



## ジェロントロジー ジャーナル

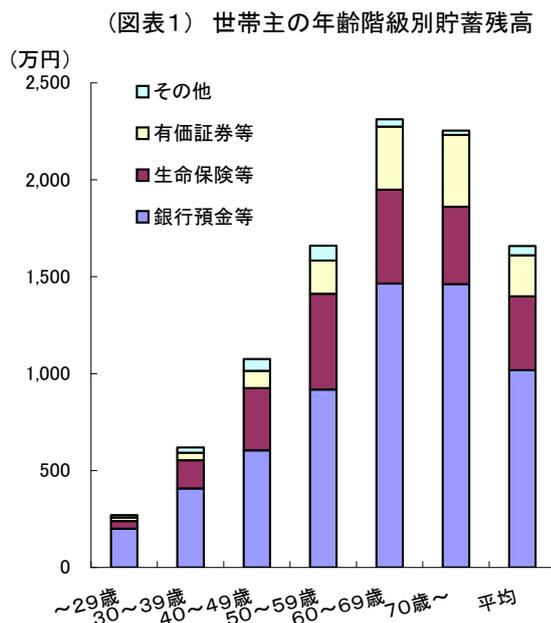
## 複雑化する金融商品と高齢者

金融研究部門 取締役理事 前田 俊之  
e-mail: tmaeda@nli-research.co.jp

## 1. はじめに

日本の家計の金融資産残高が1400兆円あるいは1500兆円といわれて久しい。この家計の持つ金融資産のかなりの部分が銀行預金などにとどまっていることは周知の通りである。今から10年ほど遡る2001年頃、こうした預金偏重を問題視した小泉内閣がイニシアティブをとり、「貯蓄から投資へ」の掛け声が強く響くようになった。その最大の狙いは我が国の経済発展に必要な資金をスムーズに供給するルートを確保することにあつたと言われている。仮に家計のもつ金融資産の10%が新たに株式や投資信託に向かえばその額は百兆円単位の投資となる。加えて、この新たな投資が毎年何がしかのリターンをもたらせば、家計の支えとしての意味も相当大きなものになるとも期待されていた。しかし、実際のところはリーマンショックなどの影響から、いずれの狙いも水泡に帰する結果となり、国にとっても家計にとっても大変厳しい10年となった。

図表1は総務省の家計調査のデータをもとに世帯主の年齢階級別に貯蓄残高を示したものである。当然のことながら、50歳以上の世帯の平均残高が圧倒的に大きい。これに世帯数を加味して計算すると、この世代が占める貯蓄残高は貯蓄全体の80%近くになると言われている。<sup>\*1</sup> また年齢が高い世代では有価証券への投資割合が高くなっていることも特徴的である。理由には諸説あるが、少なくともこの世代の投資意欲を下げることをしないようにすることが「貯蓄から投資へ」を掛け声に終わらせないための条件の一つと言えよう。しかしその一方で、このところ金融商品を巡



(平成22年度総務省 家計調査より)

って高齢者からの苦情が増えている。その背景には、多様な金融商品が作りだされるなか、高齢者が自分の保有する資産を適切に管理することが決して容易ではないことや、金融商品の販売現場における高齢者とのやり取りに工夫の必要性があるように思われる。以下、このレポートでは身の回りにある事例などを踏まえて、高齢者の資産運用を巡る問題点について考えてみたい。

## 2. 誤解を招きやすい金融商品の仕組み

個人投資家にとって身近な金融商品の代表例が投資信託である。ここ何年間にわたる投資信託への資金流入状況を見ると、毎月分配型投資信託が人気の中心になっていたことが分かる。野村総合研究所のデータによると 2010 年度の投資信託の資金純増額は 5 兆 9894 億円であるのに対して、毎月分配型投資信託の純増額は 7 兆 3897 億円にのぼる。<sup>\*2</sup> 従来型の投資信託が減少するなかで、毎月分配型投資信託に資金が集まったということになる。

