

バブル期日本の個人向け金融投資商品市場のレモン市場化～情報の

非対称性を克服し、薄い市場化からいかに脱却するか

太田 行信¹

The Lemon Market in Japan's Bubble-Era Retail Investment Product Market: Overcoming Information Asymmetry and Escaping from a Thin Market

OTA Yukinobu

1. 情報の経済学、非対称情報、レモン市場および薄い市場

2001 年のノーベル経済学賞は、ジョージ・アカロフ(カリフォルニア大学バークレー校)、マイケル・スペンス(スタンフォード大学) およびジョセフ・スティグリッツ(コロンビア大学) 三者の「非対称情報の市場 (markets with asymmetric information) に関する分析」という業績に与えられた²。彼らが発展させた情報の経済学 (economics of information) は、市場参加者の全てが完備情報 (complete information) を持っているという、これまでの経済理論の前提を覆した世界での市場参加者の行動を分析する手段を提供した。ビジネススクール (MBA プログラム) で多くの学生が学ぶテーマの一つである、非対称情報下の商品市場における「レモン市場」とは、アカロフが 1970 年の論文³で提唱した理論で、米国における中古車⁴売買市場やインドでの銀行貸出市場で、売り手 (借り手) が買い手 (貸し手) よりも販売商品 (借り手の財務状況) についてより詳細な情報 (私的情報 (private information)) を持っており、さらに私的情報を相手方に開示する動機もない、という情報の非対称性 (information asymmetry) がある状況下では、売買が成立する (貸出が成約する) 頻度が減り、さらに価格が低下 (貸出金利が上昇) するという現象を説明したものである。同様な情報の非対称性に起因する逆選択 (adverse selection) や、モラル・ハザード (moral hazard) といった現象を現実のビジネスにおいていかに克服するかが、経営学での重要なテーマとなり、労働者の就職・転職・採用市場、中古品売買市場、生命・医療・自動車保険、中古住宅流通、ローン (消費者ローン・クレジットカード・住宅ローン・中小

¹ 昭和女子大学専門職大学院 福祉社会・経営研究科福祉共創マネジメント専攻 特命教授

² ノーベル賞委員会プレスリリース (2001/10/10) <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/press-release/>

³ Akerlof (1970)

⁴ レモンは皮が固いため中身の良し悪しが外部からはわからないという意味から、実際に買ってある程度の期間ドライブしてみないと調子の悪さ (品質の低さ) がわからない中古車をさす米国俗語。中古車屋は、売ろうとしている車両の調子が悪いとわかっているにもかかわらず、そのことを買い手に告げず、価格にも反映させず、調子が良い (品質が高い) 中古車と同じ価格で売る、という前提である。

企業貸付)といった分野での実務に加えて、エージェンシー理論や企業戦略理論などの経営理論および企業集団経営や買収合併の実務に大きな影響を与えた⁵。

レモン市場理論に関して、商品情報の非対称性と市場の機能不全が発生する経路に比べて、重要であってもあまり注目されていないインプリケーションは、情報非称性下の市場では、そのままでは次第に取引される商品の品質が低下するために買い手の需要が減少し、その結果価格も低下するため売り手の供給も低下し、最終的に取引が成り立たなくなって市場が消失するか、そこまで至らなくとも取引数量が少ない「薄い市場」(thin market)化するという結論である。本稿においては、レモン市場理論をバブル期までの日本の個人向け金融投資商品市場、特に株式と投資信託(以下、株式および投資信託という場合には、それぞれ個別日本株式と日本株式投資信託をさし、両者を合わせて金融投資商品を意味するものとする)の販売市場に当てはめて、それが証券会社の不誠実な営業姿勢による低品質商品の提供によって「薄い市場」化状態に至ったことを明らかにし、そのような状態がレモン市場理論にみる克服手段に則って、特に金融行政当局が実施した施策によって改善された、という歴史を述べることを目的とする。

2. レモン市場としてのバブル期日本の金融投資商品市場

前章で述べたように、レモン市場理論においては、売り手は市場に出品した商品について、買い手には不利な詳細な情報を持っているが、買い手にそのことを開示する動機を持たず⁶、かつ買い手は商品に付けられている価格が、品質を考慮して適正かどうかの情報を合理的な費用と努力では得られない、という前提がある。これを金融投資商品市場、具体的には代表的な個人向けリスク性運用商品である株式と投資信託⁷の売買市場に当てはめるとどうなるであろうか。

