

投資顧問

No.85
2017

Contents | 目次 |

- 01 巻頭言 西副会長 「運用会社の果たす役割」
- 03 協会の動き
- 10 江戸時代の米相場と本間宗久の投資戦略
山口勝業氏（イボットソン・アソシエイツ・ジャパン（株）取締役会長）

〈巻 頭 言〉

運用会社の果たす役割

一般社団法人 日本投資顧問業協会

副会長 西 恵正



「米国を再び偉大にする」というスローガンを掲げる米国大統領が1月に就任し、世界経済は新たな展開をみせている。昨年6月に起きた英国のEU離脱に始まり、トランプ新大統領の誕生、更に2017年に予定している欧州各国の総選挙の趨勢次第では反グローバリズムの流れが決定的なものになるリスクが危険なほど高まっている。米国大統領選後に一時楽観的であった市場も、その後明らかになってきた強烈な保護主義の負の側面を警戒し始めており、今後の見通しには不透明感が増している。

かかる米欧に端を発する政治・経済の激流のなかで、今年の日本経済は翻弄されることが想定される。更に中長期的展望を見据えると日本経済が抱える課題の根底には潜在成長率の低下という構造問題が横たわっている。少子高齢化や人口減少といった大きな政策課題に対し思い切った対策が打ち出されることが期待される一方で、成長戦略の重要テーマの1つである金融・資本市場の活性化に向け、我々資産運用業界に対する社会からの期待は日に日に大きくなっていることを感じる。長期的な価値創造を意識し、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ、所謂インベストメント・チェーンにおける運用会社の役割を全うしなければならない。

機関投資家と投資先企業の双方が企業の「稼ぐ力」の持続的な向上に取り組む「コーポレートガバナンス改革」において、資本市場関係者それぞれが知恵を絞り様々な動きを見せている。2015年9月に発足した「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」では運用機関によるスチュワードシップ活動について更に取組を深化させる動きが出てきている。同会議の意見書では、パッシブ運用におけるエンゲージメント等への取組が提言されており、アクティブ運用と異なり投資先企業の株式を売却する選択肢が限られているパッシブ運用こそ中長期的な企業価値を促す必要性が高いということであるが、これらの提言や施策は、日本の金融・資本市場を世界の投資家から注目されるインフラに改革することにつながるだろう。上場企業の持続的な成長を通じて投資家のリターンを向上させ、世界に通用する金融・資本市場を確立するという壮大な改革の一環であり、成熟国家にふさわしい資産運用立国に向けた意欲的な取組だと思われる。

かかる取組の背景には、日本の資本市場が長期に渡って低迷してきたことの危機感がある。トランプラリーで足許の株式市場は回復しているが、バブル崩壊以降、日本の株式市場は長きにわたって厳しい状況に置かれてきたという事実を忘れてはならない。長期低迷は多くの投資家を市場から遠ざけ、現役世代の多くは株式投資で「成功体験」を味わっていないなど、「貯蓄から資産形成へ」の足取りは重い。こうした過去に加えて、構造的な問題が横たわる現状を打開するためには、運用会社がスチュワードシップという枠組みに、いかに具体的且つ有効な魂を入れるかにかかっている。投資先企業の長期の市場価値を高めるためにどのように関わるかが、言わば機関投資家の真価が問われる部分になるだろう。その鍵となるのは、やはり、企業と建設的な対話をする力をどれだけ磨くことができるかだと思われる。

投資家と投資先企業との対話というと、日本では株主総会での議決権行使が先ず挙げられるが、議決権行使において選択できるのは実質的に賛成か反対だけであり受け身の対話になりがちである。それでは、議決権行使以外の対話はどうかということ、投資先に問題がある場合に実施されることが一般的である。必要なのは長期の企業価値向上に係る視点でガバナンスや資本生産性の改善を促す建設的な対話でなければならないと考える。

人口減少に伴う国内市場の縮小の中で、投資先企業はグローバルでの競争に挑戦しているが、そういった投資先企業の長期の企業価値向上に向けて果たしてどれだけの運用会社が建設的な対話することができるだろうか。資産運用立国において国内運用会社が存在価値を高めるには、機関投資家として事業戦略や資本配賦などの経営戦略について建設的な対話ができる実力をつけることだと思っている。

(アセットマネジメント One 株式会社 取締役社長)

協会の動き

●金融庁幹部との意見交換会

平成 28 年 10 月 26 日に、平成 28 年度第 1 回目の「金融庁幹部との意見交換会」を開催しました。11 名の金融庁幹部の方々、19 名の当協会役員が出席し、当日は、同月 21 日に金融庁から公表された「金融行政方針」、同月 25 日に公表された「証券モニタリング基本方針」の主旨や具体的な取組み等について、幹部の方々から説明を受け、意見交換を行いました。

●プレス各紙記者との懇談会

平成 28 年 11 月 17 日に、プレス各紙記者と当協会役員との懇談会を開催しました。当日は、岩間協会長の挨拶の後、プレス各紙記者と協会役員との間で活発な意見交換が行われました。

●拡大版コーポレートガバナンス研究会の開催について

○平成 28 年度第 4 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催しました

平成 28 年 11 月 11 日（金）午後 2 時 30 分より、当協会大会議室において、平成 28 年度第 4 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催しました。

