

# 講義録レポート

講義録コード

|     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |     |                     |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|---------------------|
| 講 座 | 証券アナリスト                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 科目① | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント |
| 目標年 | 2011年合格目標                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 科目② |                     |
| コース | 2次対策・速修セミナー                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 回 数 | 1 回                 |
| 用 途 | <input checked="" type="checkbox"/> 個別DVD ・ <input checked="" type="checkbox"/> テープレクチャー ・ <input type="checkbox"/> 集合DVD<br><input checked="" type="checkbox"/> WEB ・ <input type="checkbox"/> 衛星 ・ <input checked="" type="checkbox"/> カセット通信 ・ <input checked="" type="checkbox"/> DVD通信 ・ <input type="checkbox"/> 資料通信 |     |                     |

|     |                 |              |                  |
|-----|-----------------|--------------|------------------|
| 収録日 | 2010 年 10 月 7 日 |              |                  |
| 講師名 | 山岡 先生           | 講義録<br>枚数    | 1 枚 ※レポート<br>含まず |
|     |                 | 補助レジュメ<br>枚数 | 14 枚 (サイズ<br>—)  |

|      |                                                                                        |  |  |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------|--|--|
| 講義構成 | 講義 (38) 分                                                                              |  |  |
| 使用教材 | ① 基本テキスト P. ~ P.                                                                       |  |  |
|      | ② 問題集 P. ~ P.                                                                          |  |  |
|      | ③ 例題集 P. ~ P.                                                                          |  |  |
|      | ④                                                                                      |  |  |
| 配布物  | 有 <input checked="" type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/>                       |  |  |
|      |                                                                                        |  |  |
|      |                                                                                        |  |  |
| 正誤表  | 有 <input checked="" type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/> 枚                     |  |  |
| 備考   |                                                                                        |  |  |
|      | ○ 共通レジュメ 有 <input checked="" type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/> 第 ( ) 回講義と共通 |  |  |

TAC証券アナリスト講座

|             |         |                  |      |
|-------------|---------|------------------|------|
| 証券アナリスト 講義録 | 科目 証券分析 | コース 2次速修<br>セミナー | 回数 / |
|-------------|---------|------------------|------|

|     |                                                |                                      |          |
|-----|------------------------------------------------|--------------------------------------|----------|
| 配布物 | ★ミニテスト：あり [ ] なし<br>★実力テスト：あり [ ] なし<br>◇配布物なし | ★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説<br>★その他のレジュメ [ ] | 講師 山岡 先生 |
|-----|------------------------------------------------|--------------------------------------|----------|

| テキスト<br>ページ | 黒 板 内 容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | <p>「市場と経済の分析」<br/>株？ 債券？...</p> <p>↓</p> <p>④ 投資政策とAA ... 計量・統計</p> <p>① 株式      ② 債券 --- 証券化商品<br/>                                (⑥ オルタナティブズ)</p> <p>③ デリバティブズ --- ⑨ 信用リスクモデル</p> <p>⑦ パフォーマンス評価 ... 計量・統計</p><br><p>※ ① 株式</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>個別銘柄 ... 「コーポレート・ファイナンスと企業分析」</li> <li>効率的市場仮説、アノマリー ... ⑧ 行動ファイナンス</li> </ul> |

TAC 証券アナリスト講座

## 2 次速修向けセミナー

－ 証券分析とポートフォリオ・マネジメント －

TAC\_証券アナリスト講師室

山岡 義明

## 証券アナリスト試験 第2次レベルの概要

### 1. 科目

「市場と経済の分析」(旧:「経済」),「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」,「コーポレート・ファイナンスと企業分析」(旧:「財務分析」)の3科目に,「職業倫理・行為基準」を加えた4科目となっています。

