

# CFA NEWSLETTER

グローバル金融アナリストの情報誌

No.053\_ 2020年12月号

## CONTENTS

### Topics

- 会員の皆さまへ ご挨拶
- 決算報告および新役員体制
- JAPAN INVESTMENT CONFERENCE2020 (VIRTUAL)  
資産運用における女性の活躍/WOMEN IN INVESTMENT MANAGEMENT
- アドボカシー・コミッティ報告
- ARXとは?

### CFAJ Update

- 活動報告

### CFA News & Trend

- CFA協会ブログ No495より

ファイナンスにおける根本的不確実性 ～確率論の起源～  
Radical Uncertainty in Finance: The Origins of Probability Theory

- 今後の主な予定
- 事務局より

本ニュースレターでは、世界の公正な投資市場をリードする専門資格CFA®（CFA協会認定証券アナリスト）の認定・推進機関であるCFA協会の活動から、情報をお届けいたします。取材の参考資料としてご利用いただくことができれば幸いです。

CFA協会ならびに日本CFA協会の詳細はホームページをご参照ください。

■ CFA協会 / <http://www.cfainstitute.org>

■ 一般社団法人日本CFA協会 / <http://www.cfasociety.org/japan>

## Topics

### 会員の皆様へ ご挨拶



この度日本CFA協会の会長に選任されましたので、就任のご挨拶をさせていただきます。

2020年もあと残すところわずかですが、この1年間はこれまでの人生の中で最も混乱があり、世界のいろんな枠組みが根底から揺さぶられた期間であったこと拝察します。

パンデミックの蔓延は想定外でしたし、世界の各地で厳しいロックダウンの措置が施行され、人々の生活が激変しました。ロンドンの友人たちはほぼ全員が半年以上出社をしていず、さらに来年の3月までこの状態が続くものと予想されています。来年に入れば少しずつ平常の状態に戻り始めることが期待されますが、これまでのような毎日が戻ることには長い時間がかかりそうです。

CFA協会も大きなチャレンジに直面しており、これまでのような試験を実施することが難しく、活動にも変更を余儀なくされています。そのような環境の中で、日本CFA協会も世の中の変化を勘案し、それを先取りする形で発展が求められることとなります。前置きが長くなりましたが、私は初めて日本CFA協会の仕事に携わることになり、未経験な部分が多くあります。しかしながら、環境が大きな変化をしているだけに新しい考え方や運営方

法を検討するなど、私のCFA活動以外の経験をもとにお役に立てることができれば、と考えています。

このような状況においても変わらないものがCFA協会のミッションであることはご案内の通りです。それをどのような形で具体的な活動にしていくか、ということをお員の皆様と一緒に考え、実行に移していくことができれば、と思います。

日本CFA協会の大切な役割のひとつは、会員の皆様のお役に立つことです。ご案内のようにこれまで数多くのセミナーなどを通じて「教育の機会」が提供されてきました。日本だけでもかなりの回数を実施していますが、世界の160に及ぶソサイエティを含めるとその回数や蓄積は膨大なものになるでしょう。技術の発展とともに今後は世界のソサイエティがお互いにそうした材料を共有することも可能ではないか、と思います。会員の皆様にとって同じように大切なのはCFAのブランド力であろうと思います。日本においては運用業界を中心に知られている資格ですが、より広い社会においてはまだまだ認知度が低く、資格を取得されても満たされない思いをされることがあるのでは、と推察します。協会としてその価値をより多くの外部の人たちに訴えかける仕掛けを考えていきたいと思っています。

協会のもう一つの大切な役割として、業界やより広い社会に貢献すること、がミッションの中にも明記されています。CFA協会の最も特徴ある点はそれが国際的な活動団体であり、グローバルスタンダードをあらゆる面

で標榜している、ということです。グローバルという言葉はすでに使い古されている感がありますが、実際に国内においてグローバルスタンダードに基づき活動をし物事を考えていることは思いのほか多くありません。金融業界においては残念ながら日本が世界の最先端を行っている、と言える状態ではないと思います。それだけに日本CFA協会は日本に必要とされるものを紹介し、それを取り込んでいく急先鋒になることのできる、とてもユニークな立場にあります。