当日は、上智大学 特任教授の引間雅史様をゲスト・スピーカーにお招きし、「アセット・オーナーとして果たすべき役割とアセット・オーナーから見たアセット・マネジャーへの期待」と題してお話いただきました。その後、参加メンバーによる自由討論が行われました。

○平成 28 年度第 5 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催しました

平成 28 年 12 月 7 日（水）午後 2 時 30 分より、当協会大会議室において、平成 28 年度第 5 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催しました。

当日は、セコム企業年金基金 顧問の八木博一様をゲスト・スピーカーにお招きし、「アセットオーナーとして果たすべき役割とアセットマネージャーへの期待」と題してお話いただきました。その後、参加メンバーによる自由討論が行われました。

●各種研修の実施状況

○原田証券検査課長の講演会について

平成 28 年 12 月 1 日に、証券取引等監視委員会事務局の原田証券検査課長を講師に迎え、「平成 28 事務年度 証券モニタリング基本方針について」と題してご講演いただきました。講演では、平成 28 事務年度金融行政方針を踏まえ、今事務年度から公表された「証券モニタリング基本方針」に基づき、金融商品取引業者等に対する基本的な取組方針及び主な検証事項等について説明いただきました。



○コンプライアンス研修を実施しました

平成 28 年 12 月 6 日に、コンプライアンス研修を「FINMAC におけるラップ業務に関する苦情・相談の研究」というテーマで開催しました。特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター 業務部長の田口順一氏を講師に迎え、FINMAC に寄せられたラップ業務を行う会員に対する苦情、相談、あっせんの事例の紹介とともに、苦情等処理態勢と金融 ADR 機関の役割について説明いただきました。



○サイバーセキュリティに関する研修を実施しました

平成 28 年 12 月 14 日に、東証コンピュータシステム リスクマネジメント室 サイバーセキュリティスペシャリストの菅原昭伸氏を講師に迎え、「金融庁のサイバーセキュリティに関する取組と投資顧問業における対策指針」というテーマで研修を開催しました。サイバー攻撃の脅威に対して取り組むべきポイントの紹介と、リスク評価をベースにした対策の在り方について説明いただきました。



●事業日誌（平成 28 年 10 月 1 日～平成 28 年 12 月 31 日）

- 10. 26 金融庁幹部との意見交換会
- 10. 26 第 357 回理事会
 - （１）入会承認および退会等報告（入会 1 件、退会 9 件）
 - （２）拡大版コーポレートガバナンス研究会について
 - （３）ファンドラップ研究会について
 - （４）その他報告
- 11. 11 平成 28 年度第 4 回拡大版コーポレートガバナンス研究会
- 11. 17 プレス記者等との懇談会（於：東京証券会館）
- 11. 30 第 358 回理事会
 - （１）入会承認および退会等報告（入会 5 件、退会 4 件、会員資格の変更 1 件）
 - （２）その他報告
- 12. 1 研修（於：東京証券会館）
 - ・平成 28 事務年度 証券モニタリング基本方針について
- 12. 6 研修（於：協会大会議室）
 - ・FINMAC におけるラップ業務に関する苦情・相談の研究
- 12. 7 平成 28 年度第 5 回拡大版コーポレートガバナンス研究会
- 12. 7 プレス発表
 - ・契約資産残高統計（平成 28 年 9 月末）
- 12. 14 研修（於：東京証券会館）
 - ・金融庁のサイバーセキュリティに関する取組と投資顧問業における対策指針
- 12. 19 第 165 回自主規制委員会（書面）
 - ・日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 3 回）の結果について
- 12. 21 第 359 回理事会
 - （１）自主規制委員会委員長報告
 - （２）日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 3 回）の結果について
 - （３）法定書面のサンプル（助言契約において、契約締結前に顧客に交付する書面）の一部改定について
 - （４）入会承認および退会等報告（入会 3 件、退会 3 件）
 - （５）その他報告

●会員の動き（平成 28 年 10 月 1 日～12 月 31 日）

協会の会員は、投資運用業のうち、①投資一任業務（従来からの有価証券の一任運用、および不動産等を原資産とする金融商品の一任業務）を行う会員、②ファンド運用業務（ベンチャー企業育成や事業再生等を目的として組成されたファンドの運用を行う業務）を行う会員、投資助言・代理業を行う会員で構成されています。

平成 28 年 12 月末現在の会員数は、次のとおりです。

会員数	投資運用会員	投資助言・代理会員
754	270	484

○入会会員一覧

・投資運用業者の入会 1 件

業者名	協会入会日
あけぼの投資顧問株式会社	平28年12月26日

・投資助言・代理業者の入会 7 件

業者名	協会入会日
株式会社アセツブレイン	平28年11月 1日
New York Life Investment Management Asia Limited	平28年11月30日
J-STAR 株式会社	平28年12月 2日
株式会社ザファーストステップ	平28年12月 8日
Cambridge Associates Asia Pte Ltd	平28年12月 8日
K&E 株式会社	平28年12月22日
株式会社クラウンキャピタル	平28年12月29日

