

## 米国のフィナンシャル・ジェロントロジーと日本への示唆 — 高齢投資家への包括的アプローチの模索 —

野村 亜紀子、荒井 友里恵

### ■ 要 約 ■

1. フィナンシャル・ジェロントロジーとは、「老齡期及び老齡化プロセスの研究」であるジェロントロジー（老年学）と、金融とが交差する学問領域で、生物学、医学、心理学など金融以外の幅広いテーマが含まれる。近年、金融機関の間に、ジェロントロジーを冠する大学との提携など、投資家の高齢期を包括的に捉え、支えようとする動きが広がっている。
2. 投資家の高齢化において看過できないのが、認知機能低下の影響である。金融規制当局及び金融サービス業界は、高齢投資家を標的とする不正対応に向けた態勢整備や情報共有等を進めている。実際、長年にわたり顧客の資産管理をサポートしてきたフィナンシャル・アドバイザーは、遠方に住む家族より先に顧客の異変に気付く存在であり、その対応如何により不正の未然防止も期待できる。
3. 高齢投資家の根本的なニーズを満たすためには、不正防止のような狭義のプロテクションに加えて、終身にわたる総合的な資産管理サービスを提供する必要がある。フィナンシャル・アドバイザーは全体を取りまとめるハブとなり得るが、その際、アドバイザーが老齡化プロセスを包括的に理解していることが求められる。また、認知機能低下に先立ち、家族の連絡先や委任状を確保しておくなど、ファミリー・エンゲージメントの強化が重要となる。
4. 日本でも高齢投資家の保護は課題であり、日本証券業協会が高齢顧客の勧誘についてガイドラインを制定するなど、対応が始まっている。また、少子高齢化により公的年金の給付抑制が実施される中、日本でも終身にわたる総合的な資産管理サービスへのニーズは高まると予想される。米国の動向を参照しつつ、日本なりの変革の努力を続けていく必要がある。

### I 今なぜフィナンシャル・ジェロントロジーか

人口高齢化は、社会・経済全般に対し多大な影響を及ぼすが、金融サービスもその一つである。フィナンシャル・ジェロントロジーは、ジェロントロジー（老年学、II章で詳述

する)とファイナンス(金融)とが交差する学問領域であり、金融サービス利用者の高齢化が、個人と金融サービス業に及ぼす影響を学際的に分析する。

フィナンシャル・ジェロントロジーは、学問領域としては米国で1980年代末に確立されたものの、金融サービス業界においては最近になってバンクオブアメリカ・メリルリンチなど一部の金融機関で用いられ始めたところで、まだ広く普及しているとは言い難い。しかしながら、金融機関と、ジェロントロジーを冠する大学・研究機関との提携は着実に広がっており、例えば、金融サービス業界団体であるSIFMAが2015年の「高齢投資家フォーラム」において神経学の専門家を講師として招くといったことも行われている<sup>1</sup>。ジェロントロジーと金融の交差は実際に起きており、他に先んじてフィナンシャル・ジェロントロジーを掲げる金融機関は、新たな切り口を投入することに注力しようとしているとも捉えられる。

本稿では、米国のフィナンシャル・ジェロントロジーをめぐる動向を紹介し、日本への示唆を探る。その際、金融サービスの中でも個人の資産管理の分野にフォーカスする。高齢投資家の増大により、米国では、彼らが金融詐欺・不正の標的とならないような防護体制の構築が喫緊の課題となる中、官民共同で不正対策に注力し始めている。結論を先取りするなら、高齢投資家保護の内容については日米の共通点も多い。また、より多くの高齢者が充足した老後を送れるよう、終身にわたる資産管理のサポートが課題となっている。これは米国で長らく試行錯誤が続いており、日本ではこれから浮上するテーマと言える。ただし、日本でも少額投資非課税制度(NISA)や確定拠出年金(以下、DCとする)などを通じて個人の資産形成が浸透していくにつれ、対応すべき課題や米国から参照できる論点も浮上してくると思われる。

## II フィナンシャル・ジェロントロジーとは

### 1. ジェロントロジーと金融

ジェロントロジーとは「老齢期及び老齢化プロセスの研究」であり、生物学、医学、保健、介護、教育、心理学、社会学、リタイアメント、テクノロジーなど多岐にわたる学際的な学問分野である。近年、ジェロントロジーが重視される背景には、長寿化と共に、老齢期が多くの人々にとって相当程度の期間にわたる人生の一時期となったことと、少子化と相まって高齢者が人口に占める割合が上昇し社会全体への影響力が増大したことの2点が挙げられる。

フィナンシャル・ジェロントロジーとは、上記のようなジェロントロジーの複数分野にわたる研究に立脚しつつ、終身にわたる「資産寿命」(wealth span)の問題と、老齢化す

<sup>1</sup> SIFMA Senior Investors Forum, Oct. 13, 2015において、アイオワ大学医学部のナタリー・デンバーグ博士から、老齢化する脳と投資における意思決定に関する基調講演が行われた。同フォーラムは2014年に続く2回目の開催で、高齢投資家をめぐる諸課題が業界関係者や金融規制当局など幅広く招いて議論された。

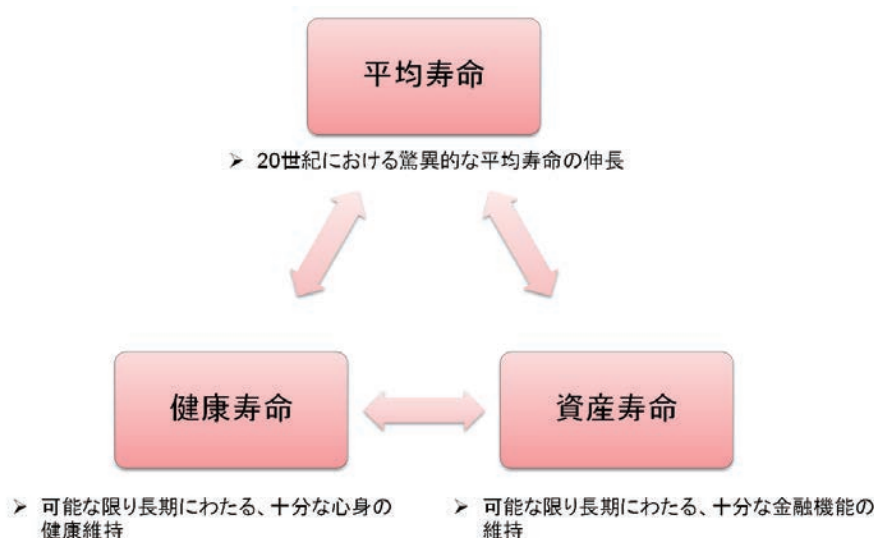
る個人及び家族の願望について理解を深めようとする学術分野である<sup>2</sup>。2000年に世界保健機関（WHO）が、「健康上の問題で日常生活が制限されることなく生活できる期間」と定義される「健康寿命」の重要性を提唱して以来、平均寿命だけでなく健康寿命をいかに伸ばし、両者の差異を縮めるかという問題への関心が高まっているが<sup>3</sup>、フィナンシャル・ジェロントロジーにより、これら2種類の寿命に、「資産寿命」の概念が追加される（図表1）。資産寿命は、「資金面の制約なく生活できる期間」であり、これと平均寿命との差異を可能な限り縮めることが重要となる。