### 2. 出題内容・形式

- 第1次レベルのように科目ごとに分かれておらず,第1時限(午前):3科目,第2時限(午後):4科目がまとめて出題されます。したがって,「科目合格」というものではなく「証券アナリスト試験第2次レベル合格」を目指すことになります。
- 試験時間は第1時限:210分,第2時限:210分,配点は第1時限:210点,第2時限:210点,出題数は旧カリキュラムの2007年までは,第1時限:9問,第2時限:9問。新カリキュラムの2008年からはp.2「科目別ウェイト」の通りです。また,例年,第2時限の3問(第1問~第3問)が「職業倫理・行為基準」です。
- 第1次試験との対比は以下の通りです。

第2次レベル(2010年度)スタディ・ガイドより抜粋(ゴシックおよび下線はTAC装飾)

|                | 試験時間                                                 | 出題内容・範囲                                                                                                                                       | 出題形式(注)                                                                                                                                  |
|----------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第1次試験<br>(科目別) | 経済:90分<br>財務:90分<br>証券分析とポート<br>フォリオ・マネジメ<br>ント:180分 | <ul style="list-style-type: none"> <li>証券分析業務に必要な基礎的な知識および分析力を問う。</li> <li>原則として通信テキストから出題される。</li> </ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>すべての正解が1つの客観問題(計算問題,穴埋め問題を含む選択肢問題)。</li> <li>答案用紙にマークシートを使用。</li> </ul>                           |
| 第2次試験<br>(総合)  | 4科目総合:420分<br>(うち職業倫理・行為基準60分)                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>証券分析業務に必要なより高度の知識と実務への応用力および<u>職業倫理の習得</u>を問う。</li> <li><u>テキストの内容が必ずしもそのまま引用されるわけではない。</u></li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>計算問題等も一部に出題されるが,<u>大部分が記述式の応用問題。</u></li> <li><u>正解は1つとは限らず,採点に際して解答に至る論旨展開が重視される。</u></li> </ul> |

(注) 各問題の冒頭には,問題ごとの配点(=解答に要する時間の目安,1分=1点)が示されており,その配点合計は試験時間(分単位)と一致する。

### 3. 科目別ウェイト

TAC の分類による、科目別の出題数および配点の推移は以下の通りです。

|                              | 2006          | 2007_6        | 2007_12       | 2008          | 2009          | 2010          |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 証券分析とポートフォリオ・マネジメント          | 6 問<br>(150)  | 6 問<br>(150)  | 6 問<br>(145)  | 10 問<br>(225) | 9 問<br>(210)  | 8 問<br>(210)  |
| コーポレート・ファイナンスと企業分析<br>(財務分析) | 6 問<br>(145)  | 7 問<br>(170)  | 6 問<br>(150)  | 3 問<br>(90)   | 4 問<br>(90)   | 4 問<br>(90)   |
| 市場と経済の分析<br>(経済)             | 3 問<br>(65)   | 2 問<br>(40)   | 3 問<br>(65)   | 3 問<br>(45)   | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   |
| 職業倫理・行為基準                    | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   | 3 問<br>(60)   |
| 合計                           | 18 問<br>(420) | 18 問<br>(420) | 18 問<br>(420) | 19 問<br>(420) | 19 問<br>(420) | 18 問<br>(420) |

※) 2008 以降は新教育プログラムによる

### 4. 採点と合否判定

(財)日本証券アナリスト協会では、「試験の合否は、上位一定割合の受験者の平均得点を基準として決定されます。ただし、2 次試験では 4 科目の総合得点がこのように決定された合格最低点以上であっても「職業倫理・行為基準」の得点が一定水準に達しない場合は不合格となります。」としていますので(第 2 次レベル(2010 年度)スタディ・ガイド)、この点は注意が必要です。

### 5. 職業倫理・行為基準

インサイダー取引等、証券アナリストが日常業務において直面するであろう職業行為基準に関する具体的事例をとり上げたケース・スタディが例年の出題スタイルです。「証券アナリスト職業行為基準」(1987 年 7 月制定, 2000 年 6 月, 2002 年 6 月改正)に基づいて、どの行為がどの基準になぜ抵触するか、基準遵守のためにどのような手続きをとったらよいか、などを論述するスタイルです。配点は 60 点で、第 2 時限の第 1 問~第 3 問が「職業倫理・行為基準」の問題というのが例年のパターンです。

