

2016年6月29日

第13章 効率的市場と行動ファイナンス (513p~560p)

担当：吉延世羅

本章の目的：最善の資金調達戦略を考える時に財務担当者が知っておくべき前提とは何か？

13.1 常に NPV に戻ろう

投資の決定と資金調達の決定の基準には基本的な類似性がある

- 借入の純現在価値

$NPV = \text{借入総額} - \text{利払いの現在価値} - \text{元本返済の現在価値}$

➤ 投資と資金調達との判断の相違

- 投資の判断は資金調達の判断よりも単純
証券の種類や資金調達戦略の数は、何百に及ぶ。資金調達の用語にも精通しなければいけない
- 資金調達に関する決断は、投資決定より容易な面
 - 1) 資金調達の判断は、投資判断ほど取り返しがつかないものではない（廃棄価値がより高い）
 - 2) 金融市場は実物市場よりも競争的であるため、賢明な資金調達戦略によってお金を儲けるのは難しい
- 「効率的な資本市場」：発行証券が公正に価格付けされている

13.2 効率的市場とは何か？

➤ 出発点となる発見：価格変化はランダムである

M.G.Kendall (1907-1983)

- ランダム・ウォーク：規則的な株価変動のサイクルは存在しない
- 株価の変動は互いに独立である

➤ 市場の効率性についての3つのフォーム

競争市場における価格がなぜランダム・ウォークに従うのか？

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3つのレベルでの市場の効率性を定義する

- ウィーク・フォーム
価格が過去の株価の動向に含まれている情報をすべて効率的に反映している
- セミストロング・フォーム
価格はすべての公開情報を反映している
- ストロング・フォーム
価格はすべての利用可能な情報を効率的に取り込んでいる

➤ 効率的市場：証拠

1960年代と1970年代には、上記の仮説に関する論文も市場が効率的であるという証拠を示そうとしていた

- ウィーク・フォーム
日々の収益率パターンは、世界中のどこからもほとんど見つからなかった
- セミストロング・フォーム
公開情報発表すぐにその影響が反映されている（図 13.4）
- ストロング・フォーム
専門家の手で運用されたファンドはその運用手数料を埋め合わせるだけの成果を上げていない（図 13.5）

13.3 市場の効率性に対する反証

- ファンダメンタルな価値：
$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

➤ 投資家は新しい情報にゆっくり反応するのか

企業の財務担当者は長期間継続する誤った価格付けについてより留意すべきである

- 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
- 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

➤ **バブルと市場の効率性**

- 株式の評価を白紙から行うのが極めて困難である
 - 1) 投資家が株式を評価する場合には、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、株式が正確に価格付けされているかどうかは判断できない
- 効率市場仮説の必要な例外
Ex.日本のバブルとドットコム・バブル

13.4 行動ファイナンス

価格がファンダメンタルから乖離しえるのはなぜか？

行動心理学からの分析を行う

- 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。cf.プロスペクト理論
- 2) 確率についての態度
投資家は将来を予測するにあたり、直近の数少ない事例に依存しすぎているのかもしれない。自分の予想について自信を持ちすぎており、新たな情報への対応は鈍いものであるかもしれない

➤ **裁定取引の限界**

合理的な投資家が市場の非効率性を有効活用しようとしても、できることには限界がある

- 裁定取引；コンバージェンス・トレード（収斂取引）
市場の非効率を活用した、価格がファンダメンタル価値へと復帰した場合に超過利潤をもたらす戦略のこと

➤ **インセンティブ問題とサブプライム危機**

- ファンダメンタルズに合理的に注目するのを妨げるインセンティブ問題
Ex.米国のサブプライム危機における金融機関の歪んだインセンティブ

13.5 市場の効率性についての6つの教訓

原則「ウォール街にフリーランチはない」

- **教訓1：市場に記憶はない**
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
- **教訓2：市場価格を信頼せよ**
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
- **教訓3：内なるものを読み**
市場によって評価された証券価格はその将来についての重要な情報が含まれている
- **教訓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や投資家の権利を有する部分に関心を持ち、見かけ上の利益にはとらわれず、計数の背後を読み解く
- **教訓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やっても同じようにうまくできることには対価を払おうとはしない。財務担当者にとっての問題は、企業が個人株主よりも安価に資金調達できるかどうかを判断すること
- **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なる**
株式はリスクに見合う適正な収益率の見通しを提供する、ほぼ完全な代替物である

➤ 市場が効率的でなければどうなるのか？

財務担当者にとっての意味

市場が効率的ではないときには財務担当者はどうすべきであるか。

- 取引機会—非金融会社にそんなものがあるのか？
非金融機関はヘッジファンドの真似ごとをすべきでない
- 自社の株価がミスプライシングのときどうするのか？
- 自社がバブルに捕まったときにはどうするか？

【コメント】

- ◆ この章のストーリーがよく分からない
- ◆ 効率的市場仮説に関する適切な問題意識とは何か（514p）
- ◆ 借入のNPVが面白かったが、これで求められる借入機会の価値とは何を表しているのか（506p）

- ◆ 資金調達が決断を覆すことは容易である、廃棄価値が高いというのはどの段階での話か。借入や社債発行を行ってしまうと元の状態に戻すのは難しいのでは？
- ◆ 競争市場における価格がなぜランダム・ウォークに従うのか、予測はほとんど意味がないことなのか
- ◆ 企業買収が認識されるとなぜ株価が上昇するのか（525p）
- ◆ 新株による利益が後に損失に転じるのはなぜか（531p）
- ◆ 効率的市場仮説から示唆されることについて考えたい