健康寿命と平均寿命及び資産寿命は相互に関連している。すなわち、金融面の幸福（financial well-being）や金融面の安全（financial security）は「生活の質」（QOL）に影響を及ぼすと考えられる。金融面の幸福とは何か、金融面の安全の前提となる最低限の生活水準をどう規定するのかなど、この関連性を解明するのは容易ではないが、フィナンシャル・ジェロントロジーでは、個人、家族、金融サービス業者等の抱える複雑な課題を捕捉し、系統立てた分析を試みる。

## 2. 米国で注目すべき3つのトレンド

米国の金融サービス業界において、今後、フィナンシャル・ジェロントロジーのような、人口高齢化と金融とを包括的に捉えるフレームワークの必要性は、着実に増していくと考

図表1 平均寿命・健康寿命・資産寿命



（出所）Cutler, et al., *Aging, Money, and Life Satisfaction: Aspects of Financial Gerontology*, January 1992 他より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> American Institute of Financial Gerontology (AIFG) より。AIFGは、高齢者へアドバイスを提供する専門家に対してフィナンシャル・ジェロントロジー教育を提供する。University of North Carolina at Greensboro がパートナー。登録フィナンシャル・ジェロントロジスト（Registered Financial Gerontologist）の資格を運営。

<sup>3</sup> 日本の場合、2010年の段階で、健康寿命と平均寿命の差異は、男性で9.13年、女性で12.68年だった。（「厚生労働白書」2014年度版より）

えられる。その背景として3つのトレンドを指摘できる。

第一に、ベビーブーマー世代（1946～1964 年生まれ）が続々と引退していくことである。この世代は約 7,500 万人に上り、時代のトレンドを牽引してきた実績を持つ。その第一世代はすでに 69 歳で、日本のような定年制度のない米国とはいえ、引退年齢に突入している。2030 年にはベビーブーマー全員が 65 歳以上となり、65 歳以上が米国の全人口に占める割合は 20%に達すると予想されている。

第二に、証券投資が一般国民の間に浸透していることだ。米国では 2014 年時点で 5,320 万世帯、すなわち全世帯の 43%が投資信託を保有していた<sup>4</sup>。1980 年には 6%だったものが、1980～90 年代に着実に上昇した。人口が高齢化すれば、投資家も高齢化する。そして米国では、「投資家の高齢化」は一部の富裕層の問題ではなく、多数の一般市民を巻き込む課題となっている。

第三に、1980 年代後半以降、民間企業における確定給付型年金（DB）から確定拠出型年金（DC）へのシフトが進み、自助努力の資産形成が定着していったことである。これらの人々は引退後、自ら終身にわたるインカムを構築していかなければならない。

上記のトレンドが重なり合い、米国では、終身にわたり資産管理を継続する高齢者が大量発生すると予想される。これは米国でも初めての事態であり、支援するための金融商品・サービスのニーズが高まるのは必然的であると同時に、高齢投資家保護という政策課題の重みも増す。

### 3. 認知機能低下の影響

人口高齢化と金融サービスを考える際に看過できないのは、一般に、高齢期には認知機能が低下するという現実である。

米国では、認知症比率が、71～79 歳で 5%、80～89 歳で 24%、90 歳以上で 37%となり、認知症未満の機能低下と併せると、71～79 歳の 21%、80～89 歳の 53%、90 歳以上の 76%が一定の認知機能低下を見せるという推計もある<sup>5</sup>。認知機能低下が、金融関連の判断に及ぼす影響について、Agarwal et al.では、クレジットカード関連の金融取引などに関する年齢別の分析を行い、判断力の高さは 30～40 歳代をピークとする山を描くという結果を提示している。また、Gamble et al.によると、金融リテラシー、金融関連の判断力に対する自信、金融管理の責任の 3 点について認知機能低下が及ぼす影響を分析したところ、認知機能低下は金融リテラシー低下を引き起こしており、55%が同じ人物による金融管理を継続しつつも、他者の支援を得るケースが増加していた<sup>6</sup>。

<sup>4</sup> Investment Company Institute, 2015 *Investment Company Fact Book* より。

<sup>5</sup> Agarwal et al., “What is the Age of Reason?” Issue in Brief, Center for Retirement Research at Boston College, No. 10-12, July 2010. 認知機能低下の統計に関する原典は Plassman et al., “Prevalence of Dementia in the United States,” *Neuroepidemiology*, No. 29, 2007 及び Plassman et al., “Prevalence of Cognitive Impairment without Dementia in the United States,” *Annals of Internal Medicine*, 148(6), 2008.

<sup>6</sup> Gamble et al., “How Does Aging Affect Financial Decision Making?” Issue in Brief, Center for Retirement Research at Boston College, No. 15-1, January 2015.