○退会会員一覧（10 社）

業者名	退会日	資格喪失理由
Standard&Poor's Securities Evaluations, Inc.	平28年 9月30日	投資助言・代理業登録の廃止
ステラアドバイザーズ株式会社	平28年10月31日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社クロスポイント・アドバイザーズ	平28年10月31日	投資助言・代理業登録の廃止
LC ホールディングス株式会社	平28年10月31日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社オスピス	平28年11月 1日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社 UNION GAINER JAPAN	平28年11月14日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社 트레이ダーズ LAB.	平28年12月13日	投資助言・代理業登録の廃止
マッコーリージャパン株式会社	平28年12月15日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社フィナンシャル・アドバイス	平28年12月22日	投資助言・代理業登録の廃止
フィリックスパートナーズ株式会社	平28年12月31日	投資助言・代理業登録の廃止

※当協会ウェブサイト最新の会員名一覧（電話番号入り）を掲載しています。

詳細につきましては、そちらをご覧ください。

URL: <http://www.jiaa.or.jp/profile/kaiin.html>

苦情相談の状況（平成 28 年 10 月～平成 28 年 12 月）

● 苦情相談の状況

- (1) 協会は、お客様等からの会員の行う業務に関する相談、苦情対応及びあっせん業務を、特定非営利活動法人「証券・金融商品あっせん相談センター」(FINMAC) に業務委託しています。
- (2) 平成 28 年 10 月～平成 28 年 12 月に FINMAC が対応した苦情・相談、あっせんは、苦情が 16 件、相談が 47 件、あっせんが 2 件（表 1）となっており、苦情及び相談の具体的内容は表 2、表 3 のようになっています。

苦情・相談の状況（平成 28 年 10 月～28 年 12 月）

（表 1）受付状況

（単位：件）

区分	投資運用会員		投資助言・代理会員	その他	合計
		内ラップ業務			
苦 情	10(31)	10(30)	6(13)	0(0)	16(44)
相 談	29(71)	27(69)	12(43)	6(17)	47(131)
あっせん	1(3)	1(3)	1(1)	0(0)	2(4)
合 計	40(105)	38(102)	19(57)	6(17)	65(179)

（注）・（ ）は平成 28 年 4 月からの累計（以下同じ）。

- ・その他には、一般的な問合せや非会員に対する苦情・相談を記載（以下同じ）。
- ・苦情とは、会員の行う業務に関し、会員に責任若しくは責務に基づく行為を求めるもの、又は、損害が発生するとして賠償若しくは改善を求めるものなど、会員に不満足を表明するものをいう（苦情及び紛争の解決のための業務委託等に関する規則第 2 条）。

（表 2）苦情の内容

（単位：件）

区分	投資運用会員		投資助言・代理会員	その他	合計
		内ラップ業務			
(1) 勧誘・契約に関する苦情	8(22)	8(22)	2(3)	0(0)	10(25)
(2) 会費つり上げ	0(0)	0(0)	0(0)	0(0)	0(0)
(3) 運用、助言内容の不満	2(3)	2(3)	2(5)	0(0)	4(8)
(4) 契約不履行等	0(1)	0(0)	1(1)	0(0)	1(2)
(5) その他の苦情	0(5)	0(5)	1(4)	0(0)	1(9)
合 計	10(31)	10(30)	6(13)	0(0)	16(44)

（表 3）相談の内容

（単位：件）

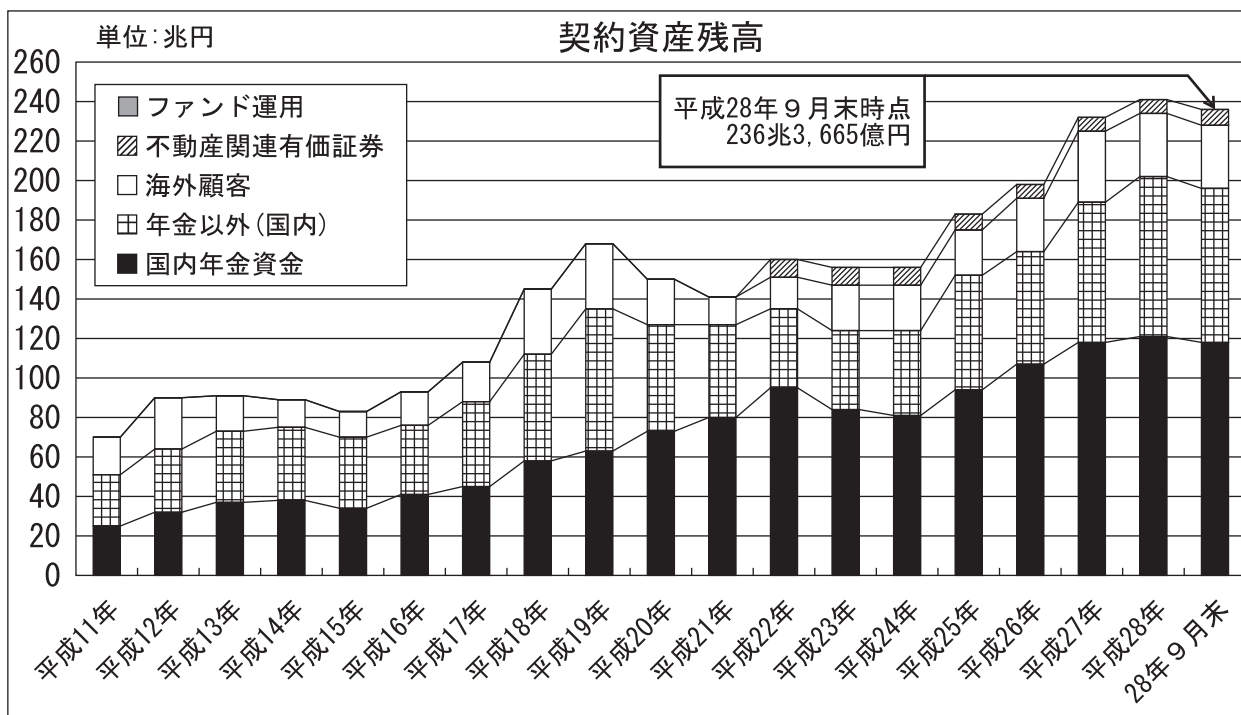
区分	投資運用会員		投資助言・代理会員	その他	合計
		内ラップ業務			
(1) 業者の内容	0(0)	0(0)	1(4)	1(1)	2(5)
(2) 契約・勧誘に関する相談	10(23)	10(23)	2(11)	0(1)	12(35)
(3) 途中解約	7(15)	7(15)	1(3)	2(3)	10(21)
(4) 運用、助言内容の相談	5(16)	4(15)	1(7)	0(2)	6(25)
(5) その他の相談	7(17)	6(16)	7(18)	3(10)	17(45)
合 計	29(71)	27(69)	12(43)	6(17)	47(131)

