

米国の後見制度下にある保全資産運用の枠組み — 長期分散投資の追求 —

林 宏美

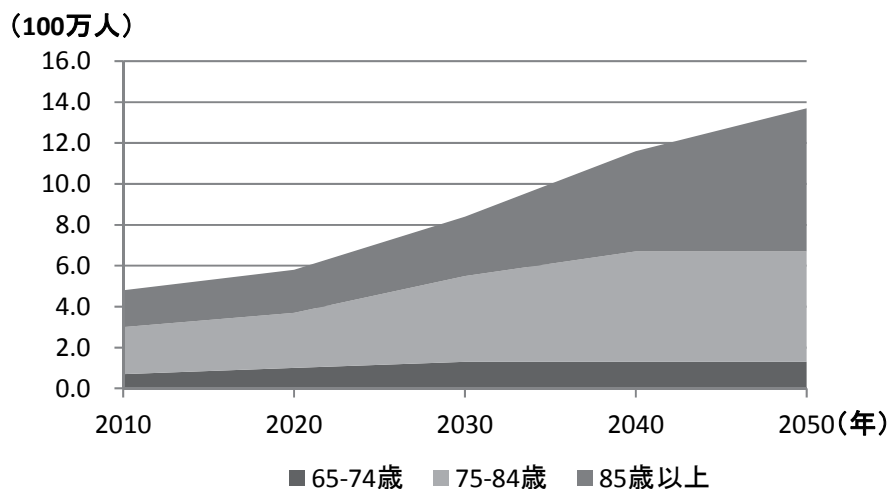
■ 要 約 ■

1. 後見制度は、高齢者等が自ら身の回りのことや資産管理などを行うのが困難になった際に、法律面や生活面での保護・支援を提供するためのものである。後見人の任務には、被後見人の金融資産の管理・運用も含まれる。
2. 米国では、後見制度下の資産運用に対し、「統一プルーデント・インベスター法」の原則が適用される。後見人はフィデューシャリーとして、被後見人の最善の利益を追求する必要がある。同法においては、特別な状況を除いて分散投資を求める、個別の投資毎ではなくポートフォリオ全体のリスク・リターンを考慮するよう求めるなど、現代ポートフォリオ理論の考え方が採られている。加えて、近年は、被後見人の価値観や人生観を最大限尊重することが重視されている。
3. 米国の後見制度下の保全資産運用の実態は様々である。また、保全資産運用を中核に掲げる金融機関は限定的なように見受けられる。そうしたなかで、例えば、下振れリスクの抑制に重点を置く運用サービスを提供し、後見人の中で評価を得ているプルーデント・インベスターズ・ネットワークのような事例も存在する。
4. わが国でも、少子高齢化の進行に伴い成年後見下の資産管理が増加するとみられる中、保全資産の運用のあり方について、米国の枠組み・考え方や実情なども参照しつつ、多面的な検討が求められるのではないだろうか。被後見人やその家族の利益につながり、結果的に社会全体にとってもプラスに寄与することになれば意義深いであろう。

I はじめに

米国においては、2010年に470万人存在したアルツハイマー病患者の数が増加の一途を辿り、2050年には1,380万人に達する、という推計が公表されている（図表1）。とりわけ85歳以上の高齢者層におけるアルツハイマー病患者数の増加傾向が際立っており、65～74歳の階層や75～84歳の階層における同患者数が2040年以降ほぼフラットである

図表 1 65 歳以上のアルツハイマー病患者数の推計



(出所) Liesi E Hebert, ScD, Jennifer Weuve, ScD, Paul A. Scherr, PhD, ScD, and Denis A. Evans, MD
 “Alzheimer disease in the United States (2010-2050) estimated using the 2010 census,” *Neurology*.
 May 7, 2013 より野村資本市場研究所作成

状況とは対照的である。この際立った増加は、長寿化の進展に伴い、85 歳以上の高齢者階層が増えることが想定されるなか、同階層のなかでアルツハイマー病を発症する患者の割合が 85 歳未満の高齢者層に比べて高い点などに起因すると見られる。

