#### An intertemporal capital asset pricing model

作成者：西村AN

**概要**

|  |
| --- |
| 資本市場に基づく時系列モデルは，生涯における消費の期待効用を最大化するように，期間中に連続的に取引が可能である投資家のポートフォリオ選定方法から推定される．明示的な資産に対する需要関数は，一期間モデルと異なり，現在の需要が起こり得る将来の投資機会の不確実な変化に影響されることに基づいている．需要を集約し，市場での清算性を検討したうえで，期待リターンの均衡関係を導き出すと，古典的な資本資産価格モデルとは逆に，リスク資産の期待リターンは，システマティックリスクや市場リスクがない場合でもリスクレスレートと異なることがある． |

# Introduction

現代の資本市場理論で最も重要なモデルの一つは，Sharpe-Lintner-Mossinの資本資産価格モデル（CAPM）である．このモデルは100以上の学術論文の基礎となり，非学術的な金融界に大きな影響を与えたが，理論的・実証的な批判にさらされているのが現状である．このモデルは，投資家がMarkowitzの平均・分散アプローチに従ってポートフォリオを選択することを前提としているため，この基準に対するあらゆる理論的反論を受けている．また，すべての投資家が同一の期待を有することやモデルが一期間を想定していることなど，追加的な仮定が必要である点にも批判がある．理論的な反論に同意しつつも，資本市場はこれらの前提が満たされている「かのように」推移していると主張するモデルの支持者は，批判を免れることはできない．このモデルでは，ある資産を保有することで期待される超過収益が，その資産の収益と市場ポートフォリオの共分散（その資産の「ベータ」）に比例すると予測しているが，Black，Jensen，Scholesの慎重な実証研究によって，実はそうではないことが証明されている．特に，「低ベータ」資産はモデルによる予測よりも平均して高いリターンを獲得し，「高ベータ」資産はモデルによる予測よりも平均して低いリターンを獲得することを発見したのである．それでもなお，

このモデルが利用されているのは、このモデルが均衡モデルであり、資産利回り間の関係の強力な仕様を提供し、解釈しやすく、経験則上、資産リターンの変動のかなりの部分を説明していることが示唆されているからである。