※ なお、2009 年および 2010 年本試験では第 2 時限第 1 問が客観式(選択問題)でした。

## 2010 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類によるの問題配分および配点は以下の通り。

### 2010 年度

|              |      |    |                         |
|--------------|------|----|-------------------------|
| 第 1 時限 210 点 |      |    |                         |
| 第 1 問        | 20 点 | 経済 | マクロ経済（日本の貯蓄投資バランスと国債市場） |
| 第 2 問        | 30 点 | 証券 | 債券ポートフォリオ戦略             |
| 第 3 問        | 15 点 | 証券 | アセット・アロケーション            |
| 第 4 問        | 30 点 | 証券 | 株式ポートフォリオ戦略             |
| 第 5 問        | 25 点 | 証券 | デリバティブと投資戦略             |
| 第 6 問        | 30 点 | 証券 | アセット・アロケーション            |
| 第 7 問        | 20 点 | 経済 | ゲーム理論と情報の経済学            |
| 第 8 問        | 15 点 | 企業 | 会計                      |
| 第 9 問        | 25 点 | 企業 | コーポレート・ファイナンス           |
| 第 2 時限 210 点 |      |    |                         |
| 第 1 問        | 20 点 | 倫理 |                         |
| 第 2 問        | 20 点 | 倫理 |                         |
| 第 3 問        | 20 点 | 倫理 |                         |
| 第 4 問        | 30 点 | 企業 | 財務諸表分析                  |
| 第 5 問        | 20 点 | 企業 | コーポレート・ファイナンス           |
| 第 6 問        | 30 点 | 証券 | アセット・アロケーション            |
| 第 7 問        | 30 点 | 証券 | パフォーマンス評価+計量分析と統計学      |
| 第 8 問        | 20 点 | 証券 | 行動ファイナンス                |
| 第 9 問        | 20 点 | 経済 | マクロ経済と金融政策              |

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

企業=「コーポレート・ファイナンスと企業分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

## 2009 年度

|        |      |       |                       |
|--------|------|-------|-----------------------|
| 第 1 時限 |      | 210 点 |                       |
| 第 1 問  | 20 点 | 経済    | マクロ経済と株式投資収益率         |
| 第 2 問  | 20 点 | 証券    | 債券ポートフォリオ戦略           |
| 第 3 問  | 20 点 | 証券    | デリバティブと投資戦略           |
| 第 4 問  | 30 点 | 証券    | 国際証券投資                |
| 第 5 問  | 20 点 | 証券    | オルタナティブ投資             |
| 第 6 問  | 20 点 | 証券    | 株式ポートフォリオ戦略           |
| 第 7 問  | 20 点 | 証券    | 信用リスクモデル              |
| 第 8 問  | 20 点 | 経済    | 国際経済・金融市場の諸問題         |
| 第 9 問  | 15 点 | 企業    | 会計（米国会計基準）と株式価値評価     |
| 第 10 問 | 25 点 | 企業    | 財務諸表分析と株式価値評価         |
| 第 2 時限 |      | 210 点 |                       |
| 第 1 問  | 20 点 | 倫理    |                       |
| 第 2 問  | 20 点 | 倫理    |                       |
| 第 3 問  | 20 点 | 倫理    |                       |
| 第 4 問  | 20 点 | 企業    | コーポレート・ファイナンス         |
| 第 5 問  | 30 点 | 企業    | コーポレート・ファイナンス         |
| 第 6 問  | 30 点 | 証券    | 株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価 |
| 第 7 問  | 20 点 | 証券    | デリバティブと投資戦略           |
| 第 8 問  | 30 点 | 証券    | 株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価 |
| 第 9 問  | 20 点 | 経済    | 為替市場介入                |

