

研究叢書 6

企業評価論の研究

小野二郎著

神戸大学

経済経営研究所

1963

企業評価論の研究

小野二郎著

神戸大学経済経営研究所

1963

序にかえて

序説においても繰り返して述べることでありますが、周知のように、営業譲渡、合併、組織変更、人的会社社員の入退社におけるその利害関係の調整、大規模な会社持分の取引、国家による企業の強制収用・強制解体・損害補償・返還、企業全体の貸借、企業担保に基づく信用の授受、更生、準更生など、企業が全体として移動し、その持分の本質的な部分の移転が行なわれ、あるいは企業会計がその価値基盤を新たにして再出発しようとするときには、企業全体の組織が資本として有する価値を改めて確定することが必要となります。

殊に現代資本主義社会においては、上に示した諸事象の経済的・経営的背景を形造るものとして、次のような諸条件が考えられます。すなわち、証券市場が社会的性格を強め、質的・量的に多様化してきた投資者グループの利害関係を守ることに、重要な経済政策上の意義をもつようになってきたこと、そして同時に中規模企業持分証券の金融能力を高めることが、国際競争力強化と国内低地域開発とを促進するために必要となってきたこと、また国際経済・国民経済発展の動向が産業構造の変革と企業集中化を促進する傾向にあること、更に企業経営自体が、漸進的不均等的貨幣価値変動——これは実は、生活水準の上昇・消費性向の変化・ソーシャルコストの増大など、現代において進行しつつある社会経済構造の変革のいくつかの面を、集約的に表現するものと思われるのですが——と、競争的に行なわれる加速化された技術革新との下において、「資本」の維持回収計算を行なわなければならなくなっていること、などがそれです。

企業評価論——私は現代という、社会経済および企業経営構造発展の歴史的段階において、それに与えられる課題に照応して、企業評価という計算技術の

基盤にあるべき基礎的諸概念を把え、その計算技術のあるべき仕組みを解明する理論と考えるのですが——は、上述した企業金融上の現代の諸問題に対して、単に評価手法を供するのみならず、極めて重要な理論的分析手段の一つを供するものです。つまり企業評価は、経営学・会計学上の本質的範疇に属する研究領域であるといえます。

ところで、一般には、企業価値は、所謂収益価値——将来各期間に期待される利益の現価の総計——によって規定されると考えられ、多くの場合、これに加えて、実物価値——企業を形造る個々の資産の再取得価額の総計——が、評価計算上の補助価値として、種々の様式で用いられています。

しかしながらその個々の点——殊に還元計算の対象となる利益の内容、資本化率の選択と決定、実物価値を評価計算に導入する方式など——に関する諸論者の主張は、極めて多様です。企業評価そのものは、既に古くから取上げられてきた問題であるにも拘らず、一般に一致して通説と認められるような企業評価論は、現在に到る迄もなお存在していない、といって良い状態にあります。

私は、本書において、ドイツ企業評価論を取上げました。企業評価——特に収益価値についての理解と、それをめぐる問題とを中心に——に関する、ドイツの主な論者の見解を段階的に跡づけました。そしてそれを整理することにより、企業評価の基本的な課題とそれに照応した「正しい」基礎的諸概念とに関する、私自身の理解をまとめ上げようと企てました。

第1章では、企業評価の対象となる資本の概念と、企業評価の歴史的な性格とについて、一般的な考察を行ないました。この部分は、いわば本書における出発点と方向づけを示すものです。

本論第1部では、ドイツで古くから行なわれていた森林・農地・建物・鉱山の評価と、今世紀初めに現われたプリオン、ゲデッケ、シューベルト、モラルなどの初期の企業評価論とを、それらに与えられた歴史的・経済的なより具体的な課題との関連において、検討しました。

続いて第2部においては、戦前におけるドイツ企業評価論の二大巨峰を形造ったと思われる、シュミットとシュマーレンバッハの理論を取上げ、そしてその意味するものと、それぞれの見解のもつ限界とについて考えてみました。

更に第3部においては、第二次大戦後、メロヴィッツを中心とする人々によって提起された動的企業評価の理論（これは、F・ラックマンの呼称に従ったものです）と、それをめぐる諸問題——収支企業評価思考、利益課税に関する論争、計算方式の新しい理解、新株引受権価値の測定方式など——について考察を進めました。

そして最後に第12章において、上に行なってきた研究のまとめとして、企業評価の基本的課題と基礎的な諸概念に関する、私自身の考え方を示しました。

この結論の部分を含めて、本書における努力が、現代の企業評価とその研究に対して多少なりとも有用な示唆を供することができれば幸いと思います。

しかしながら、卒直にいて、企業評価という計算技術を、実務上も役に立つ体系的な理論として組み立てるためには、なお大きな問題が残っています。将来における貨幣価値流入のより正確な予測の方式、そこにおける不確実性の処理、それらと経営活動をめぐる諸条件と資本化率との三者の相互関係などは、今迄の研究で得られたいくつかの基本的な認識をより深化することとともに、今後の私の、重要な研究課題であると考えています。

本書における不十分な点、およびこれからの研究の在り方などについて、諸先生方の御叱正・御教示を賜われれば、誠に有難く存ずる次第です。

そして、このささやかな研究をまとめるに際して、恩師神戸大学経営学部教授丹波康太郎博士に心から感謝の辞を申し上げたいと思います。神戸大学大学院経営学研究科に入ってから丁度8年間、私の経営財務研究を御指導いただき、常に——あるときは厳しく、あるときは暖かく、あるときは心配そうな目で、——不肖の弟子である、私の成長を見守って下さった先生の御厚情は、私にとっては何物にも代え難いものです。終生忘れ得ぬ思い出として心に刻みつけら

れることと思います。厚くお礼申し上げる次第です。

また、絶えず私を励まし、有益な御教示を下された、神戸大学名誉教授平井泰太郎博士、研究の面で御指導を賜わったのみならず、助手である私のような若輩の徒に、モノグラフ執筆の機会を与えて下さった、神戸大学経済経営研究所長・教授渡辺進博士および私の直接の上司である同研究所教授米花稔博士にも衷心よりお礼申し上げます。先生方の御厚意と御鞭撻がなければ、本書の如き研究は、到底日の目をみることができなかつたであろうと思います。

最後に同研究所原利雄事務長始め事務の方々にも大変な御迷惑をおかけしたことを付記しておきます。この機会にお詫びとお礼とを申し上げる次第です。

1963年 1月31日

小 野 二 郎

目 次

第1章 序 説	1
I 資本価値測定としての企業評価	1
II 企業評価の史的性格	6
第1部 初期の企業評価とその史的背景	
第2章 不動産評価における収益価値	15
I 最も初期の収益価値思考	15
II 収益価値の決定要因	23
——利益と資本化率——	
III 収益価値と「一般価値」	31
第3章 鉱山の評価とその前期的性格	37
I 鉱山評価の課題	37
II 鉱山評価計算の諸方式	39
III 鉱山評価における問題点	51
第4章 初期の企業評価論	57
I 四つの企業評価論	57
II プリオンの内部価値論	58
III ゲデッケの収益価値論	62
IV モラールの中位価値論とシューベルトの中間価値論	70
第2部 伝統的企業評価論の形成	
第5章 有機的企業評価論の展開	81
——シュミットの企業評価論——	
I 三つの収益価値	81
II シュミット理論の問題点	88

Ⅲ 有機的企業評価論の意味するもの	92
第6章 二元的企業評価論の完成	98
——シュマーレンバッハの企業評価論——	
Ⅰ シュマーレンバッハ企業評価論の基本的立場	98
Ⅱ 企業価値の決定要因	102
——収益価値と実物価値——	
Ⅲ 将来利益の測定	110
Ⅳ 資本化率の決定	119
Ⅴ 企業評価計算	123
Ⅵ シュマーレンバッハ理論の意義とその限界	127

第3部 動的企業評価論の展開とその諸問題

第7章 動的企業評価の提起	133
——メロヴィッツの企業評価論——	
Ⅰ 企業の立場と収益価値指向	133
Ⅱ 企業評価の計算手続き	137
Ⅲ メロヴィッツ理論の意義とその限界	145
第8章 企業評価における収支思考	151
——フォン・コルベの企業評価論を中心に——	
Ⅰ 収支思考の提起	151
Ⅱ フォン・コルベの企業評価論	153
Ⅲ 収支思考の意義	161
Ⅳ 収支思考の問題点	166
第9章 企業評価における利益課税	169
Ⅰ 問題の意味するもの	169
Ⅱ 利益課税に関する三つの見解	170
Ⅲ 利益課税と企業評価の課題	179
第10章 企業評価の計算方式	188
——二元的企業評価方式の新しい理解——	
Ⅰ 二元的計算思考の流れ	188
Ⅱ 動的計算方式の主張	193
Ⅲ 評価計算の諸方式	197

Ⅳ 諸方式の理解	204
第11章 新株引受権の価値	212
Ⅰ 新株引受権と企業評価	212
Ⅱ 静的価値把握と動的価値把握	213
Ⅲ 二つの方式の比較	215
Ⅳ 広義の動的価値計算	222
Ⅴ 企業財務と新株引受権価値	225
第12章 企業評価の課題と基礎的諸概念	228
Ⅰ ドイツ企業評価論の系譜	228
Ⅱ 企業評価の課題	237
Ⅲ 広義の「収益価値」思考	247
Ⅳ むすび	261

第1章 序 説

I 資本価値測定としての企業評価

周知の如く、営業譲渡、合併、組織変更、社員の入退社におけるその利害関係の調整、大規模なる会社持分の取引、国家による企業の強制収用とその返還・損害補償、企業担保に基づく信用の授受、更生、準更生などが行なわれるとき、つまり企業が全体として移動し、その持分の本質的な部分の移転が行なわれ、あるいは企業会計が新たなる価値基盤に立って再出発せんとするときには、企業全体の評価が必要となる。企業全体の組織が、資本としてもつ価値を改めて確定することが要求されるのである。

企業評価は、このような、企業全体が資本として有する価値を測定するための計算技術である。

ここに企業評価において資本という場合、——その概念については、経済学上も経営学上も、それぞれの理論の根底にある基本的な認識に応じて、古くから極めて種々多様な見解が存してきたが——私は、個々の財、あるいはそれらを一定の目的のために組織的に結合した経営体が、将来貨幣価値（貨幣そのもの、および貨幣で測定された財・給付などの価値）を、ある経済主体に、もたらず潜在能力、またはその主体の貨幣価値の喪失を防ぐ潜在能力として理解する。

財は人間の欲望を何等かの形において充足することにより、効用をもち価値を有する。企業などの経営体もまた、社会経済の中において、労働者・従業員を雇い、原材料・設備などを購入し、財・サービスを提供し、そしてその一連の過程から得られた成果を持分所有者・債権者・国家に配分するなど、多様な活動を行ない、それぞれの側面において、効用を有し——そのうちの最大の効

用に拠って——価値をもつ。

そして資本は、将来貨幣価値をもたらす（あるいはその流出を防ぐ）という側面の効用における、財または経営体の潜在能力なのである。

資本価値は、それが、他のどの効用の価値——それらが測定可能であるか否かは別として——よりも大であるときには、財や経営体の「一般価値」または経済的な交換価値と一致するけれども、ヨリ小であるときには、資本価値は「一般価値」とは一致しない。両者は——企業の場合多くは一致するけれども——背離し得るのである。

企業評価は、企業全体の組織が、この「資本」——将来において貨幣価値をもたらす潜在能力——の側面において、有する価値——多くの場合一致するけれども、厳密には社会経済で、企業が一般的にもつ価値ではない——を測定すること、あるいはその計算技術をいう。

ところで資本については、更に若干の概念規定が必要である。

まず拘束資本 (gebundenes Kapital) と自由資本 (freies Kapital) とが考えられなければならない。

拘束資本とは、消費であると生産であるとを問わず、何等かの用役過程にあってその目的規定 (Zweckbestimmung) を見出し、拘束されている資本（つまり拘束されている、貨幣そのものまたは財の貨幣価値獲得の潜在能力）であり、自由資本とは、未だ何等の目的規定を見出し得ず、それを支配する経済主体が自由に処理し得る資本——余剰の現金・預金、未利用の建物など——をいう。そしてその自由資本が拘束資本になること、あるいはその逆の現象は資本転換 (Kapitalumwandlung) といわれる。

次に重要なのは、資本形成 (Kapitalbildung) と資本消失 (Kapitalverzehrung) との二つの概念である。

資本を、将来に貨幣価値をもたらす潜在能力と考える立場からするならば、それは、

(1) 貨幣そのものおよび、貨幣価値をもたらす潜在能力をもつ財の増加と、その潜在能力の増大とによって形成され、逆にまた、

(2) 貨幣そのものおよび、貨幣価値をもたらす潜在能力をもつ財の消耗と、その潜在能力の減少⁽¹⁾とによって消失するのである。

ただしこれらの諸概念のうち、資本価値・資本形成・資本消失の概念は、多くの人々によって一致して認められ易いという意味において、比較的客観的な対象あるいは現象を指すが、拘束資本・自由資本は常に一定の主体の立場からの相対的な概念であって、絶対的なものではない。

われわれが評価の対象とする企業の設立、つまりそれへの投資は、——投資者の立場からいえば——明らかに自由資本の拘束資本への転換の一つの形態を意味する。この場合に特長なことは、企業という統一的な目的の下に結合された組織体の資本価値——将来貨幣価値をもたらす潜在能力の価値——は、まさに拘束されようとする自由資本額（つまり転換時において確定される投下資本額）と異なるということである。したがってまたそれは、企業を形造る個々の財の資本価値——それらに期待される将来の貨幣価値獲得能力の価値——の算術和とも、それらの財の再取得価額の算術和（所謂実物価値，Sachwert）とも異なるということである。

企業という一つの経済単位の資本価値は、経営過程において、その本来の目的に指向した活動の結果として——拘束された個々の財の資本価値の増減は、その附随的な現象として現われ得るが——その価値を増して新たに資本を形成し、あるいはまた逆にその価値を減じて資本を消失させることがあるからである。

このことは、まさしく、企業全体の組織が、資本としての側面において有する最も本質的な性格の一つである。既に企業の設立自体が一般にそれを意図して行なわれるものであるけれども、特に現代の企業が、その経営の重要な課題とする技術革新の加速的な遂行と、それへの組織活動全体の均衡のとれた適応

とは、資本価値の観点からすると、この形態における資本形成と、その維持への努力を意味するものに外ならないからである。

更にまたこのことは、設立つまり投資以後の不均等・漸進的な貨幣価値変動によって企業の資本価値が変ることをも意味する。当然その測定尺度は平均的に一定率の低下を示すけれども、それ以前にヨリ具体的には、その企業自身の将来に予想される個々の費用・収益が増減する。そしてそれらの増減の仕方は一様ではないのであって、貨幣価値低下の原因である社会経済全体の構造的な変貌を反映して、企業により、その給付生産の具体的な種類により、また費用の種類によって、個々別々なのである。したがって現代の貨幣価値変動の下においては、その測定尺度自体も時点によって変化するけれども、単にそれに止まらずに——つまり尺度のみを修正すればよいというものではなくて——企業が将来貨幣価値をもたらず潜在能力が本質的に変化するということが、認識されなければならないのである。

このように、企業全体の組織が資本としての側面において有する価値は、それを形造る個々の財の価値とは別個に、その経営過程において新たに形成されるいは消失する。殊に現代においては、加速化された技術革新と漸進的・不均等的貨幣価値低下という、社会経済の構造的変貌の二要因を契機として、この資本価値の形成と消失とは、ヨリ著るしく行なわれつつある。

後にも述べるように、現代における企業評価の基本的な二つの課題からみると、このことの認識とその価値測定は——それは必ずしも経常的に行なわれることを必要としないけれども——企業評価の最も本質的な内容を形造るものと考えられるのである。

したがって企業評価は、それを形造る個々の財とは無関係に、企業全体がもつ将来の貨幣価値獲得能力を対象としなければならないのであって、われわれは、その方法としては、原則として所謂収益価値法をとる。

企業の資本価値測定の方法として、高瀬荘太郎博士は、(1)株式市価基準法—

一株価を基準とし、それに総株数を乗じて算出する方法、(2)利益基準評価法（狭義の収益価値法）——企業利益を適切な資本化率により還元計算する方法、(3)配当基準評価法——配当金を適切な資本化率により還元計算する方法、(4)資産基準評価法——個々の資産の価格の総計をもって企業価値とする方法を上げ、その他後述する、(5)シュマーレンバッハの、企業の給付額または量に基づく評価法、(6)コルベの収支差額に基づく評価法、(7)フルッフの原価比較法なども存するが、最も一般的には、企業の資本価値は、収益価値によって決定されるものと考えられている。

そしてわれわれも、上に述べてきた資本に関する基本的な理解からも明らかのように、収益価値——第12章で述べるように、われわれのそれは従来のものよりも若干広い概念であるが——を、企業の資本価値の最も本質的な決定要因と考えるのである。

すなわち、企業が将来各年度にもたらすと期待される利益——期間的な純貨幣価値流入額——を E_1, E_2, \dots, E_n 、清算価値——企業存続の最後における貨幣価値流入額——を L 、資本化率を i_1, i_2, \dots, i_n 、そして $i_1+1=q_1, i_2+1=q_2, \dots, i_n+1=q_n$ とすると、資本価値 W （第12章で述べるように、これにはその課題によって更に他の諸要因が考慮に入れられなければならないのであるが、ここでは、最も一般的な素朴な形で示すことにする）は、

$$W = \frac{E_1}{q_1} + \frac{E_2}{q_1 \cdot q_2} + \frac{E_3}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3} + \dots + \frac{E_n}{q_1 \cdot q_2 \cdot \dots \cdot q_n} + \frac{L}{q_1 \cdot q_2 \cdot \dots \cdot q_n} \dots \dots \dots (1)$$

$i_1 = i_2 = i_3 = \dots = i_n = i$ 、したがって $q_1 = q_2 = q_3 = \dots = q_n = q$ とすると、

$$W = \frac{E_1}{q} + \frac{E_2}{q^2} + \frac{E_3}{q^3} + \dots + \frac{E_n}{q^n} + \frac{L}{q^n} \dots \dots \dots (2)$$

更に $E_1 = E_2 = E_3 = \dots = E_n = E$ とすると、

$$W = E \cdot \frac{q^n - 1}{q^n(q - 1)} + \frac{L}{q^n} \dots \dots \dots (3)$$

また $n = \infty$ 、したがって $\frac{1}{q^n} = 0$ とすると、

$$W = \frac{E}{i} \dots\dots\dots(4)$$

により現わされる。企業の資本価値は、われわれの場合、将来に予想される貨幣価値の流入出により規定されるのであるが、それは、原則的には、所謂収益価値の算出を示す、上の4つの公式により測定されるのである。

このように企業評価は、企業の資本価値の測定——経営過程において形成され、消失した資本価値の把握——を意味し、それは原則的には所謂収益価値法によって行なわれると考えられるのであるが、その計算技術のヨリ具体的な個々の点については、一致した見解はなく、古くから種々多様な理解と主張が行なわれてきた。このことは、一つには企業評価論が、なお素朴な段階に止まっていたということにもよるが、ヨリ根本的には、企業評価という計算技術およびそれを支える理論のもつ社会経済的・歴史的 성격によるものと考えられる。

以下次節において、この点について若干の考察を加えてみよう。

- (1) E. Schmalenbach; *Kapital, Kredit und Zins*, 1951, S. 28-S. 30, S. 50-S. 101. 参照。
 シュマーレンバッハは、ヨリ一般的な立場から資本を、財貨貯蔵 (Güternvorrat)、貯蔵財 (vorrätiges Gut) または財の貯蔵性 (Vorrätigkeit) と定義する。その意味は、財の、将来における利用可能性である。明らかにわれわれの資本概念とは異なるが、拘束資本、自由資本、資本転換、資本形成、資本消失の諸概念は極めて重要と思われるので、援用させていただくことにした。——拙稿「資本概念の考察」六甲台論集第5巻第2号(昭和33年7月)1頁—11頁参照。
- (2) 高瀬荘太郎; *企業の評価, 現代会計学一般理論*, 357頁, および W. B. von Colbe; *Der Zukunftserfolg*, 1957, および F. Lackmann; *Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung*, 1955, S. 124. 参照。

II 企業評価の史的 성격

前述したように、企業評価は企業全体の組織が資本として有する価値を測定するための計算技術である。

そして企業評価論は、その評価の、その時代のヨリ具体的な課題を認識し、

それに応じて、基礎となるべき諸概念を明確に把え、その計算技術の構造を理論的に組み立てることを目的とするものである。

企業評価は経営学上の重要な問題であり、したがって企業評価論もまたその一部を形造るものである。

社会科学としての経営学は、社会経済全体の歴史的な展開の中で、企業経営の構造的な発展と活動の法則を見出すことを目的とするが、更に、その固有の技術学としての側面は、そこで得られた歴史的な法則性の認識を基盤として、企業の具体的な個々の課題に対する、経営の組織・計算・管理などのあり方を理論的に明らかにするという性格をもっている。

そしてこのことは、企業評価論——それは極めて狭い領域の研究を対象とするものではあるけれども——についても、同じように妥当する。

企業評価は、その基本的な性格からいって、明らかに資本制生産様式に固有の計算技術であるが、より具体的な課題は、資本主義体制の中でも更にその社会経済および企業経営構造の歴史的な展開の、それぞれの段階において異なる。したがって評価の計算技術とその基本的な考え方も——最も根本的には、前節でみたように、収益価値法により規定されるのであるが、——そのことにより影響をうけ、その性格を規定される⁽³⁾。資本主義的範疇という意味におけるその最も基本的な性格は、その限りにおいては変らないけれども、企業評価のより詳細な個々の点は、一定の歴史的な課題により、したがってまたその時代の企業経営とそれをめぐる経済的社会的諸関係——特により直接的には、債権者・持分所有者など各種投資者グループの利害関係——により、大きな影響をうけるのである。

本書の第一部・第二部において明らかにするように、まず古く前資本主義時代のドイツにおいては、封建的な土地所有関係の崩壊を背景に、貸付資本の立場からの、担保としての農業経営・森林経営の評価——第1の契機——が対象となった。

そして次の段階において、私有財産としての資本をその基盤におく企業の経営活動が一般化してくると、更に異なった課題が現われてくる。

すなわち企業は、その性格上、資本維持と利潤獲得への努力を余儀なくされるが、このことは、内的には新しい自らの技術の開発・外的には新しい環境への適応を通じて、経営を複雑化・精密化・巨大化させ、国内・国外の他企業との競争を激化させる。この過程で企業評価を要求する第2の契機として現われるのが、多くの企業のより高次の一経営への集中である。前世紀末におけるライン・ヴェストファーレン石炭シンディケートの結成が、鉱業企業の評価を重要な時代の問題として浮上らせたように、コンツェルン・カルテルなど企業集中の進展は——若干形は異なるけれども、これは現代においても同様いえることである——企業持分の買収・合併を通じて行なわれるが、このことが企業評価を必要としたのである。

そしてこれらの事情はくり返されて展開され、企業は再び巨額の資本を必要とするから、ここに企業評価の第3の契機がでてくる。つまり証券市場・信用市場の発展を促進して、国民経済に広く存在する零細な資本を企業に集中することが必然化されるが、これは同時に、企業自身に社会的——少数の利害関係者だけではなくて、極めて多くの人々の生活と結びつくようになるという意味において——な性格を与える。そして直接・間接にそれらの社会的な利害関係を守る証券市場の規制対策のために、株式の「内部価値」測定が、企業評価の大きな課題として取上げられることになったのである。

他方私有財産としての資本を経営の基盤としながら、公共的性格をもつ電気・ガス・鉄道などの企業と、それらを規制する国家・公共団体との関係——第4の契機——は、既に前世紀から企業評価に一つの課題を与えていた。国家・公共団体は、特定投資者の利害関係により、人々の生活が混乱されることのないように、これらの企業の将来の買収契約とその評価方式——極めて不完全なものでしかなかったけれども——を、その営業免許状の中に含めたのである。

ところで全く外的な要因として現われるのは、戦争とインフレーションである。前者は、企業の強制収用と損害賠償をもたらすことにより第5の契機となり、後者は、企業の経営計算の価値基盤を修正することを必然化することによって第6の契機となった。後にもみるように、この二つの要因も、企業評価にとっては看過することの許されない重要性をもっている。

そして現代においては、これらのいくつかのより具体的な課題は、より異質的なものへと発展した社会経済関係と企業経営構造の下で、相互に結びついて殆ど全部が——戦争の要請というような特殊なものを除いて——現われており、そのことがまた企業評価の現代の課題の特長を形造っていると考えられる。

前述したように、現代の企業経営とそれをめぐる社会経済的諸関係との構造的変貌を規定する諸要因のうち、資本価値に関して最も重要なものは、加速化された技術革新と不均等的・漸進的貨幣価値変動——それらは再び、利潤追求への努力を余儀なくされる企業の基本的な性格と、その資本制生産様式発展の思想的な基盤を形造った近代的民主主義精神および経済政策—toその原因を求めることができると思われるのであるが——である。そしてまた資本における利害関係について最も重要なことは、証券市場・信用市場のより一層の拡大発展を通じて、投資者グループの数そのものが極めて多くなったと同時にその種類も多様化され、企業の社会的な性格を著るしく強めたということである。

第12章でも詳しく述べるように、われわれは、企業をめぐる多くの利害関係者のために、商品としての企業持分の価値を明確に把えることと、会計責任としての企業総資本額を改めて確定し企業会計の再出発の価値基盤を供することが、企業評価の基本的な課題であるとする。そしてそれは上述してきた所からも明らかなように、古くからの個々のより具体的な課題を最も基本的な形に集約したものであるが、同時にその集約された課題の遂行は、まさしく企業の社会的性格の増大という条件と、加速化された技術革新と漸進的・不均等的貨幣価値変動という二つのファクターによって必然化される——第

7の契機——のであって、われわれは、この点に現代における企業評価の課題の性格を見出すのである。

そして本論において述べるように、これらのヨリ具体的なそれぞれの課題に応じて、企業評価の計算技術も理論も——大きな流れとしては、当然に、ヨリ精緻化され、その適用領域の拡大される傾向が認められるけれども——その在り方と個々の内容を規定されているのである。

その意味においては、われわれもまた歴史的に、企業評価の、現代における課題を認識し、それに依じて基礎となるべき諸概念を明確に把え、その計算技術の構造を理論的に組立てることを意図するものである。上述したように現代の企業評価の課題は、古くからの個々のヨリ具体的な課題を最も集約した形で現われるから、その企業評価論も、過去における諸理論を整理・総合するという形で提起されざるを得ないけれども、そのことはそれが将来においてもなお正当性をもつことを意味するものではない。われわれの研究と、そこから提起する基本的な理解とは、少なくとも現代においては、企業評価の計算技術の在り方に正しい方向を与えることができると信ずるものであるが、もし将来ヨリ異質的な課題が現われるとすれば、正当性は、その時において失われるであろう。

このようにわれわれは、企業評価という計算技術およびその基本的な思考を、歴史的・社会経済的範疇として把える。

したがって純粋に理論的に考察を進めるのみではなくて、上に触れたように、歴史的に企業評価がどのような具体的課題を担い、どのようにそれを解明しようと企ててきたかを検討することによって、始めてその現代における課題を総合的に把え、それに依じた正しい理論を組み立てることができると考えるのである。

殊にわれわれは、企業の資本価値は所謂収益価値法によって測定さるべきであると考えるものであるが、卒直に言って、その内容——特に資本化計算の対

象となる収益・費用と資本化率——および、計算方式——特に補助価値としての実物価値をどのような形で計算に導き入れるか——については、古くから現代に至るまで各論者の見解は極めて多様であって、なお一致したものはないと
いって良い状態にある。そしてこのことの大部分は、上述したように、まさに、
企業評価およびその基本的な思考の性格が、それぞれの時代の社会経済的な課題により規定されるということに基づくのであって、歴史的考察とその整理こそが、
企業評価を「正しく」理論づけることを可能にするものと考えられるのである。

それ故この意味において、われわれは、次章以下で、ドイツ企業評価論および評価実務が、歴史的にどのような具体的課題を担い、それに対してどのような考え方をもってきたかを——特に収益価値を中心にして——考察し、更に現代のドイツ企業評価論に課されている若干の問題点について検討を加え、そして最終章において、それを整理・総合することにより、企業評価における基礎的諸概念に関する、われわれ自身の見解を提起したいと考えるものである。

(3) 平井泰太郎；産業組織の推移と会計思想，国民経済雑誌，第40巻6号851頁～875頁，および第41巻3号407頁～419頁参照。

第1部 初期の企業評価とその史的背景

第2章 不動産評価における収益価値

I 最も初期の収益価値思考

前章で述べたように、企業評価上、収益価値という概念は最も本質的な役割を担うものであるが、この価値概念は、農地・森林・建物などの不動産の評価に関連して、各国においても相当古くから、評価実務上用いられていた。

F. エレボーによると、「1750年以前においては、プロシヤでは、人は農地に対して、年間収益 (Jahresertrag) の大体6倍の価値を与えたが、不動産抵当制度 (Hypothekenordnung) の改革後は10倍、12倍……あるいはそれ以上も支払った。……1912年現在の農地の購入価格は、東プロシヤでは、期待される年間純収益 (Reinertrag) の大体18倍から20倍、ラインランドでは25倍である。…またアルゼンチンでは、平均年間純収益の3倍の額で農地を購入することができ、ルーマニヤにおいては、平均して6乃至7倍が農地の価格と見做されている。⁽¹⁾」

このように収益価値の考え方は、既に18世紀前半に見られるのであるが、それを必要とした一つの契機は、農業金融に求められる。近世における農業経営および農業技術の進歩が、外部からの資本投下を必要としたということは容易に考えられる所であるが、特に18世紀のプロシヤにおいては、7年戦争によって貴族地主の経済力が弱まり、農地を担保とする負債が増大し、しかもその不動産担保への抵当権の行使が盛んに行なわれた。そしてその担保たるべき土地の評価を、収益価値をもって行なうことが、個人金融業者——初期の貸付資本の立場から要求されたのである。

この農業金融上の要請から収益価値が広く用いられるようになったことを示す、ヨリ明確なる事実は、1770年に創立された土地金融組合 (Landschaft) に

おいてみられる。これは、極めて高利の負債に苦しむ貴族地主を救うために、フリードリヒ大王が設けたものであって、後にはドイツ各王国の、ナポレオン戦争の戦費調達に大きな役割を演じ、長期・低利の資金を供した。地主から抵当に供される土地価額の $\frac{1}{2}\sim\frac{2}{3}$ を貸し付けると同時に、無記名の抵当債券を発行することにより、土地金融組合自身の資金を調達したのであるが、その場合の土地の評価は、その地方の土地の売買価格、あるいはその土地の収益価値⁽²⁾によって行なわれたのである。

収益価値を更に重要なものとした、もう一つの契機は、農民を封建的な土地への隷属から解放し、これらの土地を獲得させ、自作農にならせようとして、1807年に開始された農業改革である。例えば、1808年の「東プロシヤ、リトワニヤ、西プロシヤ王室料地直属民に土地所有権を与えることに関する勅命」によれば、農民は、土地耕作に附着する夫役および現物貢納を金納に換算し、その一部を5%の利子率で資本化した額、つまり換算された金納額の20倍を分割して支払うことにより、農地の完全な所有権を与えられた。さらに共有地・共用権の分割など、農業改革にもなっている行なわれた、このような農地の譲渡・調整に関する一連の法律や諸施策においても、この収益価値による評価の規定がみられるのであるが、このことおよびそれを実際に可能ならしめた農業金融上の諸制度の底に、⁽³⁾前の1700年代から引きつがれた、貸付資本の立場からの、収益価値の考え方が、ヨリ大きな要請として存在したということは忘れてはならない点である。

この、債権・債務関係において収益価値が重要な意味をもっていたということは、「1793年のプロシヤ一般裁判所法 (preußische allgemeine Gerichtsordnung) が……一般価値 (gemeiner Wert) による評価を (15,000マルク以下の) 個々の区劃の土地と小財産にのみ認め、それをこえる農場および農地は、付属する製粉所・果樹園・菜園などをも含めて、収益価値をもって評価することを要求しており、……この収益価値は大体年間純利益の25倍をもって示されてい

(4) ることからも推測することができよう。

また後に第4章においてみるように、ドイツ各州の鉄道法や、市や州と個々の鉄道企業との間の契約においても、1830年代から収益価値の適用が規定されているのであるが、ここではそれは取り上げないことにして、農業上のみ問題を限ってみても、少し下って1893年の税目的のための「土地の最初の評価のための技術的指針」においても、農業または林業用地については、適切な評価ができる程度に購入者が多くないときには、売買価格以外に収益価値を用いて評価を行なうべきことを定めている⁽⁵⁾。

これらは、実務上の収益価値計算の諸例であるが、理論的にも多くの論者が、比較的早くから収益価値を論じている。

アルブレヒト・フォン・テア (Albrecht von Thaer) は、その農業経済学の大著「Grundsätze der rationellen Landwirtschaft」(1812年)の初めの2章において、農業経営学および評価論を展開したが、「農業は一つの営利業である。それは植物性ならびに動物性物質の生産（と往々にして更にそれ以上の加工）により、できるだけ高い、持続的な利潤を生み、あるいは貨幣を獲得することを目的とするものである。」とする基本的な認識から出発して、農地を収益価値をもって評価することを主張し、また彼の後継者の一人であるA・ブロックは、その著「Grundsätze zur Abschätzung landwirtschaftlicher Gegenstände」(1834年)において、農業において行なわれた支出とそれからの収穫とが、一つの統一的な価値尺度としてのライ麦穀物価値に、如何に還元され得るかを数学的に論証せんと企てている⁽⁶⁾。

さらに森林の価値計算を行なうために、既に1813年に、一つの収益価値計算の公式が提起されている。これは当初ケーニッヒ (König) により提起されたが、後1848年ファウストマン (Faustmann) という人によって修正され、以後ケーニッヒ・ファウストマン公式と称されたといわれるものである。

その森林の価値を B_0 、 U 年後に全部の伐採により得られるべき収入を A_u 、

a 年目, b 年目, …… n 年目にそれぞれ間伐することにより得られるべき収入を D_a, D_b, \dots, D_n , 植林の当初における支出を C , その後各年に行なわれるべき支出を V , 資本化率を $p\%$, $1+0.0p=q$ とすると,

$$B_e = \frac{A_u + D_a \cdot q^{u-n} + D_b \cdot q^{u-b} + \dots + D_n \cdot q^{u-n}}{q^u - 1} - \left(\frac{C \cdot q^u}{q^u - 1} + \frac{V}{0.0p} \right)$$

で示されるのである。

複利計算によると, u 年後における A_u なる収入は, u 年間毎年 $A_u \cdot \frac{0.0p}{q^u - 1}$ だけの収入を得るのに等しい。⁽⁸⁾ また a 年目の間伐からの収入 D_a は u 年後の $D_a \cdot q^{u-a}$ に等しく, 更に上と同様にして, これを u 年間毎年 $D_a \cdot \frac{q^{u-a} \cdot 0.0p}{q^u - 1}$ だけの収入を得るのに等しい。他方支出の方も同様にして, 最初の支出 C は, 以後 u 年間毎年 $C \cdot \frac{q^u \cdot 0.0p}{q^u - 1}$ の支出が生ずると同じ意味をもつから, この森林の年間純改入は,

$$E = \frac{0.0p(A_u + D_a \cdot q^{u-a} + D_b \cdot q^{u-b} + \dots + D_n \cdot q^{u-n})}{q^u - 1} - \left(\frac{0.0p \cdot C \cdot q^u}{q^u - 1} + V \right)$$

それ故この年間純収入を資本化率 $0.0p$ で除すると, 上のような式が得られるのである。つまり, u 年間という植樹から伐採迄の期間を1サイクルとし, その間における収入・支出を年間の収支に換算して, 年間純収入を求め, これが永久的に獲得されるものと考えて, 資本化したのである。一定の分野を対象とした, 特殊なものであったとはいえ, このような公式が既に19世紀初めに提起されていることは, われわれにとって極めて興味ある事実である。

このように収益計算の最も初期の考え方は, 既に18世紀の初め頃あるいはそれ以前の時代に迄さかのぼることができる。

特に農地・森林・建物について, この収益価値の考え方が出て来たのは, この種の財産の性格もあるが, ヨリ直接的な契機は, われわれがみたように, 貸付資本のこれらの領域への侵透であった。⁽¹⁰⁾

上述したように、この時代の収益価値は、年間純利益または純収入に一定数（資本化乗数——Kapitalisierungsfaktor または Kapitalzahl）を乗ずることによって求められたが、これは基本的には現在の資本化計算と同じ考え方によるものである。C. H. ゲデッケが、収益価値は「利益 (Ertrag) に、100 を利子率で除した値（利子率を i とすると、 $1/i$ ）を乗ずることにより求められるが、……この利益に資本化乗数を乗じた値には、ヨリ深い意味、つまり資本を見出すという考えがその根底にあることが認められねばならない。その利益に等しい利子を生む資本の価値を求めるという意味が存するのである。」⁽¹¹⁾ として

いるように、上に述べてきた、25倍とか20倍とかいう値は、その時々⁽¹¹⁾の資本化率——利子率の逆数に拠って決定されている。

将来 n 年間に毎期得られるべき E なる利益の現価は、資本化率を i とすると、
$$W = E \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i}$$
 で表わされ、更に n を無限大と考えるならば、 $W = E \cdot \frac{1}{i}$ となるのであって、その計算の精密さは別として、基本的な考え方は、現代のそれと異なる所はない。一定の対象から将来もたらされるべき貨幣価値を、資本化率——利子率と比較することにより、その対象の資本としての価値を把握⁽¹²⁾ する点では、同じものといえるのである。

ところで、不動産に関して、このような資本——特に利子を生む貨幣資本としての評価を、最も端的に必要とする立場は、当時なお資本制生産がそれ程展開されておらず、したがって擬制資本の評価などは問題とならなかった段階においては、貸付資本の立場である。何故なら、この立場における絶対的な課題は、貨幣資本の回収である。つまり貨幣資本との比較において、したがって貨幣資本から得られるべき利子と、その対象のもたらす利益との対比において、対象の価値を求め、それを担保として、その限界内で貸付けを行なうことが要請されたのである。

そしてその場合、今日なお英米では上の資本化乗数を years' purchase と称しているように、当時のドイツにおいても、ある対象から得られる利益でもっ

て、一定の年数の間に元本を回収し得るような評価額を、それに与えることが必要とされたと考えられる。その年数——資本化乗数は、一般に貸付けられる貨幣資本が、利子収入により回収さるべき年数によって規定されたと思われるのである。

もちろん理論的には、資本の回収と利子とは区別されなければならないけれども当時の貸付資本の意識としては、農地・森林・建物を貨幣資本として評価すること、そしてそれを担保として与えられた信用の回収計算を行なうことが、最も重要な課題であり、そのために収益価値による評価が、大きな役割を果たしたと考えられる。C. H. ゲデッケも、土地・家屋の評価は古くから行なわれているが、その主な目的の一つは、担保貸付けにあると述べているのである。⁽¹³⁾

そして更に留意すべきは、既にこの時代において、特に建物について、中位価値（収益価値と実物価値——再生産価値——との平均）が、収益価値とならんで用いられるようになってきていることである。これもまた査定価値 (Taxwert) と称されて、主として担保としての建物の価値を決定するのに用いられた。当時においては——実物価値の概念規定自体が明確でなく、そこに問題があると思われるのであるが——大抵はこの中位価値の方が、売却価値よりも低く、そして収益価値に比してより客観的であって、担保価値としてはより秀れていたといわれる。⁽¹⁴⁾

この中位価値の思考は、後にみるように、W. プリオン、F. モラー、A. A. シューベルトなどの企業評価論にうけつがれ、更にシュマーレンバッハの二元的企業評価論として完成された。そして戦前における——実務上は現在もなお根強く主張されている——ドイツの伝統的な企業評価論の基盤を形造ったのであるが、その考え方の種子が、収益価値の思考とならんで、このような担保としての不動産の評価に見出されることは、注目し値することと思われるのである。

ともあれ農地・森林・建物について収益価値による（そして特に建物につい

ては中位価値によっても) 評価が行なわれたのは、工業企業とは異なって実物価値(経営を形づくる個々の財産の再取得価額の総計)の適用ができなかったことにもよる。建物についてもその立地条件を考慮するならば、真の再取得価額が存するか否かは疑問であるが、まして、既に長い間にわたって経済的な統一体として存在してきた、しかも再生産することも、市場で購入することもできない性格をもった農場や農地の評価には収益価値による方式しか適用し得なかったと考えられるのである。

そしてヨリ具体的には、封建的な土地所有制度の崩壊過程における農業金融あるいは不動産金融上の要請から、明確な形をとって現われたのであって、その意味においては、18世紀のドイツは収益価値計算の思考を必要とする経済的な、あるいは農業経営上の背景をもっていたといえるのである。

評価の目的は別としても、企業価値を、それが資本の側面において有する価値として把える、われわれの立場を裏づける一つの思考が、既にこの時代にみられることは留意してしかるべきことであろう。

- (1) F. Aereboe; *Taxation von Landgüter und Grundstücken*, 1912, S. 203-S. 204.
- (2) 小平権一著; 農業金融論, 昭和5年, 15-16頁および38-44頁参照。なお貸付限度額の決定は、土地を評価することなく、ヨリ簡単に地租の収益額に、一定数を乗ずることによっても行なわれた。F. Aereboe; a. a. O., S. 265-S. 266. 参照。
- (3) 山岡亮一訳; ゴルツ独逸農業史, 昭和13年, 157-158頁および172-173頁参照。
- (4) L. Offenber; *Die Abschätzung der Immobilien in Stadt und Land*, 1915, S. 9-S. 11.
- (5) E. Schmalenbach; *Theoretische Studie über den gemeinen Wert*, *ZfhF.*, 1918, S. 143. 参照。なお農地建物などに関して収益価値を法文上の規定としているものとしては、1821年の共有地分割令(*Gemeinheitsteilungsordnung*), 1909年の所得税および財産税改正に関する法律(*das Gesetz betr. die Abänderung des Einkommenssteuergesetz*), 1913年の帝国財産法(*Reichsbesitzsteuergesetz*), 1919年の帝国租税令(*Reichsabgabenordnung*)などが上げられる。—— L. Offenber; a. a. O., S. S. 12. および A. A. Schubert; *Der Gemeine Wert*, 1925, S. 19, S. 186-S. 189. 参照。

- (6) F. Aereboe; a. a. O., S. 200. および山岡亮一訳; ゴルツ前掲書, 20-31頁, 98-99頁参照。
- (7) 山岡亮一訳; ゴルツ前掲書, 85頁参照。
- (8) L. Offenber; a. a. O., S. 61-S. 62.
- (9) 毎年 x ずつの収入が, U 年後の一時的な収入 A_u に一致するものとする,

$$A_u = x \cdot q^{u-1} + \dots \dots \dots x \cdot q + x$$

$$= x \cdot \frac{q^u - 1}{q - 1}$$

$$\therefore x = A_u \cdot \frac{0,0p}{q^u - 1}$$

当初の支出 C についても同様に,

$$C \cdot q^u = x \cdot \frac{q^u - 1}{q - 1}$$

$$\therefore x = C \cdot \frac{q^u \cdot 0,0p}{q^u - 1}$$

- (10) 建物についても, それを担保とする金融が収益価値評価を要求したことは, 本文にも述べているように C. H. ゲデッケが指摘しているところである。—— C. H. Goedecke; Sachwert und Ertragswert von Werken mit Betriebsnetzen, 1917, S. 34-S. 35. 参照。そして Landschaft ができてから一世紀後1868年に, ベルリンとダンチヒにおいて, Stadtschaft という, 都市の土地・建物を対象として担保貸付けを行なう金融機関が設けられているのは, このことを裏づけるものと思われる。—— Erich Thieß; Die Stadtschaften, ZfhF., 1929, S. 266. 参照。
- (11) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 140-S. 141.
- (12) A. A. Schubert; a. a. O., S. 19-S. 20. 参照。
- (13) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 34.
- (14) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 35. —— 中位価値が建物の評価において最初に用いられたということは, シュマーレンバッハやモラルも認めている。E. Schmalenbach; Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, ZfhF., 1918, S. 18-S. 19. および F. Moral; Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmungen, 1920, S. 136. 参照。なお最近では K. H. ベルガーが, 建物の評価を中位価値法をもつて測定すべきことを説いている。—— K. H. Berger; Zur Bewertung ganzer Unternehmungen, Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftspraxis, Festschrift für Konrad Mellerowicz, 1961, S. 53. 参照。

II 収益価値の決定要因

——利益と資本化率——

ところで当然次に留意されねばならないのは、当時の収益価値の内容、つまり資本化計算の対象となる利益と資本化率とが、如何なる内容のものとして扱われていたかということである。以下これについて検討してみよう。

農地および建物については、当時既に Ertrag, Reinertrag などの言葉は用いられていたが、収益という概念は、全く曖昧なままに放置されていた。

1770年土地金融組合 (Landschaft) が、抵当となる土地の評価を行なったときには、そこに期待される貨幣収入と支出の差を資本化したといわれ、また19世紀に入ってからの所得税法や財産税法上では、小作料または地代収入から、附随サービス費と維持修繕費としてその $\frac{1}{5}$ のみを差引いた残額、つまり小作料または地代収入の $\frac{4}{5}$ が、そのまま機械的に資本化の対象となる収益とみなされた。そしてその場合外部から備い入れた労働者の賃金は費用として顧慮されなかったといわれる⁽¹⁵⁾。収益価値の概念は古くから用いられていながら、その決定要因である利益については、何等明確なる認識が存在しなかったのである。

例えばエレポーは、「収益価値は、農地の、将来に予想される収益力の表現である。」と述べながら、「一つの農地の収益として、どういうものを算入すべきかについての見解は種々多様であって、」その測定が困難であることを説いている。

収益測定のためには「農地が将来与え得ると約束するものは全て、それが私経済的な価値を得る限りにおいて算入しなければならない。それには、農地によって獲得し得る現金のみならず、農業経営者がその家族と彼自身の生活の維持のために、経営から獲得し得る全ゆる農産物・効用・サービスも、純利益の計算に含めなければならない。すなわち、パン小麦、肉、ミルク、バター、

住居、娯楽用の馬の飼料、私的な使用人の食物・飲料、純益の測定計算にあって看過することの多い経営の改善——土地への施肥の増加・荒地の開墾・家畜小屋の改良・自らの山林から切り出した木材の使用・植林の費用・道路建設のような——などを、それぞれ明確に（貨幣額で表わされた収益・費用または資本的支出として）把えることになる。……その結果、獲得される現金とならんで、これらのものを評価しなければならないことになるが、これは各評価人によって極めて多様な形で行なわれるものであり、したがって農地の収益および収益価値も個々の場合によってそれぞれ異なった評価基準によって測定されることになる。⁽¹⁶⁾」そしてまた農地所有者にとって重要なのは、彼に与えられる純収入である。それ故これらの換算された収益から、負債利子および財産税・所得税などの租税公課も差引かれなければならないが、その結果、農地の収益価値は農業経営者の信用関係、その収入の大きさおよびその時々⁽¹⁶⁾の税制などにより異なった影響をうけ、客観的な利益を決定することは、非常に困難になるとして、農地に関しては、資本化の対象となるべき利益の計算方式が確立していないことを指摘している。

またオフエンベルクも「一般的な（*gemeinüblich*）な経営方式をもつ不動産の経営からの継続的な利益は、一般価値（*gemeiner Wert*）としての収益価値を計算するための基盤となる。」として、建物・農地・森林および未開発の原野の、それぞれの収益価値を論じているのであるが、その利益の内容は、われわれの——通常の現代の企業会計上の理解からする——考えるところとは非常に異なったものである。

まず建物の場合、収益は家賃収入であるが、それから差引かれねばならない費用（*Lasten, Aufwand* という語は用いられていない）として彼が上げるのは、維持費用、火災保険料、建物土地に課される税、所有者が特に負担しなければならない給付——例えば暖房・電燈・通路の設備・留守番・門番・エレベーターの操作・窓拭き・水税など——の費用、都市の供する街路清掃・塵芥処理・

街燈・水道工事などの給付に対する所有者の負担金である。

そしてこれに対して、特に差引いてはならないとする項目は次の如きものである。

家賃収入に課される所得税。建物自体に課されるのではなく、所有者の所得に課されるものであるから、家屋所有者や銀行・不動産業者が自身の利害関係を計算する上では差引かれようが、建物自体の価値を求めるためには、費用と考えられるべきではない。

建物再建のため家賃収入から年々レザーヴされる資金額。建物の再建を行なうか否かは、所有者の個人的な意図に委ねられているからである。ただし建物の消耗額 (Abnutzung) を費用として計上するのを認めることは、このこととは別である。しかし——後に第4章において述べるように、この時代においては——この消耗額は建物の再取得価額に基づいて計算されるから、物価上昇期においては、建物の評価額の増加と相殺されるであろう。

所有者による建物の管理のための費用および危険に対する補償。

所有者の建物に対する持分 (Anteil) の利子、および所謂所有者の剰余利益 (Mietsüberschuß)。

負債利子。利子を差引くと、もたらされるのは、金融による投機 (Finanzspekulation) の純益であって、建物自体のそれではなくなるからである。

建築中に要した諸費用——整地費・建築工事管理費・資金調達のための費用——と、運転資本に対する利子。

これらのものはすべて個々の利害関係を決定する上においては、極めて重要なものであるが、建物自体の価値をより客観的に決定するためには、資本化の対象となる、規則正しい収入と支出とにより規定される、利益から差引かれるべきではないと考えられたのである。⁽¹⁷⁾

オフエンベルクは、建物についてこのように利益を決定せんとするのであるが、彼の引用する他の論者の見解をみると、シュナーベルは、税、道路・下水

の費用、塵芥処理費用、水および照明費、窓拭き費、火災保険料などを費用とし、またハルトマンは、附随的の公課、税、維持費用を家賃収入から差引くべきものと見做している。⁽¹⁸⁾

次に農地については、牧場に関しては、牧草・乾草の収穫額（Ertrag）から、整地費・取入れ費用・家畜監視費および一般的な経営の費用（Wirtschaftskosten）を差引いたものをとることができる。しかし他方個々の耕地に関しては、常に一般的な経済目的の下にこれを用いる、つまり貨幣利益を目的として耕作するとか、あるいは賃貸することは、大規模の経営体の場合を除いては考えられないから、純利益を測定することは困難であり、したがって客観的な収益価値計算を定式化することはできない。耕地については、金融上の目的には、収益価値計算は重要な意味をもっているが「一般価値」を求めるためには、用いられるべきではない。信用のための評価と一般的・客観的価値の評価とは区別されなければならないのである。⁽¹⁹⁾

また未開発の原野については、将来において、貨幣利益の獲得という一般的な経済目的のために用いられるときのみ、収益価値計算の意味が存するが、その利益については上述した所と同様のことがいえる。⁽²⁰⁾

更に森林については、前節でケーニッヒ・ファウストマン公式に関して述べたように、恒久的に一定の、しかも貨幣で獲得される利益を目標として経営されることが、他の不動産に比して、ヨリ明確であるという点で、評価対象としては収益価値計算の妥当する条件をもっており、古くから「一般価値」決定の基盤として用いられてきた。ただしこの場合資本化の対象となるのは、前述したように純収入である。収益は、樹木の成長後の伐採と年々の開伐からもたらされる収入であり、これから差引くのは、当初の開墾・植林に要する支出と以後年々必要な手入れのための支出である。⁽²¹⁾

資本化計算の対象となる利益は、農地・建物・森林については、このように扱えられたのであるが、まず留意されるのは、エレボートとオフエンベルクの二

つの見解の対比から明らかなように、既に農地・建物に関して、対象となる利益に課税と負債利子を算入するべきか否かが問題となっており、それが——評価の目的は明確には認識されなかったけれども——評価対象自体の一般的・客観的価値を求めんとする立場と、所有者にとっての価値を求めんとする立場とに結びついて、それぞれ対立する見解を生みだしているということである。序説において触れたように、そして後に第9章および第12章において詳しく論じるように、われわれは企業評価に二つの課題——企業の総資本価値の測定と自己資本価値の測定という——を認めることから出発しなければならないと考えるものであり、その認識のメルクマールを負債利子と利子課税とに求めるものであるが、その企業評価の本質的な問題点の一つを既にこの段階で見出し得たのは、われわれの出発点が企業評価の体系的な理論を組み立てて行く上に極めて重要な意味をもっていることを示唆するものと思われるのである。

第2にいえるのは、この領域においては、収益価値の基本的な考え方は既に古くから用いられていながら、その最も本質的な内容を形造るべき「利益」については、何等明確なものが存しなかったということ、そしてそれが、収益価値を要求した時代の問題意識に基づくものであるということである。

周知の如く農業経営に複式簿記を適用することが不可能であるとするのは、現代でも通説としていわれている所であり、またエレボアの強調するように貨幣に表現され得ない収益・費用および資本拠出をどのように把えるかということも今なお説明困難な問題として残されている所である。

そしてこのことは建物についても当てはまる。ベルガーの述べる所によると、現在でも、通常の企業会計上の理解からする「利益」とは若干異なった利益を用いて、建物の収益価値測定が行なわれているのである。⁽²²⁾

しかしながらそうはいっても、期間損益把握への努力は絶えず続けられているのであって、例えば経営者自身の労働対価や減価償却費の計上は、現代では農業においても建物においても相当明確に認識されていると考えられる。

ところが当時においては決定的な意味をもっていたのは、収入・支出と財産の価値（再取得価額または売却時価による）であって、収益・費用という価値の流れではなかった。したがって支出を伴わない、建物所有者あるいは農業経営者自身の労働および管理職能に対する報酬は計算されなかった。減価償却費に関しても農業では全然認識され得なかったと考えられるが、建物の場合でも、消耗額（Abnutzung）は算入されても、減価償却費は計上され得なかった。再取得価額または売却時価を基準にして、それと取得原価との比較において減価を計算したため、建物価格の騰貴しつつあった当時においては「建物の減価は、その価格騰貴により相殺されるから、費用として計上する必要はない。」⁽²³⁾ということになったのである。収益価値計算の思考そのものは、既に古くから存しながら、その計算の基盤となるべき「利益」については、何等明確な概念が存していなかった。

しかし前節で述べたように、収益価値思考を要求した、その時代の社会経済上の、直接の契機が、不動産金融の担保価額の決定にあったということからするならば、この「利益」の概念が明確でなかったということは、不思議なことではない。貸付資本の立場からすれば、最も重要なのは貨幣資本の回収であり、それ故評価対象について得られるべき純収入額と対象自身の処分価値が明確に決定されれば良かったからである。期間損益の確定は、このなお前期的な性格をもつ貸付資本の立場からは、余り意味がなかったのである。

勿論エレボーやオフエンベルクのように、客観的な「一般価値」——担保としての価値ではなくて——を求めるといふ観点からは、貨幣に表現され得ない諸要因を評価し、さらに期間損益の概念をより明確にすることが必要とされようが、曖昧でしかないと思われる「利益」を資本化した収益価値も、この時代の問題意識の下においては、充分に存在理由をもったということ、われわれは識らなければならないのである。

第3にこれに関連して付言しておきたいのは、資本化されるべき利益の求め

方である。その計算は各費用・収益項目について行なわれるのではなく、経験的に家賃収入・新築費・小作料などに一定比率を乗ずることにより求められた。例えば1900年代の始め、ベルリンでは家賃収入の15~20%、特殊な場合では25%が、デュッセルドルフでは約21%が、費用として差引かれるべき額であると考えられたのである。また1919年の帝国租税令 (Reichsabgabenordnung) においても家賃収入または小作料の $\frac{1}{5}$ を維持およびサービスのための費用として差引いて利益を計算し得ることを定めている⁽²⁴⁾。

もっともこの方法は、この領域の評価においては実務上なお現在でも用いられているようであり、必ずしも当時の考え方のみを批判することはできないが、なお素朴な段階に止まっているといえよう。ただしこのことも、農地や建物のような——個別的な、組織体としての性格をもつ経営というよりはむしろ——その用途が一般にきまっていて、したがって予想される貨幣収入・支出が大体一定している固定資産を、貸付資本の立場から評価するときには、可成りの妥当性を有するものと思われる。具体的な問題意識の下において理解するということは、ここでも看過されてはならないのである。

最後にこの節で取上げておかなければならないのは、資本化乗数あるいはその決定要因である資本化率である。オフエンベルクが「利率は貨幣利率において与えられる。」⁽²⁵⁾ とするように、一般利子 (landläufiger Zinsfuß または landesüblicher Zinsfuß) に拠って決定するとするのが通説である。

例えば、1898年11月24日のプロシヤ上級行政裁判所 (preußischen Oberverwaltungsgericht) の判決によると、「資本化のための利率は、同種の土地に投下された資本の、一般的な利率により決定さるべきである。」⁽²⁶⁾ とされている。そしてまた1919年12月の帝国租税法においては、資本化乗数は25と定められているが、これは、第一次大戦前の、4%という一般利率に基づいて決定されたものといわれている⁽²⁷⁾。このように農地・建物・森林などについては、その地方の不動産抵当債券の利率が基準としてとられ、その逆数から、将来利益の

確実度に応じて若干の値を減じて——というのは一般利子率の逆数そのものは、それが国公債・不動産抵当債券などと同様、最も確実な利益を無限にもたらす対象に対してのみ適用し得るものであるという意味において、資本化乗数の上限を示す値であるから——資本化乗数が決定された。

このことは、この領域における収益価値計算の必要が農業金融あるいは不動産金融上の要請から起ったものであり、したがって貸付資本との対比において資本としての価値を決定することが問題であったということからするならば、ヨリ厳密にはなお多くの問題点を含むとしても、この段階においては一応首肯し得る所である。

以上この節では、不動産評価においてとられた初期の収益価値計算で、その主たる決定要因としてとられるべきものと考えられた利益と利子率について若干の考察を加えた。なおそこでは、所有者または経営者の個人的・主観的な生活と、客観的な財産または経営とが明確に区別されず、かつ収益・費用という価値の流れよりも、財産価値（再取得価額または売却時価）と収入・支出がヨリ決定的なものと考えられていた。そしてそのため、経営者自身の労働給付や減価償却費が計上されず、したがって期間利益の概念も明確にされていなかった。そしてその計算方式も極めて素朴な段階に止まっていたのである。

しかしながら、上にも指摘したように、貸付資本の立場から担保としての不動産価値を測定するという、その時代の問題意識からすれば、これらのことは、実務上充分なる妥当性をもっていたのである。

収益価値の思考が、期間損益計算の確立される以前に既に展開されていたという一見矛盾した事実——われわれはこの例を更に第3章および第4章においてみることになるが——も、それを要求した歴史的な、社会経済上の背景において、始めて理解し得るのであって、その意味において、ここで明らかにしたいくつかの事実は、序説において述べたわれわれの基本的な立場を更に展開して行く上において極めて重要な示唆を含むものと考えられるのである。

- (15) 小平権一；前掲書，44頁および L. Offenbergl; a. a. O., S. 12. 参照。
- (16) F. Aereboe; a. a. O., S. 196-S. 198 および S. 202-S. 204.
- (17) L. Offenbergl; a. a. O., S. 41-S. 52. および S. 7.2.
- (18) L. Offenbergl; a. a. O., S. 50. 参照—— Schnabel; Das Taxen des Bodenwertes bebauter städtischer Grundstücke, 1913, S. 23. および F. W. Hartmann; Die Bewertung städtischer Grundstücke in Preußen, 1907, S. 64.
- (19) L. Offenbergl; a. a. O., S. 52-S. 59. 参照。
- (20) L. Offenbergl; a. a. O., S. 66.
- (21) L. Offenbergl; a. a. O., S. 59-S. 65. 参照。
- (22) K. H. Berger; a. a. O., S. 53. 参照。ベルガーによると，建物の収益価値を測定する場合，収益は年間の家賃収入，これから差引くべき費用としては，租税公課，保険料，通路の照明費，清掃費，窓拭き費，管理費，建物減価 (Abnutzung, これが如何なる価額を基準にして測定されるかは明らかではないが，恐らく現在においては通常の減価償却費に近い性格をもつものと思われる)，維持費などが上げられている。そしてこれらの費用項目は，個々に計算され得ないときには，家賃収入に一定率を乗じて求められることもあると述べられている。
- (23) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 150-S. 151.
- (24) L. Offenbergl; a. a. O., S. 50. および A. A. Schubert; a. a. O., S. 189.
- (25) L. Offenbergl; a. a. O., S. 40.
- (26) E. Schmalenbach; Theoretische Studie über den gemein Wert, ZfhF., 1918, S. 139.
- (27) A. A. Schubert; a. a. O., S. 143, S. 187.

