

2016年4月18日

第3章 無裁定価格と財務意思決定 (61p~107p)

担当：谷上

本書の目的：ファイナンス論の中心的原理である、評価原理を紹介し、意思決定が正味現在価値(NPV)によって分析されていることを説明する。裁定取引という投資戦略の説明と、一物一価の法則が評価のための理論の統一概念であることを述べる。

3.1 意思決定の評価法

1) 費用と便益の分析

- 費用と便益を正しく識別する
- 費用と便益を比較するため、今日の現在価値に換算する

2) 現在価値を測るために市価を用いる

評価原理：現在の市場価格を使って費用と便益を評価することにより、企業や投資家が意思決定をする

3.2 利子率とお金の時間価値

1) お金の時間価値

今日のお金と将来のお金の違い

2) 利子率：時間を経た交換率

無リスク利子率を用いて、現金を同じ時点にさえ直せば意思決定を行うことができる

現在価値(PV)：今日の金額で表すとき }
将来価値(FV)：将来の金額で表すとき } どちらで表しても
意思決定は同じとなる

割引ファクター： $\frac{1}{1+r}$ 将来のお金を現在価値で表すときの割引効果

3.3 現在価値と NPV 意思決定ルール

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

$$NPV = PV(\text{便益}) - PV(\text{費用})$$

- プロジェクトの全てのキャッシュフローの現在価値の合計

NPV が正である限り、意思決定を実行することは、企業の価値を増加させることができる。

2) NPV 法

投資意思決定を行うときに、最大の NPV をもつ選択肢を選ぶ (NPV 意思決定ルール)

3) NPV と現金の必要性

- 今日の現金に対する人の好みにかかわらず、常に最初に NPV を最大化すべきである。
- キャッシュフローのタイミングを変え、自分に一番好ましいキャッシュフローのパターンを見つけることができる。

3.4 裁定と一物一価の法則

1) 裁定

異なる競争市場で異なる価格をもつ同等な商品を利用して取引を行うプロセス

正常な市場：裁定機会のない競争市場

2) 一物一価の法則

同等な商品や証券が同時に異なる競争的市場で取引されていたとき、各市場では同じ価格で取引されていること

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

証券の無裁定価格 = PV (証券が支払う全てのキャッシュフロー)

無裁定では、すべての無リスクの投資は同じ収益率を投資家にもたらす

3) 証券取引からの NPV と企業財務意思決定からの NPV

- 正常な市場では裁定機会が存在しないため、 $NPV=0$ でなければならない
- それ自身では価値を創造もしないし、破壊もしない

分離原理：企業の投資意思決定の NPV の評価は、資金調達などの財務意思決定とは分けて考える

4) ポートフォリオを評価する

価値加法性：価格(C) = 価格(A) + 価格(B)

経営者は NPV を最大化するような意思決定をするべき。

その意思決定による NPV は、企業の全体価値への貢献度を測っている。

5) これから勉学のための進路

評価原理、正味現在価値、一物一価の法則は財務意思決定における基礎を構成する。

一物一価の法則により、証券の価値を決め、NPV 法の最適性も保証できる

■コメンテーターへのクイズ

- 1) 時点の異なる費用はどうしたら比較できるか？
- 2) NPV 意思決定ルールとは何か？
- 3) 分離原理とは何か？

【コメント】

- 割引ファクターが、利率・金利・資本コストなど様々な呼び名がついていて、ややこしく感じた。
- 正常な市場において、利率と収益率（1年後の投資÷初期投資額）が同じになることを知って、実際に計算して同じ数値が出たので気持ちがよかった。
- 第3章で用いられている例題の利率はほぼプラスだったけど、利率がマイナスになる場合があるのか。
- p78で「競争的市場価格を使う状況は起こりえない」とあるが、同じ商品でも違う値段で売られているお店を見かけるので、現実には正常な市場は存在しないのではないのか。
- NPV=0を目指す財務マネージャーと、NPVの最大化を目指す経営者や投資家の間で、意思決定をめぐる対立はないのか。
- どうして財務マネージャーがNPVの最大化を目指さないのか、はたまた目指したいけど裁定機会が見つからないのか。
- 投資意思決定と財務意思決定を「分けて考える」とは具体的にどう考えること？
- 投資意思決定と財務意思決定はそれぞれのタイミングで行われているのだろう。
- NPV=0の時の財務マネージャーの意思決定は、企業価値に貢献してないってこと？それとも「分けて考える」ので関係ないことなのか。