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

企業=「コーポレート・ファイナンスと企業分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

## 2008 年度

|        |       |    |                             |
|--------|-------|----|-----------------------------|
| 第 1 時限 | 210 点 |    |                             |
| 第 1 問  | 15 点  | 経済 | 経済動向分析                      |
| 第 2 問  | 25 点  | 証券 | 株式ポートフォリオ戦略                 |
| 第 3 問  | 25 点  | 証券 | デリバティブと投資戦略                 |
| 第 4 問  | 25 点  | 証券 | 投資政策とアセット・アロケーション+オルタナティブ投資 |
| 第 5 問  | 25 点  | 証券 | 投資政策とアセット・アロケーション           |
| 第 6 問  | 20 点  | 証券 | 行動ファイナンス                    |
| 第 7 問  | 15 点  | 経済 | 金融政策とマクロ経済+IS-LM 分析         |
| 第 8 問  | 25 点  | 企業 | 株式価値評価+企業価値評価               |
| 第 9 問  | 35 点  | 企業 | 企業分析                        |
| 第 2 時限 | 210 点 |    |                             |
| 第 1 問  | 20 点  | 倫理 |                             |
| 第 2 問  | 20 点  | 倫理 |                             |
| 第 3 問  | 20 点  | 倫理 |                             |
| 第 4 問  | 30 点  | 企業 | 企業価値評価+株式価値評価               |
| 第 5 問  | 20 点  | 証券 | 計量分析と統計学+株式ポートフォリオ戦略        |
| 第 6 問  | 30 点  | 証券 | 債券ポートフォリオ戦略                 |
| 第 7 問  | 25 点  | 証券 | 投資政策とアセット・アロケーション           |
| 第 8 問  | 15 点  | 証券 | パフォーマンス評価                   |
| 第 9 問  | 15 点  | 経済 | 経済主体の金融行動                   |
| 第 10 問 | 15 点  | 証券 | 国際証券投資                      |