Ⅲ 収益価値と「一般価値」

ところで上述してきた所から察することができるように，ドイツ——特に18世紀終り頃から20世紀の始め頃の——においては「一般価値(gemeiner Wert)」という価値概念が，評価実務・法規定あるいは評価理論上屢々現われてくる。ある場合では，絶対的な評価基準とさえ考えられているのである。

企業評価上も，この価値概念は，後にも時々触れるように，重要な意義をもつと考えられているようである。

したがって必ずしも、不動産評価を対象とした、この章で取上げるべき問題ではない——ヨリ一般的な企業価値との関連において考えるべきものであるという意味において——のであるが、一般価値という考え方の出てきたのが、丁度われわれがここで取上げている時代であること、したがって実際に一般価値をもってする評価の対象となったのが主として農地や建物などであったことからいって、この章の本題に関連して考察を加え、一般価値に関するわれわれの基本的な考え方を明らかにしておきたいと考えるのである。

一般価値という概念は、1794年のプロシヤ一般法 (preußischen allgemeinen Landrechte) において、評価のための一般的な価値基準としてとられたものであつて、「一般価値とは、物財がその所有者に与えることのできる効用であつて、それには所有者の評価し得る、したがつて通常に計算に入れることのできる快適さ (Annehmlichkeit) や便利さ (Bequemlichkeit) などの効用も含められる。」と規定されているものである。そしてこれは税法上も適用され、1873年の相続税法、1891年の改正税法、1893年に改正されたプロシヤ一般地租法、1893年の補充税法、1893年の財産税法、1919年の帝国租税令などが——後にみるように更に第一次大戦後においてもこの価値概念は法規定上常に用いられているのであるが——一般価値による評価を原則としてとっている⁽²⁸⁾。

ところが、この一般価値の具体的な内容については、一致した見解は存しなかったといつてよい。

例えば、ミクヴェル (Miquel) は、ある物財について、完全に自由な正常な市場関係を前提とするとき、したがって特殊な景気変動や偶然的な人々の趣好には関係なく、当然に成立すべき価格、つまり充分に取引事情に精通している利害関係者が常に完全に一致して認める交換価値あるいは売買価値であるとし、彼に従う他の論者は更にこの考え方を強調して、一般価値を収益価値との対立物として把えている⁽²⁹⁾。

そしてエレボームも、前述したように、農地に関しては、貨幣で表わし得ない

効用が多く、また所有者の効用は他方においてその所得、土地の用途、財産額などによって異なるから、これらを利益に換算することはできないと考える。

一般価値は、収益価値によって規定され得るものではなくて、売買価格により決定されるべきものと主張したのである。⁽³⁰⁾

またオフエンベルクも、一般的な経営方式の下で、それ自体が独立して収益獲得を目的として用いられていないときには、収益価値は一般価値たり得ないとして、⁽³¹⁾ 売買価格をとつた。

これに対して、第4章においてもみるように、一般価値は、実物価値と収益価値との双方から決定されるべきであるとする論者もあった。所謂中位価値あるいは中間価値を、一般価値と考えるのである。⁽³²⁾

そしてこれらの見解に対して、ゲデッケやシュマーレンバッハは、一般価値の本質的要因は収益価値にあると主張する。⁽³³⁾

シュマーレンバッハによれば、ある物の、評価することのできる、したがって測定することのできる効用として考えられるのは、それをを用いて獲得し得る利益かあるいは売却価値である。つまり一般価値は、将来予想される利益を資本化するか、あるいは売却価値を測定することにより求められる。

この場合より多くのデータの判断に基づいて決定し得るという点では、間接的ではあっても、売却価値が客観性をもつといえるが、評価の対象——例えば企業とか、農園・森林とかのように——が、余り度々取引の対象となるものではない場合には、収益価値が決定的な意味をもつ。このようなときには、それらが経済的統一体としてもつ売却価値——将来に期待される効用の間接的な反映としての——を見つけ出すのは困難であるし、またそれを形造る個々の部分の売却価値を集計するのも無意味である。むしろより直接的に、それらの経済的な統一体が将来もたらすべき「利益」という効用を資本化することによって、一般価値を測定しなければならないのである。

このように一般価値の具体的内容、したがってその測定方式に関する見解は

極めて多様であって、何等明確なものではなかった。

ただいえることは、一般価値が表現しようとしたものは、心理的な効用迄をも反映した、経済のヨリ一般的な範疇としての財の価格であつて、その財が資本として有する価値ではなかったということである。

したがつて、前章でのべたように、企業が資本としての側面において有する価値を企業価値として把える、われわれの基本的な立場からすれば、一般価値は、企業評価の求めるものではないと考えられる。シュマーレンバツハは、効用と利益とを等置することにより、一般価値は本質的に収益価値により規定されると考えたのであるが、財——農地・森林・建物あるいは企業などを含めた——のもたらず効用は、貨幣利益のみではなく、個人的・社会的な便宜をも含むヨリ広い概念である。そして一般価値は、このヨリ広い効用を反映する価値なのであつて、それは収益価値——ある対象が資本としての側面においてもつ価値を示すには、最も本質的な要因であると考えられるが——によつてのみ規定されるものではないのである。

勿論、経済の発展が、資本の増殖過程としての性格を最も端的にもつ企業を拡大一般化させると同時に、金融上の諸制度を発達させて、その組織化された資本の価値を測定することを要請し、そしてそれが、企業の資本としての価値をもつて、企業価値そのものを意味させるにいたつたことは認められなければならない。しかしながら経済の一般的な所謂体制無関連的な範疇としての企業の一般価値——前章において述べたように、われわれもまた一般の慣行に従つて「企業価値」という語を、企業資本の価値の意味に解して使用するものではあるけれども——と、企業が資本として有する価値とは少なくとも思想上は区別されなければならない。われわれは、企業の資本としての価値を求めるものであり、そしてそのためには収益価値こそが最も本質的な要因であると考えたものであつて、企業の一般価値を測定しようとするものではない。

それ故農地・森林・建物などの評価においても、それが貸付資本からの要請

に基づいて、資本としての価値を測定するという課題をもつ限りにおいては、収益価値の思考は、十分な正当性をもって考えられるが、一般価値測定——それが具体的にどういう歴史的・経済的背景から要求されたか、またどういう方式で求めるのかということとは別個に重要な問題として取上げられなければならないであろうが——のためには、エレポーやオフエンベルクの指摘するように、極めて不十分なものであったと思われる。一般価値と収益価値との関連についての見解の多様なことも、決して偶然ではないのである。

評価論あるいは評価実務の意味は、その本質的な目的を把えると同時に、それを実際に要求した歴史的な課題との関連において理解されなければならないのである。

× × ×

以上この章においては、われわれは企業評価において最も本質的な役割を果たすべき収益価値および中位価値の思考が、農業金融あるいは不動産金融の要請を契機として、農地・森林・建物などを中心に既に18世紀前半頃から展開され、評価実務上相当大きな役割を果たしたこと、そしてそれらを規定すべき期間利益の内容はなおプリミティブな理解のままに止まっていたけれども、貸付資本の要請に基づき、その時代の具体的な課題からすれば十分な正当性をもっていたということ、そしてまた「一般価値」との対比において収益価値を把えようとする問題意識が、われわれの基本的な立場からすれば余り意味のないものであるということ、をみてきた。

企業評価の課題とその計算の内容とが、歴史的な意味づけの下で理解されなければならないことの、一つのエヴィデンスを供し得たと考えるものである。

(28) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 129, S. 129, S. 141-S. 142. および A. A. Schu- bert; a. a. O., S. 186. 参照。

(29) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 142, S. 144. 参照。

(30) F. Aereboe; a. a. O., S. 197-S. 231. 参照。

- (31) L. Offenberg; a. a. O., S. 54-S. 55.
- (32) A. A. Schubert; a. a. O., S. 30-S. 34. 参照。
- (33) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 135-S. 140, S. 146-S. 151. 参照。

第3章 鉱山の評価とその前期的性格

I 鉱山評価の課題

第1章で述べたように、われわれは、企業価値を、企業が資本の側面において有する価値として理解し、そしてそれは収益価値によって規定されると考えるものであるが、その内容——資本化の対象となる利益と資本化率——は、企業評価に対する、その時代の歴史的経済的背景と具体的課題とによって大きく影響される。

既に19世紀以前については、第2章において、ドイツにおける農地および建物の評価を中心に、若干の考察を行なったのであるが、その後20世紀に入ってからドイツにおいて企業評価論の具体的な対象となったものの一つに鉱山の評価がある。

以下本章においては、ウムベルクとシュマーレンバッハ⁽¹⁾の文献によりながら、この問題について考察を進めて行きたいと考えるものである。

鉱業企業の評価に関する文献は、ドイツにおいては既に19世紀の初め頃から出ている⁽²⁾が、特にその後半から1920年代の終り頃迄においては、多くの論者がこの問題をとり上げている。

これは、ドイツの鉱業企業では、クックス (Kux) という特殊な形態の持分が一般的であり、株式とは異なって市場における評価が困難であったことにも、その理由を求めることができると思われるが、ヨリ直接的な契機は、石炭カルテルの成立とその発展にある。

ドイツでは、1873年の恐慌にひきつづいた大不況の中で、炭坑もまた一般の諸企業と同じように過剰生産に苦しんでいた。すでに1877年には、ルール⁽³⁾の炭坑が石炭輸出組合 (Kohlenausfuhrverein) を結成して英国炭と競争せんとし、

生産制限協定や価格協定を結んでいる。そして1893年には、歴史的意義をもつといわれるライン・ヴェストファーレン石炭シンジケート (Rheinisch-Westfälisches Kohlsyndikat) が成立したのであるが、このシンジケートは、ライン・ヴェストファーレンの石炭生産高の約87%を支配する強力なものであって、文字通り統一的販売を行なうと同時に、生産割当カルテルの性格をももっている⁽³⁾。

ところでこのカルテルの成立が炭坑の買収による統合閉鎖、したがってその評価を必要としたであろうということは、容易に推測できるであろう。つまり割当てられた生産トン数——これを *Beteiligungsziffer* という——が、各炭坑の生産能力には余り関係なく、過去の一時点（例えば1893年シンジケート創立のときの割当トン数は、91年または92年の生産実績によって決定された）の数字に基づくものであり、しかもそれが相当期間固定化されて、変更がなかなか認められなかったため、生産性の高い、低コストの炭坑は、他の非能率な炭坑を買収し、その生産割当量 (*Beteiligungsziffer*) を獲得することによって、操業度を高め更にコストを引下げんと企てたのである⁽⁴⁾。もちろんこの場合、理論的には買収価値が、自己の炭坑の操業度を高めることによって期待される利益の増分の現価よりも、低くなければならない。しかしいずれにせよそういう経済的歴史的な事情——カルテルの発展と、その後の不況——が、鉱業企業特に炭坑の評価を時代の重要な問題として浮き上らせたのである。

そしてその評価のために種々の方式が提起された。

企業の給付単位量（販売量または生産量）の比較によって評価を行なう方式⁽⁵⁾は、この分野の、同一シンジケート内の炭坑の評価を行なうときに用いられた方式であるが、矢張りここでも理論的に正しいと考えられていたのは、将来に期待される利益を還元計算する方法すなわち収益価値方式である。

しかしこの業種の特殊性から、この収益価値方式においても、大きな問題点が提起されている。以下何人かの論者の見解をみながら、鉱山の評価における

問題点とその性格について考察を加えてみよう。

- (1) T. Umberg; Die Bewertung von Kohlenzechen unter Berücksichtigung der Wertschwankungen während des Krieges und nachher, ZfhF., 1922, および E. Schmalenbach; Zur Bewertung von Bergwerken, ZfhF., 1929.
- (2) V. Oeynhausens; Über die Bestimmung des Kapitalwertes von Steinkohlenzechen mit besonderer Berücksichtigung des Märkischen Kohlbergbaues. Karstens Archiv, Bd. 5, Berlin 1822, — T. Umberg; a. a. O., S. 257. 参照。
- (3) 大野英二著; ドイツ金融資本成立史論, 64頁参照。
- (4) T. Umberg; a. a. O., S. 295-S. 299. — 現在わが国でも, 石炭鉱業合理化臨時措置法に基いて, 石炭鉱業合理化事業団が炭鉱の買上げを行なっている。評価は埋蔵量, したがって矢張将来収益に基づいて行なわれるらしいが, その詳しいことは明らかでない。
- (5) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, 1954, S. 78-S. 80, 及び T. Umberg, a. a. O., S. 292-S. 295. 参照。
シュマーレンバッハによれば, 給付単位に基づいて企業評価を行なわんとする場合, (1)その事業分野における給付量と利益との一般的な比率から, 当然に得られるべき利益を求めて資本化計算する方法と, (2)既に価値の判明している企業の給付量との比較から計算する方法とがある。但しこのときには, その事業分野において近親性ある企業が多く存すること, また持分あるいは企業全体の取引が屢々行なわれる環境の存すること, 更に厳密には, 比較される企業間では, 同じ原価諸関係をもって計算され, 同じ販売価格または販売原価を有すること, および存続期間が等しいことなどが, 必要な条件と考えられる。したがってこの方法は炭坑などについては, 比較的適用されやすいのであるが, しかし矢張り, 補助手段としての意味しかもっていない。企業評価の本質は, 飽迄も収益価値計算にあることを認識しなければならないのである。

II 鉱山評価計算の諸方式

クロイツ (W. Kreutz) の方式⁽⁶⁾。

クロイツによると,「鉱業企業の価値測定を行なわんとする評価人の課題は, 一般に, 埋蔵実体・設備および動産の, 客観的原価価値を求めることにある。」とされるが, その彼のいう客観的原価価値とは, 購入時において第三者

が一般的に与え得る価値、または新設のために一般的に必要とされる原価から消耗額を差引いた価値額であって、われわれのいう再取得価値を意味する。

埋蔵実体 (Substanz) の客観的価値は、将来に期待される Bruttoüberschuß (減価償却費と利子とを差引く以前の利益) から、設備資本・運転資本 (Betriebskapital) 双方の償却 (Amortisation) 額と計算利子額とを差引いて得られる利益 (Reinüberschuß) を、還元計算することによって求める。その利益を R 、資本化率を $P\%$ 、埋蔵実体の価値を W とすると、

$$W = R \cdot \frac{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^n - 1}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^n \cdot \frac{p}{100}} = R \cdot \frac{q^n - 1}{q^n (q - 1)} \quad (\text{但し } 1 + \frac{p}{100} = q)$$

で示されるのである。

そしてこれに、各種固定資産、流動資産の客観的時価を加えることにより、鉱業企業全体の価値が求められる。

というのは、クロイツは埋蔵実体・設備および動産の客観的価値——再取得価値——をそれぞれに求めて、これを加えることによって企業全体の評価を行なわんと考えたのであるが、しかし埋蔵実体については再取得価値を求めることはできない。それでまず企業において用いられている資本 (設備資本と運転資本。実際には設備および動産の客観的価値額に等しい) に対する償却額と計算利子額とを求め、これを設備・動産に帰属すべきものとして Bruttoüberschuß から除き、次にその残った利益を埋蔵実体に帰すべき純利益と考えて、資本化した。そしてこれを埋蔵実体の客観的価値と考えるのである。

この方式は、⁽⁷⁾ペイトンやフリッツの企業評価方式によく似ているが、しかしそれらと基本的に異なる点として第一に考えねばならないのは、ウムベルクや⁽⁸⁾シュマーレンバッハが指摘するように、クロイツが、収益価値が一つの経済的な統一体の価値としてのみ成り立ち得るものであって、個々の資産の価値としては存在し得ないということを看過した点である。彼の見解によると、Brutto-

überschußを一定とすれば、設備価値が大(小)なる程、埋蔵実体の価値は小(大)となるが、これは必ずしも正しくない。Bruttoüberschußは、経済的統一体としての鉱山企業全体に帰すべきものであり、個々の資産に分割帰属させることはできない。収益価値測定は、埋蔵実体とその他の資産との比には、無関係なものである。例えば秀れた組織をもつ場合では、設備価値も埋蔵実体価値も低いときでも、高い Bruttoüberschuß が与えられ得る。また一方の価値が無くなって Bruttoüberschuß を生むことができなくなれば、他方の価値も同様に消失してしまうであろう。

更に第二に留意すべきは、設備資本・運転資本の双方に償却を行なっていることである。運転資本の償却を行なうことは、疑問というべきである。

そして第三に取上げねばならないのは、費用の内容、特に減価償却または減耗償却を如何に考えるかが明らかになっていないということである。クロイツの場合では、埋蔵実体は償却されないけれども、土地は償却(Amortisation)の対象と考えられている。この問題は更に後にまとめて述べたいと思うので比処では取上げないけれども、重要な問題点と考えられるのである。

バリリング(C. Balling)の方法。⁽⁹⁾

バリリングは二つの収益価値計算方式を提起している。

彼によれば、収益価値の計算(第1章に示した収益価値計算の公式参照)は、将来の各期間に予想される利益 R の n 年後における価額の計算($R \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1}$)と、その現在価値(つまり企業価値であるが)の計算と

$$W = R \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1} \cdot \frac{1}{q'^n} \quad (\text{但し } q' = 1 + \frac{p'}{100})$$

の二つの段階に分けて考えられ、資本化率としては、前段階においては一般利率が、後段階においてはより高い個別利率が用いられねばならないと考えられる。

というのは、各年度利益の n 年後における価値額は、その利益を炭坑で用い

ないで、他の方面——可及的安全確実な——に再投資して行ったときに、最終的には少なくともどれ位になるかという観点から計算されるものであるから、当然一般利子率（国公債・第一級社債の有効利子率）が基準としてとられる。他方これに対して、その利益の n 年後における価値の、現価を求めるに際しては、現実にはその価値は、資本が炭坑で用いられることにより生成したものであるから、個別的な炭坑への投資の危険性を顧慮して、一般利子率よりは少なくとも10%は高い利子率を、資本化率として採るべきであるとされるのである。

しかしながら、炭坑の個別危険の顧慮は、必ずしも上の第二段階の計算において行なわなくとも可能なのであるとして、彼は第二に次の如き方式を提起する。企業価値 W から将来 n 年の各年度に得られるべき年金 (Annuität) A は、

$$W = A \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1} \cdot \frac{1}{q^n} \text{ であるから,}$$

$$A = W \cdot \frac{p}{100} \cdot \frac{q^n - 1}{q^n}$$

そして一般の工業企業に投下されている資本は、公債・不動産抵当証券などの一般利子率よりは2%は高い利子率を必要とし——更に鉱業企業ではより大きな危険を負担しなければならないから、それに加えて $p_1\%$ が必要であるとすると、鉱業企業において獲得さるべき年度純益 R は、

$$R = W \left[\frac{p}{100} \cdot \frac{q^n}{q^n - 1} \right] + \frac{2}{100} \cdot W + \frac{p_1}{100} \cdot W$$

$$\therefore W = \frac{R}{\left[\frac{p}{100} \cdot \frac{q^n}{q^n - 1} \right] + \frac{2}{100} + \frac{p_1}{100}}$$

つまりバリングは、鉱山における危険顧慮という観点から、始めに二つの利子率を用いることを考え、次にこれとは別に鉱山の個別危険を、資本化率に加える方式を提起したのである。

ここで第一に問題となるのは、二つの利子率を用いることが正しいか否かということである。ウムベルクは、年間収益力・地理的条件・経営規模等の諸条

件が全く等しく、ただ採掘期間のみの異なる二つの炭坑の収益価値を数例によって計算し、バリングが第一の方式の二つの計算段階において、異なる利子率を用いるときには、二つの炭坑の価値が著しく異なり、結果的にはそれらの年度利益を実際に得られたものとは異なったものとして評価することになるとして、この方式を批判しているのである。つまり利益の n 年後の価値を求めるための資本化率と、その現価を求めるための資本化率とを変えることは、利益自身の意味を明確に認識していないということになる。シュマーレンバッハも指摘しているように、第一段階において一般利子率を用いるのは、得られた利益が、公債または不動産抵当証券に投下されることを前提としているからであって、したがって第二段階でその n 年後の価値額の現価を求めるときに、ただ炭坑の個別利子率のみを用いるというのには、疑問がある。そして逆に得られた利益が当該炭坑に再投下されるものとすれば、後の個別利子率による計算は首肯し得るとしても、第一段階で一般利子率にのみ拠ることに矛盾があり、その結果は現在の利益の意味を混乱させることになるのである。⁽¹⁰⁾

次に第二の方式において指摘されるのは、資本つまり企業価値を一定と仮定して、危険追加率を算出している点である。ウムベルクはこれについて、有限年数の存続を仮定するときには、時の経過するにしたがって利益の獲得できる期間は短くなり、また償却を通じて資本額（企業価値）は小さくなって行くから、危険追加率も当然小さくならなければならないのに、バリングの如く単純に一定の危険追加率を加えて資本化率を決定すると、企業価値を不当に小さく評価することになるとして、第二の方式をも批判している。⁽¹¹⁾

この点は、矢張り鉱業企業における減価償却、すなわち資本の還流とその運用とに関連する重要な問題であることが識られるのである。

フライベルク (M. Freyberg) の方法。⁽¹²⁾

フライベルクは、価値測定に際して、年度収益 (Ertragnis, 内容は必ずしも明らかではないが、クロイツの Bruttroüberschuß に一致する概念と思われる)

E を二つの部分、すなわち償却 (Amortisation) 部分 U と、本来の利益 (eigentliche Bergwersrente) r とに分つ。企業価値すなわち投下すべき資本を K 、その鉱業企業において得られるべき利益率を p とすると、

$$r = \frac{P \cdot K}{100}, \quad E = U + \frac{P \cdot K}{100}$$

投下資本 K の n 年後の価値は、 $K \cdot q^n$ 、そしてこれが n 年間になし崩し償却 (amortisieren) されるのであるから、

$$K \cdot q^n = U \cdot \frac{q^n - 1}{q - 1} \quad \therefore \quad U = \frac{P \cdot K \cdot q^n}{100(q^n - 1)}$$

上式から

$$E = \frac{P \cdot K \cdot q^n}{100(q^n - 1)} + \frac{P \cdot K}{100}$$

$$\therefore \quad K = \frac{100E(q^n - 1)}{P(2q^n - 1)}$$

で企業価値 K が求められることになる。

このフライベルクの方式においてまず第一に問題となるのは、クロイツの場合と同様企業価値すなわち投下資本と償却されるべき設備資産との区別が明らかでないということであるが、それは別として、第二に大きな疑問として取上げなければならないのは、投下資本 K のみならず、その n 年間に生むと考えられる利子額 $K(q^n - 1)$ をもなし崩し償却している点である。

これがウムベルクやシュマーレンバッハの⁽¹³⁾いうように資本還流を無視したためにもたらされたか否かには問題がある。つまり後にも述べるように、償却により還流する資本が利子をもたらずものとし、その利子だけ償却を減ずるものとすれば——このことは、私には、現金収支の流れのみを企業価値の決定要因とみる、ある特定の立場からのみ主張され得るものと思われるのであるが——、いう迄もなく投下資本 K が n 年間にもたらす利子は償却の対象とはなり得ない。しかし同じ立場からみて、それが還流しない、したがって当初に投下資本 K が現金支出となったままになっているとすると、 K の利子も償却の対象と

して把え得る。ただし上述したように、この理解は一定の理論的立場からのみ、その正当性を要求し得るものであって、少なくとも償却の対象に、利子を含めることは一般にはとり得ない見解であろう。この結果フライベルクの方式によると企業価値は不当に低く計算されることになる。実質的には資本化率を殆んど二倍位大きくすると同じ結果を得ることになるといわれるのである。

クルシュ⁽¹⁴⁾ (P. Krusch) の方法。

クルシュは、純利益の規定から出発する。彼によれば、多くの企業者は純益を、トン当りの売価とトン当りの経営及び管理費用 (Betriebs- und Verwaltungskosten) との差額として理解するが、これは誤りである。炭坑が採掘されつくしたときには、その鉱物資源 (Bergobjekt) の価値は現金で残っていないべからぬのであって、それ故純益の測定の際には埋蔵実体の償却額も費用として計上されなければならない。鉱業企業において獲得されるべき純利益率を $p\%$ とすると、

$$\frac{p}{100} \times \text{全資本} = \text{Betriebsüberschuß} - \text{償却額}$$

(Betriebsüberschuß の内容も明らかではないが償却前利益であると考えられる。クロイツの Bruttoüberschuß, フライベルクの Ertragnis に照応する概念である。)

全資本は、埋蔵実体と投下資本とからなるから、鉱山の採掘期間を n 年とすると、

$$\begin{aligned} \frac{p}{100} (\text{埋蔵全体価値} + \text{投下資本}) \\ &= \text{Betriebsüberschuß} - \text{埋蔵実体の償却} (Ab_1) - \text{設備資産償却} (Ab_2) \\ &= \text{Betriebsüberschuß} - \frac{1}{n} \times (\text{埋蔵実体価値} + \text{設資産価値}) \\ \therefore \text{企業価値} &= \text{埋蔵実体価値} + \text{投下資本価値} \\ &= [\text{Betriebsüberschuß} - \frac{1}{n} (\text{埋蔵実体価値} + \text{設備資産価値})] \times \frac{100}{p} \end{aligned}$$

となる。

一見極めて平凡な式であるけれども、第一にその特長として指摘し得るのは、

減耗償却を費用に入れるべきことを明確に主張している点である。これは今迄述べてきた各論者の見解と異なるものとして留意する必要があるが、後に取り上げることにしてここでは、その特長を指摘するに止めることにする。

第二に注意すべきは、減価償却または減耗償却の計算に際して、原則として利子計算が行なわれていないこと、つまり流動化し還流してきた資本が生むべき利子を、償却額から差引いていないことである。クルシュは予期し得ない経営上の混乱に備えて、その部分を費用に計上することを主張するのである。後第8章においても述べるようにこのこと自体は企業価値の基礎を形造る、企業をめぐる価値の流れを、如何に認識するかに拠ることもあるが、この時代においては、シューマーレンバッハやウムベルクの支配的な主張——資本還流から得られる利子を、償却費から差引くべきであるとする——に、はっきり対立する一つの見解として、大きな意味をもったと思われるのである。

第三に疑問として取り上げられねばならないのは、クルシュは、一方では埋蔵実体や設備資産の償却において n 年という鉱山の存続期間を前提しているのに対して、他方では、それをこえて、全資本額一定とし、獲得さるべき利益はそれによる永久年金と考えて計算を行なっている点である⁽¹⁵⁾。存続期間の限られた鉱業企業を評価するときには、単純に資本化率の逆数を、純利益に乗ずることはできない。しかしまた減耗償却費や減価償却費の計上が永久に続くこと、つまり一鉱山の採掘期間は有限であっても、鉱山企業としては永久に存続することは仮定し得る。どちらの立場をとるかは、評価の目的により異なるであろう。

第四に比処では、理念的にはクロイツと同様——クロイツの場合では埋蔵実体の償却は行なわれなかったけれども——埋蔵実体の価値を投下資本の価値とを加えることにより企業評価が行なわれることになるということと、更に償却の対象となる埋蔵実体価値や設備資産が予め如何なる評価基準により測定されるかが明らかにされていないことに気づかれる。

パウエル (J. Baner) の方式⁽¹⁶⁾。

パウエルは、バリングの方式から出発して自らの方式を形造らんと企てたのであるが、結果的にはクルシュの方式と一致せる計算方式を展開するにいたった。

Bruttorente (償却前利益。クロイツの Bruttoüberschuß, フライベルクの Ertragnis, クルシュの Betribesüberschuß と同じ概念と思われる。) を B , 純利益 N , 一般利子率 P , 当該鉱業企業の個別利子率を P' , 企業価値を K , 埋蔵実体価値を F , 投下資本額を J , $N=(F+J)\frac{P'}{100}$, $K=F+J$, 全資本 K に対する償却 (Rücklage) を R , うち埋蔵実体の償却額を $F \cdot \frac{W-1}{W^n-1}$ (但し W は, 流動化し企業に還流した償却額がもたらすと考えられる利子率に 1 を加えたもの, 即ち $W=1+\frac{P}{100}$), 投下資本に対する償却を R_t (但し $R_t=J \cdot \frac{W-1}{W^n-1}$) とすると,

$$B=R+N=R+(F+J) \cdot \frac{P'}{100}=R_t+F \cdot \frac{W^n-1}{W-1}+F \cdot \frac{P'}{100}+J \cdot \frac{P'}{100}$$

$$\therefore F=\frac{B-R_t-J \cdot \frac{P'}{100}}{\frac{W-1}{W^n-1}+\frac{P'}{100}}=\frac{B-J \cdot \left(\frac{W-1}{W^n-1}+\frac{P'}{100}\right)}{\frac{W-1}{W^n-1}+\frac{P'}{100}}$$

そしてこれにまた J を加えると, 企業価値 K が求められるのである。

埋蔵実体および投下資本の償却額が企業に還流して利子をもたらすと仮定し, それだけ償却額を減じている点はクルシュと異なるけれども, 償却を費用に計上することを主張した点および償却は n 年間で行なわれるのに純利益の方は永久年金公式で算出している点は, クルシュの方式と同じものである。またバリングと同様に二つの利子率が用いられていることにも留意される。

フーヴァー (H. Hoover) の方式⁽¹⁷⁾。

フーヴァーによれば, 将来の年度利益 Bruttogewinn (償却前利益であって, 前述した諸論者の概念と等しいと思われる。) の現価は, これから (その鉱業企業を購入するために) 投下さるべき資本額と, それからの適切な (鉱業企業

の危険に相応した) 企業者利潤の現価とをカバーするものでなければならぬ。

今求められる資本価値を x , 年度利益を G , 企業者利潤を x の $r\%$, 一般利子率を $p\%$ ($p=1+\frac{p}{100}$), 当該鉱山の採掘期間を n 年とすると,

$$x + \frac{\frac{x \cdot r}{100}(q^n - 1)}{q - 1} = \frac{G \cdot (q^n - 1)}{q^n}$$

$$\therefore x(q-1) + \frac{x \cdot r}{100}(q^n - 1) = G(q^n - 1)$$

$$\therefore x = G \cdot \frac{100(q^n - 1)}{100(q-1) + r(q-1)}$$

となる。

ここでは、埋蔵実体と投下資本とは区別されていないが、それらは x というこれから投下すべき資本を、 G によって回収する計算手続きにおいて、まとめて償却されているわけであるから、基本的には前に述べたクルシュやパウエルの方式と変る所はないと考えられる。但し、 x が現在投下されているにもかかわらず、 n 年間について割引かれているのには疑問がある。

そしてまた、企業者利潤を、資本額 x を一定と仮定して算定している点では、矢張り資本の還流を考慮していないというウムベルクの批判が、ここでも当てはまるといえよう。

ウムベルクの方式。⁽¹⁸⁾

ウムベルは、極めて詳細に鉱業企業の評価を論じている。そしてその考え方は、シュマーレンバッハの企業評価論に大きな影響を与えたのであるが、ここでは上に述べた諸論者の見解と同様に、その理論の特長と思われる点のみを概観することにする。

いう迄もなく彼も収益価値こそが企業価値を決定する最も主要なファクターであると考えるのであるが、彼によれば、その資本化計算の対象としては、通常の損益計算書上に示される利益をとることはできない。

特に重要なのは、その耐用期間が、鉱山の採掘期間と異なる設備資産の償却である。ウムベルクによるとこの場合、その設備資産の更新、したがって資本の回収が必要であれば、設備資産の耐用期間の如何を問わず、採掘期間内に償却さるべきであるし、また更新が必要でないとするれば、その減価償却額は、費用として計上されない。つまり利益の中に入るべきものと考えられる。

そして土地はいう迄もないが、埋蔵実体も彼にあっては、クルシュやパウエルとは異なって、償却され得ない資産と考えられるのである。

したがってウムベルクの見解によれば、清算価値をどう考えるかが問題となる。つまり償却資産の場合償却額は、流動資本として企業に還流する。貨幣・有価証券の如き形をとるか設備資産に再投下されるかは別として、清算時には企業者の手に入るべき価値となるわけであるが、ウムベルクの理解によれば、償却額が利益に算入されるときもあるわけであるから、これが実際に外部に配当などの形で流出すれば問題はないとしても、なお前のように何等かの形の資産として企業内に止まって清算時に収益として現われたときには、二重計算を行なう危険を生ずることになるのである。シュマーレンバッハは、これについて、償却を行なわないときには、これを清算価値から除き、償却を行なうときには、これを清算価値に含めることにより、結果は一致すると述べている⁽¹⁹⁾。このように、企業の存続期間と償却との関係、つまり清算価値の考え方を提起したのは、ウムベルク理論の第二の特長として留意すべき点であろう。

次にウムベルクの——上にみえてきたように必ずしも彼のみではないけれども——見解の特長と考えられるのは、償却により企業に還流してくる資本が、再び企業内で運用されてもたらすべき利子を、利益とする点である。つまり償却額をそれだけ減ずることを主張する。

耐用期間 n なる設備資産 A の償却額 x は、

$$x = A \cdot \frac{1-q}{1-q^n}$$

で表わされるのである。

以上われわれは、鉱業企業の評価に関して何人かの論者の見解を概観してきた。そして各個々についてその特長点なり問題点なりを指摘してきたのであるが、鉱業企業というこの分野の特殊な性格と、上に述べた諸理論の時代的背景を考えると、矢張り最も重要な問題は、資本化計算の対象となるべき利益の内容と企業の存続期間との理解であり、特に減価償却費または減耗償却費を如何に把えるかということであろう。以下次節においては、この問題を検討してみよう。

- (6) W. Kreutz; Wertschätzung von Bergwerken, Köln, 1909.—T. Umberg; a. a. O., S. 300—S. 303. 参照。
- (7) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 68. および Paton & Paton; Asset Accounting, 1952, p. 507—p. 531. 参照。利益を正常利子(資本化率)に等しい部分と、それをこえる部分とに分け、後者を前者より若干高い利子率で資本化する方式。
- (8) T. Umberg; a. a. O., S. 302. および E. Schmalenbach; Zur Bewertung von Bergwerken, ZfhF., 1929, S. 386. 参照。
- (9) C. Balling; Über die Schätzung von Bergbauen nebst einer Skizze über die Einwirkung des Verbruches unterirdischer durch den Bergbau geschaffener Hohlräume auf die Erdoberfläche., 1909,— T. Umberg; a. a. O., S. 303—S. 308. 参照。
- (10) T. Umberg; a. a. O., S. 304. 及び E. Schmalenbach; a. a. O., S. 386—S. 387. 参照。
- (11) T. Umberg; a. a. O., S. 307—S. 308.
- (12) M. Freyberg; Die Wertbestimmung von Bergwerken. Braunkohle, 8Jahrgang, 1909/10, S. 29.—T. Umberg; a. a. O., S. 257. 参照。
- (13) T. Umberg; a. a. O., S. 310. 及び E. Schmalenbach; a. a. a. O., S. 387. 参照。
- (14) P. Krush; Die Untersuchung und Bewertung von Erzlagerstätten unter besonderer Berücksichtigung der Welt-Montanstatistik, 1920,—T. Umberg; a. a. O., S. 316—S. 320. 参照。
- (15) T. Umberg; a. a. O., S. 318—S. 319. 参照。
- (16) J. Bauer; Die Rücklagen für Abschreibung beim Bergbau, Sonderabdruck aus der Zeitschrift "Der Kohleninteressent", 1910.—T. Umberg; a. a. O., S. 322. S. 324. 参照。

- (17) H. C. Hoover ; Principle of Mining Valuation, Organization and Administration, 1909,—E. Schmalenbach ; a. a. O., S. 258-S. 291. 参照。
- (18) T. Umberg ; a. a. O., S. 258-S. 291. 参照。
- (19) E. Schmalenbach ; a. a. O., S. 385. 参照。

Ⅲ 鉱山評価における問題点

前節においてわれわれは、鉱山企業の評価に関する諸見解を概観してきたのであるが、そこにおいては、埋蔵実体という特殊な対象が取上げられたため、原価価値によることは許されなかった。部分的にもせよ、原則として収益価値が、企業価値を形造る主要な要因と認められざるを得なかったのである。

殊にその存続期間が採掘期間により規定されるという特殊な性格の分野の企業を対象としたということは、前章および次章との比較からも明らかなように、年金公式の適用をヨリ複雑ヨリ精緻——それが現代的視点からみて余り首肯し得ないものであったとしても——ならしめた。鉱山の評価の問題は、企業評価実務または理論を相当に進歩させたと思われる。少なくともシュマーレンバッハの企業評価論は、ウムベルクの鉱山評価論に負う所が極めて大であると、私は考えている。

しかしながら、減価償却または減耗償却を、その収益価値測定において如何に考えるかについては、諸論者の見解は全く一致していなかったといえる。

クロイツは、設備資産・土地・流動資産の償却 (Amortisation) は行なったけれども埋蔵実体の償却は考えなかった。これに対してフライベルク、クルシュ、パウエル、フーヴァーは、埋蔵実体を含めて、全投下資本の償却を費用に算入すべきものと主張した。そしてウムベルクは、埋蔵実体の償却——減耗償却はいう迄もなく、減価償却すら、その設備の更新が必要でないときには、費用として認めるべきではないと考えたのである。そしてこのことはその鉱山企業の存続期間——これは評価の具体的な目的によって規定されるべきことである

が——の認識にも結びついていた。クロイツは n 年間の有限年数、クルシュは n 年の採掘期間をこえて永久に存続するものと考え、ウムベルクは、それぞれの場合を考慮したのである。

まずわれわれが知るのは、今世紀初め頃においてもこの分野では、なお費用の概念が明確でなかったということである。既にみたように、Betriebsüberschuß, Ertragnis, Bruttorente, Bruttogewinn とか Bruttoüberschuß という言葉で表わされる償却前利益が、極めて重視され、そして償却というときその意味は殆んどの場合投下された全資本の回収であって、企業の給付活動に伴なって、あるいは時間の経過に伴なって失なわれた価値額ではなかった。そのために土地や流動資産迄もが償却 (Amortisation) の対象となったのである。もっとも現代においても鉱業に関しては土地を償却の対象とすべきことを説く論者もあり、また減耗償却など、この業種の特殊な性格は考えなければならぬけれども、収益価値測定において、その資本化計算の対象となる利益の内容は、矢張り曖昧にしか理解されていなかったのである。したがってクロイツやクルシュ、ウムベルクでは成果測定の基盤に現金収支的な思考をおいたということが窺えるのであるが、他の人々の場合では、「利益」から出発するのではなくて、償却前利益から、その事業の正常利子を差引き、残りが投下資本すなわち企業価値の償却であると考えて、逆算して企業評価を行なったのである。

このことはまた他方では、問題の背景となった1873年の大恐慌以後の過剰生産に基づく不況とカルテルの発展の影響とも考えられる。シュマーレンバッハ⁽²⁰⁾が述べているように、精々経常的な原価 (Betriebskosten) しか回収し得ない価格の下では、設備資産の更新はいう迄もなく、新しい鉱山の開発をも無視して、生産活動が行なわれるのであって、かかる場合に、採掘を続けるか否かのメルクマールとしてまず償却前利益がとられ、減価償却や減耗償却の計上——特に採掘期間が有限であるときには——が背後に押しやられてしまうことは、容易に推測し得る所である。資本全体の回収が重視されて、期間的費用として

の償却それ自体の概念規定がなお未熟な段階に止まっていたことともに、時代の経済的背景が、そのような理解を必要としたということをも十分に識る必要があるのである。

ところで、鉱業企業の収益価値測定において、減価償却なり減耗償却なりを如何に把えるかという点に関しては、基本的には二つの立場がある。

第一にクルシュ、パウエルなどは、償却を主張する論者であるが、シュマーレンバッハもまた初期においては、双方ともに償却を行なうべきことを述べている。彼によれば、減耗償却はその採掘量に応じて、また減価償却は——設備資産自体の耐用期間とは関係なく——採掘期間に応じて、行なうべきであるとされる。というのは、通常採掘されつくした場合には、その鉱業企業は、新たな鉱脈を見出し、これを開発して行かねばならないから、そのための再投下資本を回収する必要があるのである。⁽²¹⁾

これに対して、戦後の著書においては、彼は「採掘されつくした鉱山は再び回復され得ないから、減耗償却は資本の継続的流動化を示すものであり、したがってそれは継続的な清算収入として評価時点における現価が加えられなければならない。」⁽²²⁾と述べている。つまり減耗償却を費用に算入することは拒否されているのである。そしてメロヴィッツもまた、減耗償却は、資本の減少を示すものではなく、したがって費用ではないと主張している。⁽²³⁾

このように設備資産の償却をその鉱山の採掘期間内に行なうことは、この立場からは一応問題はないとしても、減耗償却については、埋蔵実体に対して何等かの支出が行なわれるのでない限り、これを費用に算入することには、なお大きな問題が存するようである。つまり経済的にのみみれば、埋蔵実体は明らかに重要な資本であり、採掘によりその価値は消耗してゆくのであるが、他方企業評価の立場からみると、これを費用に算入することは、それだけ——企業の売却者は何等支出を要さず、したがって彼にとっては利益に等しいものであるにもかかわらず——資本化の対象となる利益を小ならしめ、企業価値をも低

くすることになるのである。

そこで考えなければならないのは、第二のウムベルクの立場である。ウムベルクにおいては、企業評価において重視されたのは、設備や埋蔵実体が更新されるか否かである。つまり費用となるか否かではなくて支出となるか否か、あるいは収入となるか否かが決定的なものなのである。

われわれは、このより基本的な考え方については第8章で取り上げるから、詳しくは述べないけれども、企業者にとっては——収益・費用ではなくて——収入・支出という貨幣の流れのみが決定的な意味をもつとする観点に立つならば、更新を必要としない設備資産の償却は不要であるし、同様減耗償却についても、再投資支出が不要であるとすれば、それは企業者にとっては費用として把える必要のない要因である。

そしてまた、この立場からすれば、評価的判断は現金収支の時点を基準にして行なわれるから、貨幣を保持することのみで、あるいは支出が遅れることのみで、当然に一定の効用が与えられる。それで通常の減価償却についても、収支時点で価値判断を行なうと、それは次の再投資支出までは、企業内に貨幣または他の何等かの形の資産として滞留するものであり、そのことは償却額だけの貨幣資本が少なくとも一般利子に等しい貨幣利益を生み出すべきである、あるいは費用を減少せしめるべきであると考えられることになる。つまりこの立場からすれば、減価償却費は、実際の設備への投資支出以前の各期間において平均的に生ずると仮定された支出に他ならないから、再投資支出額から、その期間的なズレに対する利子を差引いたものが正当な額として認められることになるのである。

これに対して減価償却費を、企業を形造る具体的な財の価値の流れとして把える立場、つまり第一の収益・費用に拠る立場からすれば、減価償却により、一定の期間に損耗された設備資産価値がその同じ期間に貨幣の形で回収されたというだけでは、その価値の損耗が減少するわけではないから、利子額だけ費

用を減ずる必然性は存しない。流動化され還流してきた資本が、企業内に存するか企業外に存するかは別として、何等かの形の実体資産として運用され、したがって恐らく利益をもたらしているであろうということは考えられても、その事実は絶対的なものではない。また利益をもたらしているとしても、その利益は、還元対象となる将来利益の予測において把握されるべきことであって、費用から直接に差引くことは許さるべきことではない。

このように、鉱業企業の減価償却または減耗償却を如何に把握するかは、ヨリ基本的に、企業評価において、その還元計算の対象となる利益を決定する、企業をめぐる価値の流れを、どのように理解するかに結びついた問題である。

私にとっては、鉱山の利益、測定殊に減耗償却をどのように理解するかは極めて困難な問題である。第12章において、基本的な考え方は示してあるが、いづれにせよ、鉱業企業の評価においても、その特殊性と結びついて、大きな会計上の問題のあること、そしてそれがまたヨリ基本的には、会計学上の最も根本的な認識に結びついていることが識られるのである。

× × ×

以上われわれは、ウムベルクとシューマレバンツハの論文によりながら、今世紀始め頃から1920年代の終り頃迄の、鉱業企業評価に関するいくつかの見解を概観してきた。

そしてそこでは、なお損益の概念それ自体がプリミティブな理解に止まっていたこと、しかしそのことは一方では大恐慌あるいは第一次大戦後の不況期という時代的背景においても理解されなければならないことを指摘した。

更にまた、鉱山企業においては、減価償却と減耗償却とが特に大きな問題として取上げられること、そしてそれがヨリ基本的には企業評価論の構造的な理解に結びつくものであることを検討してきた。

未解決の問題は、なお極めて大きいけれども、企業評価理論の発展過程の一断面に触れることはできたと考えるものである。

(附記) ここで紹介した諸論者の見解は、原本を全く入手し得なかったため、ウムベルクおよびシュマーレンバッハの論文から引用したものである。この点終りにお断りしておきたいと思う。

- (20) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 394. 参照。
- (21) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 395-S. 392. 参照。
- (22) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, S. 55.
- (23) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, 1952, S. 62.