Karp and Wilson は、高齢者の「金融キャパシティ」(financial capacity)の低下が、金融詐欺被害の拡大につながることへの警鐘を鳴らす<sup>7</sup>。金融キャパシティは、「個人が自分の価値観及び利益に合致し、自分のニーズに沿う形で資産管理を行う能力」と定義され、お金を数える、現金取引を行う、請求書を支払うといった基本動作や、金融詐欺の被害者にならないよう慎重に行動する能力が含まれる。

引退後の資産管理の重要性が増す中で、投資家の認知機能低下に伴う金融キャパシティの低下にいかに対応するかは、金融規制当局や金融機関にとって喫緊の課題である。次章で、高齢投資家保護をめぐる米国の状況について紹介する。

### III 「高齢投資家保護」の必要性の高まり

#### 1. 不正への対抗措置から包括的検査へ

##### 1) 高齢者を標的とする不正への対抗措置

証券取引委員会(以下、SECとする)をはじめとする金融規制当局がまず注目した問題は、高齢者を狙った不正である。一般に高齢者はまとまった資産を保有していることが多く、不正を働こうとする者の標的になりやすい。そこで、2006年にSEC及び北米証券監督者機構(以下、NASAAとする)は、高齢者を投資詐欺や不適切な金融商品の販売から守るイニシアティブを開始した<sup>8</sup>(以下、図表2を参照)。

これを受け、SEC、NASAA、自主規制機関である金融取引業規制機構(以下、FINRAとする)は、「フリーランチセミナー」に関する検査を実施した<sup>9</sup>。ここで言うフリーランチセミナーとは、無料の食事提供等で参加者を惹きつけるセミナーで、専門家による資産運用アドバイスの提供等を謳いながら、実際は高齢者に金融商品を販売することを目的として開催されることも多かった。2007年9月に公表された検査報告書では、資産がすぐに増えるかのような誇大広告が多いこと、個人投資家には不向きな高リスクで流動性の低い商品の勧誘も見受けられること等が問題点として挙げられた。

この他、高齢投資家の誤解を招きかねないものとして、「高齢者向けアドバイスの専門家」を名乗る肩書や資格の乱用も問題視されていた。高齢者の資産運用やフィナンシャル・プランニングの専門家と称する資格は玉石混淆であり、中には専門的な教育を受けていないが肩書を自称する者もいるにもかかわらず、「専門家」という響きだけで安心してしまう投資家もいることが問題視された。そこで、NASAAは2008

<sup>7</sup> Naomi Karp and Ryan Wilson, "Protecting Older Investors: The Challenge of Diminished Capacity," AARP Public Policy Institute, November 2011.

<sup>8</sup> "Securities and Exchange Commission and North American Securities Administrators Association Launch Program to Protect Senior Investors", May 8, 2006. 長島亮「米国における高齢投資家保護の取組み」『資本市場クォーターリー』2007年冬号を参照。

<sup>9</sup> Office of Compliance Inspections and Examinations Securities and Exchange Commission, North American Securities Administrators Association, Financial Industry Regulatory Authority, "Protecting Senior Investors: Report of Examinations of Securities Firms providing "Free Lunch" Sales Seminars", September 2007.

図表 2 金融規制当局、業界団体による高齢投資家保護の取り組み

分野	時期	組織	取組内容
高齢者を狙った不正への対抗措置	2006年5月	SEC NASAA	高齢投資家を守るイニシアティブを公表。高齢投資家を狙った不適切なセールスに関する検査の実施、高齢者を狙う詐欺に関連する法律の強化、積極的な投資教育の実施の3方針を提示。
	2007年9月	SEC NASAA FINRA	「高齢投資家保護：フリーランチセミナーを行う金融機関の検査結果」を公表。2006年5月のイニシアティブを受けた検査。高齢者を対象とするセミナーにおける誇大広告や不適切な商品勧誘等の問題点を指摘。
	2008年3月	NASAA	高齢者向けアドバイスの専門家等を名乗ることに関する州規則の雛形を公表。実際に教育を受けたか、資格を保有しているか等に係らず専門家を名乗る者が増え、投資家の混乱を招いている状況に鑑みた対応。
金融機関の高齢投資家対応に関する検査	2008年9月	SEC NASAA FINRA	高齢投資家対応の事例集「高齢投資家を守る：高齢投資家にサービスを提供する証券会社のコンプライアンス、監督、その他」を公表。
	2015年4月	SEC FINRA	金融機関における高齢投資家対応状況の検査結果報告書を公表。社内研修や広告・勧誘の在り方、社内監督機能等について。
金融機関による高齢者対応の法的リスクの除去	2013年10月	FRB SEC等 全8組織	高齢者を標的とした不正の疑いに関する報告は、プライバシー法の適用範囲外であるとするガイダンスを公表。
情報共有・連携	2006年7月	SEC	高齢者を投資詐欺から守るための方策を検討するサミットを初開催。NASAAやNASD、AARP等が参加し情報を共有。
	2014年9月	SIFMA	SIFMAとして初となる高齢投資家フォーラムを開催。心理学・認知科学の専門家が講演。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

年3月、高齢者向けアドバイスの専門家という肩書・資格のうち、誤解を招くものの使用を禁じる州規則の雛形を公表した<sup>10</sup>。

## 2) 金融機関の高齢投資家対応に関する検査

詐欺や不正への対応だけに止まらず、金融機関は幅広い高齢投資家対応を進めている。2008年にはSEC、NASAA、FINRAがそうした取組みについてヒアリングを実施した<sup>11</sup>。金融機関内部の監督機能やコンプライアンス体制の見直し、高齢投資家との円滑なコミュニケーション、従業員の高齢投資家対応の研修等について把握した上で、報告書として取りまとめている。

また、2013年には、SEC・FINRA合同で、高齢投資家への商品・サービス提供に焦点を当てた包括的な検査が実施された。2015年4月に公表された検査報告書では<sup>12</sup>、高齢投資家対応の社内研修、「高齢者向けアドバイスの専門家」資格の取扱い、高齢投資家を対象とした広告・勧誘、高齢投資家対応に関する社内監督機能等について、具体的な数字を挙げながら業界の状況を示している(図表3)。改善すべき点も指摘

<sup>10</sup> “NASAA Model Rule on the Use of Senior-Specific Certifications and Professional Designations”, March 20, 2008.

<sup>11</sup> Securities and Exchange Commission’s Office of Compliance Inspections and Examinations, North American Securities Administrators Association, and Financial Industry Regulatory Authority, “Protecting Senior Investors: Compliance, Supervisory and Other Practices Used by Financial Services Firms in Serving Senior Investors”, September 22, 2008. 2010年8月に追補が公表された。

<sup>12</sup> The SEC’s Office of Compliance Inspections and Examinations and FINRA “National Senior Investor Initiative; A Coordinated Series of Examinations”, April 2015.

