

投資顧問

No.86
2017

Contents | 目次 |

- 01 巻頭言 松井理事 「日本の未来を占う資産運用業」
- 03 協会の動き
- 15 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〉

「日本の未来を占う資産運用業」

一般社団法人日本投資顧問業協会

理事 松井 昭憲



本年の1月に私の母校の京都大学で、経済学部・法学部の3・4回生に「アセットマネジメントビジネス」～グローバルかつ経営者からの視点～というテーマで講義をする機会を頂いた。当協会と投資信託協会合同の寄附講座の一環だ。

比較的大きな教室がほぼ満席になり、皆、真剣に耳を傾けて聞いている。しかし、私の話はやや辛辣だ。

「この日本という国は、皆さんの生まれる少し前の1995年に大きな転換点を迎えた。この年に15歳から65歳の所謂生産労働人口が8,717万人でピークを打った。現在はピークから1割以上低下しており、皆さんが定年を迎える2060年頃にはピークの半分以下になる（総務省統計）。この意味は重い。人類の歴史上、人口が減少している中で過去に繁栄した国はない。これは、経済成長は労働人口の増加率と労働生産性の上昇率で決定されることから明らかである。

一方で、多くの皆さんはこれから就職等して、社会に出なければいけない。その時には、是非、成長している企業や産業で働いて欲しい。成長は大切だ。自分がどれだけ頑張っても、衰退する企業や産業で成功を収めるのは至難の技だ。ただ、マクロ的に成長が厳しい日本の中で、成長産業や企業を見つけるのは大変なことだ。実際、1995年から色々なものが縮小してきている。生産労働人口の減少に呼応して、総賃金や可処分所得は5～8%程度減少している。この中で、唯一、増加したものがある。日本人の個人金融資産である。実に、4割以上増えている。ところが、その半分以上が、現在、ほぼゼロ金利に張り付いた預貯金に眠っている。これは、日本の賃金システムが給与後払いで、ベビーブーマーの大量退職の際の大きな退職金が積み上がった事などが起因していると思われる。いずれにしても、成熟経済の日本では、フローによる成長は難しくなっているが、個人金融資産というストックに着目したビジネスには大きな成長余力が残されている。このような中、政府や当局は、『貯蓄から資産運用へ』というテーマを日本の成長戦略の大きな柱に据えて、個人の資産運用の活性化に真剣に取り組んでいる。」

私は、優秀な人材にもっと資産運用の世界に目を向けて欲しい、と願っている。

過去の日本の高度成長の大きな原動力は製造業であり、その優れた製造業による貿易黒字であった。一方で、近年はどうだろう？

経常収支は相変わらず黒字だが、内容的には貿易収支は均衡し、代わって所得収支の黒字が経常収支を支えている。つまり、海外の直接投資や証券投資からの利子配当が経常収支を支えていることになる。つまり、日本は製造業による成長モデルから金融や投資による成長モデルに転換しているのである。

一方で、金融、取り分け資産運用は「人」のクオリティーが問われるビジネスである。

『昔から資産運用を行う者は、“Given”な人々であるべき』と欧米では言われて来た」と業界の古い友人から随分前に聞いたことがある。ここで、“Given”と言うのは、一般の人々より『優秀でかつ倫理観もしっかりしている』という意味である。資産運用を、命の次に大切な人様の資金を運用する業と考えれば、至極当たり前のことだ。この精神が今、フィデューシャリーという形で求められている。

私は日本の今後の成長の為にも、また、若い優秀な人材が大きく活躍出来る場として、資産運用にもっと焦点があたるような努力をして行きたい。その為にも、色々な機会を捉えて資産運用の重要性を訴えて行きたいと思っている。

最後に、リーダーシップ論の大家・Steven Covey 氏の言葉を紹介したい。

彼はこう言う。「国家でも、企業でも、個人でも、成功するかしないかは、時間の使い方にある。物事を単純化して4象限に分けてみる。縦軸に重要か否か、横軸に緊急か否か、で分ける。皆、重要で緊急な事は行うし、重要でなく緊急でもないことはしない。これは正しい。しかし、重要ではないが、緊急であることに多くの者は時間を割き、重要なのに緊急ではないことは時間を割いてしっかりと取り組まない。成功する者は、この逆を行なっている。」

少子高齢化はゆっくりと進行しているので、緊急性はない。一方で、日本の未来を考えた時には何を置いても重要である。先に述べたように、この中で成長を継続出来る可能性を秘めているのは、日本人の蓄積して来た資産をグローバルな成長資金として活用することで、その果実を享受して行く事だろう。その中で、我々、資産運用を担う者は、中心的な役割を担っている。この意味からも、我々資産運用業を営む者達のレベルアップを図っていく事が、何より重要である事を肝に命じて前進して行きたい。

(ピムコ ジャパン リミテッド 取締役 兼最高経営責任者)

協会の動き

●金融庁幹部との意見交換会

平成 29 年 2 月 22 日に、平成 28 年度第 2 回目の「金融庁幹部との意見交換会」を開催しました。当日は、11 名の金融庁幹部の方々、23 名の当協会役員が出席し、「国民の安定的な資産形成について」、証券取引等監視委員会から 1 月 20 日に公表された「中期活動方針（第 9 期）」、「金融審議会市場ワーキング・グループ報告書」等について、金融庁幹部の方々から説明を受け、意見交換を行いました。

●各種研修の実施状況

○投資運用会員 会員代表者研修会を開催しました

平成 29 年 2 月 21 日に投資運用会員 会員代表者研修会を開催しました。森信親金融庁長官を講師に迎え、「運用の高度化と安定的な資産形成の実現」をテーマに、活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性、透明性の確保のための金融行政の具体的な取組み等についてご講演いただきました。



