

2019年7月3日

## 第13章 効率的市場と行動ファイナンス (513p～560p)

担当：櫛田

本章の目的：効率的市場仮説について説明し、評価すること。

### 13.1 常にNPVに戻ろう

- ・投資の決定と資金調達決定の基準には、いずれもリスクのある資産の評価が含まれているという点で類似性がある。
- ・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

- ・資金調達の決断が投資の決断より複雑な点  
証券や資金調達戦略の数は何百にも及ぶ。また、主な証券の分類学や用語にも精通しなければならない。
- ・資金調達の決断が投資決定より容易な点
  1. 判断を覆すことが容易である。
  2. 賢明な資金調達戦略によってお金を儲けることは難しい。
- ・「効率的な資本市場」とは、発行証券が公正に価格付けされている市場

### 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

- ・株価の変動は独立である。

#### ➤市場の効率性についての三つのフォーム、効率的市場：証拠

1. ウィーク・フォームの市場効率性  
現在の証券価格が過去の価格に含まれている情報を反映している。  
→日々の収益率におけるパターンはほとんど見つからない。
2. セミストロング・フォームの市場効率性  
現在の証券価格がすべての公開情報を反映している。  
→情報公表後、株価の調整は一瞬で完結する。

### 3. ストロング・フォームの市場効率性

現在の証券価格がすべての情報を反映している

→ 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。

- ・ 情報収集コストが証券の市場価値より小さければ、金融市場は完全に効率的であると言える状況に近い。

## 13.3 市場の効率性に対する反証

- ・ 効率的市場では、リスクを調整した資本の機会費用を上回る（あるいは下回る）超過収益を見出すことができない。
- ・ ファンダメンタルな価値

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

- ・ 小型株の収益率が大型株の収益率を大きく上回るのは、以下のことを意味しているかもしれない（図 8.10）
  1. 投資家は単純なCAPMでは捉えきれないリスク要因を補うだけの収益率を要求する
  2. 単なる偶然の一致
  3. 小型株効果は効率的市場仮説の重要な例外である

### ➤ 投資家は新しい情報にゆっくり反応するのか

財務担当者は、短期的な株価の動向よりも長期的に継続する誤った価格付けに留意すべき。

#### ● 利益発表のパズル

投資家は利益発表にはそれほど反応せず、さらなる情報を得るにつれてその重要性を十分に認識する。

#### ● 新株発行のパズル

新株を手に入れた際にキャピタルゲインで得た利益は、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は極めて困難である。これは2つの結論を導く。
  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こと。
  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、簡単な儲け話があるかどうかに着目していること。株式が性格に価格付けされているかテストすることはほぼ不可能である。

### 13.4 行動ファイナンス

人間の非合理性は以下二つに現れる。

1. リスクに対する態度
2. 確率についての考え方

#### ➤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：リスクを取ることなく超過利潤を保証する投資戦略、また、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。コンバージェンス・トレード（収斂取引）とも呼ばれる。

#### ➤インセンティブ問題とサブプライム危機

- ・エージェンシー問題とインセンティブ問題は、金融サービス業において広範に見られる。エージェンツのインセンティブが投資家の利益と常に一緒になるとは限らず、ミスプライシングを招いてバブルを引き起こす可能性もある。

### 13.5 市場の効率性についての6つの教訓

ウォール街にフリーランチはない事を前提とするべき

#### ➤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

内なるものを読めるようになれば、証券価格はその将来についての多くを語る。

#### ➤教訓4：資金調達についての幻想は存在しない

投資家は見かけ上の利益の減少をもたらすものの背後を読み解く。

#### ➤教訓5：ドウ・イット・ユアセルフという選択肢

投資家は自身でやっても同じ結果が見込める事には対価を払わない。

#### ➤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ものである。

➤市場が効率的でなければどうなるか？

財務担当者にとっての意味

- ・市場が効率的でないときはどうすべきか
- 取引機会—非金融会社にそんなものがあるのか？
- 自社の株価がミスプライシングのときどうするか？
- 自社がバブルに捕まったときにはどうするか？

#### 【コメント】

- ・借入の純現在価値については理解できたが、NPVを計算することで分かる借入機会が何を意味するのかが分からなかった。(516p)
- ・「情報収集のコストが、取引されている証券の市場価格総額と比して小さければ、やはり金融市場は完全に効率的であるといえる状況に近い」が理解できなかった。(528p)
- ・新株を手に入れた際にキャピタルゲインで得た利益は、やがて損失に転じることが多いのはなぜか。また、企業規模および簿価/時価比率で見て同等のポートフォリオと比較すれば、上記の収益率の違いはほぼ半減するのはなぜか。(531p)