反を否定したものが1件（裁判例[35]）であった。

＜否定裁判例において重視された考慮要素の一覧表＞

裁判例	重視された考慮要素	裁判例	重視された考慮要素
29	財産状況、投資経験	37	財産状況、投資意向、理解力・判断力
30	財産状況	38	財産状況
31	財産状況、投資経験	39	投資経験
32	自ら投資判断したこと	40	財産状況
33	財産状況、投資経験、理解力・判断力	41	財産状況、投資経験
34	財産状況、投資経験、理解力・判断力	42	財産状況、投資経験、理解力・判断力
35	証拠不十分	43	投資経験、投資意向、理解力・判断力
36	投資経験	44	財産状況、投資意向、理解力・判断力

これらの否定裁判例の動向からもわかるように、適合性原則違反を否定するにあたって、高齢者の財産状況や投資経験がより重視されているが、投資意向や理解力・判断力があまり重視されていない。しかも、高齢者の財産状況や投資経験を認定する際、高年齢や生活状況、投資活動の実態などの個別・具体的事情を組み込んで評価することが少ないように見受けられる。たとえば、否定裁判例の多くは高齢者の有する資産について、現在の収入や将来の生活状況など的高齢者の個別の事情を考慮せず、額面通りに余裕資産として認定したり、投資経験について、勧誘されたまま投資したか自らの意思で投資活動を行ったかどうかを問わず、何年の投資経験があることをそのまま経験者として認定したりして、財産状況と投資経験の内実を判断することもなく、適合性原則違反を否定する要素として評価した。また、高齢者の理解力や投資意向についても、具体的ではなく、一般論的な判断が多い。たとえば、裁判例[29][36][38][43]は、一般論として高齢であるものの、理解力・判断力が低下している状態ではないとしか示せず、勧

誘された投資取引に関する理解力の有無を判断しなかった。また、裁判例[37][43][44]は投資意向を考慮要素の一つとして判断を行ったが、当該高齢者の他の事情を併せて投資意向や投資目的を判断するのではなく、顧客の保有資産の3分の1を投資に使ったことや、「分配金が出る投資をしたい」こと、「収益を上げる」投資をすることを、「積極的投資意向」として認定し、適合性原則違反を否定する要素とし評価した。これらは、単なる修辭上の問題にとどまらず、事実の評価姿勢に関わる可能性が高い。

4-6 裁判例の動向に関する小括

(1) 高齢者に関して適合性原則違反がより認められやすいか？

以上の高齢者の投資取引訴訟における適合性原則違反をめぐる肯定裁判例と否定裁判例を比較すると、件数だけからすれば、否定裁判例16件に比べて、肯定裁判例が28件あり、顧客が高齢者である場合には適合性原則違反がより認められやすいように見える。もっとも、この数字が裁判実態を反映しているかは定かでない。というのも、28件の肯定裁判例中、一般法律雑誌に公刊されたものは12件にとどまり、残り16件は弁護士有志研究会により編集された裁判例集に掲載されたものである。これに対して、16件の否定裁判例中、12件が一般法律雑誌で公刊され、弁護士有志研究会で編集された裁判例集に掲載されたものは4件しかない。つまり、全国発行の一般法律雑誌で公刊された裁判例では、肯定裁判例と否定裁判例の数は拮抗している。紹介裁判例へのバイアスは無視できない。弁護士有志研究会により編集された裁判例集に（今後の参考のために）肯定裁判例がより多く掲載される傾向があるとすると、裁判実務においては、顧客が高齢者である場合、適合性原則違反がより認められやすいとは言えないからである。近時、適合性原則違反に関する裁判例全体からすると、適合性原則違

反を認めた裁判例中で高齢者に関するものが多いのは確かである³⁰。しかし、このことは、実のところ、高齢者以外の顧客について適合性原則違反が認められ難くなったことを意味し、決して、高齢者について適合性原則違反が認められやすくなったことを意味しないのである。

(2) 高齢者の属性の考慮要素に関する認定の仕方の差異

既述のように、平成17年判決以降、下級審裁判例は基本的に投資取引のリスク性と顧客の属性との相関関係において総合的に判断するという手法をもって、適合性原則違反の有無を判断している。もちろん、高齢者に関する肯定裁判例と否定裁判例も同じくこの判断手法に従っている。しかし、高齢者の属性を判断するとき、同じく高齢者の財産状況や投資意向、投資経験、理解力・判断力などの要素を考慮しているものの、それぞれの考慮要素に対する認定の仕方においては、肯定裁判例と否定裁判例の間に微妙な差異が見られる。とりわけ、各考慮要素を認定するにあたって、それぞれの高齢者の「年齢」や収入、生活状況、健康状態、投資の実態などの個別・具体的事情を意識的に組み込んで評価する事案では、肯定判決が出やすく、各考慮要素の表面上の情報だけによって評価する事案では、否定判決が出やすい傾向にあるように見受けられるからである。以下では、もう少し立ち入って、各考慮要素に関する認定の仕方を見てみよう。

(a) 財産状況に関する認定の仕方の差異

財産状況は顧客の資力面での投資リスクに関する負担能力を表すものであり、適合性原則の重要な考慮要素とされている。

適合性原則違反の有無を判断するとき、高齢者の財産状況が重要な考慮要素であることについては、裁判実務上も異論がない。しかし、

³⁰ 王冷然「講演 適合性原則の理論的基礎」先物・証券取引被害研究 41号 14頁、潮見・前掲注(6) 15頁など参照。

高齢者の財産が余裕資産であるかどうかに関する判断は、肯定裁判例と否定裁判例とでは認定の仕方に違いが生じている。

肯定裁判例は、高齢者の財産が余裕資産であるかどうかについて、現に保有する資産の金額だけでなく、高年齢のこと、年金生活のことおよび将来の生活資金などの事情も取り入れて判断を行っている。たとえば、裁判例[8]は、「本件取引開始当時、普通預金100万円や定期預金約2300万円等を有していたが、両足のかかを骨折した後遺症で仕事ができない状況にあり、国民年金以外に安定した収入を得ていなかったのであるから、上記預金等の資産は原告の今後の生活資金の引き当てとなるべき性質を有していたものであり、そのような性質に照らすと、商品先物取引を行うにつき原告の資産が必ずしも余裕があるとは言い難く」と判断した。裁判例[2][5][7][9][21][26][27]も、まったく同じ評価の仕方をしている。

