

## IOSCO「高齢投資家の脆弱性（Senior Investor Vulnerability）」報告書の概要

平成 30 年 7 月 12 日  
佐志田晶夫  
（日本証券経済研究所）

## IOSCO「高齢投資家の脆弱性 (Senior Investor Vulnerability)」報告書の概要 (要約)

世界的な高齢化の進展を背景に、高齢投資家が不適切な投資や詐欺による被害を受けることへの懸念が高まっている。高齢投資家は、社会的孤立や認知能力の低下の影響で、被害を受けやすいとみられる。IOSCO が本年 3 月に公表した「高齢投資家の脆弱性」報告書は、各国当局への調査等により高齢投資家の問題と対応状況を概観している。

WHO の報告では、世界人口に占める 60 歳以上の比率は 2015 年から 2050 年に 12% から 22% へほぼ倍増。80 歳以上は現在 1 億 2 千 5 百万人だが、2050 年には 4 億 3 千 4 百万人に達し、2050 年には高齢者の 80% が低・中所得国に属する。発展途上国では、短期間の高齢者増加に効果的に対応する仕組みがなく、急速な変化が大きく影響する。

老化は認知能力低下を伴い、意思決定や問題解決の困難さ、将来計画の不十分さにつながる。高齢者の詐欺被害調査では、認知機能低下、心理的幸福感低下、低い識字能力が、被害の受け易さの目印とみられる。高齢者の投資意思決定へのリスクとして、不適切な投資や金融詐欺、認知能力低下の影響と不慣れで複雑な商品が指摘されている。

調査回答メンバーのほぼ 4 分の 3 が、高齢投資家保護のプログラムを実施しているが、その多くが全ての投資家に適用される政策に依存する。高齢投資家特有のニーズに対応するとの回答もあるが、特有な戦略はないとの回答も少なくない。回答者の多くでは高齢投資家に特定した明示的な法令・規制はなく、高齢者も一般的な規則で保護している。ただし、日本（金融庁の監督指針や日証協のガイドライン）、米国（FINRA（金融業規制機構）と SEC（証券取引委員会））、カナダ、香港などでは高齢者対応に変化がみられている。

各国当局等による高齢投資家対応の健全な実務には、高齢投資家教育・情報提供（多くがウェブサイトを利用）、高齢投資家に焦点を当てた専門性の育成、高齢投資家対応改善に向けた調査プロジェクトの実施、仲介機関職員向けの教育・指針などがある。また、金融サービス提供者もライフイベントを経験している高齢者への支援や、高齢者に対応する社員の訓練や支援を行っている。

IOSCO の高齢投資家の脆弱性ワーキンググループはこの分野の進展をモニターし、各国の高齢投資家保護アプローチの変更状況を判断するため、1 年後に本報告書の影響についての分析を実施する。また、本報告書に基づく各国の行動を支援するオンライン等手段の創設を検討している。

## IOSCO「高齢投資家の脆弱性（Senior Investor Vulnerability）」報告書の概要

公益財団法人日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

### I. はじめに

#### 1. 高齢投資家の脆弱性への懸念

本稿では、今年3月にIOSCO（証券監督者国際機構）が公表した「高齢投資家の脆弱性（Senior Investor Vulnerability）」報告書の概要を紹介したい<sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup>。

世界的に高齢化が進みつつあり、高齢投資家が不適切な投資による損失や詐欺の被害を受ける懸念が高まっている。高齢投資家は、社会的孤立や認知能力の低下が判断力・意思決定能力に及ぼす影響により、被害を受けやすいとみられている。こうした問題意識に基づいて本報告書では、高齢投資家が直面するリスクを特定し、リスクを管理する健全な実務を紹介、高齢化対応での各国の取り組みを概観している。

報告書の構成は、検討の背景と文脈、脆弱性に関する見解と経験、規制当局の見方、健全な実務、結論・次の段階となっており、以下、構成に沿って紹介したい。

#### 2. 主要な概念の定義

報告書では、使用している用語・概念について以下のように説明している。

・“高齢投資家”の定義は各国で異なり、報告書では定義を特定していない。例えば、英国では55歳から年金の一部請求ができる。一方、日本の老年学者の中には高齢者を75歳以上と定義する者もある。ちなみに2014年にはOECD加盟35か国の法定退職年齢の平均は、男性が65歳、女性が63.5歳であった。

・“金融アドバイザー”、“登録金融アドバイザー”とは、適切な当局・組織に登録され、投資アドバイスや証券仲介業務を行う金融専門家または会社を指す。“非登録金融アドバイザー”とは、適切な登録がされていないアドバイザー・仲介業者あるいは詐欺師を指す。

---

1 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD595.pdf> 08 March 2108 を参照。

2 IOSCOは、投資家保護、金融教育に取り組んでいる。今回の報告書に関連するものとしては、2015年に投資リスク教育について“Sound Practices for Investment Risk Education”, 15 Sep 2015、投資家教育と金融リテラシー関連では2014年に“Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy”, 04 Nov 2014が公表されている。

・“脆弱な（被害に遭いやすい）消費者”の定義は様々だが、個人的状況や性質（一時的、恒久的な認知能力や身体能力の制約）が、損失の可能性やその厳しさを増やすかに焦点が当てられる。多くの定義が、金融サービス提供者や提供者と称する者からの被害に遭いやすい消費者を参照している。

・“投資詐欺”と“金融詐欺”の区別も重要である。投資詐欺は金融詐欺の一部で、金銭的な利益のため誤った情報を用いて投資家を故意に欺くために起きる。例として、ボロ株詐欺や pre-IPO 詐欺、石油・ガス詐欺、ポンジスキーム（ねずみ講）や高利回り投資プログラム詐欺がある。より一般的に金融詐欺は、投資には関係のない他の経済的詐欺を含む（宝くじ詐欺、無価値な商品による詐欺、偽の体重減少商品、偽記念品など）。

・“金融搾取／虐待”と“金融詐欺”も区別すべきであり、前者は家族や信頼された世話人などが行い、後者はしばしば非登録アドバイザーや他人が行う。全米成人保護管理者協会（NAPSA）によれば、金融搾取は世話人や親族、隣人、友人、知人、弁護士、銀行員、信仰指導者、医師や看護師など、被害に遭いやすい高齢者に生活の中で信頼された者が関与している。

金融搾取には、不注意な行動による基本的には高齢者に利得があるはずの資金の目的外使用や誤用も含まれる。全米家庭内暴力撲滅ネットワーク（NNEDV）によると、金融搾取は資産の横領や盗みに止まらず、犠牲者の資産利用制限や財政情報の隠匿が含まれる。加害者及び彼らが金融搾取に用いる手口は金融詐欺とは異なっている。

本報告書では、①高齢投資家を狙って非登録アドバイザーや他人が行う投資詐欺、②高齢投資家を狙う登録金融アドバイザーによる不適切な投資に、主に焦点をあてている。報告書は関連調査・研究の文献レビュー、メンバー・インタビュー、IOSCO 政策委員会 C3（市場仲介者規制）、（C8（リテール投資家：金融教育・投資家保護）<sup>③</sup>および AMCC（協力会員諮問委員会）メンバーへの個別調査による情報とデータに基づいて作成された。

---

3 IOSCO は投資教育提供者の集まりである「投資家教育のための国際フォーラム（IFIE）」と協働している。これについては、例えば、本研究所のトピックス「IOSCO 専門委員会の作業プログラムと作業概要」（大橋善晃氏：2008 年 12 月 19 ページを参照）。 [http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0812\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0812_01.pdf)