先にあげた「教育」については、広く社会へのアプローチをする一環としてリサーチ・チャレンジなどのイベントがこれまで精力的に繰り広げられています。大学生や大学院生が実践さながらの企業調査と投資判断、そしてジャッジへのプレゼンテーションを英語で行い、国内大会チャンピオンはアジア大会へ出場しています。さらに勝ち進めば世界大会への切符を手に入れます。

社会への貢献ではアドボカシー活動として業界や監督官庁への意見の上申を含めた活動が積極的に行われています。

こうしたこれまでの実績に、昨今さらに活用の進むテクノロジーを使って、会員の皆様はもとより、外部の方々にも日本CFA協会を広くご利用いただけるようにできれば、と願っています。そしてその結果日本CFA協会の活動がより開かれたものに発展できるのでは、と思います。また、それが社会で活用されることで会員の皆様の社会におけるお立場の向上につ

なってくれば、と考えています。会長の仕事には、理事会をリードすることなどがありますが、それと同時にCFA協会そして会員の皆様のための広告塔となり、より多くのスポンサーやファンを獲得することに尽力しなければ、と考えています。したがって、私自身の今後の評価指標は、

- どれだけ会員や受験者の人数が増えるか、
- どれだけ多くの会員や外部のボランティアの方々が活動を支え

てくださるか、

- どれだけ社会の関心が日本CFA協会や会員の方々に向けられるか、
- ということになるか、と思います。理事の方々と共に、こうした点に留意して今後の活動を進めていきます。

私の目標は、私が就任をした時よりも日本CFA協会がさらに発展していること、に尽きます。これから1年間、会員の皆様とご一緒に日本CFA協会の活動に一ボランティアとして参加

し、社会にも貢献できればと考えています。

会員の皆様の忌憚なきご意見、ご希望、アイデアなどを広くお伺いしたいと思います。私や理事の方々にいつでもお伝えください。今後様々な機会に皆様とお会いできることを楽しみにしています。

一般社団法人日本CFA協会  
会長 出川 昌人, CFA

## 2019/2020決算報告及び新役員体制

### 貸借対照表

(2020年8月31日現在)

		(単位 円)
<b>(資産の部)</b>		
流動資産		92,803,857
現預金		87,509,997
前払費用		535,743
未収金		4,758,117
固定資産		4,040,806
器具備品		107,206
敷金保証金		3,933,600
<b>資産合計</b>		<b>96,844,663</b>
<b>(負債の部)</b>		
流動負債		24,050,551
未払金		755,084
未払給与		385,000
未払賞与		545,000
前受金		21,566,455
賞与引当金		793,333
預り金		5,679
<b>負債合計</b>		<b>24,050,551</b>
<b>(正味財産の部)</b>		
一般正味財産		72,794,112
<b>正味財産合計</b>		<b>72,794,112</b>
<b>負債・正味財産合計</b>		<b>96,844,663</b>

### 損益計算書

自 2019年9月1日  
至 2020年8月31日

		(単位 円)
<b>経常収益</b>		
支援企業協賛金収入		50,184,390
年会費収入(正会員・準会員)		6,670,000
年会費収入(アソシエイト会員・プロフェッショナル会員)		24,810,248
CFA Institute補助金収入		600,832
セミナー収入		15,640,079
模擬試験収入		1,818,000
その他		630,142
		15,089
<b>経常費用</b>		
給料手当		39,225,005
賞与		11,672,822
広告宣伝費		1,748,333
セミナー等開催費用		815,377
地代家賃		13,358,158
通信費		4,417,768
出張旅費・交通費		1,106,317
事務用品費		61,184
保険料		1,544,261
支払報酬		100,810
業務委託費		1,092,975
支払手数料		2,611,062
その他		278,200
		417,738
<b>当期経常増減額</b>		<b>10,959,385</b>
<b>当期一般正味財産増減額</b>		<b>10,959,385</b>
一般正味財産期首残高		61,834,727
一般正味財産期末残高		72,794,112

### 2021年度予算

自 2020年9月1日  
至 2021年8月31日

		(単位 千円)
<b>経常収益</b>		
支援企業協賛金収入		6,850
年会費収入(正会員・準会員)		24,570
年会費収入(受験者会員)		640
CFA Institute補助金収入		13,981
JIC収入		0
セミナー収入		2,150
模擬試験収入		2,000
その他		0
<b>経常費用</b>		
給料手当		11,826
賞与		2,270
広告宣伝費		1,000
セミナー等開催費用		17,040
JIC費用		2,700
地代家賃		4,421
通信費		1,454
出張旅費・交通費		1,000
事務用品費		2,378
保険料		360
支払報酬		1,400
業務委託		2,825
その他		0
<b>当期経常増減額</b>		<b>1,717</b>
<b>当期一般正味財産増減額</b>		
一般正味財産期首残高		
一般正味財産期末残高		