他方、否定裁判例は同じく高齢者の「現有資産」を見るが、それが「余裕資産」であるかどうかを判断しないか、あるいは判断するにしても、高齢者の収入や将来の生活状況などの個別・具体的事情を考慮に入れず、容易に現に保有している資産を余裕資産に認定している。たとえば、裁判例[37]は「余裕資金として合計1000万円を超える金融資産（預金）を有して」とし、原告が高齢で無職であること、ほかに資産を有しないこと等を考慮せず、高齢者の有する1000万円の預金を全部余裕資産と認定した。

また、高齢者の財産状況を認定するにあたって、否定裁判例の中で、高齢者が自ら言明していなくても、一定の財産があると「推認」する場合もある。たとえば、6000万円ぐらいの投資を行った顧客の財産状況について具体的な認定をしないまま、裁判例[29]は「財産の状況については、原告花子は、相当程度の余裕資金があったことが推認される」とした。

このように、高齢者の財産状況が適合性原則違反の判断にとって重

要な考慮要素であるとされても、その財産状況を認定する際に、高齢者の年齢や収入、生活状況、投資活動の実態などの他の個別・具体的事情を組み込んで評価するかどうかは極めて重要な違いとなる。

(b) 投資目的・投資意向に関する認定の仕方の差異

投資目的・投資意向は、顧客自身がどのようなリターンを求め、その代わりにどのぐらいの投資リスクを負担する意欲を有するかを表すものであり、適合性原則の重要な考慮要素とされている。

しかし、高齢者の投資目的・投資意向について、肯定裁判例と否定裁判例との間に大きな差異が見られる。高齢者の投資目的・投資意向を重視する肯定裁判例と異なり、否定裁判例は高齢者に豊富な資産を有する場合、当該高齢者の投資目的・投資意図を考慮しない傾向が見られる。たとえば、4億5000万円資産を有する高齢者を勧誘する事案において、一審である裁判例[14]は、「原告の投資意向に反し、堅実な投資であれば行ってもよいという程度の意向しか有していなかった原告に対して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的かつ軽率に誘導したものであり」とし、適合性原則違反を認めたが、控訴審である裁判例[40]は、「被控訴人（顧客一筆者注）の資産額、資産形成の経緯、日常の経済的状況からすると、被控訴人はいわゆる富裕層に属する者であると評価すべき」とし、高齢者の投資意向について一切判断せず、適合性原則違反を否定した。

また、否定裁判例中、高齢者の投資目的・投資意向を考慮するものがあるものの（裁判例[37][43][44]）、いずれも簡単に積極的投資意向があると評価している。

これに対し、肯定裁判例は高齢者自身の言明だけでなく、その財産状況や投資態様などの事情を取り入れて当該高齢者にいかなる投資目的・投資意向を有するかを判断している。たとえば、裁判例[17]は「原告の上記保有資産の状況からすると、元本が大きく毀損されるリスクを取ってでも利益を得たいというほどの積極的な投資意向を原

告が有していたということではできない」とし、高齢者の財産状況からその投資意向を判断し、裁判例[24]は「原告らによる本件後期取引における主な投資対象は、為替リスクを有するのみで元本毀損との関係では比較的堅実と評することができる外国債券であったことに照らすと、その投資目的も比較的安全志向であったと評価することができる」とし、高齢者の投資態様からその投資目的を判断している。

投資目的・投資意向は顧客のリスクを負担する意欲を表すものであり、たとえ資力で投資リスクを負担できるとしても、顧客の投資目的・投資意向に反する投資勧誘が適合性原則違反になるがゆえに、高齢者の投資目的・投資意向を重視しなければならない³¹。豊富な資産を有するからといって、高齢者の投資目的・投資意向を無視してはならない。確かに、投資目的・投資意向は財産状況のように客観的に判断できないところがあり、ときに高齢者自身も自らの投資目的・投資意向を明白に把握できていない場合もある。判断しにくいからこそ、高齢者がいかなる投資目的・投資意向を有しているかを判断するとき、単に高齢者自身の言葉で表現される「安定重視」あるいは「収益重視」だけでなく、高齢者の生活状況や投資態様などのほかの事情をも組み込んで評価することが必要なのではあるまいか。

(c) 理解力・判断力に関する認定の仕方の差異

金融商品取引法では、顧客の理解力・判断力は、適合性原則の考慮要素として定められていないものの、肯定裁判例・否定裁判例ともに、高齢者の理解力・判断力を一つの考慮要素として取り扱っている。しかし、否定裁判例は肯定裁判例ほど高齢者の理解力・判断力を重視しておらず、しかも理解力・判断力の有無に関する認定の仕方も、肯定裁判例との間に微妙な違いが見られる。

肯定裁判例の中には、高齢や精神障害を理由に、当該高齢者は「一

³¹ 川地・前掲注(5) 315頁も同様に指摘する。

般的理解力・判断力を有しない」と判断するものがある³²（裁判例[5][12]）が、多くの裁判例（[1][3][6][7][8][9][11][18][20][22][24]）は「高齢者」であることを考慮しながら、勧誘された投資取引に関する具体的な理解力・判断力の有無を中心に判断している。たとえば、裁判例[20]は「原告は、本件フォーナイン取引当時は81歳、本件バリオン取引当時は82歳であり、海外先物取引が何かについてその概要すら理解ができない状態であったこと、原告が、本件フォーナイン取引及び本件バリオン取引を開始することにしたのは、安定して儲かる取引であると考えたからであり、海外先物取引が極めて投機性の高い取引であることを全く理解していない」と判断した。

これに対し、否定裁判例の中には、理解力・判断力について、般的理解力・判断力を判断対象とするもの（裁判例[33][34][42][43]）や、理解力・判断力が低下していないという消極的判断をするもの（裁判例[29][36][38]）が多く、勧誘された投資取引に関する高齢者の具体的な理解力・判断力を問題にするものは、わずか2件しかない（裁判例[37][44]）。つまり、否定裁判例は、高齢者が般的理解力・判断力を有すれば足りるという立場であり、肯定裁判例は、般的理解力・判断力だけでなく、「高齢者」であることを踏まえて勧誘された当該投資取引に関する高齢者の具体的な理解力・判断力が必要であるという立場であるように思われる。

投資判断を行うには、般的理解力・判断力があれば足りるものではなく、当該投資取引に関する具体的な理解力・判断力が必要となる。確かに、「高齢者」の個体差があり、「高齢者」だけで理解力・判断力を画一的に判断してはならないが、「高齢者」ということを考慮しながら、勧誘された投資取引に対する具体的な理解力・判断力の有無を判断すべきではあるまいか。