今年 4 月、東京で開催された IFIE-IOSCO 投資者教育国際コンファレンスでは、高齢投資者の脆弱性がトピックとして取り上げられ、議論の中で本報告書に言及している。「第 10 回 IFIE-IOSCO 投資者教育国際コンファレンス等の模様について」証券業報平成 30 年 5 月を参照。 <http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/gyouhou/18/1805/ifie-iosco10.pdf>

## II. 背景と文脈

### 1. 高齢化が進む世界

世界的な人口高齢化の進展で規制当局と業界の対処が重要になっている。高齢化で多くの人々が認知能力を制約され、適切な投資商品の選定が難しく、金融詐欺被害を受けやすくなる。認知能力低下と社会的孤立は、高齢者が効果的かつ安全に投資することを妨げる。WHO（世界保健機関）の高齢化進展に関する報告では、

- 2015年から2050年に人口に占める60歳以上の比率は12%から22%へほぼ倍増。
- 現在、80歳以上は1億2千5百万人だが、2050年には中国だけでもほぼ同数になり（1億2千万人）、世界全体では4億3千4百万人に達する。
- 2050年には高齢者の80%が低・中所得国に属する。

先進国は余命長期化の影響に慣れているが、低・中所得国で大きな変化が予想される。今後30年間では、チリ、中国、イラン、ロシアで高齢者比率が大きく増加する。高齢者人口は全ての国々に大きな影響を及ぼすが、発展途上国では、短期間の高齢者増加に効果的に対応する仕組みがなく、急速な変化が大きく影響する。

### 2. 高齢投資家の老化に伴う諸課題

老化は、環境変化への適応に必要な認知管理過程の減退を伴う。これらの能力は実行制御と言われ、精神の柔軟性や抑制、作業記憶、エピソード記憶、将来展望と計画を含む。実行制御の低下は、意思決定や問題解決の困難さ、将来計画の不十分さにつながる。

高齢者の一部では、認知能力低下が意思決定に悪影響を及ぼすには至らず、より投資経験を積んでいることもあり、人生経験・知識で柔軟な思考力低下を補完できる。ただし、一般的には高齢投資家は金融搾取の被害に遭いやすいと考えられる。認知症ではない地域在住の高齢者の詐欺被害に遭い易さを検証した研究では、高齢と認知機能低下、心理的な幸福感低下、低い識字能力が、高齢による金融被害への陥りやすさの目印とされる。

金融アドバイス専門家（FA）の高齢化が、金融サービス提供の潜在的リスクだとの指摘がある。米国のFAの平均年齢は50.9歳であり交代していない。顧客や企業への助言・コミュニケーションの品質低下、会社手順からの逸脱、顧客の喪失、訴訟や法的責任、企業の評判への悪影響を及ぼす。2017年にカナダ証券管理局等は、小規模な1人事務所への指針を公表、コンプライアンス一斉検査では共通の欠陥が見出された。35%の小規模企業が事業中断や承継問題への対応計画が不適切か全くなく、単独事業者の死亡や長期不在の影響が懸念される。指針は小規模企業に、企業規模とビジネスモデルに応じて明文化した事業継続計画の作成、継続計画を実行する個人の指名や毎年の計画見直しを促している。

アルツハイマー協会は軽度認知症（MCI）を、本人や他人が気づく程に重大だが日常生活や独立した機能を脅かすほど深刻でない認知能力の変化を起こすとしている。アルツハ

イマー病は最も一般的な認知症で、記憶障害、感情変化、コミュニケーションや論理能力の問題などの症状がある。進行性で、能力（日常生活と生活変化に関する意思決定能力）は時と共に低下し、最終的には健康・社会的介護など多くの支援が必要になる。個人が独立して社会で活動するには、金融能力（金銭を扱い、個人口座を管理する）が必要だが、認知症は金融能力の喪失につながる。認知症患者は銀行口座管理など日常的な金銭の扱いが徐々に困難になり、最終的には不可能になる。

IADL（手段的日常生活動作尺度）は独立して生活する能力の評価尺度で、現在の機能を評価し将来の低下を測定する。主要な能力には、薬品の管理、買い物や電話など日常活動を含み、個人的金融の管理は主要尺度に含まれている。金融能力の減退は、認知能力低下のかなり早い段階で生じ、詐欺や金融虐待の被害を受けるリスクを生じさせる。また、顧客の病状に気づいていない金融専門家にとっての問題にもなる。

AgeUK（英国の高齢者向け慈善団体）は、孤立(isolation)を社会や家族との接触、共同体の関与やサービスへのアクセスからの分離と定義、社会的孤立には強制・非自発的なものから自発的なものまでである。2009年の研究では、自発的孤立やプライバシーの積極的選択なら個人の感情にはよいが、非自発的孤立は社会的交流と支援を失いマイナスである。最近の研究では、社会的孤立はその理由を問わず高齢の金融虐待被害者に共通し、高齢者の生活への能力のある成人の関与は、金融搾取リスクを軽減し一般的福祉を改善する。

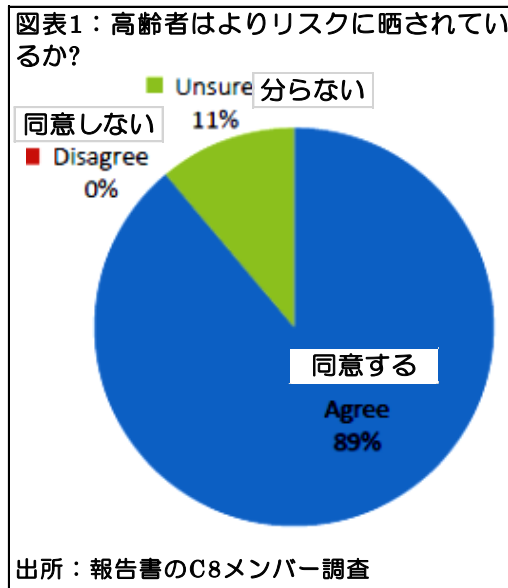
詐欺師は、潜在的犠牲者を金融アドバイザーや家族、友人から孤立させる策略を用いる。英国の金融行為規制機構（FCA）の投資詐欺調査では、犠牲者は、①誰にも話すなど指示され（敵対的買収開示への反応、公表で投資の価値低の懸念などが理由）、②投資に関する守秘義務契約への署名を求められている。さらに詐欺師は、③引き伸ばし策で犠牲者との関係を長引かせ、適時な情報や社会的ネットワークや当局からの支援が妨げられている。

FCAによれば、引退年齢が近づいた高齢投資家は詐欺の主要な標的であり、その30%が過去12か月内に年金または投資に関する不招請勧誘を受けている。

### Ⅲ. 高齢投資家の脆弱性に関する見解と経験

#### 1. 高齢投資家はより大きなリスクに晒されている

IOSCOは、メンバーへの調査により高齢投資家が直面するリスクを評価し、各国当局がそうしたリスクに対処する戦略をどのように展開するかを判断しようとしている。調査回答者は、他の投資家と比べて高齢投資家が詐欺や他者に付け込まれるリスクが高いとの見解でほぼ一致（図表1）、一部の回答者は裏付けとなる統計を提供している。他の回答者は、十分なデータはないが、高齢者は年齢と退職による生活の変化で不適切な投資を行うリスクが高いことが実態的に示唆されるとしている。