第4章 初期の企業評価論

I 四つの企業評価論

第2章および第3章において、われわれは、企業評価において最も本質的な意味をもつ収益価値の思考が、農業金融あるいは不動産金融の要請に基づき、農地・森林・建物などを対象として既に18世紀前半期頃から展開されてきたということ、そしてまた後19世紀から20世紀にかけて、1873年の大恐慌に引きつづいた不況の中での石炭カルテルの成立とその発展を契機として、収益価値による鉱山の評価が問題となったということのみてきた。

企業評価の統一された理論をつくり上げて行くためには、企業評価論あるいはその実務が歴史的にどのような具体的課題を担い、どのようにそれを解明しようと企ててきたか、そしてどのように評価の内容——利益と資本化率の意味および収益価値と実物価値との関係——が把握されたかを、跡づけることが必要と考えたからである。

ところで第二次大戦前において、企業評価論上シュミットとシュマーレンバッハとによって展開された理論が、二つの大きな基本的な考え方を形造っていることは、後に第二部においてもみる如くであるが、それ以前に発表された研究——あるいは年代的には前後しているかもしれないが、全体的な問題意識または考え方の流れからみて、それ以前の段階に位置づけた方がより適切であると思われる——として看過することの許されないのは、プリオン (W. Prion) の「Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 1910,」, ゲデッケ (C. H. Godecke) の「Sachwert und Ertragswert von Werken mit Betriebsnetzen, 1917,」, モラール (F. Moral) の「Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmungen, 1920,」およびシューベルト (A. A. Schubert) の「Der Ge-

meine Wert, 1925」である。

これらの研究が、企業評価に関するまとまったアルバイトとしては、最も古いものであって、前にみた古い企業評価論、というよりはむしろ評価実務と、シュミットやシュマーレンバッハの理論との間に、連結環として存在するということが、そして更にはそこにおける基本的な考え方が、それらをこえて現代の多くの論者の見解に何等かの形で——理論的に更に精緻化しようとする形であったにせよ、またそれを否定しようとする形であったにせよ——結びついていることは、否定することのできない事実である。これらの先人の努力の積み重ねをみることによって、はじめて伝統的な思考を克服して、企業評価の現代におけるあり方を明確に理解することができると思われるのである。

以下この第4章においては、今世紀に入ってから発表された上述のいくつかのドイツの著書を中心に、それぞれの歴史的な社会経済上の諸条件を背景とする問題意識と、そこで展開された評価論の内容について、検討を加えてみたいと思う。

Ⅱ プリオンの内部価値論

われわれは既に第2章、第3章において、企業評価が、それぞれの時代の経済的な諸条件を背景として極めて多様な動機から要請されたことをみてきたのであるが、これらの著書においてもその事情は異なるものではない。

このいずれの著書の場合においてもその評価の基本的な目的は、企業持分の交換価値あるいは取引価値 (Tauschwert) を求めることに見出されているが、それは、個々別々のより具体的な動機から出発しているのである。

まずプリオンの場合についてみると、その著の表題においてみられるように、その直接的な動機は、1896年の取引所法——特にそれによる定期取引の制限——以後に行なわれた一連の証券取引所の改革運動に照応して、それらの法的措置の、株式価格の形成過程への影響を理論的に明らかにし、更に具体的な対策

を提起することになった。その一つの決定要因である株式の内部価値 (innerer Wert) 測定の問題として、収益価値に基づく評価が取上げられたのである。

プリオンによると「取引対象つまり株式それ自体が価格形成過程において値をつけられるのみならず、(取引の形態、市場における投機資金量など) 一連の他の諸要因もまた、売手・買手の取引をもたらし、それにより価格の在り方に影響をおよぼす動機なのであるが、しかしそれにもかかわらず株式そのものの価値あるいは——取引所のいう——内部価値は最も重要な基盤である。⁽¹⁾」

そして彼の場合その内部価値とは、企業の内的諸条件——財産と収益性——に基づいて測定された、株式の価値を意味する。これは株式が、一つには企業財産——清算の際に支払われるべき——への持分を意味し、更にまた一つには利益 (Gewinnerträge) への比例的な請求権を与えるものであるということによるのであって……それ故資本家は、彼の株式の内部価値を得るためには、この二つの価値系列、つまり企業財産価値に対するその持分と、資本化された配当収入 (Rentenzug) とを結合しなければならないのである。

しかしながら通常は前者の企業財産に対する特殊性をその資本化率において考慮するのを常とするから、価値測定の表面的な現象としては屢々収益性 (配当) のみが、株式内部価値の測定基盤 (Bemessungsgrundlage) と見做される。⁽²⁾つまり測定方式としては、配当額を資本化したものをもって株式の内部価値とするのであるが、そこで用いられる資本化率において、若干の追加率を増減することにより財産額——彼の場合秘密積立金を表示し、償却済の使用設備を再評価すべきことを説いていることからいって、時価または処分価値による財産額を意味するものと思われる——の差異を考慮することになるのである。

この場合資本化率としては、一般利子率 (国債・不動産抵当証券の利子率、中央銀行の割引率、その業種の第一級の株式の利廻りなど) がとられ、これに個々の条件に応じて追加率が加えられるのであるが、それには、この財産額の差による追加率の外に、資本化剰余価値 (Kapitalisierungsmehrwert, 配当の資

本化額と財産額との差額)による追加率がある。利益——彼の場合では配当のことであるが——が大である程、その収益価値と財産価値との差、つまりプレミアム (Agio) あるいは資本化剰余価値も大となるが、これは実体的な財産に裏づけられていないから、配当が低下すると直ちに消失する性格をもつ。企業が清算されると、そのときに財産損失がないとしても、このプレミアムを払い込んだ資本家はそれだけ損失を蒙ることになるのである。そこで資本化の対象となる利益としては長期平均配当額がとられねばならないが、また一方その配当が大なる程、ヨリ高い資本化率を用いて一定年間にその剰余価値をなし崩し償却する (amortisieren) 必要がある。資本化率には、この部分の追加率も加えられなければならないのである。⁽³⁾

そしてプリオンは、1896年以後においては、このようにして測定された株式の内部価値が、その相場と一致する条件が現われてきたと主張する。その株式が定期取引の対象となるときには、現金取引にのみ限定されているときよりも、極めて短期的な金利・景気変動などの相場への影響は、ヨリ激しい形で現われるが、それが1896年以後においては制限されている。そしてまたカルテル・シンディケートの形成や企業合同により収益性が安定して、上向きにも下向きにもそう大きな経済の変動を予想することができなくなり、相場が固定化される傾向が強くなったからである。⁽⁴⁾

株式の市場相場と内部価値とが一致するか否かの問題は別として、それらの一致をもって証券市場安定——過度の投機のない——の状態の一つのメルクマールと見做しているということ、そして後の論者にみられるような具体的・直接的な形ではなく、極めて素朴な形であったとはいえ、企業価値が本質的に収益価値と実物価値との二つの要因から規定されるものとして理解していることは、十分に留意する必要があると思われる。これらの考えの基盤には、当時のドイツ経済の動きからの銀行資本の要請があり、また後にみる二元的企業評価論への一つの萌芽——ただ、株式が会社財産と利益との双方に対して権利を有

するという以外には何等明確な論拠は示されていないけれども——がみられるからである。

ドイツにおいては、元来個人金融業者あるいは銀行が証券取引の主たるトレーダーであったが、1873年の大恐慌以後、特に1895年以後、個人金融業者の没落と兼営主義機構の確立・地方銀行の系列化を通じて、大銀行がそれを独占して行った。大銀行は証券取引所の機能を自らの手に集中して、自ら証券市場の支配者となっただけではなくて、取引所そのものをその従属的存在——大銀行の注文の差を清算するだけの——に転化させるにいたったのである。⁽⁵⁾そしてこのような経済発展の動向と、その中で生じた1889年～90年、1895年など何度かの株価の異常な騰落とを背景として、証券取引を安定させるための諸方策が考えられたのであるが、株式の「内部価値」は株式のあるべき価値を示すものとして大きな意味をもった。銀行本来の業務の要請から、各企業の合併買収などによる集中化が進行し、会社の創業・株式会社への組織変更とその持分の市場への売却が行なわれたが、一方銀行は同時に貸付業務・預金業務を行なう通常の銀行としての性格をもっていたから、取引または担保の主たる対象である株式の価格が安定していること、つまり相場が——会社の配当と財産の処分価値とから規定される——「内部価値」からそう背離しないことは、大銀行が安定した経営活動を行なうためには、非常に重要な前提条件であったのである。そして当時は丁度鉄鋼・電機・電気・化学などの業種を中心に技術革新が進行しつつあった時代であり、大銀行は、経済の変動を克服しつつ、これらの諸企業に資金を供給して行かなければならなかった。株価の安定は、まさしく国民経済の発展——それは同時に金融資本支配と独占化の進行を意味したけれども——の上からいって極めてシリアスな課題であったのである。⁽⁶⁾

そしてまた逆にこのような資金回収を重視する銀行資本の具体的要請が、第2章でもみたように、長期に安定した配当と企業財産の処分価値とに依拠する評価の考え方を——それは、損益計算に重点をおく動的会計観の確立されてい

なかった当時としては一般的なものでもあったと思われるが——ヨリ強く必要としたと考えられるのである。

企業評価に対する現実の要請の一つが、このような歴史的・経済的諸条件を背景にして生れてきているということは、それが後述するように、伝統的な企業評価論の性格と、現代の諸問題の解明にもつながるという点で看過し得ないのである。

- (1) W. Prion; Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 1910, S. 106.
- (2) W. Prion; a. a. O., S. 106-S. 108. 参照。
- (3) W. Prion; a. a. O., S. 109-S. 112. 参照。
- (4) W. Prion; a. a. O., S. 200-S. 201. 参照。
- (5) 大野英二著; ドイツ金融資本成立史論, 49頁—59頁, および向井鹿松著; 証券市場組織, 各論508頁—532頁, 550頁—558頁参照。
- (6) W. Prion; a. a. O., S. 200-S. 201. および序文参照。

Ⅲ ゲデッケの収益価値論

つぎに鉄道・電気・ガス・水道など特殊な分野における、独特の歴史的・経済的要求から、企業評価を取上げんとしたものとして留意しなければならないのは、ゲデッケの研究である。

これらの分野の企業は、その経営活動の公共性と独占性の故に、州や都市などの公共団体から免許状(Genehmigungsurkunde)を得るか、あるいはそれと特別な契約を結ぶ必要があるが、ドイツでは往々にして、その場合に、一定の期間を経た後に企業あるいは事業所全体をその公共団体に譲渡する条項を含めたことがある。そしてまたこれと同時に、特に電気の分野では、発送電に関する技術的な進歩が著るしく、大規模経営の有利性が押し進められ、その面からの要請によって各企業・事業所間の合併・連携が促進されたのも見逃し得ない事実である。

これらの場合には当然に企業持分の取引価値または交換価値を測定する方法、

あるいはその基盤となるべき諸概念の明確化——特にこの分野の企業が巨大なる固定資産を要し、評価に関するささいな見解の差が、著るしく異なった結果をもたらすことになるということからいっても——が要求されるのである。

例えば、比較的古くは、1834年のプロシヤ鉄道企業法が、州が、収益価値をもって完全に補償することにより鉄道を買いとる権利を保有することを定め、また1848年のヴェルテンプルク州の鉄道建設法においては、その鉄道企業が州から利子保証を得ているときには、経営開始後25年では投下資本額をもって、またそれ以前においてはこれに15%を加えた価額をもって、企業全体を州に譲渡しなければならないことがあると規定されている。そして更にユニオン電気会社 (Union Elektrizitätsgesellschaft) とエルベフェルト・バーメン両市との間で、1895年結ばれた契約においては、市が電気事業の買取権をもち、その場合の購入価額は、資産全体の実物価値と利用価値 (Nutzungswert, 具体的には収益価値) との平均により測定さるべきことが約束されている。ゲデッケによると、1838年から、1911年にいたる迄の、このような各州の鉄道法、市や州と個々の企業との間の契約約30の例が示されているのであるが、それぞれが——投下資本 (Anlagekapital), 実物価値 (Sachwert), 建設時価 (zeitiger Bauwert), 利用価値 (Nutzungswert), 再建設原価 (Wiederaufbaukosten), 収益価値 (Ertragswert), あるいはそれらのうちの二つを平均した中位価値 (Mittelwert) などによって示される価額をもって——企業が公共団体に譲渡され得ることを定めているのである。⁽⁷⁾

ところが、この事業分野における法規定や契約上では、このように既に19世紀の初め頃から実物価値、収益価値、中位価値、更にそれに加えて一般価値などの言葉が現われてきているのであるが、その概念の内容は必ずしも明確ではなかった。実物価値といっても、それが原価 (Selbstkosten) をさすのか、再建設原価 (Wiederaufbaukosten) をさすのか明らかでなかったし、更にそれから設備などの消耗額 (Abnutzung) を差し引くべきか否かについても論者の見

解は多様であったのである。

ゲデッケは、実物価値 (Sachwert) という場合、それぞれ設備・建物などの消耗額を差引いた、原価と再建設原価とが考えられるとする。国家または公共団体により、企業が買収されるときは、前者は当初の投下資本額の回収——企業者にとって、消耗額はそれ迄の経営活動からの収入により回収されると考えて——を意味し、後者は、新しい企業者である国家公共団体が別に同じ企業を創らなくてもすむことにより節約することのできる価値額、また売手にとって別に同じ企業を創ることのできる価値額——消耗額は新規の状態と現在の使用中の状態との差を意味するものと考えて——を示す。そして収益価値は、その企業から得られるべき効用 (利益)、つまり売却により失なう効用 (利益) に等しいだけの利子をもたらす資本額を示すものであって、企業者にとっては、これこそが本質的な価値であり、所謂完全に自由なる市場機構の中で成立するべき「一般価値 (gemeiner Wert)」に最も近いものなのである。⁽⁸⁾

企業を引受けるときの価格としては、実物価値も収益価値もそれぞれの意味において補償価値を示し得るが、その測定の容易さ、確実さ、明瞭さの点では、再建設原価の測定が誤りをもたらしやすいのに対して、収益価値は秀れており、原価と同様事後の監査も比較的楽である。ゲデッケはこのように述べて——個々の条件によりそれぞれの価値がとられ得ることは認めるのであるが——本質的には収益価値の優位性を主張するのである。⁽⁹⁾

ところでその収益価値の内容を構成する諸要因については、現代のそれとは若干異なったものとして理解されてはいるものの、前章で述べた農地・森林・建物・炭坑などの場合あるいはプリオンの場合よりは相当厳密に把握されている。

当時、通常収益価値の計算は、前にも述べたように、特に将来各年度の利益を個々に還元計算することなく、平均的な年度純収益 (Reinertrag) に一定の、20とか35 (一般の諸契約や税法上では5から50迄の範囲において定められたと

いう) というような資本化乗数を乗ずることにより行なわれていた。

ゲデッケによれば、その企業の収益価値とは、現在の時点において割引かれた将来の収入またはその他の利得 (Vorteilen) の総額であって、その企業からの純収入に等しい利子を生み出す資本——企業持分——の価値である。つまり彼の場合企業の将来各年度に予想される収入と、減価償却を含めた支出との差額の、現価の総額として把えられているのであって、期間利益の現価としては考えられていない。商事貸借対照表から測定される純利益 (Reingewinn) は純財産の増加を示すものであって、資本損失・資本利得を含み、企業者への期間純収入を示すものではないからである。

このことは収益価値が、長期・平均的な収入により測定されなければならないということによる。計算の対象となるべき純収入は——特にその当時の、純利益に資本化乗数を乗ずるという一般的な計算慣行に従うときには——規則的な、将来一定して獲得し得ると期待されるものでなければならないから、異常な資本損失または資本利得は除かれるのである。

かくして収益価値計算の対象となる純収入は、「プロシヤ所得税法に認められている所得 (Einkommen) の概念に接近することになる。」⁽¹⁰⁾ (尤も厳密に言えば、ゲデッケの純収入と税法上の所得との間には、概念上若干の差異が存する。)

しかしながら、これはゲデッケの独特な考え方ではない。例えば1891年のプロシヤ所得税法や1892年のプロシヤ小鉄道法では、当該税法により決定された課税対象となる、過去5年間の平均所得 (Einkommen) の25倍をもって、補償額とすべきことが定められており、またバーデンの地方鉄道の免許状においては、経営収入から、当該計算年度に費消された管理費・維持費・経営費・更新基金と準備金のための積立金 (但し蓄積された更新基金は、経営資産として引き渡されなければならないことになっている) を差引いて得られる純収入の、⁽¹¹⁾ 過去5年間の平均額の、25倍をとるべきことが述べられているのである。

ゲデッケの場合においても、同様に収入・支出の差額——もっとも鉄道・電

気・ガス・水道などの業種の特殊性からいって、期間収益と期間収入とが背離することは余り考えられないが——が還元計算の対象となると考えられていたわけであって、当時のこの分野における一般的な理解に拠っていたのである。

彼は更にその収支差額の規則性、取引の対象となる事業への帰属性、およびボーナス・租税公課 (Abgabe)・自家保険積立金を支出に含めることなど、個々の項目の検討を行なっているのであるが、特に重視するのは減価償却費である。

彼によれば、当時家屋・建造物・しっかりした物的構成をもっていない企業などの評価においては、償却資産の価格騰貴により相殺されるから——というのは1884年の改正以前の商法では、固定資産の価値は、貸借対照表作成時の価値から損耗額を差引いたものをもって評価する、としか規定されておらず、したがって取得原価によっても時価によってもよかったから——これを計上することは不要であるとする考え方があった。⁽¹²⁾しかしゲデッケは、このような考え方はこの分野の企業には妥当しないと主張する。

そして企業が国家・公共団体に引受けられる契約においては、この企業の経営過程における価値の損耗 (Abnutzung) は、財産評価の方式の如何を問わず、支出として扱えられなければならないとして、減価償却費を計上すべきことを説くのである。⁽¹³⁾

ただし定額法や定率法はとられず、減債基金法がとられる。つまり償却により流動化された資金がもたらすべき利子を減じただけの減価償却費を計上する。設備価額を A とすると、 $A \cdot \frac{q-1}{q^n-1}$ (但し $q=i+1$, i は利子率) なる減価償却費を収入から差引くのである。この考え方が、収益価値を貨幣収支差額により——収益・費用の差額ではなくて——求めんとする思考と結びつく考え方であることは、後に第8章において検討を加えることになるが、既にこの段階において提起されていることは、後述するように若干異なった性格をもつとはいえ、それが、現代における企業評価論にも結びついているという点で、極めて興味ある事実と思われる。

また鉄道で問題となったのは、設備の更新基金（Erneuerungsfonds）の年度積立額を支出と考えるか否かということと、積立てられた基金を企業の譲渡の際にどのように扱うかということであった。これは監督官庁によりその積立てが命ぜられ（例えばプロシヤ鉄道省の1898年の指令）、したがって前述したように契約上収入から差引かれていることが多く、むしろ州によっては、減価償却費の計上よりも更新基金の積立てを重視している場合もあったのである。

ゲデッケは、これについては余り明確な説明を与えず、通常は取得原価による複利償却法（減債基金法）で十分に更新のための資金を回収し得るから、積立金と見做すこともできるとして、個々の場合——つまり積立てられた減価償却費が取替えに要する資金に不足するか、あるいはそれよりも過剰であるか——によって判断されるべきものと説いている。つまり更新に必要な範囲において費用と考え、またその限りにおいてそれに見合う資産は譲渡されるのである。

そしてまた彼は、評価の対象となる資産の範囲を企業本来の目的たる利益の獲得に用いられるものに限定することにより、測定された収益価値のカヴァーする範囲を定め、それ以外のものは別個に評価すべきことを指摘する。その積立金あるいは引当金に見合う資産は——譲渡するかどうかということとは別に——、それが還元計算の対象となる純収入の獲得に必要なものであれば、収益価値のカヴァーする資産に含め、不要なものであれば別個に評価するのである。⁽¹⁴⁾

ゲデッケの場合、将来各年度に期待される収益・費用・資本の価値の流れを資本化するのではなくて、企業の無限の存続期間を前提して、単純に純収入額に一定の資本化乗数を乗ずるという形で収益価値が求められるから、この更新積立金あるいは引当金の処理が問題となる——というのは、後に述べるように、企業の存続期間を一定とし、これに清算や資本抛出、資本引き出しなどの諸概念を導き入れて来ることによって、これらは比較的容易に理解し得る——のであるが、更にこれ以外に設備拡張とそれによる純収入の予想される増加、引き

渡しに際して生ずると思われる資本損失のなし崩し償却 (Tilgung) など、資本の流れに関する処理が困難な問題として取り上げられている。⁽¹⁵⁾

これらに関する彼の考え方は、必ずしも妥当なものとはいえない——長期・平均的に規則正しく獲得し得る純収入額の決定にのみ重点をおいていたから——けれども、このような問題が既にこのときに取上げられていたという事実は矢張り注視に値することのように思われる。

以上この節では、ドイツで19世紀前半頃から20世紀初期にかけて行なわれた、企業——鉄道・電気・ガス・水道など特殊な領域における——の国家公共団体への営業譲渡を主たる動機として、それに関する契約や法令における価値概念を明確ならしめようとする目的をもって展開されたゲデッケの所論——特に収益価値に関する——の概要をみてきた。

企業価値を資本価値として捉え、その収益価値測定のために、可及的厳密に期間利益をを捉えようとしている点は、これ以前の著書においてはみられなかったものと思われる。個々の財産価値の変動は考慮せず、ただ期間的な純貨幣収入をもって収益価値の決定要因と考えたのは、上述してきたように、彼の収益価値思想上注目に値する点である。

もちろん収入・支出に基づく、その純貨幣収入計算の主張は、現代の収支思考におけるように貨幣収支の流れをヨリ本質的な価値決定要因と考えたためではない。むしろ商事貸借対照表上の損益は異常なる資本利得あるいは資本損失を含む可能性があるからという理由を述べていることから明らかなように、期間損益計算が明確な形で確立されていなかったために、税法上の利益あるいは所得概念を援用しなければならなかったのである。

しかしながら、前章においても指摘したように、これ以前においては、収益価値の概念あるいはその実務上の使用は、「期間利益」の概念とは全く無関係に——それが本質的要因であるにもかかわらず——展開されてきたのであって、それだけにゲデッケの研究は、これ以前の段階の諸見解に比して、収益価値測

定における利益の内容を——それが理論的に正しいか否かは別として——われわれが今日理解している期間利益の概念に、数段階すすめて接近せしめたものといえよう。

ゲデッケの研究の大きな特長として認められなければならないのである。

ところで彼の著書の構成上は、企業の実物価値測定が相当大きな部分を占めており、また各法令や免許状の例示においても、買収価額を決定するものとして、実物価値・収益価値と並んで、両者の平均から求められる中位価値が非常に屢々出てくる。そしてゲデッケ自身も——彼自身は法令や契約に現われてくる収益価値と実物価値との内容を規定することを主たる目的として、企業の譲渡の際に果してどの価値が最も適切であるかということについては、極めて消極的な態度しか示していないが——建物においては中位価値をもって評価することが一般的であり、企業においても、中位価値をもって営業価値と同一視する論者があると述べているように、既にこの時代において中位価値が実務上重要な意味をもっていたことは明らかである。

この価値概念を、最も理論的に解明しようとしたのはシュマーレンバッハであるが、それ以前に、中位価値あるいは中間価値 (Zwischenwert) に関しては、モラールとシューベルトの研究が存在する。以下この研究を概観してみよう。

(7) C. H. Goedecke; Sachwert und Ertragswert von Werken mit Betriebnetzen, 1917, S. 8-S. 16. 参照。

(8) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 33-S. 34. および S. 133-S. 134. 参照。

(9) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 186.

(10) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 142.

(11) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 143-S. 144.

(12) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 150-S. 152. 参照。

(13) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 98-S. 114. および S. 151. 参照。

(14) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 153-S. 154, S. 158, S. 162. 参照。

(15) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 163-S. 185. 参照。

(16) C. H. Goedecke; a. a. O., S. 8-S. 11, S. 33.

VI モラルの中位価値論とシューベルトの中間価値論

第一次大戦によるドイツ経済の窮乏とヴェルサイユ条約とは、更に企業評価に関する諸概念を明確ならしめ統一的な理解を打ち立てることを必要とした。戦争によりその財産を失なったものは可及的多くの補償を得んとし、納税者はその財産に対する課税を可及的免れようと企てた。また国庫は国民からできるだけ多くのものを吸い上げる一方、支払いは最少限に抑えなければならなかった。そしてインフレーションを主軸とする経済の変動は経営をめぐる諸条件、特に企業の投資価値を大きく変化させたが、それは企業の計算基盤を修正し、持分関係を再確定することを必要としたのである。

モラルやシューベルトの研究は、まさにこのような時代の要求を背景にして出されたものである。

モラルの著は、その1919年完成という年代からいって、問題意識そのものはプリオンと同様むしろ戦前の経営状態を前提とした株式あるいは持分の一般的な評価にあり、戦後経済の直接的な要請からもたらされたものではないけれども、少なくともこのような時代の要求にいくつかの重要な示唆を与えたと思われる。人々は、戦時補償のための基本的な理解を得る上において「プリオン教授とモラル博士の、有価証券の価格形成に関する研究を参照することにより……収益価値計算のための最初の基盤を得、優先補償手続きと税目的のための帳簿検査の手続きにおいて……一定の原則を発展させた⁽¹⁷⁾」のである。

そしてモラルよりは少し遅れて、休戦条約の具体的な要求を動機として現われたのが、シューベルトの「一般価値論」である。

当時海外にあったドイツ人は、戦時中から戦後にかけてその居住地から追放され、財産を没収されたが、ヴェルサイユ条約は、ドイツ政府がそれらの人々に損失補償をなすべきことを定めた。そのためドイツ政府は、企業をも含めて種々の財産権利の評価に関する原則を作り上げねばならなかったが、そこでで

きたのが1922年の「評価規定 (Schätzungsverordnung, 正しくは Verordnung über Schätzungsgrundsätze zum Verdrängungs, zum Kolonial und zum Auslandsschädengesetze)」および1923年の「追放損害法 (Verdrängungsschädengesetz, 正しくは Gesetz über den Ersatz der durch die Abtretung deutscher Reichsgebiete entstandenen Schäden)」である。

ところがこれらの諸規定においては、必ずしもそのとるべき価値概念が明確にされていなかった。ここでも矢張り「一般価値」が決定的なものと規定されているのであるが、それと収益価値・実物価値などとの関連が明らかにされていなかった。

シューベルトはこのような極めて特殊な問題意識の下で、後にみるように、モラルの二元的な企業価値の理解をうけついで、これらの諸規定のいう「一般価値」とはどういうものかを明らかにしようとするのである。⁽¹⁸⁾

モラルもシューベルトも、既に早くから建物についてとられ、後今世紀に入ってからプリオンによって株式の内部価値測定の基本的な考え方として展開された二元的な企業評価の理解を、更にヨリ発展させようと企てている。

まずモラルによれば、企業の価値測定の問題は、合併・営業譲渡など企業全体に関する金融取引のために、一般的な市場諸関係の下で、企業が経済的な統一体としてもつ生産性と収益性について批判的判断を下し、その交換価値——売手と買手（あるいは債務者と債権者など利害関係者間）双方の利害関係に一致する貨幣価値——を確定することにある。⁽¹⁹⁾

そしてその価値は、企業に投下された資本、それが生み出す利益および企業が資本に与える安全性により規定される。特に交換価値の計算に際しては、企業危険に関する全ゆる諸条件を考慮する必要があるのであって、その意味で企業の交換価値は、企業の財産と収益との結合から測定されなければならない。⁽²⁰⁾

つまり、その論拠は——企業価値は、利益と企業危険とによって規定されるからというだけで——今一つはっきりしないけれども、モラルにおいては、

二元的評価の立場がとられる。そして更に彼の場合ではプリオンとは異なって計算方式においてもこの考え方が具体的に現われる。中位価値——収益価値と財産価値との平均——をもって企業価値とすべきことを主張するのである。

彼の示す例によると、過去5年間の——損益計算書を中心とした——諸データから、ノーマルな経営状態における企業の年間売上高を求め、それから資本化の対象となる純益（留保利益は除く）を算出し、これを資本化率により除して収益価値を測定する。資本化率としては、取引所に上場した株式の統計から、一般利子率を1.5～2.5倍したものを適当な率と推論している。そしてこの収益価値と、別に求めた純財産価値（総財産価額－負債）とを平均することにより企業価値を求め⁽²¹⁾るのである。

われわれは、ここに、企業評価における伝統的な見解と考えられている収益価値と実物価値との二つの要因から企業価値を決定せんとする、企業評価の方式が、なお素朴——企業の無限の存続を仮定していることや、配当と利益とが混同されていることなどの点で——ではあるけれども、極めて明快な形で確立されているのを見ることが出来る。家屋のような、特に一定の評価方式に拠らなくともそれ自体で一つの交換価値の成立し易い性質をもちながら、一方では金融上の要請から収益価値を測定することも必要であった対象について用いられてきた中位価値法が、モラルにおいては、企業評価の決定的な方式としての意味をもつに至るのである。前述したようにプリオンの見解の中にも萌芽的なものはあり、またゲデッケの示す鉄道・電気などの企業の営業譲渡に関する契約や法令の中でもみられるのであるが、明確に計算方式として、しかも収益価値を期間損益計算から導き出して示したのは、注目に値すると思われる。

モラルの所論のもう一つの特長は、企業をめぐる人々の利害関係に一致する価値を求めんとしている点、つまり——彼自身はこの語を用いてはいないけれども——一般価値に接近せんとしている点である。そしてこの利害関係の調整は、資本化率を一般利子率より高く定めることによりなされ得ることを指摘

(22)
する。そのようにして評価した企業の取引により、売手は、それから得た資金で、今迄よりより危険の少ない、がしかしより小さい利益を得るものと期待されるし、他方買手は、今迄よりより危険の多い、がしかしより大なる利益を得ることになると考えられるからであって、資本化率はその調整を行ない得るよう定められなければならないのである。

利害関係の調整は企業価値のもう一つの要因である財産価値ではどのようにして考慮するのかという疑問が残っているし、このこと自体は、大した意味はもたないが、しかし、後にみるように、シューベルトにおいてはこの観点が更に拡大されて、その中間価値論を支える前提を形造る。第2章で述べたように、われわれは、一般価値を企業評価の対象とは考えないのであるが、その価値観が、ドイツ企業評価論の基底に、根強く残っていることは十分に留意しておかなければならないことと思われる。

ところで第3のより重要な特長は、企業価値が企業経営活動全体の在り方によって規定される一つの生きた組織の価値であることを明確に把えた点にある。彼は企業の主たる動機である最大の利益と資本の安全性の維持とは、財務・購買・生産・販売・管理などの活動が全体として調和を得て始めて実現することができるとし、したがって上述の如き評価計算以前においてまず正常な経営の状態を理解することが必要であると考え。何故なら企業価値を測定するためには収益価値・財産価値の何れを求めるにしても、現実の在り方の如何を問わず、それがあべき正常な経営状態を前提として、その収益性や財産・資本の在り方を判断し決定するの でなければ、交換価値として正しい——売手・買手双方の納得する、そしてその利害関係を均衡化させる——価値を測定することができないからである。

そして、企業経営を、技術的経営の組織と商人的経営の組織とに分つ。前者は、既存の経営設備・労働力の給付能力を最高に發揮せしめ、生産方法を可及的有効に作り上げて、それにより最少のコストで最大の生産を行なうことを課

題とし、後者は、経営に必要な全ゆる原材料・資材・その他の諸手段を可及的安価に購入し、製品を可及的高く、多く、売却して、売上高を最大ならしめ、そして最大の利益を得ることを課題とする。このような二つの課題から出発して彼は、第一の立場からは、原価・立地問題・設備の生産性と経済性・賃金・一般的な経済条件を、そして第二の観点からは、財務諸表・販売と購買・カルテルなどの企業合同について検討を行ない、それらの在り方が企業の収益性と安全性とにどのような関係をもつかを述べている。⁽²³⁾

この彼の著書の大部分を占める序述が、具体的に、企業評価計算にどのように導き入れられるのかは、残念ながら、明らかにされてはいないけれども、このように企業価値を、生きた経営の組織活動の統一体が有する価値として理解したのは、企業評価論の前進を示すものとして留意されなければならない。

企業価値が、経済的な統一体としての組織のもつ価値であり、まさしくそこに、個々の財産価値の集計とは異なつたものとして企業評価が行なわれなければならない理由がある、ということは既にこれ以前にシュマーレンバツハにより指摘されているし、またわが国でも殆ど時を同じくして平井泰太郎博士により主張されたところであるといわれる。⁽²⁴⁾しかしながら、更にそれをこえて、企業の組織活動を形造る個々の要素の均衡関係を、いくつかのメルクマールにおいて把えようとしたのは——企業評価に関する限りにおいては余り成功したとは思えないけれども——前代の農地・森林・建物の評価においてはいう迄もなく、プリオンヤゲデッケにおいても認められなかつた点であり、モラルの著書の特長を形造るものと思われるのである。

ところで、次にシューベルトの「一般価値論」の考え方をみてみよう。

一般価値というのは、第2章においても述べたように、その概念規定は明確ではないのであるが、シューベルトは、モラルと同じように、完全に正常で自由な市場機構において、利害関係者が等しく認める価値と考え、そしてこの価値が、収益価値と実物価値との二つの要因によつて決定されると説く。それ

らの中間価値 (Zwischenwert) であると考えるのである。

シューベルトによれば、ある特定の個人にとって、物財の価値は、その対象がどの位の原価を要するか？ それは何をもたらすか？ そしてその所有がどの位の危険をもたらすか？ によって規定される。この三つの要因が合成されて価値が形造られるのであるが、危険の要因は、将来得られるべき利益の存続期間か資本化率かの中に含めて考慮されるから、測定上は収益価値と実物価値との二つを価値決定要因と考えるのである。価値を W 、収益価値 E 、実物価値 S とすると、その人にとっては W は、 S と E とを2辺とし、一角を 120° とする平行四辺形の、短かい方の対角線で表わされる。すなわち $W = \sqrt{S^2 + E^2 - S \cdot E}$ である。ところが S と E とがそう背離しないとすれば、これは $W = \frac{S+E}{2}$ とおきかえることができる。その誤差は極めて小さいからである。

そこで今市場における取引関係者を A, B, C, \dots, N とし、ある物財のこれらの人々にとってそれぞれの価値を $W_a, W_b, W_c, \dots, W_n$ とすると

$$\begin{aligned} W_a &= \frac{S_0 + f(R - \varphi S_0)}{2} \\ W_b &= \frac{S_0 + f(R - \varphi \cdot T_2)}{2} \\ W_c &= \frac{S_0 + f(R - \varphi \cdot T_3)}{2} \\ &\vdots \\ W_n &= \frac{S_0 + f(R - \varphi \cdot T_n)}{2} \end{aligned}$$

(S_0 は実物価値, R は平均収益, φ は費用係数, φS_0 は費用, f は資本化乗数, T_2, T_3, \dots, T_n は B, C, D, \dots, N にとっての購入価額)

一般価値の仮説によると

$$\begin{aligned} W_a = T_2 = W_b = T_3 \dots \dots \dots W_n = T_n = T \\ \therefore T &= \left(\frac{1}{2 + f\varphi} \right) S_0 + \left(\frac{f}{2 + f\varphi} \right) R \\ R &= \varphi S_0 + R_n \quad (R_n \text{ は利益}) \text{ におきかえると} \\ T &= \left(\frac{1 + f\varphi}{2 + f\varphi} \right) S_0 + \left(\frac{1}{2 + f\varphi} \right) f R_n = \alpha \cdot S_0 + \beta \cdot f R_n \end{aligned}$$

α と β とは、その企業の資本化乗数および費用係数とによつて決定される値であつて、 $\alpha + \beta = 1$ であるから、一般価値は実物価値と収益価値との中間に存することになる。

つまりシューベルトは、中位価値が各個人にとつて決定的な価値を意味するというモラルから受けついだ仮説から出発し、自由な市場機構の中で全ゆる利害関係者が等しく認める「一般価値」を求めようとした。そしてそれが実物価値と収益価値との間にあると主張するのである。⁽²⁵⁾

いう迄もなくこの論証は余り首肯し得るものではない。まず何故価値が原価と利益と危険の三つの要因によつてのみ規定されるのかが明らかでない。次に、仮に収益価値と実物価値とを価値測定上の規定要因としてとるとしても、何故それらを2辺とする、一角120°の平行4辺形の対角線が各所有者にとっての価値を示すのかも分らない。更にそれが中位価値に近い値であるからというのみで、代替し得るか否かも問題である。また $W_n = \frac{S_0 + f(R - \phi T_n)}{2}$ なる式において、 S_0 と T_n の関係が明らかでない——つまり何故 $S_0 = T_n$ であつてはならないかという意味で——ことも疑問である。

このようにシューベルトは多くの数式を駆使して、一般価値を解明しようと企てているのであるが、その論証には必ずしも納得し得ない仮説が多く使われている。企業評価の理論そのものとしては、特に内容を詳細に述べるに値するか否かは疑問なのであるが、しかしながら、モラルとともに初期の二元的企業評価論の主張を代表するものの一つとして、そしてまた極めて特殊な動機をもって展開されたものとして一応その存在を知っておくのも無意味ではないと考えられるのである。

× × ×

以上われわれは、今世紀に入つてから展開されたいくつかの企業評価論を、特にその背景となつた歴史的統濟的諸条件と、したがつてその問題意識とに重点をおいて概観してきた。

プリオンの、二元的な考え方に基づく、株式の「内部価値」評価論、ゲッテケの収益価値論における期間利益の把握への努力、モラルによって確立された二元的企業評価論と「生きた組織」価値観、およびシューベルトの中間価値の主張は、いずれもそれぞれの段階における経済の要請から生まれたものであったが、それはまた同時に企業評価論が、ヨリ大きなヨリ一般的な課題を認識し、ヨリ詳しく理論づけられて行く過程を示すものであった。

これらの諸論者の展開した見解は、シュマーレンバッハの、国民経済的な観点からする二元的企業評価論——シュマーレンバッハは自身の意図は、後にもみるように、本質的には収益価値測定にあったと思われるが、その論拠が誤まっているという点で彼の企業評価論は二元的企業評価論と称して差支えないと思われる——に引きつがれてヨリ精緻な形において大成される。中位価値あるいは中間価値の概念および組織価値の理解は、シュマーレンバッハ企業評価論の特長を形造るものであるし、他方企業価値を自己資本価値あるいは持分価値として把えるのも、その本質的見解である。

われわれは、今迄の序述において、特にそれを必要とした具体的な条件とその歴史的・経済的背景に重点をおいて、企業評価の考え方の流れをみてきた。そしてそれが具体的には極めて多様な動機から展開されており、したがってまたその故に企業評価に関する基本的な諸概念について一致した見解が得られ難かったのである、ということも理解し得たのである。しかしながら、また一方でヨリ大きな視点からみると、企業評価に関する基本的な諸概念の理解が、歴史的な諸条件によって規定されるということ、そして——極めてゆっくりとはあるが——ヨリ精緻な、ヨリ統一した理論を目指して流れているということも事実であると思われるのである。

(17) A. A. Schubert; Der Gemeine Wert, 1925, S. 12-S. 13.

(18) A. A. Schubert; a. a. O., S. 11-S. 19. 参照。

(19) F. Moral; Die Abschätzung des Wertes industrieller Unternehmungen, 1920,

S. 1-S. 4, S. 107.

- (20) F. Moral; a. a. O., S., 127, S. 136-S. 137. 参照。この論拠は明らかではない。既にシュマーレンバッハは、1918年の ZfhF 上の “Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik” と題する論文で、家屋の評価には一般に二元的評価方式が用いられるとし、これを競争危険の概念を導入することにより理論づけようと企てている。モラールもこのことは知っていたと思われるが、彼の場合では、競争危険は全く考えられていない。
- (21) F. Moral; a. a. O., S. 142-S. 149. 参照。
- (22) F. Moral; a. a. O., S. 129-S. 130.
- (23) F. Moral; a. a. O., S. 1-S. 108. 参照。
- (24) E. Schmalenbach; Theoretische Studie über den Gemeinen Wert, ZfhF, 1918, S. 133-S. 134, および平井泰太郎著; 企業評価論上の一考察, 大正九年(1920年)東京高商専攻部卒業論文 参照。
- (25) A. A. Schubert; a. a. O., S. 22-S. 26, S. 30-S. 34, S. 174. 参照。

第2部 伝統的企業評価論の形成

第5章 有機的企業評価論の展開

——シュミットの企業評価論——

I 三つの収益価値

シュミット有機的貸借対照表論 (Die Organische Tageswertbilanz) は、一般には、市場に対する企業の価値的適応を目的とした経営計算の在り方を取り上げたもの、つまり企業内部の経常的な会計制度の構造を論じたものと考えられている。

われわれも、このことに異論をさしはさむものではない。しかし初めに述べたように、企業評価は、(1)企業をめぐる個々の利害関係者(債権者、現在の株主、将来の持分所有者など)にとっての、企業持分あるいは自己資本交換価値の測定、と(2)企業会計の新出発のための価値基盤としての総資本価値あるいは総資産価値の測定、との二つの課題をもつ。企業評価は、それ自体は非経常的なものであるが、その結果が新たな開始貸借対照表に示され、それ以後の損益計算書の在り方を変化せしめるという点において、企業会計に大きな影響を与えるのである。したがってこの企業会計の側面からも——企業持分の、あるべき交換価値のみを対象とするだけではなくて——企業評価の在り方が検討されなければならない。そして、その点で、シュミットの、有機的貸借対照表論において展開された、企業財産全体の評価に関する見解は、極めて大きな意義をもつ。前章迄でみてきたことから明らかなように、この側面から企業評価を取り上げた研究としては、シュミットのそれが、最初の最も秀れた体系的なアルバイトであり、同時に現代にいたる迄多くの人々に大きな影響を与えている。そこで展開された考え方は——後に述べるように、私はシュミットの理論を全面的に受け入れるものではないが——企業評価の基本的なあり方に関して、

極めて重要な示唆を与えるものである。

このような意味において、私は、敢えてシュミット理論を、シュマーレンバッハと並んで、ドイツにおける企業評価の伝統的理論の一つを形造るものと考えたい。いう迄もなく、企業評価論としては、シュマーレンバッハのそれ程精緻なものでもなく、華やかなものでもない。また直接的な形では現代のドイツ企業評価論には何等の関係をもっていないように見える。しかしながら、シュミット企業評価論の基本的な考え方は、企業評価を本質的に理解する上において、無視することのできないものと考えられるのである。

したがってまた、屢々いわれるようにシュミット理論の根底には、第一次大戦後のインフレーションの影響の存することは、われわれも十分に認めるのであるが、そのような考察の進め方——われわれが第一部でころもみた歴史的経済的背景の下で、それを要求した具体的な問題意識と結びつけて、企業評価論または企業評価実務を検討するという——は、勿論行なうけれども、ここではそれをこえた所にわれわれの考えなければならない問題がある。シュミット理論のもつ現代的意義は、なお、そのような歴史的理解のみですまされる程、小さくないと考えるからである。

ところでシュミットが多くの論文・著書を出しており、企業評価の側面からも、厳密には一応それらを全部跡づける必要のあることはいう迄もない。しかし本書の目的は、ドイツ企業評価論の諸見解の基本的な考え方、および問題として取上げられたいくつかの点を検討することにより、企業評価に対するわれわれ自身の基本的な態度のあり方と、企業評価に関するいくつかの基礎的諸概念を確立することであり、シュミット理論を詳細に論ずることは、紙幅および時間の上からいって許されないので、それは後の機会に譲るとして、ここでは「有機的貸借対照表論」で展開された考え方について概観してみたいと考える。

周知のように最も一般的には、企業の価値は、それが生ずべき将来の効用(Nutzen)によるものであり、その効用は資本主義社会の企業においては通常

利益獲得のための活動を通じてもたらされるが故に、企業の将来の利益の現価に拠って測定されるものと説かれているが、シュミットにあっても、全体としての企業の価値に関連してまず問題となるのは、「全体収益価値 (Gesamtertragswert)」である。

これは、市場における正常な取引活動によると、独占によると、あるいはまた個人的な企業者の特に秀れた給付活動によるとを問わず、企業の一営業年度の純益 (E) を、貸借対照表日現在の正常利子率またはそれに危険プレミアムを加えた利子率 (i) で資本化計算することにより求められる。すなわち、全体収益価値を W とすると $W = \frac{E}{i}$ ⁽¹⁾ で示されるのである。

ところで彼においては、他の論者とは異なって、将来の利益よりもむしろ現在の利益が重視される。勿論「収益価値を決定する資本家は将来の利益を購入するのであって、過去または現在の利益を求めるのではない」ということは認めるのであるが、「将来における利益が如何に形成されるかを識ることは出来ない。精々それは見積る (schätzen) に止まるのであって……将来の経営の発展をも顧慮しなければならないけれども、過去および現在の利益は、その見積りに対する規準 (Richtschnur) として用いられるのである」とされる。つまり将来に指向するとはいいながら、実は企業の現在の状態と現在の利益が将来もなお継続するとしたときの利益が求められるのである。それは「企業の購入者が、新しい生産様式によりより大なる収益を獲得し得るという確信をもっているとしても、その故にこの彼自身の力に拠る剰余収益を売却者に支払う必要はない。また現在特に高い収益が得られるとしても、競争企業が……それを圧迫する危険も考えられる」のであって、したがって「貸借対照表日現在の企業の収益価値と、将来の収益発展を拠り所とするときの収益価値とは区別されなければならない」からである。収益価値としては、前者がとられるのである。

そしてこのことは資本化率においても同様であって「企業全体の売却が行なわれるときには、その売却価値は現在において支払われるか、あるいは少なく

とも契約されるが故に、利子率は現在のそれのみがとられなければならない。」と主張された。

すなわち利益も資本化率も現在のそれが、将来もそのまま固定化されて現われると仮定するときの収益価値が求められた。

つまり彼の市場経済中心の立場——後にも述べるように——によるときは、企業は、そのあらゆる価値関係を現在の上に築き上げなければならない。何故なら企業の販売・購買、つまりその事業分野への資本の流出入が、合理的に円滑に行なわれて企業の、全体経済の中における相対的な生産力が維持されるためには、企業の評価も、それに対する全体経済の現在の要求を反映したものでなければならないからである。もし将来に現在以上（あるいは以下）の利益を予想して、企業評価を行なうとすれば、そこへの貨幣資本の流入は、現在の全体経済が要求するよりより大（あるいはより小）となるであろう。このことは資本化率についても同様にいえるのであって、それも市場経済における現在の金利体系を反映するものでなければならないのである。

このように、企業者は、その活動の基準を、現在の価値関係から得るべきであるということから、企業の収益価値もまた現在の価値関係を基盤にして求められるものが、絶えず変動する市場経済において、企業者の正確な判断を可能にすると考えられたのである。⁽²⁾

しかしながら、この「全体収益価値」は、彼によれば企業価値を示すものではない。何故ならそこにおいては、原価を生ずることなく企業にもたらされた無形剰余収益価値（immaterielle Mehrertragswert）が重要な部分を構成する。これは具体的には、企業を構成する個々の財産の再生産価値に対する正常利子をこえて獲得される剰余収益の価値、つまり「全体収益価値」と企業の再生産価値との差額を意味する。そしてそこには、独占的な諸権利の所有などによりもたらされる物的な（sachlich）剰余収益価値の他に、有能な経営組織形成や販売政策の成功に見られるような、企業者の個人的な、特に秀れた（übernor-

mal) 給付に基く剰余収益価値が含まれるからである。この後者の価値は「経営に結びつけられるものではなくて、企業者の人格と精神に結びつけられる」主観的・人的な (persönlich) 剰余収益価値であり、全体として活動する企業を売却するに際して、これを移転し、その価値を実現することはできないのである。そしてまたその価値が極めて不安定であり、全体経済的にみると企業の再生産価値に一致する傾向にあるという点からも、正しい——上に触れたように、また後にもみるように、極めてユニークな立場からの「正しい」ではあるが——価値基準とはなり得ない。

したがってシュミットによれば、この「全体収益価値」は、企業者に属すべき「人的に条件づけられた収益価値 (persönlich bedingte Ertragswert)」であるが故に、企業に帰属すべき純粋に物的な資本——財産の貸借対照表能力を有する価値でもなく、また企業の取引の価格として採られるべきものでもない⁽³⁾とされた。

それ故ヨリ客観的な価値として取り上げられるのは、「財産により条件づけられた収益価値 (vermögensbedingte Ertragswert)」と、「市場において客観化された収益価値 (marktmäßig objektivierte Ertragswert)」とである。前者は、「全体収益価値」から、企業者およびその補助者の個人的給付に基づく人的剰余収益価値を除いたものであり、後者は、企業内に活動する全ゆる財産部分——無形原価価値 (immaterielle Kostenwert) をも含めて——の調達時価総計、すなわち企業の再生産価値である。⁽⁴⁾

企業全体の売却および組織変更などの場合においては、「その所有者は、経営が再生産価値に対する正常利子をこえる利益を獲得するときには、ヨリ高い収益価値を受取り、剰余価値を……実現するの でなければ……これを売却することとはしないであろう」から、その価値決定の基準としては、「財産により条件づけられた収益価値」が採られる。

しかしこの価値はなお、原価を要することなくもたらされた、したがって市

場から再取得し得ない、物的な剰余収益価値を含む。一時的・永久的な、特に有利な経営条件、独占的な権利の所有などをも含めた、企業の物的な全財産がもたらす収益に基づく価値なのである。

したがってそれは企業に属するものとして移転し実現することはできるが、その企業の個別的な条件、またはそれをもたらす原因となった企業者の個人的な過去の給付の効果を含むという意味では、個々の企業の物的・法的な諸関係により著しく影響される個別的な収益価値⁽⁵⁾であって、一定の条件の下でしか貸借対照表能力を有するものでなく、一般的客観的な収益価値とはいえない。

これに対して、シュミットによれば「市場において客観化された収益価値」は、企業を形造る個々の財産の、市場において取引される調達時価総計であるが故に一般的客観的企業価値であると主張される。それにはなお無形原価価値(immatereille Kostenwerte)が含まれるが、これは創業費・新しく開発された生産様式・特許権などの、原価という価値犠牲を対価として市場と結びついて得られた、したがって市場を通じて再取得し得るものである。「市場において客観化された収益価値」は、全体として市場経済に規定される、客観的一般的な企業の価値なのである。

それは企業の再生産価値でもあるが、また一方収益価値とも称し得る。

企業が、したがってそれを構成する財産への資本投下が、正常利子をこえる利益をもたらす限り、その事業分野あるいはその企業への資本の流入が続いて、企業は増大・拡張して、調達市場における財産の調達時価——企業の再生産価値——は上昇し、他方販売市場ではそれによって生産される製品価格は供給増加の結果下落する。その両市場の価格差異が、企業をして正常利子を得させるに丁度な迄、小さくなるとその企業またはその事業分野への資本の流入と、企業を形造る個々の財産の調達時価の上昇は止まる。遂には均衡状態に達し、企業の再生産価値と収益価値とは一致する。すなわち企業を構成する個々の財産部分の市場における再調達時価は、企業の収益により規定されるものであって、

したがって、「市場において客観化された収益価値」は、企業の再生産価値であると同時に、市場経済における企業のもつべき収益価値なのである。⁽⁶⁾

このようにシュミットにあっては、企業を形造る、原価価値を有する財産の調達時価総計——企業の再生産価値——は、自由なる市場経済においては、企業の収益を反映して形成され、当然あるべき純利益——正常利子——の資本化価値と一致する価値であるが故に、企業の客観的一般的な収益価値と称すべきものと考えられ、「一般的な市場経済における、収益能力に対する基準として、調達時価以上のものは存しない。」⁽⁷⁾と主張されたのである。

以上概観して来たシュミットの企業評価論において取り上げられたのは、次の三つの価値であった。

- (Ⅰ) 「全体収益価値」。一営業期間の純収益を還元計算した額であって、企業者の個人的な給付により条件づけられた、人的な剰余収益価値を含むとされる。
- (Ⅱ) 「財産により条件づけられた収益価値」。「全体収益価値」から、人的な無形剰余収益価値を差引いたものであって、個別的客観的収益価値とされる。
- (Ⅲ) 「市場において客観化された収益価値」。企業を構成する、原価価値を有する個々の財産の調達時価総計、すなわち企業の再生産価値であって、全体収益価値から、人的・物的な無形剰余収益価値を差引いたものに一致する。一般的客観的収益価値であり、企業価値と称すべきものと考えられた。

そして「全体収益価値」は、不安定であって、移転し得ず、したがって実現され得ない価値要因を含むという理由から却けられた。また「財産によって条件づけられた収益価値」は、個別企業の売買にあっては当然とられるべき価値または価格であるとされたが、企業価値ではない。なお市場に結びつかない、原価を要しない要因からの無形剰余収益価値を含む個別的な価値であるということから、適切なる企業価値ではないと考えられた。そして「市場により客観化された収益価値」——企業の再生産価値こそが、企業価値たるべきものと主

張されたのである。

次に節を改めて、この見解の有する問題点とその意味について検討を加えることにする。

- (1) F. Schmidt; Die organische Tageswertbilanz, 1951, S. 75, S. 88, S. 119, S. 124-S. 128. 参照。
- (2) F. Schmidt; a. a. O., S. 75, S. 88-89, S. 127-S. 128. 参照。
- (3) F. Schmidt; a. a. O., S. 75, S. 119-S. 121, S. 124-S. 125. 参照。
- (4) F. Schmidt; a. a. O., S. 124. 参照。
- (5) F. Schmidt; a. a. O., S. 63-S. 64, S. 74, S. 122-S. 125, S. 128-S. 129, 参照。
- (6) F. Schmidt; a. a. O., S. 74, S. 125-S. 126. 参照。
- (7) F. Schmidt; a. a. O., S. 126. 参照。

II シュミット理論の問題点

第一に取りあげられなければならないのは、「全体収益価値」計算において現在の利益と現在の還元利子率とから出発していることである。前述したようにこれは、企業の経営計算の基準は、調達時価——現在の市場価格に求められるべきであるとする、彼の基本的な態度に照応する主張であり、それはまた確実なる価値計算の基盤を将来に予想することが不可能であった、インフレーション下の当時の経済状態を反映するものでもあったと考えられる。インフレーション——特に現在の如くゆるやかなものではなくて、第一次大戦後のドイツのその如く極めて激しい形で現われる貨幣価値低下の時期においては、経済の物財に対する要求を正しく反映しないで、主として貨幣の側面から、物価が上昇するが、単にそれだけに止まらないで、経済全般の動きが狂い、将来予想は全く不可能となり、ただ現在の価格・金利など、その時に現われる価値体系しか、計算基準として信頼し得なくなるのである。このことは更に進んで、収益価値を否定し、企業の再生産価値をとる彼の基本的見解の基盤ともなっていると考えられるのであるが、それ以前に収益価値についても、このような背景が現在

の価値関係を重視させたと思われるのである。

もっとも後章で述べるように、企業会計の再出発のための、新しい価値基盤としての、総資本価値を求めるときには——企業者の将来予想により現在の企業の財産価値が影響をうけ、それが更に次期以降の損益計算に作用するというようなことがあってはならないから——現在の企業の財産額およびその構成に変化がないものとして、その収益価値が求められなければならない。しかしこの場合でも、操業度の上昇や販売能力の増大は、財産額とその構成に影響をおよぼさない限りにおいて、予想し得、計算に含め得るし、更に資本化率の変動は十分に顧慮されなければならないであろう。この点でも、われわれの考えとは、必ずしも一致しないのである。

しかもシュミット自身は、ここでは会計目的のためではなくて、企業そのものの取引価値の在り方を考えているようである。したがってシュミットが現在の価値関係を重視するのは、むしろ前述したようにあるいはまた後に論ずるように、彼の有機的把握とインフレーションの影響に拠ると思われるのである。

しかし正常なる経済の下においては、企業者にとって重要なのは、企業から将来彼にもたらされる、したがって売却するときには将来失なわれべき価値の流れである。それ故企業を形造る財産の現在の調達時価に作用するのも、実はこの将来の価値の流れと考えられるのである。現在のものがそのまま固定されて将来にも現われると仮定して、将来の利益の発展と資本化率の変化を予測することなく、収益価値を求めんとするシュミットの見解は極めて限定された場合にしか適用され得ないものであるといわなければならない。

更に第二に還元利率についての彼の見解が一定していないことが指摘されなければならない。あるときには、第一級の抵当証券利子により表わされる正常利子が採られる。⁽⁸⁾そして他の場合にはそれに危険プレミアムとして、第一級の確実なる固定利子証券の利廻りと工業株式の利廻りとの差を加えた利率が⁽⁹⁾勧められているのである。

そこでこれに関連して問題となるのは、シュミットが企業価値として求めようとしたのは、自己資本価値と総資本価値との何れかということ、つまり彼の三つの収益価値は、皆同じ対象をもっているのであろうかということである。この点については全然明らかでないが、後章にも述べるように、シュミットの計算方式では、企業の取引価値は求めることはできないと思われる。個々の企業者の立場を否定し、企業の将来の発展を無視しているからである。むしろ今迄みてきた所では彼にあっては、企業の自己資本の価値ではなくて、市場経済における資本の収益性測定の客観的な基準としての、個々の財産の再調達時価総計が測定される。すなわち企業総資本の価値を求めるということに、その基本的な観点があったと思われる。したがって、それが第一級の抵当証券利子と一致するか否かは別として、市場経済における一般的な収益性を表示するものとしての正常利率が一貫して採られるべきことは、ラックマンの述べる所からも明らかである。⁽¹⁰⁾ 株式利廻りの如きを顧慮するのは誠に不可解なことと考えられるのである。

次に第三に留意すべきは、「財産により条件づけられた収益価値」の計算——これは企業の取引価値とはなり得ないと、われわれには考えられるのであるが——において、企業者の個人的な給付に基づく剰余収益価値を如何にして除くかが、明らかにされていないことである。

シュミットはこの場合収益から出発することも可能であるとしてこれを認めるのであるが、その計算方法は示さない。そしてむしろ人的な剰余収益価値と物的な剰余収益価値との混同を避けるためには市場価値から出発すべきであるとする。物的な無形剰余収益価値は、その直接的なトレーガーと考えられる「特許権・鉱山・営業権などの財産を売却するとした時に、それらの再調達時価をこえて獲得され得る売上額」である。これを企業の再生産価値に加えることにより人的要因を除いた「財産により条件づけられた収益価値」が求められ得ると主張するのである。⁽¹¹⁾ しかし譲渡し得るとは言え、独占的な権利・所有・

有利な経営条件などの価値が結合体としての企業から切り離され、このような方法で測定され得るとは考えられない。また可能であったとしても企業の売却の基準たるべき価値を求めるときに、それを構成する価値の一部を売却価値から求めるというのは、循環論法に陥入ったものといわなければならない。

このように主張することによって、シュミットは「収益価値」を放棄して、再生産価値と売却価値との混同物を、企業の売却の価値としてとることになるのである。

後述する、企業者またはその補助者の人的給付に対する正当な報酬を費用として計上するという方法——シュマーレンバッハ、メレロヴィッツ、そしてわれわれもまたこれを支持したいと考えるのであるが——が、何故拒否されたのかも明らかではない。市場経済においては、秀れた人的給付もまた商品として現われる。企業にとっては再取得し得るものであり、原価値をもつものなのである。

しかしながら第四に考えねばならない最も大きな問題は、彼の一般的・客観的な企業価値の意味するものは何かということである。

最も普通に企業価値として考えられるものは、企業そのものの売買に際して基準となるべき価値であり、したがって——前述したように、将来の諸要因を計算に含めていないという点で厳密には一致しないけれども——シュミット自身もかかる場合にとられるべき価値として認めている「財産により条件づけられた収益価値」である。彼の「企業価値」ではない。

更にまた前節で述べたことから識られるように、彼の企業価値すなわち「市場において客観化された収益価値」の論理においては、競争企業の出現によって当該企業の物的な無形剰余収益価値が完全に失なわれ、その収益価値と再生産価値とが一致するという事、そしてまた企業を構成する個々の財産の市場における調達時価が、結合体としての企業の統一された目的すなわち利益により、ヨリ直接的に規定されるということが説かれた。つまり完全に再生産

し得、そして市場への完全なる影響力と適応性をもつ、「正常企業 (normale Unternehmung)」が前提とされているのである。

それ故此処では、現実の個別的な企業の価値ではなくて、規範的な、あるべき企業の、あるべき収益価値が一般的企業価値と称すべきものとされ、しかもその企業評価の目的は、一般の論者の通常意図する所にはなかったのである。

その意味は、メレロヴィッツやラックマンの指摘するように、また山下博士⁽¹²⁾の明らかにしておられるように、われわれの立場とは異なった、全体経済的な企業把握に結びつく、シュミットのユニークな立脚点に求められるのであって、次に此の点について考察を進めて見ることにする。

(8) F. Schmidt; a. a. O., S. 119.

(9) F. Schmidt; a. a. O., S. 75.