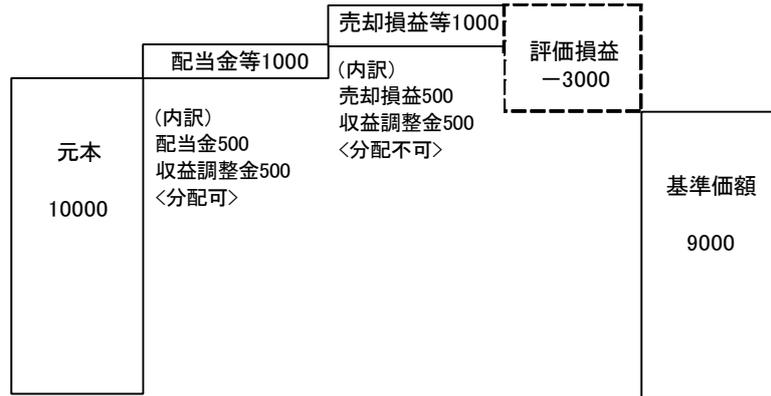
こうしたブームの一方で、複数のメディアが毎月分配型投資信託の配当の仕組みについて注意喚起をする内容の記事を掲載していることが目をひく。<sup>\*3</sup> また、投資信託協会では分配金の仕組みをより明快に説明する為に新たに目論見書の充実を図っている。実際、多くの投資信託商品について説明内容の改善取組が行われている。しかし、1999 年にこの毎月分配型投資信託が発売されてから 10 年以上の歳月を経ているにもかかわらず、いま新たにこうした取り組みが必要となった背景には、分配金競争で拡大してきた投資信託ビジネスの問題点が見え隠れする。

投資信託の分配金の仕組みは複雑だ。毎月分配型商品が属する追加型株式投資信託を例にとると、その分配金の原資は四つの構成要素からできている。具体的には ①配当等収益金 ②有価証券売買等損益 ③分配準備積立金 ④収益調整金 である。①の配当等収益金はその名のとおり株式の配当金や債券の利子収入から監査費用等を除いたもので、言わば一定期間の基礎的な収益力を示している。②の有価証券売買等損益も株式や債券の売却益や評価損益から費用を除いたもので、①の配当等収益金ほど確実性はないが、市場環境に恵まれた場合には追加的な収益力となる。さらに③の分配準備金もその名が示すように①と②のうち分配金にまわされなかった額を意味しており、収益の裏付けのある分配金原資と考えて差し支えない。

これに対して④の収益調整金は性格が多少異なる。この収益調整金は投資信託が追加設定される際の会計処理から生まれるもので、本来の運用成果とは別のものである。例えば、当初の元本が一口 10000 円で設定された投資信託が年率 10%の配当等収入を生む資産を保有し、一年後にその基準価格が 11000 円になった場合を考えてみる。<sup>\*4</sup> この場合に純粋な収益から生ずる分配可能額は 1000 円だが、もしこの時点で新たにもう一口追加設定が行われたとすると、一口当たりの分配金は 500 円となり既存の投資家にとっては不利な扱いとなる。そこで新規に設定された一口については払い込まれる 11000 円のうち 10000 円を元本として扱い、残る 1000 円を収益調整金とすること（一口あたり 500 円の収益調整金）により、もともとあった一口ともども 1000 円の分配（一口あたり 500 円の配当等収入 + 500 円の収益調整金）を可能にしている。

もう一つ別の例を考えてみる。同じ仕組みのもとで資産価格の上昇にも恵まれて基準価額が 12000 円となり、その時に新たに一口が追加購入されたケースではどうだろうか。この時の収益調整金は 2000 円となる。ただ、この 2000 円のなかには配当等収入に対応して生ずる部分（この例では 1000 円）と資産の評価損益に対応して生ずる分(1000 円)が含まれる。ポイントはこのうち配当等収入見合いで生じる 1000 円という収益調整金の扱いである。仮に市場の急変で基準価額が 10000 円を大きく割ったとしても、この収益調整金は分配可能原資として残る。<sup>\*5</sup> 例えば、基準価額が 9000 円まで下落した場合にどのようなになるだろうか。投資信託一口あたりの価額(9000 円)は図表 2 のように分解される。

仮に次の一年間で一口あたりの運用収益が当初の 1000 円 (10000 円 x 10%) から 900 円 (9000 円 x 10%) に下がったとしても、この収益調整金 (一口あたり 500 円) から毎年 100 円ずつ分配金を支払えばもともとの分配金水準(年 1000 円)を 5 年に亘って維持することが可能になる。<sup>\*6</sup>