FPSB（ファイナンシャルプランニング・スタンダード：CFP 資格を認定する国際組織）ボードの CFP に対する調査には 12 地域 2,641 人が回答<sup>4)</sup>、過半数が高齢者は不公正な慣行のためより高いリスクに晒されるとしている。回答者の一部は、高齢者は投資時間軸の短さからニーズやリスク許容度に合わない商品を選択し被害に遭い易いと指摘している。

## 2. 投資関連の意思決定で高齢投資家が直面するリスク

高齢者の意思決定におけるリスクに関して、調査回答者は 2 つの主要なリスクを認識している。1 つは金融アドバイザーなど家族や世話人以外の者による不適切投資や金融詐欺であり、もう 1 つは、認知能力の低下が意思決定に及ぼす影響と投資家が慣れていない複雑な商品である。

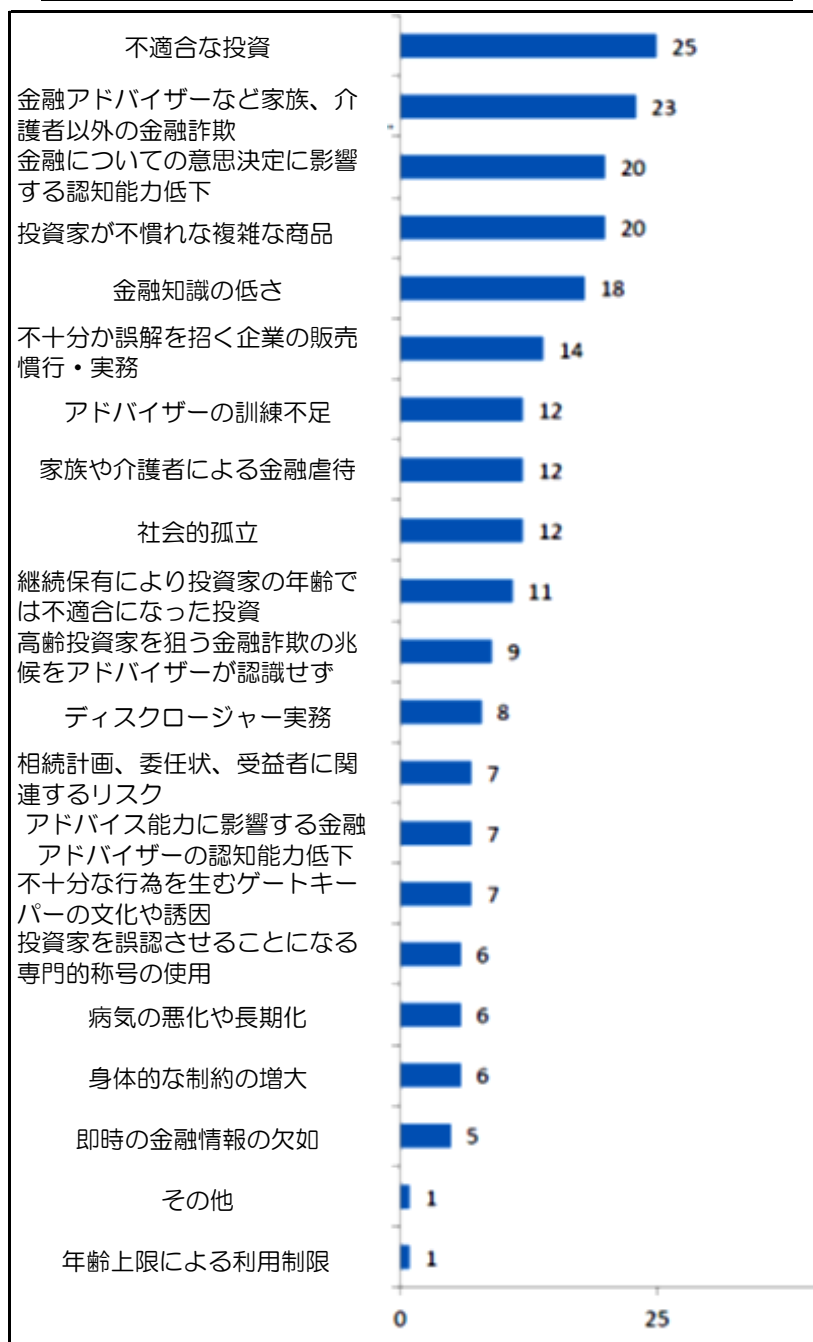
図表 2 は高齢者の投資関連の意思決定に関連するリスクについての回答だが、英国 FCA だけが（住宅ローンでの影響を踏まえ）、年齢によってアクセスを制限することが高齢者のリスクになりうるとしている。

調査回答者の多くは、即時の金融情報の欠如は投資家一般のリスクで、高齢投資家に特有ではないとしている。ただし、FCA は、高齢投資家は新技術の習得が困難なため、技術進歩によって助言サービス利用を妨げられるとしている。若干の回答者は、オンライン・コミュニケーションとデジタル・ディスクロージャーが、多くの高齢投資家（技術に熟達しないか、デジタル形式の情報受領に不慣れ）に追加的なリスクだとしている。

いくつかの回答者は、高齢投資家は投資家の多くと同じリスクに直面し、適合性と顧客デューデリジェンスを含む問題の多くは他の年齢層の投資家の問題でもあるとしている。

<sup>4</sup> [https://www.fpsb.org/wp-content/uploads/2017/06/170623\\_ltr\\_IOSCO-SrInvVulnerability.pdf](https://www.fpsb.org/wp-content/uploads/2017/06/170623_ltr_IOSCO-SrInvVulnerability.pdf) 2017 年 6 月を参照。

図表 2：投資関連の意思決定で高齢投資家が直面するリスク



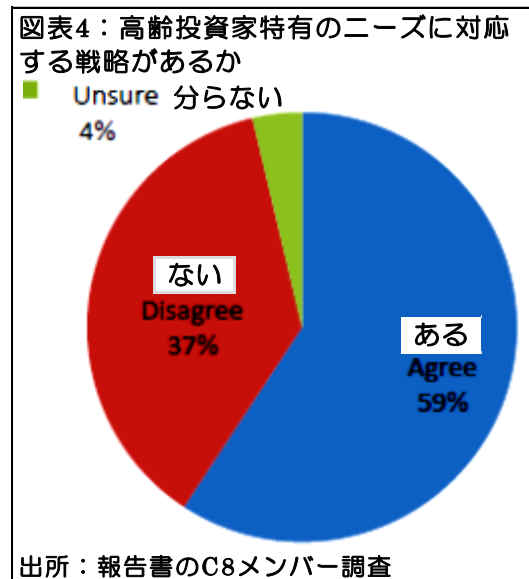
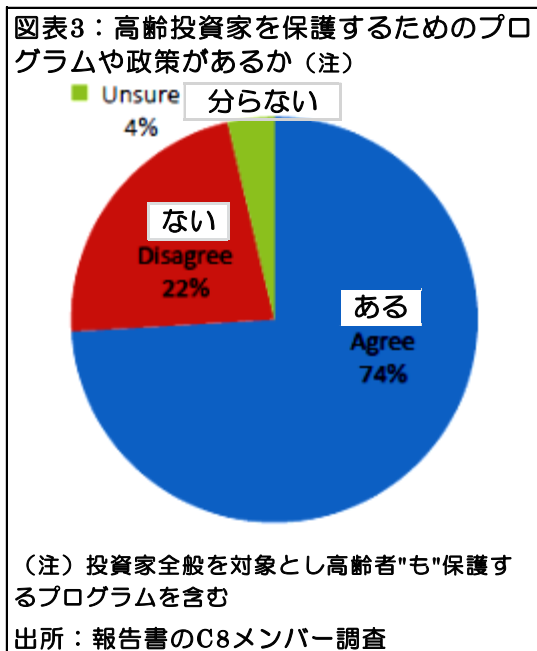
出所：報告書の C8 メンバー調査

