

「企業評価論」に関するノート

小山 明宏

1 はじめに

企業評価論は、ドイツ語では *Unternehmensbewertung* という名称で、大学の経営学関係の科目として、重要なものである。わが国では、それは、財務的な側面をはじめとして、企業の様々な側面を反映させることで、当該企業の価値を数値化しようという分析であり、大学では、それを、実習を伴って指導するものである。コンピュータの発展以前は、企業財務という分野の中でも、企業評価論は、アメリカのゴードンやヴァン・ホーンなどによる理論的・制度的なアプローチやモデル分析が中心であったが、とりわけ1970年代以降は、バッチ処理による大型コンピュータの進展に始まって、特にこの20年は、パーソナルコンピュータの浸透により、表計算や統計計算が手軽にできるようになったことから、財務データを中心として現実のデータを加工し、企業評価の作業を行うことができるようになってきている。

このような「企業評価論」に関しては、しかしながら、わが国とドイツでは、その内容構成に関して相当大きな開きがあるようであることが、次第に明らかになってきている。

ドイツの大学では、特にドイツでの *Unternehmensbewertung* の教育研究での第一人者、ミュンヘン大学 (Ludwig Maximilians Universität, München) のバルヴィーザー (Wolfgang Ballwieser) 教授¹⁾ にインタビューし、ドイツで一番使われている彼の教科書の解説を受けたほか、この分野の他の教科書を入手し、検討した。ただしドイツでもこれを情報処理科目 (*Wirtschaftsinformatik*) としてとりあげることはほとんどないということであった (ブレーメン大学でもモデル分析まで)。

筆者は2010年5月にブレーメン大学経営学部、同年11月及び2011年11月にミュンヘン大学経営学部を訪問し、企業評価論の授業の内容を調査・見学することにより、その実態を知るとともに、ドイツにおける「企業評価論」の研究書や教科書にあたり、できればその著者 (その多くは大学の教員である) に直接インタビューを行ったり、アンケート調査を行ったりすることにより、そこで扱われている内容、教育の方法を明らかにした。

ドイツの大学の場合、工科系の大学にも必ず経営学部門があり (たとえばベルリン工科大学, *Technische Universität Berlin*)、そこではより定量的なアプローチによる分析と教育が行われることが知られている。当然、その授業はコンピュータを活用した、情報処理科目としての設計・

1) 本論作成にあたり貴重な意見をいただいたミュンヘン大学のヴォルフガング・バルヴィーザー教授に感謝申し上げます。Hiermit danke ich Herrn Prof. Wolfgang Ballwieser an LMU für seinen wertvollen Hinweis.

運営が行われていておかしくない。

2. ドイツでの「企業評価論 (Unternehmensbewertung)」について

2. 1 ドイツでの一般的な状況

このたび2011年11月に報告者が訪問した LMU (Ludwig Maximilians Universität, München, いわゆるミュンヘン大学) では、この分野でのドイツでの第1人者であるヴォルフガング・バルヴィーザー教授と、その1番弟子であるヴィーゼ准教授(2011年夏学期まで)が、この科目を担当しているが、そもそもドイツの大学では企業評価論の類似科目として Bilanzanalyse (財務諸表分析) という名称で授業が行われていることが多く、Unternehmensbewertung (企業評価論) という名称で科目が開講されている大学は少ないこと、そしてその内容は、分野としては会計学 (Rechnungswesen) に属し、いわゆる企業の財務的な側面の個別評価の域を出ないものであると思われること、そして、実は、企業評価論の内容も、実は会計学の一部であることが明らかになってきた。この結果、企業評価論という名称の科目で、多変量解析、特に判別分析を用いた分析手法の授業を、情報処理科目として行っているドイツの大学は皆無だということであった。筆者がバルヴィーザー教授に学習院大学での企業評価論の内容について、特に多変量解析 (判別分析) によるスコアリングを説明したところ、「判別分析というのは、確かにひとつの分析方法ではあるが、それはドイツの大学の企業評価論の授業での構成要素ではない」というのが、彼の結論であった。

一方これを、2010年5月に訪問したブレーメン大学での調査と比べると、担当のポディック教授が統計・数理科学出身の教授たちであったこともあって、学部ではなくマスターコースであったが、いわゆる金融工学的な手法の授業を行っていたのとは、好対照であったと思われた。また、学部ではこの授業は開講されていない。