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

企業=「コーポレート・ファイナンスと企業分析」

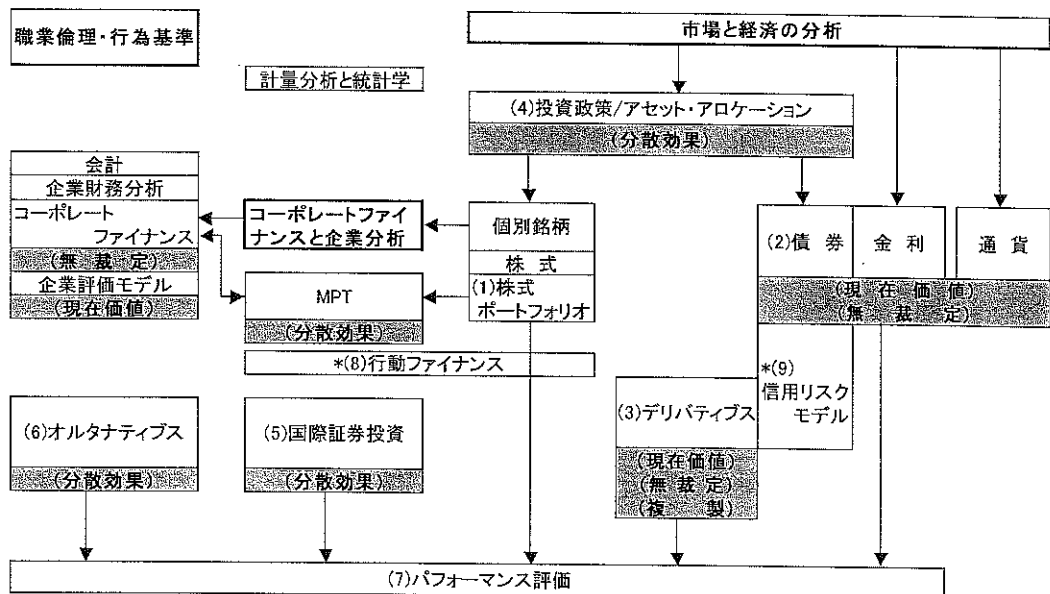
倫理=「職業倫理・行為基準」



## 証券分析とポートフォリオ・マネジメント

| 協会通信テキスト           | TAC 基本テキスト            |
|--------------------|-----------------------|
| 1) 計量分析と統計学 (2)    | 巻末付録                  |
| 2) 株式ポートフォリオ戦略     | 第1章：株式ポートフォリオ戦略       |
| 3) 債券ポートフォリオ戦略     | 第2章：債券ポートフォリオ戦略       |
| 4) デリバティブと投資戦略     | 第3章：デリバティブと投資戦略       |
| 5) 投資政策・プロセスと実行    | 第4章：投資政策とアセット・アロケーション |
| 6) アセット・アロケーション    |                       |
| 7) オルタナティブ投資       | 第6章：オルタナティブ投資         |
| 8) 国際証券投資          | 第5章：国際証券投資            |
| 9) 投資パフォーマンスの測定と評価 | 第7章：パフォーマンス評価         |
| 10) 信用リスクモデル       | 第8章：信用リスク・モデリング       |
| 11) 行動ファイナンス       | 第9章：行動ファイナンス          |

- 「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」を中心にみた、科目・テーマ間の連関は、おおよそ以下の通りです。



※ ( )はTACテキストの対応章

※ 図中の\*は2007年度(2008年6月本試験)からの新規分野。

※ MPTはモダン・ポートフォリオ理論 (Modern Portfolio Theory)

- 金融理論一般では、いくつかの重要な概念があり、証券アナリスト試験でも非常によく登場する考え方が、「分散効果」「現在価値」「無裁定 (あるいはキャッシュ・フローの複製)」といったところです。

- 前ページ図の「網掛けカッコ太字」を付したところが関連する論点で、以下の表はこれらを、もう少し掘り下げたものですのでご参照ください。

### 重要な概念とその頻出分野

| 概 念     | 頻 出 分 野                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 分散効果 | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株式ポートフォリオ戦略 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国際証券投資</li> <li>・ オルタナティブ投資</li> <li>・ 投資政策とアセット・アロケーション</li> </ul> </li> </ul>                                                                                                                                |
| 2. 現在価値 | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント <ul style="list-style-type: none"> <li>● 債券ポートフォリオ戦略</li> <li>● デリバティブと投資戦略</li> </ul> ※コーポレート・ファイナンスと企業分析（旧：財務分析） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 配当割引モデル</li> <li>・ 残余利益モデル（割引超過利益モデル） *cf. EVA®</li> <li>・ 企業評価モデル</li> <li>・ リアル・オプション</li> </ul>                                               |
| 3. 無裁定  | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント <ul style="list-style-type: none"> <li>● デリバティブと投資戦略 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株式ポートフォリオ戦略: APT（裁定価格理論）</li> <li>・ 債券ポートフォリオ戦略</li> <li>・ 行動ファイナンス（裁定取引の限界）</li> </ul> </li> </ul> ※コーポレート・ファイナンスと企業分析（旧：財務分析） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ コーポレート・ファイナンス（モジリアニニミラー理論）</li> </ul> |
| 4. 感応度  | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント <ul style="list-style-type: none"> <li>● 債券：デュレーション</li> <li>● 株式：ベータ</li> <li>● デリバティブと投資戦略：デルタ</li> </ul>                                                                                                                                                                                                  |

## 複合問題について

- 従来の分類, 「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」「財務分析」「経済」の3科目に限ってみると, 形式的には3科目別々に実施されるわけではありませんが, 各問題とも大抵はこの3科目のいずれかに分類されていました。複合問題というのは実はそれほど多くはなく, この3科目のカラーはかなりはっきりしています。
- 2科目以上にまたがる複合問題として, 典型的な例は以下のようなパターンです。