○平成 28 年度投資助言・代理会員地区セミナーを開催しました

平成 29 年 2 月に東海地区、同 3 月に近畿地区、福岡地区および関東地区で投資助言・代理会員セミナーを開催しました。近畿地区では財務局証券検査指導官から、「最近の投資助言・代理業者に係る検査の状況について」と題してご講演をいただきました。また、福岡地区では投資助言業者の現状についてのお話を、関東地区では「投資助言・代理業者の監督について」と題してご講演を、当局担当官からそれぞれ頂きました。その他、協会事務局から投資助言・代理会員の業務上の留意点等について説明を行いました。



○反社会的勢力への対応に関する研修を実施しました

平成 29 年 1 月 19 日および同 2 月 1 日に反社会的勢力への対応に関する研修を「投資顧問業者における反社会的勢力排除－監督指針の趣旨を踏まえた暴力団排除条項の活用」というテーマで開催しました。弁護士法人宮崎綜合法律事務所の弁護士 石塚智教氏を講師に迎え、暴力団排除条項の活用方法など、投資顧問業者に求められる反社会的勢力との関係遮断について解説いただきました。



○スチュワードシップ等に関する研修を実施しました

平成 29 年 1 月 26 日に、「インベストメントチェーンにおける Win-Win 環境の構築を目指して～スチュワードシップ責任と ESG の観点から～」というテーマで研修を開催しました。年金積立金管理運用独立行政法人 市場運用部次長 スチュワードシップ推進課長 小森博司氏を講師に迎え、ユニバーサル・オーナーとしての GPIF がスチュワードシップ推進活動として取り組んでいる課題について、投資運用会社に期待する事も含め、解説いただきました。



○不動産系列会員向け FM アナリスト研修を実施しました

平成 29 年 2 月 6 日に不動産系列会員向け FM アナリスト研修を「2017 年の経済と不動産市場を読む」というテーマで開催しました。早稲田大学商学大学院教授 川口有一郎氏を講師に迎え、現状の不動産市場のファンダメンタルズや不動産サイクルおよび 2017 年の世界経済と不動産市場の見通しについて解説いただきました。



○顧客本位の業務運営等に関する研修を実施しました

平成 29 年 3 月 7 日および同 3 月 8 日に、「国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）」というテーマで研修を開催しました。金融庁 総務企画局 市場課 専門官 藤井豪氏（3 月 7 日）、同課長補佐 反町泰貴氏（3 月 8 日）を講師に迎え、顧客本位の業務運営に関する議論の経緯や背景とともに、平成 29 年 1 月 19 日に公表した、「顧客本位の業務運営に関する原則（案）」の内容や目的について解説いただきました。



○不動産系列会員向けコンプライアンス研修を実施しました

平成 29 年 3 月 21 日に不動産系列会員向けコンプライアンス研修を「不動産ファンドの運用業・助言業に関する金融規制等の理解と対応」というテーマで開催しました。有限責任監査法人トーマツ パートナー 公認会計士 高橋浩氏を講師に迎え、物件の売買、保有物件管理、法人関係情報管理等不動産ファンドの運用業・助言業に関する金融規制等に関する実務上の留意点について解説いただきました。



○個人情報の取扱いに関する研修を実施しました

協会では投資信託協会との共催で、個人情報の取扱いに関する研修会を毎年実施しています。本年度は、平成 29 年 3 月 27 日に「個人情報保護法の改正について」と題して、個人情報保護委員会事務局 総務課 上席政策調査員 和田洋一氏、同 参事官補佐 北村剛士氏および金融庁 総務企画局 企画課 調査室 経済調査第一係長 毛利亮介氏を講師に迎え、改正個人情報保護法の概要、改正内容と政令等のポイント、金融分野における個人情報保護に関するガイドライン等について解説いただきました。



○証券取引等監視委員会による説明会を開催しました

平成 29 年 3 月 28 日に、「証券取引等監視委員会 中期活動方針（第 9 期）～四半世紀の活動を踏まえた新たなステージへ～」というテーマで説明会を開催しました。証券取引等監視委員会委員の引頭麻実氏を講師に迎え、設立 25 周年を迎えた同委員会の使命、戦略目標および目標達成のための施策等について解説いただきました。



●事業日誌（平成29年1月1日～平成29年3月31日）

- 29. 1. 19 研修（於：東京証券会館）
 - ・投資顧問業者における反社会的勢力の排除 ―監督指針の趣旨を踏まえた暴力団排除条項の活用
- 1. 25 第360回理事会
 - （1）入会承認および退会等報告（入会3件、退会4件）
 - （2）その他報告
- 1. 26 研修（於：東京証券会館）
 - ・インベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指して～スチュワードシップ責任とESGの観点から～
- 2. 1 研修（於：東京証券会館）
 - ・投資顧問業者における反社会的勢力の排除 ―監督指針の趣旨を踏まえた暴力団排除条項の活用
- 2. 6 不動産系列会員向けFMアナリスト研修（於：東京証券会館）
 - ・2017年の経済と不動産市場を読む
- 2. 17 第166回自主規制委員会（書面）
 - ・自主規制ルール遵守状況等調査票（助言）の集計結果について
- 2. 21 投資運用会員 会員代表者研修会（於：東京証券会館）
 - ・「運用の高度化と安定的な資産形成の実現」金融庁 森 信親長官
 - ・挨拶 岩間 陽一郎会長
- 2. 22 第361回理事会
 - （1）自主規制委員会委員長報告
 - （2）自主規制ルール遵守状況等調査票（助言）の集計結果について
 - （3）入会承認および退会等報告（入会1件、退会1件）
 - （4）その他報告
- 2. 28 平成28年度投資助言・代理会員東海地区セミナー（於：安保ホール）
 - ・投資助言・代理会員の業務上の留意点等
- 3. 1 平成28年度投資助言・代理会員近畿地区セミナー（於：AP大阪淀屋橋）
 - （1）最近の投資助言・代理業者に係る検査の状況について
 - （2）投資助言・代理会員の業務上の留意点
- 3. 7 研修（於：東京証券会館）
 - ・国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）
- 3. 8 研修（於：東京証券会館）
 - ・国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）
- 3. 8 平成28年度投資助言・代理会員福岡地区セミナー（於：A.R.Kビル）
 - ・投資助言・代理会員の業務上の留意点等
- 3. 10 プレス発表
 - ・契約資産残高統計（平成28年12月末）
- 3. 14 平成28年度投資助言・代理会員関東地区セミナー（於：東京証券会館）
 - （1）投資助言・代理業者に対する監督について
 - （2）投資助言・代理会員の業務上の留意点
- 3. 15 第167回自主規制委員会
 - （1）自主規制ルール遵守状況等調査票（投資一任）について
 - （2）自主規制ルール遵守状況等調査票（不動産・運用）および自主規制ルール遵守状況等調査票（不動産・助言）について
 - （3）自主規制ルール遵守状況等調査票（ファンド）について
 - （4）自主規制ルール遵守状況等調査票（ラップ）について