(10) F., Lackmann; Theorien und Verfahren der Unternehmungsverfahren, 1955, S. 106. 参照。

(11) F. Schmidt; a. a. O., S. 127-S. 128. 参照。

(12) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, S. 145, F. Lackmann; a. a. O., S. 104-S. 105, 及び山下勝治著「貸借対照表の理論」233-235頁, 246頁参照。

Ⅲ 有機的企業評価論の意味するもの

一般にいわれるようにシュミット会計理論の背景を形造るものは、有機的な企業把握 (organische Betriebsauffassung) である。

彼によれば企業は全体経済の機構の中の一つの細胞を形造り、市場を通じて国民経済および世界経済の全体的な機構に結びつくものである。全体の発展は生存する個々の細胞から影響を受け、また細胞は全体の中で、それに制約されながら生存し得るものであるが故に、全体経済、したがって市場における、その間の均衡を無視して企業の問題を扱うことは許されるものではない。

経営の計算は、一企業の枠にのみ限られ勝ちであったその視野を拡大し、市

場経済の認識に基づいて、個々の細胞としての企業と全体経済体（Gesamtwirtschaftskörper）との生活の調和を可能にするものでなければならない。⁽¹³⁾すなわち全体経済の変動に応じて、細胞としての企業が「その全体経済における相対的地位を保ち」その相対的な生産力を維持することが出来るような計算でなければならない。例えば他の諸企業が平均して二倍の生産力をもつにいたる時には、同様に当該企業の生産力も二倍となって、全体の生産と消費との均衡を可及的速やかに達し得るよう、利益と、資本すなわち財産との価値を測定しなければならぬのである。⁽¹⁴⁾

彼はこのように全体経済との均衡の維持という観点から、企業およびそこにおける経営計算のあるべき姿を把握し、そして調達時価に依拠して計算を行なうことにより、企業は、市場における需要と供給の変化——所得と生産性の変化——に即時に対応し、全体経済の生産の中で占める相対的地位を保ち、相対的な生産力を維持することが出来る⁽¹⁵⁾と説くのである。そして彼の「企業価値」も同じ課題を担うものとして理解することができる。

彼にあっては、細胞としての企業において貸借対照表能力を有する、企業価値こそが決定的なものであり、その故に企業を構成する個々の、原価値をもつ、財産の調達時価総計がとられたのである。それは経済全体の変化に応じて、損益計算においては現在の価値の諸関係に基づく利益を把握するための費用計算の基盤となり、他方財産計算としては企業の再生産価値つまり再生産に必要な現在の資本額を測定する。その結果として正常利子に対比すべき企業資本の現在の収益性を明確に示すことにより、企業拡大またはその新設のための資本投下、およびそれからの資本の引き上げのための正しい基準を与える。そして企業の全体経済における地位を維持せしめ、生産と消費の均衡をより速やかに達せしめるのである。⁽¹⁶⁾

すなわち「市場において客観化された収益価値」は、経営計算の基盤となることにより、全体経済における資本の運用を適正ならしめるのである。これに

対してもし無形の剰余または不足収益価値（Mehr- oder Minderertragswert）が財産の一部として、原価貯蔵所（Kostenspeicher）である貸借対照表に記録されるとすると、経営計算は混乱すると考えられる。何故なら無形剰余（または不足）価値の如く、調達市場とは無関係に何等の対価も要さず、単に利益が正常利子をこえて上昇することにより発生した価値を、費用計算の基盤に含めしめるとすると、調達市場における価格と販売市場における価格との差によって規定さるべき利益が、市場とは無関係にヨリ小（またはヨリ大）となり、他方企業資本の価値はヨリ大（またはヨリ小）となって、収益性は当初から正常利子率をもって表示される。その結果本来ならば全体経済の変化に応じて更に生ずべき資本の流入（または流出）がそこで止まり、したがって生産は不当に小（または大）となって、経済全体に均衡的に占める企業の地位を乱すことになるからである。

企業が売却されるときには、当然その取引は、客観的ではあるが個別的な「財産により条件づけられた収益価値」をもって行なわれる——前述したようにわれわれの立場からすると、このことにも疑問はあるが——であろうから、物的な無形剰余収益価値も原価価値を有するものとして貸借対照表に記録されることになる。⁽¹⁷⁾しかしこの場合においても企業の本質的な性格に変化がないとすれば、所有者が変わったというだけでは、その企業の経済全体の生産において占める地位は攪乱さるべきではないから、企業の取引価格とは別個に、貸借対照表上の財産価値——企業価値は取引以前の調達時価をもって記録することが望ましいと考えられるのである。⁽¹⁸⁾

われわれはこのように理解することによって、シュミットの「企業価値」のもつ意味を把えることが出来ると考える。

つまり彼においては、全体経済との均衡を維持するという観点から、貸借対照表能力をもち、経営計算の基盤として「正しい」利益と企業の再生産に必要な資本額を示すものが、企業の資本すなわち財産の価値として決定的な意味を

もつ。したがってその要求に最もよく応じ得ると考えられる、市場において「対価を支払って全体経済から得て来た」⁽¹⁹⁾財産の調達時価総計が、「企業価値」と称すべきものと考えられたのである。

メロヴィッツが「彼は一定の企業の価値を決定せんとしたのではなくて、その全ゆる個性性をこえた価値を求めんとした。……すなわち経済財が諸条件の変化への完全なる適応性を有すると仮定した場合に、長期的な一般的な経済の趨勢にしたがって変動する企業価値の中心たるべき価値を求めんとしたのであって……これは彼が個別企業の立場ではなくて国民経済学の立場に拠ることを意味する。」⁽²⁰⁾と評し、ラックマンが「シュミットの本質的な関心はむしろ有機論者の、全体経済的な観点からする、個有の企業理解を示すことにある。」⁽²¹⁾と指摘するように、我々はここに、シュミット理論の意義を認めることができる。

自由なる経済における一細胞としての正常企業がその相対的な価値と生産力を維持し、全体としての消費と生産との均衡を達することが出来るよう経営計算を行なわねばならないとする所謂有機観から出発し、そのための有効なる資本運用に必要な、収益性計算の基盤となるべき価値を求めて、シュミット独自の企業評価論が展開されているのを識ることができるのである。

われわれがみてきたように、この考え方の背後には——それ自体では古典的な国民経済学の論理を適用したものとしかみえないが——インフレーションが存在することが認められなければならない。有機観そのものの基本的な立場は、全体経済とその細胞たる企業経済との調和にあり、それは、われわれの企業会計目的のための企業評価という視角からみる限りにおいて——その調和の意味の理解にもよるが——終章で述べるように、必ずしも個々の財産の調達時価総計に拠る必要はない。現代の正常な経済を前提とし、そのトレーガーとしての企業自身のもつ課題を重視する立場からするときには、むしろ——無形資産を明確に把える——収益価値をとる方がより適切であると考えられる。前にも触れたように、シュミットが、収益価値測定に際して、将来の諸関係を軽視し、

現在の価値関係のみを取り上げたのは、インフレーションを前提としたためと思われるのであるが、その収益価値は、継続的な企業会計目的——一時的な売買目的ではなくて——のためには、極めて異常な経済の下では無意味となる。剰余収益価値または不足収益価値が不安定となるから、そのような要因を経営計算に導入し得るか否かも疑問となるが、それ以前に——その収益価値の前提となるべき——費用を確定することがより大きな問題として現われるのである。しかもそのためにも矢張り現在の価値関係——個々の財産の調達時価という——に抛らざるを得ないわけである。そしてこのことを有機観の立場から理論づけるために、古典的な自由経済の論理を援用したと思われるのである。

そしてまたその、非常に大きな企業者活動の弾力性を前提とした、古典的論理については、ラックマンが「近代経済の非常に動態的な変動は……企業価値の再生産価値への一致を阻止する。」⁽²²⁾と批判しているように、疑問がある。次章においても指摘するように、各企業にとって、競争は極めて個別的な形をとって現われるものであって、企業の収益価値や再生産価値とは無関係なものである。細胞としての正常企業の認識は、それが均衡過程における時間の要因を看過しているということからいっても誤りと考えられる。

更にわれわれが既にもみてきたように個々の点については、多くの疑問のあったことが想起されるのであって、この限りにおいてシュミット有機的企業評価論は、現代的意義をもたないように思われる。

しかしながら初めにも述べたようにシュミット企業評価論の意義は、このような欠陥をこえた所にある。それは、企業そのものの取引のための企業価値測定と、企業会計の目的のための企業価値測定とを明確に区別したことである。これは、少なくともドイツ企業評価論においては、最初の指摘であったと考える。われわれもまた、企業評価のこの二つの課題の認識から出発することが、企業評価理論の体系化を可能にすると考えられるものである。

シュミット企業評価論には、多くの疑問が残されており、その実際の適用と

いう点では極めて小さな現代的意義しかもたないと思われるけれども、全体経済的な特色ある一つの立脚点から企業価値の論理が示されたということ、そしてまたそれに関連して、主観的な「人的に条件づけられた全体収益価値」、客観的・個別的な「財産により物的に条件づけられた収益価値」、および客観的・一般的な「市場において客観化された収益価値」の三つの範疇が明確に区分されて認識されたということは、彼の理論のもつ秀れた特色であり、現代においても看過することの許されない点であるといわなければならない。

- (13) F. Schmidt; a. a. O., S. 47-S. 48. 参照。
- (14) F. Schmidt; a. a. O., S. 33-S. 34, S. 55-S. 56, S. 63-S. 64. 参照。
- (15) F. Schmidt; a. a. O., S. 37-S. 44, および山下勝治著; 前掲書208-214頁参照。
- (16) F. Schmidt; a. a. O., S. 55, S. 64. 参照。
- (17) F. Schmidt; a. a. O., S. 128.
- (18) F. Schmidt; a. a. O., S. 64, S. 88, S. 128-S. 130. 参照。
- (19) F. Schmidt; a. a. O., S. 88.
- (20) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 145.
- (21) F. Schmidt; a. a. O., S. 104-S. 105.
- (22) F. F. Lackmann; a. a. O., S. 108.

第6章 二元的企業評価論の完成

——シュマーレンバッハの企業評価論——

I シュマーレンバッハ企業評価論の基本的立場

既に今迄も屢々触れてきたように、シュマーレンバッハの企業評価論は、シュミットの有機的企業評価論とともに、第二次大戦前におけるドイツの企業評価論の二つのピークを形造るものである。

特にシュマーレンバッハのそれは、独自の国民経済的理解をその基盤において、第一部で述べた初期の企業評価論あるいは評価実務を、ヨリ精緻に理論づけ、集大成したものとして、非常に大きな意味をもっている。第二次大戦後——第7章で取上げる——メロヴィッツの所謂動的企業評価論が提起される迄は、これはドイツ企業評価論の支配的な見解であったし、現在でもなお実務上は伝統的理論として強く支持されているのである。

シュマーレンバッハは、企業評価に関しては既に早くからいくつかの論文を発表している。1918年の「Der Wert von Anlagen und Unternehmungen in Schätzungstechnik, ZfhF, Jg. 12. S. 1」および同年の「Theoretische Studie über den Gemeinen Wert, ZfhF, Jg. 12, S. 129.」, 1929年の「Zur Bewertung von Bergwerken, ZfhF, Jg. 23, S. 385」などがあげられる。これらは基本的な諸概念の確立において秀れた洞察を示しており、いずれも彼の企業評価論の形成の過程を跡づけるという点では極めて興味あるものであるが、しかしそれは本書の基本的な目的ではなく、またこれらの論文は今迄に断片的ではあったが何度か触れてきたところでもあるので、この章では、最も完全な形で彼の企業評価論が展開されている「Die Beteiligungsfinanzierung, 1954」を中心に、他のいくつかの文献を参照しつつ考察をすすめて行きたいと

思う。

シュマーレンバッハにあっては、評価計算一般が、最小の価値犠牲をもって最大の効用を得ること、すなわち最大の経済性を目的として行なわれるべきものとされるのであるが、企業評価もまた同様に考えられる。

彼によれば企業価値は「純粋なる資本価値」——彼の資本概念は、われわれのそれとは若干異なるが——の一つであり、それを正しく評価することは、特に資本授与者と資本受入者との間の取引（Verkehr）において重要な意味を有する。何故ならその評価が粗雑に行なわれるときには、一国に存する限定された量の資本をヨリ悪しき経営に投下して、ヨリ有効なる投資計画を放置せしめ、あるいはまたその資本について当然得てしかるべき効用への努力が行なわれずに、ヨリ低い効用をもって満足されるという結果を招くからである。⁽¹⁾したがって企業評価そのものは、その動因を外から与えられるものであって、その限りでは企業経営内部におけるよりも、むしろ信用経済における範疇であると考えられている。

ところが彼にあっては、その信用の二つの大きな柱を形造るものとして、参加信用（Beteiligungskredit）と貸付信用（Darlehnskredit）という資本の二つの流通形態が区分される。⁽²⁾というのはこの二つの形態は同時にまた、外部との関連においてなされ、そして資本家と経営の両者に対して異質的な効用をもたらす企業財務の二つの形態を示すものだからである。

つまり外部から資本を調達する企業の外部財務（Fremdfinanzierung）にあっては、参加財務（Beteiligungsfiananzierung）と貸付財務（Darlehnsfinanzierung）との二つの基本的な形態が存するが、シュマーレンバッハによれば「貸付の特質として考えられるのは固定利子であり……参加の諸関係において商人にとって最も重要なのは利益参加であって、屢々法律家によって重視される、参加資本に与えられる業務の執行権は、それが損益に対する参加に影響するが故に意味をもつにすぎない。」この利益参加のメルクマールは経常的利益のみならず、

清算または社員の退社時における企業の損益、つまり企業の存続期間全体を通じての価値変動への参加をも包括する。すなわち清算または社員の退社の場合に出資者の持分額の計算が、帳簿上の資本の名目額のみに参加するものとして計算される場合には、それは「貸付形態における持分計算を有する参加 (Beteiligung mit abfindung im Darlehnsform)」であり、一方それが正確なる企業価値計算に基づき、資本の名目額には現われない、例えば秘密積立金や秘密欠損をも含めた全ゆる価値変動に参加するものとして計算されるときには「参加形態における持分計算を有する参加 (Beteiligung mit Abfindung im Beteiligungsform)」であって経常的な利益に参加するものも後者の形態をとって始めて完全なる参加となり得るのである。⁽³⁾

勿論資本を受入れるときの当事者間の契約によって、参加財務と貸付財務との間に位置する種々の中間的な存在も考えられるけれども、シュマーレンバッハにおいては参加財務の概念はこのように規定され、企業評価がそれと、したがって自己資本の評価と必然的に結びつくものと考えられたのである。

そして更にそれに止まらず、その概念規定に基づいて参加信用なる、国民経済における資本の一つの流通形態が存し、「経営全体の価値の正確なる決定は、この参加信用においてこそ最も重要な意味をもつものであり……これに対して貸付信用にあっては経営価値の意義は後退する」と考えられ、そして企業価値は、この形態の資本をより大なる効用をもたらす投資対象に拘束し、最も経済的に運用することを約束する値——最適有効値をもって評価されなければならないと主張された。⁽⁴⁾

すなわち企業評価は参加財務の本質に結びつくもの、したがって始めに述べたことから明らかなように参加信用なる形態で流通する資本を、国民経済的により生産的に拘束し、最大の経済性を達するための、一つの計算基準として把握されたものであって、このことはまた、企業評価が特に全体経済的観点からする、自己資本評価の問題であるとする、彼の基本的な立場を明らかにす

るものといえるのである。

しかしながら同じ全体経済的な観点から出発するとはいえ、シュミットのそれとは異なる。シュマーレンバッハにあっては、外部の資本所有者の立場から企業それ自体の取引の基準となるべき価値が対象とされたのであって、企業内部の経営計算の基盤となるべき財産の価値を取り上げるのではないのである。したがってシュミットでは一般的な「市場において客観化された収益価値」としての、個々の財産の再調達時価総計が問題となったのに対して、シュマーレンバッハの企業価値は、具体的には、後に述べるように、その企業者または取引の各当事者にとっての個別的な収益価値である。何故なら自由なる価格決定機構の下では各取引の主体が、自身にとっての企業の正確なる価値を把握することにより始めて資本の拘束と自由化は最も経済的に行なわれ得るからである。そしてその故にこそまた自己資本の価値が対象とされたのであって、われわれは、同じ全体経済的な立場からするとはいえ、ここにシュミットの理論とは対立する、シュマーレンバッハ理論の立脚点を見出すことが出来る。

このシュマーレンバッハの、企業評価を自己資本の評価とする見解は、既に第4章でプリオンやモラルの見解にみられたように、あるいはまたレーマンが「企業評価は……自己資本収益価値 (Eigenkapitalertragswert) を求めるものである。⁽⁵⁾」と述べ、フォン・コルベが「企業価値は経営所有者に対する経営の効用の価値である。」⁽⁶⁾とするように、それ自体では必ずしも独特の見解とはいえない。

しかしわれわれが見たように、その出発点となった、国民経済における限定された量の資本を、最も経済的に拘束するための測定基準の一つを企業評価に求めんとする主張は、同じ目的から出発するシュミット理論との対比においても、彼の企業評価論における独自の立脚点と認めることができるのであるが、更にこれはまた「資本・信用および利子」で展開された、シュマーレンバッハの財務論に対する基本的な態度に連なるものでもあった。「自由なる資本が比

較的大きいということは国民経済の状態として良き徴候であるとはいえない。経済の最適状態は形成されつつある資本が可及的早く、その目的規定に達し、生産的に拘束されることにより達せられる。」⁽⁷⁾ という主張が、彼の企業評価論においても貫かれていることを看過してはならないのである。

- (1) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, 1954, S. 41. 及び E. Schmalenbach; Pretiale Wirtschaftslenkung, Band I, Die optimale Geltungszahl, 1948, S. 91. 及び E. Schmalenbach; Kostenrechnung und Preispolitik, 1956, S. 126, S. 138, S. 141. 参照。
- (2) E. Schmalenbach; Kapital, Kredit und Zins, 1951, S. 33-S. 34, S. 43-S. 45. 参照
- (3) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung S. 9-S. 10. 参照。
- (4) E. Schmalenbach; Die optimale Geltungszahl, S. 91. 参照。
- (5) M. R. Lehmann; Allgemeine Grundsätze für die Bewertung ganzer Unternehmen, Z. f. B., 1954, S. 66, S. 68. 参照。
- (6) W. B. von Colbe; Objective oder Subjective Unternehmungsbewertung? Z. f. B., 1957, S. 113, S. 115. 参照。
- (7) E. Schmalenbach; Kapital, Kredit und Zins, 1951, S. 32.

II 企業価値の決定要因

——収益価値と実物価値——

企業価値を決定するに際して、シュマーレンバッハにおいても問題となるのは——古くから家屋の評価に適用された考え方や、プリオン、モラル、シューベルトなどの見解にみられたのと同じように——企業価値の主要形態としての収益価値 (Ertragswert)、およびその計算上の補助形態としての実物価値 (Sachwert——企業を構成する個々の資産の再生産原価の総計。後にも述べるようにシュミットの「市場において客観化された収益価値」と同じものと考えられる) である。

彼は、1. 競争危険を顧慮しない場合と、2. 競争危険を顧慮する場合とについて企業価値の計算を論ずる。

第1の場合においては、企業の価値はその企業を創り出すに要する再生産原価——実物価値とは無関係に、社会経済における企業の効用の価値、すなわち収益価値によってのみ決定される。

既にわれわれが前に触れたように、シュマーレンバッハにあっては、企業の価値はその全体としての組織が効用をもたらすことにより生ずるのであって、経営に拘束された個々の資産は、それが企業に結合されている間は、独立した効用をもたないが故に、それ自体では価値を有することはない。つまり投下された個々の資本財は自己の効用の独立性を放棄し、企業という経済単位の有する別個の効用の中に吸収され、それと同時に個々の価値も組織全体の価値に同化して、新しい価値を形造る。

企業価値は原則としてこの結合価値 (Verbundenheitswert) により表わされるのであり、したがってそれは企業に存する個々の資産の価値額——虚構的な個別価値 (fiktiver Einzelwert) を加算しても計算し得るものでなく、企業全体のもたらす効果により決定されるのである。⁽⁸⁾

そしてこのように形成される企業価値は、純粹なる資本価値の一つであり、したがって「資本・信用および利子」でも見られるようにそれを決定するのは、取引の主体、つまり資本の授与者と資本の受入者にとって、企業が有する将来の効用であって、過去において要した原価や遂行した給付ではない。「一企業を購入せんとするものは、経済的には、それが彼に将来もたらすもの以外に何等の関心をも有するものではない。また売却するものも経済的に思考するならば、その計算を将来に向けなければならない。というのは彼にとっては、売却により、企業が過去において行なって来た給付が失なわれるのではなくて、企業が将来なお遂行するであろうと期待される給付が失なわれるからである。」⁽⁹⁾

すなわちラックマンが「シュマーレンバッハの理論は……一部主観的な立脚点に、一部経営を越えた、全体経済的な立脚点に拠っている。」⁽¹⁰⁾と評するように、そしてフォン・コルベもまた、シュマーレンバッハの理論を主観的企業評価論

であると指摘している⁽¹¹⁾ように、企業価値が取引のそれぞれの当事者の個別的な諸関係に依拠するものであることが主張された。われわれは、ここにもシュミットや、後に見るメレロヴィッツの理論との基本的な差異の一つを見出すことができるのであるが、また一方初期のシューベルトやモラルの理論のように所謂一般価値に指向するものではないということも識られる。モラルと同じように企業の持分価値あるいは自己資本価値の測定を課題とするものではあるが、ヨリ高次の国民経済的観点から出発しながら、企業をめぐる利害関係者の主観的観点にも重点がおかれているのである。

この企業の将来における効用の可能性は種々のものであり得るが、社会経済上通常は利益経済活動（Ertragswirtschaftung）を通じてもたらされるが故に、効用の価値は利益として現われ、したがって企業の価値は将来の企業利益により決定されるのである⁽¹²⁾。

ところで企業の効用の価値として利益がとられ得る——第1章で述べたように利益は企業のもつ効用の一部でしかなく、したがって企業の資本としての価値を測定するためには決定的な基準となり得るけれども、経済の体制無関連的・一般的範疇としての価値測定の基準とはなり得ないという点で、この考え方には大きな問題が残されてはいるが——としても、将来の利用の様式が決定されていないときにはなおいくつかの撰択可能性の存することがあるが、「予想する場合には最大可能なる効用——最大の利益を生むと思われる企業の利用が仮定されるべきである。何故なら、もの（Sache）に種々の利用可能性が存するときには、この中最善のものに従って利用され、評価されるものと考えられるからである。」⁽¹³⁾

しかしながら、このように将来の事実が評価にとって決定的なものであるという原則を設定したとしても、それは過去を全て無視するものではないのであって、過去が、将来利益を予測する手段として用いられ得る限りにおいて、顧慮すべき要因たることはいう迄もない⁽¹⁴⁾。

これに対して第2の将来の競争危険を顧慮する場合には、事情は異なって、企業の実物価値が重要な意味をもつことになる。

シュマーレンバッハによると、人は、費した価値に照応する以上の効用を得ることが出来ないときには敢えて資本投下を行なわないが故に、ある企業を創り上げるためには、その企業の収益価値は実物価値よりも高くなければならぬ。逆にいえば、自由なる価格決定機構の下では、企業の収益価値がその実物価値よりも大なるときには、この二つが一致する迄競争企業が現れると考えられる。したがって企業の実物価値は同種企業の、稀少性閾(Seltenheitsschwelle)を示す。つまり実物価値は収益価値との関連において、企業の稀少性を決定する一つの限界を形造るのであって、二つの価値の差が大なる程競争企業が現われることが期待され、それによって、同種企業の稀少性が減じ、したがって明確に予測し得ないけれども将来の利益も減少し、同時にそれに依拠する現在の企業価値も既に低下している可能性が存するのである。それ故競争危険を顧慮するときには、企業の評価は収益価値のみならず、企業の実物価値をも考慮しなければならない。すなわち収益価値が実物価値より小なるときには、上述した所から明らかなように競争企業の現われる可能性はないと考えられるから、企業価値を決定するのは収益価値であり、また収益価値が実物価値よりも大なるときでは、何等かの他の理由で競争危険が全く予想されない場合には、収益価値がとられるが、それ以外ではこの二つの価値の間において適切なる企業価値が計算されるのである。⁽¹⁵⁾

この収益価値と実物価値と二つの要因によって企業価値が決定されるという、二元的企業評価の思考——競争危険の存しない企業の前提は極めて非現実的であって、通常は競争危険を予想するのが当然であるから、実質的には殆どの場合二つの要因から測定されることになると思われる——は、われわれが第1部でみてきたように、既に古く家屋の評価や鉄道・電気などの企業評価に適用され、後プリオン、モラル、シューベルトなどの企業評価論に——明確な論証

を行なうことなく、極めて素朴な形においてであったが——うけつがれたものであった。シュマーレンバッハは、収益価値の認識に拠りながらそれと矛盾することなく、このドイツ企業評価の伝統的思考を、競争危険の概念を導き入れることにより、理論づけようとしたのである。

この考え方は、後にも第10章で触れるように、現在もなお極めて一般的のものであって、例えばレーマンにあっては更に、これを布衍して、清算価値をも導入し三つの場合が考えられている。

1. 清算価値<実体価値 (Substanzwert)<収益価値
2. 清算価値<収益価値<実体価値
3. 収益価値<清算価値, 収益価値<実体価値

すなわち企業価値は、2のときには収益価値により、3のときには清算価値により決定されるが、1の場合にはシュマーレンバッハと同様、企業価値は収益価値と実体価値とにより、その範囲を限定され、競争企業の現われる可能性の大小によってその間のどこかで決定されるものと考えられている。⁽¹⁶⁾

われわれには、ここにも伝統的企業評価論の集大成としての、シュマーレンバッハ企業評価論のもつ最も大きな意義の一つを認めることができるのである。

もっともこの競争危険の概念の導入による、収益価値思考からの、伝統的企業評価方式の理論づけは、戦後それに対して多くの反論が展開されているし、理論的には既に現代的意義を失なっているように思われる。

例えばこれに対してヨーナスは、実務上実物価値は収益価値以上にその決定が困難であり、それをもって企業の将来利益予測の不確実性——企業評価における競争危険を、将来利益または還元利率においてのみ顧慮することの不確実性をいくらかでも柔らげんとする企てがあるとしても、それは無意味であると指摘しているが、⁽¹⁷⁾メロヴィッツもこのシュマーレンバッハの説を否定する。彼によれば実物価値が企業評価において顧慮されなければならないのは、それが企業規模を通じて利益に影響するか、あるいは個々の資産価値相互間の、ま

たはそれと資本との構成が利益に影響を及ぼす限りにおいてである。シュマーレンバッハのように再生産原価を稀少性閾——競争企業の出現する限界値として、価値を規定する本質的要因と考える二元論的な思考は、古い型の国民経済学の客観価値理論であり、かかる価値法則は全体経済的な傾向としてのみ貫かれ得るものであって個別経済に適用され得るものではない。個々の企業経営にあっては企業の再生産原価と収益との間の直接的な関連は認められず、競争危険の大きさは個々によって非常に異なった諸要因により決定されるのであって、したがって実物価値と収益価値との差額は何等競争危険の大きさの尺度たり得るものではない。むしろ競争危険は既に将来利益または資本化率が正しく予測されるときに、その中で顧慮されるべきであって、更にかかる要因を計算に入れるのは「収益価値」が厳密に計算されていないことを意味するか、あるいは二重計算の誤りに陥ち入るものといわねばならない。それ故、メレロヴィッツにあっては、二つの価値の大小関係に基づいて企業価値を決定することは認められず、決定的なものは収益価値のみであって「われわれはこの収益価値と実物価値との両者により価値を決定するという二元論に、シュマーレンバッハ理論の主要なる欠陥を見出すのである。」⁽¹⁸⁾と主張された。

この批判はいう迄もなく、後で見るようなメレロヴィッツの、個々の企業の将来利益のみを唯一の実体として、国民経済的な諸関係を認めない立場から、シュマーレンバッハの価値理論を全く否定するものである。その意味では超越的な性格をもっているともいえる。

しかしながら、企業価値がシュマーレンバッハの、自由なる価格決定機構の前提に立って、競争企業の出現が収益価値と実物価値との差額によって規定されるとする理論により正しく把握されるとしても、フォン・コルベヤヤコブの指摘する⁽¹⁹⁾ように、それ以外に既存の企業との間に続けられてきた競争が大きな意味をもつ。そして、それらを含めたより広い競争の現われ方は個別的な、その事業分野の性格・企業の製品・技術・立地・原価構成・巨大な必要投資額お

よびその変動・企業建設期間などの条件によって異なり、利益したがって収益価値の低下の仕方も異なって来る筈である。

シュマーレンバッハのいう競争危険の考えは、ある一定の事業分野の収益性が全体的に高く、限界企業ですら正常以上の利益率をもつという、極めて特殊な条件の下においてのみ妥当するものである。つまり個々の企業の収益価値が如何に高くとも、その企業の属する事業分野の限界企業の利益率が正常またはそれ以下であれば、競争企業は当然には出現しない。あるいは少なくともヨリ出現し難いわけである。そしてまた逆に、その企業の利益率が正常またはそれ以下、つまり収益価値が実物価値またはそれ以下であっても、同じ事業分野のヨリ秀れた企業は、積極的に設備拡張・生産増大を行なうであろうし、また優秀な組織と技術をもつものであって、外部から競争企業として新たに出現するものも予想され得るのである。

このように企業の競争危険は、個別的な諸条件により異なるのであって、収益価値が実物価値以上であるということとは、無関係に把握されなければならない。競争危険を顧慮した収益価値は、その個々の企業における個々の危険を将来利益に含めて、あるいはそれが困難なときは資本化率に含めることにより、実物価値に依存することなく計算され得るのであって、シュマーレンバッハにおいて何故この方法が放棄されたかは、少なくとも理論的には、明らかではない。したがってまた彼の見解では、競争危険を顧慮する場合には、厳密な意味での企業の将来利益により決定される価値すなわち「収益価値」なる概念が全面的に貫かれ得たとはいえない。個別的な競争の条件を無視して一定の公式（後の計算例参照）を適用することにより、実物価値と彼のいう収益価値とから求められた企業価値は、レーマンの指摘する⁽²⁰⁾ように真の収益価値とは偶然にしか一致することのない値により代用されているにすぎない。

そして更にラックマンが「収益価値が実物価値以下にあるときには、個々の⁽²¹⁾企業の解散により競争が減じ、それにより将来の収益は改善されよう。」と述

べるように、自由なる価格決定機構を前提とするならば、一度成立した企業の硬直性は考慮されなければならないとしても、この場合にも実物価値から全く離れて企業価値を決定することは出来ないのではないかという疑問も提起され得るのであって、これらの点についてなおシュマーレンバッハの理論は不十分であったといわなければならない。

このようにシュマーレンバッハは、基本的には、われわれと同じように、収益価値を企業価値の本質的な規定要因と考え、伝統的な二元的企業評価の方式をも、競争危険の概念を導入することにより、彼自身の理論の中で説明しようと企てた。そして少なくともある歴史的・経済的背景の下においては、その理論づけは支持され、実務的にも理論的にもドイツ企業評価論の支配的見解とされてきたのであるが、それが、少なくとも理論的には、誤りであったことは、既にわれわれのみて来たところである。

シュマーレンバッハ企業評価論は、前述したように伝統的な二元的企業評価論の完成を示すものとして極めて大きな意義をもつけれども、純粋に収益価値の観点からみると、矢張り理論的に超克されなければならないものなのである。

- (8) E. Schmalenbach; Kapital, Kredit und Zins, S. 96. および「動的貸借対照表論」邦訳54頁, 194頁参照。
- (9) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, S. 37, 拙稿「資本概念の考察」六甲台論集第十五巻第二号一頁参照。
- (10) F. Lackmann; Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, S. 101.
- (11) W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg, 1957, S. 17. 参照。
- (12) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 37. 参照。
- (13) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 37.
- (14) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 37-S. 38. 参照
- (15) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 61-S. 62, S. 65. 参照
- (16) M. R. Lehmann; a. a. O., S. 73.
- (17) H. Jonas; Zur Gutachtlichen Methodik bei der Unternehmung, Z. f. B., 1955,

- S. 273. 参照
- (18) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, S. 20-S. 21, S. 34, S. 93, S. 108, S. 138-S. 139, S. 226. 参照。
- (19) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 22. および H. Jacob; Der Zukunftserfolgsbegriff und die Verfahren der Unternehmungsbewertung, Z. f. B., 1961, S. 241-S. 242. 参照。
- (20) M. R. Lehmann; a. a. O., S. 74. 参照。
- (21) F. Lackmann; a. a. O., S. 73.

Ⅲ 将来利益の測定

以上われわれは、その企業評価論の基盤ともいうべき、シュマーレンバッハの国民経済的な立場からする企業価値の位置づけおよびその本質の理解を概観し終えた。上述した所からも察することができるように、シュマーレンバッハにあっては評価計算の手続きは、

I 将来利益の測定

- a. 比較年度利益の調整
- b. 平均計算——比較利益の算定
- c. 比較利益の将来利益への修正

Ⅱ 資本化率の決定

- Ⅲ a. 資本還元計算による収益価値——競争危険を顧慮しないときの企業価値の決定
- b. 実物価値と収益価値とから、競争危険を顧慮するときの企業価値の決定

の順序に従って行なわれるが、その個々の細かい点の検討は他に譲るとして、此処ではⅠを取り上げて検討して見たいと考える。

企業価値は将来の利益に依拠するものであり、それ故その価値は直接に、確定的に計算 (berechnen) され得るものではなく、できるだけ確実なる方式で将来の予測から推論される、すなわち見積り評価 (schätzen) されるに止まる

ものである。したがって前にも触れた如く、目的は将来利益の測定にあるのであるが、企業評価の本質に照応して有用なる値を得るために過去の損益計算に示された利益額を若干の項目について調整した後、その何年かの値を平均して比較利益（Vergleichserfolg、片岡博士はこれを調整利益と訳しておられる⁽²²⁾）を求めそれを修正することにより将来利益を予測する手続きが採られるのであって、シュマーレンバッハは、これを三つの段階に分けて展開する。

a. 比較年度の利益の調整

われわれがみて来たように、シュマーレンバッハにあっては、資本化計算の一要因として扱えられる利益は、将来に期待される自己資本の効用をできるだけ確実に現わすものでなければならぬが、この目的に照応して有用なる比較利益を得るためには、通常の過去の損益計算で示された利益額は必ずしもそのまま用い得ないのであって、したがって若干の項目について調整が必要とされる。シュマーレンバッハはまず第一に行なわなければならないのは秘密積立金および秘密損失の除去であると述べた後、特に注意すべき項目として次の6つを上げる。

(1) 財務活動の結果、当然に生ずると考えられる利子費用の計上。

(2) 経営者に対する給料・報酬および正常な費用をこえて行なわれた私的な支出。企業において、経営者の活動から生ずる価値は、企業価値が一つの資本価値であるということからするならば、企業価値を決定する利益とはなり得ない。例えば所有者が同時に経営者でもある企業が売却される場合、その特定の労働給付は企業と一緒に売却され得るものではないのであって、したがってその所有者——経営者が利益配分以外のものを得ていないか、あるいはその活動に照応するよりも低い報酬しか受けとっていないときでも、活動に対する正当な報酬は費用として計上されなければならない。そしてまた逆に企業の経営者が恣意的に、利益たるべきものを自身の活動の報酬または他の費用とするときには、これを修正しなければならないと考えられた。シュミットの場合におけ

と同様に、特別な個人的能力や所有関係などの人的諸条件から生ずる損益は除かれるのである。

- (3) 全ゆる種類の租税公課。
- (4) 修繕費またはその他の費用に計上された設備勘定。
- (5) 貸倒れ損失 (Debitorenverluste)。

(6) 中性損益。ここで特に留意されなければならないのは、これらの項目を適切なる計算期間に帰属させることである。また経営における不要な資産に要する費用や他企業への参加からの利益などの経常的な、しかし営業外の費用収益については、その資産が企業の一部として買手に譲渡されるときには、これを損益の中に含め全体として把えることもできるが、あるいはまた損益に含めないで、別個に評価して加えることも考えられる⁽²³⁾。

始めに留意されなければならないのは、支払利子である。シュマーレンバッハにあっては、企業評価は、自己資本評価であり、その計算要因となる利益も自己資本に帰属すべきものでなければならず、したがって支払利子が費用に入れられるのである。そして同じ立場を採るレーマンの見解もまたこれに一致している⁽²⁴⁾。後に述べるメロヴィッツとは対照的な、彼の立脚点の一つがここにも現われているのを識るのである。

次に注目されなければならないのは租税である。シュマーレンバッハの主張は、他の租税公課とともに企業の法人税をも利益には含めないとするものと解される。個人企業または合名会社においては、所得税は個人勘定にチャージされるから差引く必要はないが、株式会社では差引くべきである、と主張されているのである。

この極めて困難な問題点については、改めて第9章において詳細に取上げることにするが、メロヴィッツは——後にもみるように、彼がこの主張を行なうのはその理論的立場からいって矛盾していると思われるのであるが——「実務においては、これについて統一的な見解はない。……が企業の立場からするな

らば、企業の法人税 (Körperschaftsteuer) も営業利益税 (Gewerbeertragsteuer) も利益から差し引かれるべきである。何故なら両者とも、資本に帰属すべき利益を縮小せしめるものであり、それが収益価値に影響をおよぼすことは許さるべきではないからである。」と述べ、ヨナスにあっても「資本化計算の基盤となるべき利益は真の資本増加として得られたものであり、……企業を購入せんとするものにとっては、収益への負担となる全ゆる要因を差引いて後に企業に残されたもののみが価値を有し、売却者もまたそれを資本化した額以上のもので売却することはできない。国庫の企業への参加は購入者に何等の効用も与えない価値であって、それを支払うよう要求することはできない。」⁽²⁵⁾と主張されている。いづれにせよ、このこともまた自己資本価値あるいは持分価値に属する純粋な利益を求めんとする、シュマーレンバッハの基本的な立脚点を示すものである。

更に触れておかなければならないのは、中性損益である。これについても論者の見解は必ずしも一致していない。前述したようにシュマーレンバッハは、メレロヴィッツと同様、異常であると経常的であるとを問わず、一応損益に算入すべきものとするが、他方対象となる損益から除去すべきであるとする見解もある。例えばレーベルは全て除くことを主張し、レーマンでは、異常損益は除くが、中性損益のうち経常的なもの——例えば他企業への参加からの利益は計上する⁽²⁶⁾という立場をとっている。

b. 平均計算

計算の対象となるべき損益項目の調整手続きが確実されてもなお一ケ年の数値のみでは、将来利益の基礎としては不確定であり、したがって更に利益の偶然性を除くために過去の何年間かの数値によって平均計算が行なわれる。

シュマーレンバッハによると、ドイツの実務界——例えば古いプロシヤの所得税法、種々の契約および Berliner Verfahren といわれる税法上の企業評価手続きなど——においては過去3年の平均がとられ、またその中でも第一次戦

時税法においては、できるだけ利益の偶然性を除かんとすることから、最近の5年間をとってその中の最も悪い年と良い年とを除いた後の3年間を平均する方法も考えられた。

しかしながら景気変動の影響を除かんとすれば3年ではいう迄もなく、聖書に書かれている7年の期間でも充分ではない。事情によっては15年～20年をとらなければならないし、また過去において経済の構造的変動や経営組織上の大きな改革が行なわれたような場合には過去の平均よりも、むしろ最終年度のみをとる方が妥当なこともある。シュマーレンバッハは、景気変動や趨勢変動の大きな波の中にあるとき、あるいは増資が最近に行なわれたときには、平均計算は何等意味のないものであるとし、これらの方法がそれぞれ個々の条件に応じて適用さるべきものであり、定式化することは避けなければならないことを強調する。

更に留意すべきは、シュマーレンバッハが、過去何年かの利益から「上方または下方——の継続的な発展が明らかとなる場合には、獲得される全利益を総計し、それを（趨勢に応じて）個々の年度に配分することが適切と思われる。」と述べていること、すなわち比較利益を一つの値としてではなく、趨勢線として扱えんとしていることである。このことはまた将来継続的に獲得し得る利益をも趨勢線で表わすことを示唆するものであって、われわれは、一定の平均利益に資本化乗数を乗じた素朴な初期の企業評価論とは異なって、企業価値計算をその将来の各年度の個々の利益に基づいて、できるだけ正確に行なわんとする計算技術上の努力をここに認めることができるのである。⁽²⁷⁾

事実シュマーレンバッハ以後、メロヴィッツ、ヨナス、レーマンなどによっても、将来の発展傾向をみるための過去の資料の収集という観点が強調されているのである。ただシュマーレンバッハが利益のみの発展傾向を考えたのに対して、レーマンが「その傾向を判断するのに、自己資本利益からのみ出発することが實際上最も合理的か否かは疑問である。」として、経営における将

来の成果の分配関係の変化により予想利益が影響されることがあってはならないという観点から、企業の付加価値生産額（Wertschöpfung——その内容は、利益、支払利子、企業者俸給、賃金、給料、税、社会費用など）のカーブから、利益の発展傾向を測定することを主張し、また、後にもみるように、メレロヴィッツが販売曲線を基準としていることは計算技術上、注目に値する点である⁽²⁸⁾と思われる。

c. 比較利益の将来利益への修正

かくして計算された比較利益は、それが一つの値であると趨勢線であるとを問わず、なお「過去の結果に基づいてのみ決定された、将来継続的に獲得し得ると期待される、企業の純益」を示すに止まる。つまりその本質を過去に限定されたものであって、そのままでは企業の評価計算の要因として用い得るものではなく、更に予測される将来の種々の条件を考慮して修正しなければならない。シュマーレンバッハによると、その要因として考えられるのは、予想される企業の組織変更により新たに必要となる諸費用（例えば株式会社に転換する場合においては監査役報酬、監査費用、株主総会費用など）および税負担の変化、その事業分野または国民経済の情勢により予想される操業度の変化、賃金の上昇、設備資産の老朽速度の変化、新しい生産方法の採用に基づく利益の変化である。

この場合遠い将来の利益は予測が困難であるから、企業評価において用い得る将来利益（100 D. M.）の現在価値

将来年度	資 本 化 率		
	4 %	8 %	12 %
1 年後	96.2 DM	92.6 DM	89.3 DM
10 "	67.6 "	46.4 "	32.2 "
25 "	37.5 "	14.8 "	5.9 "
50 "	14.0 "	2.1 "	0.3 "

ないという反論がある。理論的にはこのことは確かに否定さるべきではない。しかしながら、将来利益は、現在の企業価値に対しては、それが遠い将来にある程小さな影響しかおよぼさない。表に示すように、資本化率の大きさによっても異なるが、8%のときには、25年目の利益は46.4DM、50年目の利益は、2.1DMにしかならない。したがって収益価値は、最も近い将来の年度の利益により規定されるのであって、計算技術上は、極めて遠い将来の利益を正確に予測することは余り意味がないのである。⁽²⁹⁾

ところでここで更に重要なことは、シュマーレンバッハにあっては、前にも触れたように、損益に対する企業者の特殊な個人的能力や所有関係などの諸条件の影響は除かれなければならないのであるが、単に比較利益の将来利益への修正の場合においては「評価される企業の現在の状態から、部門および全体経済の発展を顧慮して客観的に予測される損益の変動のみが取り上げられるべきである。すなわち未だ遂行されざる経営上の措置は計算に入れられるべきではないし、また金融取引に参加する人間の個人的な特性に基づいて発生すると考えられる将来の変化も顧慮されてはならない。」と述べられている。しかし、他方前述したように、シュマーレンバッハにあっては企業評価において、その企業にいくつかの利用の可能性が予想されるときには、取引の当事者にとって「最大可能なる効用——最大の利益を生むと思われる企業の利用が仮定されるべきである。」⁽³⁰⁾とも主張された。

つまり此扱で考えなければならないのはこの二つの主張の関係である。後の主張からいうと、行なうと行なわれざるを問わず、また経営者の個人的能力の如何によらず企業の最大の利用の可能性をとるようにも解釈されるが、先の方の序述からは、シュミットにおけると同様人的・物的な特殊な剰余利益を、除かんと企てていると解釈出来ないこともない。いずれにせよその間の関係は明らかでなく、検討を加える必要があると考えられる。

シュマーレンバッハでは企業評価の目的は前述したように国民経済において

参加信用なる流通形態をとる資本に、生産的拘束のための一つの計算基準を与えることであった。したがって取引の各当事者にとってその企業に多くの利用可能性があるときには、企業がその中最大の効用をもたらすもの以外の対象に拘束されることは経済法則に反するから、彼等にとって期待される最大の効用の価値が採られなければならない。

ところがそれに対する第一の制約として現われるのが、企業価値もまた純粋なる資本価値の一つであり、したがって、それが国民経済における資本の拘束の客観的な基準たるためには、計算上過去将来を問わず移転し得えない企業者の個人的な影響を除去しなければならないという命題である。ただこの制約の範囲内ではなお特定の企業者活動はそれに対する正当なる報酬を通じて損益に反映させることが指示されるに止まって、特別なる販売、金融関係を除去し、予想される合理化を計算に入れることを禁ずることを意味するものではなかったと解される。何故なら正当なる企業者報酬を計算した上で更に、その特別なる能力から生ずる金融関係上の有利さを除くことは二重計算を行なわしめることになるからである。そしてまた彼の意図する個別的な資本価値としての企業価値を測定する場合には、現在の企業者の人的な要因によるものでなければ、他企業との特に有利な固定的な関係から生ずる利益は除去すべきではないからである。

そして更に計算技術上の限定である利益の継続獲得の可能性が第二のより高次の制約として存在する。比較利益の計算において重要なことの一つは、将来生じ得る可能性のない項目を除去することである。正当な企業者報酬も実はこの観点から計上されるのであるが、なおそれのみでは把えられない、特殊な人的・物的諸関係に基づく、将来獲得可能性のない損益が除かれなければならないのであったのである。

これに対して将来利益を予測するときには、かかる利益の継続的獲得の可能性の顧慮が後退するのは当然であり、これにかわって第三の計算の確実性が決

定的な意味をもつが、此扱では将来考えられる条件の変化の中、計算不確実な要因のみが除かれるのである。「未だ遂行されざる措置や金融取引に参加する人間の個人的な影響を除かねばならない。」という主張は、企業者への正当なる報酬を費用として計上する限り、過去の数値から比較利益を計算するときとは異なって、経営の現状に基づいて、それが少なくとも実現可能ではなく、数値の上で明確に計算され得ない限りにおいてのみ適用されるものと解されなければならない。

私はシュマーレンバッハは、基本的には、人間的な給付に基づく損益は除去するが、なお取引における各当事者にとっての個別的な価値、つまり（シュミットが将来変化の諸要因を計算に含めていないという点で、厳密な意味では一致するものではないけれども）シュミットの所謂客観的個別的な「財産により条件づけられた収益価値」を対象とするものと理解する。したがって、また彼の主張を、当然予想され確実に計算され得る場合には、そして正当なる企業者報酬が計上されている場合には、組織変更という迄もなく操業度の変化、増資、合理化、他企業との結合など予想される全ての個別的な変化を顧慮して、その範囲内での企業の最大の利用可能性を撰択し、将来獲得可能と期待される最大の利益を計算して、企業価値を測定する見解として把握するものである。またかく理解することによってのみ、シュマーレンバッハの全体経済的なそして具体的には個別的な企業価値——自己資本価値または持分価値としての——を求めんとする立場が、一貫して把えられ得るものとするのである。

- (22) 片岡義雄；「企業評価における将来純利益の推算」企業会計1957年5月号8頁。
- (23) E. Schmalenbach；Die Beteiligungsfinanzierung, S. 40-S. 41. および S. 77.
- (24) M. R. Lehmann；Theorie der Ertragswert-Ermittlung im Rahmen der Unternehmungsbewertung, Z. f. B., 1954, S. 468.
- (25) E. Schmalenbach；Die Aktiengesellschaft, 1950, S. 103. および K. Mellerowicz；a. a. O., S. 65. および H. Jonas；Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrags bei der Unternehmungsbewertung, Z. f. B., 1954, S. 169.

- (26) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 66. および M. R. Lehmann; a. a. O., S. 467.
- (27) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, S. 41-S. 44. 参照。なお趨勢線として把えた将来利益から企業評価計算を行なうことについては、片岡博士が次の論文で秀れた見解を展開しておられる。片岡義雄; 「収益価値による企業の評価」企業会計1956年9月号, 35-41頁。
- (28) M. R. Lehmann; a. a. O., S. 468-S. 469. および K. Mellerowicz; a. a. O., S. 67. 参照
- (29) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 48-S. 49. なお将来利益の収益価値におよぼす影響については, K. Hax; Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, Betriebswirtschaftl. Beiträge, 2 Lieferung, 1948, S. 98. 参照。
- (30) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 37, S. 48, S. 55. 参照

IV 資本化率の決定

次にわれわれは企業価値計算の第二の主要要因たる資本化利率を問題にすることになる。それは、その小さな差異も計算の結果を非常に異ならしめるが故に、その決定は重要であるが、比処でも種々多様な見解が存在する。

シュマーレンバッハによれば「出発点となるのは同種企業の現在の状況の下で期待し得る有効利子 (effektiv Zins) であり、……用いらるべき資本化率は第一に現在の資本市場の諸関係に依拠し、第二に企業形態、企業規模およびその事業分野 (Geschäftszweige) に関する当該企業の特別なる諸関係により規定される。」⁽³¹⁾ のであって、同じ事業分野の資本市場における平均的な自己資本の利廻り (Rendite) を基準としてとり、それを企業形態および企業規模について修正することにより決定される。企業形態について問題となることは、その形態による持分の市場流通 (Mobilisation) の難易である。持分が市場流通性をもっていないことが、その企業に適用される資本化率を大ならしめることは容易に考えられるが、企業規模の利益への影響は極めて複雑である。大経営では新たな技術の採用、社会への大なる影響力、利益の安定性、資料蒐集の容易

さなどの点で小規模企業よりも優位に立つ。したがって弾力性が乏しいという難点はあるにしても、大体においてより低い資本化率で計算を行なうことが出来ると考えられる。

そしてこれらの考慮に基づき、シュマーレンバッハは「経済の安定していた戦前では、資本化利子率の決定に対して、信頼し得る最善のデータを見出すための抛り所は株式相場表 (Kurszettel) であった。」として、株式の配当利廻りから出発して還元利子率を決定する。例えばある、その持分が市場に流通していない小企業の資本化利子率は、

同じ事業分野の会社の株式配当平均利廻り	—— 5 %
小規模なるが故の追加分 (上の20%)	$\frac{1\%}{6\%}$
持分に市場流通性がないが故の追加分 (上の50%)	$\frac{3\%}{9\%}$

となる。但しこの場合資本化率においても、分母となる利益と同様、現在のもののみならず将来の利子率が求められなければならないことはいふ迄もない。したがって此処でも将来各年度における利子率の発展傾向が問題となることに留意しなければならぬ。⁽³²⁾

此処で始めに指摘されるのは、かかる利子率の決定が、シュマーレンバッハの基本的な立場に由来するということである。

シュマーレンバッハでは参加信用なる流通形態における資本に、拘束の計算基準を与えるという、その企業評価の目的からいって、当然それに対応する資本化率も自己資本に対する利益率でなければならないのであって、彼が株式の利廻りを第一の基準として採ったのは、その基本的な立場に拠るものであることが識られるのである。

しかしながらこのことはまた、シュマーレンバッハの利子率決定の方式に対して疑問をいだかしめる所以でもある。我々の理解した彼の基本的な立場からするならば、資本化利子率は、国民経済における全ゆる種類の参加資本の平均

⁽³³⁾ 利益率によるものでなければならない。したがって第一に疑問となるのは同じ事業分野のみを問題としていることである。ヨナスが「同じ事業分野の平均利廻りから出発するときには、その分野全体の成績が悪い程資本化率は低く、成績が良い程資本化率は高くなるのであって、同じ額の利益を得るとすると、良好なる利益を得る分野の企業が過小評価され、不良なる分野の企業は過大評価されるという不当な結果を得ることになる。」⁽³⁴⁾ と指摘し、レーマンもまた、かかる利子率によるときには「比較的競争の激しい分野の収益価値が、競争の少ない分野の企業のそれよりも高くなる。」⁽³⁵⁾ ことになると述べているように、これは国民経済における全参加資本を、一定の事業分野を越えて、ヨリ生産的な投資対象に拘束するという彼の企業評価本来の目的を見失なうものといえよう。私はシュマーレンバッハの立場からするならば、国民経済における全ての企業の自己資本利益率から出発し、そしてその事業分野に関して将来の損益に予測されなかった特殊性は、企業形態や規模と同様に、その基準の利子率に加減することにより顧慮すべきではないかと考えるものである。

第二の疑問は自己資本利益率（厳密には全ゆる租税公課を差引いた後の利益率）からではなくて、株式の配当利廻りを基準として採ることである。前述したように参加の本質は企業の全ゆる価値変化に関係するという点にあり、したがって対象となる利益は一営業年度における全利益であって、配当されるか留保されるかには無関係である。他方もう一つの決定要因たる株式市価は経営政策上の、また市場における投機的な要因により決定されることが多いのであって、配当利廻りと自己資本利益率とは一致するものではなく、たとえ一致したとしてもそれは偶然的なものでしかないのである。

更に考えられなければならないのは、経営における資本または資産の構成（Konstitution）の差異を資本化率において考慮することである。利益および企業規模・形態・分野等の他の条件が等しいとしても、個々の経営において各資産および資本間の構成が異なるときには企業の価値は異なるものと考えられる。

メロヴィッツは、その事業分野全体と当該企業についてそれぞれ各種経営比率を算出し、その差額から資本化率を修正することを提起し、⁽³⁶⁾レーマンもまた資本化率の「財務上の危険追加 (finanzwirtschaftlichen Risikozuschlag) は一つには、投資の場合に、どの程度に参加資本を入れなければならないかに依拠する。」⁽³⁷⁾として資本構成を資本化率を通じて企業価値に反映させることを主張している。シュマーレンバッハにあっても流動比率が企業価値に影響すべきことを説くが、この場合にはそれは前二者とは異なって——他の処では、現金投資と実物投資との流動性の差を、資本化率において考慮することが示唆されているのであるが——流動資産と流動負債の、それぞれの正常在高 (normal Bestände) を算定し、それとその企業の実際の在高を比較して、資産側の余剰分を企業価値に加え、負債側の余剰分を企業価値から減ずることにより、⁽³⁸⁾評価計算にこの要因を導入する方法が主張されている。

資本や資産の構成、特に流動比率、固定比率、資本構成などは、直接には損益に結びつかない企業価値の規定要因であるが、その企業の個別性を表わすという意味では企業形態や規模と同じ性格を有するものであって、企業価値に最終的に加減して顧慮する理由はない。したがってシュマーレンバッハの提案の不完全さからいっても、資本化率において、明確にこれらの諸要因を顧慮することの方が妥当と思われるのである。

(31) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 50.

(32) E. Schmalenbach; a. O., S. 50-S. 53. 及び K. Mellerowicz; a. a. O., S. 87. 参照。

(33) 「最適有効値」や「資本・信用および利子」で展開されたシュマーレンバッハの利子論からするときには、これは参加信用なる流通形態において拘束を求める新たな、自由資本の供給と需要とが一致する点——投下されんとする資本の最後の一単位から得られる用役の価値と、それを供給することにより失われる用役価値とが一致する点——で決定される利子率、すなわち自由なる参加資本について予想される限界利子率でなければならない。したがってそれは、必ずしも現在拘束されている参加資本の平均利益率と一致するものではないが、社会経済における平均が、それに近い拘束の尺

度たり得ることは認められよう。

- (34) H. Jonas; Die Bestimmung des Kapitalisierungszinsfuß bei der Unternehmensbewertung, Z. f. B., 1954, S. 494.
- (35) M. R. Lehmann; Theorie der Ertragswert-Ermittlung im Rahmen der Unternehmensbewertung, Z. f. B., 1954, S. S. 474.
- (36) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 84-S. 85.
- (37) M. R. Lehmann; a. a. O., S. 473.
- (38) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 78. および Die Akiengesellschaft, S.75. 参照。

V 企業評価計算

上に述べてきたようにして決定された将来各年度の利益を $E_1, E_2, E_3, \dots, E_n$, 資本還元利子率を $P_1, P_2, P_3, \dots, P_n$ そして $q_1 = 1 + \frac{P_1}{100}, q_2 = 1 + \frac{P_2}{100}, q_3 = 1 + \frac{P_3}{100}, \dots, q_n = 1 + \frac{P_n}{100}$, 当該企業の清算価値を L , 求める企業価値を W とすると,

(I) 競争危険を顧慮しないときの企業価値

$$W = \frac{E_1}{q_1} + \frac{E_2}{q_1 \cdot q_2} + \frac{E_3}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3} + \dots + \frac{E_n}{q_1 \cdot q_1 \cdot \dots \cdot q_n} + \frac{L}{q_1 \cdot q_2 \cdot \dots \cdot q_n}$$

今 $P_1 = P_2 = P_3 = \dots = P_n = P$ とすると, $q_1 = q_2 = q_3 = \dots = q$

$$\therefore W = \frac{E_1}{q} + \frac{E_2}{q^2} + \frac{E_3}{q^3} + \dots + \frac{E_n}{q^n} + \frac{L}{q^n} \quad \dots \dots \dots (1)$$

また $E_1 = E_2 = E_3 = \dots = E_n = E$ とすると,

$$W = E \cdot \frac{q^n - 1}{q^n(q-1)} + \frac{L}{q^n} = E \cdot \frac{1 - \frac{1}{q^n}}{q-1} + \frac{L}{q^n}$$

故に $n = \infty$, したがって $\frac{1}{q^n} = 0$ とおくと,

$$W = \frac{E}{q-1} = \frac{E \cdot 100}{P} \quad \dots \dots \dots (2)$$

また(1)式で $L = W$ とおくと,

$$W - \frac{W}{q^n} = E \cdot \frac{1 - \frac{1}{q^n}}{q-1}$$

$$W(1 - \frac{1}{q^n}) = E \cdot \frac{1 - \frac{1}{q^n}}{q-1}$$

$$\therefore W = \frac{E \cdot 100}{P} \dots\dots\dots(3)$$

将来各年度において期待される利益と資本化率とが一定であるとする、企業の存続期間を無限大とするか、あるいは清算価値が現在の収益価値に等しいと仮定される場合には、通常資本化計算で用いられる(2)・(3)の簡単な式により企業価値を求めることが出来るのである。⁽³⁹⁾

II 競争危険を顧慮する場合の企業価値

この場合では前にも述べたように、競争危険を考えないときの収益価値の他にその企業の実物価値が計算の一要因として求められなければならない。

実物価値は企業を形造る個々の実物資産の再生産原価の総計であるが、その決定において先ず考えられなければならないのは、企業の生きた組織 (lebensdiger Organismus) を創り上げるに要する再生産原価である。シュマーレンバッハによれば「競争が増大するか否かは、企業の内外の組織の再生産原価をも含めた全体の実物価値が収益価値に一致するか否かによる」のであり、したがってそれが確実に計算されるとすると、企業評価に重要な意味をもつのであるが、しかしながら「かかる組織は戦闘の間に形造られるものであって……企業経営の原価または費用の中の如何なる部分が、かかる組織の創造に帰せしめられるかは明らかでない。」それ故財産と考えないわけではないけれども「一経営の財産対象として評価するには最も不確実なものであり」企業評価の場合にはこれを除き、⁽⁴⁰⁾ 具体的な確実に評価し得る対象の価値を求めると満足するものとされた。

シュマーレンバッハにあっては企業の再生産原価は企業の稀少性闕——その考え方は、われわれが指摘したように明らかに誤っていたのであるが——を意味するものであった。つまり実物価値の意味は、同じ能力の企業が創られ得る最低の原価を示すものであるという点にあり、それ故それは予測し得る企業の再生産原価の下限でなければならない。したがって経営活動を経て漸次築き上げられて行く組織価値の再生産原価の計算は極めて困難であるというに止ま

らず、仮に計算し得たとしても他の具体的な資産とは異なつて、個々の企業によって、著るしく異なるが故に、最小限度必要な創業費、開発費および有償で取得せる所謂派生的営業価値 (derivativer Geschäftwert) は別として、稀少性闕としての実物価値に算入さるべきではないと考えられるのである。

更に実物価値計算において留意されなければならないのは、経営に必要なでない資産——シュマーレンバッハの所謂自由資本の評価である。これは拘束資本とは異なつて既に経営において何等の目的規定をも見出し得ず、企業の用役には寄与することのない資産部分をいうものであり、したがつて当然稀少性闕——競争企業出現闕としての企業の実物価値に算入されるべきではない。シュマーレンバッハは、これについて何等述べていないが、通常の見解は処分価値 (Liquidationswert) をもつて評価し、最終的に企業価値に追加する方法を採つ⁽⁴¹⁾ている。

さてシュマーレンバッハにあつては、競争危険を顧慮するときの企業価値の測定は、かかる考慮の下で決定された実物価値の自己資本に照応する部分——レーマンの所謂準自己資本額 (quasi Eigenkapitalgröße)⁽⁴²⁾と、前に測定した競争危険を顧慮しない収益価値とをもつて、次の如き計算手続きにより行なわれ⁽⁴³⁾る。

今一企業の将来の各年度の利益が二十万マルク、資本化率を10%とすると、企業の存続期間が無量大と仮定されるときには、競争危険を顧慮しないときの企業の収益価値は二百万マルク。そして更にその企業の実物価値を百六十万マルクとすると、企業価値は、それぞれ次の如くに計算される。

I. 中位価値法 (Mittelwert-verfahren)

$$(2,000,000 + 1,000,000) \times \frac{1}{2} = 1,800,000 \text{ DM}$$

II. フリッツ法 (Verfahren von Fritz)

これは将来の利益を二つに分ち、一つを実物価値に対する正常利益、一つを競争危険を負担すべき余剰の利益であると考えて、後者をヨリ高い特別なる

資本化率により資本化計算する方法である。今その余剰の利益に対する特別の資本化率を12%とすると、

1,600,000DMの10%.....	160,000DM
将来期待される余剰利益.....	200,000DM
	40,000DM
此の40,000DMを12%で資本化計算すると.....	333,333DM
$\frac{160,000 \times 100}{10}$ (= 実物価値).....	1,600,000DM
	1,933,333DM
企業価値.....	