³² このような般的理解力・判断力を有しない高齢者は、勧誘された投資取引の具体的リスクを理解することもできないのが言うまでもない。

(d) 投資経験に関する認定の仕方の差異

一般的に、投資経験から投資リスクに関する認識や理解が得られるため、適合性原則の考慮要素とされている。

高齢者が顧客である場合、否定裁判例は肯定裁判例より高齢者の投資経験を重視しているが、投資経験のあることとないことの両方を考慮する肯定裁判例に対し、否定裁判例はもっぱら投資経験のあることに着目しているように見受けられる。しかも、投資経験のあることについての評価の仕方も異なる。たとえば、同じく20年ぐらいの株式投資経験を有することについて、肯定裁判例[27]は「…相当程度の株式等の取引経験を有し、これら取引について一定程度の知識も有していたものといえるが、原告自身が積極的、主体的に取引の種類や銘柄を選定していたものではなく、むしろ証券会社等の担当者の勧誘等に応じて安易に高い利益を得られるものと考えて取引に及んでいるもの」と評価し、否定裁判例[36]は「…長期にわたる継続的な証券取引経験を有していたのであって、このような経験を通じて、株式の取引を中心とした証券取引について、その概要やリスクを理解するに足りる相当程度の知識や経験を得ていたものと推認される」と認定した。つまり、否定裁判例は何年の投資経験があったから、当該高齢者に投資取引のリスクに関する認識・理解があると評価しているが、肯定裁判例は投資経験の中身や実態を詳しく吟味してから当該高齢者が勧誘された投資取引のリスクを理解しているかどうかを判断している。

確かに、投資経験のあることは適合性原則違反を否定する要素として認定されやすい面がある。それゆえ、単に何年の投資経験があるからといって安易に投資リスクを理解できると判断してはならない。投資経験の中身を精査することが必要であろう。

以上のように、適合性原則違反の有無を判断するにあたって、肯定裁判例も否定裁判例も同じく高齢者の財産状況や投資目的・投資意向、

理解力・判断力、投資経験などを考慮しているものの、それぞれの考慮要素を認定する際に、否定裁判例に比べると、肯定裁判例は高齢者の年齢や収入、生活状況、投資の実態などの他の個別・具体的事情を意識的に組み込んで評価を行う傾向にある³³。

高齢者の属性に関する考慮要素が同じであっても、認定の仕方が異なっていれば結論も変わる可能性がある。「適合性」の有無は、勧誘された投資取引のリスクと顧客の属性との相関関係において総合的な判断が必要であるからこそ、適合性原則違反の判断は、顧客の属性に関する事実認定に大きく左右されうる。適合性原則違反があるかどうかの結論は、顧客の属性の各考慮要素について裁判所の認定の仕方によって決められると言っても過言ではないように思われる。それゆえ、高齢者の属性について同じ考慮要素を判断する場合にも、その背景にある、高年齢や収入、生活状況、健康状態、投資活動の実態などの個別・具体的事情を意識的に組み込んで評価することが目指されるべきであるように思われる。外形的要素が、何を判断するために抽出されているかをきちんと理解して判断に臨むことが重要である。

5. 適合性原則と公序良俗違反・錯誤の認定との関係³⁴

投資取引の紛争に関する裁判例では、適合性原則違反や説明義務違

³³ 宮下修一教授は近時の下級審裁判例が形式的判断から実質的判断への変化が見られると指摘する（同「適合性原則違反の判断基準とその精緻化」加賀山茂先生還暦記念論文集『市民法の新たな挑戦』（信山社、2013年）135頁以下参照）。

³⁴ 投資取引紛争に関する裁判例では、詐欺で争うものが少ないが、東京地判平成24年4月24日先物取引裁判例集65号338頁は、ファンドへの出資を勧誘した業者の行為について、まず出資するファンドが「出資者の利益を損なう不適正な金融商品であった」と認定したうえ、「被告Y3は、同ファンドが出資者の利益を損なう不適正な金融商品であるにもかかわらず、これを秘し、『税金対策にいい』などと言うだけで、その商品の特性を説明せず、原告に、同ファンドが原告の投資意向に沿った適正な金融商品であると誤信させ、出資金等を支出させたのであるから、このような被告Y3の行為は詐欺に該当する違法なものである」と判断した。

反を根拠に損害賠償を請求するものが多く、公序良俗違反や錯誤などの民法上の規定によって契約の無効を請求するものが少なく、しかもたとえ当事者が公序良俗違反や錯誤を請求原因の一つとして挙げても認められない場合が多い。顧客の属性と勧誘された投資取引のリスクを合わせて業者の勧誘が適切かどうかを判断するルールとして、適合性原則は契約内容の妥当性を問題とする公序良俗違反や契約の重要な部分に関する勘違いの有無を問題とする錯誤とは、考慮要素において共通のものを有するのが不思議なことではない。とはいえ、公序良俗や錯誤の規定があるから、適合性原則という規則は必要性がなくなるかという、そうではないように思われる。まずもって、投資取引の紛争において、公序良俗違反や錯誤がどのように認定されているかを見てみよう。

5-1 公序良俗違反を認めた裁判例

一審で適合性原則違反を認めたが、顧客が投資会社ではなく、その取締役たちの個人責任を追及するため、投資会社ではなく、取締役たちを被控訴人にした控訴審では、公序良俗違反として取引の無効が認められた裁判例がある。これは東京高判平成18年9月21日金商1254号35頁（【1】裁判例の控訴審）である。判旨は以下の通りである。

「本件外国為替証拠金取引は、外国為替市場の外国為替直物取引とされ、外国為替市場におけるインターバンクレートを基準としてA（取引相手の投資会社一筆者注）が独自に提示する為替レート…によって、Aと顧客との間で行われる相対取引であって、証拠金の10倍ないし20倍の外国為替直物取引が可能であり、…したがって、極めてハイリスク、ハイリターンの商品であること、外国為替市場におけるインターバンクレートの変動それ自体は当事者において予見し得ない事実であること、しかも、直物取引とされているが、実際には証拠金による信用取引であり、…実際は、反対売買による差金決済による財産的利益を目的としたものであると認められる。したがって、本件外国為替証拠金取引は、控訴人とAが相互に財産上の利益を賭け、偶然の勝敗によってその得失を決めるものであるから、賭博に当たり、公序良俗に違反するものというべきである」とした。

また、大阪地判平成24年3月27日先物取引裁判例集66号325頁では、

65歳の顧客との間に行われた金の海外先物取引とGOLD・SPOT取引（ドル建ての相対取引）が賭博行為であり、公序良俗違反として取引が無効とされた。高齢者の事例ではないが、仙台地判平成19年9月5日判タ1273号240頁は57歳の顧客との間に行われた外国為替証拠金取引が賭博行為と認定し、公序良俗違反として取引の無効を認めた。