3.17 第39回業務委員会

- (1) 平成29年度会長候補者選考要領について
- (2) 平成29年度研修計画について
- (3) 「金融分野における個人情報保護に関するガイドライン（案）」及び「金融分野における個人情報保護に関するガイドラインの安全管理措置等についての実務指針（案）」に関する意見募集の結果について
- (4) 「顧客本位の業務運営に関する原則（案）」に関する意見提出について
- (5) 「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令の一部を改正する内閣府令」について
- (6) 「金融商品取引業等に関する内閣府令第百二十三条第十項第五号及び第十一项第五号の規定に基づき、同条第一項第二十一号の五又は第二十一号の六に規定する措置を講じなくても公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合を指定する件（案）」に対するパブリックコメントの結果等について
- (7) 金融庁への提出書類における役員等の氏名の使用に係る内閣府令等及び監督指針等の改正案の公表について
- (8) 「主要行等向けの総合的な監督指針」等の一部改正（案）に対するパブリックコメントの結果等について（犯罪収益移転防止法の改正等を踏まえた金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等の改正）
- (9) 「主要行等向けの総合的な監督指針」等の一部改正（案）に対するパブリックコメントの結果等について（障害者差別解消法等を踏まえた金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等の改正）
- (10) 米国LPSに関する税の取扱いについて

3.21 不動産系列会員向けコンプライアンス研修（於：東京証券会館）

- ・不動産ファンドの運用業・助言業に関する金融規制等の理解と対応

3.22 第362回理事会

- (1) 業務委員会委員長報告
- (2) 自主規制委員会委員長報告
- (3) 平成29年度会長候補者選考要領について
- (4) 平成29年度事業計画について
- (5) 平成29年度収支予算について
- (6) 自主規制ルール遵守状況等調査票（投資一任）の実施について
- (7) 自主規制ルール遵守状況等調査票（不動産・運用）および同（不動産・助言）の実施について
- (8) 自主規制ルール遵守状況等調査票（ファンド）の実施について
- (9) 自主規制ルール遵守状況等調査票（ラップ）の実施について
- (10) 平成29年度研修計画について
- (11) 入会承認および退会等報告（入会1件、退会1件）
- (12) その他報告

3.27 個人情報の取扱いに関する研修会（於：東京証券会館）

- ・個人情報保護法の改正について

3.28 証券取引等監視委員会「中期活動方針（第9期）」に係る説明会（於：東京証券会館）

- ・証券取引等監視委員会 中期活動方針（第9期）～四半世紀の活動を踏まえた新たなステージへ～

●会員の動き（平成 29 年 1 月 1 日～3 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 29 年 3 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
751	273	478

○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
株式会社 SMBC 信託銀行	平 29 年 2 月 1 日

・投資助言・代理業者の入会 5 件

業者名	協会入会日
株式会社 MLC investment	平 29 年 1 月 13 日
エフピーネット株式会社	平 29 年 1 月 27 日
ジャパン・プロパティーズ株式会社	平 29 年 1 月 31 日
SBI マネープラザ株式会社	平 29 年 2 月 27 日
みずほキャピタルパートナーズ株式会社	平 29 年 3 月 27 日

○退会会員一覧（9 社）

業者名	退会日	資格喪失理由
アビリタスホスピタリティ株式会社	平 29 年 1 月 1 日	投資助言・代理業登録の廃止
インフォカート株式会社	平 29 年 2 月 14 日	投資助言・代理業登録の廃止
オリックス・ホールセール証券株式会社	平 29 年 3 月 10 日	投資助言・代理業登録の廃止
オフィス マイ エフ・ピー	平 29 年 2 月 17 日	投資助言・代理業登録の廃止
アキュラシー・インベストメント株式会社	平 29 年 2 月 28 日	投資助言・代理業登録の廃止
エンジューク株式会社	平 29 年 3 月 28 日	投資助言・代理業登録の廃止
株式会社 umari capital management	平 29 年 3 月 31 日	投資運用業登録の廃止
イタウ・ジャパン・アセットマネジメント株式会社	平 29 年 3 月 31 日	投資助言・代理業登録の廃止
コンコード インターナショナル インベストメンツグループ エル・ピー	平 29 年 3 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>

●会員の処分

協会は、定款第 14 条第 1 項第 2 号の規定に基づき、法令違反行為等の事実が認められた 2 会員を、以下のとおり処分しました。

1. 株式会社 SQI ジャパン（会員番号 012-02468 号）

（1）処分の種類及び程度

過怠金の賦課 200 万円

会員権の停止 平成 29 年 5 月 1 日から 1 か月

（2）処分の対象となった事実

- ①金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、顧客に対し虚偽のことを告げる行為（金融商品取引法第 38 条第 1 号に該当）
- ②著しく事実に相違する表示又は著しく人を誤認させるような表示のある広告をする行為（金融商品取引法第 37 条第 2 項に違反）

2. 株式会社 AM オンライン（会員番号 012-02571 号）

（1）処分の種類及び程度

過怠金の賦課 250 万円

会員権の停止 平成 29 年 5 月 1 日から 1 か月

（2）処分の対象となった事実

- ①金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、顧客に対し虚偽のことを告げる行為及び顧客に対し、不確実な事項について断定的判断を提供し、金融商品取引契約の締結の勧誘をする行為（金融商品取引法第 38 条第 1 号及び同条第 2 号に該当）
- ②著しく事実に相違する表示又は著しく人を誤認させるような表示のある広告をする行為（金融商品取引法第 37 条第 2 項に違反）

