

第4部 資金調達決定と市場の効率性

第13章 企業の資金調達と市場の効率性に関する教訓 (P395~429)

2013年7月3日 担当:高橋

13.1 常にNPVに戻ろう (P397~)

投資に関する決定と資金調達に関する決定は分離することが有効であるが、両者の決定基準には基本的な類似性がある。いずれもリスクのある資産の評価が含まれているので、結局純割引現在価値を計算することになる。

※注意点 融資契約についてもNPVは通常通り計算出来るが、最初のCFは正であり、以後は負である。

NPV = 借入総額 - 利払いの現在価値 - 元本返済の現在価値

$$= 100,000 - \sum_{t=1}^{10} \frac{3,000}{(1+r)^t} - \frac{100,000}{(1+r)^{10}} \quad \leftarrow \text{P397の例より}$$

借入のNPVの時も資本コスト r の値が必要となる。しかし、この資本コストは他の証券が提供しうる収益率によって割り引かれたCFの現在価値であると考えることが可能である。

➤投資と資金調達の決定の相違

資金調達の決定は手法が増加しているため、その点では投資決定の方が単純であるといえる。一方で資金調達の決定は投資の決定より簡単である。

理由①

投資決定より決定を覆すことが簡単である。つまり廃棄価値が高い。

理由②

資金調達の手法に関わらず、そこから損得が生じることが元々難しい。つまりNPVがゼロから大きく相違するような資金調達の仕組みを見出すことは困難。

13.2 効率的市場とは何か (P399~)

➤驚くべき発見：価格変化はランダムである

株価の動きは規則的な価格変動サイクルなどなく、ランダム・ウォークである。つまり価格変動はそれぞれ独立である。

➤市場の効率性についての三つのフォームとその証拠

なぜ価格はランダム・ウォークに従うのか？

投資家たちは過去の価格情報から利益を引き出そうとするために、価格は直ちに調節され、利益超過は消え去る。この結果この情報は明日(未来)ではなく、今日の株価に反映

される。よってある期における株価は翌期の価格変動とは独立となる。

今日の株価はそれまでの価格の含まれるすべての情報をすでに反映していてもおかしくないのではなかろうか。そうであるなら、価格は適正に家格付けされ、その収益率は予測不可能になるのではないか。

証券価格に反映されている情報の程度に従って三つに分けられる市場の効率性

①ウィーク・フォーム

過去の収益率について研究しても継続的な超過利潤を得ることは困難であり、価格はランダム・ウォークに従う。

証拠

P405 の図 13.4 参照すると結果として収益率にパターンはない。

②セミストロング・フォーム

現在の価格が過去の情報だけでなく、全ての公開情報を反映しているもの。

証拠

株式の超過収益率 = 株式の実際の収益率 - 株式の期待収益率

$$= \tilde{r} - (\alpha + \beta \tilde{r}_m)$$

と定義しさらに P407 の図 13.5 より情報が公開されてからすぐ反映されている。

③ストロング・フォーム

価格が分析によってはじめて得ることの出来る情報を反映しているもの

証拠

差異を調節するために同じような証券からなるベンチマーク的なポートフォリオと比較したが、結果は変わらず、経費を支払った後ではベンチマークを下回り、支払う前ではほぼベンチマークに一致した。

13.3 パズルとアノーマリ 財務担当者にとっての意味

➤株式市場のアノーマリと行動ファイナンス

①リスクに対する態度

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) 投資結果の価値というのはその資産を獲得した時、または最後に評価した時の損失により決定される。

(b) 投資家はごくわずかであっても損失が生ずることを嫌い、損失の可能性がある投資にはそれを補うような高い収益率を求める。

② 確率についての考え方

将来のことを判断する際、過去のことを考慮する傾向がある。また多くの個人投資家たちは自信過剰である。

→ 行動ファイナンス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。

13.4 市場の効率性についての6つの教訓

① 市場に記憶はない

過去の価格変化の動向は今日の株価に反映されてるのであって、将来の動向の情報は含まれていない。

② 市場価格を信頼せよ

今日の価格は個々の証券の利用可能な情報を全て取り込んでいるからである。つまり効率的市場においては、継続的に標準以上の収益率を上げることは不可能であるということ。

③ 内なるものを読め

市場が効率的であるならば、価格は全て利用可能な情報を含んでいるので、その価格が付いた理由をきちんと読み取れば、将来のことが読み取れる。

④ 資金調達についての幻想は存在しない

投資家は企業のCFや持分権部分について現実的に関心を持つ。しかし財務担当者は投資家が幻想にとらわれていることを前提にしている可能性がある。

⑤ Do it yourself 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出来ることに対して対価を払わない。資金調達の論争は企業の行う財務上の決定を個人がどの程度複製出来るかということに関連している。

⑥ 1銘柄の株式を見ることは全ての株式を見ることになる

投資家が株式を購入するのは個々の品質ではなく、それがリスクに見合う適正な収益率の見通しを提供するからである。

弾性値は株価と共に変動し、弾性値が下がったからと言って投資家が購入してくれる訳ではない。

・コメント

- ①P403 の三つのフォームに入るまでの分がわからなかった。
- ②教訓の部分で1つ目は将来についての情報は含まれていないとあったが、3つ目のところでは将来について多く語ってくれるとあった。結局どちらなのかわからなかった。
- ③教訓5がわからなかった