

第 13 章 企業の資金調達と市場の効率性に関する 6 つの教訓 (395p~429p)

2012 年 6 月 20 日

担当：浜田

13.1 常に NPV に戻ろう

投資に関する意思決定と資金調達に関する意思決定基準には基本的な類似性がある。

➤ 借入の割引現在価値

例：10 年間 3%の金利で 10 万ドルの融資を受ける場合

NPV=借入総額ー利払いの現在価値ー元本返済の現在価値

$$=100,000 - \sum_{t=1}^{10} \frac{3,000}{(1+r)^t} - \frac{100,000}{(1+r)^{10}}$$

r を 10%とすると

$$NPV=100,000 - \sum_{t=1}^{10} \frac{3,000}{(1.10)^t} - \frac{100,000}{(1.10)^{10}} =100,000 - 56,988 = 4 万 3,012 \text{ ドル}$$

- r は自社が発行する他の証券が提供し得る収益率 r である。

➤ 投資と資金調達の決定の相違

- 投資に関する意思決定は資金調達の意思決定よりも単純である。
→資金調達手法の種類は、どんどん増加している。
- 資金調達に関する決定は、投資に関する意思決定より簡単な面もある。
 - 1) 資金調達に関する決定は、投資に関する決定ほど取り返しがつかないものではない。
 - 2) 資金調達に関する決定が賢明であろうが愚かであろうが、それによって損得が生ずることはもともと難しい。
- 実物投資の決定に際しては、企業は完全な競争市場を前提としているわけではない。
- 金融市場においては、競争相手は資金を求めているすべての企業である。

13.2 効率的市場とは何か

➤ 驚くべき発見：価格変化はランダムである

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

1953年、イギリスの統計学者 Maurice Kendall の論文の中で提案された。

- 株価と商品価格はランダム・ウォークに従っているように見える。
→ 株価の変動はそれぞれに独立である。
- 今日の株価変動は、明日の株価変動の方向について何ら手がかりを与えてくれない。
→ 株価のサイクルが投資家にとって明らかになったとたんに取引が生じ、直ちにサイクルを消し去る。

➤ 市場の効率性についての三つのフォーム

経済学者は、証券価格に反映されている情報の程度にしたがって三つのレベルでの市場の効率性を定義することがある。

1) ウィーク・フォーム

現在の証券価格が過去の価格に含まれている情報を反映しているとする。

2) セミストロング・フォーム

現在の証券価格が過去の価格だけではなく、例えば金融専門誌を読んで得ることができると、すべての公開情報を反映しているとする。

3) ストロング・フォーム

苦心して企業や経済についての分析を行うことで初めて入手できるようなすべての情報が証券価格に反映されているとする。

➤ 証拠

1. ウィーク・フォーム

世界中のどこの市場でも、ある週と翌週との収益率にはほとんどパターンはみられないようである。(図 13.4)

2. セミストロング・フォーム

企業が最新の利益を発表したり、配当の変更について公表したりした場合には、主な価格変化は公表の 5~10 分以内に生じている。(図 13.5)

3. ストロング・フォーム

プロのマネージャーによるファンドはそのマネジメントの為に必要なコストを埋め合わせるほどの成果を上げることはできない。(図 13.6)

13.3 パズルとアノーマリー財務担当者にとっての意味

➤ 投資家は新しい情報にゆっくり反応するのか

- 利益発表のパズル

投資家は利益発表自体にはそれほど反応せず、さらなる情報を得て、はじめてその重要性を確信するようだ。

- 新株発行のパズル

新株を手に入れたものは、通常、直ちにキャピタル・ゲインを得るが、この当初の利益がやがて損失に転じることが多い。

➤ 株式市場のアノーマリと行動ファイナンス

人間は 100%合理的ではない。

① リスクに対する態度

人々は損失を被ることを特に嫌う。投資家は、単に現在の資産価値に焦点を当てるだけでなく、投資が利益を上げているか損失を生じているかを振り返る。

- プロスペクト理論

(a) 投資家にとっての投資結果の価値というのは、その資産を獲得したとき、あるいは最後に評価した時以来の損得により決定される。

(b) 投資家はごくわずかであっても損失が生ずる可能性を忌避し、損失の可能性がある投資にはそれを補うようなより高い収益率を求める。

② 確立についての考え方

- 将来の可能性について判断する際、過去、同じような状況下での代表的事例を重視しすぎてしまう。

- ほとんどの投資家は自信過剰になっている。

行動ファイナンスは、これらのアノーマリのいくつかについて、理解する手助けとなっているが、その有用性は、将来の価格付けの誤りを**予見**できるかどうかにかかっている。