これらの裁判例は、顧客と業者との投資取引が普通の投資取引の形態ではなく、相対取引であることに着目し、このような一方が利益を得れば他方が損失を被る取引行為が賭博に該当すると判断し、公序良俗違反を認めた。つまり、投資取引それ自体が公序良俗違反になるかどうかは、もっぱら取引の妥当性の有無で決まるため、顧客の具体的属性への配慮が求められていない。

5-2 錯誤の認定に関する裁判例

投資取引に関する裁判例中で、当事者が錯誤無効を主張するものもあるが、認められたものは極めて少ない。相続税対策として利用された融資一体型変額保険に関する裁判例で、錯誤無効を認めたものがある³⁵が、投資取引について、現時点で、錯誤無効を認めた裁判例は大阪高判平成22年10月12日金法1914号68頁のみである³⁶。

本稿で取り扱った裁判例の中で、錯誤の主張があったものの、認められなかったものが6件あり（裁判例[13][27][34][38][43][44]）、裁判例[44]は錯誤についての前提となる事実を欠いていることを理由に錯誤を否定し、他の裁判例は勧誘された金融商品が元本割れリスクを有することについて業者から説明を受け、要素の錯誤がなかったと判断した。つまり、業者が元本割れのリスクを説明して、顧客もそれに関

³⁵ 川地宏行「融資一体型変額保険における損害賠償責任と錯誤無効」専修ロージャーナル創刊号181頁以下（2006年）、都築満雄「複合契約と錯誤」南山法学34巻1号114頁以下（2010年）など参照。

³⁶ 顧客の年齢に関する認定が見当たらないため、高齢者に関する事案であるかどうかは不明である。

する認識を有すれば、錯誤にはならないとされた。

また、前掲大阪高判平成22年10月12日では、業者による説明が不十分であることや誤った情報が提供されたこと、購入するかどうかの検討時間を顧客に与えられなかったことなどを考慮して、勧誘された仕組債のリスクに錯誤があるとして、契約の無効が認められた。

否定した裁判例は要素の錯誤の「要素」を「元本割れのリスク」として認定しているが、肯定した裁判例はそれを「勧誘された金融商品のリスク」として認定している。確かに両者が要素の錯誤の「要素」が何を指すかについて異なる判断をしているが、しかし、否定裁判例も肯定裁判例も、共通して錯誤の有無を判断するときに、業者の説明態様を問題にしている。つまり、「元本割れのリスク」を要素とするか、「金融商品の具体的なリスク」を要素とするかの違いがあるものの、業者による説明があつて、顧客に誤認がなければ、錯誤主張は認められない。逆に、業者の説明が不十分であつて、顧客に誤認が生じていれば、錯誤が認められる余地がある。

これらの裁判例では、錯誤の判断に顧客の認識の有無と業者の説明態様の影響が考慮されるが、財産状態や投資目的などの顧客の属性に関するほかの要素は考慮されていない。つまり、錯誤の有無を判断するにあたって、顧客の属性をすべて考慮する必要がないとされている。

5-3 適合性原則と公序良俗・錯誤の認定との関係³⁷

以上見てきたように、投資取引に関する限り、公序良俗の場合には勧誘された投資取引自体の合理性を問題にし、そこには顧客の属性が考慮されない。錯誤の場合には、顧客の認識を問題にしているが、顧

³⁷ すでに適合性原則と錯誤の関係を論じた研究に、村本武志「顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件」新世代法政策学研究 13号 316頁以下（2011年）、川地宏行「金融商品取引における適合性原則と錯誤無効」長尾治助先生追悼論文集『消費者法と民法』（法律文化社、2013年）124頁以下などがある。

客の属性に関するほかの要素が考慮されない。すなわち、公序良俗違反は投資取引の性質に着目し、顧客の属性を考慮せずに判断される。錯誤は顧客の認識の有無に着目し、投資取引の性質を考慮せず判断される。これに対し、適合性原則違反の判断には、勧誘された投資取引の性質と顧客の属性の両方を考慮する必要がある。投資取引の性質については、賭博に該当しなくても、どのような顧客にとっても合理性を有しないものであれば、適合性原則違反になる。つまり、公序良俗違反の判断に比べて、投資取引の性質に関しては、適合性原則の考慮する内容が広い。また、顧客の属性についても、適合性原則は顧客の理解力・判断力のみならず、財産状況や投資目的、投資経験などの要素も考慮する。つまり、錯誤の判断に比べても、適合性原則の考慮する顧客の属性の内容が多い。当然、投資取引自体に合理性がなければ、公序良俗のみならず、適合性原則にも違反し、顧客が勧誘された投資取引のリスク性を理解していなければ、錯誤になるのみならず適合性原則違反にもなる³⁸。

もちろん、顧客の属性、業者の行為態様の悪性と投資取引内容の不合理性を総合的に判断して、公序良俗違反の拡張や錯誤の拡張を行う（いわゆる「あわせて一本」）³⁹方法がある。しかし、公序良俗違反の拡張に顧客の判断力や無経験などの要素を取り入れることができても、取引自体の不合理性が中心的な要素であることは変わりがなく、取引自体が不合理性を有しなければ、公序良俗違反は認められない。同じく、錯誤の拡張に業者の行為態様の悪性を取り入れることが可能であっても、顧客自身が投資取引のリスクを誤認したことが必要であり、誤認がなければ錯誤が認められない。つまり、「あわせ一本」の

³⁸ 角田・前掲注(6) 368頁は、適合性原則が賭博論や暴利行為論、錯誤論などの交錯を有し、ラフなものであると指摘する。

³⁹ 河上正二「契約の成否と同意の範囲についての序論的考察(4・完)」NBL472号 36頁以下(1991年)、同『民法総則講義』(日本評論社、2007年) 305~306頁など参照。

技を用いて公序良俗違反や錯誤の認定の難しさが多少緩和されるとしても、それぞれにとっての中心的要素が欠けると契約の効力を否定することが困難である。

しかし、投資取引の性質と顧客の属性を合わせて総合的に判断する適合性原則の場合、たとえ投資取引自体に不合理性がなくても、そのリスクが当該顧客のリスク負担能力を超えるものであれば、適合性原則違反として損害賠償責任が生じる。また、たとえ顧客が投資取引のリスクを認識できたとしても、財産状況や投資目的などからみて、投資取引が当該顧客に不適合であれば、同じく適合性原則違反として損害賠償責任が生じる。つまり、公序良俗違反や錯誤に比べると、適合性原則は考慮する要素が多いために、カバーする範囲が広く、当事者間の紛争をより柔軟に解決することができるという利点がある。当然、適合性原則に違反する投資勧誘が、場合によっては公序良俗違反になることがあり、錯誤に当たる場合もある。しかし、適合性原則は公序良俗や錯誤の守備範囲をある程度カバーできるが、公序良俗違反や錯誤は適合性原則の守備範囲の全てをカバーすることができず、民法に公序良俗や錯誤の規定があるから適合性原則は必要がないということにはならないように思われる。