統計数値で見る投資顧問業

日本投資顧問業協会では、四半期ごとに投資運用会員の契約資産に関する統計を作成し、協会のホームページ（下記）で公開しています。今回掲載したデータ以外にも、多種の詳細なデータを公開していますので、是非ご覧ください。

日本投資顧問業協会ホームページ統計資料：<http://www.jiaa.or.jp/toukei/>

1. 契約資産残高は 236 兆円

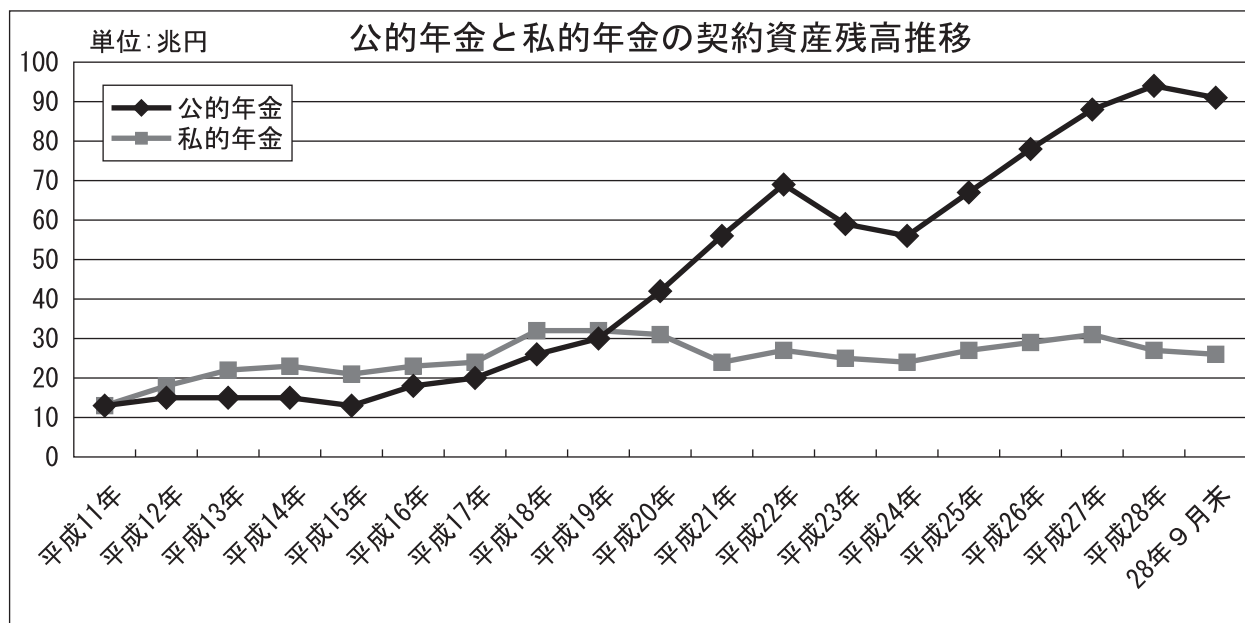


※投資一任、投資助言、ファンドの契約資産の合計

※数値は、28年9月末以外は全て3月末時点の残高（以下同様）

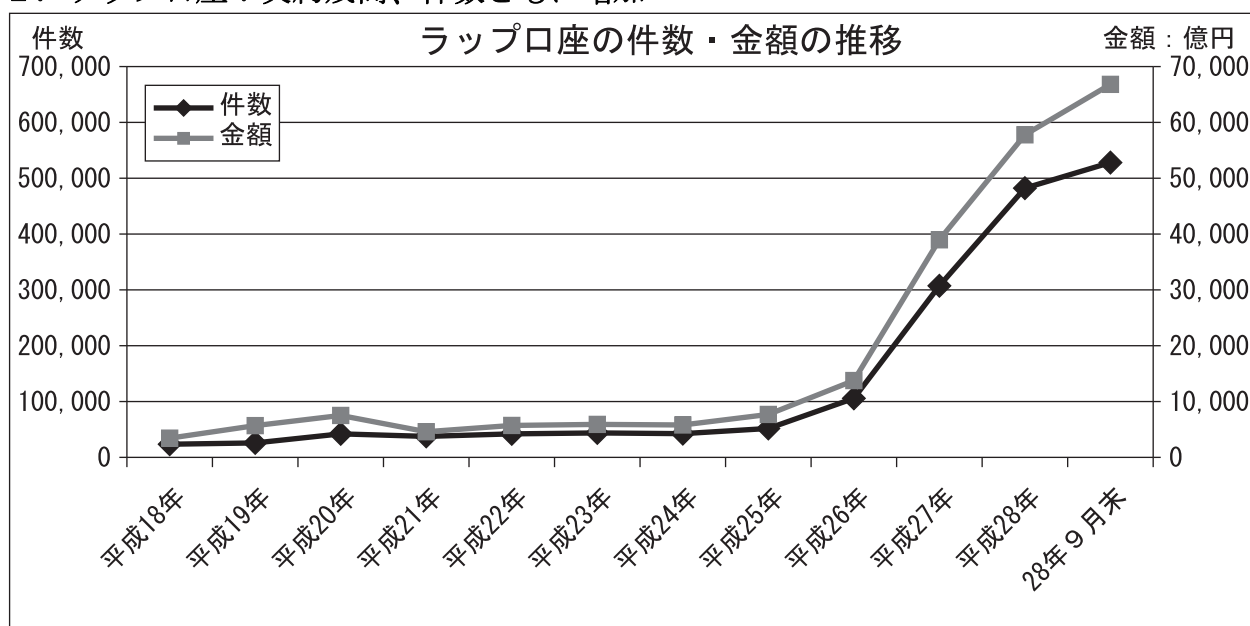
平成28年9月末の契約資産残高は、236兆3,665億円となり、平成28年3月末残高（約242兆円）を下回りました。これは、平成24年の秋以降、良好な市場環境を背景として増加傾向が継続していましたが、平成28年9月末時点では、国内の株式市場が軟調であったことや、為替市場において円高が進行したことにより外貨資産額が減少したことなどが原因となっています。

契約資産の内訳を見てみると、国内年金資金の割合が約50%となっており、当業界において年金資金の存在が非常に大きいことが分かります。年金の資金は、公的年金（年金積立金管理運用独立行政法人など）と私的年金（企業年金基金など）に分けることができますが、その残高推移は次のとおりです。



公的年金の残高は、平成24年3月末以降、継続的に増加してきましたが、平成28年9月末の残高は91兆円で、平成28年3月末に比べ2.5%減少しました。公的年金と私的年金の合計では117兆円で、同2.7%の減少となっています。

2. ラップロ座：契約残高、件数ともに増加



平成28年9月末のラップロ座の契約状況は、契件数が52万8,049件、契約金額が6兆6,813億円（いずれも投資一任契約と投資助言契約の合計）となり、契約件数、契約金額とも過去最高を更新しました。

江戸時代の米相場と本間宗久の投資戦略

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社 取締役会長
