

2017年4月19日

### 第3章 無裁定価格と財務意思決定

担当：木岡

本章の目的は、財務意思決定における基礎を構成するための原理やツールについて学ぶことにある。ファイナンス論の中核にある評価原理、これによって導かれる正味現在価値、また証券の価格決定で重要な裁定の考え方と一物一価の法則、といった主要概念について書かれている。

#### 3.1 意思決定の評価方法

財務マネージャーはあるビジネスチャンスが企業価値を高めるかどうかを、様々な分野で分析が完了した費用と便益を比較して意思決定を行う

##### 1) 費用と便益の分析

費用と便益を正しく識別し、それらを比較するために同等な価値に変換する

##### 2) 現金価値を測るために市価を用いる

評価原理

：競争市場において、費用・便益は市価で決まる。便益が費用を上回るとき、意思決定は企業価値を高める。

#### 3.2 利率とお金の時間価値

##### 1) お金の時間価値

費用は先に、便益は後に、と異時点にあるため価値は異なる

##### 2) 利率：時間を経た交換率

現在価値(PV)：将来得られるキャッシュを現在の価値に置き換える

将来価値(FV)：現在得られるキャッシュを将来の価値に置き換える

#### 3.3 現在価値とNPV 意思決定ツール

##### 1) 正味現在価値(NPV)

：便益の現在価値と費用の現在価値の差。NPVが正であれば、良い意思決定である。

現在価値とは、今日の価値であり、キャッシュフローを複製するために現在の利率で投資しないといけない金額

## 2) NPV 法

- NPV 意思決定ツール：投資意思決定では最大の NPV をもつ選択肢を選ぶ。それを選ぶことは、その NPV の価値のキャッシュを今日受け取ることに等しい
- プロジェクトの NPV が正なら採択、負なら棄却する

## 3) NPV と現金の必要性

常に最初に NPV を最大化すべき

キャッシュフローのタイミングを変え、最も好ましいパターンを見つける

### 3.4 裁定と一物一価の法則

#### 1) 裁定

：等価な商品について、価格差から利益を得るために売買を行う取引

リスクなしに利益を生む状況を裁定機会といい、これがない市場を正常な市場という

#### 2) 一物一価の法則

同等の投資機会が異なる競争市場で同時に取引されていたとすれば、どちらの市場においても同じ価格で取引されなければならない

### 3.5 無裁定と証券価格

#### 1) 一物一価の法則により証券を評価する

- 無裁定では、すべての無リスク投資は同じ収益率をもたらす
- 無裁定価格：キャッシュフローの総現在価値

#### 2) 証券取引からの NPV と企業財務意思決定からの NPV

分離原理：投資意思決定と財務意思決定はそれぞれ分けて考える

#### 3) ポートフォリオを評価する

価値加法性(価格  $C = \text{価格 } A + B = \text{価格 } A + \text{価格 } B$ )

意思決定による NPV 額は企業価値への貢献度を示す

#### 4) これからの勉学のための進路

本章の評価原理と一物一価の法則は、リスクのある投資について応用できる

### 第3章付録 リスクの価格

- 投資家はリスクを回避する
- リスクのある投資の期待収益率 =  $\frac{1 \text{ 年後の期待利得}}{\text{初期投資費用}}$
- 株価指数のリスクプレミアム：期待収益率と無リスク利率の差。獲得を期待する追加収益率。
- 負のリスクプレミアムはリスクに対する保険となる
- リスクのある証券の割引率 = 無リスク利率 + 証券のリスクプレミアム
- 取引費用がかかると、裁定取引は行われるのは利益がその費用を上回る場合のみである

#### ■ コメンテーターへのクイズ

- 1) 現在価値と正味現在価値の違いを説明してください。
- 2) よい意思決定を NPV の観点から説明してください。
- 3) 裁定と一物一価の法則の関係を説明してください。

#### ■ コメント

- 原理、ルールの説明ごとに例が示されていたので、それぞれの意味や考え方を理解することができた。評価原理があることが NPV 法につながり、裁定というものがあるから一物一価の法則が成り立つ、といった流れが見えるとより理解しやすかった。
- 便益・費用を評価することに市価が用いられることから、第2章に続いて、簿価だけでなく市価で数字を見ることが重要である。
- 一物一価の法則は成り立つことに違和感があったが、本来は取引費用が発生するというところに付録で気付けたので解決した。
- 82p では、「一物一価の法則が成り立つのは、裁定取引を行えるという可能性に基づいている」と言っている。正常な市場では裁定機会が存在しないが、裁定取引が行われる可能性はあるのか？
- 本章は主にリスクがない前提であったが、実際にリスクがない状態は存在するのか？