## 2021年度新役員と担当コミッティ（敬称略）

会長, 代表理事	出川昌人	
副会長, 財務担当執行理事	松田あきみ	
総務担当執行理事	荒井卓	
理事	佐藤吉正	プログラム・コミッティチェア
理事	三木隆二郎	アドボカシー・コミッティチェア
理事	岡崎新	メンバーシップ・コミッティチェア, JICコミッティチェア
理事	黄春梅	
理事	カーン・ズヘル	
理事	三井千絵	
理事	重田萌	
理事(新任)	今村文彦	
理事(新任)	王子田賢史	ユニバーシティ・コミッティチェア
理事(新任)	岡田晃	
理事(新任)	佐藤靖子	
理事(新任)	塚本俊太郎	
監事	友野敦史	
監事	大岡正英	
監事	依田孝昭	



# JAPAN INVESTMENT CONFERENCE 2020 (VIRTUAL)

## 資産運用における女性の活躍/

## WOMEN IN INVESTMENT MANAGEMENT

本毎年恒例となったジャパン・インベストメント・カンファレンスを、新たな日常の下、オンラインのバーチャルカンファレンスとして、今年も皆様にご案内できますことを大変嬉しく存じます。今年のテーマは「Women in Investment Management」です。

「Women in Investment Management」は北米を中心に CFA 協会が毎年大規模なカンファレンス等で取り扱ってきた重要なテーマで、今年12月17日に日本及びアジア太平洋地域で初めて同テーマのカンファレンスを東京からオンライン開催する運びとなり、金融業界における Better Gender Balance、女性活躍について議論をしてみたいです。

午前のセッション「Investment x Gender Diversity」では多様性がもたらす企業経営における強み、そして投資の視点を加えて議論しまして、13時30分からのセッション「Career Development」では、女性リーダーの方々にご自身のキャリア、ご経験についてお話頂くと同時に、パネルディスカッションを通じてキャリアアドバイスを伺います。最後のセッション「Best practices to create a more diverse, inclusive, and productive workplace」では、多様な人材を活用し、より生産性の高い組織を作るための具体策に切り込んでまいります。

プログラム及び登壇者に纏わるより詳細な情報はこちらをご覧ください。

い。

<https://www.cfajapan.org/japan/publications/JIC2020-Program.pdf>

テーマに関心をお持ちの方はどなた様も無料でご参加いただけますので、多数の皆さまのご参加をお待ち申し上げます。ご参加をご希望の場合は12月15日（火）までにこちらからご登録ください。

<https://cfajapan.cfajapan.org/events/d/67qvrq>

\*最近、当協会イベントにご登録いただいていない場合、CFA Institute ID の新規作成が必要です。

## JAPAN INVESTMENT CONFERENCE 2020

17 DEC 2020 | VIRTUAL CONFERENCE



### スピーカー・パネリスト



ニック・ポラード  
CFA協会、アジア太平洋地域  
マネージングディレクター  
Nick Pollard  
Managing Director, Asia  
Pacific, CFA Institute



江川雅子  
一橋大学大学院経営管理研究科特任  
教授、日本証券業協会副会長  
Masako Egawa Specially Appointed  
Professor, Graduate School of  
Business Administration,  
Hitotsubashi University; Vice Chair,  
Japan Securities Dealers  
Association



レベッカ・フェンダー, CFA  
CFA協会、金融の将来担当シ  
ニアディレクター  
Rebecca Fender, CFA Senior  
Director, Future of Finance  
at CFA Institute



メアリー・ラン, CFA  
CFA協会、アジア太平洋地域アドボ  
カシー責任者  
Mary Leung, CFA Head,  
Advocacy, Asia Pacific at CFA  
Institute



村上由美子  
 経済協力開発機構 (OECD)  
 東京センター所長  
 Yumiko Murakami Head of  
 Tokyo Centre, OECD



松野文香  
 笹川平和財団ジェンダーイノベーシ  
 ョン事業グループ長  
 Ayaka Matsuno Director/Head of  
 Gender Investment and Innovation  
 group, The Sasakawa Peace  
 Foundation (SPF)