一橋大学大学院国際企業戦略研究科 非常勤講師
山口勝業 CFA・CMA



連載第1回 伝説の天才相場師・本間宗久

米国ヴァージニア州シャーロッツヴィルに本拠を置く国際的な証券アナリストの組織 CFA インスティテュートは、いまから 25 年程前、多くの著名な投資家たちの古典的著作のエッセンスを集大成して *Classics* と銘打った正・続 2 冊の大著を出版した。そこに登場する多くの投資の名人のなかに、一人だけ日本人が登場する。わずか 2 ページに英語で抄訳された章のタイトルは “Master Honma’s Strategy of Commodity Speculation”。直訳すれば、「本間師匠の商品投機戦略」となる。

そのマスター・ホンマとはいったい何者か？ 彼の名は本間宗久。江戸時代中期に庄内藩酒田の米商人・本間家で経営の辣腕を振るい、地元だけでなく大坂や江戸の米相場で大儲けして「出羽の天狗」と称せられた稀代の相場師だ。

彼はなぜ米相場で大儲けできたのか？ 今から二百五十年以上前の彼の投資戦略が、なぜ現代で、しかも国際的にも注目に値するのか？ 本連載では彼の『宗久翁秘録』を読み解くことで、江戸の米相場の実像と彼の投資戦略に 3 回にわたり迫ってみたい。

宗久伝説の誤解

「本間宗久」の名前は証券関係者の間では「酒田五法」の元祖で、現代のテクニカル分析（チャート[罫線]分析）の先駆者だ」と信じられているようだが、この説はじつはかなり眉唾ものなのである。彼が語った『秘録』にはどこにもチャートは出てこないし、むしろ彼が重視していたのはファンダメンタル分析だからだ。

ちなみにテクニカル分析とは過去の株価、為替レート、石油や穀物など商品の相場変動をあらわすチャートのパターンから将来を予測しようという手法で、さまざまなパターンの読み方が提案されている。酒田五法もその一つである。これに対して株価ではなく、マクロ経済指標や企業の業績動向と財務内容などをもとに証券の投資価値を分析する手法をファンダメンタル分析という。前者はどちらかといえば短期志向、後者はどちらかといえば長期志向の投資に向いている。