アルツハイマー病に代表される、認知機能が低下する患者は、生活するうえでの身の回りのことや資産管理などを自身で行うことが困難になる可能性が高く、こうした高齢者を法律面や生活面で保護、支援する後見制度が存在する。当該制度に基づく後見人の任務としては、大きく「身上監護」と「財産管理」の 2 つがあり、前者には、被後見人の住宅の契約締結や関連費用の支払いから、療養看護、老人ホームなどの施設への入退所支援に至る生活に関する諸事項が含まれる一方、「財産管理」には、生活費の収支管理、不動産管理や維持・処分などのほか、金融機関との取引、ひいては、被後見人の金融資産管理・運用も含まれている。

本稿では、このうち、「財産管理」に関する任務のなかでも、とりわけ金融資産の運用の部分に焦点を当て、米国の後見制度下に置かれている保全資産運用の枠組み、運用の実態、そこから浮かび上がる課題を探ることで、日本へのインプリケーションを検討することとする。

II 後見人の資産運用に適用される法律上の枠組み

1. プルーデント・インベスター法の概要

米国では、各州の郡の裁判所が任命する後見人は、一定の裁量権を持ちながら、被後見人の金融資産の運用を担うという性格上、第三者（＝被後見人）の信託財産を受託し、投

資・運用を行う信託の受託者、すなわちフィデューシャリーとしての義務を負っている。そして、フィデューシャリーである後見人が、どのような方針のもとで運用を行うべきか、という点については、通常のフィデューシャリー同様、被後見人の「最善の利益 (best interest)」に沿うべきである、とする原則が適用される。

米国では、後見人が被後見人の金融資産運用を行う際、プルードント・インベスター (Prudent Investor、思慮深い投資家) としての行動が求められる。被後見人の金融資産であるという性格上、すべての資産を安全資産に投じるのが自然に思えるかもしれない。しかしながら、米国では、フィデューシャリーとしての投資の原則が貫かれており、注目に値する。

後見人に対しプルードント・インベスターとしての行動を求める基盤となっている法的枠組みが、「統一プルードント・インベスター法」 (Uniform Prudent Investor Act、UPIA) と呼ばれる米国統一州法である。米国では、信託の受託者の義務などについては、州法が規定するところであるが、州を超えた投資行動が一般的に行われている実情に鑑み、州による規定の相違から生ずる不都合の解消を目指すため、モデル法として制定されたのがプルードント・インベスター法である。

同法では、被後見人の信託資産は、ポートフォリオとして保全しなければならないとされている点など、現代ポートフォリオ理論 (Modern Portfolio Theory、MPT) の考え方が浸透している (図表 2)。同法が制定される前には、「慎重な人物」としてのフィデューシャリーの行動原則を規定するプルードント・マン・ルール (Prudent-man Rule) が適用されてきた。プルードント・インベスター法は、プルードント・マン・ルールの改正として位置づけられている。

プルードント・インベスター法の主な特徴としては、以下の 4 点を挙げることが出来る。

第一に、信託の受託者は、特別な状況を除いて、分散投資をしなければならない、とされている点である (UPIA3 条)。プルードント・マン・ルールにおいても、分散投資の重要性が強調されていたが、同ルールでは同一アセット・クラスの中における分散投資に重点が置かれていた。プルードント・インベスター法では、アセット・クラスを超えた、ポートフォリオ全体としての分散投資をしなければならない、とされている。

第二に、すべての投資におけるリスク・リターンのトレードオフが、後見人が考えるべき中核の事柄となっている点がある (UPIA2 条(b)項)。プルードント・マン・ルールでは、元本割れをしないことや投機的な (speculative) 運用を回避することに重点が置かれており、例えばインフレによる実質資産価値の減少などについては、特段考慮されていなかった。プルードント・インベスター法では、投資および運用を行う際に考慮すべき項目の一つとして、インフレ或いはデフレの影響が明示されている (UPIA2 条 8(c))。

第三に、信託の受託者は、当該信託財産のリスク・リターンの目標達成に向けて、適切な役割を果たすと見なされる、あらゆる運用商品に投資することが出来るとされており、商品の種類毎に投資の可否を定めることをしていない点がある (UPIA2 条(e))。