デイヴィッド・キム  
 マッキンゼー・アンド・カン  
 パニーシニアアドバイザー  
 David Kim Senior Advisor,  
 McKinsey & Co



出川昌人,CFA  
 日本CFA協会会長  
 Masato Degawa, CFA  
 President of CFA Society Japan



中川順子  
 野村アセットマネジメント株  
 式会社CEO兼代表取締役社長  
 Junko Nakagawa President &  
 CEO, Nomura Asset  
 Management



キム・スタッフォード,CFA  
 PIMCOアジアパシフィック担当責  
 任者  
 Kim Stafford, CFA Head, PIMCO  
 Asia-Pacific



エイミー・チョウ  
 シュローダー香港CEO兼アジ  
 アパシフィック・リテールビ  
 ジネス責任者  
 Amy Cho CEO  
 Schroders Hong  
 Kong, Head of  
 Intermediary, Asia Pacific



羽生祥子  
 『日経 xwoman』総編集長  
 Sachiko Habu Editor in Chief, Nikkei  
 xwoman



キャシー松井  
 ゴールドマン・サックス証券  
 株式会社副会長  
 Kathy Matsui Vice Chair,  
 Goldman Sachs Japan



工藤英之  
 株式会社新生銀行代表取締役社長  
 Hideyuki Kudo President/CEO,  
 Shinsei Bank



サラ・メイナード  
 CFA協会、外部インクルージョ  
 ン&ダイバーシティ戦略・プ  
 ログラム・グローバル責任者  
 Sarah Maynard  
 Global Head, External  
 Inclusion & Diversity Strategies  
 and Programs, CFA Institute

# アドボカシー・コミッティ報告

今年度のアドボカシー・コミッティ活動についてご報告します。(カッコ内はサブコミッティーリーダー)

**1. Ethics Challenge** --- Good way of ethics training to promote Code & Standards (Mr. Okada)

CFAJ は CFAI (APAC) が主催する **エシックス・チャレンジ\***に来年から正式に参加します。 についてはボランティアを募集しますので、奮ってご

応募ください。

**2. Ethics Education at Affiliated Universities** (Mr. Onoe)

早大、都立大、一橋大学等において倫理教育を出前で行います。

**3. Thought Leadership Webinars** (Ms. Huang)

来年2月から”Climate Change”を統一テーマにして5回シリーズウエ

ビナーを企画します。

**4. Policy & Engagement** --- Comment Response (Ms. Mitsui)

来年予定されているコーポレートガバナンスコード改訂に合わせ協会の意見を募ります。

**5. ARX** (Mr. Imamura)

次章をご覧ください。

## \*エシックス・チャレンジ (Ethics Challenge)

Ethics Challengeとは様々な倫理的なジレンマを含むケースを分析する大学対抗コンテスト。3人からなる大学院生チームが最低3大学参加し、事前に数週間かけてケースを分析し、審判の前で発表し、質疑応答を行うもの。発表は主として倫理規範および職業行為基準違反がどこにあるかに焦点を当てるが、その違反行為をどのように解決すべきかについて推奨する。国内優勝チームはアジア大会2021年10月に予定される出場資格を獲得する。

## 《インパクト投資ウェビナーについて》

5回シリーズ中	日時	タイトル	登録者/視聴者
第4回目	8/24	インパクト投資を加速させる社会的インパクト評価・マネジメントの手法	226/172名
第5回目	9/24	海外インパクト投資の最前線	171/134名

アドボカシー・コミッティがプログラム・コミッティと共催で行った「インパクト投資」5回連続講座(ウェビナー)については、9月8日に振返りで行った追加の英語ウェビナーを加え、延べ1,351名のご登録、973名のご視聴をいただき、大変多くの参加者からご好評を得ることが出来ました。参加された方も国内の日本CFA協会の会員らに加え、シンガポール・メルボルン・フィリピン・アラブ首長国連邦・バンガラデシュ・ルクセンブルグ協会など多様な地域からのご参加もあり、当協会のグローバルなパブリシティ向上

にもつながりました。

5回連続講座の講義資料・講演録(追加質疑応答を含む)・英訳は協会のWebsite (<https://www.cfasociety.org/japan/Pages/impact.aspx>)に掲載しておりますので、ご活用ください。