周知のように、ごく最近に至るまで(相当程度は良化したものの、現在でも、というべきか)、日本の金融機関によるリスク性運用商品の販売体制には非常に大きな問題があり、その実情は時折おきる事件化したスキャンダル、裁判、および規制当局による処分によって明らかになってきたものの、こと個人向け金融投資商品販売現場では金額が比較的少額かつ、一般個人投資家にとって大手金融機関に対抗するには情報・時間・法的資源が不足していて、実態が明らかになることは少ない。また、金融投資商品の特性として、購入時点での商品品質の優劣や売買様態以上に、その後の相場の変動の幅の影響が大きいために、投資リターン観点での低品質性を事前に検証するのは困難である。また「結果オーライ」というケース

⁵ 入山(2019)第5章

⁶ 現実の商取引においては、先進国では一定の法令による開示義務があつてそのままの前提は非現実的であるのみならず、後述するスクリーニングなどの施策や、ブランドまたはレピュテーションを大事にするなどの売り手の努力によって、このような前提は緩和されている。

⁷ 他の投資運用商品でも同様な分析は可能ではあるが、銀行預金は預金保険によって預け入り先の銀行の信用リスクが匿名化されており、債券と債券投資信託も日本では商品品質の差は大きくはないので、本稿では代表的なリスク性運用商品である株式投資信託の品質問題を中心に据え、さらにその原資産である株式にも触れることとする。

も多く、かつその場合には問題が表面化しないであろう。実際には、過去にはいかに個人投資家がないがしろにされていたかという証券営業現場の逸話は、インフォーマルな場で語られてはきたが、以下にあげるバブル時代の証券営業マンたちの回想録などからその実情を推測することで、具体的問題点として、①投資信託の組成段階での低品質性、②株式および投資信託の販売段階での低品質性、③株式および投資信託の売却段階での低品質性が観察された⁸。ここでいう低品質性とは、あきらかに買い手投資者に不利な条件であるにもかかわらず、それを告知することなく（告知すれば買ってもらえないのであるから、当然である）売り手証券会社が商品を販売しているケースを意味する。

清原（2024）（著者は1981年に大手証券会社入社）は、証券会社が支店ごとに推奨銘柄を決めて顧客に回転売買させ、それらを別の支店へとキャッチボールし、最終的に高値になり過ぎた銘柄（「腐れ玉」）を情報格差が大きい海外顧客に買い推奨をして損をさせる様子を記述している（上記問題点②）。日本国内で、というよりも証券会社による推奨銘柄相場による人為的高株価になっていることは、海外顧客にとっても国内日本人顧客にとっても知り得ない、売り手証券会社のみが持つ私的情報である。横尾（2019）（著者は1978年に大手証券会社入社）および相場（2000）（著者は1989年に大手証券会社入社）では、同様に支店の営業が時価よりも高い株価で仕入れた株式（「仕切り株」という）を、個人客に様々な営業トークと努力で売る様子が述べられている（②）。このような場合での私的情報とは、現在と違って国内でも海外でも証券市場での現在価格をリアルタイムで知り得なかった当時においては、現在の株価より高いと知っていながら顧客に販売しようとしていること（当然、買った顧客は売却時に値下がり損を被る可能性が高い）である。

投資信託⁹については、相場（2000）は株式をいやがる個人客にリスクが少ない商品として提案するが、いずれにしても投資する客側がリスクを負うことの「説明をきっちりすると客が逃げてしまうので、うまくぼやかしてかわすのが技である」としている（②）。横尾（2019）では毎月設定される投資信託の1商品であるファミリーファンドについて、上記のような「腐れ玉」や「自己勘定による売買で抱えた「しこり玉」（注・大幅に値下がりして売却するタイミングを失った株式のこと）を投げる「最後のゴミ捨て場」に過ぎなかった。」とし、証券会社が悪い自己ポジションを顧客に押し付けるための道具として利用されていたことがうかがえ、「当時は購入した瞬間に〔本稿筆者注：購入時価格の10,000円から〕9500円前後まで値下がりする最悪の投信として有名な」商品であるとしている（①）。当然、そのようなことを知らない初心者の顧客は、売り手がそのような私的情報を隠して勧めてきていることは知り得ず、酸っぱいレモンを掴まされることになるのである。

⁸ 金融投資商品の特性として、将来のリターン（良いリターンは何よりも高品質の証である）は誰にも確実に予測できないのであるから、品質については販売時点での価格、現在（販売時）および将来コストの妥当性、ならびに商品購入者のリスク選好に対する商品設計の妥当性などが問題となる。