図表 3 SEC・FINRA の合同検査：金融機関による対応の実態と評価の概要

項目	状況・指摘	良い対応例(抜粋)
高齢投資家向けの金融商品販売状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資信託、変額年金、株式の購入が多い。</li> <li>高齢投資家がきちんと商品を理解して購入することが重要。</li> </ul>	—
社内研修	<ul style="list-style-type: none"> <li>77%以上の金融機関が高齢投資家対応特有の研修を実施。</li> <li>金融機関は従業員に継続的に研修を提供する必要がある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>定期的な研修を強制的に受けさせている。</li> <li>認知症や不正に関する研修を管理するスタッフを置く。</li> </ul>
「高齢者向けアドバイスの専門家」資格	<ul style="list-style-type: none"> <li>6割以上の金融機関が、従業員が資格を名乗ることを認めている。</li> <li>金融機関は資格の使用について適宜監督を行うべき。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定のカリキュラムを修め、継続的な研修を受けることを求めている。</li> <li>資格の使用を禁じている。</li> </ul>
マーケティング及び勧誘	<ul style="list-style-type: none"> <li>個別に勧誘資料を送付している金融機関は非常に少ない。</li> <li>誤解を招く広告・勧誘のないよう引き続き留意すべき。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>広告や勧誘の監督機能を備えている。</li> <li>セミナー参加者にアンケートを取り、そのアンケートを内部監督者が確認している。</li> </ul>
口座管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>一部、規則で定められている3年毎の情報更新を行っていない金融機関がある。</li> <li>顧客のニーズ、投資目的、リスク許容度等を正確に把握するためにも、情報更新が重要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客情報の定期的な更新を促すシステムを導入している。</li> </ul>
適合性	<ul style="list-style-type: none"> <li>34%の金融機関が変額年金に関して不適切とみなしうる投資勧誘を行っていた。</li> <li>商品勧誘には合理的な理由が必要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高齢投資家のための特別な適合性基準を社内で設けている。</li> <li>投資家との会話を記録・保存している。</li> </ul>
金融商品に関する情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>一部、不適切あるいは不十分な情報開示が見られた。</li> <li>情報開示しても顧客の理解が不十分な可能性がある点にも留意する必要がある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>説明を受けたことを認めるサインを投資家からもらっている。</li> </ul>
顧客からの苦情	<ul style="list-style-type: none"> <li>不十分なサービスや高い手数料に関する苦情が多い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>苦情記録の保存時に「高齢者関連」という見出しを付ける。</li> </ul>
社内の監督機能	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関の少なくとも16%が70歳を、5%が60歳を、特別対応の基準年齢としていた。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>複雑な金融商品について、高齢投資家特有の基準を設けている。</li> </ul>

(出所) The SEC's Office of Compliance Inspections and Examinations and FINRA "National Senior Investor Initiative; A Coordinated Series of Examinations", April 2015.より野村資本市場研究所作成

されているが、8割近くの金融機関が社内研修を実施していることや、一部金融機関が70歳以上あるいは60歳以上の投資家について特別対応基準を設けていることなど、金融機関の幅広い取組みを評価する内容となっている。

## 2. 不正対応のリスクと求められる法令整備

### 1) 高齢投資家問題の前線に立たされるフィナンシャル・アドバイザー

金融機関とフィナンシャル・アドバイザー（以下、FAとする）は、日常的な問題として、高齢投資家の認知機能低下が疑われる際の対応を求められている。実際、長年にわたり顧客の資産管理をサポートしてきたFAは、場合によっては遠方に住む家族よりも先に異変に気づき得る存在であり、FAの対応如何により顧客が不正の被害者になることを未然防止する効果も期待できる。「FAは投資家の高齢化問題の最前

線に立たされている」という指摘もある<sup>13</sup>。

このような中で、一部の金融機関では、高齢顧客対応部署を設置する等の動きも出ている<sup>14</sup>。また、高齢者に異変が起きる前、できればまだ認知機能低下の懸念が現実味を帯びていない 50 歳代などに、いざという時のコンタクト先を入手しておくことの重要性が指摘され始めている。情報入手をルーティン化することで顧客の心理的抵抗をなくすことができる、新規口座開設時に機械的に全員からコンタクト先を得るようにすればなおよいといったことも言われ始めている<sup>15</sup>。

## 2) プライバシー法抵触のリスク

金融機関が取組みを進める中で明らかになった課題の一つに、不正や金銭搾取等が疑われる取引への対応があった。

元々、不正の疑いのある取引は州や連邦の関係機関への報告が求められていたが、一方で事前に顧客の了承を得ないまま取引状況等を第三者に伝えると、プライバシー法に触れかねないという懸念が金融機関にはあった。そこで 2013 年、連邦準備制度理事会 (FRB) や SEC を含む 8 つの金融規制関連組織が合同で、高齢者を標的とした不正の疑い等に関する関係機関への報告は、プライバシー法に抵触しないとするガイドダンスを公表した<sup>16</sup>。ただ、例えば別の州に住む家族に伝えることについて、金融機関と FA にセーフハーバーを与えるような連邦レベルの法令整備は、まだ行われていない。

## 3) 本人・家族からの訴訟のリスク

また、疑いのある取引をそのまま実行することは憚られるものの、金融機関が顧客の注文を実行せずにいると、本人や家族から訴えられるリスクが生じる。1 件でも訴訟が提起されると類似の訴訟が広がりかねず、また、たとえそれらの裁判に勝てたとしても風評リスクは大きく、金融機関にとって深刻な懸念材料になっている。法令との板挟みに陥ることを懸念して、認知機能低下の徴候が出始めた顧客との取引を取りやめる FA や金融機関が増えているともされる<sup>17</sup>。

州によっては、高齢投資家の口座について、詐欺や不正等が疑われる不審な取引が見られた場合には、金融機関の判断により取引を停止させることを認めている。例えば、ミズーリ州では、60 歳以上の顧客の口座において不審な取引が見られた場合、

<sup>13</sup> 2015 年 8~9 月の現地ヒアリングにおける指摘。

<sup>14</sup> “Firms combating elderly financial abuse,” *Wall Street Journal*, April 29, 2014. 例えばウェルズ・ファーゴは Elder Client Initiatives と呼ばれる専門部署を設置し、急増する FA から的高齢者対応に関する照会に対応している。

<sup>15</sup> 2015 年 8~9 月の現地ヒアリングにおける指摘。“Watch out for senior money moments,” *Kiplinger.com*, September 22, 2014 も参照。

<sup>16</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, Commodity Futures Trading Commission, Consumer Financial Protection Bureau, Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Trade Commission, National Credit Union Administration, Office of the Comptroller of the Currency, Securities and Exchange Commission, “Interagency Guidance on Privacy Laws and Reporting Financial Abuse of Older Adults”, October 2013.