出身大学の違いによる発想の大きな違いは、ドイツの大学でよく見られるが、ここでも見られ、たとえばフランクフルト大学のモクスター教授の門下生には、この名称での科目を開講している教授が多いとのことで、その中心的な門下生であるミュンヘン大学での Unternehmensbewertung の講義の内容も決まってくると言えるであろう。ドイツの大学では Unternehmensbewertung という名称で科目が開講されている大学は、せいぜい15大学に過ぎないことの最大の理由がここにあり、バルヴィーザー教授を一番弟子とする、モクスター教授の門下生の数が、まさにこれに一致する。また、筆者が、ドイツの GABLER VERLAG から公刊を予定している「Unternehmensführung und Unternehmensbewertung (経営管理と企業評価)」の内容についても、ヴォルフガング・バルヴィーザー教授のみならず、その後インタビューした、ドイツの経営学会元会長のミュンヘン大学・アーノルド・ピコー教授から、貴重な示唆を得られた。

2. 2 ミュンヘン大学

ミュンヘン大学の経営学部での、企業評価論は、バルヴィーザー教授と、その1番弟子であるヴィーゼ准教授(2011年夏学期まで)が共同で担当しており、2010年のそのシラバスは、それぞれ次の通りである。

バルヴィーザー教授

『企業評価論』

- A. 企業評価の根拠と目的
 - 1. 根拠
 - 2. 目的
 - B. 評価の手続きとその特徴
 - C. 利益価値法
 - 1. 流入原理
 - 2. 利益最適化 対 利益評価
 - 3. 確実性下の利益価値の式
 - 4. 利益評価
 - 5. 利益の割引と等価性原則
 - 6. 利子の決定
 - D. DCF 法
- 手続きの多様性
- 1. APV 法
 - 2. FCF 法
 - 3. FTE 法
 - 4. 価値の同一性と散らばり
- E. 個別的评价手続きと混合評価手続き
 - F. 市場志向的な方法
 - 1. 係数法
 - 2. 市場での資本還元と一体割増
 - G. 会計士の手続き
 - H. 現今の問題領域

ヴィーゼ准教授

『応用ビジネス評価』

基本部

- A. 企業評価の根拠と目的
- B. 評価の手続きとその特徴の概観
- C. 利益価値法の基礎
 - 1. 確実性下の利益価値の式
 - 2. 過去の分析と利益評価
 - 3. 等価性原則と利子の構成要素
- D. DCF 法手続きの基礎
 - 1. 手続きの概観
 - 2. APV の手続き
 - 3. FCF の手続きと TCF の手続き
 - 4. FTE の手続き

5. 結果の同一性

応用部

- E. 基礎利率の導出
- F. リスクプレミアムの導出
 - 1. CAPM
 - 2. 陰伏的な市場リスクプレミアム
- G. 利益の顧慮
- H. 成長の顧慮
- I. 利率の一層の変形
- J. 異なった資金調達戦略の顧慮
 - 1. 自己金融
 - 2. 価値志向的な資金調達
 - 3. キャッシュフロー志向的な資金調達
 - 4. 簿価志向的な資金調達
 - 5. 一層の資金調達戦略
- K. IDWS 1, RS HFA10 および RS HFA16による価値評価
- L. ケース (DCF 手続きと係数)
- M. 現在の企業評価に関する法制について

これら二つのシラバスの特徴を要約すると、次のようになる。すなわち、まずバルヴィーザー教授の夏学期の講義は、企業評価論の中でも割引計算、現在価値の概念、資本コストの話を中心とした、いわゆる財務、ファイナンスの話が中心だということである。彼自身は元来会計学研究者であるが、フランクフルト大学の助手時代から財務の研究も行い、特に彼が Habilitationsschrift (教授資格請求論文)として出版した企業評価論の研究書は、今なお知られるこの分野での有名な本であるということである。ただし、のちにも触れるが、やはりこの内容は会計学的な立場からのものであり、我が国の「企業評価」というイメージから想像されるものとは差があるということができよう。

次に、ヴィーゼ教授のシラバスは、やはりバルヴィーザー教授の夏学期の講義の続きで、DCF 法による企業価値の計算の解説を中心とした講義である。その中では L. Fallstudie (DCF-Verfahren und Multiples)、ケース (DCF 手続きと係数)において、数値例を使った演習問題を行っている。これは企業価値計算における演習問題のうち、電卓を使った手計算で行える最もシンプルな演習である。