⁹ 永沢（2024）は、日本の投資信託制度創設の背景、問題点とその克服の歴史について記述するとともに、良質な金融商品の条件として、①シンプルでわかりやすいこと、②コスト（手数料等）が適正で明確に開示されていること、③組成販売において事業者が適合性の原則に合致する提供を行っていること、④商品やサービスの供給者としての責任を事業者が全うしていることを挙げている。

そもそもポートフォリオで分散が効いてリスクが縮減されている投資信託であっても、ファンドが購入する株価が割高であれば、運用パフォーマンスが悪くなるのは当然であるし、投資信託の運用会社が証券会社の系列で親会社の損失処理の片棒を担いでいるという状態がそもそも問題であった (①)。さらに、いずれの文献でも、バブル期の証券営業の目的として顧客が最終的に良い投資リターンを得ることなど最初から営業マンの頭にはなく、ひたすら自社の手数料収入を最大化するために、本社営業本部と支店の役席ともに営業部隊に厳しいノルマを課しており、そのために本来長期投資であるべき株式でも投資信託でも、あきれるような短期での回転売買や無断売買・事後報告売買が普通になっていたことがうかがえる (③)。横尾 (2019) は、自社子会社の投資信託委託会社が設定・運用する投資信託は、自社営業マンの短期売買の対象となるから、解約に備えた現金比率を高くせざるをえず、他社の商品に比してパフォーマンスが悪いのが明らか (横尾は「絶対に儲からない」と述べる) としている (③から生じる①の問題点)。

3. 日本株式市場の「薄い市場」化

これまで述べてきたような、顧客不在の株式営業の結果、日本株式はアカロフがいうところの「レモン商品」となり、顧客投資家にとってはその品質、すなわち値段 (株価) に信頼がおけない、おいそれとは買えない商品となっていたといえる。結果は、株式市場の「薄い市場」化がバブル崩壊後におき、その後の長い株価低迷期間をもたらしたといえる。

以下、データを見ていこう。株価と出来高からみると、図 1 に見るように 1989 年度大引けに日経平均株価 38,916 円を年 325 兆円の出来高で記録して以降、株価は昨年 2024 年までは抜けることがなかったのみならず、出来高でも 2004 年まで 15 年にわたって回復することはできていない。公募投資信託商品についてみれば、図 2 に見るように株式投資信託は 1989 年に 45.5 兆円の純資産総額を付けて以降、2006 年まで 17 年間その水準を回復できていない。以上のような状況の結果、よく知られているように日本の家計金融資産はリスクレスで低リターンの現預金や保険・年金等への偏重がはなはだしく (2024 年 9 月末現在金融資産計 2,179 兆円のうち現預金が 51.2%、保険・年金・定型保証が 24.8%を占める (図 3))、米英とくらべて株式等および投資信託の割合が非常に低い (両者を合わせて 18.9%) ことがトレンドとして定着している (図 4)。他の内外のマクロ経済的条件が大きな影響を与えていたのは間違いないが、証券バブル崩壊後の日本株式市場の量的・質的低迷は、レモン市場理論がいうところの薄い市場化という状況に極めて類似していると考えられる。

4. レモン市場での対応策：シグナリング、スクリーニングおよび買い手の知識武装

情報の経済学理論において、レモン市場を克服するための方法として二つのアプローチが提唱されている。一つは私的情報を持つ側 (売り手) がその製品の優良性をアピールするためのシグナリング (signaling) であり (スペンスの功績とされる)、もう一つは私的情報を持たない買い手側が行うスクリーニング (screening) (スティグリッツの功績とされる)

である。

より具体的には、シグナリングとは私的情報を持つ売手による優良性アピールで、私的情報を持っている側が、情報を持っていない側に向けて、わかりやすいシグナル（信号）を発信することで情報の非対称性を軽減させようとする対策であり、情報開示、無償修理保証または返品保証の提供、売り手の信頼性（レピュテーション）のアピール、および独立した第三者による保証（アシュアランス）または格付情報の提供などがある。それに対して、スクリーニングとは、私的情報を持っていない側が、持っている側に対して複数の選択肢を提示し、その選択行動を通じて相手方の情報を取得することをいい、クラス分け・審査・テストといった、情報が少ない側が多い側から情報を引き出そうとする行為をいう。