○大学における寄附講座実施状況について

協会では、将来の資産運用業界を担う人材の育成および資産運用についての啓蒙活動を推進していくため、平成 17 年度から一般社団法人投資信託協会と共同で、アセットマネジメント・ビジネスの最先端に立つ実務家を講師に迎え、資産運用に関する知識のみならずビジネスの実態に至るまで幅広い分野について講義を行う寄附講座を開設しています。

平成 29 年度は、早稲田大学、一橋大学、大阪大学、京都大学、神戸大学、名古屋大学、東北大学の 7 大学において開設を予定しております。

	一橋大学 (商学部)	大阪大学 (経済学部)	神戸大学 (経済学部)	早稲田大学 (グローバル エデュケー ションセン ター)	京都大学 (経済学部、 法学部)	名古屋大学 (経済学部)	東北大学 (経済学部)
講座設置年度	平成18年度	平成19年度	平成22年度	平成17年度	平成20年度	平成24年度	平成26年度
H29年度 講座開設時期	前 期	前 期	前 期	後 期	後 期	後 期	後 期
講座名	アセットマネ ジメント論	アセットマネ ジメントの理 論と実務	アセットマネ ジメント（資 産運用）の理 論と実務	アセットマネ ジメント（資 産運用）の世 界	アセットマネ ジメントの実 務と法	アセットマネ ジメント概論	アセットマネ ジメント
対象学生	商学部、経済 学部、法学部 3・4年の受 講希望者（大 学院生も可）	経済学部3・ 4年の受講希 望者	経済学部経済 学 科 の 2・ 3・4年の受 講希望者	全学部、全学 年の受講希望 者（大学院生 も可）	経済学部、法 学部3・4年 の受講希望者	経済学部2・ 3・4年の受 講希望者	経済学部2・ 3・4年の受 講希望者
担当教員	田倉 達彦 一橋大学非常 勤講師	太田 亘 大学院経済学 研究科教授	橋野 知子 大学院経済学 研究科教授	宇野 淳 大学院経営管 理研究科教授	砂川 伸幸 経営管理大学 院教授 前田 雅弘 大学院法学研 究科教授	木村 彰吾 大学院経済学 研究科教授	秋田 次郎 大学院経済学 研究科教授

苦情相談の状況（平成 29 年 1 月～平成 29 年 3 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 29 年 1 月～平成 29 年 3 月に FINMAC が対応した苦情・相談、あっせんは、苦情が 10 件、相談が 38 件、あっせんが 1 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 29 年 1 月～平成 29 年 3 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	5(36)	5(35)	5(18)	0(0)	10(54)
相談	23(94)	21(90)	13(56)	2(19)	38(169)
あっせん	1(4)	1(4)	0(1)	0(0)	1(5)
合計	29(134)	27(129)	18(75)	2(19)	49(228)

（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	2(24)	2(24)	2(5)	0(0)	4(29)
(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(5)	2(5)	1(6)	0(0)	3(11)
(4) 契約不履行等	0(1)	0(0)	1(2)	0(0)	1(3)
(5) その他の苦情	1(6)	1(6)	1(5)	0(0)	2(11)
合計	5(36)	5(35)	5(18)	0(0)	10(54)

（表 3）相談の内容

（単位：件）

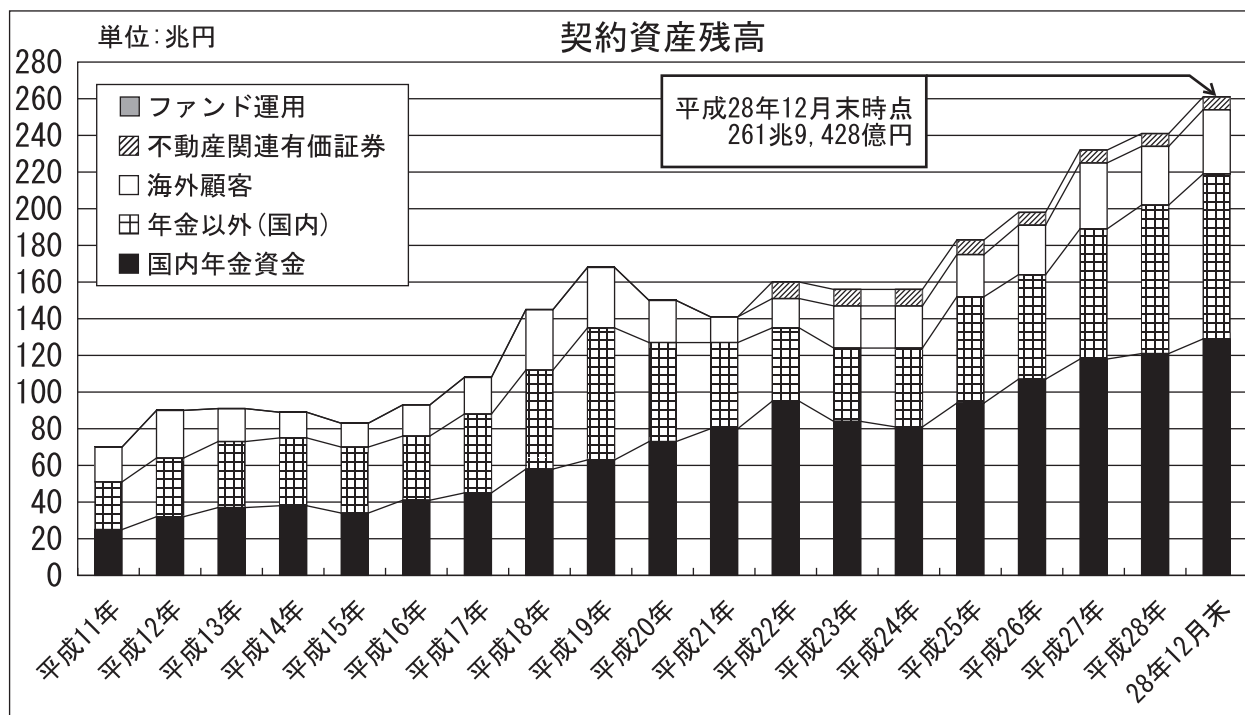
区分	投資運用会員		投資助言・代理会員	その他	合計
		内ラップ業務			
(1) 業者の内容	1(1)	1(1)	1(5)	0(1)	2(7)
(2) 契約・勧誘に関する相談	6(29)	6(29)	3(14)	0(1)	9(44)
(3) 途中解約	5(20)	5(20)	1(4)	1(4)	7(28)
(4) 運用、助言内容の相談	4(20)	4(19)	1(8)	0(2)	5(30)
(5) その他の相談	7(24)	5(21)	7(25)	1(11)	15(60)
合計	23(94)	21(90)	13(56)	2(19)	38(169)