- ・第1回 インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向 (SIIF 菅野氏)
- ・第2回 インパクト投資の手法と事例紹介 (みずほ銀行 末吉氏・新生企業投資 黄)
- ・第3回 資本市場から見たインパクト投資 (野村アセットマネジメ

ント 今村氏)

- ・第4回 インパクト投資を加速させる社会的インパクト評価・マネジメントの手法 (ブルーマーブル・ジャパン 千葉氏・ユニファ 星氏)
- ・第5回 海外インパクト投資の最前線 (AXA Investment Managers Matt氏)

2021年は、“Implications of Climate Change for Investors”(仮名)5回連続講座(ウェビナー)を企画・準備中で、また幅広い皆様のご参加をお待ちしております。以上の活動に興味関心のある方は、事務

局まで①氏名、②興味関心のある分野、③連絡先メールアドレスをお知らせください。

尚、アドボカシー・コミッティは

2か月に一度第4月曜日の午後5-6時にZOOMで開催いたします。

アドボカシー・コミッティチェア  
三木隆二郎, CFA

プログラム・コミッティバイスチェア

黄春梅/Chunmei Huang, CFA, CPA

## ARXとは

### 1. ARXとは？

CFA Institute Asia-Pacific Research Exchange (ARX)をご存知ですか？

ARXは、アジアパシフィック地域の金融・資産運用業に関する情報に特化した情報共有プラットフォームで、現在約4,000のコンテンツが掲載されています。アクセスは無料で、CFAチャーターホルダー間だけでなく、アジアパシフィック地域の金融・資産運用業に関わる全ての人達がつながる場として、活発な情報発信が行われています。「ARX CFA」で検索するとすぐにヒットします。

### 2. どのようなコンテンツが掲載されているのか？

ARXのサイトにアクセスすると、「News and Notable」、「Most Read」、「Professional Learning」、

「Webinars」のメニューが出てきます。手始めに「News and Notable」メニューを開いてみましょう。編集部オススメのコンテンツがいくつか表示されます。気になるものがあれば是非、コンテンツを開いてみてください。「Professional Learning」メニュー配下のコンテンツを読破すると、もれなくCFA協会のPL (professional learning) クレジットが付与されます。画面右上には便利なコンテンツ検索小窓があるので気になる単語を打ち込んでみてください。

ARXに掲載されているコンテンツは全て編集部の検査を通ったものです。したがって、コンテンツの品質は一定以上であることが保証されています。これは、同時にARXに掲載されることが投稿者の評価にもつながるということを意味します。

### 3. ARXで情報を発信するにはどうしたら良いか？

日本CFA協会では恒常的にARX編集部とコミュニケーションを取っています。ARXへの投稿に興味がある方は、まずはお気軽に日本CFA協会にご相談ください。ARX投稿コンテンツは完全オリジナルである必要はありません。ご自身の、あるいはお勤めの企業で作成したものでアジアパシフィック地域の金融・資産運用業界限で共有できるものがあれば是非お問い合わせください。

年明け1月8日(金)夕刻にARX活用に関するウェビナーを開催します(近日案内)。この機会に是非ご登録ください。

アドボカシー・コミッティ

今村文彦, CFA

# CFAJ Update

**活動報告** このコーナーでは、日本 CFA 協会の各分野での活動状況をお知らせしております。

## メンバーシップ

当コミティでは、協会員を始め金融業界で働いている方々、もしくは現在は異なる業界でお勤めの方でいずれは金融業界で働きたいとお考えの方々のキャリア開発をご支援したいと考えております。その一環として、皆様のキャリア開発に役立つ情報提供を目指し、10月22日にキャリアイベント「金融サービス業界エグゼクティブからのメッセージ」をオンラインで開催致しました。金融業界のエグゼクティブとしてご活躍中の4名のCFAホルダーの方々にパネリストとしてご登壇いただき、ご自身のキャリアについて語っていただくとともに、参加者からの質問にお答えいただく形で、キャリアの成功にとって何がカギになるのかを参加者の方々と一緒に考える貴重な機会となりました。参加者は129名を超え、大変ご好評頂きました。

また、当協会では、ボランティア活動を最も有効なネットワーク構築方法のひとつとして常々捉えており、より多くの方々に日本CFA協会における多様なボランティア活動機会を知って頂くことを目的として「ボランティア説明会」を11月25日に開催しました。