第四に、一定のセーフガードを設ければ、後見人が、被後見人の信託財産を運用する機

能を外部に委託することが可能とされている点がある（UPIA9条）。従来のプルードント・マン・ルールでは、運用機能の外部委託が禁止されていただけに、この規定の意義は大きい。実際、米国においても、後見人には被後見人の家族になるケースが多く、そうした家族後見人などは、運用に関する専門知識やノウハウを持っていない場合が少なくない。したがって、こうした後見人が資産運用機能を外部委託する機関として、例えば次章で取り上げる、プルードント・インベスターズ・ネットワーク（Prudent Investors Network、PIN）のようなアドバイザーも存在している。

図表2 プルードント・インベスター法の概要

<p><u>2条：ベスト・プラクティス、ポートフォリオ戦略、リスク・リターン</u>の目標</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 信託の受託者は、目的や条件、分配要件及び信託のその他の状況に鑑みて、プルードント・インベスターとして運用しなければいけない（2条(a））。 ● 信託の受託者による個々の資産に関する投資および運用判断は、単独に行うのではなく、信託のポートフォリオ全体、リスク・リターンが信託に合理的に合致するような全体の投資戦略の一部として、評価しなければならない（2条(b））。 ● 信託の受託者が、投資および運用を行うにあたって考慮すべき情報には、以下のような項目が挙げられる。すなわち、①一般的な経済環境、②インフレ或いはデフレによって発生しうる影響、③投資判断或いは投資戦略による税金面で想定される影響、④全体のポートフォリオにおける各投資の位置づけ、⑤インカム収入及びキャピタル・ゲインから計算した期待トータル・リターン、⑥受益者が有する他のリソース、⑦流動性のニーズ、インカムの定期性、資本の保護或いは増価、⑧信託の目的或いは受益者に対する、資産との特別な関係或いは特別な価値、の8点である（2条(c））。 ● 信託の受託者は、同法の基準と矛盾のない、いかなる種類の資産、或いはいかなるタイプの投資も行うことができる（2条(e））。 ● 専門知識を有する信託の受託者は、持っている専門的な知識や技術を活用する義務を負う（2条(f））。 <p><u>3条：分散投資</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 信託の受託者は、信託の目的が分散投資をしないほうが望ましいと合理的に判断する特別な状況を除いて、分散投資をしなければいけない（3条）。 <p><u>5条：忠実義務</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 信託の受託者は、受益者の利益のためだけに、信託資産の投資・運用を行わなければならない（5条）。 <p><u>6条：公平無私</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 受益者が二人以上いる場合、信託の受託者は、受益者の利益の相違を考慮しながら、信託財産の投資・運用を公平無私に行わなければならない（6条）。 <p><u>7条：投資コスト</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 信託資産の投資・運用を行うに当たり、信託の受託者は、投資に必要なコストは、資産や信託の目的、信託の受託者のスキルとの兼ね合いで見ても適切かつ合理的な水準に抑えなければならない（7条）。 <p><u>9条：投資・運用機能の委託</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 信託の受託者は、投資・運用機能を外部委託することが可能である（9条）。
--

（出所）米国統一州法委員会（National Conference of Commissions on Uniform State Laws），“Uniform Prudent Investor Act”より野村資本市場研究所作成

2. プルーデント・インベスター法に基づく州法とその考え方の特徴

プルーデント・インベスター法は、各州に対して正式に同様な法律の導入を推奨するモデル法として位置づけられている。各州での州法導入を強制するものではないものの、2016年6月末時点で、50州中43州およびワシントン・コロンビア特別区（DC）、米国バージン諸島でプルーデント・インベスター法の内容を盛り込んだ法律が既に導入されている¹。

州法における投資判断の根本にある考え方は、従来、「被後見人の最善の利益（ベスト・インタレスト）」として規範的に示されていただけであったが、最近の主流は、「被後見人の価値観や人生観の最大限の尊重」と、より具体的かつ個人に合わせた対応が求められている。2010年10月に横浜にて発せられた「成年後見制度に関する横浜宣言」における「成年後見人の行動規範」の中でも、「本人の要望、価値観、信念を事前に知ることができ、また推認することが出来るときには、それらを最大限に尊重し、遵守する。」と明示されており、こうしたグローバルな流れを受けた動き、と見ることも出来る。

もっとも、この根本的なスタンスのシフトの下で、後見人が求められる通りの役割を果たすのは必ずしも容易ではない。家族といえども、資産に反映された被後見人の思いやこだわりを読み解くことは容易ではないからである。例えば、後見制度に入る前の時期に、被後見人の資産運用がエネルギー関連銘柄への投資割合を大幅に増やしていたとした場合、その投資行動が判断能力の衰えに起因するのか、何かを契機に環境問題に重点を置く価値観を強くしたことに因るのか、その判断は難しい。