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/>

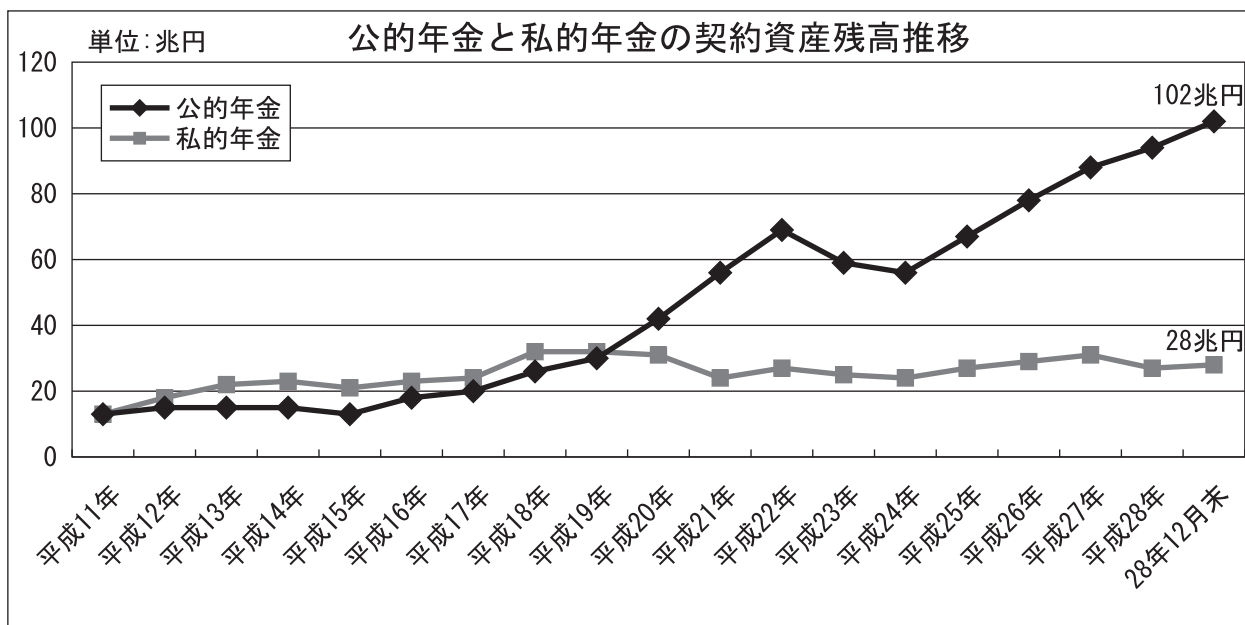
1. 契約資産残高は 261 兆円



※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12月末以外は全て3月末時点の残高（以下同様）

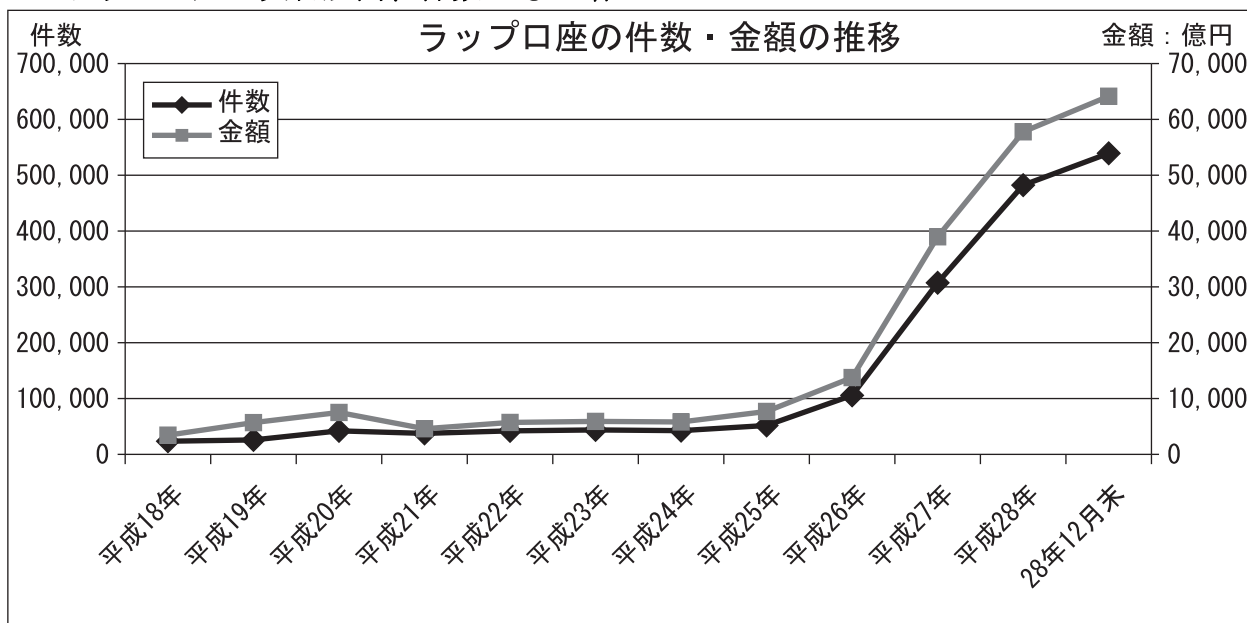
平成28年12月末の契約資産残高は、261兆9,428億円となり、平成27年12月以来、1年ぶりに過去最高を更新しました。これは、平成27年の夏以降に軟調だった株式市場が平成28年後半から回復するなど良好な市場環境を背景として契約資産額が増加したことによるものです。

