

第 34 章 結論：ファイナンスの理論の現状と課題

2015 年 5 月 27 日

担当：細見

34.1 ファイナンス理論における 7 つの重要な考え方

1. 純現在価値

・純現在価値(NPV)を計算する際には、プロジェクトにその費用以上の価値があるかどうかを調べる。

⇒将来のキャッシュフローをプロジェクトと同じ程度のリスクを持つ証券が提供する期待収益率で割り引くことで計算する。

・純現在価値のルールがあるからこそ、資産やリスクへの態度などが様々に異なる非常に多くの株主が同じ企業への投資に参加し、その経営を専門の経営者に委ねるという仕組みが成り立っている。

2. 資本資産価格モデル

①分散可能なリスク

②分散不可能なリスク（市場リスク）

経済におけるすべての資産の総価値の変化によってその投資の価値がどのくらいに影響されるかの大きさ(=ベータ)で測ることができる。

3. 効率的な資本市場

効率的市場理論：証券の価値は利用可能な情報を正確に反映し、新しい情報が入ってくれば直ちにこれに反応する。

①ウィーク・フォーム(ランダム・ウォーク理論)

価格は過去の価格に関するすべての情報を反映する。

②セミストロング・フォーム

価格は公表されているすべての情報を反映する。

③ストロング・フォーム

価格は得られるすべての情報を価格が反映する。

4. 価値の加法性と価値保存の法則

価値の加法性の原理(価値保存の法則)：全体の価値は各部分の価値の合計に等しい。

⇒全体のキャッシュフローが増加していない限り、二つの企業を一緒にしたところで、その価値を増やすことはできない。

5. 資本構成の理論

完全な市場においては資本構成の変更は企業の価値に影響しない。

6. オプション理論

- オプション：現在取り決められる一定の条件で将来取引できる機会
 - *リスクが株価変動の度に变化してしまうため割引キャッシュフローの公式は働かない。
- コール・オプション：あらかじめ定められた行使価格で資産を買う権利を与えること。
価値を左右する5つの変数
 - ①購入する資産の価格
 - ②行使するときに支払う価格
 - ③金利
 - ④株価のボラティリティ
 - ⑤満期までの期間
- リアルオプション：プロジェクトを修正する機会。
- ブラック=ショールズの公式
株価が常に変化し、将来の株価が連続的な値をとる場合のオプションの価値を計算する。

7. エージェンシー理論

経営者や従業員、株主や社債保有者など数多くの関係者はみな共通の価値に向けて行動するのではなく、利害の対立がありえる。

ex：株主(プリンシパル)と経営者(エージェント)の関係

株主は経営者が企業の価値を最大化することを望んでいる。

経営者に相應の力を発揮させるため、企業は経営者の報酬を彼らが付け加えた勝ちに関連づけようとしている。株主の利益を無視し続けるような経営者に対しては、会社が乗っ取られ、解雇されるという脅威がある。

34.2 ファイナンスにおける 10 の未解決問題

1. プロジェクトのリスクと現在価値を決めるものは何か

- どのようにしてプラスの NPV を持つプロジェクトを見つけ出すかの指標についてはほとんど示していない。
- なぜある実物資産にはリスクがあり、その他は相対的に安全なのか。

2. リスクとリターン：見逃しているものは何か

- 資本資産価値モデルは決定的に証明あるいは反証することが難しい。
 - 資本資産価値モデルは競争がないからではなく、多すぎるために生き残っている。
- ⇒投資家によってヘッジ動機が様々であり、一概に同じ嗜好を持つとは言えないが、どれが正しいのかについてのコンセンサスは存在していない。

3. **効率的市場理論の例外と考えられる事例はどのくらい重要か**
 - ・例外と見えることのいくつかはなんに偶然の一致かも知れない。
 - ・効率的市場仮説は人間行動の重要な側面を無視している可能性。

⇒なぜ資産価格が将来のペイオフの割引価値から想定される道筋からはずれてしまうことがあるのかを完全に理解するためには、まだ多くの研究が必要である。
4. **経営陣はオフバランスの負債か**
 - ・企業全体の市場価値を個々の資産の価値と比較したとき、全体の価値が部分の価値の合計を下回ることがある。

⇒企業の経営陣が付け加える価値は経営に伴うコストより小さいのではないか。

 - ・人的資源についての協調的な投資がどのように行われるかについてはほとんど分かっていない。
5. **新しい証券や新しい市場の成功をどのくらい説明できているか**

なぜ市場においてある革新は成功し、別の革新は軌道に乗らないのかの理由は分かっていない。
6. **利益還元政策論争はどこまで解決できるか**

配当が良いことか、悪いことかを問題とするのではなく、どのような場合に高いあるいは低い配当を支払うことが合理的なのかを問題とすべき。

⇒・利益還元政策が企業ごとにどのように異なるかについては十分に分かっていない。

 - ・企業が現金を配分する方法には変化が見られる。
7. **企業が負うべきリスクは何か**

リスクが小さいことがつねにより良いことであるとは限らない。リスク管理の目的は、リスクを減らすことではなく、価値を増やすことにある。

⇒企業が負うべきリスクは何か、そしてリスクの適正な水準はどのくらいかということについて、一般的な指標を示す必要がある。
8. **流動性の価値とは何か**
 - ・保有者にとっての現金の現在価値は現金保有の規模に伴って低下することはわかっているが、現金が持つ流動性サービスの価値をどのように評価するかは分かっていない。
 - ・社債と財務諸表証券の価格の差において流動性の違いがどのように価格付けされるのかは分かっていない。
 - ・投資家がほかの時期より流動性の価値をずっと高く評価するよう見える時期がある。
9. **合併ブームをどのくらい説明できているか**

ファイナンスの世界における流行を説明できる一般的な仮設が必要である。
10. **金融システムが危機に陥りやすいのはなぜか**

なにが金融危機を引き起こし、どうしたら防ぐことができるのかを知る必要がある。

⇒危機を予防するよう、優れたガバナンスのシステムの重要性や適切に構築された報酬の仕組み、効率的なリスク管理などの議論した原理や技法を具体化しなければならない。

34.3 最後の言葉

まずは、ファイナンスについて既にわかっている分野での一層の研究に取り掛かっていただきたい。また、本書で学んだことを使っていただきたいとも思う。

コメント

- 1年間の学びをまとめる章を担当できて嬉しいです。読みきったという清々しさは作者と同じものがあるのではないのでしょうか
- プロジェクト・リスクの評価が依然経験や勘による部分が大きいということがこの学問の不十分な所であり面白い所だと感じました。
- 企業全体の価値が個々の資産の価値の合計を下回る時、その要因をどう説明できるか？