<sup>17</sup> “Unravelling minds; Dementia is robbing the elderly of their mental capacity and putting financial advisers in a bind,” *InvestmentNews*, November 3, 2014.



最大 10 日間取引を停止することができる<sup>18</sup>。連邦レベルでは未だ類似の法整備はなされていないものの、2015 年 10 月現在、65 歳以上の顧客の口座において不正が疑われる場合、金融機関は最大 15 日間取引を停止することができるとし、また口座開設時にはいざというときの連絡先に関する情報を顧客から取得することが求められるとする規則改正案を、FINRA がパブリックコメントに付している<sup>19</sup>。

### 3. 情報共有・連携の重要性

#### 1) 業界全体での情報共有

個々の金融機関内での対応にとどまらず、業界全体での問題の共有・周知や投資教育、高齢投資家のサポート等の取組みも進められている。例えば、SEC は前述の「高齢投資家を守るイニシアティブ」を開始した直後の 2006 年 7 月に、高齢投資家を詐欺等から守るための方策を検討するサミットを開催した<sup>20</sup>。同サミットには NASAA や、FINRA の前身である NASD の他、高齢者に関する情報発信やロビイング等を行う組織である AARP も参加し、業界全体での情報共有が図られた。SIFMA も、2014 年 9 月及び 2015 年 10 月に「高齢投資家に関するフォーラム」を開催し、規制当局など関係者を招いて議論への参加を得ると共に、会員である金融機関どうしで対応策の共有を行った<sup>21</sup>。

業界内での情報共有に加えて、SEC、SIFMA、FINRA 等を含む多くの組織が、個人向けにウェブサイト上での情報提供やセミナー開催による投資教育等も行っている。中でも FINRA は、電話で高齢者から相談を受け付ける「ヘルプライン」（FINRA Securities Helpline for Seniors）を 2015 年 4 月に開始した。同ヘルプラインでは、運用状況の見直しに際して相談すべき相手や、金融機関に相談する際の留意点など、証券投資に関連する一般的な相談を無料で受け付けている。

#### 2) 金融業界を超える連携

金融業界外との連携も進んでいる。上述の AARP は、議論への参加や規則制定へのインプット等を通じて、「金融（業界）から見た高齢者」ではなく「高齢者から見た金融（業界）」という視点を提供している。また、個人に対しても、AARP のウェブサイト等を通じて高齢投資家に有用な情報発信を行うなどしている。

高齢投資家に関する課題を個人にも意識してもらうためには、個人が普段接している地域コミュニティとの連携が不可欠であるとの意見もある<sup>22</sup>。地域の警察や図書館等の公共施設と連携を深めることで、個人に接触する機会も増え、どこで情報を手に

<sup>18</sup> “A Thorny Trade-Off in Protecting Older Investors”, *Dow Jones Institutional News*, June 24, 2015. ミズーリ州の他に、ワシントン州、デラウェア州も類似の州法を定めている。

<sup>19</sup> “Regulatory Notice 15-37 – Financial Exploitation of Seniors and Other Vulnerable Adults”, FINRA, October 15, 2015.

<sup>20</sup> 同サミットについては、脚注 8 の論文を参照。

<sup>21</sup> SIFMA Senior Investors Forum, September 30, 2014. 2015 年については脚注 1 を参照。

<sup>22</sup> 2015 年 8～9 月の現地ヒアリングにおける指摘。

入れるべきか、金融の専門家に何を尋ねるべきか、自分が将来認知症になったときのためにどう備えるべきかといった情報を伝えるセミナーの実施等の活動が進めやすくなる。高齢者を対象とした詐欺や不正に関する情報の集積地となっている州組織の成年保護局（Adult Protective Services）との連携も重要と考えられている。

## IV 金融機関による高齢投資家サポート

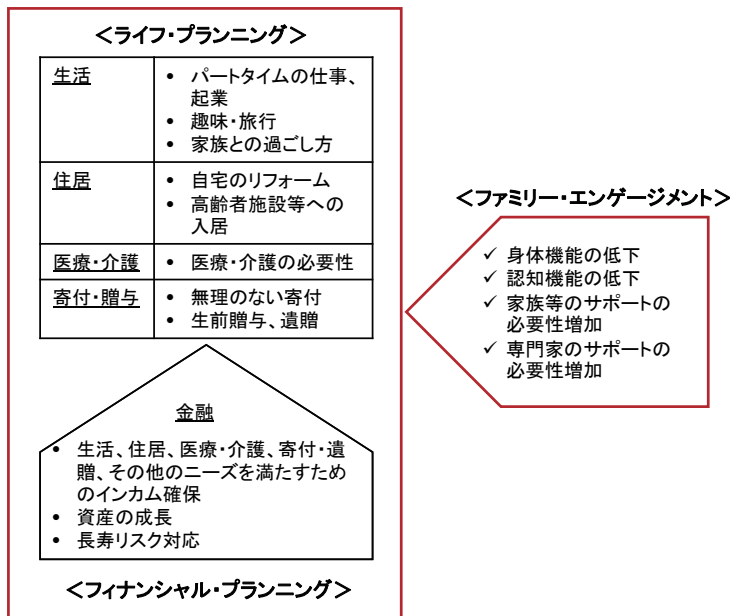
### 1. 終身にわたる総合的な資産管理

高齢投資家は金融詐欺や不正の標的とされやすく、そのような事態の放置は高齢者個人にとっての悲劇であるのにとどまらず、社会問題にもつながる。前章で述べたとおり、不正の未然防止は、喫緊の課題と言える。

しかしながら、不正防止を通じた狭義の資産プロテクションの提供だけでは、高齢投資家の根本的なニーズを満たしたことはならない。真に求められているのは、終身にわたる総合的な資産管理であり、米国において、これは DC などを通じて現役時代に資産形成を行ってきたサラリーマン層全般の課題である。

