

バック・トゥ・ザ・フューチャーズ II
江戸時代における米先物相場での行動ファイナンス

山口勝業

本研究は先に発表した拙稿「バック・トゥ・ザ・フューチャーズ I: 18世紀大坂堂島米会所における米先物市場の実証分析」に続くものであるが、とくに本稿の目的は二つある。第一は、行動経済学研究の方法論として歴史的分析という新たな視角を導入することである。その具体的事例として江戸時代の相場師本間宗久の遺稿を分析することで、今日の行動ファイナンスのいくつかの命題が普遍的な妥当性を持つことを実証する。

第二に、本研究ではすでに多くの研究実績がある大坂堂島の中央市場ではなく、宗久が活躍した地方市場である酒田湊に着目し、当時の相場情報伝達手段を考えあわせて、効率的市場仮説の観点から宗久が相場師として成功した理由を考察する。

本研究の貢献は、①従来の行動経済学にはなかった歴史的分析を導入すること、②経済史研究に現代の金融経済学の概念を用いること、で**歴史行動経済学(historical behavioral economics)**という新たな研究手法を提起していることにある。

1. 行動経済学への歴史的視角

行動経済学は1970年代以降、米国での認知心理学研究から派生し、比較的近年になって盛んになってきた研究分野で、アンケート調査や実験によって人々の経済行動にどのような認知や判断のバイアスがあるかに研究関心がある。しかし、欧米での研究で観察された経済行動の特性が、はたして地域や歴史を超えた**普遍性**をもつ人間行動の特性かどうかはまだ議論の余地がある。

そうした経済行動が普遍的な妥当性をもつかどうか検証するには、一つには異なる地域や文化圏でも当てはまるかどうかという、同時代での**空間的な比較分析**(例えば日米間での比較)を行うことである。もう一つは、異なる時代でもそうした行動特性が普遍的に見られるかどうかという**時間的な比較分析**がありえる。

しかし、行動経済学においては(筆者の知る限り)歴史的視点から経済行動の比較分析を試みた研究はない。経済史の分野での豊富な研究蓄積に照らしてみると、これはなんとも片手落ちであり、活用できる史料が経済史学に埋もれている可能性がある。

過去の歴史のなかに残された文書のなかに当時の人々の考え方や行動を記録した史料があれば、それらを研究対象として利用できるはずである。その時代における経済・社会的な背景のなかでそれらの史料を読み解き、当時の人々と現代人に考え方や行動の共通点があるかどうかを検証することで、経済行動の時間的な普遍性が検証できるはずだ。

2. 本間宗久と『宗久翁秘録』

江戸時代の米相場は、大坂堂島の巨大な中央市場のほかに、江戸や京都など消費地や米の生産地である各地方で小規模な市場があり、実物米の取引とともに帳合米(先物)取引が行われていた。そこでは実需にもとづくヘッジ取引とともに、わずかな敷銀(証拠金)で巨額の取引が可能な帳合米市場に多くの投機家たちが群がっていた。このように多数の取引参加者をそなえた流動性の高い帳合米市場が、米の価格発見機能をはたしていたことは、これまでの研究で知られている。

一攫千金の投機市場では必勝法があれば、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、天才相場師だった本間宗久の自身が語った『宗久翁秘録』だ。

本間宗久は、酒田湊の豪商本間家の三代目で、地元酒田の米相場で莫大な利益をあげ、本間家の財政基盤を築いた人物である。彼は甥の本間光丘と対立し、本間家を追われて江戸に出て一度は米相場で大失敗するが、言い伝えによれば禅僧の教えで悟りを開いて再起する。そして堂島や江戸を舞台に「出羽の天狗」と呼ばれて天才相場師ぶりを発揮した。彼が相場を張ると「酒田照る照る、堂島くもる、江戸の蔵前雨が降る」と唄われたという逸話がある。晩年は江戸の根岸に住み、幕府の経済顧問のような役についていた。

『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という。『秘録』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。