Ⅲ. 資本化剰余価値——企業価値と実物価値との差額——を償却する方法

これはシュマーレンバッハが提起し、「最も妥当であると思われる」とする方法である。競争危険を顧慮するときには収益価値は、予測されている将来利益がなお低下すると考えられるが故に、実際あるべきよりも高く評価されていることになる。この方法ではそれは、企業的全設備資産の価値が経営過程を通じて上昇しているにも拘らず、なお減価償却が当初の基準によって過少に、したがって利益が過大に測定された結果であると仮定する。そして求める企業価値と実物価値との差額だけ設備資産の価値が上昇しているものとし、それを更に償却する。かくして求められる利益を将来実際に得られる利益と考えて、企業価値を計算せんとするのである。今その償却率を10%（但し定額法）、求める企業価値を X とすると、

$$X = \frac{(200,000 - 10 \times \frac{X - 1,600,000}{100})(1.10^{10} - 1)}{1.10^{10} \times 0.10} + \frac{200,000 \times 100}{10 \times 1.10^{10}}$$

此の式から求める企業価値は、

$$X = 1,847,764DM$$

これらの方法については、既に第2節において、ヨリ基本的な観点からする批判を紹介し、疑問点を指摘したし、また第10章で再び取上げることになるから、此処ではそれ以上にこれを問題にすることはしないが、只後2者についてメロヴィッツが、剰余利益の資本化率および償却率の決定が恣意的であり、

それについて理論的に何等の説明もなされていないと指摘していることは留意すべきであろう。⁽⁴⁴⁾

- (39) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 56.
- (40) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 64-S. 65.
- (41) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 43. 及び M. R. Lehmann; Theorie der Ertrags-Ermittlung im Rahmen der Unternehmungsbewertung, Z. f. B., 1954, S. 477. Allgemeine Grundsätze für die Bewertung ganzer Unternehmungen, Z. f. B., 1954, S. 71. 参照。
- (42) M. R. Lehmann; a. a. O., S. 69.
- (43) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 66-S. 74. 参照。
- (44) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 94-S. 95.

IV シュマーレンバッハ理論の意義とその限界

以上われわれはシュマーレンバッハの企業評価論を、他の若干の文献を参照しつつ、概観し検討を加えて来た。

シュマーレンバッハは企業評価を、参加信用という流通形態をとる資本を、ヨリ生産的に拘束するための基準を与える計算手続きとして把え、したがって全体経済的な観点における企業の自己資本評価の問題として理解した。

企業評価論においても、物(Sache)の価値は、その効用と稀少性により規定されるとする価値論に基づいて、国民経済的な観点から理論が展開されているのである。国民経済における限定された量の参加資本をヨリ生産的に拘束することを企業財務活動の重要な課題とする思考は、シュマーレンバッハ理論の秀れた特長を示すものである。

そして彼の企業評価論の第2の特長は、既に前章迄にみてきた所からも明らかのように、詳細に、そして体系的に理論が展開されているということである。基礎的諸概念の理論づけもさることながら、資本化計算の対象となる期間利益および資本化率の内容が、極めて明確に把えられている。しかも将来各年度の個

個の利益の意味を重視したのは、これ以前の諸論者の見解にはみられなかった点である。基本的な全体的な捉え方そのものは——シュミットは別として——前代の企業評価実務あるいは企業評価論のそれをうけつぎながら、それをより精緻なそしてより総括的な理論として集大成したものである。シュマーレンバッハ企業評価論は、ドイツにおける伝統的企業評価論の完成した形を示すものといえるのである。

しかしながら、その伝統的理論——それが精緻に展開されているだけに——のもつ特長が、企業評価の現代的な課題に対する適用を制約しているということもまた見逃し得ない事実である。

既にわれわれが指摘したように、シュマーレンバッハは、その本質的な理解において収益価値を企業価値の決定要因と考えながら、二元的企業評価の思考——企業価値が収益価値と実物価値との二つの要因から決定されるとする——を、競争危険の概念を導入することにより理論づけようとする大きな誤りをおかした。前章で述べたように、ここでも無形資産の資本としての意義が見逃された、あるいは少なくとも半分の比重しか認められなかったのである。冒頭にも述べたように、企業評価の重要な課題の一つは、会計的にみてもまた証券市場の観点からみても、技術革新とそれに対する経営各部の組織活動の均衡化により形成される、「生きた組織の価値」を明確に把える点にある。シュマーレンバッハは伝統的・実務的企業評価思考を集大成することには成功したけれども、この企業評価のもつ現代的課題に理論的に応じ得るにはいたらなかったと思われるのである。

更に、何度も触れてきたようにシュマーレンバッハ理論の特長は、企業そのものの取引者あるいは利害関係者にとっての、企業の持分価値あるいは自己資本価値を求めることにあった。そしてその観点から、資本化の対象となる利益からは、支払利子と利益課税が差し引かれ、資本化率は株式の配当利廻りに基づいて決定され、また、後章で述べるように、「企業の将来の最大の利用可能性」

のために増資・資本の引き出し・利益留保などその企業の将来に期待される資本の流れを収益価値計算に含めることが考えられたのである。

このことは、確かに企業の自己資本あるいは持分のあるべき交換価値を、企業会計とは無関係に、求めるときには妥当する。しかしながら、企業評価のもう一つの重要な課題である、企業会計の再出発のための新しい価値基盤を測定するという観点からするならば、問題があるといわなければならない。

支払い利子を差引く場合、企業価値は——実物資産・人間・組織・技術など他の諸条件が同一であっても——資本構成のみによって大きな影響をうける。支払い利率が、その企業の総資本利益よりも低い（高い）ときには、資本構成が悪い程、企業価値は大（小）となり、良好なる程小（大）となる。つまり次期以降の損益計算が、その企業の現在あるいは将来の資本構成と、支払い利率とによって影響をうけるという奇妙な結果をもたらすのである。

そして同様に利益課税を差し引くことは、税制を損益計算に影響せしめ、また企業の将来の資本の流れを考えることは、何年後かに計画されている各種の活動——新しい資産の購入・技術の開発などの——の結果を費用として、直ちに次期の損益計算に含めることになるのである。

つまりシュマーレンバッハの企業評価論は——彼自身は充分な適用性をもつものと信じていたようであるが——企業会計の新しい出発のための価値基盤を供するという点では、適用性をもたない。われわれはここにも彼の理論の限界を認めることができるのである。

しかしながら、これらの点は、またドイツの伝統的な二元的企業評価論の集大成としての、シュマーレンバッハ企業評価論の時長を示すものでもある。メレロヴィッツが、「理論づけられた実務 (theoresierte Praxis)⁽⁴⁵⁾」として大きな価値をもつ、と評するように、伝統的・実務的側面において極めて重要な意義をもっていることは、十分に認められなければならない。

(45) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 149.

第3部 動的企業評価論の展開と
その諸問題

第7章 動的企業評価の提起

——メロヴィッツの企業評価論——

I 企業の立場と収益価値指向

前に何度も触れてきたように、第二次大戦前においては、シュミットの有機的企業評価論とシュマーレンバッハの二元的企業評価論——彼自身は一元的に収益価値のみに指向せんとしていたと解されるが、われわれがみたようにその論拠が誤っていたという点で、二元的企業評価論と称すべきであると考えられる——とが、ドイツ企業評価論の二大巨峰を形成していたと考えられる。殊にシュマーレンバッハのそれが、伝統的な企業評価論の完成を示すものであったということは、既にわれわれの考察してきたところである。

しかしながら、われわれが指摘したように、シュミットの理論は、少なくとも企業評価に関する限りにおいては、極めて限定された特殊な条件においてしか適用されず、したがって現代的意義をもち得ないし、またシュマーレンバッハの二元的企業評価論も、評価実務の理論づけにはなお少なからぬ影響力をもち、企業の自己資本価値評価という目的のためには極めて重要な意義をもつが、矢張りその適用領域は限られている。企業会計の新出発のための価値基盤の確定という、企業評価のもう一つの課題のためには用い得ないのである。

しかも現在第二次大戦後においては、第12章でも述べるように、企業評価のこの二つの課題を明確に認識し、適確に遂行することは次第に重要になりつつある。

メロヴィッツの企業評価論は——彼自身は二つの課題をはつきりと意識していたとは思えないけれども——、技術革新と、漸進的インフレイションと、企業合同と、株式市場拡大の要請とを背景として、伝統的な二つの企業評価論

の欠陥を超越し、現代の課題に理論的に応えんとして提起されたものと考えられる。

後にみるように二つの課題を完全に果し得るものとは思えないけれども、少なくともその解決へ一歩前進したという点は、重要な意味をもつものである。

メレロヴィッツにおいても、シュマーレンバッハと同様企業評価は、企業の売買・合併等その動因は何にせよ、経済という種々の可能性の間に撰択を行なう活動を可能ならしめるために、「経営持分の……⁽¹⁾経済価値を確定する」ことであるが、彼の求めるのは、企業経営の立場からする、客観的な企業価値である。

今まで述べてきたことから明らかなように企業評価を行なわんとするときには、その立脚点として、企業の購入者の立場および売却者の立場が考えられるが、メレロヴィッツによれば「経営に関する研究は企業の立場から出発しなければならず……これから求めるべき価値に関する経営学の位置も明らかになる。」したがって「此の問題における唯一の可能なる経営経済上の立場は、経営の立場のみである。評価論の課題は、企業の購入者に、彼が如何にすれば最もよく資本を投入することが出来るかを勧告することにあるのではない。それは、購入者や売却者の利害関係とはかかわりなく、したがってその実際の取引価格とは無関係に、経営の客観的な効用の価値を確定することにある。この価値が確定されるときには、取引の当事者間の協定で得られる価格と異なることがあるが、それは評価論にとって意味のあることではない。……購入者の立場からは異なった購入価格が正しく思われ、またそれが実際獲得されるとしても、それとは無関係に経営は一定の価値を有する。」⁽²⁾と主張される。

そして経営の客観的な効用は具体的には、それが個人的な愛着・趣味・社会的地位・家族の雇傭などの如き主観的原因を除いた、現代の経済社会における合理的な取引において示される、客観的に定量され得る (quantifizierbar) ものでなければならないということから、資本主義社会における企業資本の効用、すなわち利益を意味する。企業価値は、その活動と共に生ずる収益・費用の流

れによってのみ規定される。したがって活動する企業の唯一の決定的な価値は、将来の利益を資本化計算することにより測定される収益価値なのである。⁽³⁾

更にもた彼の立脚点において重要な特色と考えられるのは、資本の供給者との結びつきを本質的なものと考えず、補完的な諸生産要因の統一体としての経営が将来如何なる利益を得ることが出来るかという、彼の観点からするときには、一旦外部から採り入れた資本のもたらす効用は全て同質的なものと考えられるから、この場合には、自己資本・他人資本の区別は問題とはならない⁽⁴⁾ということである。

すなわちメロヴィッツにあっては、彼のいう客観的な、全体としての企業の価値は、国民経済における資本の流通形態とは無関係な、したがってその交換価値や販売価値とは別個の、経常的な給付生産過程における企業の価値——経営における資本全体の価値と考えられたのであって、第一に、われわれはここにメロヴィッツ企業評価論の基本的な立脚点を見出すことが出来るのである。

それ故メロヴィッツは、第二に、実物価値が将来の収益・費用の測定において重要な意味を持つことは認めるのであるが、この企業経営の立場のみによるということから、シュマーレンバッハのように、実物価値を競争企業の現われる限界の値——閾値として認め、これを企業評価の直接的な要因として評価計算手続きの中に定式化することをしりぞける。彼にとっては国民経済的な価値法則は無意味なものであり、将来の利益により規定される収益価値のみが唯一の企業価値なのである。⁽⁵⁾

シュミットにあっては企業価値は、全体経済的な立場から経営計算の基盤たるべき、個々の財産の調達時価総計として把えられた。あるいはまたシュマーレンバッハにあっては矢張り一部国民経済的立場に立って、取引の当事者にとっての個別的な、自己資本価値が意味された。これに対して、メロヴィッツにあっては、企業外の個々の利害関係者とはかかわりなく、企業経営にとって、

統一された意志の下に結合された相互補完的な生産要因——企業総資本が有する収益価値こそが企業価値と考えられたのであって、ここに、彼の企業評価理論の出発点となる主張が見出し得るのである。

シュミットやシュマーレンバッハにおいては、企業評価を通じて資本の価値を適正に示し、外的な資本の、その企業またはその事業分野への流出入を調整することによって、国民経済全体の要請に応じて行こうと意図された。そのため古典的な国民経済法則が強調されたのである。

私の考えによれば、これに対して、メロヴィッツの場合では、既に、企業自身の技術革新とそれに伴う経営構造の変革への努力が、そのような古典的経済法則を無意味なものとしたということが認識されたのである。つまり外的な資本の流出入を通じて国民経済の要求に適応させられるのではなくて、むしろ企業自身が、技術革新と経営構造の変革とへの努力を通じて内的に形成してきた資本を認識し、回収し再投資することによって（あるいはまた逆に内的に消失した資本を認識し、これを切り捨てることによって）、国民経済の要求——総資本利益において最も端的に現われる——に、自ら適応して行くことのより大なる重要性が認められたのである。私は、メロヴィッツの「企業の立場」をこのようなものとして理解したいのである。

そしてその故にこそまた、古典的経済法則では中心的な価値基準であった実物価値が放棄されて、収益価値のみが企業価値の決定要因と考えられた。企業の経営過程を通じて形成される資本——無形資産の把握は、最も純粋には、これ以外の方式によっては把え得られないからである。

将来の収益のみが企業の価値に決定的なものであるとするのは、必ずしも新しい見解とはいえないが、しかしながらラックマンが「他の見解とは異なって、メロヴィッツの理論においては、収益性原則と価値測定の将来指向性とが一貫して採られている。これは極めて意義のあるものであり……動的思考（dinamische Gesamtkonzeption）の立場からする企業評価論といえる。」と指摘す⁽⁶⁾

るように、企業価値を将来の利益の還元計算によってのみ測定せんとしたのは、上述したようなより基本的な観点からいって、メロヴィッツの理論の著しい特色である。更にまた以後ラックマンやフォン・コルベ、フェルテン、などの新しい企業評価論に大きな影響を与えたという点でも注目に値する見解であったと思われるのである。

- (1) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, S. 8.
- (2) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 12.
- (3) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 11-S. 13, S. 15, S. 19, S. 43. 参照
- (4) K. Mellerowicz; Wert und Wertung im Betrieb, 1952, S. 61.
- (5) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, S. 20-S. 21. 参照
- (6) F. Lackmann; Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, S. 18-S. 133.

II 企業評価の計算手続き

上述した基本的な立脚点に拠って、メロヴィッツは、企業評価の計算手続きを次の如き段階において行なうべきことを提起する。

1. 収益・費用予測および資本化利率決定のための補助的な資料としての実物価値の評価。
2. 将来利益の測定。
 - a. 当該企業、その部門経済および全体経済の発展の諸関係を考慮し、経営の予算に基づいて将来平均的に獲得するべき売上高を予測する。
 - b. 過去の年度の利益を調整し、平均計算することにより比較利益を決定し、それと過去の平均的な売上高とから、その企業における正常なる売上高利益率を求める。
 - c. b の売上高利益率を売上高予想額に乗じたものに、更に将来の諸条件の変化の下で期待される、売上予測には含まれなかった営業外の収益、費用の予想額を加減し、修正して将来利益を決定する。

3. 資本化利子率の決定。

4. 企業価値の計算。⁽⁷⁾

第1の特長としては、ここでも将来指向が端的に出ていることが指摘される。つまりシュミットにあっては過去または現在での利益が基準とされ、シュマーレンバッハにあっては過去または現在のそれを修正することにより、より間接的に将来利益が求められたのに対して、メレロヴィッツは、逆に将来の収益——予想売上高から出発し、過去の資料を参照してそれを修正すべきであると主張するのである。

そしてまた第2の特長は、前述したように、実物価値を企業評価の直接的な要因として定式化することは拒否するが、それは、メレロヴィッツの企業評価にあっては、シュマーレンバッハやシュミットとは異なった意味において、なお極めて重要な意味をもつということである。

彼によれば、実物価値は管理および比較量 (Kontrille-und Vergleichsgröße) であり、通常企業の収益価値の下限を形造るものである。そしてまた同時に潜在せる収益価値の前提であり、したがって収益構造 (Ertragsstruktur) の一部に対する尺度である。⁽⁸⁾ 企業に現存する個々の財産とそれらの構成とは、将来の給付量——収益を規定し、また財産額は将来の費用を予測させる。また財産と資本との関係は、利益には直接には現われない企業財務の健全性、つまり予測利益獲得の確実度を示す。

つまり収益・費用予測の基準として、あるいは資本化利子率決定において顧慮すべき安全性の決定要因として重要な意味をもつと考えられたのであるが、これは次の如き理由による。

- A. 費用は実物価値から流出するが故に、実物価値の構成 (Konstitution) は、将来の経営の収益・費用の発展の在り方に影響を及ぼす。資産構成・資本構成・流動性・経営規模などは、個々の資産の実物価値に基づいて測定されるものであるが、それらは、生産可能の限界——販売可能の限界を示し、

原価構成を規定し、したがって利益発展の在り方を制約するのである。

B. 実物価値の大きさは、企業の市場における地位に影響を与える。実物価値、すなわち企業設立に必要な資本額が、他の企業者のノーマルな資本動員力に比して大であることは、競争企業の出現を相対的に困難ならしめる。またカルテルや価格協定を通じて既存競争企業間の競争を和らげ、費用・⁽⁹⁾収益の諸関係を変化させる可能性をもつ。

つまり、メロヴィッツにあっては、シュマーレンバッハやシュミットとは異なって、実物価値は総額としてのみならず個々の資産の価値として、そしてまた資本側に迄拡大され、その構成および総額が、収益・費用の在り方を規定するものとして把えられるのである。

それ故直接には企業価値を決定する要因たり得ないけれども、将来利益の決定および資本化利子率にあっては実物価値を顧慮すべきことが説かれる。

しかしその評価の対象となるのは、シュマーレンバッハにおけると同様、無形の組織価値を含まない、部分再生産原価 (Teilreproduktionskostenwert) である。「個々の財または設備に対する再生産原価は測定し得るけれども一企業全体の再生産原価の評価は不可能である。何故なら経営の組織はその大部分が経営過程において形成され、しかも経営組織者の個人的能力に拠る所が大であるが故に、その原価を厳密に計算することは出来ないからである。」として、一企業の実物価値は、それを形造る具体的な、個々の財の再生産原価からなる、⁽¹⁰⁾部分再生産原価でしかあり得ないことが強調されるのである。

ただシュマーレンバッハと異なる点は、メロヴィッツにおいては経営必要⁽¹¹⁾資産 (betriebsnotwendige Vermögen) に限定されているということである。特に収益・費用の予測または資本化率の決定のための要因としての実物価値の意義を認める、彼の観点からいって、このことは妥当なことといえる。

というのはシュマーレンバッハのように、収益価値を、実物価値総額と直接に結びつけるときには、その両者の範囲は照応していなければならない。フォ

ン・コルベの指摘するように、資本化さるべき利益に中性損益を含めると、それに照応して実物価値にも中性資産すなわち経営不要資産をも含めなければならぬ⁽¹²⁾。

しかしメレロヴィッツにあっては、収益・費用予測または資本化率決定の要因として取り上げられたのであるから、その照応関係——彼は前述したように中性損益を含めているが——は必要ではない。むしろその目的からいって、経営本来の給付生産に必要な資産のみに限定されることの方が望ましいのである。

ところでこの計算手続きにおいて第3に留意すべきは、将来利益の予測に際しては——企業の立場という彼の立脚点と、実物価値に関する彼の見解からみても推測されるように——現在の企業の固定した状態を前提として予測される利益が意図されているということである。シュマーレンバッハが、確実に把えられ得る限りにおいて、その企業の最有利な利用、したがって増資・内部留保などの、現在の状況の変化を認めたのは、相当異なるのである。

メレロヴィッツによれば継続的に獲得し得る利益の予測は、最適企業者活動(Unternehmerdisposition)にあって獲得し得る正常なる収益から出発して決定されなければならない。「客観的な企業価値を計算せんとする立脚点からするならば、売買当事者の人的諸関係に基づく個別的偶発的諸条件は除かれなければならない。」つまり企業をめぐる利害関係者の能力と主観的判断は、除かれなければならないのであって、その限りでは「企業価値への個人的な企業者給付の影響を除かんとしたシュミットは正しいといえる。」

しかし「この問題に対する唯一の可能なる立場は企業の立場である。」ここではしたがって——個人的な効果を除いて——この補完的な生産要因の統一体が、将来に如何なる収益を獲得し得るかということが検討されなければならない。つまりシュミットとは異なって企業者活動の効果は、まずそれに対する正当な報酬を費用として計上する——正常な経営者能力の仮定——ことにより除き、次に組織・人事構成・市場関係などの個別的条件による特殊な収益は、企

業者の人的活動によると否とを問わず、将来継続的に獲得され得、期間的に比較し得ると思われる限りにおいて全て含められる。

「商人的な判断に従って、正常な企業者活動にあって、将来に期待されるべき収益のみが企業評価に対して決定的なもの」であるが、個別的な諸条件もそれが将来に対しても効果を及ぼす限りにおいて、その正常な収益への修正として考慮すべきであると考えられたのである。

そしてその場合、客観的な企業の立場からすれば物的諸条件の変更を恣意的に予想することは許されない。それには一定の企業者の環境、すなわち実物価値の構成・顧客状態・銀行または仕入先との関係、景気の状況など経営の将来に作用する全ての事実からなる「一定の活動領域 (Aktionsbereich)」に基づいた、正常な企業者給付を前提として、予測される客観的な利益のみが計算に入れられるべきなのである。つまりシュマーレンバッハとは異なって、現在の物的諸条件に基づき、一定の関係が出發して、将来利益を予測すべきことが主張されているのである。

ところで例えば正常な場合に比して著るしく悪い資本構成の如き要因は、将来の危険——利益獲得の確実度のより小なること——の一種として、資本化率の決定において考慮すべきであると説かれる。何故ならそれは将来の利益に影響をおよぼすことが明らかであっても、直接に予想利益の減少という形で示すことは実際上は不可能からである。⁽¹³⁾

それ故このように、資本化率に問題の大なる部分が転嫁されることによって、正常な企業者給付と一定の活動領域とを前提とする、客観的な利益は、観念的な思惟に止まって、その測定の方法は、明らかにされないまゝに止まっているけれども、メロヴィッツの最も重視するのは、企業の現在の物的諸関係に基づいて、将来継続的に獲得し得る利益であることが識られる。われわれはここにもメロヴィッツ理論の一つの特長を見出すことができるのである。

更に第4に留意しなければならないのは、この利益を如何なる範囲において

把えるかということである。彼が利益に含めるべきであると特に強調するのは、過大な俸給の如き費用に仮装された利益の配当、中性利益、秘密および公示の積立金、鉱山企業における減耗償却、他人資本利子であり、費用として扱うべきであるとするのは、中性損失、利益課税、継続して支払われるボーナスなど⁽¹⁴⁾である。

他の章でも述べているように、留保利益、利益課税、減耗償却などは大きな問題点であるが、他人資本利子を利益に含めるべきであるとするのは、特に企業経営の立場から資本——自己資本・他人資本の別を問わず——の効用を全て同質的なものとし、それから企業評価を企業総資本の評価であるとする、彼の基本的な立場に由来するものと考えられる。

この結果シュマーレンバッハにあっては、企業価値＝自己資本価値となるのに対して、メロヴィッツにおいては、企業価値＝他人資本額＋自己資本価値と表わされるのであって、われわれは理論の基本的な立脚点の差異が、評価計算の結果に如何に重要な影響を及ぼすかを、ここでも認めることができるのである。

そしてまた留保利益を、資本化計算の対象となる利益に含めることも——第12章でも若干触れているように——彼の立場を反映する。企業の立場から、客観的利益を測定せんとするときは、その利益は留保されると否とを問わず企業そのものに流入する純価値額でなければならない。そしてまた将来に利益留保や増資・資本の引き出しを予想することは、将来に企業の実物価値の増加とその構成——資産・資本双方の——の変化とを予想することでもあるから、企業の現在の物的諸条件に基づく一定の関係から出発することに矛盾するのであって、この意味においても留保利益は「利益」に含められなければならないのである。シュマーレンバッハが、将来における企業の最も有利な利用という、企業所有者の主観的な立場から出発して、利益留保・増資・資本の引き出しなど考察に含めたのに対して、対照的な見解の差異が見出されるのである。

そして最後に第5にメロヴィッツ理論の大きな特色を示すものとして取り上げなければならないのは、資本化利率の決定である。

メロヴィッツにおいては資本化利率の機能は、個別的な企業の利益を一般的な尺度で比較評価 (generalisieren) し、且つ利益には直接現われない個別的な危険の諸要因を企業価値計算に含ましめる点にある。

その決定は、一般利子 (landesüblichen Zins)——最も危険の少ない投資の、その時点で期待すべき利益率の平均であって、通常は第一級の有価証券 (国債) に対する有効利率——と、その事業分野の利子 (branchenüblichen Zins) との平均を基準とし、それを販売・生産・購入など将来の経営活動の不可量性に起因する危険——「経営超越的要因 (betriebstranszendente Faktoren)」と、企業形態による金融能力、規模、組織、資本・資産構成などに関する危険——「経営個有要因 (betriebsimmanente Faktoren)」とについて修正することにより行なわれる。

前者の経営超越的要因による危険は、同じ分野に属する企業であれば大体皆同じように負担しているから、同事業分野の利率において含まれており、特殊なものは別個に考慮してもさして大きな影響をもつとは思えないが、問題となるのは、後者の経営個有要因である。メロヴィッツは、極めて個別的性格をもつので定式化することはできないが、この要因を資本化率に含める方式の一つとして、ニクリシュの方式があるとして、次の如き方法を示す。

まず同じ事業分野の全企業と、その評価の対象となる企業との、流動比率、資本負債比率、固定比率 (但し自己資本/固定資産)、受取勘定回転率、商品回転率、固定資産回転率、自己資本回転率の7つの経営比率を算定する。事業分野全体の比率は、算術平均、並数法、中位数法の何れかにより求める。そしてそれぞれの比率について、事業分野平均と当該企業とを比較し、その差を、プラス側とマイナス側とに分けて算出する。最後にプラスまたはマイナスを集計し、その比率総計に対する割合だけ、同事業分野の利率を修正する。

経営比率	全事業分野	当該企業	危険増加要因 (+)	危険減少要因 (-)
流動比率	193.1%	88.7%	104.4	
資本負債比率	58.4	46.3	12.1	
固定比率	139.1	124.2	14.9	
受取勘定回転率	12.3	13.8		1.5
商品回転率	7.1	5.2	1.9	
固定資産回転率	141.9	132.2	9.7	
自己資本回転率	102.0	106.5		4.5
計	653.9	516.9	143.0	6.0

この+143.0と-6.0との差、+137.0はその事業分野に比しての、当該企業の個別的な危険増加要因であるから、同事業分野の利率の $137.0/653.9=20.9\%$ だけ、経営個有要因による危険追加率が加えられることになるのである。

この方式はウォールの指数法の考えを借りてきたと思われるのであって、そこで与えられたと同様な批判が当てはまる。現状ではこのままの形では用い得ないが、資本化率決定方式の一つの方向として将来なお実証的に研究する余地は残されていると考えられる。

ところで全体的にみて、この資本化率決定の考え方は、彼の立脚点たる企業の立場において使用総資本の評価を問題にすることからするならば、細かい点は別として、一応妥当なものといえよう。何故なら彼の場合では、資本は、調達形態によって負担する危険が異なるが故に、異なった利率を要求するけれども、経営したがって社会経済に対する効用は同質的であり、資本は其中でより価値の大きな効用を求めて競争するものと理解されている。それ故、それに対応して評価の基準として導入される資本化率についても、社会経済で最も確実な、そして最も一般的に資本の効用の価値を表わすもの、すなわち「一定の資本量を有する一定の国民経済において平均的に獲得し得る利益を示し、個々の比較において企業資本の価値を測定する最も一般的な基準」としての一般利率が先ず採られる。

そして更に、企業の立場からするときには既に投下されている資本競争の範囲は、一つまたはいくつかの事業分野に限定されるのが普通であるから、それと当該事業分野の利子率との平均が、個別的な企業の利益を一般的な尺度で比較評価する機能を果すものとして、出発点となる。

そしてそれに、前述したように、正当なる企業者活動領域からの背離の如き、本来ならば利益に加減するべきにもかかわらず、計算上それが不可能な要因からなる個別的な危険を顧慮して、更に修正を加えて決定が行なわれる⁽¹⁵⁾。

前に述べた、平均的な自己資本利益率に依拠するシュマーレンバッハの場合に比して著るしい特徴を示すものといわねばならない。

(7) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 107. 参照

(8) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 25.

(9) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 20-S. 21, S. 33-S. 34. 参照

(10) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 38-S. 39. 参照

(11) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 30-S. 31. 参照

(12) W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg S. 20. 参照

(13) K. Mellerowicz, a. a. O., S. 58-S. 61. 参照

(14) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 61, S. 64-S. 65. 参照

(15) F. Lackmann; a. a. O., S. 55-S. 58. 及び K. Mellerowicz; a. a. O., S. 77-S.

85. および J. B. Felten; Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, 1958, S. 117. 参照

Ⅲ メレロヴィッツ理論の意義とその限界

此の章ではわれわれは、企業経営の立場からする客観的な企業価値をその対象とし、シュミットやシュマーレンバッハとは異なって、将来に予測される利益のみに拠って企業評価を行なわんとする観点から展開された、メレロヴィッツの企業評価論を概観し、検討を加えて来たのであるが、彼の理論においてまず留意しなければならないのは「企業の立場」である。

レーマンが「企業評価は決して自己目的ではなく、全体としての企業の評価

に対する理由は外から与えられるものであって……私には経営自体から、経常的にまたは一時的にもせよ、一企業全体の価値の確定が要求されるとは考えられない。……それは企業全体またはその持分が他人に譲渡されるときに必要とされるものである。⁽¹⁶⁾」と述べ、コルベが「企業評価に対する根拠は外から与えられるものであって、それを評価するときに、評価される対象の立場を採るのは支持し得るものではない。⁽¹⁷⁾」とするように、一般には、企業評価は企業外部の利害関係者すなわちその売却者または購入者の立場においてなされるものであって、企業自体が自らの価値を決定せんとする動因は、余り存しないと考えられてきた。何を目的としてこのような立場から企業評価を行なうのか、という疑問が提起され得るのである。

そしてこの場合考え得るのは、更生・準更生あるいは財務整理 (Sanierung) の如く、経済的統一体としての企業が、新たな価値基盤に立って経営計算の再出発を行なわんとするとき、つまり——企業そのものまたは企業持分の個々の、利害関係者にとって資本の価値を求めるのではなくて——国民経済的な価値体系の中で、会計責任としての総資本額あるいは総資産額を確定し、それに基づいて企業会計を再出発せしめ、以後の損益計算をより現実的なものにしようとするときには、——少なくとも現代においては——「企業の立場」から出発する必要があるということである。

シュミットもまた経営計算の基盤としての、企業価値を把えんとしたのであるが、その出発点は、古典的な国民経済法則であった。その法則が、個々の企業に適用され得ないことは、既に何度も述べてきたところである。むしろ本章の第1節で述べたように、現代においては、企業自らの立場から、企業会計の価値基盤となるべき資本額を再確定することにより、経済全体の要求に対する企業の適応は、より合理的に行なわれ得るのである。

このように、メロヴィッツ理論の大きな特長は——メロヴィッツ自身は明確に認識していなかったと思われるが——それが、企業会計の再出発のため

の新しい価値基盤を測定するという、企業評価の重要な課題に——ヨリ現代的な意味において——応え得る、あるいはそのための理論の手掛りとなり得る考え方を供した点にある。

そしてこのことは、彼の理論の個々の特長に反映している。

企業価値を、総資本価値として扱ったことは、その一つである。会計目的のための資産額を再確定する場合、それを自己資本価値＋負債という形で扱えと——シュマーレンバッハの章で指摘したように——資本構成が、資産額とその後の損益計算に影響をおよぼすという誠に奇妙な結果をもたらす。それ故この目的のためには、企業の使用総資産すなわち総資本がもたらす利益——利益課税については、メロヴィッツの考え方には疑問があるが——を資本化の対象としなければならない。そして資本化率についても同じことがいえるのである。

第二の点は、企業の現在の物的諸関係を一定して、そこから出発すべきことを主張していることである。そしてこのことから留保利益を資本化の対象となる利益に含めることが指摘され、将来の増資や資本引き出しを考慮すべきでないことが示唆された。企業会計目的のためには、現在の経済的統一体としての企業の価値を確定することが必要なのであって、将来における物的諸関係の変化は考える必要はない。もしこれを含めるとすると、ここでも将来何年か先に購入される資産の収益力を、既に次期から損益計算に反映させるという奇妙な結果をもたらすことになるのである。

そして第三点は、企業価値は、純粋に収益価値のみによって決定されるとする、所謂動的把握の思考を明確に提起している点である。この点は、自己資本価値あるいは持分価値を測定するときにも同じことがいえるのであるが、特に会計の再出発のための評価の場合については、従来はシュミット理論の影響を受けて、個々の財産を再取得価額で評価すべきものと考えられてきたのである。しかし前にも述べたように、経営過程で形成された資本すなわち無形資産を認

識する所に、企業評価の重要な現代的性格がある。収益価値指向はその点で極めて重要な意味をもつのである。

もっともメロヴィッツの見解にも問題がないわけではない

まず企業価値が将来利益によってのみ規定されるべきであるというその主張を独自の理論として強調するの余り、シュマーレンバッハにおける将来利益測定の手続きをとり上げ、そのみから彼の企業評価論全体を過去に指向した理論と断定している点は若干疑問がある。これはラックマンによっても繰り返されている批判⁽¹⁹⁾であるが、しかしわれわれが見たように、シュマーレンバッハは将来の第一義性を説き、過去の数値を定式化すべきではないと主張しているのであって、これは首肯し得る批判とは考えられない。

シュマーレンバッハは将来利益を予測するために過去の利益を修正することから出発したのに対して、メロヴィッツでは将来の売上予測に基づいて将来利益が求められたのであるが、どちらも過去のデータに依拠しているという点では変りはないからである。⁽²⁰⁾むしろ将来利益予測の方法としていくつか考えられるもののうち、二つの方法が例示されたにすぎない。何れをとるかは、その企業の条件によって決定さるべきである。私はシュマーレンバッハの真意——二元的把握の理論的欠点は認めなければならないけれども——も其処にあったと解するものである。

更に深く考えるときには、メロヴィッツがいう程将来指向性が完全に貫かれているか否かは疑問である。何故ならシュマーレンバッハのように資本化利率の将来における変化を予測するということは、全く顧られなかったからである。彼の強調する将来指向の観点からするならば、資本化利率の発展の可能性は取り上げなければならない問題点と考えられるのであって、この点についてはなおメロヴィッツの理論は不充分であったといわねばならない。

そして次に最も留意すべきは、彼の理論の限界は、それが企業の自己資本あるいは持分——例えば株式を新たに取引所に上場する場合の——の評価に用い

得ない点、および現在なお実務上用いられている二元的企業評価の諸方式——これについては第10章で述べるが——を理論づけることができない点にあるということである。

これはまさにシュマーレンバッハと対照的な点である。

現在の物的諸条件が変化しないことを前提とし、総資本利益に基づいて求められた自己資本価値は、貸借対照表能力はもっていても、市場における株式その他の持分の価値を示すことはできない。そこでは、企業の将来における全ゆる条件の変化——利益留保・増資・資本の引き出し・合併・工場拡張などを含めて——を考慮して、自己資本に純粋に帰属すべき利益が、反映されなければならないからである。

そしてまた実務的にはなお二元的な評価方式が一般的である。それを何等かの形で——収益価値の立場から——新らしく理論づけることは、企業評価論の重要な課題の一つであると思われるのであるが、メロヴィッツでは未だそこ迄の努力はなされなかったのである。

このようにメロヴィッツの企業評価論にはなお疑問点が残されており、限界もっているのであるが、矢張り彼自身が強調するように、またラックマンが「シュミットの理論が有機的企業評価論、メロヴィッツの理論が動的な企業評価論といえるのに対して、シュマーレンバッハの理論はその著しいアンチノミーの故に明確に位置づけることは出来ない⁽²¹⁾」とするように、その理論提起のもつ意味は——彼自身が企業評価の課題を明確に区別して認識しなかったのは誠に残念であるが——極めて大きい。市場経済における資本流通の諸関係とはかかわりなく、したがって古典的な国民経済上の観点を拒否して、企業の立場から、それ自体を一個の同質的な資本からなるものと見做して、企業価値を企業総資本の価値として扱えた。そして企業の再生産価値を直接に定式化することなく、将来利益のみをもって企業評価計算を行なうべきであると主張したのはユニークな見解であった。

企業会計の新しい価値基盤の再確定という課題をもつ、企業評価への、現代経済社会のもつ要請を反映した考え方である。少なくとも理論的には一つの新しい拠り所を与えるものとして高く評価されるべきものと考えられるのである。

- (16) M. R. Lehmann; Allgemeine Grundsätze für die Bewertung ganzer Unternehmung, Z. f. B., 1954, S. 66, S. 68. 参照
- (17) W. B. von Colbe; Objective oder Subjektive Unternehmungsbewertung? Z. f. B., 1957, S. 113, S. 115.
- (18) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 48, S. 68. 参照
- (19) F. Lackmann; a. a. O., S. 85. 参照
- (20) W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg, 1957, S. 37. 参照
- (21) F. Lackmann; a. a. O., S. 132.

第8章 企業評価における収支思考

——フォン・コルベの企業評価論を中心に——

I 収支思考の提起

今迄述べてきたところからも、明らかなように、企業価値を決定するのは、収益価値である。そしてこの場合その資本化計算の対象となる成果（Erfolg）が、通常の損益計算におけると同様に、期間的な収益・費用の差額として規定されるということは、何等深い検討がなされなかったにも拘らず——少なくとも現代においては——極めて当然のことと考えられてきた。

しかしながら企業評価を——特に、企業をめぐる将来の価値の流れこそが、企業価値を規定するという所謂動的企業評価の観点から——取り上げるに際して、これが看過することの許されない重要な問題であることはいふ迄もない。

近年ドイツにおいて、若干の論者が、企業価値を収入・支出に基づいて測定すべきであると主張しているのは、まさにこの最も基本的な問題に接近せんとする試みの現われであると思われるのであって、以下この章においては、このような視点から企業評価における収支計算の思考を概観し、かつその理論の持つ意味について考察を加えんと考えるものである。

われわれが、第1章から第3章迄において述べてきたように、収支差額に基づいて収益価値測定を行なわんとする考えは、既に古く農地・森林などの収益価値測定においてみられ、後ゲデッケの評価論においてもとられたものである。そしてまたウムベルクなどの鉾山評価論にも部分的にその思考が現われていたし、シュマーレンバッハの企業評価論⁽¹⁾——特にその減価償却費の理解において——でも残っていた考え方であって、必ずしも新しい考え方とはいえない。むしろ期間損益計算が明確に確立されていなかった時代においては、一般的な思

考であったと考えられるのである。

ところで現代において投資計算における資本の価値が、収入・支出により決定されることを指摘して、この収支計算思考に一つの糸口を与えたのは、E. シュナイダーである。

彼によると「近代経済においては生産過程の遂行は、必然的に生産手段の購入として現われる支出を伴ない……そしてこの投資は投資家が外界から獲得する、販売に対応する収入の流れにその対象となるものを見出す。」それ故「投資は収入と支出の系列(Reile)によって性格づけられる」といえるのであって、「原価すなわち貨幣額で評価された、生産の遂行に必要な財およびサービス給付の費用は何等の意味をもつものではなく」、資本価値は、その投資過程において生ずる収入と支出との差額を資本化計算することにより測定されると主張された⁽²⁾。

また同じく投資計算を、将来に期待される収入・支出系列に基づいて行なうべきことを主張した論者に、W. リュッケがある⁽³⁾。彼も、国民経済的には原価よりも、支出の方が、本質的な価値の流れであると考えているのである。

そしてこの問題提起を契機として、企業評価における成果を収入・支出によって把えるべきであるとする諸論者の見解が現われてきた。

企業評価を、収入・支出に基づいて行なうことを最初に主張したH. アンダースは「獲得された成果が、販売収益とそれに対応する原価との差額として示されるのは一営業期間のみにおいてであって」企業評価の如く「多くの期間に渡る問題にあっては収支が取り上げられるべきである」として、損益が収支の期間的把握の形態にすぎないことを強調し⁽⁴⁾、H. フォスも同様に投資家にとっては貨幣の流れ、すなわち収支のみが決定的なものであるとする⁽⁵⁾。収益・費用は、それに照応する収入・支出に対して、その発生時が背離し、あるいは全く存在しないことがあるが故に、企業評価に関しては補助的な意味をもつものでしかないと述べるのである。

が、同様な観点から企業評価をより体系的に論じようと試み、収支評価論者

の中心的な地位を占めているのはフォン・コルベである。

以下彼の所論を考察して行きたいと考える。

- (1) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, 1954, S. 74-S. 76. および拙稿「企業評価における収支思考」国民経済雑誌第101巻第1号55頁-56頁参照。シュマーレンバッハは全面的にこの考え方を支持しているわけではない。適用可能な考え方の一つとして述べているに止まる。
- (2) E. Schneider; Wirtschaftlichkeitsrechnung, 1957, S. 1, S. 4, S. 7, S. 15, 初版は1951年。
- (3) W. Lücke; Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten?, ZfhF., 1955, S. 310-S. 324. 参照。
- (4) H. Anders; Gewinnsteuern bei der Ertragswertermittelung von Unternehmen, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 152.
- (5) H. Voß; Unternehmensbewertung und Abschreibung, ZfhF., 1959, S. 260-S. 261.

II フォン・コルベの企業評価論

フォン・コルベの企業評価論もまた、シュミットやシュマーレンバッハとは異なって、企業価値の拠り所を将来成果 (Zukunftserfolg) のみに求めるのであって、その意味ではメレロヴィッツと同様、ラックマンのいう「動的企業評価論」に属するものである。しかしながら彼の理論を支える二つの柱としての基本的思考には、今迄考察して来た他の論者の見解には見られなかった特徴が存する。それは「主観的な立脚点」と「収支計算思考」である。

彼によれば一企業全体の評価 (Gesamtbewertung) は、原則的に市場価格という拠り所のない異常な資本取引が企てられているときにのみ行なわれるものである。この場合には企業の取引される実際の価格は購入者にとっての価値を上限とし、売却者にとっての価値を下限として決定されると考えられるのであって、そこにおいて評価さるべき価値として決定的なものは、個々の取引者にとって有用なる企業の価値のみである。そしてこれは、企業者たるべき個人

により将来予測される主観的な企業の利用から決定されるものであって、必ずしも社会的に一般的客観的価値として認められ得るものではない。

したがってかかる観点からするならば各個々人により企業の利用が異なるが故に、将来の成果から計算される企業価値は、同じ企業を対象としても、当然それぞれの企業者にとって——既に買手と売手にあって——異なったものであり得る。

つまり購入者が経済的に妥当な取引価格の最高限を決定せんとすれば、取引相手の意向とは無関係に、企業の拡張・縮小、および合理化による経営規模・組織の変化、資本構成の変化、他企業との結合など将来可能なる措置から生ずる損益への影響をも計算に入れることにより、彼にとって予想される諸関係の下で最大可能なる企業の効用を得なければならない。また一方売却者は今迄の経済的な諸関係を前提として得られていたものに止まらず、新しい諸関係の下で彼自身によって得ると期待される企業の全効用、したがって売却により失なわれる全効用の価値に指向しなければならないこととなるのである。⁽⁶⁾

しかしながらいう迄もなく、「主観的」とはいつても、貨幣で定量され得る効用——貨幣で表現された成果のみが対象となるのであって、威信欲求・趣味などの不可量な要因は含まれるものではない。これらの要因は企業の取引においては極めて重要な意味をもつが、経済的な評価計算の対象とはなり得ないのである。⁽⁷⁾

更に留意すべきは、フォン・コルベにあっても企業者の人的給付に対する正当な報酬を、支出として差引くべきことが主張されていることである。「企業者賃金は全く支出を示すものではなく」、主観的な立場からすればそれをも含めて企業者が得るべき成果が重要なのであるが、「企業者がその労働を、他の最も有利な方面に利用することにより、獲得することが出来ると思われる俸給額を差し引くべきである。」何故なら、それをしないならば、「自らの労働を企業に投下しようとはせず、有給の従業員を雇う他の企業者により評価された価値

額と比較され得ないことになるからである。⁽⁸⁾

つまり「主観的な立脚点」といっても、シュミットの所謂「全体収益価値」が求められるのではなく、企業者の個人的な給付に基づく価値は除かれるのであって、フォン・コルベの「主観的」な企業価値は、実は個別的な取引の当事者にとっての資本の価値であり、シュマーレンバッハの企業価値、あるいはシュミットの「財産により条件づけられた収益価値」に、照応する概念であることが識られるのである。

それ故フォン・コルベにあっては、その理論の決定的な特徴を示すと思われるのは——勿論以下に見られるように「主観的な立脚点」の上に立って展開されるのであるが——「収支計算思考」である。

前述したように企業価値は、投資家がそれから将来得ることの出来る効用——成果により規定されるのであるが、フォン・コルベは、シュナイダーの投資計算の理論に拠って、それは貨幣の流れのもたらす効用であり、したがって成果は収入・支出によって測定さるべきであると主張する。投資家にとって重要なのは企業における期間損益ではなくて、そこから外界に流出する、したがって彼自身が供さなければならない貨幣と、外界から流入し、彼が支配し得ることになる貨幣とである。

つまり投資過程における支出により、貨幣を他の用途に供し得なくなるという意味でそれだけの価値の効用が失なわれ、他方収入により貨幣を新用途に投下し得るといふ効用が得られる。したがって投資の資本価値は、この収入・支出が示す貨幣の効用の流れにより規定されるのである。投資家と企業との間の収支の流れが、企業と外界との収支の流れに一致して生ずるものとすれば、投資家にとっては、企業の価値はそこにおいて生ずる収支に基づいて測定されなければならないのである。

フォン・コルベにあっては、一つの資本価値としての企業価値の本質を決定するものは収入・支出であって、収益・費用はそれの期間的把握の形態であり、

第二義的な意味をもつにすぎないと考えられたのである。⁽⁹⁾

例えば、自己資本のみをもって活動する、ある継続企業において、(1)各営業期間の経常的な、減価償却費を除く費用に一致する、経営支出 (Betriebsausgabe) を A , (2)償却されない土地・組織および毎期一定している運転資本の必要高など、企業においてその一定額が永久的に必要とされる資産への支出を I_C , (3)耐用年数 n 年後に、同額同種のものに更新される償却資産への投資支出を I , (4)各期の収益に一致して生ずると仮定される、収入を E , (5)資本化利子率を i ($1+i=q$) とする⁽¹⁰⁾ときには、

I 企業設立直前 (時点 $T=0^-$) における企業価値 W は

$$W = \frac{E-A}{i} - I_C - \left(I + \frac{I}{q^n} + \frac{I}{q^{2n}} + \dots + \frac{I}{q^\infty} \right)$$

$$= \frac{E-A}{i} - I_C - I \cdot \frac{q^n}{q^n-1} \dots\dots\dots(1)$$

II 企業設立直後 (時点 $T=0^+$) においては

$$W = \frac{E-A}{i} - \frac{1}{q^n} \left(I + \frac{I}{q^n} + \frac{I}{q^{2n}} + \dots + \frac{I}{q^\infty} \right)$$

$$= \frac{E-A}{i} - I \cdot \frac{1}{q^n-1} \dots\dots\dots(2)$$

同様に設立 t 年後 (時点 $T=0^t$, 但し $t < n$) においては、

$$W = \frac{E-A}{i} - I \cdot \frac{q^t}{q^n-1} \dots\dots\dots(11)(3)$$

と表わされる。

収入・支出を抛り所とする場合に企業価値がこのように示されるのは当然のことであるが、此処で先づ我々が考えなければならないのは、この収支計算による企業価値と損益計算に基づくそれとの間に如何なる関係が存するか、したがってまた収支思考は企業評価における損益計算に如何に反映されるべきかということである。継続企業の価値は各期の収益 (Ertrag) と費用 (Aufward) との差額を還元計算すること、つまり $(E_r - A_u) \times \frac{1}{i}$ で示されるから、上に掲げた式をこの形に変えたとすると、(1)式については、

$$W = \frac{E-A}{i} - \frac{I_C \cdot i}{i} - I \cdot \frac{i \cdot q^n}{q^n-1} \cdot \frac{1}{i}$$

$$I \cdot \frac{i \cdot q^n}{q^n - 1} = x \text{ とすると}$$

$$I = \frac{q^n - 1}{i \cdot q^n} \cdot x = \frac{x}{q} + \frac{x}{q^2} + \dots + \frac{x}{q^n}$$

故に x は、利子計算の顧慮の下に、実際の投資支出以後、それに代って n 年の各期間に平均に生ずると仮定される支出である。換言すれば、収支計算によると、この場合には、設備資産の残存価値に対する計算利子を加えて減価償却費を計上し、また I_G についても同じく計算利子を費用とする。つまり経営必要資本全体への計算利子をも費用として計上するときの企業の収益価値——所謂資本化剰余価値 (Kapitalisierungsmehrwert)、またはグッドウィルが求められることを意味するのである。⁽¹²⁾

次に(2)式については、

$$W = \frac{E - A}{i} - I \cdot \frac{i}{q^n - 1} \cdot \frac{1}{i}$$

$$I \cdot \frac{i}{q^n - 1} = x \text{ とすると}$$

$$I = \frac{q^n - 1}{i} \cdot x = x + x \cdot q + \dots + x \cdot q^{n-1}$$

故に x は、利子計算の顧慮の下に、実際の再投資支出以前に、それに代って n 年間の各期に平均に生ずると仮定される支出である。此処では流動化によってもたらされる収入の上に計算される利子を差し引いたものを、減価償却費として計上した場合の企業の収益価値が求められたのである。⁽¹³⁾

また(3)式については時点 $T = 0^t$ 迄の減価償却により流動化され、収入となった貨幣額を加えると

$$W = \frac{E - A}{i} - I \cdot \frac{q^t}{q^n - 1} + I \cdot \frac{i}{q^n - 1} \cdot \frac{q^t - 1}{i}$$

$$= \frac{E - A}{i} - I \cdot \frac{1}{q^n - 1}$$

すなわち(2)式の場合と同じことになる。

フォン・コルベは、設立後においても、 t が n に接近する程、次の再投資支出迄の期間が短くなるため、再投資支出をカバーすべき、それ迄の各期における仮定された平均的な支出としての減価償却費が大となり、したがって企業価値は小となると説くのであるが、上式に見られるように、私は設立後につい⁽¹⁴⁾

ては(2)式により統一的に企業価値を示すことが出来ると考える。何故なら前述した仮説によると、企業への収入は利益であると減価償却による設備資産の流動化であることを問わず、投資家にとっても収入となる。しかし実際には減価償却は投資家への収入とはならなかったから、これは設立後 t 年間毎期減価償却額 $I \cdot \frac{i}{q^n - 1}$ づつ経営不要資産が企業内に蓄積されており将来の再投資支出をそれだけ減少させるものと考えられなければならない。式を変換し、同じ平面上に立って関係を考えんとするときには、フォスの述べる所からも明らかのように、⁽¹⁵⁾ 評価時点におけるその価値額をマイナスの支出として加えることになる。その結果、収支計算は企業設立後においては評価時点の如何を問わず、耐用期間について利子額を差し引いた減価償却費を計上するときの企業の収益価値計算と一致するのである。

此処で取り上げたのは、主として減価償却費であるが、他の収益・費用項目についても同様なことがいえる。それ故、フォン・コルベにあっては「設立直前の時点においては……将来の各期に予想される費用に、その当該年度の期首に存した、設備の残存価値とその他の資産への利子が加えられなければならない。その時には純収入現価と純収益現価との差はなくなるのである。」また設立後については「純収入現価と純収益現価との差は」、収益・費用が収入・支出よりも早く（または遅く）生じ、したがって「前者の現価が後者の現価よりも高く（または低く）なるということ」のために生ずるのであって、少なくとも前述した仮説の下では、収益価値は、損益各項目にその時間的なズレについて利子を加減することにより、⁽¹⁶⁾ 純収入現価に一致すると述べられた。

そしてフォスにおいてもまた、同様に利子計算を顧慮することにより、費用の現価は支出の原価に一致するとされ、⁽¹⁷⁾ 実務においても企業評価をこのように行なうべきであると主張されているのである。

すなわち、投資家にとっては財の価値の流れは意味はなく、貨幣の流れである収入・支出のみが投資過程を形造り、したがってその資本価値を決定するも

のであるとする観点から、企業価値もまたそこにおいて将来に待期される収入・支出に拠って測定することが提起された。更に同じ観点から収益・費用を、収入・支出に原因を有しあるいはそれに帰結すべき、その期間的把握の形態として扱えた。そしてこの認識に基づいて、収入・支出との時間的なズレについて利子計算を行なって費用・収益を修正することにより、企業評価における正しい成果を把えるべきであると主張されたのである。

ところで次に留意されるのは、損益に拠る企業価値が評価時点の如何によらず一定であると考えられていたのに比して、収支に基づく企業価値は企業設立前と設立後において本質的に異なった価値を示すということである。

フォン・コルベにあっては前述したように、設立直前の企業価値は所謂資本化剰余価値と同じであることが指摘されたに止まっているのであるが、われわれは此処に、収支計算の論理からするときには、今迄顧られなかった価値をも企業価値として認め得ることを識るのである。