本間宗久の出身地は現在の山形県酒田市であった。テクニカル分析で、株価チャートのパターン要素を 5 種類に分類する「酒田五法」という手法が、我が国の相場師のあいだで伝えられてきたことは事実である。しかし『宗久翁秘録』のどこにも彼をテクニカル分析の元祖だと証明できる記述はまったくない。では、なぜこのような誤解がまかりとおってきたのだろうか。

現在我々が株価や為替のチャートで目にする「ローソク足チャート」は、明治時代以降に普及したもので、宗久の時代にはまだ開発されていなかった。明治以降に出版された酒田五法をはじめとするチャート分析の解説書が、「本間宗久」の名前を（もちろん無断で）タイトルに借りて権威を付けたこ

とが、こうした誤解を生んだ原因と思われる。例えば明治 37 年の『相場罫線術講義』（副題は「出羽酒田港本間家秘法」）や、ほぼ同時期に本間宗久翁遺訓と銘打って出版された『期米相場罫線学全』である。昭和になってから刊行されたものにも『本間宗久翁遺稿大秘典“酒田戦術詳解”』がある。いずれも宗久の名を掲げてはいるが、後年の著者が書いたチャート解説本である。

偉大な天才投資家と称される人の権威を借りるのは、いつの時代も同様である。今日世界でもっとも成功している投資家として、米国のバークシャー・ハザウェイ社を率いるウォーレン・バフェットはあまりにも有名だ。だから『バフェット流投資術』などと銘打った投資ノウハウ本が巷に出回ることになる。ただし、いずれもバフェット自身が書いたものではなく、他の誰かが解説したものである。バフェット自身の著述はバークシャー社の年次報告書を読むしかない。

さて誤解を解いたところで、本題に移ろう。はたして本間宗久とはどんな人物だったのか。彼は本当に伝説のとおり連戦連勝の天才投資家だったのか。彼が相場師として成功したのはなぜか。彼の手法がチャート分析の先駆けでなかったとすれば、今日の投資分析手法に照らしてみればどのような手法だったのだろうか。

酒田本間家の 2.5 代目

江戸時代に中央市場であった大坂堂島米会所では先物と現物の米取引が行われていたが、酒田など地方の主な米集散地でも規模は小さいものの同様の市場があった。酒田で米座が創立されたのは元和 3 (1617) 年、藩の許可を得て公立の米会所になったのが享保 10 (1725) 年である。米問屋は 30 軒で、多くは廻船問屋を兼営していた。ほかに「目早」と呼ばれた仲買人が 30 軒あったという。この地の元禄時代の活況ぶりは、井原西鶴の『日本永代蔵』にも豪商・鍍屋惣右衛門の話で描かれている。

本間家は江戸時代に栄えた庄内地方で最大の豪商であり、明治以降も戦前までは日本有数の大地主であった。その財力は大名をも凌ぐほどだったので、「本間さまには及びもないが、せめてなりたや殿様に」とうたわれていた。本間家の初代は元禄時代の本間原光にまで遡る。当初は雑貨商から始め、やがて米問屋・金融業・地主としてのしあがっていく本間家の基盤は、この原光の時代に確立された。宗久はその五男として享保 3 (1718) 年に生れた。

原光の長男・光寿は二代目を相続し家業は順調に拡大してきたが、宝暦元 (1751) 年高齢を理由に隠居した。ただし跡継ぎとなるはずの長男・光丘はまだ若く、姫路の豪商の下で修業中の身であった。このため光寿は当面の経営を末弟の宗久に委ねた。このとき光寿は財産 1270 両のうち 250 両と田地の 2 割を宗久に分与した。

宗久はこの分与財産を元手として地元酒田の米相場で投機に乗り出した。金儲けをするには米相場しかない、と宗久は確信したのである。じっさい酒田の米相場では宗久は連戦連勝で巨額の富を得た。

宝暦 3 (1753) 年に修業を終えた光丘が姫路から帰国すると、2 年後の宝暦 5 (1755) 年、光丘は経営権を明け渡すよう宗久に迫った。その際、光丘は宗久が本間家の財産から金 1878 両、銀 40 匁、米 2652 俵を不正に流用している、と糾弾した。経営権の委譲をめぐるのは一族の間でかなりもめたが、結局宗久は本間家から義絶・離縁され、二代目光寿の嫡子である光丘が正式に三代目を継いだ。宗久が本間家の経営を事実上任されていたのは、この間のわずか 4 年余り、つまり二代目と三代目のあいだのリリースだったので、宗久は本間家第 2.5 代目という位置づけになる。

宗久と光丘は正反対の性格で、一攫千金の相場に賭けた宗久に対して、堅実経営で才覚を発揮したのが光丘であった。じっさい光丘は本間家中興の祖と呼ばれており、本間家の組織的運営を確立し、8 千石相当の田畑、5 万 5 千両の貸付金、銀 5 万貫におよぶ財力を築いたとされる。財政難に悩む地元酒井藩の財政顧問としてその立て直しに協力し、植林などの社会事業や宝暦の大飢饉に際しては難民救済も行った。こうして光丘は、その後の本間家の地位を不動のものとしたのである。