もっとも根本的には、買い手側が商品についての知識と判断能力を高めるとともに、売り手側が持つ情報を良く理解し、価格の妥当性を判断できるようになることも必要であろうが、私的情報の非対称性という、モデルの前提を崩すことになるので学説ではみることはない。しかしながら、現実世界においては消費者がより賢くなって、相手方に容易にだまされないように知識武装することが第一であり、最低でも売り手の情報開示の内容を理解できるようになることが必要である。

5. シグナリングとしてのつみたて NISA の功績

それまでの金融投資商品の薄い市場化の状態を変えるにあたって、つみたて NISA 制度が果たした役割は非常に大きいと考える¹⁰。つみたて NISA とは、2018 年 1 月開始の、長期的な資産形成を行いたい投資の未経験者・初心者をサポートするために導入された非課税投資制度で、具体的には①日本国内に住む 20 歳以上（2023 年 1 月以降は 18 歳以上）の人なら誰でも利用可能、②非課税となる投資枠は年 40 万円までとし、③最長 20 年間、配当・分配金（インカムゲイン）および売却益（キャピタルゲイン）が非課税となる制度である¹¹。現在は、2024 年開始の新 NISA の積立投資枠として、より拡充・優遇された制度設計のもとで存続している。

つみたて NISA では、要件を満たして金融庁に届け出た投資信託と ETF（上場投資信託）を定期的に継続して積立投資を行うことが条件となっている。本稿が主張しようとする趣旨から重要な点は、投資信託については、販売手数料がゼロ（ノーロード）であるだけでなく、投資信託を保有している間にかかるコストである運用管理費用（信託報酬）に上限が設けられていて、同様の制限が設けられている ETF とともに低コストの投資商品であることである。より具体的には、以下のような条件のもと、安定的かつ低コストでの運用体制があり、かつデリバティブを駆使した複雑な取引手法や、長期投資には不適切な分配方式の商品も除外され、全体としてシンプル・イズ・ベスト（結果的に運用機関側にも運用コストが低

¹⁰ それまでの証券会社の野放図な営業姿勢を変革し、市場を浄化することに向けた規制当局、証券取引所および金融業界の努力も重要である（「顧客本位の業務運営に関する原則」2017 年 3 月 30 日に策定）。

¹¹ 金融庁（2017）

くて済む) な商品であると公的な「お墨付き」を付けたと評価できよう。「長期・積立・分散」というキャッチフレーズによる資産運用と投資行動の王道ルールの提示とともに、低コストで高品質のモデルケースとなる商品を提示(独立した第三者によるシグナリング)した、といえよう。

積立 NISA 対象投資信託の主な条件

- 信託期間が無制限または 20 年以上
- 毎月分配型の投資信託は除く
- 為替ヘッジの目的以外のデリバティブ取引による運用は行わない
- 販売手数料はゼロ (ノーロード)

- 指数(インデックス)と同様の値動きを目指す「インデックス型投資信託」の場合:
 - 国内資産のみに投資するものの運用管理費用は年 0.5%以下
 - 海外資産に投資するものの運用管理費用は年 0.75%以下
- 指数を上回る運用を目指す「アクティブ型投資信託」の場合:
 - 国内資産のみに投資するものの運用管理費用は年 1%以下
 - 海外資産に投資するものの運用管理費用は年 1.5%以下
 - 純資産総額が 50 億円以上
 - 信託期間が 5 年以上経過している
 - 信託期間中の 3 分の 2 以上が資金流入超である

結果、新 NISA つみたて投資枠対象商品は、2024 年 10 月 24 日現在、表 1 のように 301 本の投資信託および ETF が対象となっており、同時に金融庁によって、「法令上の上限に比し、低コストのインデックス投資信託の増加が著しい。」(法令上限 0.5%に対して、投資先が国内とする指定インデックス投信の平均が 0.243%、投資先が内外・海外では上限 0.75%に対して平均 0.32%)「これにより、インデックス投資信託の信託報酬率の平均は、低下傾向にある。」という評価がなされるに至っている¹²。

表 1 NISA つみたて投資枠対象商品の概要 (2024 年 10 月 24 日現在)

	国内	内外	海外
公募投信株式型	56 本 (31 本)	30 本 (2 本)	80 本 (31 本)
同上資産複合型	5 本 (2 本)	120 本 (36 本)	2 本 (1 本)
ETF	3 本 (0 本)	—	5 本 (0 本)

※ () 内の数字は、届出開始当初 (2017 年 10 月 2 日) の商品数

¹² 金融庁「つみたて投資枠対象商品の概要について」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/products/20241024/28.pdf> (2025/1/9 アクセス)