### 3. 高齢投資家の保護とニーズへの対応で取られた措置

- ・高齢投資家を守るプログラムと政策（図表 3 参照）

回答者のほぼ 4 分の 3 が高齢投資家を守るプログラムと政策を実施している。ただし、回答者の多くは、高齢投資家特有のプログラムや政策の代わりに、年齢や被害に遭いやさに関わらず全投資家に適用される適合性やリスクを管理する既存の政策に依存している。





・高齢投資家のニーズに対応する戦略（図表4参照）

回答者の59%が、被害に遭いやすい投資家を守る一般的方法とは別に、高齢投資家特有のニーズに対応した戦略があるとしている。高齢者のための特別な戦略はないとの回答は37%で、4%は不明と回答している。特別な戦略はないとした回答者の大半は、高齢投資家にも被害に遭いやすい投資家への一般的戦略で対応しており、特定の年齢以上の投資家への特別な対策はないとしている。

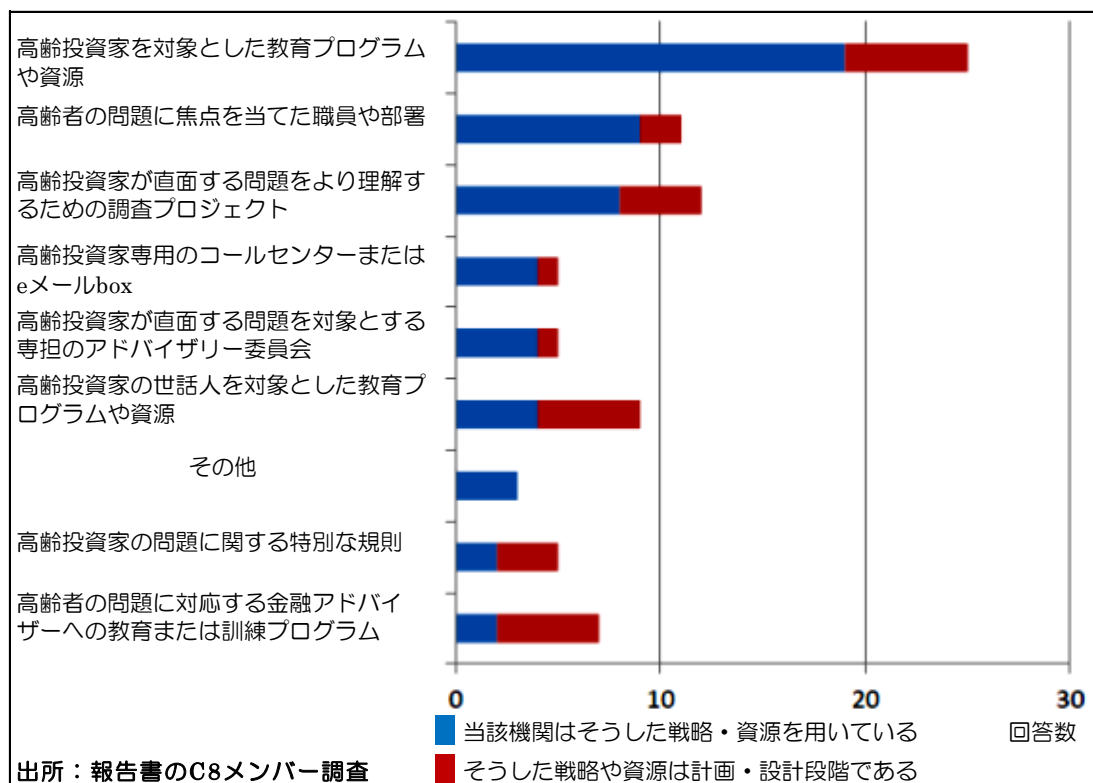
・高齢投資家の保護のために用いられる戦略または資源（図表5参照）

高齢投資家保護の手段では、教育用のプログラムや資源が、高齢投資家保護に最も頻繁に使われる手段だとされている。高齢投資家の問題を調査しているとした回答者が8、調査を計画しているとの回答者が4あった。高齢投資家に焦点を当てた職員や部門があるとした回答者は9。金融アドバイザーへの高齢投資家関連の教育・訓練プログラムを提供しているとした回答者は2だけで、高齢投資家に関する特別な規則があるとの回答者も2だった。ただし、7回答者がそうした手段の少なくとも1つを計画または開発中としている。

いくつかの国が、伝統的な投資家教育・支援戦略を補完し高齢投資家をより理解し関与する代替的手法を展開している。米国のFINRA（金融業規制機構）は2015年に、高齢投資家や代理人が援助の要請や懸念の表明でFINRAに接触するための高齢者向け無料証券ヘルプラインを設立。検査経験を持つ職員を配備し教育、規制の両方の性質を持っている。

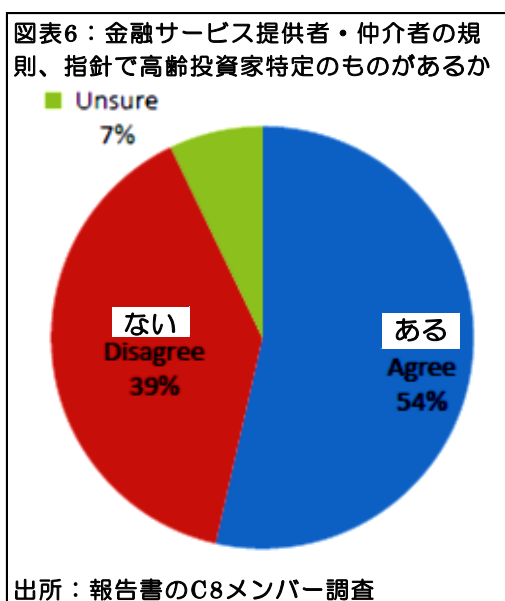
ますます多くの国で、高齢化する投資家が直面する問題への懸念を持ち、高齢投資家の保護戦略を持つようになってきている。FPSBによる調査に回答したCFPの半分は高齢者とのコミュニケーション方法を変えるなどの措置を計画している。

図表 5：高齢投資家保護のために用いられる戦略や資源



・ 高齢投資家対応の規則や指針（図表 6 参照）

金融サービス提供者や仲介者に対する高齢者に特定した規則や指針があるかという質問には、15の回答者が（54%）あるとし、11の回答者（39%）はない、2の回答者（7%）が不明と回答している。



#### IV. 規制当局の見方

##### 1. 既に高齢投資家を対象に含めている既存の規制

多くのメンバーには高齢投資家に対象を特定した明示的な法令・規制はなく、高齢者も一般的規則で保護されるため特別な規則は必要ないとしている。例えば、スペイン証券取引委員会は、仲介業者は、ポートフォリオ管理と投資アドバイス提供で投資家の知識、経験、金融状況とリスク特性の考慮が必要だとし、カナダ証券管理局は、登録金融アドバイザーやディーラーに公平、正直、誠意を持った顧客取引を求める（高齢者を含む全顧客に適用）としている（ただし、日本、米国、カナダ、香港などで変化がみられる）。