III 米国の後見制度下における保全資産の運用

1. 保全資産運用の実態

米国における後見制度下に置かれた保全資産の運用は、プルーデント・インベスター法に沿う形で、資産の損失回避と利息・配当収入が一定程度見込めるような、バランスの取れた運用を行うことが目指されている。

この広範な理念の下での実態は、様々である。被後見人の過去の運用を踏まえ、同じような投資パターンを継続するケース、一つのアセット・クラス内での分散投資をするファンドに保全資産を入れるケースなどといった事例がある²。

例えば、既述したように、プルーデント・インベスター法では、投資対象について始めから排除することはしない、という規定があるが、分散投資の方法や保有が推奨される金融商品の種類などに関して何も制約規定がないと、後見人による投資・運用判断はかえっ

¹ Uniform Law Commission, Legislative Fact Sheet-Prudent Investor Act.

² 2016年2月の現地インタビュー調査に基づく。

てやりにくいとする声も少なくないことから、一部の州では、例えば、新興企業株式への投資を保全資産の 10%までに制限する規定が依然として盛り込まれているところもある³。また、州法上の規定の有無に拘わらず、個別株式への投資は慎重に行う考え方もしばしば取られるようだった⁴。

2. 保全資産運用のケース・スタディ

1) プルーデント・インベスターズ・ネットワーク (PIN)

米国においても、個人や家族など、必ずしも資産運用の専門家ではない人々が後見人になるケースが多いなかで、プルーデント・インベスター法においては、資産運用の外部委託が容認されている。しかしながら、保全資産の運用サービスを中核に掲げた金融機関はまだ限定的のよう見受けられる。

そうしたなかで、後見人に焦点を当てた運用サービスを提供する金融機関の事例として、登録投資顧問会社 (Registered Investment Advisor、RIA) であるプルーデント・インベスターズ・ネットワーク (PIN) が挙げられる。PIN は、全米後見人協会 (National Guardianship Association、NGA) のプレミア・エキスパート第一号に認定されたアドバイザーである。

PIN も、当初は通常の RIA であり、特段保全資産の運用に専門性を有しているわけではなかった。転機となったのは、1998 年に、同社の既存顧客の中に認知機能が低下し、資産保全人の支援が必要となるケースが発生した際、当該顧客の資産保全人が、PIN の投資哲学は後見制度下に置かれた保全資産の運用に適していると判断したことがある。その後、資産保全人のネットワークを通じて、損失回避のプライオリティが高い受託者を対象とした低リスク運用に強みを持つ RIA として知られるようになった。

PIN の運用の特徴は、保全資産であることに鑑みて、価格の下振れリスク、すなわち損失リスクに重点を置いている点である。下振れリスクのみに注目して計算したのが「半標準偏差 (semi standard deviation)」であり、PIN は「半標準偏差」を用いた損失発生リスクの計測が、ポートフォリオのリスクを測るうえで最も有効であるとしている⁵。

³ MPT が求める分散投資は、後見人がリスク分散を図ったつもりであっても、実は相関が高い場合も少なくない。異なったカテゴリーのグループに分散して投資を行った場合でも、相関が高くなりうることは、例えばわが国のセクター別株価指数間の相関係数を計算してみても容易に分かる。2016年6月30日までの過去1年間における TOPIX-17 シリーズの業種別株価指数の相関係数を計算すると、相関係数が 0.7 未満となったのは、医薬品対その他の業種、食品対その他の業種が殆どで、それ以外のところで 0.7 未満の相関係数となったのは、ごく僅かであった。

⁴ 2016年2月の現地インタビュー調査に基づく。

⁵ PIN の調査レポート (Prudent Investing Under the Uniform Prudent Investor Act-What Judges, Estate Planning Attorneys, Fiduciaries, and Trustees Should know) より。著者は、PIN の CEO である Lee H. Anke と、Ted H. Ong、Jared Ong の 3 氏。レポート内で、委託元の後見人に提示する運用報告 (①運用状況の概要、②損失可能性 vs 運用リターン、③資産価値の長期推移という 3 項目から構成される) を例示し、なかでも、②の損失可能性と運用リターンのプロット図が PIN の特徴である、と主張している。