また、2023 年 12 月末の旧 NISA の購入・積立終了時点で、口座数（一般とつみたての合計）は 2,124 万口座、買付額の合計が 35 兆 2,538 億円（うち、つみたて NISA が 4 兆 5,488 億円）、新 NISA では、2024 年 6 月末時点で、口座数が 2,425 万口座で、買付額の合計が 10 兆 1,341 億円（うち、つみたて投資枠 2 兆 2,178 億円）という結果をもたらしている¹³。

6. さらなる期待

岸田内閣がかかげた資産所得倍増プラン（2022 年 11 月 28 日決定）では、「我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金を投資に繋げることで、持続的な企業価値向上の恩恵が資産所得の拡大という形で家計にも及ぶ「成長と資産所得の好循環」を実現させる¹⁴」ためとして、投資経験者の倍増、NISA 買付額の倍増、さらに家計による投資額（株式・投資信託・債券等）の倍増を数値目標として目指すとした。さらに政策の柱として、家計金融資産を貯蓄から投資にシフトさせるための制度の改革、安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実、および顧客本位の業務運営の確保などを目標としている。

日本の金融投資商品市場が再度のレモン市場化のリスクを避けてさらに発展するためには、政府が売り手側金融機関および運用者金融機関の規制をより適切に整備・運営してゆくことに加えて、私的情報を持たない買い手（投資者）側の対応策として、当然買い手側が情報を分析して、判断する能力を涵養することが必要になる。現在の投資商品市場は、上述のように NISA 制度以降のノーロード化と運用手数料低下に見られるように投資信託商品の品質向上に加えて、インターネット証券の発達によって株価情報や企業開示情報がリアルタイムで確認できるようになっているため、バブル期のような明らかなレモン（というのも語義矛盾であるが）を売りつけられるリスクは圧倒的に減少している。反面、投資者側は多量の開示資料や契約前締結書面に圧倒されている状態であり、自らの教育をさらに進める必要があるといえ、金融経済教育の実施機関として 2024 年 4 月に設立された金融経済推進機構（J-FLEC）などを活用した、官民あげでの行政・教育・職場での投資教育の推進と活用を期待するところ大である。また、売り手の金融機関側でも、「顧客本位の業務運営」の精神を十分理解し、営業現場でのコンダクトリスク管理を徹底して、過去の不適切な営業行動から来る国民一般の不信感¹⁵を払拭し、シグナルを発信してゆくことが求められる。

¹³ 金融庁「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況に関する調査結果の公表について」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20240628.html> <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20240917/2406.xlsx>
(2025/1/9 アクセス)

¹⁴ 内閣府副大臣（金融）藤丸敏「資産所得倍増プランについて」 QUICK 資産運用討論会
(2023/1/19) <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20230119.pdf> (2025/1/9 アクセス)

¹⁵ 内閣官房（2023）「資産所得倍増プラン」p2 では、「金融庁の調査によれば、投資未経験者が投資を行わない理由として多いのは、第 1 位：「余裕資金がないから」（56.7%）、第 2 位：「資産運用に関する知識がないから」（40.4%）、第 3 位：「購入・保有することに不安を感じるから」（26.3%）である。」

