

Использование векселей Казначейства для измерения безрисковой ставки при определении базового портфеля, основанного на апостериорных SML или CML, может быть подвергнуто критике. Рассмотрим эталонный портфель, включающий инвестирование как в векселя Казначейства, так и в рыночный портфель. Данный портфель можно критиковать за очень низкую ставку доходности, что позволяет оцениваемому портфелю показать высокую эффективность. Это происходит потому, что векселя Казначейства обеспечивают слишком низкую доходность, компенсируемую их высокой степенью ликвидности. Если используется более высокая безрисковая ставка (например, ставка коммерческих бумаг), то каждый эталонный портфель, расположенный между данной безрисковой ставкой и рыночным портфелем на апостериорных SML или CML, будет иметь большую ставку доходности и, следовательно, будет более высоким и точным стандартом.

Более того, рассмотрим эталонный портфель, предполагающий увеличение инвестиций в рыночный портфель за счет заимствований по безрисковой ставке. Использование ставки векселей Казначейства может быть подвергнуто критике, так как реальные заимствования средств обычно осуществляются под большую ставку и, таким образом, являются менее привлекательными. То есть эталонные портфели, включающие заимствования по ставке векселей Казначейства, имеют очень высокую ставку доходности, что занижает эффективность сравниваемого портфеля. Если при заимствовании используется более высокая безрисковая ставка (такая, например, как ставка по депозитам до востребования плюс небольшая премия), то любой эталонный портфель, использующий безрисковый заем средств, будет иметь меньшую ставку доходности и, таким образом, является более низким, но и более приемлемым стандартом.

В целом, измерители эффективности управления портфелем, основанные на апостериорной SML и CML и использующие казначейские векселя для определения безрисковой ставки, по мнению исследователей, «приукрашивают» консервативные портфели и недооценивают агрессивные.