6. 高齢者の投資取引における適合性原則の意義と役割

6-1 高齢者の投資取引における適合性原則の意義

一般的に、消費者と事業者間の取引では「情報の質及び量並びに交渉力の格差」が構造的に存在するとされている（消費者基本法1条、消費者契約法1条など）。投資取引の場合に、取引に投資リスクが常に含まれることや専門知識性が高いなどの性質があるため、一般投資者と業者の間の情報および交渉力の格差がいつそう大きくなると推測される。それゆえ、投資者の保護には、投資取引の性質を考慮した特別

の保護理論が必要とされる⁴⁰。適合性原則はまさに投資者保護のために考案された理論なのである。

他方、高齢者が加齢によって身体的機能が低下するとともに、理解力や判断力なども減退することが避けられない事実であり⁴¹、取引世界において高齢者を保護するための方策が求められている⁴²。しかしながら、年齢に関するメルクマールは、絶対的ではなく、高齢者の個体差の大きさを考えた場合、一定の「傾向」は認められても、認知能力や判断能力、経験知などは大きく異なってくる可能性があり、「高年齢」のことを理由に特別なルールを作って一律に高齢者を保護することは難しく⁴³、しかも一律に取引市場から高齢者を排除することは差別の問題を生じる可能性も否定できない⁴⁴。いわゆる高齢者取消権制度⁴⁵や高齢者解除権⁴⁶は高齢者を保護する一面を有するが、逆に高齢者自身の利益を害するおそれもあるのである⁴⁷。つまり、「高年齢」という指標をベースに業者に画一的行為規制を課すことは一定程度まで高齢者を保護することができるが、高齢者それぞれの事情を具体的に考慮することが難しく、高齢者の保護には不十分であり、それぞれの高齢者の具体的事情を考慮して取引を行うという個別配慮型行

⁴⁰ 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）18～19頁。

⁴¹ 直井道子ほか編『高齢者福祉の世界』「補訂版」（有斐閣、2014年）14頁以下。

⁴² 河上正二「高齢消費者の保護—東日本大震災を機縁に」水野紀子編『社会法制・家族法制における国家の介入』（有斐閣、2013年）73頁以下、同・「高齢化に伴う消費者問題」ジュリ1034号42頁以下（1993年）など参照。

⁴³ 河上正二『民法学の入門』「第2版増補版」（日本評論社、2014年）220頁以下。

⁴⁴ 竹中勲「年齢による区別の合憲性」法教180号53頁（1995年）。

⁴⁵ 松井美知子「高齢者取引に関する取消権制度の考察」千葉大学社会文化科学研究4巻93頁以下（2000年）、三木俊博「高齢消費者の被害とその救済」自由と正義45巻10号78頁以下（1994年）など参照。

⁴⁶ 葉袋真司「高齢者取引カードと高齢者解除権（試案）—高齢者への取引支援の新たな形を模索して—」現代消費者法22号66頁以下（2014年）。

⁴⁷ 山下純司「高齢消費者の保護のあり方」法時83巻8号51頁（2011年）。

為規制が高齢者保護には望ましいといえよう⁴⁸。

一人一人の顧客の属性を具体的に考慮して投資取引を行うことを要求する適合性原則は、まさにこのような個別配慮型行為規制と考えられる。適合性原則によると、業者は個々の高齢者の具体的事情を個別に考慮して、当該高齢者に相応しい投資取引を提供しなければならない。すなわち、適合性原則は、単に「高年齢」という要素のみならず、高齢者のそれぞれの事情も具体的に考慮することによって、高齢者に必要な保護を与えることができる⁴⁹。

6-2 高齢者の投資取引における適合性原則の役割

適合性原則が個別配慮型行為規制としての機能を発揮するには、まずもって個々の高齢者の具体的な属性を的確に把握しなければならない。そのために、高齢者の属性に関する各考慮要素については、表面上に出された情報だけでなく、その背景にある個別・具体的事情も取り込んで認定する必要がある。そうでなければ、高齢者の実情を掴めず、適合性の有無について正確に判断できない。

本稿で検討した裁判例からみると、肯定裁判例も否定裁判例も同じ考慮要素を取り上げて判断しているが、適合性原則違反の有無について異なる結論を出した要因は、各考慮要素に関する認定の仕方や適合性原則の適用範囲に関する認識の違いにあるように思われる。すなわち、同じ考慮要素を判断する場合にも、その背景にある、高年齢や収入、生活状況、投資の実態などの個別・具体的事情を意識的に組み込んで理由付けをしている裁判例では、適合性原則違反を認める肯定判決が出やすい傾向にある。また、投資手法についても、適合性原則の

⁴⁸ 山下・前掲注(47) 54頁参照。

⁴⁹ 江澤雅彦「保険販売規制と高齢者保護—適合性原則をめぐる」早稲田商学 431号 731頁以下(2012年)は、保険においても適合性原則が高齢者保護にとって重要であると指摘する。

適用対象であるという理解を持つ裁判例では、集中投資について適合性原則違反が認められやすい傾向にある。

つまり、適合性原則違反の有無を判断するにあたって、各考慮要素に関する認定の仕方や適合性原則の適用対象への理解が極めて重要である。以下では、それぞれについて具体的にみてみよう。

なお、「合理的根拠適合性」が適合性原則の内容として認定する裁判例はまだ現れていないが、今後の適合性原則の運用にとって重要な意義を有するものであり、ここで合わせて検討してみよう。

(1) 高齢者の属性に関する認定の仕方

既述したように、適合性の有無を判断するには、高齢者の属性を正確に把握する必要がある。そこで、各考慮要素に関する認定の仕方が重要となる。単に資産をいくら持っているとか、何年の投資経験を有するとか、投資目的が安全志向か収益志向かとか、理解力が低下しているかどうかという表面上の情報だけを取り上げて認定するだけでは、高齢者の属性を的確に把握することができない。高齢者の有する個別・具体的事情を組み込んで、各考慮要素の内容を具体的に認定する必要がある。