(図表2) 基準価額の内訳

本節の冒頭でふれたように、投資信託協会などの関係者が注意喚起に力を入れた背景には、この分配金を預金利息と同じように誤解をした顧客の存在があると言われている。すでに説明したとおり毎月分配型投信では、その独特の分配原資を計算する仕組みによって、毎月支払われる分配金の原資は必ずしも真の運用成果ではないケースが存在する。これを仮に毎月の分配金を預金利息と誤解している例があるとすれば、将来投資家は元本の目減りという形でコスト（基準価格の減少）を負担することになるのだが、このことも毎月の運用報告書などをしっかりチェックしていないと分かりにくい。

さて、こうした仕組みを投資家はどの程度理解して投資しているのだろうか。毎月分配型投信の人気は高まるとともに、最近の退職者や既に高齢者と呼ばれる層がかなりの額を投資しているといわれるだけに気になるところである。投資信託協会が 2010 年に行ったアンケートの中に分配金の特徴を確認する質問がある。その中の一つである「分配金が支払われた額だけ基準価格が下がる」ことを認識していた投資家の割合は 20.4%にとどまっている。その他の質問も合わせると全体的に高齢者層の認知率は低くなるとアンケートの報告書は分析している。やはり高齢者がいろいろな仕組みを理解したうえで投資をおこなっていると期待するには無理があるようだ。また、投資信託の商品内容を説明する目論見書については 50 歳以上の投資家の約 6 割が「あまり読まなかった」と回答している。さらに定期的に送られてくる運用報告書に関しても、50 歳以上の層では「読んだことはない」が 40%を超え、その残りの閲覧経験者のうちの半数近くが「よくわからなかった」と回答している。こうした分析を見る限り、高齢者が十分な知識を持って投資信託に臨んでいるとは考えないほうが良さそうである。

こうした状況をさらに悪化させた可能性があるのは「分配金」競争をあおるような類の資料である。メディアのなかには「直近の分配金×12÷基準価格＝利回り」と称した資料を提供している例がある。すでに説明の通り「直近の分配金」が必ずしも常識的な意味での利回りではない。その資料の注意書きの欄には「現在の分配金が将来も継続するとは限らない」などの説明が記載されているが、そもそも分配金の持つ意味がしっかりと理解されていないなかでは、こうした注意書きがどの程度役に立つか疑わしいのではないだろうか。高齢者はもとより全ての投資家を守る為には何らかの工夫が必要と思われる。

### 3. さらに複雑化する金融商品

このように投資家の理解を高める努力がなされている一方で、従来の仕組みをさらに複雑にした投資信託が人気を博している。それは通貨選択型の投資信託である。この通貨選択型投信が本格的に市場に現れてから3年程度が経過している。その仕組みのひな型は、ひと昔前に機関投資家が行っていた投資にあると思われる。もとの仕組みは比較的単純で、円から流動性の高い米ドル建て債券（原資産）に投資をし、その米ドル資産と同額の為替取引を第二通貨（豪ドルといった高金利通貨）との間でおこなうというものである。その結果、米ドル建て債券の金利収入および「高金利通貨－米ドル」の金利差を収入として得ることが期待できた。

この仕組みには複数の変動要素があり、この仕組みの導入に際しては複数の視点からリスク管理が求められている。具体的なチェックポイントとして以下のような点をあげることができる。