いずれにしても、ここでは企業評価論のうち、割引計算による企業評価モデルと、その経済学的な解釈を中心的なトピックとしており、いわゆる伝統的なアプローチである。

2. 3 ドイツでの企業評価論の教科書について

バルヴィーザー教授とのインタビューを経て、当然のことながら、ドイツにおけるこの分野の第一人者であるバルヴィーザー教授の今年出た最新版

Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung, Prozeß, Methoden und Probleme, 3.Auflage, SCHÄFFER POESCHEL 2011

の内容を検討することが必要である。その目次は以下の通りである。

1. 目的への手段としての企業評価
 1. 1 目標に対して適切であるという原則
 1. 2 文献の概観
2. 企業評価の目標としての企業概念
 2. 1 企業というものの限定
 2. 2 文献の概観
3. 企業評価の手続きの概観
 3. 1 手続きの区分
 3. 2 文献の概観
4. 利益の価値
 4. 1 利益価値の構成要素
 4. 2 利益価値調査の準備
 4. 3 利益の予測
 4. 4 確実性下の利益価値
 4. 5 不確実性下の利益価値
 4. 6 利子率の決定
 4. 7 一層の文献の概観
5. 割引現金流列法
 5. 1 概観
 5. 2 修正現在価値法（APV）
 5. 3 フリーキャッシュフロー法（FCF）
 5. 4 トータルキャッシュフロー法（TCF）
 5. 5 株主資本フロー法（FTE）
 5. 6 モデルの比較と結果の同一性
 5. 7 文献の概観
6. 清算価値
7. 実体価値
8. 混合手続き
 8. 1 決定のための等式
 8. 2 平均値法
 8. 3 単純な超過利益法
 8. 4 シュトゥットガルト法
 8. 5 残余所得法
9. 見積もり計算
 9. 1 発展した方法

- 9. 2 実際価格の利用
- 9. 3 仮説価格の利用
- 9. 4 評価
- 9. 5 文献の概観
- 10. 簡略化された利益価値法
- 11. 頻繁にみられる評価の誤り

この、ドイツでは最も一般的な教科書の特徴を要約すると、次のようになる。すなわち、企業評価の対象となる「利益」あるいは、キャッシュフローとその予測の話、割引率としての資本コストの話、確定性下、不確定性下の評価の話、DCF法、企業価値計算の係数法、という順番で、まさに財務、ファイナンスの方向からのアプローチになっていることがわかる。ただし、練習問題などがついているわけではなく、理論的な解説を主たる目的としていることがわかる。なお、いわゆる *Bilanzanalyse* (財務分析) と呼ばれるトピックは、ここには入っておらず、わが国で企業評価論の内容として考えられている二つの構成要素、すなわちキャッシュフローの割引現在価値の計算、財務(諸表)分析のうちの前者が、ドイツでは重視されていると言える。すなわち、たとえばM&Aに際しての合併対象企業の価値計算などは、講義対象に入っているかもしれないが、いわゆる財務分析の延長としての、企業価値の総合化(合成化)というアイデアは、そこには全くない。

3. 企業評価論の概念——わが国ではどうあるべきか

3. 1 研究書としての「企業評価論」

次に挙げるのは、筆者がドイツで刊行予定の研究書の目次(第1次案)である。

Unternehmensführung und Unternehmensbewertung

——Japanisches Management heute und Corporate Governance in Japan und Deutschland

1. Einführung--Ziel dieses Buches

2. Japanisches Management in der Vergangenheit und in der Gegenwart

——Wie hat sich japanisches Management und dessen Technik heute geändert?

——Es wird klar, dass ‚Peoplism‘ in Wahrheit falsch gewesen ist! Und die Wirklichkeit des japanischen Managemets heute.

3. Unternehmensführung in Japan heute.

4. Unternehmensbewertung und japanisches Management in der Gegenwart

——Wie wird Unternehmen in Japan heute bewertet?

5. Corporate Governance System des japanischen und deutschen Unternehmens im Vergleich.

6. Unternehmensbewertung im Hinblick auf Corporate Governance in Japan und in Deutschland,

7. Credit-Rating, inklusiv des Einflusses der Corporate Governance,

8. Internationales Management des deutschen Unternehmens in Japan und M & A in Japan und Deutschland

——Fallstudien des M&A in Japan und in Deutschland und Unternehmensbewertung dabei.