そして、CFA資格の価値の認知度を上げるべく、今年はLinkedInを中心にSNSを活用した情報発信も積極的に行ってまいりました。おかげさまでLinkedInの日本CFA協会アカウントのフォロワー数は200人未満だった1年前から現在600人を超える勢いでございます。

<https://www.linkedin.com/company/cfa-society-japan> より多くの方々にリーチすべく、直近はTwitterでも投稿を増やしております。

直接会うことを前提としたイベント企画がコロナ禍で残念ながらまだ難しい中、メンバーシップバリュー向上のために、①既存協会員向け、②受験者サポート、そして③ブランディング・広報の三つの大きな観点から、2021年も引き続き工夫を重ねてまいります。当コミティでも、通年ボランティア・ネットワークの機会がございますので、ご興味のある方は是非[info@cfaj.org](mailto:info@cfaj.org) までご一報ください。

## プログラム

プログラム・コミティでは、毎月2、3回程度のセミナーを企画・開催しています。

現在、東京を中心とした新型コロナウイルス感染拡大を受け、セミナーは基本的にオンライン(ウェビナー形式)で開催しています。会員の皆様からは、便利で参加しやすくなったと好評を頂いております。通常通りの対面式のセミナーを開催する場合には、一斉メールやホームページにてお知らせします。

引き続き、ご関心のあるテーマのご提案、セミナー講師を務めていただける方のご紹介などを歓迎いたします。その他、セミナー等に関連して、ご意見・ご希望等ございましたら、当協会事務局までご連絡ください。

更に、今後は Study Groups という Subcommittee も立ち上げ、CFA

Institute の Refresher Readings など、上記セミナーと同様に PL Credits を獲得できる教材を使った勉強会を開催する予定です。こちらについても、ご興味のある方は、当協会事務局までお知らせください。

## インダストリー・アウトリーチ

インダストリー・アウトリーチは、当協会の活動をご支援いただいておりますスポンサー企業様とのエンゲージ強化を図ること、及び、新たに当協会の活動をご支援いただける企業様を積極的に増やすことを目標として活動してまいります。具体的には、各スポンサー企業様に対して活動報告を行い、各スポンサー企業様からのご意見を伺っているほか、スポンサー企業様、また社員の皆様に向けてのイベントを開催していく予定です。

去る12月4日には、コロナ再拡大の最中ではありましたが、十分な感染対策がなされている場所にてスポンサー企業の代表者様をお招きしてコーポレート・スポンサーランチを開催しました。CFA協会及び当協会よりそれぞれの最近の活動及び今後の計画についてご報告差し上げました。今回は少人数での会食となりましたが、とても興味深い意見交換の場となり今後の活動に活かして参る所存です。

各スポンサー企業様におかれましては、引き続き当協会の活動に対してご支援を賜りますよう、何卒よろしくお願い申し上げます。

## アドボカシー/倫理教育

7ページをご覧ください。

## ユニバーシティ

リサーチ・チャレンジは大学生、大学院生が3-5名でチームを結成し、エクイティ・アナリストとして、分析対象として選ばれた企業の分析を行い、レポートとプレゼンの巧拙を競うイベントです。8月のキックオフがイベントの始まりを告げます。キックオフにおいてその年の分析対象企業が公表されます（今年は株式会社 ディスコ様にご協力いただいております）。そして、10月下旬の提出期限までの3ヶ月の間、大学の先

生、プロフェッショナルなメンターのサポートの下、buy, hold または sellの推奨レポートを作成します。同様にプロフェッショナルなグレーダーによる厳正なる審査を経て、ファイナリストが選出されます。12月に行われるファイナル大会でのプレゼンテーションを経て、国内大会優勝チームが決定します。優勝チームはさらにアジア大会へと駒を進めることとなります。

今年は初めてキックオフもファイナルもオンライン・イベントとなりま

すが、多くのボランティアの皆様に支えられ、ここまでイベントを進めていくことができましたことに感謝申し上げます。

次回号では、12月12日開催のファイナル大会の結果等を皆様に詳しくご報告させていただきたいと存じます。リサーチ・チャレンジにボランティア（メンター、グレーダー、運営）として、またスポンサーとしてサポートするご興味が少しでもございましたら、ぜひinfo@cfaj.orgまでお問い合わせください。

Topicsでご紹介しますイベントは、その多くの部分がボランティアの皆さまのご協力で運営されています。ご興味のある方はお気軽に協会事務局までお声がけください。 [info@cfaj.org](mailto:info@cfaj.org)