契約資産の内訳を見てみると、国内年金資金の割合が49%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 12 月末の残高は約 102 兆円で、平成 28 年 3 月末に比べ 8.7%増加しました。公的年金と私的年金の合計では約 130 兆円で、同 6.9%の増加となっています。

2. ラップ口座：契約残高、件数ともに増加



平成 28 年 12 月末のラップ口座の契約状況は、契件数が 53 万 9,274 件、契約金額が 6 兆 4,148 億円となり、増加傾向が継続しています。

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2回 堂島米相場の市場効率性

今回は江戸時代の米相場からいったん現代に戻って、2013年度のノーベル経済学賞を受賞した二人の見解から話を始めよう。シカゴ大学のユージン・ファーマ、ラース・ピーター・ハンセン、イェール大学のロバート・シラーの3人に授与された。このうちファーマとシラーは金融市場の動きに対して対極的な見解を示している。

「投資家は合理的で市場は効率的である」という説

ファーマは1960年代から「効率的市場仮説」を唱えてきた。この仮説とは、簡単に言えば、情報があつという間に人々に広まる（効率的に伝達される）ならば、その情報はただちに証券価格に反映されるので、世間並以上に投資で儲けることはできない、というものだ。日々の株価には過去から現在までのすべての情報が織り込まれて正しい値段がついているはずだ、という考え方である。

ここで情報には三種類ある。第一は「すべての過去の情報」で、例えばテクニカル分析で使用される過去の株価チャートである。株価チャートは誰でも見るので、これを使って他人より多く儲けることはできない。第一の命題が支持される状態を「ウィーク・フォーム（弱度）の効率性」といい、これが成立していればテクニカル分析はまったく意味がない、ということになる。

第二は「すべての公開された情報」で、例えば企業がたったいま公表したばかりの業績とか、日銀やFRB（米国連邦準備制度）が公表する金融政策などである。これらのニュースもただちにメディアやインターネットで公開されるので、今日ではプロの投資家だけでなく素人投資家にもすぐに手に入る。こうした公開情報にもとづいて売買しても、やはり他人よりも多く儲けることはできない。この第二の「セミ・ストロング・フォーム（準強度）の効率性」の下では、例えば企業の決算情報にもとづくファンダメンタル分析も意味がないことになる。

第三は「公開・非公開を問わず、すべての情報」である。非公開情報にはいわゆるインサイダー情報も含まれるが、これを利用するのは法律違反である。そこまで極端でないにしろ、証券アナリストが調査対象としていない会社や企業ディスクロージャーが悪い会社について独自の調査をして情報を得たとしても、それで平均以上には儲けることはできない、という厳しい命題である。この状態が「ストロング・フォーム（強度）の効率性」で、ここまでくるとなにをやってもムダというわけだ。

ただし効率的市場仮説はあくまでも「仮説」にすぎない。ファーマはじっさいの証券価格の動きや株式の銘柄間リターン格差を実証分析して、この仮説が概ね正しいことを論証してきた。つまり、市場では情報は効率的に伝達されているため証券価格は平均的には合理的に価格形成されている、というのが彼の主張である。

市場では合理的に証券価格が形成されているはずだ、とする説は1960年代以降、ファイナンス理論の主流となってきたが、その主張は1980年代からやや揺らぎはじめる。標準的な理論モデルでは説明のつかない異常現象「アノマリー」が報告されはじめるのである。

「投資家心理が相場を異常な方向へ動かす」という説

標準的理論に異を唱えた先駆者の一人が、もう片方のノーベル賞受賞者となったロバート・シラーである。シラーはもともと計量経済学が専門であったが、過去の歴史でしばしばバブルや暴落が繰り返されてきたことに注目して、人々の市場心理が相場を異常な動きに駆り立てているのではないか、という説を展開した。

1987年10月19日月曜日、それまで順調に右肩上がりを描いてきた米国の株式相場は、突然一日で20%近くも暴落するブラック・マンデーに襲われた。後講釈ではいろいろな原因があったと言われているものの、暴落の当日までにこれといった大きな悪いニュースが出たわけではない。これだけの大幅な値動きはどうみても合理的ではない。

ブラック・マンデーの暴落からその後相場は徐々に回復したが、こんどは約10年後の90年代後半になると米国の株式相場は毎年のように上昇を続けた。当時IT技術の進歩によってもはや古典的な景気循環はなくなったのだ、とする「ニュー・エコノミー」論が登場して、相場上昇を正当化する論調があった。これに対してシラーは懐疑的で、「これはバブルの疑いがある」として、当時のグリーンSPAN連銀議長にそう伝えた。これを受けて議長は議会証言で「根拠なき熱狂ではないのか…」と有名なセリフを吐いた。

暴落であれバブルであれ、株式相場は合理的には説明できないような動きをしばしば見せる。その背後には異常に悲観的になったり、異常に楽観的になったりする、人々の社会心理がある。近年の我が国でいえば、デフレ経済で株価が低迷してきたところが、2012年末に安倍政権が発足して「アベノミクス」が打ち出されるや、外人投資家を中心に日本経済に対して楽観的な見方が復活して2013年5月まで半年で50%近くも日経平均株価が上昇したことは記憶に新しい。