##### 2. いくつかの当局は変更を行いつつある

###### (1) 日本

金融庁の金融商品取引業者向けの総合的な監督指針では<sup>(5)</sup>、高齢顧客に対する投資勧誘には販売態勢、モニタリング態勢整備と丁寧なフォローアップの必要があり、これを踏まえた監督を行うとしている。また、金融庁は、金商業者が高齢顧客の立場に立って相談や資判断サポートなど丁寧なフォローアップを行っているかを評価する。指針は日本証券業協会（日証協）の「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン<sup>(6)</sup>」を参照している。

日証協は、高齢顧客本人が軽度の認知能力低下に気付かず兆候も示さないため、販売員が顧客の認知能力低下を認識しない場合が多く、顧客の家族からの苦情申し立てが増加しているおり、ガイドライン導入で業界全体で目線を合わせた対応を促そうとしている。

ガイドラインは協会員に対し、高齢顧客の定義（75歳以上が目安。80歳以上を目安としてより慎重な勧誘）、販売対象となる有価証券等（勧誘留意商品の選定～役席者の事前承認が必要）、役席者の事前承認（75歳以上が目安）、翌日以降の受注（80歳以上が目安）、役席者による受注（80歳以上を目安として担当営業員以外の役席者）、約定後の連絡（80歳以上を目安に約定結果を連絡、担当営業員とは別の者が連絡する）、モニタリング（社内規則の遵守状況をモニタリング）などに関して、社内規則の制定を求めている。

###### (2) 米国

2015年4月にFINRAとSEC（証券取引委員会）は、退職後に向かう投資家へのブローカー・ディーラーの対応方針・手順の評価、作成、修正を支援する共同報告書<sup>(7)</sup>を公表。これは、規制当局と業界の動向と各企業の高齢投資家業務に焦点を当てた一連の検査で特定さ

---

5 金融庁:金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 勧誘・説明態勢,「高齢顧客への勧誘に係る留意事項」参照。

6 日証協:「高齢顧客への勧誘における販売に係る「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正及び「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)の制定について」平成25年10月29日、およびその一部改正、平成28年9月20日などを参照。

れた実務慣行を含み、高齢投資家が購入する証券の種類、推奨の適合性、担当者の訓練、マーケティングとコミュニケーション、“上級専門家”などの称号、取引口座書類、ディスクロージャー、顧客の苦情、監督などのテーマを取り上げている。

高齢投資家の資金の支払いや移動の指示が詐欺や違法スキームによることを疑うなど、金融詐欺に対して金融機関が初めに警戒する場合がある。SEC は高齢者などの金融搾取の疑念に関する FINRA 規則を承認、①規則 2165 は、金融搾取被害の合理的な確信があれば、証券口座からの資金・証券引出の一時停止を許可し、②規則 4512（顧客口座情報）は、顧客口座について信頼できる連絡相手の名前と連絡情報を得る努力を会社に求めている。

また、2017 年 4 月全米裁定評議会（NAC）は FINRA の処分ガイドラインを改訂、“脆弱な顧客の考慮”を主な考慮事項に加え、高齢者など脆弱な顧客の金融搾取を厳しい処分対象とすべきことを再確認した。新たな項目は、処分ガイドラインが高齢投資家を含む被害を受けやすい個人や能力が低下した個人を対象にすると予期しているのを明確にした。

### （3）ケベック州

高齢者や他の被害を受けやすい状況にある成年の虐待に対抗する法律を議会在可決。暴力的活動を防ぐため、本人の許可なしに個人情報伝達を許可する条項が拡張され、金融市場局(AMF ケベック)が監督する販売員にも適用される。AMF ケベックを含む公的機関には 2017 年末までに高齢者虐待に関する包括協定の締結義務が課された。包括協定には地域毎の介入手順の確立を含み、虐待が疑われる事例では手順に基づき報告することを許可する。

AMF ケベックは、同法と政府の高齢者虐待に対する行動計画(2017～2022)に関連し、被害を受けやすい状況にある顧客とやりとりなどの方向性を示す、金融部門の専門家向け“良好な実務指針”を策定。AMF ケベックのコンプライアンス部門は、指針を公表し顧客が被害を受けやすい状況にある兆候に気付くことの重要性への認識を高めるため、全機関、登録業者、販売員が顧客に商品やサービスを提供する際の良好な実務慣行の適用を促している。

### （4）香港

香港金融管理局（HKMA）は、高齢投資家を対象に含む一定の投資家がデリバティブに投資する場合に追加的保護を求める規則の導入で香港銀行協会と協働。投資商品クーリングオフ制度（Pre-Investment Cooling-off Period-PICOP<sup>(8)</sup>）は、顧客が商品をより理解し適切性を検討し家族や友人に相談できるようにクーリングオフ期間（2 日）を提供する。

---

7 “National Senior Investor Initiative” :The SEC’s Office of Compliance Inspections and Examinations and FINRA, 2015 April を参照。米国でもベビーブーマーが高齢化する一方、債券など伝統的な商品の利回り低下もあって、変額年金や非上場 REIT、代替投資、仕組商品が高齢者に販売され、適合性やディスクロージャーなどの問題が生じている。

8 <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100520e1.pdf> を参照

## V. 健全な実務

### 1. 規制当局による健全な実務

報告書は、各国の高齢投資家への対応状況を、高齢投資家教育、高齢投資家に焦点を当てた専門性の育成、高齢投資家対応の改善に向けた調査プロジェクト、仲介機関の職員向けの教育・指針の4項目について、以下のようにまとめている。

#### (1) 高齢投資家を対象とした教育プログラムと資源の提供

各当局は、投資家教育に加えて高齢投資家の脆弱性を抑える手段を開発すべきであり、IOSCO、C8のメンバーは、外部専門家（学術経験者、医療専門家、高齢者向けNPO、法執行機関や被害者保護団体）との共同作業が有益だとしている。

事例の紹介～各国でウェブサイトを利用した教育・情報提供

- ・FCAのScamSmart（教育キャンペーン）は、違法・詐欺的スキームに狙われていることを潜在的な被害者に気付かせる資料を含む。金融機関は、高齢投資家を潜在的詐欺から遠ざけ、彼らの最善の利益のために活動していると安心させるため、これを利用できる。

- ・FINRAの投資教育室と投資教育基金が提供する教育と資源には、退職や詐欺に焦点を当てた高齢投資家向けイベントや資料が含まれる。また、投資家保護と詐欺防止のための法執行機関と被害者保護団体向け用具とプログラムが開発されている。SEC職員は、高齢者教育に焦点を当てた活動に参加しており、これには全国的なコンファレンスでのプレゼンテーション、金融フェアや地域イベントでの展示ブースへの職員配置などがある。

また、潜在的な詐欺スキームの警告と投資関連教育の公報を定期的に公表し、高齢投資家関連のトピックに焦点を当てている。消費者金融保護局の高齢者室との共同では投資家公報と消費者助言を発行、投資家が意思決定能力低下の影響を理解し十分に前から対応計画を立てるよう促す。図書館や高齢者センターで投資関連パンフレットを配布している。

商品先物取引委員会（CFTC）のキャンペーンSmartCheckでは、投資家が金融専門家の経歴を調べ懲罰歴を明らかにでき、ニュースと警告で詐欺師への対応を助けている。

- ・シンガポール通貨庁（MAS）はMoneySENSE（金融教育プログラム）で、投資機会の評価力と意思決定能力を向上させ、Institute of Financial Literacy（MoneySENSEとシンガポール・ポリテクニクの協働）は、退職や相続計画の講演やワークショップを提供。