日本CFA協会・翻訳グループでは、CFA Instituteが発行する刊行物、ブログ等の翻訳をしており、翻訳ボランティアを募集しています。少しでもご興味・ご関心があれば、こちら ([imai@cfaj.org](mailto:imai@cfaj.org)) までお気軽にお問い合わせください。

今回はCFA Instituteのホームページに掲載されているブログの翻訳の一例 (No.495、ファイナンスにおける根本的不確実性 ~確率論の起源~) を紹介します。その他のブログの翻訳はこちらのリンクをご参照ください。

<https://www.cfasociety.org/japan/Pages/Blog.aspx>

## ファイナンスにおける根本的不確実性 ~確率論の起源~

### Radical Uncertainty in Finance: The Origins of Probability Theory

(トーマス・マイヤー, CFA, PhD)

「根本的不確実性」とは、エコノミストでフィナンシャルタイムのコラムニストを以前務めたジョン・ケイと、イングランド銀行元総裁のマーヴィン・キングによる、注目すべき新著のタイトルです。ケイとキングは、不確実性が計算可能なリスクへと変換が可能だという幻想に、現代社会がどのように屈していったかを記しています。その際2人は、ドイツの社会学者である故ウルリッヒ・ベックが注目するテーマに基づいています。ベックは次のように結論付けました。

「計算可能でコントロール可能なリスクの世界は、おそらく計算可能性の勝利宣言にも助けられ、驚きの瞬間から自由になる。」

この3回シリーズにおいて、本当の不確実性の扱い方をどのように私たちが忘れていったかという点や、こうしたことがファイナンスにもたらした重大な結果や、真の根本的不確実性への正しい対処法と考えられるものなどを、私は調べていきます。

古代のギリシャ人は才能に溢れた数学者でした。私たちの中でも、学校で習った直角三角形の斜辺の長さ

を求めるピタゴラスの定理 ( $a^2+b^2=c^2$ ) を、まだ覚えている人もいますでしょう。アレクサンドリアのエウクレイデスは紀元前3世紀に、数学の論文である『原論』を記しました。この本は20世紀になってもまだ、幾何学の授業で頻繁に使われていました。

しかし、一見して奇妙なことがあります。古代ギリシャ人は確率論を研究したわけではありません。なぜでしょうか？それは、彼らには偶然や確率というものを考える余地がなかったからです。彼らの考えでは、事の成り行きは神によって決められていました。将来の不確実性を減らしたいと願う人は、神の意思をより深く理解しなければなりませんでした。そして、そこに数学は入る余地はありませんでした。

そのため、数学者が確率論を扱い始めたのがようやく啓蒙主義時代に至ってからというもの決して偶然ではありません。

「神が世を去った時、リスクが世界全体に入り込んだ」とベックは書きました。「神がいなかったためリスクは、有用であり驚くべきだが、ほとんど理解できないその曖昧さを広めていった」。

確率論の基礎は、名高いフランスの数学者だったブレーズ・パスカルに対する、熱烈なギャンブラーだったアントワヌ・ゴンポー、シュヴァリエ・ド・メレからの質問が起源です。パスカルは答えを求めるため、さらに有名なフランスの数学者だったピエール・ド・フェルマーの協力を求めました。1650年代のパスカルとフェルマーの文通から、確率の計算方法が生まれました。科学が数世紀にわたり進歩している一方、今日におけるその輪郭は、発祥の地である17世紀の賭博台にて未だに決定付けられているのです。

確率論に次なる真の革新があったのは1921年でした。『リスク、不確実性および利潤』において、シカゴ大学の経済学者だったフランク・ナイトは、計測可能な不確実性、つまり私たちが通常「リスク」と言うものと、本当は「不確実性」とは呼べない本物の不確実性は全く違うものと結論付けました。彼はこの事象を説明するため、「根本的不確実性」という概念を提示しました。ナイトは、賭けで確率を計るために作られた計算方法や、理解可能なリスクを計算できる方法は、根本的不確実性

には使えないと述べました。

ジョン・メイナード・ケインズは「[雇用、利子および貨幣の一般理論](#)」において、同様の結論に達しました。ヨーロッパでの新たな戦争や、将来の銅価格の見通しを決定する際、いわゆるルーレットテーブルで起こりうる結論を計算する方法が、ほとんど役に立たないかを、ケインズは示しました。古い技術を無効にしてしまう破壊的な新しい発明の勝率や、不動産所有者の数十年後の社会的地位の低下などを予想できないのです。こうした確率は全くもって計算不可能なのです。