宗久、緒戦で敗退す

さて光丘に経営権を譲ると、宗久は一人江戸へと旅立った。江戸へ行った目的は、さらに大きく相

場を張ってやろう、という意図があったからである。江戸でもはじめはうまくいくかにみえたが、あろうことか相場は宗久に味方せず、持っていた数千両をすっかりすってしまったのである。これにはさしもの宗久も動転し、意気消沈したことだろう。

一文無しで酒田に戻った宗久は、帰依していた曹洞宗海晏寺を尋ね、海山禅師のもとで7日間座禅を組んだ。海山禅師が示した公案（禅問答の題）は「非風、非幡」であった。その昔、中国では城の上の旗（幡）が揺れ動く様子を見て、兵隊たちが「風で動いているのだ」「いや、旗そのものが動いているのだ」と議論していた。これを見たひとりの儒者が、「風でもなく、旗でもない。おのれの心が動いているのだ」と喝破した、という逸話がある。「非風、非幡」はこの話に由来している。

座禅修行で開眼した宗久が体得したのが「三位の法」だ。三位とは風・幡・心である。現代風に解説すると、米相場が変動する要因には、天候や需要などのファンダメンタルズ要因（風）、相場自身の動きであるテクニカル要因（幡）に加えて、市場参加者の人々が強気になったり弱気になったりする心理的要因（心）の三つがあるというものだ。三番目の心理的要因とは最新の経済学という行動ファイナンス的要因だ。

顔を洗って出直した宗久は、こんどは米相場の本場である大坂堂島に乗り込んだ。突然現れた天才相場師に仰天した大坂商人たちは宗久を「出羽の天狗」と呼んだ。その後、宗久は江戸へ移り、そこでも相場を張って活躍した。宗久の活躍ぶりは、俗謡に「酒田照る照る、堂島くもる、江戸の蔵前雨が降る」とうたわれた。

『宗久翁秘録』の成立

米相場でひと財産築いた宗久は、晩年を江戸の根岸に隠居して、幕府の経済顧問のような役についていた。そこへ善兵衛という酒田出身の男が訪ねてきた。善兵衛はかつて宗久が本間家を取り仕切っていた頃に出入りしていた米商人である。宗久が本家を追放された後も昔の恩を忘れずに、はるばる江戸まで訪ねてきたのだ。善兵衛は米相場で失敗して一文無しになり借金を抱え、いまは米人足に身を落としてしまっていた。

だが訪ねてきた旧知の善兵衛にはまだヤル気が残っていた。宗久は「相場でもう一勝負するならカネは出してやろうじゃないか」と持ちかけた。宗久の助言と資金援助で再挑戦した善兵衛は、みごと米相場で大儲けして、借金を返済し、家屋敷も取り戻すことができた。

恩義を感じた善兵衛はその後たびたび江戸の宗久を訪ねては、庄内地方の米の作柄や天候や相場を報告し、宗久もこれに応じて江戸や大坂の相場を語った。宗久はこれまで自分の投資戦略をいっさい他人に語らなかったが、善兵衛にだけは心を開いて相場の極意を語ったのである。

『宗久翁秘録』は、宗久が晩年に酒田出身の弟子善兵衛に語った相場の極意を、善兵衛が書きまとめたものだ。『秘録』には相場の心得を説く157か条に加えて、明和5年(1768)正月から寛政9年(1797)閏7月までの酒田の米相場の値段が記録されている。宗久は享和3年(1803)に江戸で87歳の生涯を終えたので、『秘録』を語った頃の宗久は80歳を超えていたはずだ。

一攫千金の投機市場で必勝法があれば、誰もが知りたいと思うものである。江戸時代から伝えられるさまざまな相場秘伝書は、まさしく「秘伝書」の名のとおり、出版されて広く読者を得ることを意図しておらず、一部の人々のあいだで筆写によって伝えられてきた。まれに出版されることがあっても、作者が匿名であったり、聞き書きであったりする。

それらのなかで唯一異色なのは、本間宗久自身が書いた『本宗莫耶剣』があり、これをベースに善兵衛が宗久の言葉を書き記したのが『宗久翁秘録』である。ただし『秘録』というだけあって、多くの例にもれず本間家に秘蔵され、例外的に地元の親しい豪商を通じてわずかに筆写で伝えられてきた。

じっさい『秘録』の末尾に近い第153条は「此書他見無用の事」という表題で、「たとえ懇意の間柄であっても、この書を見せてはならない。それは自分一人で利益を独り占めしたいからではなく、この書をよく咀嚼しないままに素人が安易に売買に手を出すと、失敗して場合によっては財産を失いかねないからだ」と警告を発している。

米相場のファンダメンタル分析

彼の相場戦術は大坂堂島での米相場必勝法と思われがちだが、酒田の米商人であった弟子の善兵衛に伝授した極意であるので、『秘録』の記述の多くは酒田市場での米取引を念頭においている。その際、宗久がもっとも重視した情報は、堂島の相場動向もさることながら、むしろ地元の庄内地方の作付状況や酒田港に出入りする船に加えて、全国的な米の需要と供給の状態がどうなっているのかというファンダメンタル情報であった。