ここで宗久と『秘録』に関する通俗的な解釈にしばしば誤りがあることを指摘しておく。第一に、宗久は「酒田五法」と呼ばれる罫線分析(テクニカル分析)の元祖のように伝えられることがあるが、彼が生前に実際にローソク足チャートを考案したという確かな記録はない。宗久が酒田の商人であったことを別にすれば、彼の投資戦術は酒田五法とは関係ない。第二に、彼の相場戦術は大坂堂島の米相場の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』の記述は酒田市場での米取引を念頭においている。ただし、その教えの多くは堂島でも江戸でも通用するはずである。

3. 江戸時代の米相場での行動ファイナンス

行動ファイナンス研究では、投資家がしばしば認知的バイアスを持ち、最適ではない行動をとることによって、場合によっては証券価格の形成に歪みが生じることが数多く報告されている。しかし、多くの研究は欧米での調査や実験にもとづいており、ほかの文化圏や違う時代にも普遍的に適用

されうる命題かどうかは議論の余地がある。

投機的市場における人々がしばしば根拠なき熱狂に支配され、その結果バブルを誘発して結果的に暴落にいたるプロセスは、古今東西あらゆる世界で観察されている。とはいえ一方では、情報をいち早く入手しようと人々が競い合うことで、効率的市場仮説が示すように合理的な価格形成が行われていることが多いのも事実である。歴史的な史料を読み解くことで、それぞれ時代や地域が異なっても人々の投資行動に共通するバイアスを見出せば、行動ファイナンスの命題が普遍的な意味をもつことが確認されよう。

本稿では『宗久翁秘録』のいくつかの条項(以下、()で条項番号を記す)から、現代にも通じる命題をとりあげる。この史料に限らず、教訓や家訓をはじめ幕府の公的な訓令など史料において「…すべからず」とか「…せよ」という記述は、じっさいには多くの人々がそれとは反対の誤った行動をとりがちであったことを暗示している。いわば史料の裏側を読み取るわけである。

3.1 投資戦略と感情のコントロール

『秘録』はまず第 1 条で、取引を始める前に**投資戦略・方針**を立て、あせらずに落ち着いて取り組むことを説いている。「急いては事を仕損じる」というわけだ。

- (1) 米商は附出し大切の事。米商は、附出し大切なり。附出し悪しき時は、決して手違いになるなり。又、商内進み急ぐべからず。急ぐ時は附出し悪しきと同じ。売買共、今日より外商い場なしと進み立つ時、三日待つべし。是傳なり。

また、第 93 条では「他人の利益を羨ましく思うな」とか、第 94 条では「腹立ちまぎれに売買するな」と、**感情に流されない**ように戒めている。

- (93) 人の商を、羨むべからざる事。但し、羨しく思ふ時は、その時の相場の位をわきまえず、ただ羨ましく思う心ばかりにてする故、手違いになるなり。
- (94) 腹立ち売買いたすべからざるの事。腹立ち売り、腹立ち買い、決してすべからず、大いに慎むべし。

3.2 過剰反応 (over-reaction)とハーディング (herding)

「豊年に売りなし」という米相場の格言がある。豊作の年は供給過剰で売り圧力が強いので値下がりすると予想されがちである。この予想を人々が共有することで**過剰反応**して米相場は最初のうちには低迷するが、かえってその後値上がりするからだ。

- (58) 当地作豊年の時、米売るべからず。秋冬のうち、底値段出候節買入、春へ持越す時は、決して利運なり。豊年と諸国へ聞ゆる故、春に成り入船多く、又は冬買(注:航海が困難な冬場に来て買付の予約をする他国の商人)来るなり。秋冬の内は、作合に連れ、引下げ居る者なり。春上げざれば、五六月頃決して上る者なり。

宗久は『秘録』のなかで、くりかえし**逆張り戦略**を唱えている。人々の市場心理が一方に偏っている場合には過剰反応であることが多く、実際にはそれと逆のことが起きやすい。

第3条と第4条では実際の具体的なケースを示している。例えば米の値段がだんだんと上る時は、諸国で不測の事態が起きた、大坂の相場が上っている、幕府が御用米を買い上げるなどの風説が流れて、ますます人気が強くなる。これが投機家たちの**ハーディング**行動をもたらす。すると自分もつい買いたい気持ちになるものだが、そのときこそ「心を転じ売方に付候事肝要也。是則ち火中へ飛入思切、一統騒立節は、人々西に走らば、我は東に向ふ時は、極めて利運なり。人の戻る頃、後れ馳に西に向ふては、何時も利を得ることなし。」