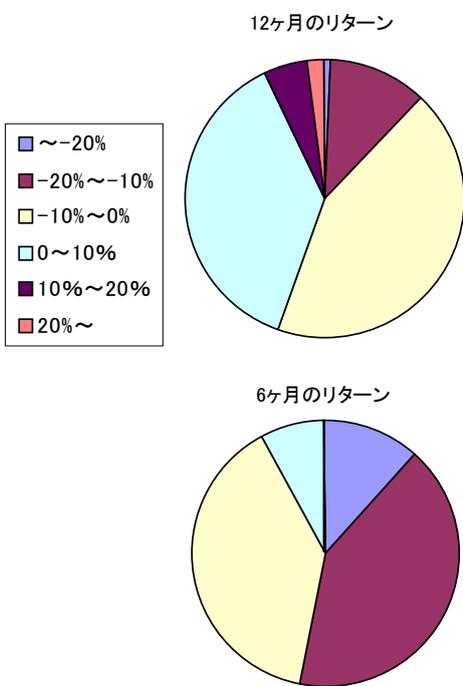
- ①原資産の価値についての検証：金利上昇あるいは信用力の低下によって債券価格は下がることから原資産の見通しについて経済環境や格付けについて検討を行う必要がある
- ②米ドルと第二通貨の金利差の検証：米ドルで高金利通貨を買うことによって金利差を収入として得る為には、ある程度の期間にわたって第二通貨の短期金利が米ドルの短期金利より高いことを見通す必要がある
- ③米ドルの長期・短期金利の関係の検証：短期金利が長期金利を上回ると原資産の価値にマイナスの影響があるので原資産購入時の長期金利をその後の短期金利が上回らないことについて確信が必要となる
- ④第二通貨の円に対する価値：最終的に残るリスクは第二通貨と円の間の為替変動となることから、長期的に円に対する第二通貨の価値が安定していることが必要となる

このひな型の仕組みとくらべると、最近の人気商品として販売されている通貨選択型投信の構造は複雑になっている。それは以下の二点に集約される。一つは原資産が債券のようなキャッシュフローを予測しやすいものだけではなく、株式やREITといった商品に拡大している点である。その分、原資産の価値の変動幅が大きくなる。もうひとつは第二通貨がブラジルリアルや南アランドといった通貨に拡大している点である。これらの通貨は豪ドルとくらべて市場規模が小さく、通貨の変動幅が大き

い。こうして構造が複雑になることの結果、投資家にとってのリスクも大きくなっている。金利や通貨のリスクマネージメントに経験をもった機関投資家が慎重に行っていた時代と比べて、さらに大きな運用のリスクをとった金融商品となっている。

こうした点について、投資信託の顧客向け資料がどこまで説明をしているかと言えばやはり疑問が残る。その端的な例が原資産と第二通貨の間の取引を「為替ヘッジ」と称している点である。常識的に為替ヘッジと言えば、もとの通貨の価値を守る為に行う操作をさし、この通貨選択型投信においては円の価値を守る為に行う操作、すなわちドルを売って円を買う操作を意味するのが常識というものではないだろうか。もし、顧客が「為替ヘッジ」という言葉をこのようなものとして理解していた場合、円の独歩高局面で思わぬ損失をこうむることも考えられる。

(図表3) 通貨選択型投信のパフォーマンス



(モーニングスター社データより作成)

図表3は10月末時点での通貨選択型投信435本のパフォーマンスを示したものである。過去12ヶ月と6ヶ月のパフォーマンスを比較してみると、足元の6ヶ月ではかなりものがマイナスとなっている。これは米国の景気低迷や欧州の信用危機から来る世界景気減速懸念によって、原資産の価値が変動したことや、それに連動する形で一部の高金利通貨の価値も大きく変動したことによるものである。運用にリスクはつき物とは言え、こうした金融商品に内在する複合的なリスクが如何に大きいかをこの図表は示している。このような仕組みを個人投資家が理解をし、適切に行動することは容易でないことは既に述べた通りである。まして高齢者にとっては、よりハードルが高いことは間違いない。以前から投資には「自己責任原則」という言葉が使われていたが、このような複雑な金融商品に関しては勧誘・販売する側の責任も大きいと考えるべきではないだろうか。

#### 4. 営業の現場で

手元に一枚の分配計算書がある。平成18年7月から平成23年12月を運用期間とする不動産投資ファンド匿名組合の運用結果を伝えるものだ。同封された運用報告書を見ると第二期の平成20年度6月期までは多少の分配金が半年毎に支払われているが、その後は毎期のように損失の計上が続く。その結果、この平成23年度6月期の純資産額は当初の60%まで減少している。一般的にハイリスクと称されるべきこのような商品を現役世代かつ投資経験豊かな人物が購入したのであれば自己責任の問題といわざるを得ない。しかし、投資をした当時に既に78歳になっていた高齢者に対して、この匿名組合のような仕組み商品売ることが行われていたとすれば話は違う。