ある情報が社会全体に伝えられたとき、それをどう解釈するかはその時々の人々の心理状態によって一定ではない。こうした認知バイアスや判断の揺れが個人レベルで起きることを実験で確かめて、「行動ファイナンス」という分野の先駆けとなったのは2003年ノーベル経済学賞を受賞した心理学者ダニエル・カーネマンであった。それから10年後に受賞したロバート・シラーは、行動ファイナンスを市場全体での価格形成の歪みにまで適用したのである。

このように現代の最新の金融経済学では、合理的な価格形成説と、非合理的な価格形成説がせめぎあっている状態である。どちらも有力な学説のように見えるが、はたしてどちらに軍配を挙げたらよいか迷ったノーベル賞委員会は、ファーマとシラーの両者に同時に授与することで「丸く収めた」のではないだろうか。

堂島米相場の情報効率性

さて、では江戸時代の米相場に話を戻そう。はたして江戸の米市場は相場情報に関してどの程度効率的呢だったのか。

江戸時代の中期、堂島の米相場は「状屋」と呼ばれる飛脚が各地へ伝えていた。当時の文書には「相場使と唱へ候、米金銀相場にて、諸国へ飛脚数百人有レ之」とあるので、数百人もの状屋がいたことがわかる。彼らが状屋と呼ばれたのは、「日々、正米、帳合米の値段、并蔵々売もの出来高、其余浜方の気配は元より、他品他国より申来る事を聞合して申遣す、惣て米商内一切の事を書認めて、書状して渡世する」からである。

しかし、いくら飛脚が俊足だといっても、たかだか人間の足である。相場情報はスピード勝負なので、飛脚を出し抜くべく、あの手この手が考案された。相場に賭けた商人たちの涙ぐましい努力の跡をみてみよう。

最初は「遠眼鏡」。つまり江戸時代初期にオランダから伝来した望遠鏡で、めずらしいので将軍に献上されたという。井原西鶴の『好色一代男』には主人公が女湯を望遠鏡でのぞき見する場面があるので、すでに元禄時代には庶民でも手に入るようになっていたらしい。

宝永3(1706)年に出版された書物によれば、現在の奈良県郡山で酒屋と晒問屋を営む富裕な商人に角屋与三次という男がいた。大坂の堂島米市場から郡山へは毎日のように状屋が相場を報告していたが、与三次はそれに先駆けて情報を入手しようと手下を雇い、その男に赤い頭巾に赤い小手を着けさせ、くらがり峠(大阪と奈良の境界にある生駒山地の峠)で目印になる松の木の脇にたたせておいた。

そして手下の男が右手を1回挙げると一分の値下がり、左手を1回挙げると一分の値上がり、という合図をさせた。与三次はこれを郡山の問屋の二階から遠眼鏡で見て、状屋が郡山に到着する前に相場動向を知って地元で売買を指図したので大いに儲かった。与三次が遠眼鏡という秘密兵器を持っていることを知らない町の人々は、彼を「見通しの与三次」と呼び、それからは与三次の売買行動を見て真似をするようになった、という。

同じく身振りの合図を使って御答めを受けた商人に、堂島からさほど遠くない場所で営業していた相模屋又市という男がいた。安永6年(1777)3月13日のお触書には、「堂島米相場の動向は飛脚で取り次ぐことになっているのに、抜け駆け商いと称して“**高下を身振并色品にて相図等いたし候者有レ之**”。まことに不埒である」と又市を糾弾している。

だが又市はこれに懲りず、それから7年後の天明3(1783)年には新たな作戦を思いついた。なんと伝書鳩である。同年3月のお触書では「抜け商いと称して、相場動向を記した紙を鳩の足に括り付けて放し」て、また御答めを受けている。時代はやや下るが、文政期(19世紀初頭)に書かれたある随筆では飼鳥としての鳩を「**飛奴**」と呼んでいるので、通信手段としての伝書鳩の利用はすでに普及していたと思われる。

伝書鳩を伝令として使って利益を得た例は西洋にもある。ナポレオン戦争のときの英国の富豪ロスチャイルド家だ。ワーテルローの戦いの勝敗を伝書鳩で知って、他の人々より3日前に情報を仕入れて大儲けしたというのが歴史上有名な逸話である。これは1815年の話なので、日本ではそれより30年近く先に伝書鳩を相場通信に使っていたのだ。

さらに進んだ手段が手旗信号による「旗振り通信」だ。これは江戸時代を通じて使われ続け、明治から大正初期まで残っていた。これにも幕府が安永4(1775)年閏12月8日の触書で禁止令を出している。「**大坂三郷并摂河村々にて、^{のぼり}幟を振、其外種々の相図いたし、当表の米相場を他所へ移候もの有レ之節は、召捕咎申付候事**」幕府が旗振り禁止令を出した理由は、状屋に対する営業妨害になるからだ。ただしこの禁止令の対象区域は限られていたので、旗振り通信は禁止区域を避ける抜け道ルートで伝達された。

旗振り通信は、東海道を東へ、山陽道を西へ、手旗信号でつなぐハイスピード通信網であった。数里おきに見通しのよい小高い丘の上に旗振り場を設置して、望遠鏡で手旗信号を解読しながら次々と相場情報を伝達したのである。堂島から京都までは4分、西へ向かえば神戸まで7分、岡山へは15分、広島までで40分というから、新幹線よりも速い。東へ向かえば静岡県の三島までは同様に早い。その先には箱根があるので飛脚で山越えをする。それでも早ければ江戸まで約8時間で到達したらしいが、箱根越えが夜間になれば1日遅れになった。江戸時代の堂島米相場の情報伝達はこれほど迅速だったのである。

ただし、旗振り通信には弱点がある。雨天や霧がかかった日には手旗信号が読み取れない。そのときは仕方がないので、晴れるまで待つか、飛脚を利用するしかない。昭和に入って旗振り通信の再現を試みた例があるが、スモッグのため江戸時代に比べて空気が悪いので途中で失敗したという。今では高層ビルにはばまれて、再現はなおさら困難だろう。