3.3 近視眼的損失回避(myopic loss aversion)と心の会計 (mental accounting)

相場の動向が当初の読みと違った場合には投機家の心は揺れる。

(34) 霜月限、底を見極め買付、余程の利分付候節、相場持合候か、又少々引下ることあり。其節利息勘定致し、先達上げの節売返さんと思ふことあり、甚だ心得違なり。底を買出す時は、落引(注:追証)なき前に、決して売らざる者なり。

例えば陰暦 11 月の先物(注:酒田の帳合米取引では毎月末が限日)を底値で買いつけて利益が乗っているものの、相場が膠着状態になったり、やや下ったりすることがある。この状態のときに売ってしまいたくなる衝動は**近視眼的損失回避**である。

酒田の米会所では翌月に持越しする買米には、売り方に利息を払う慣習になっていたが、この利息支払いを気にして、先日相場が上ったときに売っておけばよかったと思うことがある。これは利息の支払いとキャピタルゲインを別々に**心の会計**で勘定しているからだ。

3.4 後悔(regret)、保有効果(disposition effect)、プロスペクト理論(prospect theory)

相場で失敗して**後悔**することはしばしばある。ただし、この先さらなる値上がり益を取逃がした場合の機会コストに対する後悔は笑って済ませるが、値下がりして損失を抱えた場合の後悔は痛みが大きい。

(59) 後悔に二ツあり、是を心得べし。高下の節、今五六日待つ時は、十分取るべき利を、勝を急ぎ二三分取逃がし候後悔、是は笑うて仕舞ふ後悔なり。又七八分利運の米、慾に迷ひ仕舞兼候内、引下げ損出る後悔、是苦勞致候上の後悔故、甚だ心氣を痛むる後悔なり。慎み心得べき事也。

すでに売却してしまったポジションについて頓着しないのは**保有効果**のせいである。一方、損失になっても損切りができないのも保有効果のためだ。値上がりの逸失利益の痛みよりも値下がりで含み損を抱えた痛みのほうが大きいのは、**プロスペクト理論**が示す価値関数の形状で説明できる。

3.5 利用可能性ヒューリスティクス(availability heuristics)とホーム・バイアス(home bias)

宗久が「当地」というときは酒田を指している。酒田の米商人は庄内地方の天候や作付け状況、酒田港への米買い船の出入りを見て相場動向を判断しがちだが、これは**利用可能性ヒューリスティクス**であり、地元情報に偏るという点では**ホーム・バイアス**でもある。宗久は第 9 条で「何れ其年々、不作の浅深、天災、古米の多少、九州国々の様子にて大坂高下出次第、當地に高下出ざる故、

油断すべからず、誠に变化極まりなし」と、全国の情報を総合的に判断して形成される大坂市場の米価格に注意すべしと述べている。

他にもまだ数多くの興味深い条項があるが、これだけ見ても、今日の行動ファイナンスの概念や命題に通じる共通性が認められることは明らかであろう。投機的市場における人間の心理と行動は、200年以上も前の江戸時代と現代とで、本質的に同じであるといえる。

4. 相場情報伝達の優位性

ところで宗久が「油断すべからず、誠に变化極まりなし」と論しているように、米相場の動きはランダムウォークである。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、ウカツに此商内すべからず」、また第 64 条でも「算用(あらかじめ計算すること)に及ばざるなり」と言っている。

もし米相場がランダムウォークで、効率的市場仮説が示すように情報が市場参加者にあまねく共有されていれば、誰か一人だけが継続的に勝ち続けることはできないはずだ。しかし実際には宗久は、酒田の米相場で連戦連勝を重ねて財を築いた。彼の『秘録』でもその成功の秘密は明かされていないので、彼はたんに運が良かったにすぎないのだろうか。それとも相場に勝ち続けるなんらかの優位性を持っていたのだろうか。