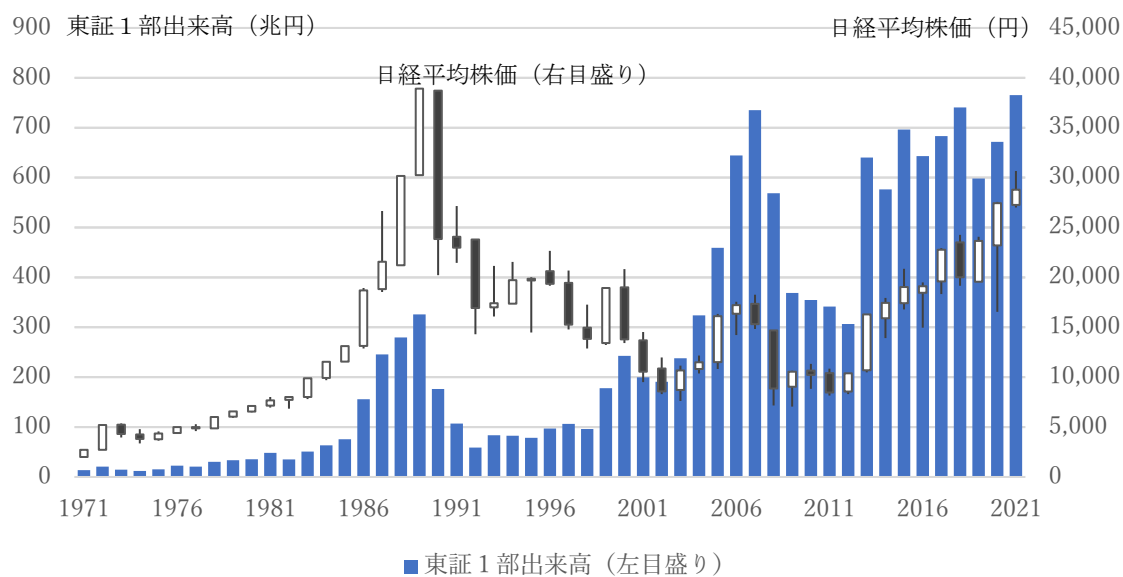


図 1 1971～2021 年日経平均株価と東証第 1 部出来高の推移 (日本経済新聞社および日本取引所グループのデータから筆者作成)

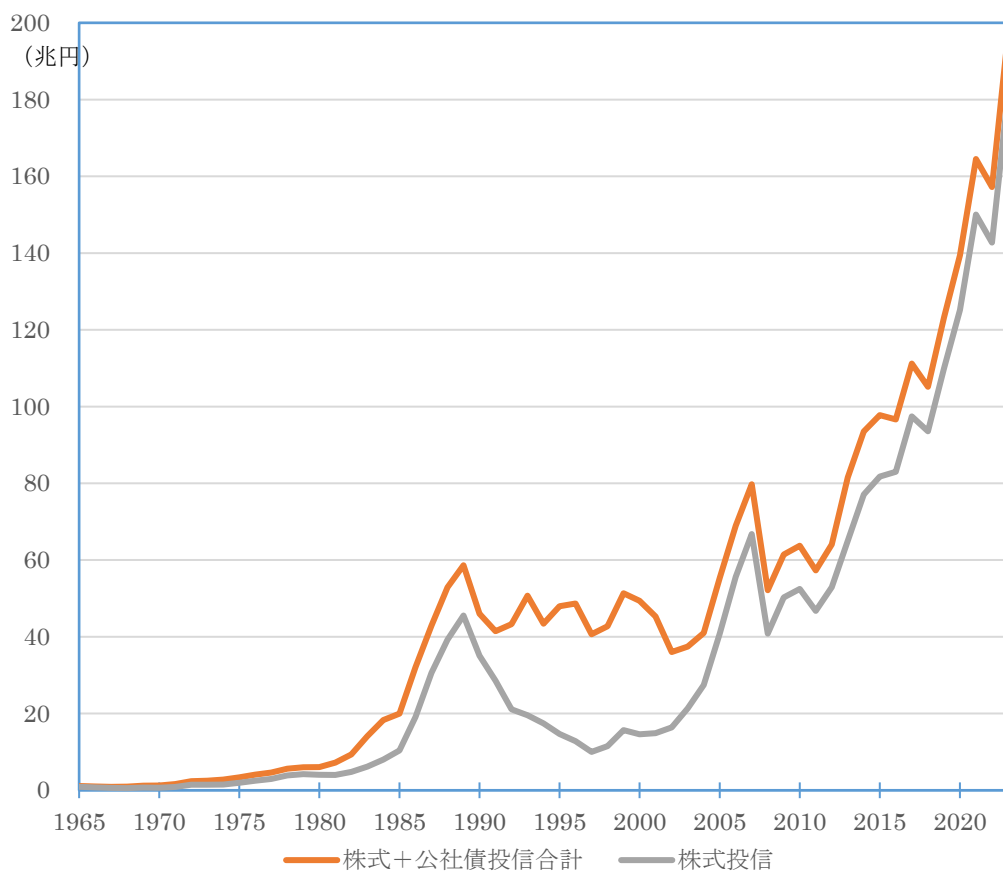


図 2 1965～2023 年 公募投資信託の純資産総額 (投資信託協会のデータから筆者作成)