| 経済<br>(市場と経済の分析)               | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント                |
|--------------------------------|------------------------------------|
| 経済動向分析 (景気循環)                  | ⇒ イールド・カーブの予測→債券投資戦略               |
| 金融政策とマクロ経済                     |                                    |
| IS-LM, AD-AS 分析                | ⇒ アセット・アロケーション                     |
| 為替レート決定理論                      |                                    |
| オープン・マクロ                       | ⇒ 国際証券投資                           |
| 経済<br>(市場と経済の分析)               | 財務分析<br>(コーポレート・ファイナンスと企業分析)       |
| 企業の金融行動, モジリアニ=ミラー理論           | ⇒ コーポレート・ファイナンス                    |
| 証券分析とポートフォリオ・マネジメント            | 財務分析<br>(コーポレート・ファイナンスと企業分析)       |
| 株式ポートフォリオ戦略                    |                                    |
| ※MPT (Modern Portfolio Theory) | ⇒ コーポレート・ファイナンス                    |
| 債券ポートフォリオ戦略                    | 企業評価モデル                            |
| デリバティブと投資戦略(オプション理論)           |                                    |
| デリバティブと投資戦略(オプション理論)           | ⇒ コーポレート・ファイナンス<br>(リアル・オプション・モデル) |

- この傾向は教育プログラム改訂後, 「市場と経済の分析」, 「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」, 「コーポレート・ファイナンスと企業分析」となっても, 2008 年~2010 年の本試験をみる限り大きな変化はありません。
- また, 教育プログラム改訂に伴い, 「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」には「信用リスクモデル」「行動ファイナンス」という分野が新たに加わりましたが, これらは以下のような分野と密接な関係にあります。

| 経済<br>(市場と経済の分析)     | 証券分析とポートフォリオ・マネジメント          |
|----------------------|------------------------------|
| 企業の金融行動, モジリアニ=ミラー理論 | ⇔ 行動ファイナンス                   |
| 市場均衡                 |                              |
| 証券分析とポートフォリオ・マネジメント  | 財務分析<br>(コーポレート・ファイナンスと企業分析) |
| 信用リスクモデル             | ⇔ コーポレート・ファイナンス              |

## 分散効果

- ・ 株式ポートフォリオ戦略
- ・ 投資政策とアセット・アロケーション
- ・ 国際証券投資
- ・ オルタナティブ投資

## ポートフォリオPのリスクとリターン

リターン: 投資比率で加重平均

$$\begin{aligned} E[R_P] &= w_1 E[R_1] + w_2 E[R_2] + w_3 E[R_3] + \cdots + w_n E[R_n] \\ &= \sum_{i=1}^n w_i E[R_i] \end{aligned}$$

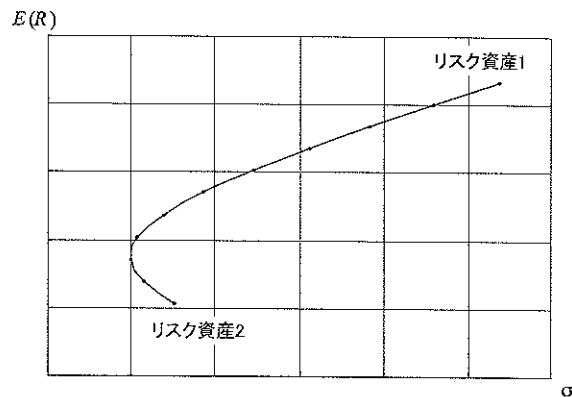
リスク: 相関係数( $\rho$ )を含むため, 投資比率の加重平均以下 (分散効果)

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}$$

(2 証券)

$$\begin{aligned} \sigma_P^2 &= w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} \\ &= w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2 \end{aligned}$$