情報の遅れを利用した酒田の米商人

ところで、宗久が最初に大儲けしたのは故郷の酒田湊の米市場であった。庄内平野の酒田市場は東北地方の日本海側に位置するので、旗振りを使ったハイスピード相場通信システムの圏外にあった。『酒田市史』によれば、大坂との間を往復する西回り航路の船便で堂島の相場が酒田に伝わるのに早くて2週間、ふつうは約3週間を要したという。

ところが「酒田の米座仲間では健脚の飛脚数人を雇い入れ、堂島相場を昼夜兼行で走りつがせ約七日間をもって伝達させた」という。この飛脚便は「七日早」と呼ばれていた。堂島から船便で2～3週間かかかって届く相場情報が「タダで誰でも入手できる公開情報」だったのに対して、一部の米商人たちがコストをかけて1～2週間早く収集した相場情報は、彼らだけの「私的情報」であり、一般の地元民にとっては「未公開情報」である。

いずれ船便が到着して知られることになる大坂の相場に、2週間先の酒田の相場が連動することをあらかじめ知っておけば、宗久たちは先回りしてポジションをつくっておくことができたはずである。この情報の優位性を持っていれば、宗久が酒田市場で連戦連勝したのもうなずける。2週間のタイムラグを利用して「裁定取引」を仕掛けられるからだ。

厳密な意味での裁定取引とは、同じ商品が同じ時間に別々の市場で異なる価格で取引されている場合に、安いほうで買って高いほうで売れば利ざやが儲かることをいう。2週間のタイムラグがあるとはいえ、酒田の米価格が堂島といずれ連動するのであれば、時間差攻撃型の裁定取引が可能となる。宗久が酒田市場で大儲けできたのは、じつは大坂の米価動向を先んじて入手していたからではなかろうか。

だとすれば、酒田の米相場で大儲けしたのに気を良くして、調子に乗って江戸でも一儲けしようとした宗久が初戦でつまずいたのは説明がつく。江戸では酒田と違って情報を先回りして手に入れることができなかったからであろう。だが、それだけが原因だろうか。「三位の法」の三番目すなわち「心」を失敗の後で宗久がはじめて悟ったということは、これがもう一つの原因であったはずである。

裁定の限界

情報が完全に効率的には伝達されずに価格に一時的な歪みが生じて、やがて情報が正しく価格に反映されるならば、この価格差を利用して儲けることができる。かりに一つのモノの値段が同時に二つの市場で異なる価格がついていれば、価格の安いA市場で買って同時に高いB市場で売れば、まったくリスクをとらずに稼げる。多くの市場参加者が次々とこの取引を行えば、やがて価格はある水準に収斂して、それが「正しい価格」になる。これが経済学教科書が説明する「裁定取引」によって「一物一価の原則」が成立つ仕組みである。

だが現実にはこんなオイシイ話はおいそれとあるものではない。裁定取引には多少なりともリスクが伴うのである。例えば将来の価格の値下がりやを予想して空売りを仕掛けようとする、証拠金を積み重ねなければならない。一時的に価格が歪んでいたとしても、それが正しい価格に収斂するまでの間（例えば堂島からの価格情報が酒田湊に届くまでの2週間の間）、価格の歪みがますます激しくなって思わぬ方向に動くかもしれない。空売りを仕掛けたものの予想に反して価格がさらに上昇を続ければ、評価損が膨らんでさらに証拠金を積み増す「追証」を迫られるか、売りポジションを買戻して損失を計上せざるを得なくなる。

自己資金に余裕があって追証に耐えられるならばよいが、それでも限界はある。100人の投資家が参加していて、正しい判断をしている自分一人が空売りしているのに、残りの99人が間違った判断で買いに回っているとすれば多勢に無勢である。いくら一人でがんばっても、圧倒的多数の前に資金量ではかなわないからである。このようなケースでは裁定取引は失敗に終わるので、これを「裁定の限界」という。

裁定取引が機能するためには、情報がそれなりに効率的に伝達されて、裁定取引者以外の人々もその情報にもとづいて合理的な判断をするので、いずれは正しい価格がつくことが前提となっている。

しかし現実にはいつもそのとおりにはない。

裁定取引が成功するためには、他の多くの投資家も情報を入力すれば、いずれ自分と同じような判断と売買行動にでるだろう、という前提がある。地元酒田湊は米どころであり、米商人たちのあいだでは地元産の現物米を売り買いする実需取引が中心であった。だから天候や作付状況、蔵米の出荷量や在庫量というファンダメンタル情報（三位の法の「風」と、2週間遅れとはいえ堂島の相場動向というテクニカル情報（「幡」）があれば、米商人たちの売買行動が予想できたはずである。

ところが、江戸や大坂ではそれだけでは済まない。実需取引をする米商人だけでなく、もっぱら先物の投機的取引に関わっている仲買人たちが大勢いたからである。しかも価格は瞬時に伝わるので情報のタイムラグはない。となると、取引に参加する人々の市場心理が相場を動かす大きな要因となる。彼らの心の動きを見ながら、その裏をかいていかなければ勝てない、ということに宗久は気がついた。行動ファイナンスは江戸時代にも有効だったのである。今回は行動ファイナンスにもとづく米相場の投資戦略の極意を、『宗久翁秘伝』から読み解いてみよう。

《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」
- ・ 酒田市史編さん委員会、『酒田市史（改訂版）』上巻、酒田市、1987.
- ・ 柴田昭彦、『旗振り山』、ナカニシヤ出版、2006.
- ・ 西野武彦、『相場道 小説・本間宗久』日本経済新聞出版社、2010.
- ・ 三田村鷹魚、『札差』鷹魚江戸文庫 18、中公文庫、1998. pp.310-320.
- ・ 山口映二郎、『現代訳 宗久翁秘録』、投経通信、1978.
- ・ Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, “The Limit of Arbitrage”, Chapter 2 in Richard H. Thaler eds., Advances in Behavioral Finance Vol. II, Princeton University Press, 2005.

（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.86 2017

平成29年5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>