和訳としては、次のようになる。

経営管理と企業評価

——今日の日本の経営と日独のコーポレート・ガバナンス

1. イントロダクション——本書の目的

2. 日本の経営——過去と現在

——日本の経営とその技法は今日どのように変化したか

——「人本主義」なるものが今日からははっきりと間違いだったこと、そして今日の日本の経営の実態

3. 今日の日本の経営

4. 今日における企業評価と日本の経営

——今日の日本企業はどのように評価されているか

5. 日独企業のコーポレート・ガバナンス・システムの比較

6. 日独におけるコーポレート・ガバナンスの見地からの企業評価

7. 信用格付け——コーポレート・ガバナンスの影響も考慮して

8. 日本におけるドイツ企業の国際経営と日独におけるM&A

——日独におけるM&Aとそこでの企業評価のケーススタディ

ただし、この内容に関しては、このたびのミュンヘン大学でのインタビューにあたって、かなりの議論となった。その内容を要約すると、次のようになる；

バルヴィーザー教授の意見としては、企業価値の評価の基本は、あくまでも次の式である：

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Cashflow}}{i}$$

(企業価値)

このうちの分子、すなわちキャッシュフローがどのように形成されるか、それを左右するのはやはり企業経営の良し悪しであるが、それをコーポレート・ガバナンスで代表させることはできない。ここで念頭に置いているのは株式会社であるが、分母の割引率についても、企業評価において基本となるのは自己資本コストであって、株主の立場から、コーポレート・ガバナンスがそれに影響を与えることはあっても、それは資本市場、株式市場を通してであって、そのプロセスをこの式に明示的に入れることはできないだろう。結論として、コーポレート・ガバナンスと企業評価を関連付けることには無理がある、ということである。

ただ、筆者の考えとしては、たとえば格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズは、今はやめてしまったが、過去「コーポレート・ガバナンス格付け」を行っていたことがあるし、何らかのコーポレート・ガバナンスのクォリティと企業評価、企業価値の関係のルートを考え、その影響を考えることは、あくまでもポジティブな意味かもしれないが、意義は見出せると考えられるのである。ただし、今回の訪独で、ベルリンでインタビューした、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範政府委員会の、経営学の教授としては唯一のメンバーである、ベルリン工科大学のアクセル・フォン・ヴェルダー教授も、コーポレート・ガバナンスのクォリティと企業評価、企業価値の関係のルートに関しては、限定的な意見であった。とはいっても、それを

実証的に探ることに、意味がないとは主張されていない。

すなわち、こうして見てくると、ドイツでの企業評価論の内容構成は、非常に限定的なものであると考えられる。それは、正直なところ、わが国ではそのままでは受け入れられない、あるいは実務的、ビジネス界という見地から言うと、内容が少なすぎると言われるのではないか、というのが、筆者の正直な印象である。

最後に、筆者が公刊予定の企業評価論の教科書の目次は、次の通りである。

第1部 企業評価入門

1. 企業評価とは何か
2. 財務諸表の知識

第2部 企業の絶対的評価

3. 企業の合併価値
M&Aとは何か
M&Aにおける諸問題
M&A対象企業の価値計算の方法
フリーキャッシュフローとは何か
4. 仮説企業の数値による例題

練習問題

第3部 企業の相対的評価

5. 財務比率による経営分析
6. 企業の総合評価——伝統的な方法
7. 企業の総合評価——統計的な方法
 - (1) 判別分析
基礎 数学的背景の概観 「判別」の考え方
 - (2) 判別得点による総合評価

練習問題

当然、この構成がベストであるということは断言できないが、少なくとも筆者の考えでは、今日のわが国においては、「企業評価（論）」という内容を考えるにあたっては、最低限このような項目を含んでいないと使い物にならないのではないかと、と思われる。バルヴィーザー教授の言うさまざまな（理論的）バックグラウンドについては、もちろんそれを教科書に盛り込むことはいうまでもなく非常に有意義であり、その点では疑問を挟む余地はない。ただし、こうして明らかになってきたように、この教科書での「第3部」はドイツでは企業評価（論）の対象に入っているとは言い難い。企業評価（論）に対する考え方について、日独の大きな違いが、ここに存在していることがわかる。これを常に認識しつつ、我が国では独自の企業評価（論）の研究・教育が進展していくことになる。

参考文献

Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung, Prozeß, Methoden und Probleme, 3.Auflage, SCHÄFFER
POESCHEL 2011