終身にわたる総合的な資産管理においては、生活（パートタイムの仕事や趣味を含む）、住居（自宅のリフォームや高齢者施設への入居を含む）、医療・介護、寄付・贈与といった、多岐にわたる引退後のニーズ・目的を踏まえ、必要なインカムを確保することが求められる。すなわち、ライフ・プランニングに基づくフィナンシャル・プランニング及びそれを実行するための商品・サービス提供である（図表4）。

図表4 認知機能低下を視野に入れた総合的な資産管理（イメージ図）



(出所) 野村資本市場研究所

総合的な観点からのサービス提供に加えて必要不可欠なのが、配偶者、子供といった当人を取り巻く家族の関与、すなわち「ファミリー・エンゲージメント」である。ライフ・プランニングにおける終末期の部分が具体化されるにつれ、認知機能の低下を含め、当人だけではどうにもならない状況にいかにも備えるかが、資産寿命の維持に決定的に重要であることが認識されるようになってきている。例えば、金融・財務および医療に関する情報の整理や、永続的委任状の設定といった手筈を事前に整えておくことである（図表 5）。

総合的なフィナンシャル・プランニングや商品・サービス開発は、2000 年代に入った頃から米国金融サービス業界の中心課題の一つとなっているものの、グローバル金融危機を経て、今なお試行錯誤が続けられている。認知機能低下といった差し迫った課題が本格浮上する中で、ファミリー・エンゲージメント及びそのための事前準備の重要性は、従前以上に強調されるようになってきている感がある<sup>23</sup>。

## 2. FA による老齢化の包括的な理解

もとより、退職後の総合的な資産管理は、一人の専門家が、全てを包括するようなサービスを提供するのは不可能と言ってもよい。そのような中で FA は、会計士や弁護士と共に、全体を取りまとめるハブのような存在になり得ると考えられる。

図表 5 ファミリー・エンゲージメントのために必要な事前準備

<p>金融・財務関連</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 主要なアドバイザーの     コンタクト情報</li> <li>▶ 主要文書</li>   <li>▶ 保有資産の整理</li>   <li>▶ 遺言、信託</li> <li>▶ 委任状の設定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ FA、銀行・証券会社・保険会社等の担当者、弁護士、会計士、不動産エージェント等のコンタクト先</li> <li>・ ソーシャル・セキュリティ・カード、パスポート等の文書の所在</li> <li>・ パスワード情報の整理・一覧（PC、タブレット、電子メール、オンライン・サービス等）</li> <li>・ 金融機関名、場所、口座名義、口座番号、パスワード</li> <li>・ クレジットカード情報</li> <li>・ 保険会社、保険契約内容、契約番号</li> <li>・ 住宅・土地の権利書、住宅ローン</li> <li>・ IRA や職場の DC を含む投資資産の所在</li> <li>・ その他保有資産（美術品、骨董品を含む）の情報</li> <li>・ 遺言書の作成、信託の設定</li> <li>・ 金融・財務に関する永続的委任状の設定（認知機能低下等により資産管理不能となった場合、銀行取引、請求書の支払、税務申告と納税、資産管理、保険請求などの決定権限を特定人物に付与）</li> </ul>
<p>医療関連</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ コンタクト先の整理</li> <li>▶ 委任状の設定</li>   <li>▶ 死亡選択遺言</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 医師の一覧、服薬の一覧</li> <li>・ 医療に関する永続的委任状の設定（意識不明等で意思表示不能となった場合、医療上の決定権を特定人物に付与）</li> <li>・ 致命的な疾病や怪我、回復不能な脳損傷等の場合、延命治療拒否等について意思表示</li> </ul>

（出所） Tim Prosch, AARP, *The Other Talk*, 2014. 他より野村資本市場研究所作成

<sup>23</sup> 子供に頼れない、あるいは子供がいないケースでは、事前準備をさらに念入りに行う必要があることも指摘されている。“Childless Seniors Need to Build a Safety Net,” *Kiplinger.com*, June 24, 2015.

その際、FA が顧客に対し、将来的な認知機能低下を含む、デリケートで難しい話題を切り出しやすくなるよう工夫が求められている。高齢顧客が、自分は支援が必要であることを認めたがらないことも珍しくなく、例えばいきなり永続的委任状を勧めるのではなく、万が一に備えた暫定的な委任状の設定から始め、徐々に責任を子供や孫に移行するような配慮が必要だとも指摘される<sup>24</sup>。

換言すると、FA は、高齢化プロセスに関する包括的な理解を深めることが求められている。これはフィナンシャル・ジェロントロジーの実務への適用に他ならず、実際、心理学、脳科学など金融以外の専門家と提携し、その成果を投資家向けに気づきを促す資料に活用したり、FA への研修に活用したりするケースも出始めている。高等教育機関では、マサチューセッツ工科大学の AgeLab (MIT AgeLab)、スタンフォード大学の Center on Longevity、南カリフォルニア大学の Leonard Davis School of Gerontology などが提携先としてしばしば挙げられている。

例えば、メリルリンチは、FA の高齢化に関する多面的な理解を促進し顧客のリタイアメント・プランニング支援を向上させるべく、南カリフォルニア大学と共同で、「バンクオブアメリカ・メリルリンチ長寿研修プログラム」(Bank of America Merrill Lynch Longevity Training Program) と呼ばれる FA 研修プログラムを開発し、2015 年 4 月、1 万 4,000 人の FA を対象にローンチした<sup>25</sup>。長寿化とリタイアメント・プランニングについて、医療、住宅、家族、寄贈、趣味、仕事、金融という 7 つの優先課題を対象に深掘りする。FA がオンデマンド・ビデオやウェブ・ベースの講義、プレゼンテーション等から成るコースを完了すると、南カリフォルニア大学から修了証が発行される。2015 年 7 月には、メリルリンチの顧客企業の人事部向けに、同様なプログラムの提供を開始している。

また、米国フィナンシャル・ジェロントロジー協会 (AIFG) は、ノース・カロライナ大学との提携の下、資産寿命のプランニングや高齢化の過程などに関する 6 科目を 15 カ月以内に受講した上で試験に合格した者に対し、「登録フィナンシャル・ジェロントロジスト」(Registered Financial Gerontologist、以下 RFG とする) と呼ばれる資格を与えている<sup>26</sup>。RFG は倫理規定に従わなければ登録することができず、登録後も継続的な研修受講が求められる。第Ⅲ章で述べた通り、「高齢者向けアドバイスの専門家」といった肩書きは玉石混淆だが、FA のクオリティ向上に資するものであれば有用と言える。

### 3. 投資サービス・プロダクトの模索

終身にわたる総合的な資産管理の実現に向けた金融サービス・プロダクトを提供するのが、金融機関の役割である。一般に、資産形成期においては、退職後の目標に向けて長期

<sup>24</sup> “Why elderly clients need extra attention; some in their 90s may seek an adviser for the first time,” *Wall Street Journal Online*, June 3, 2014.