➤ 根拠なき熱狂とドット・コム・バブル

1990年代のテクノロジー関連株の驚くべき資産価値の上昇。

強気の相場が形成されると、それが将来に対する楽観を生み出し、さらなる株式需要

を刺激する。(Robert Shiller 『根拠なき熱狂』)

- ドット・コム・ブームと相対的効率性
 - ドット・コム・ブームの崩壊は、投資家が将来の配当成長率をわずかに改定しただけで生じたのかもしれない。
 - 白地のところから株式の評価を行うことは極めて困難である
 - 1) 投資家が株式を評価するには、昨日の株価や当日の関連する証券価格との相対的な関係によって評価する方が容易である。
 - 2) 市場の効率性テストのほとんどは、**相対価格に関するものであり、株式が適正に価格付けされているかどうかについてテストすることは、ほぼ不可能だ。**

- 市場のアノーマリと財務担当者

財務担当者は、企業が新たな証券を発行する場合には、価格付けが適切であることを確信していなければならない。

しかし、時にはそうならない理由二つ

- 1) ストロング・フォームでの効率的市場仮説が 100% 真実ではない。
- 2) 投資家と経営陣と同一の情報をもっているものの、非合理的なバイアスに影響されていたり、それに反応するのが遅れたりする場合。

13.4 市場の効率性についての6つの教訓

- ◇ **教訓1：市場に記憶はない**

ウィーク・フォームの効率的市場仮説によれば、過去の価格変化の動向には将来の変化についての情報は何も含まれていない

 - 投資家は、収益率の見かけ上のトレンドや周期に基づいて株式を売買すべきではない。

- ◇ **教訓2：市場価格を信頼せよ**

株価は個々の証券の価値について利用可能な情報のすべてを取り込んでいるから、市場価格は信頼でき、ほとんどの投資家にとって継続的に標準以上の収益率を達成する方法はない。

 - CFO は金利や為替レートの変動を見込んで投機を行うべきではない。

- ◇ **教訓3：内なるものを読み**

内なるものの読み方を学びさえすれば、証券価格はその将来についての多くをかたっ

てくれるだろう。

- 財務担当者が、大口顧客会社の信用力を評価する際には、会社の株価や社債の利回りをチェックすべきだ。

◇ **教訓4：資金調達についての幻想は存在しない**

- 会計方法の選択の結果、利益の増減が生じても、株価に影響を与えるものと想定すべきではない。

◇ **教訓5：ドゥ・イット・ユアセルフという選択肢**

効率的市場においては、投資家は自分自身で同じようにうまくやれることに対しては対価を払おうとはしない。

- 企業はリスクを減少させるというだけの理由で多角化経営を行うべきではない。投資家は、ポートフォリオを組みかえれば自分で分散投資ができる。

◇ **教訓6：1銘柄の株式をみることはすべての株式をみることにある**

株式は、ほぼ完全な代替物である。ある会社の株式に対する需要は非常に弾力的である。

- 発行者が指摘情報を持っていないということを投資家が信じていれば、株式発行によって株価の下落が生じることはない。

【コメント】

- 投資に関する決定と資金調達では前提としている市場が違い、効率的市場という仮説が新鮮だったが、なぜ両者の前提とする市場は違うのか。前者には適用しないのか。
- 行動ファイナンスを研究すれば株のプレミアムを得ることができるかもしれない。
- 「需要が弾力的であるということは、…」(p424,124)がよく理解できなかった。
- P410~411の「新規発行のパズル」、「簿価/時価比率のパズル」がよく理解できなかった。
- 現在日本は、セミストロング・フォームだろうか。将来ストロング・フォームに転換できるのか。
- 効率的市場仮説に関するパズル、アノーマリについての見解や感想を伺いたい。