例えば『秘録』第9条「不作年駆引の事」では、米が不作の年にどう判断し、行動すべきかを述べている。地元庄内地方では6、7月に雨がちで冷夏になると、周辺地域はおしなべて不作となる。だが遠く離れた九州や中国地方はそうとも限らない。また当地で6、7月の天気の不順だったとしても、その後の稲の成長期に急に日照りが続くようになり、一転して豊作となることがある。ただし夏場にかけては大風、洪水、虫害などの天災に襲われることもあり、それらがどれほど深刻かよくよく気を付けてみるべきだ、という。これらは米の供給側の要因について述べたものである。

一方、需要側の要因についても第13条で指摘している。例えば不作のため冬場の米相場が高いままであっても、他国から酒田港に買い付けに来る船が例年より少なかったりすると、6月頃になって急に相場が下がることがある。第55条では「6月頃の下げ相場に注意すべし」といい、買付船の多少、出米（出荷量）の多少、米持（在庫量）の多少を考えることが第一である、と述べている。

酒田湊に出入りする船の様子は、現在の日和山公園の展望台から観測できた。「日和山」の名前の由来は、船頭たちがここから海路の日和を見たことにある。春先に諸国の廻船が湊に入るところには廻船問屋の小僧たちが遠眼鏡で沖合を見て、得意先の船が来航するのをいち早く見つけては親方に報告したという。宗久のような相場師たちも、日和山から出船・入船の様子を観察していたにちがいない。

このように宗久が最も重視していたのは米の需給に関するファンダメンタル情報であって、テクニカル分析やチャートとはほとんど関係がないのである。

米の価格変動はランダム・ウォーク

当時、全国的な米の価格動向は中央市場・堂島での価格を基準にしていた。堂島での価格情報は、瀬戸内海から日本海を北上する西回り航路の北前船によって、約3週間遅れて酒田港に到着する。堂島からの価格伝達が約2～3週間遅れであったことは、『秘録』第116条「大坂相場五ヶ條の事」でも確認できる。大坂で秋の新米取引が始まる10月20日頃の相場は酒田へは11月6日頃到着、年内最終取引日12月11日の相場は12月27～28日頃に、正月4日の初相場は24～25日頃に、5月10日の相場は23～24日頃に酒田に到着する、と具体的な日程が記されている。

宗久が『秘録』のなかで「油断すべからず、誠に変化極まりなし」と論しているように、米相場の動きは予測しがたい。だから相場予測は人知の及ぶところではなく、素人が手を出すべきではない、と諫めている。例えば第15条では「米の高下は、天然自然の理にて高下するものなれば、極めて上ると下ると、定め難きものなり。この道不案内の人は、ウカツに此商内（あきない）すべからず」、また第64条でも「算用（あらかじめ損得勘定を予想すること）に及ばざるなり」と言っている。

つまり現代風に言えば「米相場はランダム・ウォークである」と宗久はすでに喝破していたことになる。投機的市場の価格変動がランダムであるということを数学的に初めて証明したのは、19世紀末フランスの統計学者ルイ・バシュリエだとされているが、それに先立つこと百年以上も前に本間宗久はその事実を指摘していたのである。

米相場がランダム・ウォークであれば、そうやすやすと儲けることはできないはずだ。にもかかわらず宗久は大儲けできた。では、どうやってそれは可能だったのか？　じつは宗久は大坂から酒田に価格情報が2～3週間のタイムラグを伴って到着することを利用して儲けていたのではないか。この謎を解くために、次回ではいったん現代に戻って、金融経済学の観点から検討してみよう。

《参考文献》

- ・ 安達太郎、『徳川時代 経済秘録全集』、玉栄会出版、1988. pp.275－370. 「宗久翁秘録」
- ・ 佐藤三郎、『酒田の本間家』、中央企画社、1972.
- ・ 住之江一郎監修／日本テクニカル・アナリスト協会編『日本罫線史』日本経済新聞社、1978. 第2章。
- ・ 西野武彦、『相場道 小説・本間宗久』日本経済新聞出版社、2010.
- ・ 山口映二郎、『現代訳 宗久翁秘録』、投経通信、1978.
- ・ Ellis, Charles D. and James R. Vertin ed. Classics II: Another Investor' s Anthology, AIMR/Business One Irwin, 1991. pp.248-249.

(略歴)

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン（株）取締役会長。一橋大学大学院国際企業戦略研究科非常勤講師。博士（経済学）、CFA、CMA。日本ファイナンス学会理事。79年一橋大学社会学部卒、86年Yale School of Management 修士。日本長期信用銀行を経て00年イボットソン・アソシエイツ・ジャパン（株）代表取締役社長、16年より現職。著書『日本経済のリスク・プレミアム』、訳書『証券投資の思想革命』、『アルファを求める男たち』ほか論文多数。

投 資 顧 問 No.85 2017

平成29年 2 月10日発行

編集兼発行人	宮保 貞
発 行 所	一般社団法人 日本投資顧問業協会 〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町1-5-8 東京証券会館 7 階 電 話 03(3663)0505 (代表) F A X 03(3663)0510 http://www.jiaa.or.jp
制 作	株式会社プロネクサス 〒105-0022 東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング

一般社団法人 日本投資顧問業協会
JAPAN INVESTMENT ADVISERS ASSOCIATION
<http://www.jiaa.or.jp>