<sup>25</sup> “Merrill Lynch and USC Leonard Davis School of Gerontology Introduce Ground-breaking Longevity Training Program for Financial Advisors,” February 5, 2015.

<sup>26</sup> AIFG については脚注 2 も参照。

分散投資等を実践するのが基本動作と言えるが、引退後は、長期分散投資等による資産の実質価値の維持と長寿リスク・ヘッジの両立が最大の特徴となる。

退職後の資産管理をめぐる主要な論点に、個人年金（アニュイティ）、とりわけ据置年金の活用がある。例えば、保険料払い込みから 20 年といった長い据置期間をおいてから終身給付を開始する「長寿年金」（longevity annuity）は<sup>27</sup>、長寿リスク・ヘッジに有効と考えられる。ところが、アニュイティは、実際には広く利用されているとは言い難い。原因としては、いったん保険購入に充ててしまうと資産の流動性が失われることや、将来的な保険会社の破たんリスクを無視しえないことなどが指摘される。また、価格が不透明であることも、アニュイティが人々に受け入れられない理由の一つとされる。

この状況に対応する動きも出始めている。ブラックロックが 2013 年に提供し始めた債券指数の CoRI は、65 歳到達時から終身にわたり 1 ドルの給付を得るのに必要な金額を提示する<sup>28</sup>。これは、終身年金の取得に必要なコストを一定の前提下で示していることに他ならず、価格の不透明性問題に対する一つのソリューション提供とも言える。

アニュイティのような終身給付保証の機能はないが、マネージド・アカウントも有効なツールと考えられる。例えばフィデリティ・インベストメンツは、遺産プランニングの一環として、同社のマネージド・アカウントと個人信託サービスを紹介している。マネージド・アカウントは、顧客の資産運用目的やリスク許容度に合わせて運用計画を策定し、実行に移す投資一任サービスである。資産形成のツールであると同時に、退職後の資産管理にも活用することができる。個人信託は次世代への資産移転や、事前の意思表示の明確化という点で優れる。信託はしばしば富裕層向け金融サービスと捉えられがちだが、フィデリティの場合、最低 20 万ドルから、フィデリティ・パーソナル・トラスト・カンパニー（Fidelity Personal Trust Company）による個人向け信託サービスを提供している。

上記のような、アニュイティ、事前に設定済みのポートフォリオ運用、信託といった金融商品・サービスは、高齢投資家が認知機能低下に伴い自ら不適當な取引を行ってしまうような事態を未然防止すると共に、詐欺や不正の標的となることを回避する効果も期待できる。

#### 4. 職場の DC プランの利用

401(k)プラン等の職場の DC プランは、本来、老後のための資産形成が主たる目的とされてきたが、併せて退職後のプランニング・サービスや商品へのアクセスを提供してはどうかという考え方も出ている。2014 年 7 月には、DC プラン内で長寿年金を提供する際の税制上の障壁を除去するべく、「適格長寿年金契約」（QLAC）の制度が導入された。さらに同年 10 月にはターゲット・デート・ファンド（TDF）の中に据置年金を組み込むこ

<sup>27</sup> 長寿年金は、一般に、80 歳、85 歳といった高齢期に給付が開始される据置年金で、保険料払込から給付開始までの期間が長いため、保険料を低く抑えられることが特徴的。

<sup>28</sup> CoRI については野村亜紀子「米国のリタイアメント・インカム確保策における長寿リスク対応」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号を参照。

とに関して財務省・内国歳入庁からガイダンスが出されるなど、制度の整備も徐々に進められている<sup>29</sup>。

職場の DC においては、行動ファイナンスに基づく自動化・オプトアウト方式の制度設計が幅広く受け入れられているが、このアプローチを退職後の資産管理にも適用してはどうかという考え方もある。すなわち、人々が能動的にアニュイティを選択しないのであれば、非加入を選択しない限り加入するというオプトアウト方式で、結果的に多くの人々が一定程度アニュイティを取得している形を目指すというものだ。

実際には、元従業員の退職後の資産管理に関与することについて、責任範囲が不明確なことなどから、オプトアウト方式でのアニュイティ取得については、多くの企業が慎重なスタンスを取っている。そのような中で、ユナイテッド・テクノロジーズ (UTC) は 2012 年、同社の DC プランに、加入者のポートフォリオを段階的にアニュイティにシフトしていく Lifetime Income Strategy (LIS) を導入した<sup>30</sup>。運用会社のアライアンス・パートナーズがポートフォリオ全体のアセット・アロケーションを管理する。まだ限定的な動きではあるが、従業員の退職後の資産管理に対する事業主の関与が広がっていくのか注目される。

## V 日本への示唆

### 1. 高齢投資家保護は日米共通の課題

日本の人口高齢化は着実に進む。65 歳以上が全体に占める割合は 2014 年時点で 26.0% だったが<sup>31</sup>、2060 年には 39.9% になると推計されている<sup>32</sup>。また、65 歳以上の人口のうち認知症を患う人は 2012 年時点では 7 人に 1 人だったが、2060 年には 4 人に 1 人になるという推計もある<sup>33</sup>。判断能力が不十分な人のために契約等の場面で支援する人を設ける「成年後見制度」は 2000 年度に開始されたが、その利用は増加傾向にあり、2014 年末時点で約 18 万人が利用している<sup>34</sup>。高齢者や認知症患者の増加が社会・経済に与える影響は多大であり、金融サービスも例外ではない。

すでに、金融当局及び金融サービス業界は、高齢者支援のための取組みを開始している (図表 6)。当局を含む業界横断的な対応として、2012 年 9 月に開催された金融庁の官民ラウンドテーブルにより、高齢者ニーズに応える金融商品・サービスの在り方、及び少子高齢化の進展に対応する金融商品の在り方の 2 つの論点を検討する作業部会が立ち上げら