この匿名組合商品の運用が始まるのとほぼ同じ頃、証券取引法が金融商品取引法へと改正され、およそ一年後の平成 19 年 9 月に施行されている。その立法趣旨の中でひとつの大きな柱となるのが適合性の原則である。適合性の原則とは、金融商品取引業者等が商品やサービスを顧客に提供するときには、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして、適合する商品やサービスを提供するようにならなければならないというルールである。

一般にこの適合性の原則については二段階の対応が求められるとされている。まず始めに求められるのが「狭義の適合性の原則」で、これは顧客属性（財産の内容など）からみて、そもそも当該顧客に金融商品の勧誘・販売を行ってよいかどうかの判断をしなければならないというものである。次に求められるのが「広義の適合性の原則」であり、仮に狭義の適合性の原則をクリアしたとしても、当該顧客に商品を理解してもらう為に必要な説明をしなければならないという内容である。これを文字通り解釈すれば営業活動がほとんど出来なくなるとの懸念も一時は広まったが、実際には個々の金融機関の判断に委ねられる部分を多く残すこととなった。ちなみに平成 20 年に金融庁が公表した「質疑応答集」では高齢者に対する販売・勧誘について次のように説明している。

<質問①>証券会社・金融機関は、高齢者に対してリスクの高い商品を販売・勧誘してはいけないこととなったと聞きますが、本当ですか。

1. 適合性の原則は、顧客の知識、経験、財産の状況、商品購入の目的に照らして不適当な勧誘をしてはならないというルールです。顧客の状況を総合的に考慮して、それに見合った勧誘をすることを求めているものです。
2. したがって、証券会社・金融機関が（顧客の知識や経験等に関係なく）
  - ・一律に高齢者にはリスクの高い商品を販売しない
  - ・一律に高齢者には一度目の訪問では販売しない
  - ・一律に高齢者には親族の同席がなければ販売しないなどの対応をとることは、必ずしも制度の趣旨に合いません。
3. いずれにせよ、それぞれの顧客の状況に応じた、きめ細かで柔軟な販売・勧誘が行われることが、利用者、証券会社・金融機関の両方にとって望ましいことと考えられます。

では、こうした時代背景のなかで、件のファンド匿名組合に投資をした高齢者はどのように購入したのであろうか。本人の言は以下の通りである。「銀行に預けていても金利がほとんどつかないなかで、以前取引のあった証券会社の担当者から『利回りの良い運用商品がある、預金と同じようなものだから』と勧められて買うことにした。しかし後日、仕組みがよくわからず気持ちが悪かったので解約をしたいと思うようになった。担当者にそのことを言ったら当分解約が出来ないと言われた」とのことである。現在 83 歳の高齢者ゆえに本人の言をどこまで信頼できるかという点や、こうした匿名組合のような集団投資スキームが規制対象になったのは金融商品取引法の施行以降であることを踏まえると、この証券会社の担当者に違法性を問えるかと言えば難しいであろう。しかし、その時点で既に存在していた金融商品販売法の精神に照らしても、元本割れの可能性があることを認識していなかったと思われる高齢者に対して、このような営業姿勢がとられていたことは極めて問題であると考えざるをえない。

もうひとつの例を挙げる。テーブルの上に置かれたさる信託銀行の営業担当者の名刺。同じ名刺が何枚も残っている。どうやら長期間保有している外債ファンドを売却して新しい外債ファンドへの乗り換えを推奨しているらしい。しかし、高齢となった当人には何を聞いても分からない。もともと先に亡くなったご主人が投資していたもので、保有期間が長いこともあり、いまさら何かを変えようという気持ちもない。一人住まいということもあり普段は訪問客を家にあげることはしないのだが、多少でも顔見知りの人間が来るとつい鍵を開けてしまうという。本当は断りたいのだが、なかなかそれが言えないらしい。そこで代わりに親族がその担当者に「これ以上の営業訪問はやめてほしい」との意向を伝えたが、残念ながらその後も訪問は続いた。

また、別の証券会社からは新しく営業担当になったという人物がその上司とともに突然訪問し、なんの断りもなく家のなかに入り、やおらお薦めの運用商品の説明をし始めたという。これらの例は先の述べた金融商品取引法が施行された平成 19 年以降の出来事である。とても適合性の原則の精神を踏まえた営業活動とは思えないが如何だろうか。この例に挙げた信託銀行や証券会社からは定期的に契約締結前交付書面等が送付されるなど、表向きの法令順守はしっかり行われている。しかし、果たして各営業現場での行動まで目が行き届いているか疑わしいと思われる事例が身の回りに存在するの事実である。