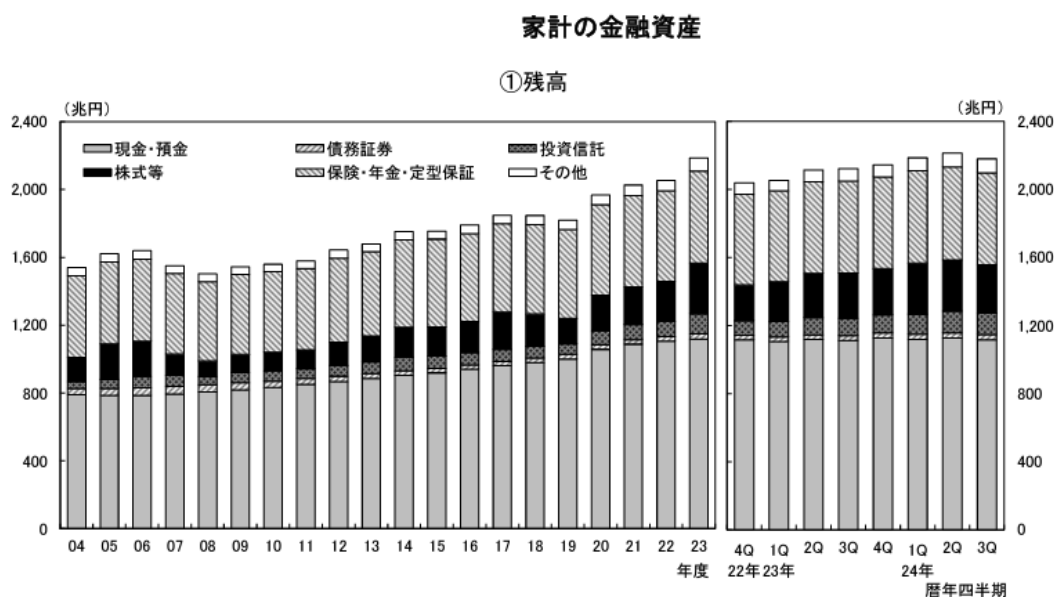
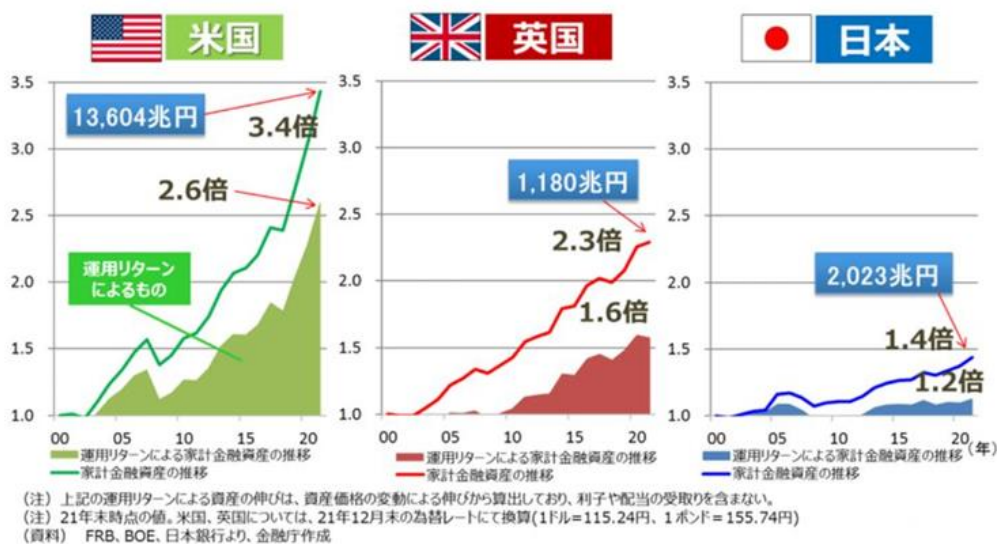


図 3 家計の金融資産の内訳推移 (出典：日本銀行「参考図表 2024 年第 3 四半期の資金循環 (速報)」 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf> (2025/1/9 アクセス))

各国の家計金融資産の推移 (2000~2021 年)



出所：日本証券業協会

図 4 米英日の家計金融資産の推移 (出典：三菱 UFJ 信託銀行「資産所得倍増プランの実現に向けて」 https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/shisan_keisei_25.pdf (2025/1/9 アクセス))