<sup>29</sup> QLAC 等の制度改正については脚注 28 の論文を参照。

<sup>30</sup> UTC の事例については、野村亜紀子「試行錯誤が続く米国のリタイアメント・インカム確保策」『野村資本市場クォーターリー』2013 年冬号ウェブサイト版を参照。

<sup>31</sup> 総務省統計局「人口推計」(2014 年 10 月 1 日現在人口)。

<sup>32</sup> 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口 (平成 24 年 1 月推計)」。出生中位・死亡中位の推計で、各年 10 月 1 日現在の人口。

<sup>33</sup> 厚生労働省「認知症施策推進総合戦略 (新オレンジプラン)」資料 1。

<sup>34</sup> 最高裁判所事務総局家庭局「成年後見関係事件の概況 ―平成 26 年 1 月～12 月―」。

図表 6 日本の金融業界の高齢者対応

組織	取組内容
金融庁	官民ラウンドテーブル「高齢化社会と金融サービス」作業部会が報告書を公表。高齢者ニーズに応える金融商品・サービスの在り方、及び少子高齢化の進展に対応する金融商品の在り方について検討。(2013年5月)
	「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を一部改正。高齢顧客への投資勧誘において、問題のある勧誘・販売の早期発見、及び商品販売後のモニタリング態勢整備の必要性に関する項目を新設。(2013年12月)
日本証券業協会	高齢顧客への勧誘による販売に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正及び高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドラインを制定。高齢顧客に投資勧誘を行う場合は、適合性の原則に基づき、慎重な対応を行う必要があるとの主旨。(2013年10月)
全国銀行協会	認知症を正しく理解する「認知症サポーター」を増やす取組み。
	政策提言レポート「少子高齢化における金融仲介サービスの役割」を公表。少子高齢化が金融取引に及ぼす影響や、金融機関における取組み状況、銀行が果たすべき役割等について検討。(2012年3月)
生命保険協会	「超高齢社会における生命保険サービスについて ~高齢者対応の向上」を公表。高齢者の特性に配慮し各社の取組みを紹介するなど、情報共有を図るもの。(2013年6月)
	高齢者向け情報冊子「今だから聞きたい！生命保険便利帳」を公表。生命保険関連手続きにおいて特に高齢者が留意すべき点を紹介。(2014年3月)
	「高齢者向けの保険サービスに関するガイドライン」策定。契約者の親族等の同席や、業者側による2名以上での訪問等を望ましいものとして紹介。(2014年10月)
日本損害保険協会	「高齢者に対する保険募集のガイドライン」を策定。70歳以上の顧客を「高齢者」の定義の目安に。(2014年6月)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

れた。翌 2013 年 5 月に公表された作業部会の報告書には、医療機関等におけるお金の悩み相談サービスの提供や、退職世代向けの資産運用相談サービスの充実、独居老人への金融サービス提供の在り方の検討等が、推進すべき取組みとして掲げられた。

また、金融庁は、高齢顧客への投資勧誘に関して、金融機関等における態勢整備の促進や取組状況の検証を実施する旨、「平成 25 事務年度金融商品取引業者等向け監督方針」に盛り込んだ。これを受け、日本証券業協会（以下、日証協とする）は 2013 年 10 月、高齢顧客に対する勧誘による販売について、規則改定及びガイドラインの制定を行い、①75 歳以上を目安として各社の社内規定で高齢顧客を定義し、②高齢顧客への勧誘が可能な商品の範囲を選定し、③範囲外の商品の勧誘については役席者による事前承認を必要とし、④社内規則の順守状況についてモニタリングを行うこと等を求めた。

さらに、証券会社によっては、代理人制度を設けて、高齢投資家が家族など本人以外による口座取引を可能とするよう事前に設定できるようにしているケースもある。

なお、日米の高齢投資家関連の取組みの中で一点興味深いのは、日本では自主規制機関である日証協により 75 歳という目安が示されているのに対し、米国では高齢者の定義に

ついて特定の年齢基準等が設けられていないことである。金融機関の内部基準として設けられている場合はあっても、SEC や FINRA が特定の年齢以上の顧客について特別な対応を求めることはしていない。年齢は客観的で分かりやすい基準である一方、同年齢であっても個人のコンディションは千差万別であり、年齢を基準とすることの不利益も確かにある。年齢差別という批判を受ける可能性も看過できない。日米のアプローチの相違点の一つと言える。

日本は米国に比べて一般国民の間に証券投資が根付いているとは言い難いが、既存投資家の半分以上が高齢者であり、認知機能低下も含めた投資家の高齢化問題は看過し得ない状況にある。また、高齢者が金融詐欺の標的となりやすい点などは米国と同様である。高齢者を不適當な取引や不正から保護するべく、金融機関が適宜プロアクティブな行動に出られるような制度面での環境整備、規制当局及び業界関係者間の情報共有、金融以外も含めた幅広い連携の構築などは、日米共通の課題と言えよう。

## 2. 高齢者向けの総合的な資産管理サービスのニーズ

少子高齢化の進行に対応して公的年金の給付抑制が実施される中、日本でも自助努力の資産形成の重要性が増している。元より、退職一時金の管理は老後の所得確保のために重要だったが、さらに長期運用の必要性が確実に高まっていくと考えられる。また、日本でも DC や NISA といった資産形成支援制度の拡充が図られており、中長期的には、米国でフィナンシャル・ジェロントロジーのような包括的フレームワークの必要性が増す3つのトレンド（ベビーブーマー世代の引退、証券投資の浸透、DB から DC へのシフト）が、日本でも発生する可能性がある。

その際、従来の「老後のための貯蓄」に加わる新要素として、①ゼロ・リスクの運用のみでは長引く老後を乗り切れず、退職後も長期分散投資が必要となること、②公的年金給付と家族のサポートのみでは長寿リスクに対応しきれず、終身給付の確保策が必要となること、を挙げることができる。公的な医療・介護保険制度の存在・位置付けや運用環境など、米国とは異なる点は多々あるものの、終身にわたる総合的な資産管理サービスへのニーズは、日本でも着実に高まるものと予想される。米国の動向を参照しつつ、高齢投資家保護と高齢者向け金融サービス開発の両面において、変革の努力を続けていく必要がある。