従来、此処にいう「設立後の企業価値」を対象とする企業評価は、営業譲渡、持分取引など主として既存の企業を売買対象とし、支払い得る（または受取るべき）価額を求める。つまり企業において将来に期待される成果を資本化計算することにより、現在投下してその企業を購入しても（また受取って売却しても）損失にならないだけの資本額を決定せんとするものである。いわば企業または貨幣の形で保有されている資本の価値を、企業の売買後においても維持することを保証する価額の計算——広い意味での資本価値維持計算を目的とするのであったといえる。これに対して「設立直前の企業価値」計算は、ヨリ経済的な投資選択を可能ならしめるための指標たるべき企業価値の計算——収益性計算であると考えられる。何故なら投資対象としての企業が他の可能性に比して有利であるためには、そこから期待し得る成果が投下資本への計算利子よりも大であること、すなわち前の企業価値のみならず、それから当初の投下資本を差し引いたもの——「設立直前の企業価値」が正値を示すことが必要だ

からである。

われわれは収支計算における二つの企業価値が時点の差からもたらされるものに止まらず、上に述べたように本質的に異なるものであり、したがってまた、異なった適用領域をもつということを確認することが出来るのである。それを企業価値と称し得るか否かは疑問であり、なお検討の余地が残されているけれども、殊に「設立直前の企業価値」が従来考えられなかった新しい課題を提起していることに留意しなければならないのである。

以上われわれはこの節においては、フォン・コルベの所論によりながら、収支に基づく企業評価の思考の内容、それと収益・費用価値計算との関連およびそこに内包された新しい問題提起について考察を進めてきたのであるが、更に理解を深めるために、次節においては、この計算方法が、いくつかの個々の企業評価論上の問題に対してもつ意味について、考えて行くことにする。

- (6) W. B. von Colbe; Objective. oder Subjektive Unternehmungsbewertung? Z. f. B. 1957, S. 113-S. 125, および
Der Zukunftserfolg S. 16-S. 19.
- (7) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 18-S. 19. 参照。
- (8) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 96-S. 98. 参照。
- (9) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 39-S. 43. および E. Schneider; a. a. O., S. 5-S. 6. 参照。
- (10) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 44-S. 46. この序述のためには更に多くの仮説が説けられているのであるが、此処では重要と思われるものを示すに止めた。
- (11) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 47-S. 53. および E. Schneider; a. a. O., S. 16. 参照。
- (12) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 54-S. 58. および E. Schneider; a. a. O., S. 25. 参照。
- (13) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 58-S. 61. 参照。
- (14) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 49, S. 63-S. 64. 参照。
- (15) H. Voß; a. a. O., S. 261-S. 262, S. 265-S. 266, S. 269. 参照。
- (16) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 55-S. 58. 参照。

(17) H. Voß; a. a. O., S. 266, S. 269. 参照。

Ⅲ 収支思考の意義

前節で述べたように企業価値の本質を決定するものは収支であり、収益、費用はその期間的把握の形態にすぎないとする思考に基づくときには、今迄の収益価値計算の理論では明確にされなかった、いくつかの問題点が比較的容易に理解され、その処理に理論的な根拠を与えることが出来る。

始めに考えられるのは長期に渡って欠損を生ずるが、なお償却前利益を有する企業の評価における適用である。収益価値計算を行なうときには、その価値はマイナスになるか、あるいは正値を示すとしても清算価値以下となる。かかる場合にはメレロヴィッツやレーマンの見解に従うと清算価値をもつて評価することとなる⁽¹⁸⁾。

他方シュネットラーにあっては、かかるときには設備資産自体の価値が低下しているものと仮定し、それに対して当初の基準により減価償却を計上することは誤りであるとする。そして償却前利益0ならば、その企業の収益価値も0であるが、プラスであれば、それを減価償却と利益とに配分し、設備資産価値を求める。これと流動資産額を加えて企業価値を求めるのである⁽¹⁹⁾。今その償却前利益を10万マルク、基準となる利子を8%、償却率を10%、設備資産価値を X 、必要流動資産を20万マルク、とすると、

$$100,000 = \frac{10X}{100} + \left(\frac{X + 200,000}{100} \right) \times 8$$

$$\therefore X = 466,000 \text{ マルク}$$

企業価値は、 $466,000 + 200,000 = 666,000$ マルク

しかし、何れにせよ収益価値の論理が貫き得ないことは明らかである。清算価値は利益の現価では有り得ないし、また設備資産の取得原価、再調達原価の何れを反映するのでもない減価償却費は、費用としては無意味だからである。

しかしながら、この企業がなお存続するけれども設備資産の耐用年数が尽き

たときに解散すべき企業であり、したがってそこには、将来の再投資支出が存しないということを認識するならば、収支計算の論理によって理論的にヨリ妥当な企業価値を計算することが出来る。つまり此処でも将来の成果を決定する要因は将来の収入・支出のみであるから、再投資支出したがって減価償却費は顧慮する必要はなく、経常的な収支と清算価値の収入をもって企業評価を行なうべきなのである。⁽²⁰⁾

ところでその存続期間の限られている企業の清算価値の現価は通常企業価値におけるプラスの要因と見做されるが、上に述べたようにそれはそのままでは利益ではあり得ない。収入なのであって、収支計算の思考を採用することによって始めてこの処理を理解し得るのである。それ故清算価値に結びついてもたらされる次の如き問題も収支の観点から、ヨリ明確にされよう。

存続期間の限られている企業として次にあげられるのは鉱山企業——われわれが既に第3章で考察したように——であるが、ここで取りあげられなければならないのは減耗控除 (Substanzabschreibung) である。重複するけれども再び引用するならば、メロヴィッツはこれに関して「鉱山企業における減耗控除は資本減少を示すものではない。……というのは鉱山企業が解散するときには、鉱脈を掘りつくすことによって失なわれただけの価値は、当然貨幣の形で存在しなければならないからである。もしこの額が控除されるならば、企業の獲得者は減耗控除の現価だけ易く手に入れることになる。」⁽²¹⁾ として、減耗控除が利益と見做されることを主張し、他方シュマーレンバッハは「採掘されつくした鉱山は再び回復され得ないから、減耗償却は資本の継続的な流動化を示すものであり、したがってそれは継続的な清算売上げとして発生時点からの現価が求められなければならない。」⁽²²⁾ と述べている。

つまり費用として認めることは拒否されるのであるが、その論拠は両者で異なっていて必ずしも明らかではない。収支計算の立場からするときには、矢張り同じ結果に到達するのではあるけれども、前の場合と同じように再投資支出

が存在せず、したがって減耗償却費を控除する必要がないという事実を認識することによって、上述した如き曖昧な論拠によることなく企業価値計算を行なうことが出来る。此処でも収支思考の適用が、問題をヨリ明確に理解させることが認められるのである。⁽²³⁾

更に第三に問題となるのは、将来に利益留保と資本の抛出行なわれる場合である。シュマーレンバッハが「割引計算さるべき清算価値を明確にするに際して考慮すべきは、清算価値が収入・支出の差額であるのに対して、評価される将来成果は収益・費用の差額であるということである。その計算額の性格の相異は、二重計算をもたらす可能性を有する。何故なら還元計算において既に将来成果に含めて測定された額が、清算価値の中にも算入され得るからである。この可能性は例えば将来の利益が完全に流出することなく、一部留保される場合に存するが……この利益の部分……始めに将来利益において、次に清算価値において二度も計上することは誤りである。」それ故「将来の留保利益および資本の抛出が、清算価値に含まれると予想されるときには、この額は企業評価の目的のためには除去されなければならない。」⁽²⁴⁾と述べ、他方ミュンスターマンにあっては「将来成果価値に関しては、配当される利益が重要なのであって、獲得された利益が問題になるのではない。……何故なら留保された利益は利廻り (Rente) には何等の意味ももたないからである。」⁽²⁵⁾と強調されているように、収益価値の論理からするときには、この点の理解は極めて困難である。

シュマーレンバッハについては、前にも触れたように清算価値がそのままでは利益でないにも拘らず算入されること自体が既に説明し得ないし、更に二重計算を避けるために留保利益額を除くことは認めるとしても、それを利益の発生時において除くのか、または清算時において除くのかは明らかではない。更に、留保された利益は必ずしも清算時迄残らない。配当としてまたは欠損填補のためになくなることも考えなければならない。また利益ではなく、したがって二重計算の原因たり得ない将来の抛出资本額が何故除かれなければならない

のかも疑問として残る。そしてミュンスターマンにおいては当初に採られた収益価値の論理自体が此処で放棄されていることが識られるのである。

これに対して収支計算の観点からは、その理解は容易である。利益は投資家に帰属すべき収入であるが、留保されるときには、それは企業目的のための外界への貨幣の流出に照応して、その期に投資家により行なわれた貨幣の投下、すなわち支出として扱えられる。資本抛出も同様に支出として理解することが出来るのであって、したがって清算価値からではなく、留保または抛出の行なわれたときにマイナスの要因として成果測定に算入されるのである。⁽²⁶⁾

それ故また逆に資本の引き出しおよび過去の留保利益からの配当についても、同じことがいえる。シュマーレンバッハによれば、収益価値計算においては「見積られた将来利益をこえて行なわれる、あるいは将来の資本抛出により相殺されるのでない引き出しは、その時点からの現価を求めて加えるべきである。それによって多くの期間に渡って部分的な清算が行なわれるのである。」⁽²⁷⁾と考えられる。つまり個人企業において企業者が、資本を引き出し、留保利益から配当する場合には、期間利益をこえる部分については清算価値の一部として理解することによって、企業価値に算入し得る——論理的には屢々触れたように疑問はあるけれども——のであるが、収支計算では一元的に投資家への収入として扱えることが出来るのである。

最後にわれわれが考えなければならないものとして、利益課税を利益の分配と見做し、したがって課税前利益を資本化すべきか、あるいはそれを差引いた後の純利益から出発すべきかという議論の多い問題がある。これについては次章において再び詳しく取上げることにするが、例えば——前にも述べたように——メロヴィッツは、それが資本したがって投資家に帰属すべき利益を縮小せしめるものであるという理由から利益課税を差引くことを主張し、シュマーレンバッハにおいては、個人企業または合名会社においては税金は個人勘定にチャージされるから差引く必要はないが、株式会社では課税後の純利益をもっ

て計算を行なうべきであると考えられた。⁽²⁹⁾

これに対してリーブルは「客観的な企業収益価値の決定は原則として課税前の将来利益に基づいて行なわれなければならない。」とする。彼にあっては、収益価値決定は、企業が将来もたらす効用から全ゆる人的な影響を除いて行なわれるべきであり、したがってそのときには利益課税に示される様な利益の配分ではなくて、獲得される全利益が取り上げられなければならないと考えられたのである。⁽³⁰⁾このように利益課税に関する見解は、それぞれの企業評価に対する基本的な立脚点とも結びついて多様であり、収益価値計算の論理によっては統一的な理解は困難であるといわねばならない。しかし収支思考からすれば、⁽³¹⁾アンダースの指摘するように、問題なく支出として把握できるのであって、われわれはこの点についてもより正確な理解を得ることが出来るのである。

以上この節においてわれわれは収支思考が、企業評価における若干の個々の問題、特に欠損企業の評価、清算価値、利益留保、資本拠出、資本引き出し、留保利益からの配当、所得税など、収益・費用のみを重視する観点からはその理解の困難な問題——特に資本の流れに関する——を、統一的により正確に把握、その処理を論理づけるものであったということを見て来た。この限られた問題の範囲内では、収益価値論の根底に、それを包括するより大きな思考として、この収支計算の論理をおくことによるのみ、理論的に統一した処理が可能となる、とさえ考えられるのである。私は、この収支思考の提起により、企業評価論は更に数歩前進する条件を与えられたと考えるものである。

しかしながら、収支思考にも必ずしも問題がないわけではない。最後に節を改めて、2, 3の留意すべき点を指摘することをもって結びに代えることにする。

(18) M. R. Lehmann; Allgemeine Grundsätze für Bewertung ganzer Unternehmungen, Z. f. B., 1954, S. 73. および K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, 1952, S. 132. 参照。

(19) A. Schnettler; Der betriebswirtschaftliche Zins, 1931, S. 57-S. 58. 参照。

- (20) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 25, S. 84. 参照。
- (21) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 62.
- (22) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, 1954, S. 55.
- (23) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 85. 参照。
- (24) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 55.
- (25) H. Münstermann; Der Gesamtwert des Betriebs, Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen, 1952, S. 217 — im W. B. von Colbe; a. a. O., S. 11, S. 128. 参照。
- (26) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 129. 参照。
- (27) E. Schmalenbach; a. a. O., 55.
- (28) K. Mellerowicz; a. a. O., S. 65. 参照。
- (29) E. Schmalenbach; Die Aktiengesellschaft, 1950, S. 103. 参照。
- (30) J. Liebl; Ertragswert und Besteuerung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1953, S. 86, — im W. B. von Colbe; a. a. O., S. 131. 参照。
- (31) H. Anders; a. a. O. S. 152. 参照。

IV 収支思考の問題点

本章においてわれわれは、ドイツにおいて新しく提起されて来た、収入・支出に基づく企業評価計算の思考の内容を概観し、その有する意味について考察を加えて来た。

収益・費用よりもその根底にある収入・支出を資本価値の本質を規定する要因として把え、そしてそれに基づいて、直接に収入・支出によって企業評価計算を行なうか、あるいはまた収益・費用に、収入・支出となる迄の時間的なズレに関して計算された利子を加減して、企業価値を測定すべきことを提起したのは、既に古くからその問題の契機を見出すことが出来るとはいえ、新しい理論的展開として認められなければならない。

そしてこの収支思考が、収益価値の理論に対立するものではなく、むしろそれを包括するより高次の論理として、企業評価の理論的構造を解明する可能性

をもつことは、従来の企業評価の理論においてなお明確にされなかった、いくつかの問題点を検討してきた所からも明らかであろう。

しかしながらそこには、2, 3の問題点が含まれている。先づその出発点において、次のように投資家と企業、企業と外界間の貨幣

投資家 \longleftrightarrow 企業 \longleftrightarrow 外界

の流入出を考え、そして外界から企業への収入はそのまま企業から投資家への収入と一致し、同様に投資家から企業への支出はそのまま企業から外界への支出と一致するものと仮定されたことは既に述べた通りである。したがって内部留保や減価償却による流動化が行なわれるときには、それが経営必要資産に再投下されるものであれば収入即支出として相殺されるが、経営不要資産の形で止まるものは、実際に投資家への収入とはならないにも拘らず、これを収入と仮定しなければならない。他方、資本が拠出されたときには、必要なる現金保有高の形で企業に止まったとしても外界への支出と見做されることになる。フォスは企業と外界との間の貨幣の流れに加えて、投資家が企業目的を危くすることなく引き出すことの出来る貨幣または物財の価値を積極的な要因として収入に、また投資家が企業目的を達成するために投下しなければならない貨幣または物財の価値を消極的な要因として支出に加えることを提起する。これにより、この矛盾を除き、そして企業と外界との収支が企業と投資家との収支に一致するという仮説を支えんと試みているのであるが、⁽³²⁾なお正常な意味での企業の収入・支出の概念とは異なるのであって論理上の必要からとはいえ相当拡大されていることを識らなければならないのである。

更にフォン・コルベおよびフォスは、主として減価償却費と設備への再投資支出との時間的なズレに着目して問題を取り上げ、そこで得た結論から収益・費用に利子計算を行なうことにより、収入・支出計算と同じ結果を得ることが出来ると主張したのであるが、収入・支出には借入金および貸付金に基づく貨幣の流入出という、損益および資本には関係のない要因が存在する。これらの

収入・支出の還元計算を行なうときには、借入金（または貸付金）の返済時現価と借入（貸付）時現価との差額——これは通常の収益価値計算では無視されるから——だけ、収益・費用とは全く無関係に企業価値を増減させることになる。つまり収入・支出は収益・費用よりも広い概念であって、その故に単純に収益・費用との時間的ズレについて利子計算を行なうのみでは、二つの計算は一致し得ないということを識らなければならない。フォン・コルベもこの点を認め、将来の債権・債務額を一定と仮定して計算することにより同じ結果に達することが出来ると述べているのであるが、計算実務はともかくとして、理論的にはこの範疇の収入・支出について、なお明らかにすべき問題点が残っているといわなければならない。

しかしながら最大の問題点は、投資家にとって貨幣の流出入のみが重要なのか否か、したがって企業の成果をこのように収入・支出からのみ一元的に理解することが正しいか否かということである。投資家にとって重要なのは、実は企業の給付生産活動に伴う期間的な価値の流れであり、貨幣の流れはその一つの形態にすぎず、したがって投資対象としての企業についても、収入・支出と並んで、あるいはそれよりも、価値の流れを示す収益・費用の方が決定的な意味をもつと考えるときには、収支思考の一元的な基盤は崩れ去り、収益・費用に利子計算を行なうことにより、これを収入・支出に一致させる必然性は失われるのである。ここでは、この会計学上の最も基本的な問題の一つについて明確な結論を出すことは——第12章で述べるように、価値の流れをとる方がより妥当ではないかと考えるものであるが——私にとっては許されることではない。収入・支出計算理論の方法とその思考には、企業評価の理論構造を解明する契機が認められるとはいいいながら、なお深い検討を要する重要な問題の内包されていることを識るのである。

(32) H. Voß; a. a. O., S. 261. 参照。

(33) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 72-S. 73. 参照。

第9章 企業評価における利益課税

I 問題の意味するもの

われわれは、企業価値は、その企業をめぐって将来に生ずると予想される、収益・費用・資本の価値の流れによって決定されるものと理解する。所謂収益価値——われわれの概念は、通常のそれよりは可成り広いのであるが——に基づいて決定されるという、動的企業価値把握の立場に立つのである。

しかしながら、今迄述べてきた所からも明らかなようにその計算の個々の点に関する主張は極めて多様であって、なお統一的な見解に達するにはいたっていない。資本化計算の対象となるべき収益費用または成果についても、それが通常の期間損益計算で測定されるものと同一であるか否かという疑問が提起されている。これは既に前章において、企業の価値の流れを如何に認識するかという視点から、われわれが考察を加えて来た所であるが、他方それはまた利益課税を、還元計算の対象となる利益に含めるべきか否かという形においても取り上げられている。

この問題は既に古くから、エレボーやオフエンベルクの不動産評価論において論議され、またシュマーレンバッハの *Die Beteiligungsfinanzierung* やメロヴィッツの *Der Wert der Unternehmung als Ganzes* においても若干示唆する所があったが、1953年 *Wirtschaftsprüfung* 誌上で、K. Klinger が取り上げて以来、ドイツにおける企業評価論上の、重要な論争点の一つとして多くの論者により論じられて来たのである。

というのは、資本化計算の対象に利益課税を含めるか否かということは、企業価値として、どの範囲の資本の価値を求めるかということにそのまま結びつく。そしてこれはまた企業評価の課題をどのように理解するかということにも

連なるのである。このことは、冒頭にも述べたように、まさしく企業評価全体の理論的構造を規定するものに外ならない。

われわれは既に今迄述べてきた所で、断片的に触れてきたのであるが、本章においては、特に企業評価において利益課税がどのような意味をもつかについて、各論者の見解を概観し、それに手掛りを得て、そしてわれわれ自身のもつ企業評価の基本的な立場と結びつけることにより、問題の解決に接近せんと企てるものである。

Ⅱ 利益課税に関する3つの見解

ところで企業の利益に関係のある税には、法人税（Körperschaftsteuer）、営業利益税（Gewerbeertragsteuer）および所得税（Einkommensteuer）があるが、周知のようにドイツでは法人格を認められるのは、資本会社すなわち株式会社と有限会社とである。したがって法人税は、この形態の企業の利益にのみ課され、個人企業と所謂人的会社については、企業者個人の所得に対して所得税が課されるに止まる。また資本会社の持分所得者の配当に対して所得税の課されることはいふ迄もない。営業利益税は、資本会社たと人的会社たとを問わず、営利活動を行なう経営夫自体の営業利益を基準にして課されるものであって、税法上損金計上⁽¹⁾が認められている。

企業評価の対象は、個人企業・人的会社・資本会社の全てを含むから、利益課税を取上げる場合には、これらの事情に応じて検討されなければならないのであるが、各論者の見解は、——以下に見るように細かい点についてはなお一致は見られないけれども——次の3つのグループに分けることが出来る。

1. 資本会社については法人税を差引いた後の利益をもって企業評価を行なうが、個人企業・人的会社に関しては何等所得税を顧慮する必要はないという見解。

前にも屢々引用したのであるが、メロヴィッツによれば「企業の立場から

出発するときには、法人税も営業利益税も差引かれるべきである。何故なら両者共純利益（Reinertrag、以下では経営利益という語が用いられるが同じ意味であると思われる）を減少させるものであり、それらが収益価値に影響を及ぼすことは許されないからである。」しかしながら「所得税は、経営利益（Betriebsvertrag）から支払われるものではなく、それを減少させるものではないから利益から、差引くべきではない」と考えられる。

彼にあっては、企業評価は、企業の購入者や売却者の利害関係とはかかわりなく、したがってその実際の取引価格とは無関係に、企業の立場から、企業総資本の客観的価値を測定するものである。そしてその基盤におかれる利益は、通常の期間計算に拠るのではなく、資本計算（Kapitalrechnung）の観点から修正された収益費用計算により、求められるものでなければならない。すなわちその資本の減少を示すものは全て費用に、また資本増加を示すものは全て収益に計上される。それ故企業の経営利益そのものに課せられ、総資本を減少させる法人税と営業利益税とは、資本化計算の対象となる利益から差引かれなければならないのである。これに対して所得税は、企業者個人に帰属する所得への課税であるから差引く必要はない。この場合求められる経営利益は、経営夫自体の給付に帰すべき客観的な価値額であって、それ故経営自体に課される税は差引かれなければならないけれども、所得税の如く企業者に課され、他の源泉からの所得や扶養家族数などその個人的事情により規定されるものとは無関係なものなのである。⁽²⁾

ゲルハウゼンもまた「企業評価の目的は、全ゆる主観的な——売買当事者の人格に依拠する——諸規定要因を排除して、企業そのものものに与えられるべき客観的な価値を測定することにある」という観点から、同様に、法人税・営業利益税は差引かなければならないが、持分所有者の主観的諸関係により影響される所得税は、顧慮すべきではないと主張する。⁽³⁾

つまり企業価値を一つの客観的な資本価値として把え、それを減少する要因

は全て費用と見做されなければならないという観点から、法人税と営業利益税とを差引くことが要求される一方、所得税は分配後において個人に課される個別的なものであるから差引くべきではないと考えられたのである。

ところがかかる観点からするときには、企業は、実質的には同一であっても、法律上の形態の差異によって、すなわち個人企業・人的会社であるか資本公司であるかによって、異なった価値をもつことになる。レーネルはこの点に注目し、「一定の法形態の企業の組織変更を行なって法人税の支払いを免れることは、その企業に適切なる影響力を有する者の自由に委ねられている」から、企業者の持分所有が組織変更を行なわしめ得ない程度に小であるときには、法人税を差引くべきであるが、組織変更を可能ならしめるに充分大である場合には——勿論組織変更に伴う費用は考慮されなければならないけれども——それが資本公司であっても必ずしも法人税を差引く必要はないと考える。此の場合には資本公司としての収益価値と個人企業または人的会社としての収益価値を求め、何れか高い方が企業価値として採られるのである。また企業評価は一つの比較計算であるから、資本化利子率として用いられる一般利子に照応して、収益価値も、所得税課税前の利益をもって計算されなければならない。このことからいえば所得税は、原則として顧慮する必要はない。⁽⁴⁾

したがって彼の場合では基本的にはメレロヴィッツやゲルハウゼンと同じ立場を採るのであるが、法的な形態ではなくて実質的な形態を注視した点に、その見解の特徴が見られる。そしてこれを更に詳細に検討せんと企てたのがフォスである。

フォスもまた「評価過程すなわち将来成果の資本化計算の最後の目的は、一つの価値比較——経済的な選択である」が故に、対象となる成果と資本化利子率とは照応するものでなければならないとして、所得税を減ずる必要はないと考えるのであるが、法人税についてはいくつかの場合が問題とされる。すなわち、

- a. 一経営がその全資産と全負債とをもって、売却または購入の目的で評価されるときには、法人税は差引かれるべきではない。例えば一資本公司が他の法人の経営の一部となる場合には、それからもたらされる成果は全て後者に帰属するものとして計算される。
- b. 資本公司の経営者自体ではなくて、その持分を評価するときには原則として法人税は成果から差引かれる。何故なら持分所有者に帰属する以前に国庫への分配が行なわれねばならないからである。しかしその持分の所有が充分に大であって組織変更により、人的会社または個人企業となり、あるいは成果譲渡契約をもつ *Organschaft* (税法上、ある機関が、経済的・組織的・金融的に、その所有者と一体となって結合していること)⁽⁵⁾ が認められ、法人税を回避することが出来る場合には、レーネルの説くように差引く必要はない。また例外として重要なのは箱特権 (*Schachtelprivileg*) の認められるときである。すなわちある資本公司が、その25%以上の持分をもつ他の資本公司を評価するときには、既に課税されている子会社の配当利益は親会社では課税されないから、評価に際して課税後の利益から出発するとしても、この特権の価値は何等かの形で顧慮する必要がある。フォスは、資本化利率として、一般利子よりも低い免税国債の利子をとることにより、これを企業価値に加えることを提起するのである。

⁽⁶⁾
このように細かい点では若干の相違があるが、メロヴィッツ、レーネル、フォス、ゲルハウゼンなどは、所得税は企業者個人に帰すべき主観的要因であり、また利益に相応すべき資本化利率においても含まれたままであるが故に、顧慮する必要はないが、法人税は企業に課せられ、その資本を減少させる客観的要因であるから差引くべきであると主張するのである。更にシュマーレンバッハ、フォン・コルベ、K・コルベ、プフィーエル、ヨナスなどもこの見解を採る論者として上げる事が出来る。⁽⁷⁾

2. 資本公司については法人税を差引き、また個人企業・人的会社においても

所得税を差引いた後の利益をもって収益価値を測定すべきであるとする見解アンダースによれば、所得税はメロヴィッツやゲルハウゼンの説くように主観的な要因であるとは、必ずしも考えられない。何故なら企業が全体経済から、裁判所・警察・公共事業・外交などの如き形で受取る給付に対しては、当然支払いがなされなければならないが、それは資本会社、人的会社の別なく妥当するからである。少なくとも企業が近代国家から受ける社会的給付に対して、それに照応する税を経済上必要な支払いとして認めることは必ずしも主観的とはいえない。

そしてこの国民経済的認識に基づき、他方に——前章で述べたように——企業評価における成果は、収益・費用の差額としてではなくて、収入・支出の差額により決定さるべきであるという理論をもって、彼は資本会社の法人税も人的会社・個人企業の所得税も経営経済上の必要なる支出であるから、双方共資本化計算の対象となる成果から差引かなければならないと主張するのである。

但し人的会社の所得税については、その企業が所有者の唯一の財産であるときには問題はないが、他の源泉からの所得が混合するときには税負担は混乱するから、それを企業の経営活動にのみ結びつけて客観化するためには、統計資料に基づいてその企業からのみもたらされる所得を分離するか、あるいは法人⁽⁸⁾税率をもって代用して計算しなければならない。

そしてハゼナックもなお主観的な所得税を、客観的な額におきかえることにより計算に導入せんとして、利益から所得税の正常控除 (Normalabschläge) を差引くことを提起している。⁽⁹⁾

すなわち此処では、企業が資本会社であるか人的会社であるかによって全然異なった価値を有することになるという、メロヴィッツやゲルハウゼンの方式のもつ欠陥を克服するために、個人企業や人的会社の所得税に国民経済的な費用または支出としての意味を認め、更に量的に固定化することにより、これを客観化することが企てられたのである。

3. 法人税も所得税も差引くべきでないとする見解

これは先ずこの問題の口火を切ったクリンガーにより主張された。彼は、シュマーレンバッハにより明らかにされた企業の収益価値と実物価値との関係、すなわち前者は通常後者よりも大であるという関係は評価実務上支持すべき思考であるとする。そしてもし「伝統的な収益価値が放棄されて残存収益価値(Rest-Ertragswert)——課税後利益による収益価値——がとられるとすると、この関係は破壊されてしまうことになる」という論拠を述べる。何故なら現在の税制下においては収益価値は常に実物価値以下に止まらざるを得ないからである。絶対に有利な予想をもって設立された企業が、法人税を差引くとすれば、その完成直後に最早投下資本以下の価値しかもたないことになるが、これは支持し得るものではない。「残存収益価値法の結果は、事実上経営の実体(Betriebssubstanz)を部分価値をもって評価することになる」として、法人税を差引くことは否定されるのである。⁽¹⁰⁾

またヴィンケルマンは、企業価値の決定は全ゆる主観的な規定諸要因とは無関係に行なわれなければならないという観点から出発して、利益課税を差引くことを却ける。例えば或る企業の課税前利益が10万DM、資本化利率が10%、法人税率が60%であるとするとき、法人税を差引くとすると、企業価値は買手にとっては、40万DM。ところが売手がこの40万DMを以前と同様に資本会社持分に投下するとすれば、課税後利益は16,000DM、その持分の資本価値は16万DMとなる。つまり税が売手に転嫁され、一方的に不利な結果をもたらさる。

また税負担は、企業の組織変更により容易に変化させられ、したがって企業価値はその持分所有者の自由なる意志をもって変動することになるのであって、個々の利害関係者に対して異なった価値をもたらす、全ゆる主観的要因を除かんとすれば、かかる点からも、課税前利益によって企業評価を行なわねばならないのである。⁽¹¹⁾

次に、資本化計算にあっては対象となる利益と、資本化利率とが照応しな

ければならないとする観点から、上の二者を批判しながら、なお課税前利益を支持する論者にヘンツラーがある。前の例でいうと、課税前利益10万DMを、10%の資本化利子率で資本化すると100万DM。これに対して課税後利益4万DMをとるときには、同じく資本化利子率も60%を差引いた4%と考えるべきであるから、企業価値は100万DMとなって同じ結果を得る。したがってこの点を顧慮するならば課税前利益から出発しようと、課税後利益から出発しようと、差異はないのであって、実務上は計算手続きとして、より簡単な、課税前利益の還元計算を採るべきであると説かれるのである。⁽¹²⁾

更にリーブルも、メレロヴィッツなどの主張を批判して、課税前利益を採る。彼によれば、利益課税を差引くときには、これを資本化利子率において顧慮することがないとすれば、ヴィンケルマンの例に示されたように、企業の購入者は税の支払い者にはなるけれども、税負担者たることから免れて、税負担の不公平な転嫁が行なわれることになる。つまり課税後利子率に照応すべき利益額を課税前利子率により資本化計算することは、企業の購入時において既に将来の税負担を消却し、これを売手の負担たらしめることを意味するのである。

この批判は、上にみたように、余り妥当なものとは考えられないが、しかしながら次に彼のメレロヴィッツ批判で最も留意すべきは、課税後利益により還元計算を行なうときには、以後の損益計算を混乱せしめることになることを指摘している点である。例えば前例においては企業価値は100万DMであるが、貸借対照表上の資産の時価総額が85万DMであったとすると、企業の購入者が課税後利益に基づいて測定した40万DMの企業価値をそのまま開始貸借対照表に反映させ償却資産を評価替えするとすれば、明らかに以後の減価償却費は過少に計上され、損益計算は混乱することになる。勿論この場合クリンガーの述べるように課税後の収益価値が実体価値よりもはるかに低くなるから損益計算が混乱するのではなく、利益課税をも含めた総利益を生み出している企業の資産を、課税後の利益しかもたらしめていないものと見做して評価する点に——課

税後資本化率を用いるとしても——誤りがあるのである。ともあれ企業経営の計算制度と結びつけて企業評価を理解せんとする立場からするならば、このリープルの指摘は極めて重要な意味をもつものと考えられるのである。

そして彼にあっては、これらの困難が資本会社についてのみ生ずることになるのも支持し得ないとして、収益価値の決定は、その企業が将来もたらす全ゆる効用 (Nutzung) から全ゆる人的主観的な影響を除いて行なわれるべきであり、「したがって利益の獲得が問題となるのであって、利益の分配——国家の強制的な参加であると他のものであるとを問わず——を差引いた後に経営に残されるものを対象とするのではない」と主張される。利益課税の除去——特定の利害関係者にとっての税負担の消却 (Steuertilgung) の如き主観的要因は顧慮すべきではなく、「客観的な企業の収益価値の決定は、原則として課税前の将来成果に基づいて行なわれるべきである。この方式によってのみ、種々の企業形態を統一的に取扱うことが保証されるのである。」⁽¹³⁾

最後にフェルテンもまた「利益課税を計算に入れるか無視するかについては、第一にそれが経済的な価値消耗すなわち費用なのか、あるいはまた企業により獲得される剰余の一構成部分を示すものかを決定しなければならない」が、個々の利害関係者とは無関係に、企業の客観的な経済価値を決定するという観点からするならば、「それは経営の剰余獲得に結びついた費用」ではなくて「第一義的に利益分配の事実の現われである。」「その経済的な価値創造に拠る、一企業の価値は、それが企業所有者への配当の形において行なわれようと、また取締役へのボーナス、国庫への納税などの形においてなされようを問わず、創出された剰余価値の分配には関係はないのである。」⁽¹⁴⁾として、課税前利益を採るべきことを説いている。

このグループでは、課税後利益をもって還元計算を行なうことが税負担の転嫁という経済上の矛盾をもたらすことになることが注目され、むしろ個々人の利害関係をこえた客観的な経済価値を求める点に企業評価の課題があるとする

考えから、利益の分配とは無関係に、課税前利益を採ることが主張されたのである。そしてまた還元計算の対象となる利益に照応せる資本化利子率を採らなければならない、という観点からも、前二者のグループに対する批判が提起されていることが留意されなければならない。

- (1) E. Auffermann; Grundzüge Betriebswirtschaftlicher Steuerlehre, 1959, S. 174. 参照。
- (2) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, 1952, S. 65. および Zur Problematik der Bewertung des Unternehmungsganzen, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 201-S. 202.
- (3) F. Gelhausen; Unternehmungsbewertung und Gewinnsteuern, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 73-S. 74.
- (4) H. O. Lenel; Ertragsteuer und Vermögensabgabe bei der Bewertung von Unternehmungen, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 153-S. 154.
- (5) E. Auffermann; a. a. O., S. 47-S. 48. 参照。
- (6) H. Voß; Unternehmungsbewertung und Körperschaftsteuer, ZfhF. 1960, S. S. 229-S. 241.
- (7) W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg, 1957, S. 139-S. 141, K. Kolbe; Ermittlung von Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmungen, 1959, S. 78-S. 80, H. Jonas; Die Bestimmung des zukünftigen Reinertrages bei der Unternehmungsbewertung, Z. f. B., 1954, S. 169, および W. Bouffier; Die Körperschaftsteuer bei Ertragswertberechnung, Der Österreichische Betriebswirt, 1955, S. 70, im W. B. von Colbe; a. a. O., S. 133. 参照。
- (8) H. Anders; Gewinnsteuer bei der Ertragswertermittlung von Unternehmen, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 152-S. 153.
- (9) W. Hasenack; Vorlesung über Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Göttingen Wintersemester, 1952/53—im J. Libel; Der Ertragswert der Unternehmung und die Gewinnsteuern, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1953, S. 79. 参照。
- (10) K. Klinger; Die Problematik der Unternehmungs—Ertragswertberechnung unter dem Aspekt der Gewinnbesteuerung, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 4-S. 5.
- (11) H. Winckelmann; Zum Einfluß der Gewinnsteuern auf den Unternehmens-

wert, Wirtschaftsprüfung, 1953, S. 181-S. 183.

- (12) R. Henzler; Ertragswert und Steuern vom Gewinn, Deutsche Zeitung und Wirtschafts-Zeitung, 1953, Nr. 15, S. 14—im W. B. von Colbe; a. a. O., S. 132—S. 133. 参照。
- (13) J. Liebl; a. a. O., S. 74-S. 87.
- (14) J. B. Felten; Wert und Bewertung gänger Unternehmung unter besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, 1958, S. 53-S. 54.

Ⅲ 利益課税と企業評価の課題

以上企業評価において資本化計算の対象となる利益を決定する場合に、利益課税を如何に処理するかについての各論者の見解を概観して来たのであるが、まさしく此処においても統一的な理論は見られなかった。しかしながら互いに他を批判しながら展開された各々の主張の中に、いくつかの問題が提起されていることは否定出来ない。以下それを整理することにより、われわれ自身の結論を導き出したいと考える。

第一に指摘されるのは、各論者の企業評価に対する基本的な態度がそれぞれに異なっているということである。われわれが見て来たように多くの論者は「客観的」な企業価値を問題にするのであるが、それはメレロヴィッツにあっては、企業をめぐる個々人の利害関係とは無関係な総資本の価値であったし、フェルテンの場合では——少なくともその評価の第一段階においては——所謂資本化剰余価値を意味した。⁽¹⁵⁾ またレーネル、フォス、ヴィンケルマンにおいては企業価値は、企業の売手・買手にとっての取引の価格であった。そしてリーブルでは、同様に企業そのものの取引価格として扱えられる一方、上述せる所からも明らかなように企業会計の新出発のため価値基盤としても理解されている。

つまり各論者は、それぞれ異なった次元において問題を取上げているのであって、したがってそこにもたらされる結論も多様であった。何等統一的な理解が見られないのも極めて当然のことといわねばならない。それ故われわれが自

身の結論を見出し、前に提起されたいくつかの問題点を解明して行くためには、企業評価そのものの基本的な理解から出発することが必要であると考えられる。

シュマーレンバッハが「『正しい』または『真実の』価格は絶対的なものではなくて、評価の方向により規定される相対的な量であり……その時々⁽¹⁶⁾の計算目的に最も有用なる価格が『正しい』のである。」と述べているように、われわれは企業評価もまたその目的により、在り方を規定されるものでなければならないと考える。それは、営業譲渡・合併・組織変更・大規模なる企業持分の取引・国家による企業の強制収用とその返還・社員の入退社・更生・準更生など、企業が全体として移動し、その持分の本質的な部分の移転が行なわれ、あるいは経営が新たなる価値基盤に立って再出発せんとする時になされる。

第1章においても述べたように、私はそれを大きく分けて、

1. 企業をめぐる個々の利害関係者にとっての、企業の持分価値あるいは自己資本価値の測定。
2. 企業会計の新出発のための価値基盤としての、総資本価値、すなわち企業目的のために結合された資産の全体価値の測定。

を目的として、企業は評価されると考えるものである。

このことは、既にシュミットの有機的企業評価論において示された所であり⁽¹⁷⁾、また上に述べた諸論者の中でも、ヴィンケルマンやフェルテンが、課税前利益の立場をとりながら、企業自体の売手または買手の利害関係からすれば利益課税を差引くことも認め得るとしているように、また逆に課税後利益を主張するフォスが、経営夫自体の評価を行なう時には利益課税を差引くべきではないと述べているように、若干示唆されていたのである。これらの諸論者の見解の背後にある意識をおしはかるとき、われわれは企業評価を取上げる場合には、この二つの目的を認識することから出発しなければならないと考えるのである。

それ故利益課税に関する諸問題もこの基本的な立場から検討することが要請されるのであって、そこで次にこれにかかわらしめて考えられなければならない

いのは当然課税前利益をとるか課税後利益をとるかということである。

まず企業会計の新出発のための価値基盤としての総資本価値の決定を目的とする場合においては、還元計算の対象となる利益は企業の全資本、すなわち企業目的のために結合され、統一的に活動している全資産が生み出す剰余でなければならない。企業の期間的な給付生産活動と結びついてもたらされる、全ゆる総資本増加を収益に、全ゆる総資本減少を費用に計上することにより測定するのである。われわれの上に示した目的、したがって企業会計上の観点からするならば、その剰余は総資本に照応する利益、すなわち総資本利益と称さるべきものであり、当然利益課税はその中に含まれるのである。

アンダースのように企業価値を、何等の目的とも結びつけることはなく、単に経済上の一価値としてのみ把える場合には、あるいは利益課税を近代国家の社会的給付に対する対価すなわち経済上の費用として考えることも妥当するかも知れない。しかしながらフォン・コルベが指摘しているように、それ以前に⁽¹⁹⁾原価として把えられている他の税負担とは経済上如何に区別さるべきかという疑問が生じ得るし、また個人企業や人的会社では、企業に対する国家の社会的給付と企業者に対する国家の給付とが明確に分けられないという問題も出て来る。また利益課税を経済上の費用として認識する根拠も薄弱であり、この視点からも通常考えられているように利益の一部——利益が生じなければ存在しないから、明らかに利益の分配である——と見做すことが正しいと考えられる。

この目的にかかわらしめる限りにおいて、われわれは個々人の利害関係したがって利益の分配とは無関係に、資産の結合体としての企業が獲得する利益、すなわち総資本に帰属すべき、課税前の利益を対象としなければならない。

このことは、リーブルの指摘したように、求められた企業価値がそれ以後の損益計算の在り方を規定するという点からいっても、極めて重要である。

経済的統一体としての企業のもたらす剰余は、その企業の期間的な給付生産活動からもたらされる価値つまり収益から、その期間に発生した価値の消耗額

すなわち、その企業の単純再生産活動に必要な価値額を差引いたものであるが、利益課税は、企業の単純再生産に必要な価値とは考えられない。それを回収しなくとも、企業の給付生産活動は継続され得るからである。したがって個々の資産全体の結合体としての企業のもたらず剰余の一部を形造るものとして扱えられなければならない。もしこれを除くならば、逆に、ある対象を——実際には、一定額の剰余をもたらししているにもかかわらず——その2/3ないしは1/2の剰余しかもたささないものと考えて、その価値を決定することになる。

そして更に重要なことは、その対象の価値が、現在の税制および将来に予想される税制の変化により大きく影響されるということである。この場合においてはその評価額が以後の損益計算の在り方を規定するから、このことの認識は決定的な意味をもつ。企業の将来における利益が、現在の利益課税のために、当然得られるべきものよりも、大きく表示されることがあってはならないし、まして税制によって左右されるようなことがあってはならないのである。

もっとも、この場合でも、課税後利益に対して課税後資本化率を用いれば、結果は同じであるという見解がある。課税率 S 、利益 E 、資本化率 i とすると、収益価値 W は E/i であって、分子・分母双方に $1-S$ を乗じても、結果は変わらないからである。

しかしながらこれは、企業が永久に、一定 E という利益を獲得し続けるという、最も素朴な仮説をおいたときの結果である。

第1章および第12章において述べるように、収益価値を企業の長期経営計画によって多少とも厳密に測定せんとする立場からすれば、少なくとも部分的には、有限年数の公式

$$W = E \cdot \frac{q^n - 1}{q^n(q-1)} \quad (\text{但し } i+1=q)$$

を基盤において考えねばならない。そこで今 $1-s=r$ とすると、

$$W = E \cdot \frac{q^n - 1}{q^n(q-1)} = E \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i} \dots\dots\dots (1)$$

これは、課税前利益と課税前資本化率とに拠る場合である。次に課税後利益

$r \cdot E$ と課税後資本化率 $r \cdot i$ をとると、

$$W' = rE \cdot \frac{(1+ri)^n - 1}{(1+ri)^n \cdot ri} \dots\dots\dots (2)$$

そこで W と W' との関係が問題となる。双方とも変形すると、

$$W = \frac{E}{i} \left\{ 1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right\}$$

$$W' = \frac{E}{i} \left\{ 1 - \frac{1}{(1+ri)^n} \right\}$$

$r < 1$ なることから明らかに、 $(1+i)^n > (1+ri)^n$ 、

それ故、 n を有限とすれば、常に

$$W > W' \text{ である。}$$

つまり、収益価値を多少とも厳密に把えんとする立場からすれば、課税前利益・課税前資本化率に抛る場合と、課税後利益・課税後資本化率に抛る場合とでは、結果は、明らかに異なる。そしてわれわれは、前述したような理由によって、前者をとらねばならないと考えるのである。

しかしながら、企業をめぐる個々の利害関係者——持分の所有者・その買手など——にとっての価値すなわち自己資本価値を求める場合には問題は異なってくる。例えば企業の持分を売買する場合、その価格が成立する以前に、売手買手はそれぞれにおいて評価を行ない、自身にとっての企業の価値を決定する必要があるわけであるが、この場合に重要なのは特定の個々人に流入する純利益であるから、利益課税は差引くべきものと思われる。但し所得税に関しては、資本化利子率としてとられる利子率または利益率は通常これを含むものであるが故に、それに照応して、差引くべきではない。

ところで第二に、企業評価を行なう場合、われわれの前提とした総資本利益または課税後の自己資本利益をそのまま還元計算するという単純な方法ではなくて、総資本価値を求めるときには、始めに自己資本価値を求めてこれに負債額を加え、また自己資本価値を求めるときには逆に総資本価値から負債額を差引いて測定するという方法も考えられる。これらの方法の何れが正しいかとい

うことは困難な問題であり、また此処で論ずるべきものでもない。というのは、われわれがとる基本的な態度、つまり企業評価を二つの目的にかかわらしめて理解し、一つの場合においては課税前利益を、他の場合においては課税後利益をとるという立場は、第12章でも述べるように、他の重要な評価の前提条件とも結びついているからである。われわれは、ここでは、企業の自己資本または持分のあるべき交換価値を求めるときには、課税後純利益、企業会計の新しい価値基盤としての総資本価値を求めるときには、課税前の総資本利益から、ヨリ直接的に出発すべきであることを主張するに止めておきたいと考える。

第三に問題となるのは、資本化利子率である。企業の総資本価値を求めるときには、具体的にそれを如何にして決定するかは別の問題として、利子率は課税前の利子率——所謂 ⁽²⁰⁾ Brutto-Zinssatz をとるべきことは、いう迄もないが、個々の利害関係者にとっての自己資本の価値を求めるときには、その決定は複雑である。

すなわちこの場合には企業評価は極めて主観的な性格をもって来るが故に、資本化利子率もまた個々の場合で異なり得るかもしれない。例えば企業持分の売手がその売却によって得た対価を以前と同様に、他の資本会社の持分の購入にあてる意志をもつときも、また固定利子証券に投下するつもりであるときもあるであろう。この二つの場合では資本化率は異なり得る。

しかし個々の利害関係者にとっての自己資本価値を求める場合、比較の基準となるのは国民経済において自己資本または持分資本として存在する資本の利益である。課税後の平均的な自己資本利益率を資本化率としてとって、それが国公債や社債利子よりも高ければ、その差額は危険追加率と考えるべきであるし、またヨリ低ければ、差額はインフレ・ヘッジのための控除率と考えられよう。

この目的のためにはヨリ主観的な資本化率の決定も考えられないことはないが、シュマーレンバッハの説くように、資本の流通形態により枠を定めておく

ことは、必要と考えられるのである。ヨリ主観的な判断は、それ以後において行なわれるべきであろう。

したがって第四に考慮すべきは、企業持分——自己資本価値を求めるときには、個人企業・人的会社と資本会社との形態の差異によって、また税制の改正によって企業価値が変動し得るということであるが、これは比較的主観的なこの評価の性格からするならば充分有り得ることとして認められよう。個々の利害関係者は、その企業に如何なる法形態を与えるかは、それぞれの利益が最大になるように決定するであろう。例えば持分の有限責任とその市場流通性の観点から株式会社の方が、法人税を課されるにも拘わらず、ヨリ有利と判断すればシユマーレバツハの述べるように、個人企業であっても組織変更を予想し、それを前提にして企業評価を行なうべきであろう。アンダースやハゼナックのように、どちらにも一定の税が課されると仮定して、個人企業・人的会社の利益からも正常控除を差引くことは、そのことだけからすれば、資本会社と個人企業・人的会社を同一平面上におき、客観化したように見えるが、企業評価をその目的にかかわらしめて理解するという、ヨリ基本的な立場からすれば余り意味のない、観念的な計算手続きであると考えられるのである。

第五に留意しておきたいのは、内部留保と箱特権である。

周知の如くドイツでは利益の内配当される利益については15%、留保利益に対しては51%の法人税が課される。フォン・コルベヤクレンケは配当利益についての課税のみを差引き、未配当の部分への課税は所得税と見做して——というのは留保利益は持分所有者個人の所得とならず、それ故当然課されるべき所得税を免れるから——これを利益に含めたまましておくことを主張する。税率が異なるのであるから、利益に含めるとしても、51%と免れた所得税率とを比較し、後者の範囲内で行なうべきであろう。しかし自己資本価値を求める場合には、ヨリ論理的には法人税として全部差引き、後に——それが極めて不確実な予測しかできないときには——資本化利子率において、その影響を顧慮するこ

の方がより正しいと思われる。

箱特権についても同様に、親会社で課税を免れる部分について利益課税を差引かないとする手続きと、一応差引いてからより低い資本化利率にその有利さを反映させる方法とが考えられるが、矢張り後の方がより論理的と思われる。

最後に第六に取上げねばならないのは、営業利益税である。税法上は、前述したように損金算入が認められており、諸論者の見解もまた大体費用として差引くことに一致している。⁽²²⁾そしてわれわれも此処では一応それに従うことにするが、なお若干の重大な問題が残されている。というのはこれは、利益・他人資本利子・家賃その他の賃借料・企業者報酬などを含む営業利益（通常いわれるよりも少し広い概念であるが）を基準にして課されるものであるから、もしこれが営業利益の一部であるとすれば、総資本価値を求めるときには利益に含めなければならないのである。（ただ家賃その他の賃借料に結びつく税額に関しては、差引かなければならないことになる）。何れにせよわれわれの立場からすれば、この営業利益税の性格を明らかにすることが重要な意味をもっていることが識られるのである。

×

×

×

以上われわれは企業評価において還元計算の対象となる利益に、それへの課税を含めるべきか否かという一見単純ではあるけれども、極めて重要な問題について、1953年以後ドイツで行なわれた論争を概観し、そしてわれわれ自身の企業評価に対する基本的な立場から、そこに示されたいいくつかの問題点の解明に接近せんと企てた。

そして他の経営の諸計算と同様企業評価もまたその目的にかかわらして、その計算手続きの論理的な在り方を決定すべきであるという観点から出発し、つぎにその目的を、企業会計の新出発のための価値基盤としての総資本価値の決定と、企業をめぐる個々の利害関係者にとっての企業の持分価値の決定との

二つに求めた。

前者の場合には課税前利益と課税前資本化率を、後者の場合には課税後利益（但し法人税と営業利益税についてのみ）と課税後資本化率とをもって計算することを提起したのである。

勿論この試論にも若干の問題があることは卒直に認めなければならない。税制そのものがドイツのそれであって、わが国の場合を考えていないことがそれである。此処ではドイツにおける企業評価論から出発し、そして考察を加えたのが主として基本的な態度であるので、そのままに取り上げた。基本的な結論そのものは国の税制によって変ることはないと考えられるが、個人企業・人的会社への利益課税、内部留保、箱特権、営業利益税などについては、当然国によって問題の把え方が異なって来ると思われる。

これらの点はなお個々に検討すべき重要な問題であると思われる。以後の研究において更にヨリ深く考察を加えることにより、その欠陥を補なって行きたいと考える。

- (15) J. B. Felten; a. a. O., S. 48. および拙稿; 書評, 国民経済雑誌35年8月, 107頁参照。
- (16) E. Schmalenbach; Kostenrechnung und Preispolitik, 1956, S. 138.
- (17) F. Schmidt; Die organische Tageswertbilanz, 1951, S. 124-S. 130. 参照。
- (18) H. Winckelmann; a. a. O., S. 183. および J. B. Felten; a. a. O., S. 56. 参照。
- (19) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 138-S. 139. 参照。
- (20) J. Liebl; a. a. O., S. 88. 参照。
- (21) W. B. von Colbe; a. a. O., S. 140. および H. Krönke; Reproduktionswert, Ertragswert und Gesamtwert der Unternehmung, Z. f. B., 1951, S. 150. 参照。
- (22) K. Kolbe; a. a. O., S. 78-S. 80. 参照。

第10章 企業評価の計算方式

——二元的企業評価方式の新しい理解——

I 二元的計算思考の流れ

企業評価が、経営学・会計学上の、複雑で困難な問題の一つであり、その計算の個々の点に関する各論者の主張が極めて多様であって、現在なお統一的な見解に達するにいたっていないということは、既にわれわれのみてきた所であるが、更にその計算方式——実務的によく用いられている——を、どのように理解するかということも、多くの人々により論じられている点の一つである。

それは、ヨリ具体的には実物価値 (Sachwert) ——企業を形造る個々の資産の再取得価額の総計——を、企業評価計算の中に導き入れることができるか否か、また導入し得るとすればどのような計算方式が考えられるか、そして更にこの二元的な計算方式が、われわれの主張する、動的価値把握という企業評価の本質的理解と調和し得るものか否かという、極めて重要な問題として提起されているのである。

既に今迄述べてきた各章の中で断片的に触れたところもあり、重複する点もないではないが、本章では特に企業評価計算方式におけるこれらの問題点を検討し、併せてそれが企業評価の本質的理解に如何なる意味をもつかについて、若干の文献を参照しつつ考えて見たいと思う。

企業評価の方法としてはいくつかのものが考えられるが、周知の如く最も一般的には、企業の価値は、その全体としての組織がもたらす将来の効用によるものであり、その効用は通常は利益獲得のための活動を通じてもたらされるが故に、将来予想される利益を資本化計算した額——収益価値 (Ertragswert) に基づいて決定されるものと説かれている。そしてそのヨリ確実な、あるいはむ

しるより実際的な計算を行なう上での補助形態として、実物価値が計算に導き入れられるのである。

ところでこの、後の方の、収益価値と実物価値との双方をもってする計算方式は既に古くから実務上とられてきたものである。

既に第2章から第4章迄においてみたように、不動産の担保としての評価方式としては相当古くから用いられているし、またプリオン、モラル、シューベルトなど初期の企業評価論においても基盤としてとられた考え方であった。

また例えばベルリン地方財務局が非上場株式など販売者がその一般価値を推定することのできない持分や利益享有証 (Genußschein) の税法上の評価のために発展させ、そして1935年以後他の地方財務局においても用いられたベルリン方式 (Berliner Verfahren) においては、企業価値は収益価値と実物価値との平均により決定されるものとされる⁽¹⁾。そして戦後新たにドイツ連邦共和国が税法上の非上場持分評価のために規定した、シュツットガルト方式 (Stuttgart Verfahren) においても、平均するという形でではないが、実物価値が収益価値と同じ重要さをもつ計算要因として導き入れられている。将来各年度に期待される利益を E 、実物価値を S 、資本化利率を i とすると、企業価値 W は

$$W = S + \frac{3}{1+3i}(E - S \cdot i)$$

と表わされる⁽²⁾のである。

スイスにおいても、国家・地方公共団体が土地を強制的に収用する場合の評価は、ベルリン方式と同様二つの価値を単純に平均する中位価値法によってなされ、またホテル企業の評価は、収益価値に数倍 (二倍から四倍) の加重を与えはするが、矢張り実物価値との平均に拠っている⁽³⁾。

更に1940年以来フランスの有力なる会計士団体 Société d'Expertise Comptable Fiduciaire de France により支持され、実務上多くの場合に適用されて来たといわれる方式も収益価値と実物価値とから企業価値を測定せんとするものである。すなわち、

$$W = S + V \cdot \frac{1 - V^n}{1 - V} (E - S \cdot i)$$

$$\text{但し } V = \frac{1}{1+i}$$

で表わされる。⁽⁴⁾

そしてまたわが国でも各製鉄会社が、日本製鉄株式会社に統合されたときに、上述の所謂中位価値法がとられたことは周知の如くである。⁽⁵⁾

それ故企業評価論にあっても、この実務上極めて有力な、既に企業評価の伝統的慣行となっているともいえる方式を支持するものが少なくないのであるが、われわれが既にもてきたように、これを明確に理論づけようとしたのはシュマーレンバッハであった。

彼にあっては、競争危険の存しないときと競争危険の存するときとを区別して、企業評価が論じられるのであるが、前者の場合の企業価値が収益価値によってのみ決定されるのに対して、後者においては、実物価値が重要な価値決定要因として考慮されなければならない。

何故なら企業の収益価値が実物価値よりも大であるとき、すなわち企業の利益率が平均利潤率——資本化利子率よりも大であるときには、その利益率が低下して平均利潤率に一致し、収益価値が実物価値と等しくなる迄、競争企業が出現するものと考えられる。