効率的市場仮説のウィーク・フォームでは過去の情報とくに価格情報が投資家に即座に広く共有されており、テクニカル分析の有効性が棄却される。セミストロング・フォームでは公開情報が共有されているので、ファンダメンタル分析が有効でない。さらにストロング・フォームでは未公開情報を含むすべての情報が共有されている状態をさす。

本間宗久を罫線分析の始祖と誤解するならば、江戸時代にはウィーク・フォームの効率性が成り立っていなかったという結論になるが、じつはそうではない。江戸時代の情報伝達は、以下に述べるとおり、かなり迅速だったのである。結論から言えば、酒田という遠隔地であることを利用して、宗久は相場情報や各地の需給状況など他の地元商人にとっては未公開情報を先回りして入手し、情報伝達の時間差を利用して儲けていたと考えられる。

堂島の相場動向は、ありとあらゆる手段で各地に伝達され、京都や江戸をはじめ地方市場の米相場はそれに連動して形成された。相場情報はもともと「状屋」と呼ばれる早飛脚が「相場報知状」を抱えて各地へ走って伝えていたが、商人のなかには狼煙や手旗信号や伝書鳩を利用して飛脚を出し抜く手段をみだす者がでてきた。

その後、大坂から東は東海道へ、西は山陽道へ、数里おきに小高い丘の上に中継点を置いて旗振り信号で各地の米商人に相場を伝える方法が考案された。この方法だと、例えば堂島から和歌山へ 3 分、京都へ 4 分、岡山へ 15 分、広島まで最短 27 分と、現代の新幹線より速く伝わった。

しかし、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、この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約2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」と呼ばれた。

堂島から船便で2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」なのに対して、一部の米商人たちがコストをかけて1週間早く収集したのは「私的情報」あるいは(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大坂の相場に酒田の相場も連動するとすれば、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。

こうした情報の優位性を持っていたとすれば、宗久が酒田市場で連戦連勝したのもうなずける。逆に大坂との情報入手の時間的格差が少ない江戸では優位性は失われる。宗久が地元酒田で財をなした後、江戸でいちど大失敗したのはこのためではないかと思われる。

5. まとめ

本稿では、経済史や歴史学が扱う史料を行動経済学の観点から再検討し、現代の行動経済学で提起されている命題が時代や地域を超えて普遍的な妥当性を持ちうるかを考察する「歴史行動経済学」を提唱した。その事例研究として、江戸時代の米相場で活躍した本間宗久の相場秘伝をとりあげ、現代に通じる多くの行動特性が見出せた。さらに、天才相場師と伝えられる彼の成功の秘密が、じつは情報の優位性にあったのではないかという推論を提起した。

【参考文献】(行動ファイナンスに関する基本的な解説書等は除く)

- 青野豊作『相場秘伝 本間宗久翁秘録を読む』東洋経済新報社、2002。
安達太郎『徳川時代 経済秘録全集』松山房、昭和16年。(復刻版は、中村佐熊『相場成功名作全集 天の巻』玉栄会出版部、昭和63年)『宗久翁秘録』ほか9編を収録。
岩橋 勝、『近世日本物価史の研究:近世米価の構造と変動』大原新生社、1981。
加藤慶一郎、『近世後期経済発展の構造』、清文堂、2001。
喜田川守貞、『近世風俗志(守貞謾稿)』(一)、岩波文庫、1996。
酒田市史編さん委員会、『酒田市史(改訂版)』上巻、1987
佐藤三郎、『酒田の本間家』中央企画社、1972。
柴田昭彦、『旗振り山』、ナカニシヤ出版、2006。
島本得一、『堂島米会所文献集』、所書店、1970。
土肥鑑高、『江戸の米屋』吉川弘文館 1981。
三田村鳶魚、「大坂町人の相場通信」鳶魚江戸文庫18『札差』、中公文庫 1998。
宮本又郎、『近世日本の市場経済』有斐閣、1988。
山口映二郎、『現代訳 宗久翁秘録』投経通信、1978。
山口勝業、「バック・トゥ・ザ・フューチャーズ I: 18世紀大坂堂島米会所における米先物取引の実証分析」、日本ファイナンス学会報告論文、2011年。