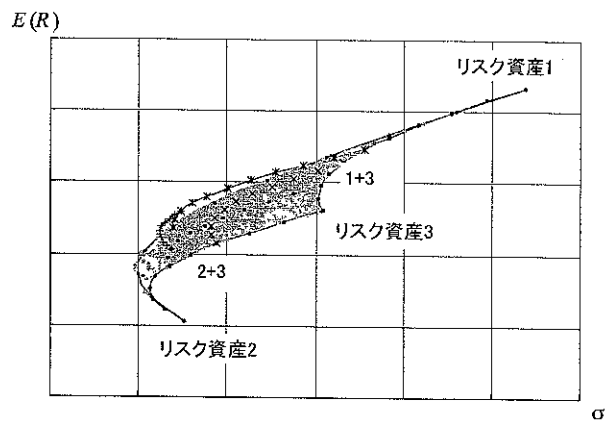
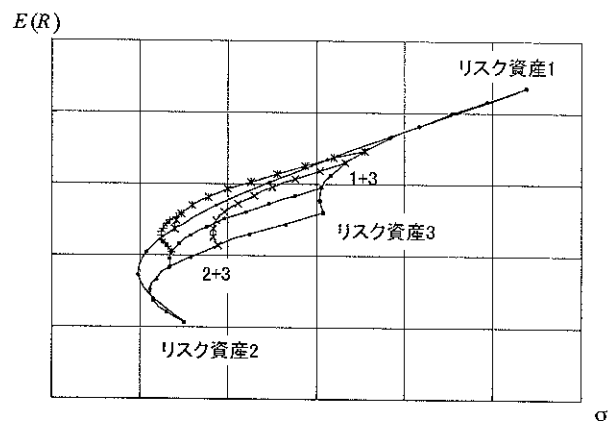
ただし,  $E[\cdot]$ : 期待演算子,  $w_i$ : 資産  $i$  への投資比率,  $R_i$ : 資産  $i$  の収益率,  $\sigma_i$ : 資産  $i$  の収益率の標準偏差,  $\sigma_{ij}$ : 資産  $i$  と資産  $j$  の収益率の共分散,  $\rho_{ij}$ : 資産  $i$  と資産  $j$  の収益率の相関係数  $\{\rho | -1 \leq \rho \leq +1\}$ .



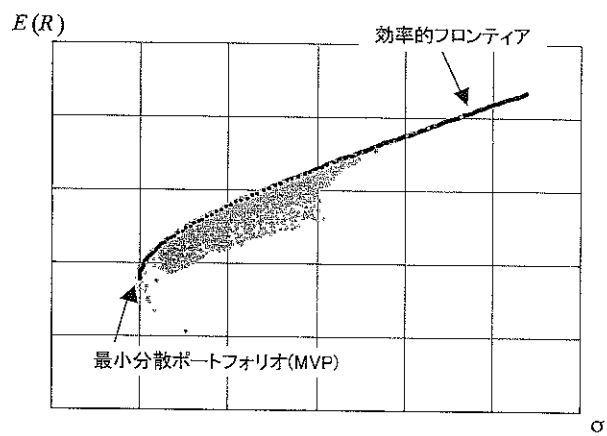
## 効率的フロンティア

3 証券以上の場合のリスクとリターン (投資可能領域は面になる)

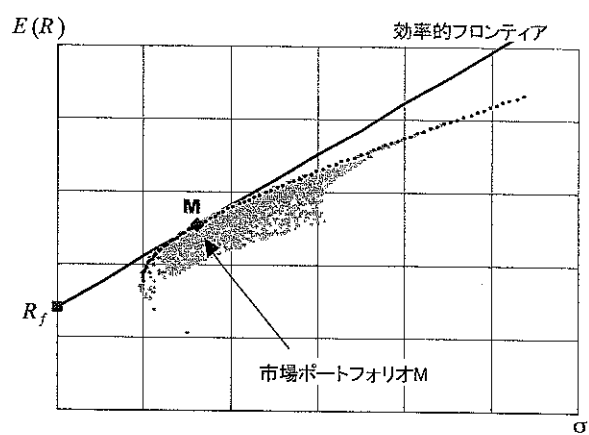
$$\begin{aligned} E[r_P] &= w_1 E[R_1] + w_2 E[R_2] + w_3 E[R_3] \\ \sigma_P^2 &= w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + w_3^2 \sigma_3^2 + 2w_1 w_2 \sigma_{1,2} + 2w_1 w_3 \sigma_{1,3} + 2w_2 w_3 \sigma_{2,3} \\ &= w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + w_3^2 \sigma_3^2 + 2w_1 w_2 \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2 + 2w_1 w_3 \rho_{1,3} \sigma_1 \sigma_3 + 2w_2 w_3 \rho_{2,3} \sigma_2 \sigma_3 \end{aligned}$$