つまり実物価値は、収益価値との関連において、競争企業出現の一つの限界の値——シュマーレンバッハはこれを稀少性閾 (Seltenheitsschwelle) と称する——を形造るものであって、二つの価値の差が大なる程競争が激化すると考えられる。明確には予想し得ないけれども、それにより将来利益が減少し、したがって同時にその企業価値も既に低下している可能性が存するのである。それ故シュマーレンバッハは、収益価値が実物価値よりも大であって、競争危険の存するときには、企業価値は二つの価値の間に存するものとしてこれを求める。そして彼においては、既にもてきたように、その方式として、中位価値法、

フリッツ法、資本化剰余価値を償却する方法の三つが提起された。⁽⁶⁾

そしてミュンスターマンもまた「企業全体の効用価値としての将来成果の価値は、理論的には正しい。……がしかしながら将来成果価値の方程式は殆んど全てが、純粹の見積り評価に抛らざるを得ない未知数から構成されているが故に、実物価値という補助価値を導入することにより計算をより確実ならしめることは合理的である。⁽⁷⁾」として、計算の確実性という観点から、シュマーレンバッハの方法を支持するのである。

またこの企業価値を収益価値と実物価値とから決定せんとする見解を、より実務を重視し、経営学・会計学の理論は現実を反映して組み立てられなければならないとする観点から主張する論者として上げられるのが、フィールおよびコッホである。

フィールにあっては、客観的な価値とは交換価値であり、価格に現われるものである。したがって「企業価値においても決定的なものは、経済の交換流過程で形成される市場価値のみ」である。企業評価論は、この価値 (Iet Unternehmenswert) が論理的に如何に形成されるかを考えることにより、あるべき企業価値 (Soll Unternehmenswert) を推測するものでなければならない。そして、それは「この価値が実務上如何に形成されるか、また如何に価値判断が行なわれるかという、経済生活で現実に取り上げられた方法を無視するときには、理論としての意味を失なうことになる。現実に収益価値と実物価値との二つの価値から企業評価を行なっていることを明確に認識し、それに基づいて理論を組み立てて行かなければならないのである。」

すなわち企業価値したがってその価格は、資本投下の効用と安全性とによって決定されるが、効用は利益に現われるから収益価値をもって測定され、またその安全性と継続性とは企業の財産・装備の種類と大きさ——実物価値によって示される。それ故収益価値と実物価値とは企業価値の要因であり、その決定のための補助手段にすぎないのであって、それぞれは個々の場合の価値決定に

において他よりも大なる比重を示すことはあるであろうが、企業価値それ自体では有り得ない。そしてフィールは、これを否定せんとすれば、「何故その見解が正しく、実務が誤っているかを論証しなければならない。」と主張した。⁽⁸⁾

コッホもまた同様な観点から収益価値と実物価値との総合 (Synthese) を論ずる。「均衡した市場においては、一財の価格は、一方では生産原価により、また他方ではそれから獲得される効用により規定される。企業価値ではこの二つの価格要因は収益価値と実物価値とにより示される。それらは、企業価値がそれから総合される二つの決定要因なのである。両者は本質的に異なった価値であり、それぞれ異なった観点から測定されるものである」が、企業価値は収益価値と実物価値との総合を意味するものでなければならぬのである。⁽⁹⁾

企業評価における実物価値の重要性を認める論者として、更にハックス、レーマン、ハーゲスト、ゲルストナー、クリンガーなど多くの論者名を上げることが出来るのであるが、この伝統的な二元的価値把握の見解に対して、極めて激しい批判を展開したのが、メレロヴィッツを中心とする何人かの人々である。此処でも前に断片的に触れて来た所と重複することになるが、以下節を改めてそれを概観することにする。

- (1) E. Schmalenbach; Die Beteiligungsfinanzierung, 1954 S. 86. 参照
- (2) R. Kenntemich; Unternehmenswert—Betriebsvergleich—Offene und Stille Reserven, Wirtschaftsprüfung, 1955, S. 194. 参照
- (3) J. Viel; Probleme der Bestimmung des Unternehmungswerts, Wirtschaftsprüfung, 1954. S. 244. 参照
- (4) R. Kenntemich; a. a. O., S. 194. 参照
- (5) 日本製鉄株式会社史, 昭和34年, 46~57頁参照。
- (6) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 61-S. 62. および S. 66-S. 74. 参照
- (7) H. Münstermann; Der Veräußerungspreis des Betriebes, Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen, 1953, S. 73—im W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg, S. 19. 参照

- (8) J. Viel; a. a. O., S. 242-S. 244.
- (9) H. Koch; Die Bewertung von Unternehmungen, Der Deutsche Volkswirt, 1939, S. 1365—im J. B. Felten; Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, 1958, S. 27-S. 28. 参照

Ⅲ 動的計算方式の主張

前にも述べたように、メロヴィッツは、シュマーレンバッハとは異なって、企業評価の課題は企業の立場から、購入者や売却者の利害関係とはかかわりなく、企業の客観的な価値を求めることにありと主張する。「企業という有機体は、統一体として評価されねばならないが、その価値は原価と効用とにより決定される。原価は過去と現在に存し、効用は将来に存する。そして企業の生命は収益と費用との流れの中に進行し、その流れの量的な関係が企業の生命の価値現象をもたらす。」つまり企業価値は二つの流れの差——資本化計算された収益と費用との差額によってのみ決定されるのである。

それ故彼によれば、実物価値が企業評価において顧慮されなければならないのは、それが企業規模または生産規模を通じて利益に影響をおよぼすか、あるいは管理量または比較量として、個々の資産価値相互間の、またはそれと資本との構成が利益に影響をおよぼす限りにおいてである。

シュマーレンバッハの二元論的な思考は古い型の国民経済学の客観価値論であり、かかる価値法則は個別経済に適用され得るものではないのである。

個々の企業においては、実物価値と収益価値との直接的な関連は認められず、むしろ競争危険は既に将来利益の予測または資本化率の決定の中で顧慮すべきであって、更に実物価値によって、競争危険を評価計算に入れんとするのは、二重計算の誤りに陥入ることになる。したがってメロヴィッツにあっては、二つの価値の大小関係に基づいて企業価値を決定することは認められず、決定的なものは収益価値のみであると説かれる。シュマーレンバッハ企業評価論は

「理論づけられた実務 (theoresierte Praxis)」として大なる価値を有するけれども、「われわれは、この収益価値と実物価値との両者により価値を決定せんとする」という二元論に、その重要な欠陥を見出すのである。」と主張されるのである。⁽¹⁰⁾

そして更にフィールの主張に対しても、批判を展開する。メレロヴィッツは、まず企業評価の課題は、企業の価格の決定ではなくて、企業の客観的な価値の測定にあり、それはむしろ正しい価格形成のための前提条件を形造るものであるとする。最初に価格を目標とするのは思考の方向が逆になっているのである。

また彼によれば、フィールの重要な誤りとして指摘されなければならないのは、効用は利益に現われ、その効用の安全性・継続性は、企業の実物価値に表わされると主張している点である。つまり収益価値を計算する場合には、恒久的に獲得し得る効用——利益のみが求められるのであり、したがって資本投下の安全性と継続性とは既にその中に含まれている。これを更に実物価値をもって顧慮せんとするのは、矢張り二重計算の誤りを侵すことになるのである。

しかもフィールにあっては、単に実務上の慣習が従来それに拠って来たということが述べられているのみで、何故企業価値が収益価値と実物価値とから規定されなければならないのかは全く論証されていない。専門家の助言殊に企業評価理論の課題は、今迄それが行なわれて来たから支持するというのではなくて、逆に論理的に正しい方向を指示することにあるのである。⁽¹¹⁾

すなわちメレロヴィッツにあっては、企業の立場によるということから、国民経済学的な認識に基づいて実物価値を企業評価計算の中に直接的な原因として導き入れることは却けられ、収益価値のみが唯一の企業価値と考えられたのである。

この、将来成果の価値のみが決定的なものであるとする主張は必ずしも新しい見解とはいえないが、しかしながら「他の見解とは異なって、メレロヴィッツの理論において収益性原則と価値測定の将来指向の考えが一貫しているとい

うことは、極めて重要なことであり、動的思考の立場からする企業評価論といえる。⁽¹²⁾と評されているように、これはメレロヴィッツ理論の著るしい特長である。われわれが特に「動的企業評価の提起」と題する章において検討を加えたように、メレロヴィッツの一元的な収益価値の主張は、——それを実務上の計算方式にまで強制することが、果して正しいか否かには、後に述べるように疑問があるが——少なくとも理論的には、現代の社会経済の要請に応じて、シュミットやシュマーレンバッハの理論のもつ限界を超克しようとする努力を示したものであった。その故にこそその見解は、ヨナス、ラックマン、フォン・コルベ、フェルテンなどの同じ——企業価値を如何に把えるかについては必ずしも一致していないけれども——計算方式を主張する、戦後の新しい企業評価論に大きな影響を与えたのである。

これらの論者も、シュマーレンバッハにあつては「実物価値を直接導入することにより、そのもつ比重の程度において、収益価値の意味は制約されてしまうから、もはや収益価値は企業価値ではなくなった。」と主張する。つまり「シュマーレンバッハ理論で実物価値に認められた意味は、理論的に主張し得る範囲をはるかにこえたものであり……それを価値形成要因たらしめて、理論上正当化される補助手段としての機能を失わしめた。」と考える。というのは、競争危険は個々の企業のそれぞれの条件に拠るからである。それは同種企業の給付生産能力によるのみならず、特にその能力が如何に利用され、またその給付に対して如何なる価格が獲得されるか？ および如何なる原価が費されなければならないか？ に拠る。技術開発の努力・立地条件の差異・操業度の状況・需要の弾力性・寡占・その他の短期間に容易に均衡化され得ない優位(劣位)性などは、それぞれ競争企業の出現を種々の程度において阻止し、あるいは逆に欠損企業をも競争危険に直面させる。個々の条件は企業価値を恒久的に実物価値をはるかに上まわる水準に、維持すると同時に、他方では競争を激化し既存企業の価値を実物価値以下に低下せしめることにさえなるのである。

したがって実物価値を公式の中に直接に導入しこれを固定化することは、企業の個別性を無視して、ただ偶然的にしか一致することのない値をもって企業価値と見做すことを意味する。

更にまたその国民経済上の法則を容認するとしても、競争により収益価値が実物価値に一致するという経済の調整過程は、資本の移動性の程度が非常に小さくなっていることから、大抵の場合極めてゆっくりと行なわれる。将来の利益による収益価値は、相当年度にわたって実物価値から非常に背離れたままに止まり得るのである。

そしてこれらのメロヴィッツの計算方式を支持する人々は、将来の成果にのみ指向する収益価値こそが、企業価値と考えられなければならないと主張するのである。⁽¹³⁾

このように企業評価の計算方式において実物価値を如何に把えるかという問題は、メロヴィッツのシュマーレンバッハ批判という形で提起されて以来、ドイツ企業評価論上の大きな問題点の一つとして取り上げられてきた。

たしかにシュマーレンバッハとメロヴィッツとの両者の企業価値の把え方は、根本的に異なるものであり、その差は、何度も述べたように、理論的には極めて重要な意味をもつ。

われわれもまた基本的には、企業価値は収益価値——終章で述べるように、通常のそれよりは、若干広い意味においてははあるが——により決定されると考える。そしてシュマーレンバッハの理論は、その競争危険の考え方が誤っていることの故に、実質的には二元的企業評価論であって、少なくとも理論的には、超克されなければならないものとするものである。

しかしながら計算方式のみを取り上げる場合——その基盤にある基本的な理解は別として——実物価値を導入する方式が、収益価値の論理と全く相容れないものだろうかという疑問が生ずる。特に実務上は、実物価値が重視されるだけに、この問題は軽視され得ない。つまりシュマーレンバッハが失敗した、収

益価値の立場からの、実務の理論づけを、もう一度検討してみる必要があるのである。

このことを明確に認識し、いくつかの企業評価の計算方式を検討することにより、今迄問題とされた計算方式が、基本的には同じもの——収益価値の立場からも——と理解され得ることを指摘したのは、ミュンヘン大学のヤコブ教授⁽¹⁴⁾である。更に節を変えてその見解を概観して見よう。

- (10) K. Mellerowicz; Der Wert der Unternehmung als Ganzes, 1952, S. 11-S. 21, S. 93, S. 108, S. 138-S. 149, 参照
- (11) K. Mellerowicz; Zur Frage der Bewertung von Unternehmungen als Ganzes, Wirtschaftsprüfung, 1955, S. 54-S. 56.
- (12) F. Lackmann; Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, 1955, S. 18, S. 123. 参照
- (13) F. Lackmann; a. a. O., S. 81-S. 82, S. 101, W. B. von Colbe; a. a. O., S. 22 -S. 21, S. 121, J. B. Felten; a. a. O., S. 26-S. 29.
- H. Jonas; Scheinprobleme bei der Bewertung der Bestimmung des Unternehmungswertes, Wirtschaftsprüfung, 1954, S. 531-S. 533. 参照
- (14) H. Jacob; Die Methoden zur Ermittlung des Gesamtwertes einer Unternehmung, Z. f. B. 1960, S. 131. および S. 209.

Ⅲ 評価計算の諸方式

今迄述べて来た所からも明らかなように、企業評価においては、収益価値のみをもってするか、実物価値をも導入するか、についても既に見解は大きく分かれているのであるが、更に多くの論者により、種々多様な計算方式が提起されているのであって、当然そこにおいては、それらの方法が果して全く異なった基本的理解から提起されたものであるか否かという疑問が生じて来る。

ヤコブは、一企業の全体価値を、将来に期待される利益に拠る収益価値をもって、あるいはそれと実物価値とをもって求めんとするいくつかの方法を比較検討することにより、この点を明らかにせんと企てるのである。

彼によると、企業評価の計算方式には次の如きものが存する。

I. 直接法

a. 中位価値法

b. 営業価値償却法

(1) 営業価値を継続して償却する方法

(2) グレフ法 (Methode Gref, シュマーレンバッハの、資本化剰余価値を償却する方法)

c. 収益価値法

d. シュネットラー法

II. 間接法

a. 剰余利益をより高い利子率で資本化し、これを実物価値に加える方法
(シュマーレンバッハの、フリッツ法)

b. 時間的に限られた資本化剰余価値を実物価値に加える方法

企業評価論について屢々用いられている分類基準によると、利益から直接的に企業価値を求める直接法と、先に営業価値——資本化剰余価値を求め、それに実物価値を加える間接法とに区分されるのである。

a. 中位価値法

これは既に述べたように、収益価値と実物価値との平均をもって企業価値とする方式である。評価対象となる企業の将来各年度に予想される利益を E 、資本化利子率を i 、実物価値を S 、企業価値を W とすると

$$\begin{aligned} W &= \frac{1}{2} \left(\frac{E}{i} + S \right) \\ &= S + \frac{1}{2} \left(\frac{E}{i} - S \right) \\ &= \frac{E}{i} - \left(1 - \frac{1}{2} \right) \left(\frac{E}{i} - S \right) \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

(但し此処では企業は自己資本のみをもって経営されているものと仮定されている。以下においても同じである。)

b. 営業価値を償却する方法

競争危険の存するときには、収益価値は予測されている将来利益がなお低下し、したがって剰余利益に照応する、企業価値の部分すなわち営業価値は漸次消失して行くと考えられる。つまり競争過程にあるときには、利益は予想されているよりは実際には小さくなると考えられる。この方法では、それが営業価値を償却しないことによって過大に測定された結果であると仮定し、そしてこれを償却し将来の費用に含めることにより、企業価値を計算せんとするのである。

これはその償却が継続的・永久的に行なわれるとするか、または一定年度に限って行なわれるとするかにより、二つに区分される。

(1) 営業価値を継続して償却する方法。償却率を $j\%$ (定額法) とすると、

$$W = \frac{E - j(W - S)}{i}$$

$$\therefore W = S + \frac{i}{i + j} \left(\frac{E}{i} - S \right)$$

$$= \frac{E}{i} - \left(1 - \frac{i}{i + j} \right) \left(\frac{E}{i} - S \right) \dots\dots\dots(2)$$

(2) グレフ法

これは、営業価値は何年かの間に償却されてしまうにも拘らず、前の方式の如く永久に償却するのは不合理であるという論拠に基づいて提起されるものである。その償却が n 年間 ($j = \frac{1}{n}$) に行なわれるものとする、

$$W = [E - j(W - S)] \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} + \frac{E}{i} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$\frac{1}{1+i} = V \text{ とすると, } \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n} = 1 - V^n$$

$$\therefore W = \frac{E + S \cdot \frac{1 - V^n}{n}}{i + \frac{1 - V^n}{n}}$$

$$= S + \frac{i}{i + \frac{1 - V^n}{n}} \cdot \left(\frac{E}{i} - S \right)$$

$$= \frac{E}{i} - \left(1 - \frac{i}{i + \frac{1-V^n}{n}}\right) \left(\frac{E}{i} - S\right) \dots\dots\dots(3)$$

c. 収益価値法

$$\begin{aligned} W &= \frac{E}{i} \\ &= S + 1 \cdot \left(\frac{E}{i} - S\right) \\ &= \frac{E}{i} - (1-1) \left(\frac{E}{i}\right) \dots\dots\dots(4) \end{aligned}$$

d. シュネットラー法

これは、第8章で述べたように、将来において減価償却費をカバーするに足る十分な収益を上げることが出来ないが、なお存続する企業を評価するときに応用される方式である。シュネットラーはかかるときには設備資産全体の価値が低下しているのであってそれに対して当初の基準による減価償却費を計上することは誤りであると考え。そして企業の収益価値に基づいて償却を行ない、それにより得られるべき減価償却の節約額を利益に加えて企業の収益価値を求めるのである、今、設備資産の平均償却率を t とすると、

$$\begin{aligned} W &= \frac{E + t(S - W)}{i} \\ \therefore W &= S + \frac{i+t}{i} \left(\frac{E}{i} - S\right) \\ &= \frac{E}{i} - \left(1 - \frac{i}{i+t}\right) \left(\frac{E}{i} - S\right) \dots\dots\dots(5) \end{aligned}$$

e. 剰余利益をより高い利率で還元計算しこれを実物価値に加える方法

その企業が獲得する利益の中、実物価値への平均利潤（資本化利率を乗じたもの）をこえる部分——剰余利益は、競争危険に暴されているが故に、この部分をより高い利率で還元計算して、競争による利益の低下を企業価値に含めんとする方法である。そのより高い利率を r とすると

$$\begin{aligned} W &= S + \frac{E - S \cdot i}{r} \\ &= S + \frac{i}{r} \left(\frac{E}{i} - S\right) \end{aligned}$$

$$= \frac{E}{i} - \left(1 - \frac{i}{r}\right) \left(\frac{E}{i} - S\right) \dots\dots\dots(6)$$

f. 時間的に限定された剰余価値を加える方法

この方法では、前の場合と異なって、競争企業が出現して、それをもたらしている前所有者たる企業者の給付活動の影響は次第に消失して行くから、剰余利益は、一定 N 年間しか続かないものと考えて、計算を行なう。この場合では同じ利率が用いられたけれども、更にヨリ高い利率の用いられることもある。

$$\begin{aligned} W &= S + \frac{1 - V^n}{i} (E - S \cdot i) \\ &= S + (1 - V^n) \left(\frac{E}{i} - S\right) \\ &= \frac{E}{i} - [1 - (1 - V^n)] \left(\frac{E}{i} - S\right) \dots\dots\dots(7) \end{aligned}$$

なお前述せるフランス会計士団体の方式は、この方式であり、またシュタットガルト方式もこれを変形したものである。

すなわち前者については、

$$\begin{aligned} W &= S + V \cdot \frac{1 - V^n}{1 - V} (E - S \cdot i) \\ &= S + \frac{1}{1 + i} \cdot \frac{1 - V^n}{1 - \frac{1}{1 + i}} (E - S \cdot i) \\ &= S + \frac{1 - V^n}{i} (E - S \cdot i) \end{aligned}$$

となる。

またこの $\frac{1 - V^n}{i}$ は、利子計算を考えないで単純に M でおきかえられることがある。すなわちその剰余利益の M 年分（一般実務では3年—6年）が、営業価値として前企業者に与えられるのである。今剰余利益を、利益と、その企業価値（実物価値ではなくて）への平均利潤との差と考え、そして $\frac{1 - V^n}{i} = 3$ とすると、

$$W = S + 3(E - W \cdot i)$$

$$\begin{aligned}\therefore W &= \frac{S+3E}{1+3i} \\ &= S + \frac{3}{1+3i}(E-S \cdot i)\end{aligned}$$

となる。

更にこれらの外に、財務経済上の観点 (finanzwirtschaftlicher Gesichtpunkt) からするK・コルベの方式⁽¹⁵⁾がある。

$$W = \left[E - \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}(W-S) \right] \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} + \frac{E}{i} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

すなわちグラフ法の i に、 $\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$ を代入したものであって、これは営業価値を償却するとき、その残存価値に対する計算利子を加えて減価償却費を計上すべきであると考えたものである。この見解が他方では、企業評価を収益・費用ではなくて、収入・支出により行なうべきであるとする思考に結びつくものであることは、既に第8章において、私の指摘した所であるが、それはともかくとして計算方式としてのみ見るときには、グラフ法を変形したものにすぎないことは明らかであろう。

以上見て来たように、収益価値に基づいて、あるいはそれに実物価値を補助価値として用いる企業評価の計算方式だけを考えて見ても、多くの方式が提起されているのであるが、それらは、数式上は一つの基本的な式で表わすことが出来る。

すなわち

$$\begin{aligned}W &= S + a \left(\frac{E}{i} - S \right) \\ &= \frac{E}{i} - (1-a) \left(\frac{E}{i} - S \right)\end{aligned}$$

であり、そして上述の各方式はそれぞれの見解に従って a (但し $0 < a \leq 1$) に異なった値を導き入れたものと理解することが出来るのである。

(1)式では、 $a = \frac{1}{2}$ 、(2)式では $a = \frac{i}{i+j}$ 、(3)式では $a = \frac{i}{i + \frac{1-i^n}{n}}$ 、(4)式では $a = 1$ 、

(5)式では $a = \frac{i+t}{i}$, (6)式では $a = \frac{i}{r}$, (7)式では $a = 1 - V^n$ が代入された。数式の上からは企業価値は総て、実物価値に営業価値 $a \cdot \left(\frac{E}{i} - S\right)$ を加えたもの、あるいはまた収益価値から営業価値の一部 $(1-a) \left(\frac{E}{i} - S\right)$ を差引いたものとして扱われているのである。

つまり(1)式では、収益価値から営業価値に等しい額を差引いたものが企業価値と考えられる。(2)式ではその控除する額を資本化利子率 i と営業価値償却率 j とに依拠せしめて決定する。 $j < i$ ($j > i$) なるときには中位価値よりもヨリ高い (ヨリ低い) 企業価値を得、 $i = j$ ならば中位価値法と同じ結果を得るわけである。(3)式では営業価値を n 年の間に償却するという考え方により、 a が決定されたのであるが、ここでは n が 1 よりも小なるとき、すなわち最初の年度に営業価値が全部償却されるときにのみ中位価値法の結果に一致し、 n が 1 またはそれより大なるときには、ヨリ大なる企業価値を得る。また当然営業価値を継続的に償却するときよりも、その企業価値は大である。(4)式では、資本化利子率、その他の量とは全く無関係に a に 1 という値が与えられる。(5)式は、その形から見ても明らかなように、営業価値を継続的に償却する方法と類似している。 $j = i$ すなわち設備資産の平均的な償却率をもって営業価値を償却する場合には同じ結果を得る。つまり前者ではプラスの営業価値が償却されるのの対して、後者ではマイナスの営業価値が償却され、したがってその部分が減価償却節約として利益と見做されるのである。

間接法もまた数式として表わされると、直接法と何等異なるものではなく、ただその差異は a に存するというに止まる。(6)式では、 $a = \frac{i}{r}$ なる値が与えられるのであるが、 $r = 2i$ であれば中位価値法に、また $r = i + j$ なるときには営業価値を継続して償却する方法に一致することになる。(7)式では、それが剰余利益は一定年度しか存しないという仮説に基づいて、 $a = 1 - V^n$ とおかれるのである。

それ故企業価値計算の種々の方式は、少なくとも数式の上から見る限りにおいて、ただ収益価値と実物価値との間において、真の企業価値が何処にあるかを示す以外の何ものでもない。基盤となる思考により、したがってそれぞれのとる各要因とその大きさにより、企業価値はある場合では収益価値に近く（収益価値法では全く一致するものとして）、ある場合では実物価値に近く扱えられるのである。

そこで前述した、企業価値を二元的に把えるか、あるいは収益価値のみをもって測定すべきかという議論は、上の数式の上からのみみるならば、(4)の収益価値法をとるか、あるいはその他の方式によるべきかという問題、つまり $a=1$ とすべきか、 $a<1$ なる値を入れるかという区別にすぎないものように思われる。

しかしながら数式上はさしたる差異を示さないとしても、収益価値の思考が矢張り企業価値理論の根底に存する大きな前提であることは否定出来ない事実であり、 $a=1$ と $a<1$ との差異が内容的に果して如何なる意味をもつかを考えることは重要な問題である。

以下この問題について、なおヤコブの見解を参照しながら検討して行きたいと考える。

- (15) K. Kolbe; Ermittlung von Gesamtwert und Geschäftwert der Unternehmung, 1959, S. 107-S. 108.

IV 諸方式の理解

収益価値法は、企業価値を、将来利益を資本化した値と等値する。一般に認められている企業価値が企業の将来利益に依拠するという基本的な思考からすれば、理論的には収益価値法は、企業評価の最も原則的な方式を示すものといえる。

フィールやコッホは、二元的に、収益価値と実物価値との二つの価値を並行

的な重要さをもつものとするけれども、一般に資本価値は、それにいくらのものを投下されるかよりも、それがもたらす将来の貨幣価値の純流入により決定されるという、ヨリ基本的な理解からするならば、現在の投下資本額を示す実物価値よりも、将来の利益に依拠する収益価値が、ヨリ直接的な企業価値であるといえるのである。

そして実際に適用される方式としては、前に述べたように企業価値に対する考え方および個々の条件により、異なったものが提起されているのであるが、その個々の——実物価値を導入して来る——方式は、論理的に収益価値の思考から背離しない限りにおいてのみ、個別的な企業評価の方式としての意味を認められ得るのである。

まず中位価値法(1)式および剰余利益をヨリ高い利子率で資本化計算して実物価値に加える方法(6)式では、ヨリ直接的に、明確に予測できなかった不確定な費用要因——競争危険をも含めて——を収益価値の縮少という形で測定せんとするものである。

実務上、不確定な費用要因を企業評価において何等かの形で顧慮しなければならぬのはいう迄もないが、前者(1)式においては最も硬直的にそのために資本化剰余価値が半分になると考える。あるいは競争の激化など不確実な費用要因 $i(W-S)$ ——費用予測に対する確実性がヨリ小なるときには、その予測額を増大することと、確実性をヨリ大ならしめることとは代替されるから——を、利益 E から差引くのである。何故なら $W = \frac{1}{i} \left(\frac{E}{i} + S \right) = \frac{E - i(W - S)}{i}$ だからである。

そして後者(6)式ではヨリ弾力的に二つの資本化率を二つの利益の部分に適用して、不確実な費用要因 $(r-i)(W-S)$ を E から更に差引くことになる。

この、将来利益の予測において明確にされなかった費用の要因が、資本化利子率への追加においても捉えられていない限りにおいては、何等収益価値の考思と矛盾するものではない。計算方式としての厳密さと、したがってその適用

の場合の選択には問題があるとしても、これらの方式はどれも広義の収益価値法に属するものといえるのである。

次に問題となるのは、資本化剰余価値または営業価値を償却する方法である。これはその償却を行なうことにより、ヨリ間接的に不確実な費用要因を評価計算の中に導入せんとするものであり、営業価値を継続して償却する方式(2式)と一定年度に限って償却を行なう方式(3式)とがある。不確実な費用要因は、 $j(W-S)$ 、ただし(3)式では n 年間のみに限られる。ところで此処では営業価値を償却することが企業評価の利益決定において論理的な正当さをもつか否かという基本的な問題から考えられなければならない。

営業価値の償却は、法的には裏付けをもつが、企業評価の立場からは営業価値を二つの部分に分けて考えなければならない。一つは何等の原価も要せず剰余利益を生み出す源泉となった、純粹の資本化剰余価値であり、一つは企業内外の組織・顧客・名声など原価価値をもつ追加的経済財 (adjunktive Wirtschaftsgüter) ⁽¹⁶⁾ である。

前者の場合では、無期限に剰余価値を生み出すものであれば、企業価値のこの部分に関する限りは費用として顧慮する必要はない。何等の原価も要するものではないから、この部分の営業価値の償却は、収益価値の論理に反するものといわねばならない。

これに対して後者の場合は、その維持のために常に一定の費用を要する。宣伝・研究開発・教育訓練などの費用を投下しなければ、経営過程において漸次形成されて来た経済財としての営業価値は維持することは出来ないであろう。それ故この場合には営業価値を償却しこれを費用とて計上することは、企業評価の上からは正当な手続きと認められるのであるが、但しこの追加的経済財の価値を一定に維持するためには償却は継続的に行なわれなければならない。一定の期間に限ってのみしか償却を行なわない(3)式は誤りである。

それ故営業価値の中、純粹の、永久に費用を要しない、資本化剰余価値の部

分は償却する必要はない。他方追加的経済財については継続して償却を行ない、それを還元計算の対象となる利益から差引くことは必要である。しかしながら既に将来利益の測定において、営業価値のこの部分の維持のための費用が計上されている場合には、その必要はない。

つまり此処でも追加的経済財の維持のための費用を計上するという、ヨリ間接的な方式ではあるが、利益の中に既に含めて顧慮するか、あるいは将来利益が決定されて後に更に継続的な営業価値償却の形でそれを評価計算に導入するかということが問題なのであって、何れの方法によっても収益価値の論理に矛盾するものではなく、したがって両者は本質的に異なるものではないと考えられるのである。

第三に考えなければならないのは、一定期間の剰余利益を還元計算した額を実物価値に加える方式(7)式である。此処では、競争危険のために、現企業者に帰すべき剰余利益が一定期間しか継続して得られず、したがって企業そのものを取引するときに売却者が放棄するのは、企業の全存続期間にわたる剰余利益ではなくて、その期間のものにのみ限られるという論拠に基づいて、企業評価が行なわれるのである。

それ故この論拠の示す限りでは企業の売却者の観点にとられるのであって、問題は企業評価の立場に結びつく。ヤコブは、収益価値測定は、人的給付とは無関係な、客観的な利益から出発しなければならないとする。つまり売却者と購入者とで異なった給付能力を仮定することは、既に収益価値の前提に矛盾すると主張するのである。収益価値はかかる考慮を排除するものであり、したがって双方の方式は全く異なった表象から出発するものといえる。双方の方式は一致し得るものではないと主張されるのである。

たしかにその論拠のみを取り上げるならば、企業者に結びついた算定の方式であり、また前提そのものが実物価値に依拠した考え方であるという点では疑問は存するが、しかし企業評価の理論においては、既にわれわれも指摘したよ

うに、なおそれを取り上げる場合の正しい基本的な立場は明らかにされていない。私は、それは企業をめぐる個々の利害関係者の立場と、企業経営者自身の立場とに分けることが出来ると考えるものであるが、何れの立場からしても、剰余利益が一定年度しか得られないというのは、競争危険など、特殊な有利性のなくなることを考える場合には有り得る所である。この方式では、それを還元した額に、実物価値——将来に期待される利益の中平均利潤に照応する部分の資本化価値を——加えることにより、企業価値が測定されるわけである。

つまり

$$W = \frac{S \cdot i}{i} + \frac{1 - V^n}{i} (E - S \cdot i)$$

なのであって、収益価値法においても将来各期間に期待される利益が、 N 年度迄は E 、それ以後は平均利潤 $S \cdot i$ に下ると予想されるならば、

$$\begin{aligned} W &= E \cdot V + E \cdot V^2 + \dots + E \cdot V^n + S \cdot i \cdot V^{n+1} + S \cdot i \cdot V^{n+2} + \dots + S \cdot i \cdot V^\infty \\ &= \frac{S \cdot i}{i} + (E - S \cdot i)(V + V^2 + \dots + V^n) \\ &= \frac{S \cdot i}{i} + \frac{1 - V^n}{i} (E - S \cdot i) \end{aligned}$$

と表わされる。したがって N に如何なる値を与えるかということとはなお困難な問題として残るけれども、収益価値の論理をもって説明できないことはないと思われるのである。

最後に取上げなければならないのは、シュネットラー法(5)式である。前述したようにこの方式は企業の収益力が極めて低く、償却前の利益しか得られないときに、設備資産を再評価して償却を行ない、それにより得られるべき減価償却の節約額を利益に加えて企業評価を行なわんとするものである。したがって通常の意味での減価償却費は計上されていない。企業評価において費用を取得原価によって把えるべきか、また再調達価格によって把えるべきかは、重要にして困難な問題であるが、何れにしてもここでは正しい利益が把えられたとは考えられない。シュネットラーの場合では、清算価額により減価償却費が把え

られており、これがその設備資産の再調達時価に一致するという特殊な場合のみ、収益価値の論理に一致し得るのである。

しかしここでは収益性が平均利潤を下廻るにも拘らず、継続企業を仮定するという、経済法則に反する例外的な前提がおかれていることを考えるならば、この方式自体の意味が疑問となるのであって、特に収益価値法と対比す場合にはむしろ清算を前提として考える必要があると思われる。すなわちわれわれが既に見たように、この場合では収支計算的な思考による方が、理解をより容易にすると考えられるのである。

以上われわれは、ヤコブの説く所に従って、企業価値またはそれと実物価値とから測定せんとするいくつかの方式の意味を検討し、それらが——二つの例外を除いて——は数式の上でも、適用の場合を誤らなければ、本質的には、必ずしも収益価値の論理に矛盾するものではないことを見て来た。

冒頭にも述べたように企業の価値が、その全体としての組織のもたらす将来の利益により規定されるという収益価値の基本的な思考から出発するとしても、それは必ずしもメレロヴィッツのように企業評価の実務上の計算方式においても収益価値法にのみ固執することを意味するものではない。企業評価の如き実務的な性格をもつ範疇の問題にあっては、基本的な概念規定と計算方式とは明確に区別されなければならないのであって、その意味ではメレロヴィッツのいうよりも、より高次の基本的な収益価値の思考から、企業評価計算の方式を考えることが必要なのである。つまりわれわれが見てきたことから明らかなように、将来利益の予測の不確性ということからいって、収益価値法によるのみ企業評価を厳密に行ない得る可能性は余り大きくないから、実物価値を導入することも、計算方式として基本的な収益価値の論理に矛盾しない限りにおいて、考えられなければならないのである。

しかも実物価値は、企業の獲得すべき利益の中平均利潤を還元計算した額すなわち収益価値の重要な一部を示すものであり、他方では資本財の市場機構

を通じて間接的には、一般的な企業の収益価値を反映する価値である。この部分的収益価値を、単に利益予測のための補助価値としてのみならず、直接的に企業評価の計算方式に導入することは、論理的にクリアーな形では提起され得ないけれども、それが基本的に収益価値の論理に反しない限りにおいて、否定し得べきものではないと考えられる。

むしろわれわれが見て来たように、これらの計算方式に関する限りにおいては、それぞれ如何なる場合に、収益価値の大前提に矛盾することなく適用され得るかが問題となるのである。

そこでわれわれが最後に留意しておかなければならないのは、営業価値を償却することと、不確実な費用要因の考慮——通常は競争危険という語で表現されているが、私は、ヨリ広く解したいので、敢えてこの語を用いた——とは異なるということである。

収益価値を測定する場合、まず第1に将来利益を測定し、これを資本化する。

そして第2にそこで得られる資本化剰余価値が、ヤコブのいう純粹の永久的な資本化剰余価値であるならば、償却の必要はない。

しかし追加的経済財であれば、そしてその償却が将来利益の予測に含められていなければ、償却しなければならぬ。そしてこの場合、上に示した諸方式のうち、中位価値法、剰余利益をヨリ高い利率で資本化する方法、無限に営業価値を償却する方法は、その償却率の如何に応じて——既にみてきたように中位価値法では i 、剰余利益資本化法では $(r-i)$ 、償却法では j ——、収益価値方式の一つとして適用され得る。(7式は、その前提からいって適用し得ないと思われる。)

このことは、競争危険などの不確実な費用要因とは無関係に、収益価値測定上の絶対的な要請として行なわれなければならない。特に企業会計の新出発のための価値基盤を決定するという目的からは、極めて重要な点である。

そして第3に、競争危険などの不確実な費用要因を考えるのである。たしか

に資本化剰余価値とこの不確実な要因とは無関係なものではないけれども、前者の償却は、それが必要であると認められれば、費用が正確に予測されていると否とを問わず算入しなければならないのに対して、後者は費用あるいは収益の減少さえ正確に測定されていれば、考慮する必要はない。また資本化率の追加率とも重複してはならないものである。

この不確実な費用要因の性格を、実物価値と結びつけて把えるのは困難であろうが、前述したように、収益価値の論理を貫くためには、その個々の性格により、それぞれの方式——この場合ではシュネットラー法を除く他の全方式——を適用しなければならないのである。

したがってこの場合では、資本化剰余価値を償却した上で、更に不確実な費用要因を考慮しなければならないこともあり得る。

シュマーレンバッハやペイトンにおいては、所謂二元的企業評価方式が、一般的に適用され得るものと考えられたのであるが、われわれは、このように、資本化剰余価値の償却と不確実な費用要因との二つのファクターを考慮して、個別的にそれらの方式を適用すべきであるとする。それによりメレロヴィッツの批判をのりこえて、実務上の諸計算方式を、収益価値の論理の上からも必要なものとして把えることができるのである。

(16) シュマーレンバッハ動的貸借対照表論12版、邦訳、136—240頁参照

なおこの問題に関しては、以上の文献の外に

G. Barthke; Die Methoden zur Ermittlung des Gesamtwertes einer Unternehmung, Eine Stellungnahme zu dem gleichnamigen Aufsatz von H. Jacob, Z. f. B., 1960, S. 736.

H. Jacob; Der Zukunftserfolgsbegriff und die Verfahren der Unternehmensbewertung. Z. f. B., 1961, S. 235.

など若干のものがある。

第11章 新株引受権の価値

I 新株引受権と企業評価

近年わが国においては、株式の時価発行が経営財務上の大きな問題として取り上げられている。⁽¹⁾自己資本蓄積のための一手段——そのように受取ることが果して正しいかどうかには疑問があるが——と考えられ、それを株式発行の新しい慣行として押し進めることが提起されているのである。

そしてこのことの正しい理解は、わが国旧来の企業金融上の伝統である額面発行の慣行における、新株引受権をどのように把えるかに結びついている。額面発行——多くの場合、株主に新株引受権を与えること——と、時価発行——それを与えないこと——との差を知り、その株主に与える影響の違いを明確にするのでなければ、時価発行の正しい理解とそれを押し進めるための具体策の立案とは不可能だからである。

新株引受権 (preemptive subscription right, stock right または Bezugsrecht) は、本来株式会社の増資に際して、既存株主の財産権・利益配当請求権および議決権の稀薄化を防がねばならないという論拠に基づいて、その持株数に比例して株主に与えられる新株応募の権利をいうものである。したがって、必ずしも発行価額と結びつくものではないのであるが、一般には既存株主が市価よりも低い価額で、その新株の割当てを受ける権利を意味するものと考えられている。

この権利については経営学上、時価よりも低い価額で株式を発行することが既存株主の財産価値を稀薄化することになるか否か？ またそれが金融市場全体にどのような影響を与えているか？ そしてそれが企業財務を如何に歪めているか？などの、いくつかの困難な問題が存するが、それらの解明の基盤を形

造るという意味で、最も重要な問題は、如何に引受権自体の価値を如何に把握するかということである。

そしてこのことは、株式価値の把握と密接に関連している。企業評価——自己資本価値測定としての——上の最も重要な問題の一つなのである。つまり株式時価は、その企業価値（所謂内部価値）の反映であるが、新株引受権価値は、発行価額（わが国の場合多くは額面）とその時価との差額により規定される。発行価額は固定されているか、あるいは経営政策上から決定されるから、時価すなわち株式価値をどのように把えるかが、新株引受権の理解の仕方をも規定することになるのである。

もちろん株式時価と企業価値とは心ずしも一致するものではないが、新株引受権の本質、したがってそのあるべき価値を把えるためには、むしろその一致を仮定する方が正しい結論が得られると考えられる。背離は企業外部の投機的要因により生ずるものであり、それを含めることは正確な考察を妨げるからである。

正しい企業評価理論を基盤として始めて、正しい新株引受権の理解が可能となるのである。

以下この章においては、新株引受権の価値測定の方式に関して、ドイツにおいて古くから存する二つの対立する見解について考察を加え、収益価値思考の立場から、それぞれのもつ意味について考えようと企てるものである。

- (1) 例えば比較的最近の研究としては、河野豊弘「株式の時価発行と自己資本の充実」、企業会計1960年8月、同教授「株式の時価発行をめぐる問題点」、企業会計1961年3月、馬場克三「株式買受権証書について」、産業経理1961年3月、などがある。

II 静的価値把握と動的価値把握

新株引受権価値の計算手続きについては、理論上、実体価値計算または静的価値計算（Bezugsrechtsberechnung vom Substanzwert または statische

Wertrechnung) と、収益価値計算または動的価値計算 (Bezugsrechtsberechnung vom Ertragswert または dynamische Wertberechnung) の2つの方式が存する。⁽²⁾

静的価値計算は古くベトヒャーが定式化して混合計算 (Mischrechnung) と称したものであり、バンゼ、シュマーレンバッハを始めとする多くのドイツ経営学者によって支持され、そしてまた、ボーゲン、ペイトンなどアメリカの諸論者によっても一般にとられている計算方法である。⁽³⁾

今ある会社の増資前の株式市価を K 、新株の発行価値を B 、新株引受権価値を W 、そして旧株 a 株に対して新株 n 株が割当てられたとすると、株式の今迄の内部価値 (innerer Wert) $a \cdot K$ ——時価と内部価値との一致が仮定されているが、この場合その内部価値の内容は、後にみるように明瞭ではない——に、新内部価値 $n \cdot B$ が加わって、増資後の一株当りの内部価値は、 $\frac{a \cdot K + n \cdot B}{a + n}$ となるから、新株 n 株についての全引受権価値は、 $n(\frac{a \cdot K + n \cdot B}{a + n} - B)$ 、したがって旧株一株についての引受権価値は、 $\frac{n}{a} \cdot (\frac{a \cdot K + n \cdot B}{a + n} - B)$ となる。すなわち、

$$W = (\frac{a \cdot K + n \cdot B}{a + n} - B) \cdot \frac{n}{a} = \frac{(K - B)n}{a + n} \quad \text{または} \quad \frac{K - B}{\frac{a}{n} + 1}$$

で表わされる。

これに対して動的価値計算はマールベルクによって提起され、タイジンガー、ゾンマーフェルトにより定式化された方法⁽⁴⁾であって、旧株の払込価額 (内部留保は行なわれぬとするから、これが新株発行直前の一株当り資本額となる) E_1 、その企業内における利益率 $D\%$ 、新株の払込価額 E_2 、その新資本について期待される利益率 $d\%$ 、資本化率 $p\%$ 、そして旧株 a 株に対して新株 n 株が割当てられるものとする、新旧両株式全部の価値は、 $\frac{a \cdot E_1 \cdot D}{p} + \frac{n \cdot E_2 \cdot d}{p}$ 、したがって新株発行後の株式価値は、 $\frac{1}{a + n} (\frac{a \cdot E_1 \cdot D}{p} + \frac{n \cdot E_2 \cdot d}{p})$ 、それ故旧株一株についての引受権価値 W は次の如く表わされる。

$$\begin{aligned}
 W &= \frac{n}{a} \cdot \left\{ \frac{1}{a+n} \left(\frac{a \cdot E_1 \cdot D}{p} + \frac{n \cdot E_2 \cdot d}{p} \right) - E_2 \right\} \\
 &= \frac{n}{a} \left(\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a+n} - E_2 \right)
 \end{aligned}$$

すなわち前の場合とは異なって、株式の増資後の内部価値が、新旧両株式のそれぞれの収益価値により決定されると考えられたのである。

もちろんここでも本来は収益価値は、次章に述べるように、その株式について将来各年度に期待される収益・費用・資本の流れを資本化計算したものでなければならないのであるが、複雑になるのを避けるため、将来各年度の利益率一定、そしてそれが永久に獲得され得るものと仮定した。本質的な理解は何等変わるものではない。

ともあれこのように新株引受権価値の計算方式としては二つのものが考えられるのであるが、次に節を改めて、タイジンガーの示す数例によりながらこれらを比較してみよう。

- (2) W. Stricker; Aktienkapitalerhöhungen und Bezugsrechte, 1955, S. 62-S. 63.
- (3) K. Bötcher; Das Bezugsrecht, ZfhF., 1911/12, S. 516, K. Banse; Die Berücksichtigung von Kosten und von Dividendenbeschränkung bei der Wertberechnung des Bezugsrechtes, ZfhF., 1928, S. 330, E. Schmalenbach; Die Aktiengesellschaft, 1950, S. 137, J. I. Bogen; Financial Handbook, 1954, p. 450, および W. A. Paton; Asset Accountig, 1952, p. 126-p. 130.
- (4) K. Theisinger; Bezugsrechtsberechnung vom Ertragswert, Bank-Archiv., 1927, S. 175-S. 178, W. Mahlberg; Bezugsrecht und Bilanzkurs, ZfhF., 1920, S. 223-S. 237, H. Sommerfeld; Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechtes, 1927, S. 51.

Ⅲ 二つの方式の比較

今3:2の割合で増資せんとする会社の新旧両株の払込み価額 E_1 , E_2 を、それぞれ1,000M, 2,000M, 資本化率 p を7%, 旧資本の利益率 D を21%とする。株式市価 K が収益価値により規定されるものとする、 $K = \frac{E_1 \cdot D}{p} = 3,000\text{M}$ 。

新資本の利益率 d が、10.5%、7%、5%と期待されるときには、新株引受権価値はそれぞれ次の如くなる。

静的計算においては、新払込資本の利益率とはかかわりなく、

$$W = \frac{3,000 - 2,000}{3/2 + 1} = 400M$$

動的計算においては、新資本に期待される利益率により異なる。すなわち、

$$\begin{aligned} 10.5\% \text{ のとき } \quad W &= \left(\frac{100}{7} \times \frac{3 \times 1,000 \times \frac{21}{100} + 2 \times 2,000 \times \frac{10.5}{100} - 2,000}{5} \right) \times \frac{2}{3} \\ &= 660 \frac{2}{3} M, \text{ 同様にして} \end{aligned}$$

$$7\% \text{ のとき } \quad W = 400M$$

$$5\% \text{ のとき } \quad W = 247.62M$$

(5)
となる。

第一に注目されるのは、タイジンガーのかかげるこの例からも明らかなように、静的計算においては、「増資後の全株式の内部価値が、増資前の株式市価と、新株の払込金額つまり新たに流入すべき財産の実体価値との和をもって示され、それが再び増資後の株式市価に一致すると仮定されていることである。」

新株引受権価値は、今迄述べた所からも知られるように、普通、引受権を行使せず払込みの資金を現金のままで保有するときに維持されるべき価値額と、引受けることによって得られるべき価値額との差額として把えられる。したがってまた増資によって株式数が増加する結果、平均化されて、旧株から新株へと移される価値額、つまり時価発行こそが本来的な発行形態であるとする観点に立つならば、一種の利益配当または清算配当——もし新株が全部、その持株数に比例して、旧株主に与えられるとすれば——として理解される。

ところがこの例の示す限りにおいては、新資本が獲得すべき利益率とは無関係に、それは増資前の株式市価と払込価値とにより決定される。つまり上例に示されたように、旧株式市価が収益力により規定されるという仮説に立つときには、この計算方式は、一部収益価値に、一部実体価値に拠っているという論

理的な非一貫性の欠点をもつことになる。⁽⁶⁾

したがって新株引受権の授与は、一応、後述するのと同様に、将来に期待される清算配当あるいは利益配当の前払いとして理解され得るのであるが、それは旧株に結びつく資本・利益の限りにおいてのみであって、新株の将来利益は無視されるから、新資本の将来利益率が資本化率に等しいという一定の条件においてしか妥当しない。次に述べるように、新資本の利益率によっては、逆に将来欠損の填補を意味することがあるからである。

あるいはまたバンゼやポーターフィールド、ケリガンのように、株式市価が資本の簿価 (Bilanzkurs) と秘密積立金額を反映すると考える観点からするならば、この数例は妥当しないが、ヨリ実体価値計算の性格をもつものとして理解することができるであろう。⁽⁷⁾

殊にこの後者の立場をとるときには、新株引受権の授与は、明らかに過去に積立てられた利益——公示積立金であると秘密積立金であるとを問わず——の配当または過去に抛出された資本の清算配当としての性格をもつことになる。

つまり当然市価で払い込まれるべきものが、ヨリ低い額面または発行価格で払い込まれたのであるから、(1)新株引受権価値だけ配当が行なわれ、それが改めて払い込まれた、すなわち新株引受権価値だけ利益剰余金の資本化——抛出資本金への振替え——が行なわれたか、あるいは(2)新株引受権価値だけ、資本金・資本剰余金・利益剰余金などの全資本勘定が、それぞれ新発行株数に比例して、株主に払い戻され、それが改めて抛出資本として払い込まれた⁽⁸⁾と考えられるのである。

ところが現実には株式市価は簿価とは必ずしも一致しないから、場合によっては、実際には旧株主に新株引受権価値を与えていながら、帳簿上ではこれに応じて資本化するだけの利益剰余金——(2)のときには(1)よりその額は少ないけれども矢張り行なわれると考えるべきである——が存しない、あるいはそれだけの秘密積立金もないということがあり得る。ここでも論理は一貫し得ない。

この点の疑問は、収益力が無視されているということによる。この方法にあっては新資本の収益力が直接的な形では顧慮されないという欠陥の存することが識られるのである。

マールベルクやタイジナーはこの点を把えて、通常の新株引受権価値計算によれば、株式の実体価値（財産価値）とその市価が同一視されている。あるいはまた同じことであるが、新たに払い込まれた資本が資本化率（株式の一般的な市場利廻り）に等しい利益率しかもたないと仮定されているが、新資本は通常はその資本化率より高い利益率をもつと主張する。そしてこの故に静的計算は一定の条件（前例においては新資本の利益率7%の場合）の下でのみしか適用され得るものでないとして、この計算方式を却け、⁽⁹⁾収益価値計算方式つまり動的価値計算方式を提起したのである。

ところで動的計算にあっては、上例の示す所からも明らかなように、株数の増加する結果増資後の株式価値は、旧株と新株とについて平均化された利益の資本化価値として示されるが、新株引受権価値は、それと、払込額——資本化率に等しい利益率を有する資本の価値——との差額として把えられる。

すなわち旧株主がその引受権を行使せず、払い込みの資金を他に投下したときに当然得られるべき利益と、新株を引き受けたときに得られるべき——旧株資本と新株資本との平均化の結果——利益との差額、したがって資本のその会社での利用を放棄することにより失なわれる利益の資本化価値として把えられる。

それ故新払込資本が獲得すると期待される利益率が、資本化率（一般的な市場における平均利廻り）よりも大（小）である程、新株引受権価値は大（小）となる。一定率以下（われわれの例では1.75%以下）になると0よりも小となる。

つまりこの方法では新払込資本に対する利益率が極めて直接的に引受権価値計算の中に定式化されたのであって、その相違により引受権価値の異なり得る

ことが明らかにされるのである。

次に取り上げなければならないのは、動的計算によるときには、新株引受権を与えられること、そして払込みを行なうことが株主にとって利益を意味するか否かが明らかにされ得るということである。前例によって、二つの場合については株主の財産の状態を考慮⁽¹⁰⁾してみることにする。

1. 新株引受権が行使される場合

静 的 計 算

増 資 前		増 資 後		利 益
株式 3 株	9,000M	株式 5 株	13,000M	〇M
現 金	4,000M	② 2,600M		
	13,000M		13,000M	

動 的 計 算

新資本に期待される利益率	増 資 前		増 資 後		利 益
10.5%	株式 3 株	9,000M	株式 5 株	15,000M	2,000M
	現 金	4,000M	② 3,000M		
		13,000M		15,000M	
7%	株式 3 株	9,000M	株式 5 株	13,000M	〇M
	現 金	4,000M	② 2,600M		
		13,000M		13,000M	
5%	株式 3 株	9,000M	株式 5 株	11,852M	-1,148M
	現 金	4,000M	② 2,370M		
		13,000M		11,852M	

2. 新株引受権を行使しないで売却する場合

静 的 計 算

増 資 前		増 資 後		利 益
株式 3 株	9,000M	株式 3 株	7,800M	〇M
		② 2,600M		
	9,000M	現 金	1,200M	
			9,000M	

動的計算

新資本に期待される利益率	増資前	増資後	利益
10.5%	株式 3株 9,000M 9,000M	3株 9,000M ④ 3,000M 現金 2,000M 11,000M	2,000M
7%	株式 3株 9,000M 9,000M	3株 7,800M ④ 2,600M 現金 1,200M 9,000M	0M
5%	株式 3株 9,000M 9,000M	3株 7,112M ④ 2,370M 現金 740M 7,852M	-1,148M

ただし現金は、新株引受権の売却により得たものである。例えば期待利益率10.5%の場合 $666^2/3 \times 3 = 2,000M$ 、7%の場合 $400 \times 3 = 1,200M$ 、5%の場合 $247 \times 3 = 740M$ 。

この数例の示すように、静的計算においては、旧株主が新株引受権を受けることによって如何なる利益を獲得するかということは、新資本に期待される利益率を考慮しないから、明らかにされない。

これに対して動的価値計算の諸仮説の下においては、新資本に期待される利益率如何によっては、旧株主は利益を得あるいは損失を蒙ることが明らかにされる。

シュマーレンバッハも、増資後も元の配当——資本化率つまり市場における平均利廻りよりも大きな——を維持することにより、新株引受権の授与は一種の特別配当の意味をもつことになると述べているように、新資本が株式の一般⁽¹¹⁾的な利益率よりも高い利益率を獲得し得るときには、株主に利益を与えることになるのであるが、それは動的価値計算の立場において始めて明確にされ得るのである。

つまり前にもみたように静的価値計算の立場からは、新株引受権の授与を利

益配当または清算配当として扱えても、その理解は企業資本・利益剰余金の簿価または実体価値——つまり過去に拠出された資本または蓄積された利益に限定されてしまうか、あるいは旧株の将来利益と新株資本の払い込み額との和により制約されてしまう。その限界をこえる新株引受権価値の授与の性格は理解し得ないのである。

われわれはいう迄もなく、企業の資本価値は収益価値によって規定されるものとする。新株引受権価値はその企業価値——ヨリ厳密には企業の自己資本価値——の一部、つまり将来に期待される利益・資本の流れの現価の一部であるとする。動的価値把握——以下に更に述べるようにヨリ広い観点における理解ではあるが——の立場を正しいと考えるものである。

したがってわれわれの立場からすれば、その企業に蓄積された利益の多少にかかわらず、新株引受権は将来における利益配当または清算配当の前払いとして理解される。利益剰余金の現在の在り高は、将来の利益配当を増加する一つの要因としては考慮されねばならないけれども、唯一の要因ではないからである。

ただし今迄述べてきたことから明らかなように、新株引受権の授与に利益配当としての意味を実際に与えるためには、経営者は新資本についてそれに照応する高い利益率を獲得しなければならないことになる。つまり経営者の立場からすれば、ヨリ高い資本コストの負担を課されることを意味するのである。

ともあれこのように動的価値計算の示唆する所は極めて大であるけれども、その中にはいくつかの重要な問題が含まれている。

更に次に節を改めてこれらの点を検討することにしよう。

- (5) K. Theisinger; a. a. O., S. 176-S. 177. 参照。
- (6) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 138. 参照。
- (7) J. T. S. Porterfield; Dividends, Dilution and Delusion, Harvard Business Review, 1949, Nov.-Dec., p. 56-p. 60, H. D. Kerrigan; Accounting for Stock Dividends Paid, Accounting Review, 1937, p. 381. および K. Banse; a. a. O., S. 330. 参照。

- (8) W. A. Paton; Corporate Accounts and Statements, 1955, p. 159-p. 160. 参照。
(9) K. Theisinger; a. a. O., S. 175, および W. Mahlberg; a. a. O., S. 225.
(10) W. Stricker; a. a. O., S. 65, S. 68, S. 74. 参照。
(11) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 134-S. 135.