(a) 高齢者の財産状況に関する認定

「適合性」の有無を判断するときに、顧客の財産状況を考慮しなければならないのは、当該顧客の財産状況からどのぐらいの投資リスクを負担できるかという顧客のリスク負担能力を判断するためである。投資取引には常に一定の投資リスクが含まれているため、顧客の有する財産をすべて投資に投入させると、全財産を失う危険性があり、日常生活を崩壊させる可能性がある。そのため、基本的に投資に充てる資金が「余裕資産」でなければならない⁵⁰。ここで顧客の財産状況か

⁵⁰ 尾崎安央「裁判例からみた商品先物取引委託者の適格性」判タ 774号 54頁(1992年)、川地宏行「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償(2)」専修法学論集 97号 39頁(2006年)、村本・前掲注(6) 16頁など参照。

ら当該顧客のリスク負担能力を判断するに際しては、顧客の全財産でなく余裕資産を基準に判断すべきなのである。

高齢者はある程度の財産を有する場合が多いからこそ、その財産が余裕資産であるかどうかについて、慎重に判断しなければならない。高齢者の保有資産が余裕資産であるか否かは、資産の額面だけでなく、その財産の形成内容、当該高齢者の現在の収入状況（年金収入のみか、ほかの収入源があるかどうか）、現在の生活状況（一人暮らしか、家族と一緒にどうか）、健康状態、将来生活の維持が現有資産にどのぐらい頼るかなどの具体的な事情をも組み込んで評価する必要がある。資産の量だけを見て、その内実を把握していなければ、高齢者の資力を正確に認定することができないからである。

(b) 高齢者の投資目的・投資意図に関する認定

投資目的・投資意図は、当該顧客の投資リスクに関する負担意欲を表すものであるために、投資が投資者のために行われるものであるという投資者本位で考える場合、顧客の投資目的・投資意図が財産状況と同じく適合性原則にとって重要な考慮要素となる。たとえ高齢者は豊富な資産を有していても、勧誘された投資取引が当該高齢者の投資目的・投資意図に反するものであれば、適合性原則違反になる。しかし、客観的な財産状況に比べると、投資目的・投資意図が主観的なものであり、どのような投資目的を有するかの判断は容易ではない。しかも、高齢者自身も自らの投資目的を正確に表せないこともあり、その判断が一層難しくなることは確かである⁵¹。

高齢者の場合には、老後の生活資金を確保する目的をもって投資取引を行うものが多い。それゆえに、ハイリターンを獲得するためにハイリスクを負う覚悟を有することが高齢者自身によって明示されていない限り、単に利益の追求や収益の獲得などの言葉だけによ

⁵¹ 亀井洋一「リスク商品販売に関する裁判例からみる高齢者の意思確認」金法1956号14頁以下（2012年）。

って、安易に高齢者の投資目的・投資意図を認定してはならない。ここでは、高齢者の年齢や財産状況、投資の態様、生活状況などの事情をも組み込んで認定することが必要であろう。

(c) 高齢者の理解力・判断力に関する認定

平成17年12月22日に公表された金融審議会金融分科会第1部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」において、「顧客の理解力」を適合性原則の考慮要素に追加すべきとの意見が出されたが、「業者が顧客の理解力を正確に把握することは困難であり、実務上支障が生じるおそれがあるとの意見があった」（同報告14頁）ため、結局、1年後に旧証券取引法を改正する形で制定された金融商品取引法には、適合性原則が定められているが、顧客の理解力は適合性原則の考慮要素にはならなかった⁵²。しかし、金融商品の内容や投資リスクに対して顧客が理解力・判断力を有するかどうかは、当該投資取引を行うかどうかの判断に関わる要素であり、重要な意味を有する。それゆえに、制定法上定められていないものの、下級審裁判例では、かねてから高齢者の理解力や判断力を適合性原則の考慮要素の一つとして取り扱っている。言うまでもなく、ここでいう理解力・判断力とは、日常生活の中での物事に関する一般的理解力・判断力ではなく、金融商品の内容や投資リスクに関する具体的な理解力・判断力を指している。高齢者は事理弁識能力を有していても、必ずしも金融商品の内容や投資リスクを理解できるとは限らない。また、金融商品の内容や投資リスクに関する理解力・判断力の有無を判断するとき、元本割れのリスクを理解できるかどうかではなく、勧誘された投資取引の具体的なリスクを理解できるかどうかを対象にすべきである。つまり、適合性原則にとっては、勧誘された投資取引そのもののリスクに関する具体的な理

⁵² ドイツの証券取引法には、顧客の投資リスクに関する理解力が適合性原則の考慮要素として要求されている（川地宏行「ドイツにおける適合性原則の判例・学説の状況」現代消費者法 28号 49頁（2015年））。

解力・判断力の有無が重要であり、元本割れのリスクに関する理解力だけでは充分ではない。

高齢者が加齢に伴い、理解力・判断力が低下することは確かである。しかし個人差があるため、「高年齢」の指標だけで高齢者の理解力・判断力を否定してはならない。同時に、高齢者の一般的理解力・判断力が低下していないことを理由に、投資リスクに関する理解力・判断力があると判断することも不適切である。高齢者の健康状態や生活状況、投資経験、ほかの投資状況などの事情をも考慮しながら、当該高齢者の理解力や判断力の状況を慎重に認定する必要がある。

(d) 高齢者の投資経験に関する認定

投資経験は投資リスクの理解に影響するものとして、適合性原則の考慮要素の一つになっている。確かに、投資経験があった場合は、ないより投資リスクに対する認識や理解が高い可能性がある。しかし、なんらかの投資経験があるからといって、その経験の実態を確認しなければ、そのような投資経験から勧誘された投資取引のリスクに関する理解が本当に得られたかどうかは判断できないことに留意する必要がある。つまり、単なる何年の投資経験を有するという事だけをみるのではなく、その投資が高齢者によって主体的に行われたものかどうか、それとも単に業者の勧誘のままに行われたものかどうか等を具体的に見る必要があり、また、過去に行われた投資取引が現在勧誘された投資取引とは同じリスク性を有するものであるのかも見るべきであろう。

投資経験はあくまで顧客の投資リスクに対する認識や理解を測るための一要素にすぎず、財産状況や投資目的と異なり、適合性原則違反の判断にとって決定的な判断要素ではない⁵³。たとえ投資経験があっても、顧客の財産状況からみて明らかに当該顧客のリスク負担能力

⁵³ 投資経験を特に重視する見解もある（堀部亮一「証券取引における適合性原則について」判タ 1232 号 43 頁（2007 年）。

を超えた投資取引が勧誘され場合や、顧客の投資目的に反する投資取引が勧誘された場合は適合性原則違反になる可能性が大きい。

以上のように、高齢者の投資取引における適合性原則違反の有無を判断するにあたって、高齢者の属性を正確に把握することが極めて重要である。そのためには、高齢者の属性に関する各考慮要素を認定するとき、表面上の情報だけでなく、当該高齢者の年齢や収入、生活状況、健康状態、投資の態様などの個別・具体的事情を組み込んで評価することが必要であるように思われる。