- ・ブラジル証券取引委員会（CVM）は、学術経験者（心理学）、公的機関と共に高齢投資家の脆弱性と教育的取組みのワーキンググループを設立。高齢投資家向けイベントで、脅し（金融関連を含む）、消費者保護、金融面の福祉、ファイナンシャルプランニングを教え、助言・提案を載せた小雑誌編集やリスク、金融面の福祉と投資家の意思決定の調査を行う。

- ・スペイン証券取引委員会（CNMV）は、高齢投資家向け教育情報をウェブサイトに掲

載。退職に向けた計画や必要な時に利用できる様々な経済的便益の情報が含まれている。

- ・オーストラリア証券投資委員会（ASIC）のウェブサイトでは、55歳以上向けの資源や情報が得られ、高齢者を含む人々が良いアドバイスを理解し適切なアドバイスを受けるための手段を提供。ファイナンシャルプランナーの信頼性欠如が障害だが、MoneySmart ウェブサイトで、投資、退職年金、生命保険関連の金融アドバイザー登録簿を提供、アドバイザーの主な情報（職歴、資格・免許、専門家団体会員資格、助言で商品）が得られる。

- ・オンタリオ証券委員会（OSC）は、ウェブサイトで教育用具と資源を提供（投資詐欺防止、金融アドバイザー利用、退職準備計画と退職生活情報等）。OSC 投資家室は地域コミュニティとイベントを開催、投資詐欺防止やアドバイザー選択を助言。“テレタウンホール”プログラムでは、聴取者参加ラジオ番組のように職員が情報提供し、質問への回答や参加者に意見を求める投票などを行う。

- ・AMF ケベックは、高齢者団体と提携、コンファレンスや補助サービス情報提供。親近関係詐欺が狙う文化コミュニティ高齢者向け社会サービス専門家プロジェクトを助成。

- ・日本証券業協会は、高齢者を守るため警察など共同して街頭投資詐欺被害防止キャンペーンを実施、「株や社債をかたった投資詐欺」被害防止コールセンターを運営。ウェブサイトでは詐欺事例を図解して警告、高齢者向け金融知識セミナーも開催している。また、金融庁は、「金融トラブルから身を守るためのシンポジウム」を企画している。

- ・ベルギー金融サービス市場局（FSMA）の金融教育プログラム（ウェブサイト）は、金銭に関して、独立した立場の信頼できる実用的な情報が得られる。また、クイズ、便利な助言や貯蓄口座、相続、住宅などのシミュレーターがある。

- ・香港投資家教育センター（IEC）は、退職者を金融教育の優先度が高いグループと定義し、退職貯蓄保有者への金融教育を行うとしている。基本的な金銭管理スキルに加え、退職期の適切な金融・相続計画の教育を行うプログラムや項目、資源を用意している。

この他、ジャージー金融サービス委員会（JFSC）は、若年層（将来の投資家）と高齢投資家など脆弱性のある投資家向けの金融／投資家教育戦略を開発。アルゼンチン証券取引委員会（CNV）は、関連団体や政府機関・部門と共にセミナーやワークショップを開催。

(2) 既存の規制、教育、助言プログラムの中で高齢者に焦点を当てた専門性を育成

IOSCO の各メンバーは、当該機関内で高齢投資家の脆弱性の問題に関する専門能力を開発すること、アドバイス能力の分野で外部の専門家を招集することの利点を指摘している。

## 事例の紹介～高齢投資家のニーズ把握と対応力強化

・FINRA は、2015 年 4 月に高齢者ヘルプラインを開始。ヘルプライン運営により有用な情報が得られ、金融機関が高齢投資家対応で直面する問題を直接的に観察できる。2017 年 12 月までに寄せられた問題を金融機関が調査し、適宜顧客全体で対応して 533 万ドル以上を返還した。ヘルプラインでは米国全土から 11,800 人以上の通報を受けた。

2015 年 4 月 SEC と FINRA は、高齢者と取引する証券会社 44 社への検査結果に基づき、特定された所見と慣行を含む「全米高齢投資家向け取組み」レポートを発行。レポートは高齢投資家が購入した証券の種類、推奨された投資の適合性、販売員の訓練、マーケティング、コミュニケーション、“上級専門家”といった呼称の使用、口座関連書類、ディスクロージャー、顧客の苦情、監督に焦点を合わせている（注 7 を参照）。

・オンタリオ証券委員会（OSC）は、高齢者専門家助言委員会（SEAC：高齢投資家のニーズを議論・対処するフォーラム）を創設。メンバーは、法律、学術、産業、医術、行政執行当局、高齢者支援などの分野を代表する。SEAC は高齢投資家に影響する証券関連の政策と運営動向について助言し、教育およびアウトリーチ活動へのインプットを提供する。

OSC のコンプライアンス・登録業者規制部門は、60 歳以上顧客の比率が高いポートフォリオマネージャー、市場ディーラーを調査し、調査結果を登録業者が高齢顧客に対応するベストプラクティスの開発に用いる。これは登録業者、高齢投資家とその家族に実用的な指針、資源及び手段を提供する高齢者投資家向け包括戦略開発の一部である。

・FCA は、金融サービスが高齢顧客のニーズを満たしているかを調査し 2017 年 9 月に「人口高齢化と金融サービスに関するオナーショナル・ペーパー」を公表。これは大衆市場の問題と、金融サービスへの関与が特に重要な主要な商品に焦点を当てている。また、FCA は、金融に関する意思決定での認知機能老化の影響と金銭の管理のための第三者アクセス、非公式な次善策の問題も調査している。さらに、高齢投資家の年金詐欺（消費者の年金資金から未承認または高リスク／不適合な投資へ資金が引き出される詐欺）の受け易さを調査し、警戒すべき兆候に気づいて詐欺を回避することを支援しようとしている。

・ポルトガル証券市場委員会（CMVM）の投資家部門の高齢顧客支援戦略では、高齢投資家を安心させるコミュニケーション手段を維持し、CMVM の支援とガイドを求めるように促している（郵送、個人面談、直通電話の利用が可能で高齢投資家に接触を促す）。

・韓国金融監督院（FSS）は、証券会社と韓国金融投資協会（KOFIA）の代表によるタスクフォースを編成。高齢投資家保護に焦点を当て、証券サービス提供者者の内部管理の指針策定を責務とする。指針は、高齢投資家に対する内部方針と教育の検討を任命された職員および支店・コールセンターへの高齢投資家専用窓口と相談員の配置を提案している。

(3) 高齢投資家が直面するリスクと課題、高齢者に影響する投資詐欺の発生・構造を理解するための調査プロジェクト

IOSCO のメンバーは、規制当局による教育への取り組み及び政策設定に対して、調査プロジェクトが如何に情報提供できるかに関する様々な事例を提供している。

#### 事例の紹介

・イタリア国家証券委員会（CONSOB）は、複数のイタリアの大学と協力してデジタル化およびその金融業界とリテール投資家市場への影響の政策研究プロジェクトを開始した。一般に高齢投資家はデジタル化に対応しておらず、金融排除に遭いやすい（Fintech の費用節約や新商品・サービスの恩恵を受けず、詐欺の影響を受け易い）。CONSOB は高齢投資家保護の具体的戦略を実施しつつあり、金融仲介プロセスのデジタル化も考慮に入れる。