PIN は、伝統的にリスクとして捉えられているリターンのボラティリティに加えて、ポートフォリオのヒストリカルな損失リスク・データを計測できるソフトウェアを活用して、2001 年末までに第一号のポートフォリオの開発を完了し、実際の顧客資金を用いた運用を開始した。同ポートフォリオの運用は、広範な株式・債券市場よりも高いリターンを記録することが出来た、と PIN は説明している。

2) トレスコ・オブ・アイダホ (Tresco of Idaho)

個人や家族が後見人になる場合の様々なフィデューシャリー・サービスを専門的に提供する、コミュニティに根付いた組織の事例として、トレスコ・オブ・アイダホ (Tresco of Idaho) を挙げる事が出来る。

2002 年に設立されたトレスコ・オブ・アイダホは、アイダホ州南西部の地域で、個人や家族向けに専門職フィデューシャリー・サービスを提供する組織である。同社は、フィデューシャリー・サービスの他に、遺産関連のコンサルティング、遺言検認の管理というサービスを提供している。

専門職フィデューシャリーとしてのサービスは、請求書の支払い、投資口座および銀行口座の監督、不動産やその他の個人財産（自動車など）の管理或いは売却、税金の確定申告書の準備、保険金の請求書類準備、医療関係或いは金融関係のベネフィット申請、後見人として裁判所に毎年提出する会計報告の作成まで、幅広い分野に及ぶ。

同社が抱える 10 人の従業員はいずれも、フィデューシャリー口座や不動産の管理などの分野において銀行などで豊富な経験を積んでおり、全従業員の関連分野での経験年数は 125 年を超えている⁶。同社の預かり資産額は 2,900 万米ドルを超えており、その内訳を見ると、顧客の 7 割以上が資産額 25~35 万米ドル相当の中間層である⁷。同社は、後見人となっている個人や家族による保全資産運用の相談には応じるが、実際の運用については、トレスコ・オブ・アイダホが提携関係を結んでいる、多くの運用会社や銀行に委託している。同社の方針としては、可能な限り、顧客が構築してきた運用先との関係を維持することを目指している。

III むすびにかえて—日本へのインプリケーション—

以上で、米国における後見制度下の保全資産運用に関する枠組みと実態を見てきた。翻ってわが国の状況を見ると、被後見人の保全資産を運用するという発想がこれまでのところほとんど表面化してきておらず、被後見人の保全資産運用に焦点を当てた金融商品やサービスはないに等しい。

2012 年に導入された後見制度支援信託は、被後見人が日常生活で使う資金を除く預貯

⁶ <http://www.trescoestatemanagement.com/about> の記述より。

⁷ 2016 年 2 月に実施した現地ヒアリング調査に基づく。

金を、信託銀行等に信託する制度である。当該制度は、信託できる財産が金銭に限定されており、株式・債券などの有価証券や不動産を信託することは認められていない。したがって、当該制度を活用するには、すべて現金化する必要がある。

当該制度が導入された背景には、親族後見人による不正事案が把握される中、対策が喫緊の課題となったことがある。そのため、同支援信託では、信託財産の払い戻しや信託契約の解約時に、家庭裁判所の指示書が不可欠であるとされているなど、後見人による被後見人の財産横領といった事態を未然防止することに重点を置いた側面があると言ってよい。換言すると、同支援信託は、保全資産の運用の発想から誕生した訳ではなく、したがって、プルードント・インベスター法に基づく運用のような考え方が入り込む余地も乏しい。

しかしながら、少子高齢化が進行し、成年後見下の財産管理が増加するとみられるわが国においても、保全資産の運用のあり方について、多面的な検討が求められるのではないだろうか。被後見人やその家族の利益につながり、結果的に社会全体にとってもプラスに寄与することにつながれば意義深いであろう。その際、米国における保全資産運用の枠組みや考え方、実情から課題にいたるまでの様々な動向は参考になる部分が少なくない。とりわけ、米国のみならず世界的な潮流となっている「本人の要望、価値観、信念」を最大限に尊重しようとするスタンスや、リスク・リターンのトレードオフの関係を踏まえ、リスクを制御する形での運用が被後見人の最善の利益となり得る、とする捉え方は注目に値すると思われる。