(2) 投資方法への適合性原則の適用

従来、適合性原則違反の有無を判断するとき、基本的に顧客の属性との相関関係において考慮されるのが金融商品のリスク性であり、業者に勧められた投資方法のリスク性が判断の対象にされない場合が多かった。

しかし、投資取引のリスクは金融商品自身のリスクのみならず、投資方法によりもたらされたリスクも含まれている。米国では、自主規制機関である金融取引業規制機構により2012年に改正された適合性原則には、当該原則の適用範囲が取引行為の勧誘のみならず投資戦略（投資方法）の勧誘にも及ぶと明白に定められている⁵⁴。

日本では、適合性原則に関する制定法や自主規制規則においては、投資方法に適合性原則が適用するという規定がまだ存在していないが、本稿で検討した肯定裁判例の中に、集中投資という投資方法に着目して適合性原則違反を認めた裁判例が6件もあったことは、裁判実務上においては、適合性原則が投資方法に適用することが認識されているといえよう。

⁵⁴ 王冷然「米国における適合性原則の現状—適合性原則の内容の深化について—」現代消費者法 28号 28頁（2015年）。

集中投資とは、投資資金（全部または大部分）を同一の金融商品に投資するという投資方法である。元本保障でない金融商品であれば、投資リスクが多かれ少なかれ含まれている。このような投資リスクを最小化するためには投資資金を性質の異なる金融商品に分散的に投資することが望ましい⁵⁵。たとえ金融商品自身がハイリスクを有するものでなくても、投資資金を同一の金融商品に集中的に投資すると、リスクが分散されず、結果として顧客に高いリスクを負わせることになり、このような投資方法が基本的に誰にとっても適合性を有しないものとされる。従って、集中投資を顧客に行わせることは、顧客の財産状況などに関係なく、適合性原則違反になる⁵⁶。

高齢者の場合には、一般的に一定の資産を有する場合が多いため、高齢者の保有する資産に比べて、勧誘された投資取引が当該高齢者のリスク負担範囲内にあるように見える場合、適合性原則違反が否定されやすい。特に、顧客が豊富な資産を有する場合に、多額の投資資金を同一の金融商品に投資させられても、適合性原則違反が否定される。たとえば、19億円の総資産を有する高齢者に4億5000万円を同じ仕組債に投資させた事例で、裁判例[33]は「…その総資産が本件仕組債の購入金額の約4倍を下らないこと」を一つの考慮要素とし、適合性原則違反を否定した。確かに投資金額と資産金額と比べると、高額ではないという評価ができるかもしれないが、投資方法に着目すると、4億5000万円を全部同じ仕組債に投資させるという集中投資は、たとえ当該高齢者が19億円の資産を有していても、高いリスクを高齢者に負わせたものとして、当該高齢者にとって適合性を有する投資とはいえない。

投資取引において分散投資が常識とも言われる時代において、集中投資によって投資リスクが高まることが認識されるべきであろう。投

⁵⁵ 分散投資の必要性については、王・前掲注（4）154～161頁参照。

⁵⁶ 川地・前掲注（5）316頁も同様に指摘する。

資リスクを一つに集中させる投資方法が顧客の利益を害するものとして、どのような顧客にとっても適合性を有せず、適合性原則違反になるのは当然であろう。

(3) 「合理的根拠適合性」の活用

近年、金融工学を駆使して仕組債などのような複雑な金融商品が次々作られ、一般顧客にも販売されているが⁵⁷、商品自体の仕組みやリスクの計算方法が複雑すぎて、専門知識を有しない人が理解しがたいだけではなく、場合によって業者の従業員も理解できていないこともある⁵⁸。

米国では、適合性原則に「合理的根拠適合性」義務を取り入れて、このような状況を対応しようとしている⁵⁹。つまり、現在米国での適合性原則の内容は、顧客の属性に照らして投資勧誘が当該顧客にとって適合性を有することを要求する「特定顧客適合性」のみならず、勧誘した商品や投資方法が一定の顧客にとって適合性を有することを要求する「合理的根拠適合性」も含まれている。ここでいう「一定の顧客にとって適合性を有すること」は「商品の市場合理性」を要求するものであり、しかも商品の市場合理性を保つためには、業者が自ら勧誘する商品の性質を理解する必要があるとされている。勧誘した金融商品に市場合理性がない場合や、業者が自らの金融商品のリスクとリターンといった性質を理解しないまま勧誘した場合は、顧客の具体的属性を考慮するまでもなく、「合理的根拠適合性」がないものとし

⁵⁷ 複雑なデリバティブ商品の有用性に疑問を示したものは、志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事1971号4頁以下（2012年）がある。

⁵⁸ 仕組商品に関する訴訟については、桜井健夫「仕組商品被害救済の実務」現代消費者法18号79頁以下（2013年）、同・「市場から見た仕組商品訴訟」東経大現代法学26号135頁以下参照。

⁵⁹ 王冷然『『合理的根拠適合性』とは何か？』市川兼三先生古稀祝賀論文集『企業と法の現代的課題』（成文堂、2014年）21頁以下参照。

て、適合性原則違反になるとされる⁶⁰。

日本では、裁判例を含め、従来、適合性原則は顧客の属性に照らして投資取引が当該顧客にとって適合性を有するかどうかを判断するルールとして捉えられている。「合理的根拠適合性」については、2011年に日本証券業協会によって自主規制規則として導入された⁶¹。「合理的根拠適合性」の意味について、証券業協会は「……合理的根拠適合性は、勧誘しようとする有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものであることを求める考え方です。……一定の顧客にとって投資対象としての合理性がある有価証券等であることを確認することは、言い換えれば販売を行う者（協会員）が当該有価証券等について十分に理解していなければならないと言うこととなります」⁶²と説明している。つまり、日本での「合理的根拠適合性」も米国と同様、「商品の合理性」と「商品の性質に関する業者の理解」を要求している。

これまで、商品の市場合理性の問題は、公序良俗違反として処理されたり、業者の商品に関する理解の問題は説明義務違反として処理されたりしているが、「合理的根拠適合性」が適合性原則の一内容として理解されれば、これらの問題は適合性原則違反として処理すること

⁶⁰ 王・前掲注（59）30～33頁参照。

⁶¹ 日本証券業協会は2011年1月に、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を一部改正し、第3条第3項を新設し、合理的根拠適合性を定めた。その内容は以下の通りである。すなわち、