対照的に、イギリスの数学者の[フランク・ラムゼイ](#)とイタリアの数学者の[ブルーノ・デ・フィネッティ](#)は「主観的確率」の概念を生み出しました。主観的な評価に基づけば、ケイ

ンズが述べたような出来事の可能性は計算可能だと、彼らは結論付けました。この方法によって、ルーレットテーブル以外の不確実性でも計算可能になると彼らは考えました。

しかしこの前提では暗に、すべての起こりうる未来の出来事は知ることができるとしていると、ケイとキングは説明します。それが、一連の主観的確率が一つにまとまり一貫したものとする、唯一の方法です。もちろん、多くの将来の展開に対して、これは不可能なことです。従って主観的可能性は、数字で表現される意見に過ぎないのです。

フリードリッヒ・ハイエクによれば、客観的あるいは数学的な理解ができないような、事実や関係性についての自身の主観的知識に基づいて、私たちは将来の経済的決定をし

ます。[ジョセフ・シュンペーター](#)が言うような「恐れ知らずの起業家」が活動し、事前に可能性を計算できないくらい完全に新しいものを生み出すのは、こうした環境なのです。

しかしながら経済学界では、ラムゼイとフィネッティに基づく知識が、ナイトとケインズによるものよりも浸透しており、根本的不確実性の概念が末端に追いやられています。

こうしたことが、現代ファイナンスにおける袋小路へとどのように向かわせたのが、このシリーズの今回の主題です。

翻訳者：安部智宏, CFA

## 今後の主な予定

12月以降、日本CFA協会が主催する主なセミナー等の予定は以下の通りです。

### ●12月17日(木)

#### JAPAN INVESTMENT CONFERENCE 2020 (VIRTUAL)

#### 資産運用における女性の活躍 WOMEN IN INVESTMENT MANAGEMENT Speaker

プログラムの詳細はこちらをご覧ください。/ Please see the program from the below link.

<https://www.cfasociety.org/japan/publications/JIC2020-Program.pdf>

Venue : Online Zoom

Fee : Free

※Global Passport Program is available.

### ●12月23日(水)

#### 【CFA JAPAN BOOK CLUB #9 Online】

※For this session, we will discuss a movie instead of a book.

Theme: Margin Call

Directed by Jeffrey C. Chandor

Time: 19:00-20:30

Venue: Online Zoom

Language: English

Fee: Free

### ●1月7日(木)

#### ウェビナー

タイトル: グローバルマクロ経済  
の展望と投資環境 ~新型コロナ

禍の「新常态」と保護主義台頭、そして低金利定着の意義を考える～  
講師: 佐治 信行氏(ニッセイアセットマネジメント株式会社 運用企画部 グローバルマクロリサーチ室リサーチフェロー兼上席エコノミスト)

時間: 19:00-20:30

会費: : 日本CFA協会会員(正会員、準会員、アソシエイト会員、プロフェッショナル会員): 無料、

受験者: 2,000円、非会員: 3,000円

## 事務局より

本年3月からのコロナ禍においてオンライン主体のウェビナーへとイベントは様相を変えました。

6月のCFA試験は12月に延期になりました。ジャパン・インベストメント・カンファレンスは12月に全編オンライン開催を試みます。CFAリサーチ・チャレンジもオンラインと実会場とのハイブリッド形式で進めてきました。ファイナルも観客なしで開催します。

大きく変化した日常ですが、オンライン開催になり遠方からもアクセスが可能となるなどメリットもあります。

またボランティアの方々のご協力なくしては成立しないところは共通ですが、オンライン主体とまた変化しつつあります。お忙しいスケジュールの中、お時間を捻出してくださることに心から感謝しております。

今後もボランティアの方々とともに

に会員の皆様に会員であることのアピールを誇りとしていただけてまいりました。いつでもリクエスト、アドバイス、新規企画のアイデア等々がありましたらぜひ事務局までお寄せください。

皆様どうぞよいお年をお迎えください。

事務局



[報道に関するお問い合わせ先] 日本CFA協会 事務局  
〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-7  
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー5階  
Tel 03-3517-5471 / Fax 03-3517-5472  
E-mail : info@cfaj.org  
Website:<http://www.cfasociety.org/japan>