・FINRA の投資教育財団とアメリカ退職者協会（AARP）の資金でスタンフォード大学の心理学者が行った研究では、高齢者（65 歳～85 歳）に高覚醒度感情（怒りや興奮）を起こすと、誤解を招く広告の影響を受け易くなり虚偽宣伝の商品を買い易くなるが、より若い成人（30 歳～40 歳）では同様な効果はない。また、高齢者では、購入意欲は信頼性の認識よりも感情の状態に基づいている。

過去約 10 年間に FINRA の投資教育財団は、金融詐欺の調査を実施し、資金を提供している。研究には高齢化と詐欺の関わりに洞察を提供するものがある。例えば、詐欺被害者に似通った特性はないが、高齢化プロセスは詐欺の影響の受け易さに寄与する。ただし、詐欺犠牲者化への理解は、いくつもの方法上・実際的な問題（金融詐欺の明確な定義、被害者が実際より少なく報告）に妨げられており、この分野での活動は続いている。

・OSC は 2017 年 9 月、オンタリオ市民（45 歳以上）の金融知識・態度と退職計画の調査を公表（高齢者戦略の立案に情報を提供）。退職前住宅保有者の 45%が住宅の価値に退職後の資金を依存する。男女差が大きく 55 歳以上の女性は、退職計画によりストレスを感じる。2016 年には 50 歳以上のカナダ人の金融生活戦略を公表したが、個人金融と退職前後の計画についての調査結果では、退職前の 50 歳以上のほぼ半分が退職貯蓄の計画を持たず、5 人に 1 人は退職に備えた貯蓄を始めていない。

・AMF ケベックは、金融詐欺と搾取からの高齢者の法的保護について研究を実施。

・ASIC（オーストラリア）が行った市場調査研究は、高齢者のニーズをより理解するためのセグメント調査を含む。主な結果は、ASIC 報告 537 “高齢者の金融能力構築”としてオンラインで公表されている。これは、コミュニケーション戦略と対象を絞った情報、手段、資源の開発と収集についての情報を提供している。また、ASIC 内では“高齢オーストラリア人協調グループ”が、高齢者の様々な問題を検討するために招集されている。



#### (4) 高齢投資家との取引を評価する職員への指針と訓練プログラム開発

いくつかの IOSCO メンバーが、仲介業者として働く金融アドバイザーと証券会社での教育に焦点を当てた取り組みに目を向けている。日本については高齢投資家への投資勧誘に関する監督指針やガイドラインが紹介されている。

#### 事例の紹介

・日本の金融庁の監督指針（Ⅳ-3-1-2（3））では、高齢顧客への勧誘について、①高齢顧客への勧誘による販売に係る社内規則の整備と、社内規則の遵守状況をモニタリングする態勢の整備。②商品販売後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、に留意するとしている。

日証協は、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のを考慮し、慎重な対応を行うべき高齢顧客の定義や「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」に基づく高齢者保護社内規則策定を協会員に求めるガイドラインを制定している。

・シンガポール生命保険協会（LIA）は、生命保険アドバイスに関する最低基準を制定、以下の内の2つが該当するなら、信頼できる個人に帯同を求めるよう顧客に促す。

“62歳以上”、“英語の会話、読み書きが不自由”、“中等教育以下しか受けていない”  
この実務慣行は、アドバイスなしに購入できる直接購入保険商品にも奨励される。

・FINRA は、米国証券業金融市場協会（SIFMA）と共同で高齢投資家保護コンファレンスを2016年10月に開催。イベントでは高齢投資家への脅威に対する第一線の防御である金融専門家の支援戦略と解決策に焦点を当てた。取り上げたトピックには、高齢化の理解、高齢な顧客とのコミュニケーション、高齢投資家対応に関する訓練、潜在的な認知能力低下や高齢者の金融搾取状況をどう特定するか、退職準備貯蓄や退職後所得管理の情報と手段を提供するFINRAのウェブページ、などがあつた。

2015年12月には、「ヘルプライン」の教訓をまとめ、FINRAの高齢者向け証券ヘルプライン報告書を公表。これは金融機関及び投資家への効果的な実務と助言を含む。2013年には、“高齢投資家ラウンドテーブル”を開催し、参加金融機関が高齢者との取引での主要な側面（高齢者への口座開設勧誘、高齢者との顧客関係の管理、適合性と高齢投資家）の扱いに関する各金融機関のアプローチについての議論を行った。

・EUの認可企業は、EU内でのリテール投資家への金融サービス提供で、適合性原則などのMiFID規定を遵守しなければならない。2012年7月に欧州証券市場監督局（ESMA）が、MiFIDの適合要件の指針を制定。指針のパラグラフ23は年齢を参照し、“特に顧客の年齢は企業が投資の適合性を評価するときに知っておくべき重要な情報である。どんな情報が必要か判断する際に企業は、その情報の変化が適合性評価に及ぼしうる影響に注意す

べきである”としている。

・OSC のコンプライアンス・登録業者規制部局（CRR）は高齢投資家に焦点を当て、高齢投資家を含む投資家保護の適切な方針と手順の確保を図っている。CRR は、訓練、方針と手順、高齢者とのコミュニケーションの3点で、高齢者に特定した質問を含むようにコンプライアンスレビューを修正。適合性、高齢者虐待及び認知能力低下の兆候に関する質問を要請している。また、KYC を更新し、適合性レビュー項目に企業の高齢顧客数に応じ高齢顧客に特定した質問を含めている（高齢者 KYC 情報の更新頻度、高齢者からは一般と異なるまたは追加の KYC/適合性情報を収集しているか、高齢者が保有する商品の種類（一定の商品が高齢者全体には適合しないと考えられるかを含む））。

CRR は登録業者に、2年毎のリスク評価質問書の更新や60歳以上の顧客比率の測定を求める。高齢顧客比率が高い場合は、リスクスコアやリスク指標が高くなる。そうした登録業者には、より頻繁な（あるいは対象を絞った）コンプライアンスレビューが行われる。

・韓国 FSS のタスクフォースが制定したガイドラインは、高齢投資家への販売手順を具体化する社内規則制定、高齢者向けコールセンターの販売員への定期的な訓練実施を提案。また、不適切販売の疑いがある取引の検査（コンプライアンス部門が定期的実施）や80歳以上で家族や管理者によるアドバイスや相談ができない高齢投資家への1日のクーリングオフ期間（PICOP）も含む。なお、FSS は2017年3月に追加的な保護のため PICOP 基準を引き上げ、クーリングオフ期間を2日とし、70歳以上で通常のリスク選好よりも高いリスクレベル商品に投資する投資家を対象に含めた。

・タイ証券取引委員会（SEC）の仲介業者向け通達は、適合したサービスの提供で特別な注意を払うべき顧客として、①60歳以上の顧客、②金融知識がほとんどない者を示す。

・マレーシア証券委員会（SC）の非上場資本市場商品の販売実務ガイドラインは、“商品の販売者は、非上場資本市場商品の勧誘を行う前に潜在的な顧客について、年齢要因を含む適合性評価を実施しなければならない”と規定している。

・FPSB の調査に回答した CFP の47%は、高齢者に金融アドバイス・サービスを提供する者へのガイドラインかプログラムを設定。これには何かおかしいと感じたときに何をすべきか指示する文書が含まれる。例えば、高齢者に話し合いや意思決定への子供や信頼できる親族の同席を求め、面談は電話やビデオでなく実際に会う。投資選択枝の説明と質問の回答に追加の時間をかけ、選択枝を明確で理解しやすい方法で説明する個別資料を作成。