「協会員は、当該当該協会員にとって新たな有価証券等（有価証券、有価証券関連デリバティブ取引等及び特定店頭デリバティブ取引等をいう。以下同じ。）の販売（新規の有価証券関連デリバティブ取引等及び特定店頭デリバティブ取引等を含む。以下同じ。）を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない。」

⁶² 日本証券業協会「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」（平成23年2月1日）2頁

（http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/101_kanri/files/101_a032-10.pdf）。

ができる⁶³。しかも、「合理的根拠適合性」を利用する場合、商品に市場合理性がなければ足り、賭博や暴利行為に該当する必要がなく、公序良俗違反よりハードルが低い。また、業者が自ら勧誘した商品の性質を理解しないまま勧誘した場合、説明の態様を問題しなくても「合理的根拠適合性」に反することになり、説明義務違反より認定しやすい。

また、「合理的根拠適合性」を規定する趣旨について、日本証券業協会は「協会員が当該協会員にとって新たな有価証券等を顧客に販売する場合にあっては、当該有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものであることを事前に検証し、合理的な根拠に基づき当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならないことを規定」⁶⁴すると説明している。

当該説明によると、業者がある金融商品を販売するとき、事前に当該金融商品に適合する顧客層を想定する必要がある、できなければ販売してはならないとされる。高齢者の場合には、業者は勧誘した金融商品に高齢者が適合する顧客層であることを合理的な根拠をもって示すことができなければ、勧誘が「合理的根拠適合性」を有せず、適合性原則違反になるとされる。つまり、「合理的根拠適合性」を利用する場合、適合性の有無に関する立証責任が業者に転換されることになり、業者が自らの勧誘の合理性について合理的根拠を提示できなければ、適合性原則違反として責任を負うことになる。

⁶³ 福岡高判平成23年4月27日判タ1364号158頁は「本件金利スワップ契約は、被控訴人銀行に一方的に有利で、控訴人会社に事実上一方的に不利益をもたらすものであって、到底、その契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するものとはいえない」と認定した上で、説明義務違反が重大であるため、信義則に違反することを理由に契約の無効を認めた。上告審の最判平成25年3月7日判タ1389号95頁は、説明義務違反を否定した。この事案では、「合理的根拠適合性」の視点からみると、取引自体が合理性を有しないのであれば、直ちに適合性原則違反になり、説明義務違反の有無を問題にする必要がない。

⁶⁴ 前提注(62)1頁。

このように、「合理的根拠適合性」は適合性原則の一内容として重要な役割を果たしうるものと思われる⁶⁵。今後の適合性原則の運用においては、「合理的根拠適合性」の活用が期待される。

7. むすびに代えて

現段階では、適合性原則は業法上のルールに止まっているが、判例法理によって既に民事責任の法的根拠として確定されている。一人一人の顧客である「個人」に焦点を合わせて、その保護を図ろうとする適合性原則は、投資者保護にとって重要な意義を有することが理論上も裁判実務上も認められている⁶⁶。しかも、適合性原則違反の有無を判断するにあたって、「顧客の属性」と投資取引のリスク性を相関関係において総合的に考慮して判断するという手法は、裁判実務上に定着している。

しかし、「顧客の属性」を判断するとき、顧客の財産状況や投資目的などの考慮要素に関する認定の仕方によっては、適合性原則違反の有無に関する結論が左右されうる点に改めて注意を喚起したい。

特に、高齢者の場合には、一定の資産を有することが多く、表面上の資産額だけを取り上げて判断すると、高齢者の実情を正確的に把握できず、適合性原則違反を否定する方向に働きやすい。ほかの投資目的や投資経験などの考慮要素についても同じことがいえる。今後は、高齢者の属性を的確に把握するためには、財産状況や投資目的などの各考慮要素を認定する際に、その背景にある収入や生活状況などの個別・具体的事情を意識的に組み込む判断枠組みが目指されるべきである。さらに、ここでは「高年齢」を単独の要素とし

⁶⁵ 「合理的根拠適合性」の意義を指摘するものとして、村本武志「金融商品のリスク回避と適合性原則」東経大現代法学 26号 239頁以下（2014年）がある。

⁶⁶ 宮下修一「わが国の金融サービス取引・消費者取引での適合性原則に関する学説・裁判例の状況」現代消費者法 28号 15頁以下（2015年）。

て考慮するのではなく、高齢者の財産状況や投資目的、理解力などの要素に与える影響をも考慮することも必要であるように思われる。

また、適合性原則の適用範囲が取引行為・商品そのものだけでなく、投資方法にも及ぶことに留意すべきである。さらに、適合性原則の内容は、顧客の属性に着目する「特定顧客適合性」だけではなく、商品の市場合理性に着目する「合理的根拠適合性」も含まれていることも強く認識されるべきである。

本稿では、近時の裁判例を中心に、高齢者の投資取引における適合性原則の運用状況を分析するとどまり、適合性原則が民法上の法律行為に関する諸規定との関係⁶⁷については、理論的に検討する余裕がなかった。裁判例をもって公序良俗違反や錯誤との関係にも触れたが、意思能力との関係⁶⁸は論じることができなかった。特に高齢者の保護にとって、適合性原則と意思能力がそれぞれどのような役割を果たしうるかが重要な問題となる。適合性原則を民法ルールとしてどのように位置づけるかを考える際は、民法上の法律行為に関する諸規定との関係を明らかにする必要があるが⁶⁹、これらの問題の解明は他日を期したい。

*本稿は、公益財産法人民事紛争処理研究基金研究助成（平成26年度）による研究成果の一部である。（平成27年12月、脱稿）

⁶⁷ 適合性原則と民法上の諸規定との関係を意識して論じたものは、村本武志「適合性原則と民法・消費者法」現代消費者法 28号 55頁以下（2015年）ある。

⁶⁸ 早くに適合性原則と意思能力との関係に着目したのは、熊谷士郎『意思無能力法理の再検討』（有信堂、2003年）358～361頁である。ただ、熊谷教授は適合性原則を「合理的な投資判断をすることが期待できない者を投資取引から排除する」法理として捉えた上で、意思無能力との関係を論じた。適合性原則の内容を排除機能に限らないとすると、意思能力との関係をあらためて検討する必要があるろう。

⁶⁹ 消費者契約法上の困惑型の拡大として適合性原則違反を捉える見解（松本恒雄「消費者法の展開と高齢者の権利擁護の視点」実践成年後見 49号 24頁（2014年）や、人格権ないし人格的利益の観点から適合性原則違反を捉える見解も存在する（後藤巻則『消費者契約と民法改正』（弘文堂、2013年）63～64頁）。