(図表4) 金融商品への苦情割合

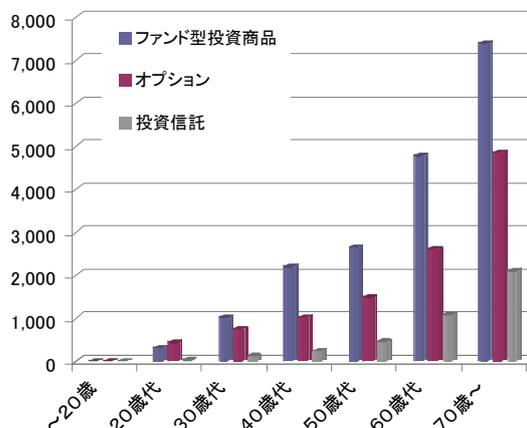
こうしたケースが例外的なものでないことは国民生活センターに寄せられる金融商品を巡る苦情を見てもうかがえる。図表4は 2004 年から 2008 年までの 5 年間で 2009 年から 2011 年の 3 年弱の間の傾向を比較したものだが、明らかに投資分野を含む分野での苦情の割合が増えている。



(国民生活センター 消費生活相談データベースより)

さらに図表5は 2009 年以降に開示されるようになったファンド型投資商品やデリバティブ商品などへの苦情を年齢別にみたものだ。保有する資産の多さとの関係もあるが、それ以上の割合で高齢者からの苦情数が多くなっている事がうかがえる。特にファンド型投資商品やいわゆる FX 取引などに関係するオプション分野での苦情の急増が目立つ。また、同センターに寄せられている具体的な内容をみても、高齢者が金融商品の仕組みを深く理解しないまま契約した例がいくつも存在する。  
\*7 今後もこうした事例が増え続けるのではないかと懸念されるところである。

(図表5) 世代別苦情内容



(国民生活センター 消費生活相談データベースより)

## 5. 最後に

高齢者は何歳まで資産運用をすることができるのだろうか。勿論この問いに明確な答えはない。ただ、これまで見てきたように (i) 高齢者はあまり金融商品の中身を細かく吟味しない傾向がある (ii) 人気を博している金融商品の仕組みは複雑化している (iii) 営業の現場では高齢者がらみの苦情が増える傾向にある などの現実を踏まえれば、どこかの時点で高齢者の資産運用を見守るべき人間が必要になることは間違いない。

日本には約 250 万人程度の認知症を患う人がいると言われている。今後さらに社会の高齢化が進捗することを考えると、この人数は拡大の一方である。こうした事態を想定して 2000 年からは成年後見人制度が導入されている。独居の高齢者が貴重な資産を失わない為には社会全体でこうした制度を有効に活用する術を身に着ける必要があることは言うまでもない。しかしそれにもまして、成年後見人を必要とする状態に至る前から親族の間でよく話をすることが大切ではないだろうか。高齢者が元気に見える間にその資産に関する判断に口を挟むことは、たとえ実の子供であつても遠慮しがちなテーマである。しかし、高齢者の判断力は年を追う毎に確実に衰えてゆく。その事を前提にして、周囲の人間がよく見守ることが高齢者の大切な資産を守る第一歩であろう。

=====

\*1 「家計金融資産 1 4 0 0 兆円の分析」小池拓自 国立国会図書館 調査と情報 491 号

\*2 「2010 年度の追加型株式投信の動向」野村総合研究所

\*3 日本経済新聞 9 月 11 日 Sunday Nikkei 他

\*4 実際の投資信託ではスタート時には一口が 1 円で、10000 口を取引単位としている。ここでは説明を簡単にするため、一口 10000 円とした。

\*5 この部分の説明では基準価格の上昇が配当収益金の増加による場合を前提としている。

\*6 実際の分配金額は収益調整金の残高だけで決まるわけではない。市場見通しや直近の運用利回りなどを総合的に検討して決定される。

\*7 詳細については 「独立行政法人 国民生活センター 相談事例・判例」を参照。