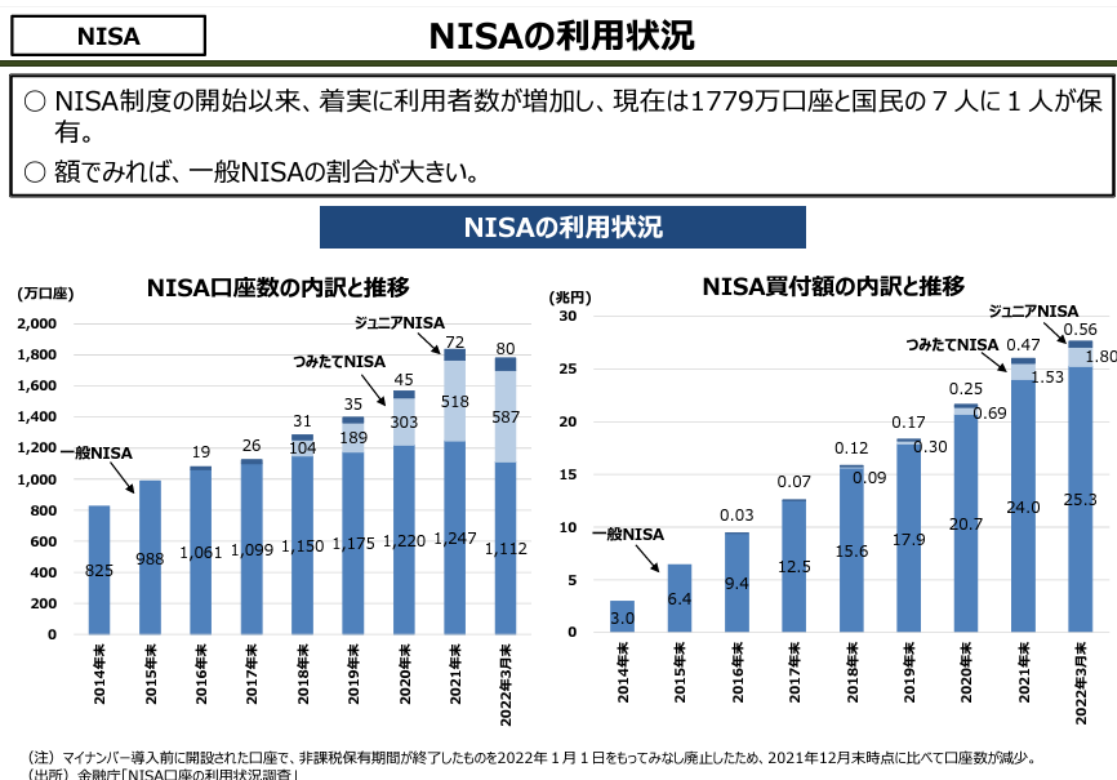


図 5 NISA の利用状況 (出典：内閣官房「資産所得倍増に関する基礎資料集」(2022/10))

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanshotoku_dai1/siryou3.pdf (2025/1/8 アクセス)

<参考文献>

- 相場昇 (2000) 『証券マン社外秘日誌』 情報センター出版局
- 入山章栄 (2019) 『世界標準の経営理論』 ダイヤモンド社
- 奥山俊宏・村山治 (2019) 『バブル経済事件の深層』 岩波新書
- 清原達郎 (2024) 『わが投資術 市場は誰に微笑むか』 講談社
- 金融庁 (2017) 「つみたて NISA について」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-2/12.pdf> 2025/1/9 アクセス
- 金融庁 (2023) 「資産所得倍増プランについて」
<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20230119.pdf> 2025/1/9 アクセス
- スティグリッツ, ジョセフ・E、カール・E・ウォルシュ (2013) : 藪下史郎他 (翻訳)
 『スティグリッツ ミクロ経済学 (第4版)』 東洋経済新報社

- 辰巳憲一 (2009) 「金融活動における情報と金融仲介業～展望と論評～」 学習院大学経済論集 第 45 巻 第 4 号
- 内閣官房 (2023) 「資産所得倍増プラン」
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/dabiplan2022.pdf
2025/1/9 アクセス
- 永沢裕美子 (2024) 「「あんなもの買うな」と言われた投資信託が信頼を勝ち得るまで」 IFRC 2024/12 <https://ifrc.or.jp/nagasawayumiko-caretaker/> 2025/1/9 アクセス
- 永野健二 (2016) 『バブル:日本迷走の原点』 新潮社
- 藪下史郎 (2002) 『非対称情報の経済学～スティグリッツと新しい経済学～』 光文社新書
- Akerlof, George A. (1970) "The Market for 'Lemons' : Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3)
- The Nobel Foundation (2001a) "Popular information" (2001 年ノーベル経済学賞) <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/advanced-information/> 2025/1/9 アクセス
- The Nobel Foundation (2001b) "Advanced information" (2001 年ノーベル経済学賞) <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/popular-information/> 2025/1/9 アクセス
- Stiglitz, Joseph E. (2000) "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics" *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 115, No. 4