- リスク資産のみの場合

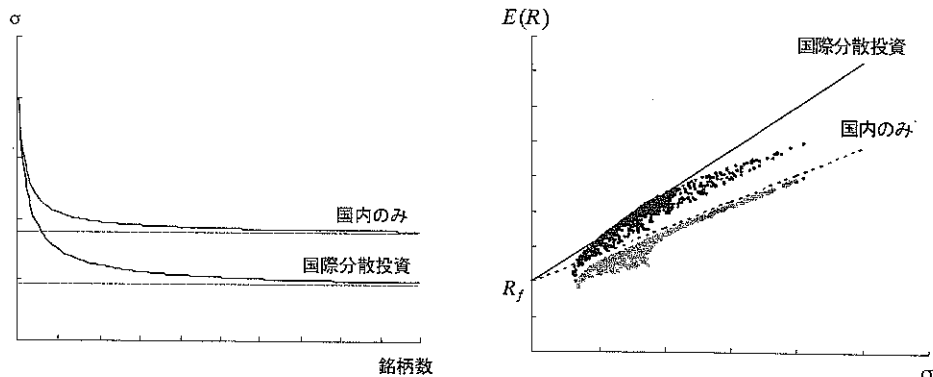


- 無リスク資産が存在する場合



## 国際証券投資

-国際分散投資の効果-

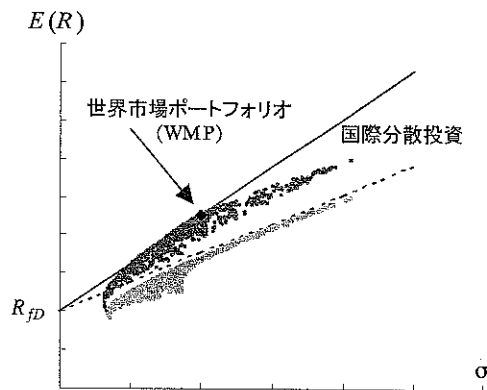


- ・ 分散効果
- ・ リスク-リターンの組み合わせ（効率的フロンティア）の改善

### ● 国際資産評価モデル (IAPM; International Asset Pricing Model)

$$E[r_i] = \beta_{w,i} (E[r_w] - rf_D) + rf_D$$

ただし、 $r_i$ : 資産  $i$  の収益率、 $\beta_{w,i}$ : 資産  $i$  の対世界市場ポートフォリオのベータ、 $r_w$ : 世界市場ポートフォリオの収益率、 $R_{fD}$ : 自国のリスクフリー金利、 $E[\ ]$ : 期待演算子。



株式で考えると、代理世界市場ポートフォリオは各国インデックスの時価加重平均（為替部分ヘッジ）。IAPM が成立するなら、各国の投資家は各国インデックスの時価平均ポートフォリオ（世界市場ポートフォリオ）と自国安全資産の組み合わせを保有することになる（Bruno Solnik, *International Investments*, Fourth Ed. Addison Wesley, 2000）。要するに CAPM の世界バージョンです（少々乱暴ですが...）。

## オルタナティブ投資

株式・債券など伝統的資産と収益率が低相関の資産（代替資産），ないしは投資手法（代替投資）の総称。

- 代替資産    投資対象が伝統的資産以外。  
                    （プライベート・エクイティ，マネージド・フューチャーズなど）
- 代替投資    投資対象は株式や債券だが，投資手法が異なる。  
                    （ヘッジファンド，証券化商品など）

伝統的アセットクラスのリターンと低相関→分散効果→リスク・リターンの改善