## 2. 金融サービス提供者の健全な実務

規制当局の健全な実務に加え、金融サービス提供者での2つの健全な実務が確認された。

(1) 商品ライフサイクルでライフイベントを経験している高齢投資家への支援申し出事例の紹介

・FCAの“人口の高齢化”研究によれば、ある会社は他の組織（地方自治体の登録所など）を案内する“近親者との死別ガイド”を開発。これには、感情面の支援機関や葬儀についてはどこに連絡すべきかなど重要なサービスも含む。他の会社は、割引手数料での永続委任（Lasting Power of Attorney:LPA）の委任状取得を働きかけるスキームを案内。ライフイベントや能力喪失への計画を行うよう顧客に促す。貸手にとっては借手が知的能力を失い金融の管理ができなくなっても、被指名者が引き継ぐ取決めでリスクが軽減される。

他の会社はがん患者向け専門家紹介サービスを設け、全ての商品について利息、手数料を軽減し商品とサービスへの顧客アクセスを最大化する支援提供を含む。当該企業はこのサービスで主要なライフイベントの際の顧客の満足が高まったとし、追加的な利点として従業員のエンゲージメント（貢献意欲）増加、評判の改善、コンプライアンス問題や顧客の苦情リスク低下を挙げている。

・FPSBはサーベイの回答者に対し、彼らの業務に導入されたなら、もっとも高齢者に利点がある措置は何かを質問している（複数回答可）。

・60%が、高齢者への金融アドバイス提供は、顧客の利益を最優先する義務の下で行うことを支持する方針を奨励

・35%は、高齢者に特定した専門知識があるとするアドバイザーに対しては、理解しやすいディスクロージャーを要請

・34%は、高齢者へのアドバイス提供に特化したアドバイザー要件を確立する政策を奨励

・29%は、高齢者へのアドバイス提供に特化した者への真正な称号を承認

・28%は、高齢者と業務を行うアドバイザーへの監督と執行の増強を求めている

(2) 金融サービス会社の社員に訓練と支援を提供する

高齢者投資家が認知症などで苦しんでいるのに気づくことは難しい。FPSBへの回答では多くのCFPが高齢投資家とのコミュニケーション改善を望んでいる。高齢投資家が病気や年齢で苦しんでいると思われるときは、専門家の支援とアドバイスが得られるべきである。

事例の紹介

・FCAの人口の高齢化プロジェクトは各社の良好な慣行を紹介している。ある銀行は、高齢者など特別な問題や要望のある顧客のニーズを従業員が理解するための内部学習手段を作成。他の1社はディスクロージャーを効果的に管理するよう従業員を訓練し、顧客の兆候に注意する。いくつかの会社は、認知症などへの対応を行う全国組織や慈善団体と提携関係を持っている。金融機関は特別なニーズのある顧客の要望を認識する助けとして、商品のデザインなどで、第三分野のパートナーからの批判的な指摘を求めている。

## VI. 報告書の結論と次の段階

報告書は、今回の調査結果を踏まえた今後の対応について以下のようにまとめている。

高齢投資家が直面するリスクを分析し、リスクを管理する健全な実務を特定するため、①高齢投資家を狙った投資詐欺、②高齢投資家に不適切な投資を促す非登録アドバイザーに焦点を合わせた。高齢者は、詐欺での損失や他人に付け込まれるリスクが高い。

不適切な投資、親族以外による金融詐欺と意思決定に影響する認知能力低下が最大のリスクで、他のリスク要因には、複雑な商品、金融知識の欠落と社会的孤立がある。

多くの国々は、既存の規制や一般的な投資家保護プログラムが高齢投資家にも対応し、特別な保護措置は不要だとしているが、いくつかの国はアプローチを変更し始めている。高齢投資家保護への関心の高まりは、各国が高齢投資家が直面する課題に、より緊密に焦点を当てようとしていることを示唆する。人口動態の変化は、地域毎に様々な形と速さで影響するため、高齢投資家の脆弱性の重要性と緊急性は、地域文化にも規定される。

規制当局及び金融サービス提供者の高齢投資家への健全な実務として以下を認識している。

### ・規制当局の健全な実務

- ①高齢投資家を対象とした教育プログラムと資源を提供
- ②既存の規制、教育または助言プログラムの中で高齢者に焦点を合わせた専門性を育成
- ③高齢投資家が直面しているリスクや課題及び各国での高齢者に影響する投資詐欺の発生とその構造を理解するための調査プロジェクト実施
- ④高齢投資家と行われた取引を検討する職員への指針と訓練プログラムを開発

### ・金融サービス提供者の健全な実務

- ①商品ライフサイクルで、主要なライフイベントを経験している高齢投資家を支援
- ②金融サービス会社の社員に訓練と支援を提供

## 今後の対応

高齢投資家の脆弱性ワーキンググループはこの分野の進展をモニターし、各国の高齢投資家保護アプローチの変更状況を判断するため、1年後に本報告書の影響について分析を行う。また、本報告書に基づく各国の行動を支援するための、オンライン等の手段の創設を検討している。

(参考) 日本での動きについて

本稿で紹介した IOSCO の「高齢投資家の脆弱性」報告書は、高齢者の被害防止や不適切な取引の抑制を主な問題意識とし、高齢投資家保護や投資教育に焦点をあてている。報告書が紹介しているように、日本では日証協のガイドラインなどにより、証券会社の高齢顧客を対象を特定した対応の改善が促されるなど、他の諸国と比べて比較的早めの対応が行われてきている。

加えて、日本が「人口高齢化の面で課題先進国<sup>(9)</sup>」なこともあり、狭義の被害防止に加えて高齢者の資産の有効活用に関連する支援が重要な課題として意識されてきている。例えば金融庁は、平成 29 年 11 月の金融行政方針<sup>(10)</sup>の中で、退職世代等に対する金融サービスのあり方について、「我が国の高齢化率は世界の中でも最も高い水準となっており、退職世代等に関する取組みが重要な課題であることから—中略—金融業はどのような貢献ができるのかについて、外部有識者の知見も活用しつつ、検討を進める」としている。

これを踏まえ本年 7 月 3 日に、「高齢社会における金融サービスのあり方」(中間的なとりまとめ)<sup>(11)</sup>が公表された。これは、「高齢社会の現状とリスク(長寿化の進展、金融資産の伸び悩み、資産の高齢化)」、「退職世代等の現状(多様化の進展とモデルの空洞化)」を踏まえて、「高齢社会における金融サービスに関する基本的な考え方」を整理したもの。

今後は、資産寿命が生命寿命に届かないといったリスクを念頭に、資産の有効活用による財産収入の確保、資産の有効活用・取り崩し、長生きへの備え・資産承継、安心して資産の有効活用を行うための環境整備などについて検討していくとしている。

証券関連投資での資産保有に占める高齢者の比率が高いことなどを考えると、資産の適切な運用や承継は、高齢者やその家族にとって極めて重要であるとともに、経済全体への影響という観点からも注意していくべき課題だと考えられる。

以上

---

9 清家篤編「金融ジェロントロジー」2017 年 4 月、東洋経済新報社、12 ページ(序章 1:世界に類を見ない高齢化)。

10 平成 29 事務年度 金融行政方針 平成 29 年 11 月、金融庁、「IV. 1. (3) 退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討」を参照。<https://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirection.pdf>

11 「高齢社会における金融サービスのあり方」(中間的なとりまとめ) 平成 30 年 7 月 3 日、金融庁 [https://www.fsa.go.jp/policy/koureisyakai/chuukan\\_torimatome/chuukan\\_torimatome.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/koureisyakai/chuukan_torimatome/chuukan_torimatome.pdf) を参照。