IV 広義の動的価値計算

まず第一によくいわれるのは、計算上不明確な要因が多いということである。タイジンガー自身がその計算手続きの意義を限定して「収益価値に基づく引受権価値の計算は、将来の収益が予測され得ることを前提とするが、この計算量の正確なる把握は不可能であり、見積り評価 (schätzen) と概算によらざるを得ない。」⁽¹²⁾ と述べているように、その価値計算の最も主要な要因である利益率は予測に基づいて、しかも新・旧資本のそれぞれについて測定されなければならぬ。

またストリッカーは、その利益が、通常の利益を意味するのか配当を意味するのかも明らかにされておらず、したがって資本化率として何をとりのかも解決されていないと述べている。⁽¹³⁾

このことはまさしく企業評価の最も基本的な問題である。

本書全体を通じて、みられるように、将来利益の正確な予測という問題は、極めて困難なものであり、われわれもまた会社の長期経営計画などのデータに拠ってできるだけ確実な予測に接近するという以上には、絶対的な方式を提起し得ない段階にある。しかしながら、既に述べたように、技術の発展が、予測の確実度を上昇させつつあることは事実であり、このことだけで動的価値計算が無意味になるとは考えられない。しかもわれわれの意図は——殊にこの新株引受権に関しては——価値を正確に計算することよりも、むしろその決定要因と形成過程とを理解することにある。計算方式の正しい把握は、極めて重要な意味をもつのである。

更に資本化計算の対象となる利益と資本化率については——ここでは便宜上最も簡単な形で表わしたけれども——第12章で述べる、自己資本価値測定の基礎的諸概念が適用される。利益か配当かということは、問題とはならない。

第二に、ヨリ基本的な問題として留意すべきは、動的価値計算にあっては株式市価と収益価値とが一致するという前提がおかれていることである。一般に株式市価が、その獲得すべき利益の資本化価値、つまり収益価値に指向することは認められるとしても、それは企業内部の諸要因よりもむしろ市場経済における需要供給の諸関係により規定される。そしてそれには、旧株資本の収益力のみならず、これから新株発行により調達される新資本の収益力も決定要因として作用するのであって、旧株の収益価値と市価とは背離し得るのである。

したがってかかる観点からするときには、タイジンガーやマールベルクによって全く別のものと考えられてきた静的価値計算と動的価値計算とが、果して本質的に全然異なったものかという疑問が提起される。

つまり動的計算の立場からするときには、その出発点として、増資について何も知られていない時点、すなわち株式市価が何等増資に関する情報を反映することなく、ただその時のままの状況における収益価値のみをもって決定され得る時点をとらねばならないが、これに対して静的計算にあっては新株引受権の分離する直前の、最も高い株価——新株引受権価値を含んで——の時点がとられることになる。

そしてこの後者の時点においては、シュマーレンバッハが「一企業が新資本により著るしく有利な機会を得ると期待されるときには……既に旧株の相場はその効果を反映する⁽¹⁴⁾」と指摘するように、旧株の収益価値よりも相当高い額を、株式市価は示すのであって、われわれがタイジンガーの例にみてきた、株式市価イクオール収益価値の前提に立って展開された、静的計算への批判は、その拠り所を失なうことになることが識られるのである。

ところでその株式市価は如何なる高さに迄達し得るであろうか。

例えばある会社の旧株の払込価額 E_1 、その企業内における利益率 $D\%$ 、新株の払込価額 E_2 、その新資本について期待される利益率 $d\%$ 、資本化率 $p\%$ 、そして旧株 a 株に対して新株 n 株が割り当てられるものとする、新株引受権価値 W は、

$$W = \left(\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a + n} - E_2 \right) \frac{n}{a}$$

旧株市価 K は、論理的には、新株引受権分離直前には、この W に、増資後の新旧両株の平均収益価値を加えたものに達すると思われるから、

$$\begin{aligned} K &= \frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a + n} + \left(\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a + n} - E_2 \right) \frac{n}{a} \\ &= \frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a} - \frac{n}{a} \cdot E_2 \end{aligned}$$

したがって旧株市価は、その収益価値 $\frac{E_1 \cdot D}{p}$ からは、

$$\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a} - \frac{n}{a} \cdot E_2 - \frac{E_1 \cdot D}{p} = \frac{n}{a} \cdot \frac{E_2}{p} (d - p)$$

だけ上昇することになる。

またこの株式市価 K をもって、静的計算によって新株引受権価値を求めると、

$$\begin{aligned} W &= \frac{n}{a + n} \left(\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a} - \frac{n}{a} \cdot E_2 - E_2 \right) \\ &= \left(\frac{1}{p} \cdot \frac{a \cdot E_1 \cdot D + n \cdot E_2 \cdot d}{a + n} - E_2 \right) \frac{n}{a} \end{aligned}$$

となって、動的計算による場合と一致する。

すなわち旧株市価は、増資の公表後直ちに上昇を始め、新株引受権分離の直前においては、新株の払込資本に期待される超過利益 $\frac{n}{a} \cdot E_2 (d - p)$ の資本化価値だけ上昇する。したがって新株引受権分離直前という時点を前提とする静的計算にあっては、既にその旧株市価において、新払込資本の超過収益力は含まれているのであって、もう一つの要因としては、資本化率に等しい利益の価値、つまり払い込み価額のみを計算に入れればよいのである。

しかしながらこの旧株市価が現われるのは、新株引受権分離の直前においてである。そのため、動的計算に依拠するときよりもより確実な市場諸関係の要因に依拠して計算を行なうことができ、したがって株主にとっては新株引受権

の市場における価値を、ヨリ確実に把握得るという利点をもつけれども、反面静的計算によって測定された新株引受権価値は、引受権が市場に流通する極めて短い間においてしか用いられない。

これに対して動的計算は、計算の不確実性という難点を有するとしても、ヨリ長期的な観点から、株主および経営者の、新株引受権に関する種々の考慮に有益な示唆を与え、期待されるべき株式市価形成の予測を可能ならしめるものといえる。

ストリッカーが「双方の計算方式の差異性からは、その適用の限界が生ずるものでしかない。一つまたは他の方法を、全般的な適用性をもつものとして認めることは誤りであるけれども、本質的には二つの計算方式は同じものである。」⁽¹⁵⁾と主張するように、ヨリ広義の動的価値把握の立場からすれば、二つの方式は同じものである。つまり旧株資本の収益価値のみならず、新株資本の収益価値もまた旧株市価を規定するという観点からすれば、静的計算と動的計算との二つの方式は、その時点——新株引受権分離に関する——によってそれぞれ異なる適用領域をもつものではあるけれども、本質的には異なるものでないことを識らなければならないのである。

(12) K. Theisinger; a. a. O., S. 178.

(13) W. Stricker; a. a. O., S. 70. 参照。

(14) E. Schmalenbach; a. a. O., S. 134.

(15) W. Stricker; a. a. O., S. 83.

V 企業財務と新株引受権価値

以上この章において、われわれは、新株引受権の価値計算方式に関して古くからドイツに存する相対立する二つの見解を概観し、それぞれの性格を検討した。そしてヨリ広義の動的価値把握の立場からは、それらがそれぞれ異なった領域に適用されるべき二つの方法ではあっても、全く相容れないものではなくて、

基本的には同じ結果をもたらすものであることを明らかにした。

そしてまた、広義の動的価値把握の立場からは、新株引受権の授与は——それがどちらの方式によって計算されようと——企業の将来の利益配当または清算配当の前払いであることを指摘した。

殊に通常市価よりも著るしく低い額面をもって新株発行を行なうことをもって金融上の慣行としているわが国においては、新株引受権の授与が将来利益配当または清算配当の前払いの性格をもつということ、そしてそれが、長期的な収益性の観点からどのような企業金融上の影響をもつかということ、を明確に認識しておくことは極めて重要な意味をもつ。

前者については本章の課題として既に述べてきた所であるから問題はないとして、後者についていえることは、まず第一にこの新株引受権を授与することによって、株式利廻りが実質的に非常に高くなっているということである。第一級の公社債の利子が7%~8%程度であるのに対して、戦後の株式利廻りは新株引受権の授与を含めると、その2~3倍位になったと推測されるのである。これは高過ぎるのではないかと考えられる。

しかも第二に考えなければならないのは、その実質的な株式利廻りが極めて投機的な性格をもつことになるということである。われわれが明らかにしたように新株引受権の授与は、将来の利益配当または清算配当の性格をもつから、それは株主の個々の主観的な期待により決定されることが多い。ところが経営者は何等その期待に応ずる義務はないのであるから、新株発行後減配して資本コストを切り下げることがあり得る。ヨリ不確実な要因により株価が規定されることになるのである。

そして第三にこれらのことと併わせて考えなければならないのは、新株引受権価値が市場において明らかにされていないということである。このことは、株式利廻りが実質的に高いことが、国民経済全体の金利体系の中でどのような意味をもつか——つまり企業の自己資本調達のために果してそれだけ高い資本

コストを要するのかどうか——を明確にせず、したがって他の金融手段，例えば社債や優先株の市場の発展を不当に妨げていることにもなる。そしてまた株式市場が投機的で景気変動に左右されやすい性格をますます助長し，株式市場自身の大衆化をも妨げるであろう。

河野教授は，第1節にかかげたいいくつかの論文の中で，時価発行は資本コストの節約になることを強調しておられるが，私は，それ以前に，新株引受権の性格を明確に識ること，新株引受権証書を市場に流通させ相場を形成させることによって実質的な株式利廻りを明確ならしめること，そしてそれによって新株引受権授与という企業金融上の慣行が，金融全体の上からどのような意義をもつかをはっきりと認識することが必要であると考えたものである。

第12章 企業評価の課題と基礎的諸概念

I ドイツ企業評価論の系譜

以上前章迄において、われわれはドイツ企業評価論——特に収益価値に関するいくつかの見解とそれをめぐる若干の問題を中心に——の概要をみてきた。

第1章において述べたように、企業評価は、それに与えられる、その時代のより具体的な課題により、性格を規定される。そしてその故に企業評価の基盤を形造る理論もまた、そのより具体的な課題に応じて、それぞれの歴史的な社会経済上の諸条件を背景として、極めて多様な形で提起されたのである。

しかしながらより大きな観点からみると、そのことはまた、企業評価が全体として適用領域を拡大し、理論的にもより精緻化されて行くことを意味するものである。そしてそれは当然のことながら、現代における企業評価の課題——歴史的な諸課題が集約したものとして現われる——の在り方を示唆し、その計算技術の構造を理論的に解明する——厳密にいつてドイツ企業評価論はなおその目標に達し得たとは考えられないけれども——方向に向っているものと思われる。

第一部において、われわれは、古い時代の収益価値思考とそれに拠る評価実務とを、現実にも与えられたより具体的な歴史的社会的な課題に結びつけて、理解せんと企てた。

ドイツにおいては、封建的な土地所有関係の崩壊過程を背景として、既に18世紀の前半期頃から、森林・農地・建物などの資本価値を、収益価値および中位価値によって測定することが行なわれ、そのことはまたアルブレヒト・フォン・テアなどの農業経済学者によっても支持されていた。がそれは、貸付資本の立場から、担保としての資本価値を求めることを主要な課題とするもので

あった。つまり貸付けた貨幣資本の回収を行なうことが最も重要な目的であって、それ故——極めて素朴な考え方ではあったけれども——収入・支出を基準として収益価値を求める方式、またはそれと対象の売買価値とを平均する方式が適用され得たのである。

後19世紀から20世紀にかけて、資本制生産様式が一般化し、所謂独占資本主義段階に入らんとする頃において、技術革新の進展・恐慌とそれに続く不況・企業集中化の動向を背景として、企業評価の具体的な課題として現われたものに、鉱山の評価、電気・ガス・鉄道などの所謂公益企業の評価および株式の内部価値の測定があった。

鉱山の評価は、1873年の大恐慌に続く不況を背景として生れた石炭カルテルを契機とし、炭坑買収による合理化を意図して、問題となったものである。そしてその故に——土地や流動資産迄もが償却の対象として考えられていたことから明らかなように、なお費用の概念が明確でなかったことにもよるが——償却前利益が、収益価値測定の基準としてとられた。石炭市価が長期に渡って原価以下にあり、充分な利益が得られない条件の下において合理化を進めて行くためには、評価対象となる企業は、無限の生命をもつものではなく、むしろ有限の採掘期間の間しか存続しないものとして評価されることになる。かかる場合には、償却の基盤となるべき埋蔵実体の価値そのものが明らかでないということもあるが、更に所有者にとっては回収計算としての償却は余り意味がないから、その鉱山が存続期間中将来各年度にもたらすと期待される貨幣価値額、つまり償却前利益——埋蔵実体および他の償却資産の価値を求めるために、それを改めて適正利潤と埋蔵実体への帰属分とに分割するか否かは別として——が資本化計算の対象となるのである。更にこの場合では、埋蔵実体という極めて評価の困難——再取得価額は存せず、取得価額をとっても意味のない——な要因が入ってくるため、個々の資産の価値を求めるのにも結局は収益価値に拠らざるを得ないということが特長として留意されなければならない。これらの

点は、投下され返される部分の資本の流れをも含めた貨幣価値の流れこそが、その対象の資本価値を規定すると考える、われわれの資本価値概念とその測定方式——第3節で述べる——に一つの示唆を与えるものであったと思われる。

また鉄道・電気・ガスなどの所謂公益企業に対し、国家公共団体が営業免許を与えるとき、一定年後におけるその経営の一部または全部の買収を条件として付することは、既に19世紀前半期頃から行なわれていたが、これもまた企業評価に対して具体的な課題を供するものであった。ここでは実物価値と収益価値とが、その経営の交換価値の決定要因として考えられたのであるが、ゲデッケの所論にみたように、明確な期間損益計算の確立していなかった時代であったにも拘らず、収益価値測定の計算技術を理論的に従来のそれよりも数段階すすめて精緻化——この分野の最も重要な問題の一つであった減価償却を中心として——せんとする努力がなされた。

そしてプリオンの株式の「内部価値」測定も、19世紀末から20世紀初頭における証券市場の発展とそれが銀行資本の支配下におかれて行く過程とを背景とし、証券市場対策の価値的基準を得ることを具体的な課題として提起されたものであった。その故に、企業評価論としては極めて素朴なものではあったが、前代の不動産の評価におけると同じ理由で、二元的思考が基盤におかれた。ヨリ大きな社会経済的背景は本質的に異なっていたけれども、貨幣資本の回収を重視する銀行資本の立場が、企業の配当と処分価値とに拠ることを要求したのである。

この時代に続いて起った第一次世界大戦も企業評価に一つの課題を与えた。戦時における損害補償のための評価である。ヴェルサイユ条約の規定が、企業評価という計算技術をヨリ詳細に理論づけ、組み立てることを要求し、それが一方ではモラルの二元的企業評価論により支えられ、他方シューベルトの極めてユニークな中間価値の主張を展開せしめたということは、われわれのみてきた如くである。そしてこれらの二元的な考えは——特にモラルのそれが、

期間的な損益に拠って収益価値を測定することを明確にした点でも——次の段階でシュマーレンバッハに受けつがれ、伝統的企業評価論として完成される。シュマーレンバッハ理論の確立される、その前段階を形造るものとして、留意されなければならないのである。

これらの歴史的考察に引きつづいて、次に第二部において、われわれは、それぞれ伝統的——第2節で述べる企業評価の二つの基本的な課題からみて——と考えられる、そして第二次大戦前において企業評価論の巨峰を形成した、二つの理論を取上げた。すなわちシュミットの有機的企業評価論と、シュマーレンバッハの二元的企業評価論とである。

周知の如く、シュミットの理論は、第一次大戦後のインフレーションを契機として展開された。彼は、インフレーションによってゆがめられた経営計算の価値基盤を修正し、企業の相対的価値維持を実現するために、個々の資産を再取得価額をもって評価することを提起した。

この見解は、企業会計の再出発のための新しい価値基盤を供するという目的に関する限りにおいては、現在なお多くの人々により支持されている伝統的理論であると考えられる。

しかしわれわれは、次節において詳論するように、この見解によるときには無形資産の重要な部分が無視することになるという理由をもって、シュミット理論を却ける。第一次大戦後のドイツにおけるインフレーションのような激しい貨幣価値低下にあっては、企業全体の組織が資本としてもつ価値の測定は不可能——測定尺度そのものが激変していて、将来その企業がもたらすべき貨幣価値を予測しても無意味となるから——であって、何よりもまず企業を形造る個々の資産の再取得時価をとることにより、経営計算の尺度を各年度において修正し、その限りで資本の回収計算を行なうことが要求されたのであって、シュミットの企業評価論は——一見古典的経済理論に依拠する正統的な見解のようにみえるけれども——極めて激しいインフレーションの下においてのみしか

妥当性を有しないと考えるのである。

むしろより重要なことは、インフレーションを契機として、経営計算の価値基盤を修正するという課題が国民経済的な価値把握の立場から、取上げられたことである。少なくともそれ迄では考えられることのなかった、しかし現代では極めて重要な意味をもつ、企業評価の基本的な課題の一つが、特に他の課題と明確に区別して認識されたことが注目されなければならないのである。

このシュミットの有機的企業評価論と並んで、あるいはそれ以上に重要な、ドイツ企業評価論の代表的存在として認められなければならないのが、シュマーレンバッハの二元的理論である。

シュマーレンバッハは既に1910年代に、“Der Wert von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, ZfhF, 1918”（フォン・コルベのDer Zukunftserfolgに掲げられている参考文献によると、シュマーレンバッハは、それ以前に“Vergütung für den Wert des Geschäftes bei dessen Übergabe in andere Hände, ZfhF, 1912/13”という論文を書いたことになっているが、実際に発表されたか否かは明らかではない。）という論文で企業評価を取上げて以来、数十年にわたってその理論を積み上げ、最後にその著“Die Beteiligungsfinanzierung, 8版, 1954年”において完成した形で——われわれが既に第6章でみたように——その企業評価論を展開した。したがって、彼の場合では特に一定の段階における歴史的な社会経済上のより具体的な課題というようなものは考えられない。その基本的な問題意識は、彼自身も述べているように、国民経済的な資本利用の観点から、市場性のない企業持分の評価を行なうことであつたのであるが、その課題は、彼以前に生きたエレボー、オフエンベルク、ゲデッケ、そして同時代に企業評価を取上げたプリオン、モラール、シューベルト、ウムベルクなどの見解を凝視し、それに併せて彼自身の考えを整理して行くことにより、われわれのみたような、明確な完成した形で認識されたと思われるのである。

したがって彼の理論のヨリ重要な特長は、既に古くに不動産の評価においてとられ、プリオン・モラル・シューベルトなどによって主張されてきた伝統的な二元的企業評価の方式をうけつぎ、これを、競争危険の概念を導入することにより、収益価値の立場から一元的に理論づけよう——それは明らかに失敗したけれども——と企てたこと、およびその収益価値を決定する期間利益と資本化率の内容を追求し、それ迄の諸研究にはみられなかった程理論的に精緻な企業評価論を組み立てたことにある。

現在においても実務上は彼の見解が根強く支持されているということは、このように伝統的な二元的企業評価論を完成したという点に、その理由を求めることができると思われる。次節で述べる企業評価の第1の基本的課題に対しては、シュマーレンバッハ理論は——そのまま適用することには疑問があるが——なお大きな意義をもっていることが留意されなければならないのである。

最後に第三部において、われわれは、第二次大戦後におけるドイツ企業評価論の新しい流れと、そこで取上げられた二・三の問題とについて検討を加えた。

最も力強く提起されたのは、メロヴィッツの、企業の立場から、収益価値のみをもって企業総資本価値を決定せんとする、動的企業評価論である。これはラックマン、K・コルベ、ヨナス、フルテンなど比較的若い層の論者により支持されて、理論的には、一つの大きな、支配的とさえいえる流れを形造るにいたっている。

もう一つのユニークな流れを形成するものとして留意されなければならないのが、フォン・コルベを中心とする収支企業評価論である。収益価値のみをもって一元的に企業価値を把えようとする点では、前者と同じ動的な観点に立っているのであるが、投資者のヨリ主観的な立場から、期間損益ではなくて、将来に予想される収支差額——企業をめぐる貨幣そのものの純流入額——をもって企業の自己資本価値を測定しようとする主張する所が、通常の見解と著るしく異なっているのである。

われわれは、この動的企業評価の思考が、しかもそれぞれ企業自身の立場と投資者の立場とから、別々に提起されなければならなかったという点に、現代企業評価論の直面する歴史的な課題の特長があると考えられる。

第二次大戦後における加速化された技術革新と漸進的・不均等的貨幣価値変動とは、後にも述べるように、経営過程において、企業の組織全体が資本として有する価値を——それを形造る個々の有形資産の価値とは余り関係なく——増大し減少させた。つまり企業の収益価値と実物価値とを著るしく肯離させたと考えられる。そしてそのことが、無意識的であったにせよ、諸論者に、従来の伝統的企業評価論——特にシュマーレンバッハの二元的理論——を超克し、一元的に収益価値のみをもって企業評価を行なうことを必要と感じさせたと思われるのである。ところが更に現代という歴史的な時代のもつ、社会経済および企業経営構造上のいくつかの特性は、その動的企業評価の思考をも更に二つの立場に分つことを余儀なくさせた。

すなわちまず証券市場の再発足とその発展、企業合同の進展、それらに伴って現われた企業会計上の新しい価値基盤を供することの必要など、現代においては、従来それぞれ一定の歴史的な段階において企業評価に与えられたいくつかの課題が集約されて、同時に現われてきている。しかも更に企業の経営成果配分の構造が、社会化——多くの人々の生活に結びついているという意味で——してくるとともに、それに対する国家・銀行資本および企業自身の参加の割合が大きくなってきた。あるいは従来よりも——量的にはさして変らないとしても——社会的に一般に納得され得る論拠をもって示されなければならないようになってきた。つまり利益課税、支払い利子、内部留保などの諸要因を企業評価上どのように考慮するかによって著るしく異なった結果——量的にも、質的にも——をもたらしようになってきたということが留意されなければならない。

このような事情が一方では、メレロヴィッツの、ヨリ客観的な企業の立場か

ら、総資本収益価値を求める見解——彼自身が具体的にどのような課題を意識していたかは明らかではないが——を提起せしめた。そして他方ではより主観的な利害関係者にとっての自己資本価値を、資本拠出・内部留保・その取崩しによる配当・清算配当など投下され返される部分の資本の流れをも考慮して、測定しなければならないとする観点を必要とし、フォン・コルベの収支企業評価論を生み出したと考えられる。

そして同じ、現代という歴史的段階のもつ、社会経済あるいは企業経営構造上の諸条件が、収益価値測定において利益課税をどのように考えるかという問題を提起せしめ、また従来実務上とられてきた二元的企業評価方式を再び収益価値の観点から——シュマーレンバッハのそれとは異なった——検討することを要求し、更に新株引受権価値を収益価値思考から理解する見解をもたらしたのである。

少なくとも、第二次大戦後における企業評価論とそれをめぐるいくつかの問題には——既にわれわれがみてきたように、メロヴィッツにしても、フォン・コルベにしても、あるいは他の論者にしても、それぞれその所論に欠陥と限界とをもっており、全面的に受け入れ得る体系的な理論はなお存していないのであるが——現代という特定の構造をもつ歴史的な時代と、そこからもたらされる企業評価のいくつかの課題とが基盤にある、ということが認識されなければならない。

以上みてきたように、ドイツ企業評価論は大きくみて、三つの大きな流れからなる。

最も大きなものは、既に18世紀から19世紀にかけて行なわれた森林・農地・建物・鉱山などの評価実務から出発し、後今世紀に入ってからプリオン、ゲデッケ、モラル、シューベルトなどによりそれぞれの企業評価論として展開され、更にシュマーレンバッハによって受つがれ、伝統的二元的企業評価論として完成された流れである。

第二の流れは、経営計算の価値基盤の修正という課題を担ったシュミットの有機的企業評価論の思考である。特殊な性格をもっており、通常は企業評価論としては、取上げられることは少ないのであるけれども、この課題の側面に関する限りにおいて、伝統的見解として一つの流れを形造っていると考えられる。

そして第三の流れが、第二次大戦後において提起された、メロヴィッツを中心とする諸論者の、所謂動的企業評価の見解である。フォン・コルベの収支企業評価の思考も——極めてユニークな性格をもつだけに、何処に位置づけるかは困難な問題であるが——この系譜の一分派と考えることができよう。

そしてこれらの流れの全体を通じてドイツ企業評価論は、統一的体系的理論への努力を続けてきた。現在もなおそれは続けられている。

特に最近の注目すべき動向は、ハックスなど西ヨーロッパ11ヶ国の専門家から構成されている、ヨーロッパ経営士協会——U E C (Die Union Européenne des Experts Comtable, Economiques et Financiers)——が、この企業評価に関して一つの指針ともいうべき見解を發表していることである。⁽¹⁾ヨーロッパ経済共同体の発展に伴って、会計制度・監査制度をも統一することが要請されてきているのであるが、その対象の一つとして企業評価が取上げられたのである。(この報告書の評細は、それに対する評価がある程度きまってから、他日機会を得て——というのは原文を入手していないこともあるので——紹介したいと思うが、基本的には、メロヴィッツと同じ総資本収益価値の立場がとられ、二元的思考は極めて消極的にしか示されていないようである。しかしなお首肯し得ない点も少なくないと思われる。)

しかしながら、その方向には向っているとはいうものの、なお企業評価に関する見解は極めて多様であり、現代における企業評価の課題を明確に認識し、その計算技術の構造を統一的に理論的に解明する迄には至っていない。

以下われわれは、今迄の考察から得られたいろいろな理解に抛り、企業評価の課題の検討から始めて、その基礎的諸概念について考察を加え、企業評価の

統一的な理論を形造って行く上での前提となる、われわれ自身の基本的な態度の在り方について考えてみたいと思う。

- (1) Günther Barthke; Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, Z. f. B., 1962, S. 165-S. 175. 参照。

II 企業評価の課題

企業評価論は、前述したように、社会経済および企業経営構造の全般的な発展過程の中で具体的に与えられる課題を明確に認識し、それに応じて企業評価の計算技術の在り方を理論的に解明せんとするものである。

そこでまず考えなければならないのは、企業評価の現代における課題とその意味づけである。

冒頭にも述べたように、営業譲渡、合併、組織変更、国家による企業の強制収用とその返還・損害賠償、社員の入退社におけるその利害関係の調整、大規模な会社持分の取引、企業担保に基づく信用の授受、更生、準更生などが行なわれるときには、企業全体が資本としてもつ価値を改めて確定すること、つまり企業評価が必要となる。

そしてこれらのヨリ具体的な課題が、現実に、それぞれどのような歴史的な社会経済上の諸条件を背景として提起されたかということは——全部の場合についてではないけれども——既にわれわれが前章迄において考察を加えてきた所であるが、私は、第1章および前節で述べたように、現代という、社会経済および企業経営構造の一つの歴史的な発展段階を背景として、これらのヨリ具体的な課題が全て一諸になって提起されている点に、現代の企業評価の特長があると考える。社会経済および企業経営構造の歴史的な発展が、企業評価の適用領域の拡大を必要としたのであって、このことは、既に前節迄における考察からも容易に推測し得る所であるが、また上に示した企業評価を必要とするいくつかの場合が、全て、現代の企業経営上重要な意味をもつということからも、

認められるであろう。

ところで、前節で述べた所からも明らかなように、現代の企業評価に与えられている、これらのいくつかのより具体的な課題を、私は、大きく分けて、次の二つの基本的な課題に整理・総合すべきである⁽²⁾と考える。すなわち、

1. 企業をめぐる個々の利害関係者（将来および現在の債権者・持分所有者など）にとっての、企業持分の交換価値あるいは「内部価値」を求めること。つまり企業全体またはその一部の取引において成立すべき自己資本価値を——貸借対照表上の資本価値の決定とは無関係に——測定すること。
2. 企業会計を新しく再出発させるときの、その価値基盤としての総資本価値を測定すること。いかえれば、会計責任としての資本額を再確定し、以後の損益計算をより現実的ならしめるために、企業の給付生産活動の目的のために結合された資産全体が、一つの組織体としてもつ価値——企業会計上は将来の費用額および修正された投下総資本額を示す——を測定すること。したがってまた会計上の自己資本額を再確定すること。

の二つであって、この基本的な課題に照応して、それぞれ評価の「正しい」基礎的諸概念を把え、計算方式を理論的に組み立てることが必要となるのである。

まず第一の課題である、企業の自己資本価値の測定の意味は、いう迄もなく、それが現在または将来の持分所有者・債権者など利害関係者に対して有する価値を定め、それらの人々の投資・授信——といってもこの場合の授信は企業全体あるいはその持分を担保に貸付けを行なうことを指し、また投資は、株式あるいはその他の企業持分などの擬制資本に対する投資であって、全く無関係なものではないけれども、実物資本を担保にする貸付け・実物資本に対する直接的な投資とは、一応切り離して考えられなければならない——活動のための一つの判断基準を与えることにある。そして国民経済全体からみても、資本の取引に伴う摩擦をできるだけ少なくして、その投資をできるだけ有効に行なわしめるのである。

このことは、例えば前述したプリオン、モラル、シュマーレンバッハ——もっともシュマーレンバッハの場合では第1の課題を遂行することにより、当然第2の課題も同時に充足され得ると考えられていたのであるが——などの企業評価論にみられるように、古くから企業評価の主たる課題とされてきた所であるが、現在でもなおその重要性は看過し得るものではない。

すなわち第1に、それは、一般の大衆投資つまり社会的な資本を基盤とした、安定した証券市場あるいは金融市場の発展のために重要である。第11章で述べたように、新株引受権授与の慣行は、株式投資にヨリ投機的な性格を与え、また優先株・転換社債など証券の多様化は、各種持分の価値関係を複雑ならしめるが、理論的に正しい拠り所をもつ企業評価の計算技術と、それによって測定された企業価値とは、これらの価値の決定要因とその相互関係を明らかにし、大衆投資家・金融機関・証券取引所・監督官庁に正しい判断を下し、合理的な措置をとることを可能ならしめる。

つまり株式の内部価値とそれを規定する諸要因とが明確になって始めて、過渡の投機を除き暴落を防いで、健全な投資を意図する大衆株主を保護し、証券担保金融を安定させることができるのであって、株式市場および金融市場の安定した発展をおし進めるためには、企業評価は、その前提条件を形造る重要な計算手続きあるいは分析手続きなのである。

第2に、中小企業投資会社の設置・第二証券市場の拡大など、従来市場性のなかった持分証券の金融力を高めるに際して、企業評価は大きな役割を果たす。

今迄市場で取引されなかった株式を買い上げ、あるいは取引所に上場するに際しては、その合理的な内部価値に基づいて、株式に価格を付することが必要となる。

中小企業を中堅企業に育成することは、日本経済の国際競争力を強化するためのみならず、国内の低地域開発のためにも要求されることであるが、そのためにはこれらの企業の持分証券の金融力を強化しなければならない。この点か

らも企業評価は注視されなければならないのである。

第3に、持分の買収・合併による、企業間の連携・合同が推進されつつある現状においては、それらの企業の持分価値を測定することが必要となる。特に双方の株式が市場で取引されている大企業同志が、合同するときには、新会社の株式との交換に際して、大衆株主始め種々の直接的間接的な利害関係者に損害を与えることのないように——帳簿上の資本価値は別として——双方の株式価値を、合理的に決定しなければならない。

このような諸点から、第一の課題のための企業評価——企業持分あるいは自己資本の評価もなお重要性をもち、理論的にも精緻化される必要があると思われるのである。

そしてこの場合においても、既に古くから多くの論者によっても主張されているように、われわれのいう収益価値が決定的な意味をもつことはいふ迄もない。第1章で述べたように、貨幣価値変動と加速化された技術革新は、企業の資本価値を規定する二つの重要な要因であるが、それは収益価値においてのみ同時に計算に含められるからである。

貨幣価値の不均等な漸進的低下は、測定尺度を変えるのみならず、収益・費用の各項目にそれぞれ異なって作用するから、価値尺度のみを変えても意味はないのであるが、この第一の課題に関しては、更に貨幣価値が低下するにもかかわらず、他人資本額とそれに対する利子とが一般に契約時の額に固定されたままに止まるという事実が、価値尺度だけの修正を不充分なものにするものとして、留意されなければならない。将来に貨幣価値をもたらず潜在能力として、収益価値をもって評価する必要があるのである。

また最近の証券界において特に企業の成長性が取上げられているように、技術革新が加速化しつつ進展している現代においては、個々の企業経営が、それに十分に早く適応できるか否か、つまり自らの給付生産過程の中に新しい技術を取り入れるのと同時に、それに併せて経営組織各部と人間の活動を飛躍的に

高度化し全体としてバランスさせて行くことができるか否かによって、その将来に期待される貨幣価値獲得能力も大きく増大しあるいは低下する。このような無形のファクターにより企業の資本価値が大きく変動するという点に、現代企業経営の特長があるのであって、それを明確に認識するためには収益価値に拠らなければならないのである。

次に第二の課題である、企業の総資本価値測定の意味は、企業会計の再出発のための新しい価値基盤を供することにある。つまりこの節の始めに述べた、いくつかの場合——営業譲渡・合併・更生・準更生など——を契機として、資本および資産に関する価値修正を行ない、会計責任としてのその価値額を、国民経済の価値体系と結びつけて再確定し、それに基づいて以後の損益計算をヨリ現実的なものならしめるのである。⁽³⁾

この場合ではシュミット——第5章参照——のように、個々の資産を再取得価格をもって評価すべきことを主張する論者がある。貨幣価値低下の影響のみをとり上げる立場からは、現代においても、むしろその方がヨリ一般的な見解であると思われる。

しかしこの考え方によると、個々の有形資産および一定のコストを費すことにより確実に再取得し得る無形資産の評価は解決し——この場合でも厳密には、財の再取得価格は一般的な効用の最高の価値を示すべきものであって、必ずしも資本価値とは一致しないという問題があるが、通常の企業では、資本価値は諸効用価値のうち最高であって、両者は一致すると考えられるから——得ても、その他の無形資産の大部分は、企業会計上、しかもそれが再出発せんとするときに、企業という統一体を形造る資本または資産として認められないことになる。

更にまた、ヴァッターのように、資産価値を測定するためには、将来の用役可能性 (service potentials) をとるべきであると説く論者もある。周知の如く1957年のA A A会計原則は、この考え方を取り入れて「用役可能性の貨幣価値

等価額が資産の正しい評価額である。」と述べている。⁽⁴⁾つまり個々の資産のそれぞれについて、将来に期待される純貨幣収入額の現価によって、価値を規定すべきものと主張するのである。

第1章で述べたように、われわれも、資本を、財あるいは経営体が、将来に貨幣価値をもたらす潜在能力と考えるものであるが、しかし貨幣価値をもたらす潜在能力は、個々の財としてもつ場合と、それらが、企業の如く、一定の目的の下に結合され組織された全体としてもつ場合とでは、明らかに異なる。

計算の可能性からいっても、個々の財、殊に無形資産について、それが将来貨幣価値をもたらす潜在能力を測定することは、極めて困難であると思われるけれども、それ以前に、このような観点からは、シュミットの場合と同様に大部分の無形資産が無視されることになる。無形資産は、個々の財が、企業として、一定の目的の下に結合され組織化されることにより、それらの相互関係から生ずる。つまり経営過程において形成された資本である。そして将来に貨幣価値をもたらす潜在能力が、個々の財と、それらを結合した企業とでは異なるということを知って始めて、その存在が認識され得る。企業を形造る個々の資産を別々に見つめる観点からは、このような資産あるいは資本概念は導き出され得ないのである。

それ故この場合でも、全体としての総資本価値あるいは総資産価値を決定するものは、収益価値である。まず全体としての収益価値——次節で述べるように従来の見解よりは若干広い概念であって、われわれの場合、将来貨幣価値をもたらす潜在能力の価値を意味する語として用いることにする——を測定し、次にその中で個々の資産を再取得価額——それらの個々の新しい資本価値に代替され得る最善の、そして次の段階の損益計算にとって最も客観的な証拠を与える、評価額としての——によって評価し、その両者の差額をプラスあるいはマイナスの無形資産として把えるのである。

このようにして将来正常利益率（資本化率）をもって貨幣価値を獲得し得る

ように、総資本額あるいは総資産額を確定することにより、国民経済全体の資本の価値体系——金利体系として現われる——と結びついた、新しい価値基盤を、会計責任として企業経営に与える。企業の経営過程において新たに形成され、あるいは消失した資本を明確に把握、資本の維持回収計算としての損益計算の意味を、ヨリ現実的——絶対的ではなくて、相対的な意味においてではあるが——ならしめるのである。

つまり一般には企業の収益価値は、実物価値——企業を形造る個々の資産の再取得価額の総計——よりも大であるから、われわれのように収益力資本維持の立場をとることにより、その企業の給付生産活動のどのサイクルにおいても常に当初と同じ有形資産を保有するという実体資本維持の目的は、少なくともこの場合ではそれらの論者の主張する程度には、達することができる。継続的な貨幣価値低下の場合でも、その目的のために、実体資本維持の場合と同じ修正計算を適用することができる。そして無形資産——原価を費しても再取得し得るとは限らない——をも、その維持回収の対象に含め得るのである。

他方収益価値が実物価値より低いときには、実体資本維持の目的は、達し得ない。しかしこの場合では、その企業の将来に予想される貨幣価値の純流入額の現価が、現在同じ企業を創るのに必要な投下貨幣価値額よりも小なのであって、通常はそのような企業が、従来のままの資産と規模を将来も維持し続ける必用はない。マイナスの無形資産——資本の消失——を認めず、それを将来のヨリ大なる費用として長期に渡って繰り延べて計上し、同時に資産と規模とを従来のままに維持するよりも、むしろそれを使用総資産額の切り下げという形で認め、維持すべき資産と規模とを縮小し、将来に正常利益率を期待させる方が、経営者に客観的な努力目標を与えるという意味においても、企業会計の責任としての価値基盤をヨリ合理的に決定することになると考えられる。

そしてこの主張は、ヨリ基本的には、われわれのとり、企業の立場からする相対的な資本維持計算の観点に拠るものである。

すなわちプラスまたはマイナスの無形資産——経営過程において形成されまたは消失された資本——を、評価時点以後の損益計算に反映させることにより、維持回収計算としては、正常以上の収益力をもつ企業は、評価時点以前よりも拡大——多くの場合、具体的な有形資産の形ではなくて、矢張り無形資産の形においてであろうが——して維持され、正常以下の収益力しかもたない企業は縮小して維持されることになる。

つまり相対的とはいっても、シュミットのように、企業外部の市場機構を通じ、資本の流出入によって、国民経済の要求に応じて相対的にその生産力を維持して行こうというのではない。それとは対照的に、企業自身の立場から、内部的に損益計算を通じて、収益性（総資本利益率）に現われる国民経済の企業に対する要請に応じて、相対的にその資本を維持して行かんと意図するのである。

既に今迄に屢々触れたように、殊に現代の加速化された技術革新の進展は、それに併せて経営における人間活動を高度化し、経営組織各部の個々の活動を全体的に均衡化して行くことを必要とするが、このことはまた企業の組織全体が有する資本価値を——個々の具体的な有形資産の存否には余り関係なく——飛躍的に増大させ、あるいは低下させる可能性をもつ。

また一方においては、不均等な漸進的貨幣価値の低下が絶えず進行しつつある。これは価値尺度そのものを変えるに止まらず、企業の収益・費用の個々の項目にそれぞれ異なった作用を及ぼすことによって、将来の貨幣価値獲得能力を本質的に変化させる。尺度の変化による当初の投下資本の意味の変化を認識することも重要であるが、また貨幣価値低下の背後にある社会経済構造の変化が、個々の企業の資本価値を増大させ、あるいは低下させつつあるということにも留意されなければならないのである。

そしてこのようにして形成され消失した資本を明確に把握し、これを企業会計の再出発のための新しい価値基盤とし、以後の損益計算上に反映させ、それを通じて、企業の給付生産活動を質的または量的に拡大・縮小して維持して行く

ことは、国民経済の要請に応えるという点からも重要であるが、殊に現代においては、上述したように技術革新自体が国際的な激しい競争過程において行なわれつつあるということからいっても大きな意味をもつ。技術革新と貨幣価値低下——これは一国内のみの固有の条件により規定され、国際競争上は一般にマイナスに働くから——とによって増大する将来の貨幣価値獲得額は、利益としてそのまま企業外に流出させてしまうのではなくて、費用として回収し、形成された資本を維持するために再投下しなければならないのである。

ところでこの節の最後に強調しておきたいのは、われわれは、理念としては、このように収益力資本維持の観点を支持するものであるけれども、現実に実務として行なわれる企業評価の立場としては、それは現在行なわれている原価主義会計——貨幣資本維持の観点に拠る——を否定するものではなく、むしろそれを補強し支えようとするものである、ということである。

前にも述べたように、われわれは、更生・準更生など企業会計が新しい価値基盤に立って再出発せんとする場合をとり上げるものであって、経常的な会計手続きを対象とするものではない。

原価主義に基づく経常的な企業会計は、現代社会の計算技術の条件の下においては、最も経済的に所謂「客観的・証明し得る証拠」を供することができる。その点で極めて大きな意味をもち、また維持されなければならないと一般に考えられているのであるが、国民経済的な価値体系の中における企業の会計責任を明確に示し、その資本の維持回収計算を行なうという点では、限界がある。原価主義会計のとり貨幣資本維持の立場は、当初の投下資本額——自由資本から拘束資本への転換過程において確定される価値額——の回収のみを考えて、実体資本の回収はいう迄もなく、以後の経営過程において形成される（あるいは消失する）資本を考慮しないからである。

そして、われわれが何度も述べたように、特に現代のように加速化された技術革新と絶えざる貨幣価値低下が進行しつつあるときには、この原価主義会計

のもつ限界は、経営上大きな困難をもたらし、更に一般の投資家の、財政状態と経営成績とについての理解を困難にするとさえ考えられる。

このような条件の下において、なお経常的に原価主義会計を貫かんとすれば、合併・更生・準更生などの機会においては——それは不定期であり、企業によっては全く経験しない場合もあると考えられるが、せめてそういう機会においては——企業の会計責任としての、資本または資産全体の価値額を、国民経済の全体的な価値体系と結びつけて修正し、それに基づいて原価主義会計を再出発させる必要がある。そしてそれ以後の損益計算を、われわれが上に述べたような意味において、ヨリ現実的ならしめなければならないのである。これによって原価主義会計は——なお完全とはいえないけれども——その欠陥の大きな部分を克服し、「客観的・証明し得る証拠」に基づく企業会計として重要な意義をもちつづけることができると思われるのである。

したがってまたわれわれは、経常的あるいは定期的な計算制度としてとり得ないことの故に、収益力資本維持の理念が、現実には必ずしも全面的に貫き得ないということも認めなければならない。資本の回収維持は、ヨリ高次の経済政策あるいは社会的な企業会計制度の問題であって、企業評価論としては、そのような範疇の在り方迄をも扱い得ないからである。

しかしながら、第1章において述べたように、企業評価論もまた、経営学の一分科であり、したがって社会経済および企業経営構造発展の在り方を把え、その認識に基づいて、企業評価という計算技術を理論的に組みたてるべきものである。自らの領域内で扱い得るものではなく、したがって現実に企業会計の矛盾を全面的に克服し得るものではないとしても、企業評価における進むべき方向としての収益力資本維持の理念は、その故に当然に却けられ得るものではない。そのヨリ高次の認識から出発し、与えられた枠の中で、企業評価の行なわれる個々の場合において、現代企業の計算制度のもつ欠陥を超克して一步でも前進しようと努力することが必要であると思うのである。

ともあれ、従来ややもすれば第1の課題と混同されやすかった——シュミットは明確に区別して認識していたけれども——第2の基本的な課題を理解することは、現代においては企業の成果配分に、国家と銀行資本と企業自身とが、極めて大きな比重をもって参加するようになったことからいって、非常に重要な意義をもつのである。

- (2) G. Barthke; a. a. O., S. 165. および S. 173. 参照。UECも、企業の評価と企業持分の評価とを区別している。但しその意味は明らかではない。
- (3) われわれは、この認識の基盤となるべき重要な示唆を、次の書および論稿から得た。James S. Schindler; Quasi-Reorganization, 1958, および丹波康太郎; 書評「Quasi-Reorganization」国民経済雑誌 第102巻第2号 昭和35年8月89頁—98頁である。
- (4) W. J. Vatter; The Fund Theory of Accounting and Its Implications for Financial Reports, 1951, p. 17-p. 18. および G. J. Staubus; Comments on “Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements—1957 Revision”, Accounting Review, 1958, Jan., p. 12. 参照。

Ⅲ 広義の「収益価値」思考

次に問題となるのは、企業価値をどのように理解し、把握するかということである。

前章迄においてみてきたように、一般には企業価値は、将来各年度に予想される利益の現価、つまり所謂収益価値によって決定されると考えられ、時にその補助形態として実物価値が用いられる。

そしてわれわれも基本的には、収益価値こそが企業価値の本質的な決定要因と考える、動的企業評価論の立場をとるものであるが、しかし一步進めてより広い収益価値の概念を導入しなければならないと考える。

第1章で述べたように、われわれは、企業価値を、企業全体の組織が資本として有する価値として把える。つまり企業が、将来において貨幣価値（貨幣そ

のもの、および貨幣で測定された財・給付の価値)をもたらず潜在能力の価値と考えるのである。

したがってこの企業価値を決定するものは、資本・収益・費用からなる、企業をめぐる将来の貨幣価値の流れである。(ここにいう資本の流れとは、新たに抛出される資本、留保利益の取崩しによる配当、清算配当など、投下され、あるいは返される資本を意味する。つまり企業という対象に拘束され、あるいはそれから自由化される過程にある資本であって、企業評価の対象となる資本の一部分の流れである。)

このように、貨幣価値の流れという場合、それは、貨幣そのものの流れのみならず、財およびその他の給付の、貨幣で測定された価値の流れをも含むことが留意されなければならない。

資本の流れは、貨幣の抛出・引き出しだけでなく、現物・その他の給付による出資あるいは清算配当によっても成り立つ。そして収益は、原則として実現主義によって把握される貨幣価値の流入、費用は発生主義によって把握される貨幣価値の流出——そのヨリ細かな点は、次に述べるように、企業評価のそれぞれの課題によって異なるけれども——であって、われわれもまた基本的には、一般の企業会計において認識されていると同様な、貨幣・財・その他の給付の、期間的な価値の流れを、企業の資本価値の決定要因と考えるのである。

したがってわれわれは、極めて素朴に、将来各期間に期待される利益の現価のみをもって収益価値と考える見解とは異なって、資本の流れをも含めたヨリ広義の収益価値の立場をとるのであるが、更にまたそれは、フォン・コルベの収支企業評価論とも異なるということを主張したい。

つまりわれわれは、貨幣・財・その他の給付の価値の流れをとるのであって、フォン・コルベのように貨幣のみの流れをとるのではない。このことは、通常の会計理論においては——シュマーレンバッハの一致の原則にみられるように——区別する必要はないと考えられているようであるが、収益価値測定に関し

てはその結果に重要な影響をもたらす。例えば、減価償却費は、われわれの立場では耐用期間の間毎期価値の流出として把えるが、フォン・コルベにおいては耐用期間の終わったときに始めて貨幣の流出——再投資のための——として計上される。したがってその費用あるいは貨幣価値の流出の現価は、後者の方がその期間の利子額だけ小さくなるのである。

この二つの思考の何れが正しいかについては、企業における期間的な価値の流れが、本質的に貨幣のみによって規定されると考えるか、あるいは貨幣のみならず財・その他の給付によっても規定されると考えるかにより、異なった判断が下されよう。その絶対的な正しさは、ここで断定することを許されるものではない。

ただわれわれが後者の立場をとるのは、現代企業の計算機構が同じ——貨幣のみならず財・その他の給付の価値をも含む——期間的な価値把握の観点を取り、それに基づいて期間損益を計算し、持分所有者のために資本抛出の認識や利益配当を行なっているという理由による。つまり前節で述べた企業評価の二つの基本的課題——企業の持分価値の測定と、企業会計の再出発のための新しい価値基盤の再確定——から考えるとき、評価そのものも社会的な性格をもち、したがって現代社会のもつ計算機構の枠の外でそれを行なうことは無意味なのである。評価以後その結果に結びついてくる、社会経済および企業経営上の諸事象に照応して、それらと同じ価値把握の立場をとらなければならないのである。

ところで測定方式としては、将来に期待される流入価値の現価をプラスし、流出価値の現価をマイナスするのであるが、両者の内容も、資本化率も、二つの課題のそれぞれに照応して別個に把えられなければならない。

- (1) 企業をめぐる個々の利害関係者（債権者・現在および将来の持分所有者など）にとっての企業持分価値つまり自己資本価値を測定する場合。

まず下⁽⁵⁾に示す図によって一般的に考える。

投資家（あるいは持分所有者） \longleftrightarrow 企業 \longleftrightarrow 外界

将来企業から外界に期間費用として流出する価値と、そして投資家が資本として企業に供さなければならない価値——図において矢印 \rightarrow で示される——とは、マイナスの要因として把え、将来企業に外界から期間収益として流入する価値と、そして投資者に企業が資本の返還として与える価値——矢印 \leftarrow で示される——とは、プラスの要因として把えるのである。

したがってまず資本——いう迄もなくこの場合それは自己資本を意味するから他人資本の流出入は含まない——については将来行なわなければならない追加出資・内部留保などはマイナスされ、逆に将来に期待される資本の引き出し・持分所有者への清算収入・留保利益の取崩しによる配当などはプラスされる。

利益は投資家に帰属すべき貨幣価値の流入であるが、留保されるときには、改めて投資家によりその期に企業に対して行なわれる——何等かの形における外界への価値の流出に照応して——貨幣価値の追加投資と考えるのである。

そしてまた、資本に関しては、ある時点における追加出資・内部留保などの貨幣価値の流出と、それ以後の他の時点における清算収入・留保利益の取崩しによる配当・資本の引き出しなどの貨幣価値の流入とは、少なくとも理論的には——現実には利益や損失が、期間損益の形で明確に認識されず、清算時において始めて明らかにされることもあるから、必ずしも一致しないけれども——一定の関係をもって照応していることが留意されなければならない。特に鉱山の如く有限期間の存続を前提とする経営の評価を行なうときには、このことは重要である。個々の利害関係者は、後にも述べるように、様々な計画をもってその対象を評価するが、その場合に収益・費用のみならず、追加出資・内部留保とその還流との関係をも考慮しなければ、正しい資本価値の測定はできないからである。

ところでこのような、資本の還流の概念を導入する観点からするときには、前にも述べたように、欠損企業の評価や鉱山における減耗償却のような困難な

問題も比較的容易に理解し得る。

前者の場合では、有限の存続を前提とし、設備資産の耐用期間が終ったときに清算すると考えて、便宜的には将来に期待される償却前利益と清算収入とによって収益価値を測定する。あるいはより厳密にわれわれの立場を貫かんとすれば、償却後のマイナスの利益とより大きな清算収入——償却を行なうから、それにより回収され蓄積される額だけ、前の場合の清算収入よりも大きくなる——とによって評価を行なう。償却により流動化された資本が資本化率に等しい利子をもたらしていれば、結果はどちらでも同じである。

そして後者の場合では、有限の存続つまり採掘期間の終ったときにその鉱業企業を解散すると考えられるときには、矢張り上と同様に考えられるが、これに対して無限の存続を前提するときには、新しい埋蔵実体の開発のための費用として、経常的に減耗償却費を計上することが必要となる。そして清算収入は無限に延期される。

将来の収益は、いう迄もなくそれが認識される——原則として実現主義に基づいて——期間の貨幣価値の流入であり、プラスの要因である。

ここで屢々問題となるのは中性収益——配当・利子収入、有価証券・不要不動産の売却益など——であるが、われわれの立場からするならば、それが企業本来の目的とする一定の給付生産活動によって得られるものであると否とを問わず、将来の貨幣価値の流入として予測し得る限り、プラスの要因として算入しなければならない。

したがってまた、減価償却により流動化した資本を再投下することは周知の如く重要な財務措置であるが、これから期待される収益も当然プラスの貨幣価値流入として算入される。確かに収益をもたらすよう再投下されると否とを問わず、予め減価償却費を利子額だけ減ずることは、正しい処理とは考えられない。

そして将来の費用は、それが認識される——発生主義に基づいて——期間の

貨幣価値の流出であり、マイナスの要因であるが、この場合では、その課題に応じてより厳密に内容を考慮することが要求される。

ここでは、企業の持分価値あるいは自己資本価値が求められるのであるから、一般に利益と考えられているものでも、純粋に自己資本に帰属しないものは全て費用として扱えられなければならない。

借入資本利子などの中性費用が、将来の貨幣価値の流出として予測し得る限り、費用に算入されることはいう迄もないが、更に利益課税・役員賞与も費用に含められる。

つまりこの第1の課題に照応して考えるときには、純貨幣価値流入額は、将来における税制・企業の資本構成・経営者の能力などの影響をも考慮して、純粋に自己資本所有者に帰属すると予測されるものでなければならない。それ故に「利益」であっても国家や経営者に帰属するものは除かれるのである。（この場合の資本構成の影響というのは、借入資本が多い程、自己資本に帰属すべき利益が、総資本利益に比して、より激しく増減することをいう。もう一つの財務健全性の面での影響もあるが、これは純貨幣価値流入額そのものではなくて、その獲得の確実性に及ぼす影響である。この要因は、算入するのに極めて困難なものであるが、第7章およびこの後に述べるように、一般には資本化率において扱えられる。）

この、純粋に自己資本所有者に帰属する、貨幣価値の流れから出発するということは、第1の課題に最も直接的に答え得る方法を供するものであるが、また他の方式をとるときには純粋に自己資本の交換価値を求めることができないということからも正当化され得る。例えば総資本収益価値から他人資本額を差引く方式によるときには、資本化率のとり方にもよるが、一般に求められる自己資本価値は、その中に利益課税や役員賞与の価値をも含むことになるのである。これでは、純粋な企業自己資本の交換価値は求め得ない。

次に考慮する必要があるのは、経営者の人的給付の報酬である。既述したよ

うに、この人的能力の要因と経営活動の諸条件との関連、およびその在り方は、諸論者によって取上げられてきた。この前提をどのように把えるかは、将来に予想される純貨幣価値流入額に大きく影響するからである。私は、この第1の課題に関する限りにおいては、評価を行なう主体の立場から考えられる（あるいは計画される）経営活動の諸条件を前提とし、したがってまたその立場から可能な経営者その他の人的能力と、それへの適正なる報酬とから出発すべきであると考える。人的給付に対する正当なる報酬を費用として——実際にはより低い給料しか与えないとしても——算入しさえすれば、正常な経営活動の諸条件や正常な経営者能力を前提とする必要は全然ないのである。

そして更に費用として考えなければならないのは、収益価値測定の結果得られる資本化剰余価値（つまり無形資産）の償却である。第6章および第11章でみたように、この償却を費用に含めた上で、収益価値測定を行なう方式は、企業評価論および評価実務上相当重要な意味をもつ。私は、この償却を費用に含めるべきか否か、また含めるとすればどのような形で行なうべきかは、その資本化剰余価値あるいは無形資産——経営過程で形成された新たなる資本——の性格により決定さるべきものとする。ただわれわれが資本形成の二要因として強調した、加速化された技術革新と漸進的・不均等的貨幣価値変動との観点からすれば、形成された資本を維持回収して行くためには、一般に、一定の適正な額を每期継続的に償却費として計上することが必要と思われる。したがってこの場合にはその額をも費用に含めた上で、収益価値測定を行なうことになるのである。ただし、既に第11章で指摘したように、このことは、貨幣価値流入の不確実性や競争危険とは、直接にそのままの形で結びつくものではないことが留意されなければならない。

われわれの広義の「収益価値」を規定する、資本・収益・費用からなる、将来の貨幣価値の流れは、第1の課題に関しては、内容的には上述してきた如きものとして把えられるのであるが、上にも触れたように、この将来の貨幣価値

の流れは、評価の主体が、その企業に関して有する計画あるいは期待によって、様々な形で予測され得ることが認められなければならない。元来その課題の性格からいって、この評価は主観的な性格——より多くの主体あるいはより完全な能力をもった権威ある主体が評価を行なうことにより、その客観性を増大するということは考えられるけれども——をもつのであって、それぞれの立場によって、個々に他企業との合併・販路拡張・設備拡張などの計画や期待がもたれ、したがってそれに照応して、追加出資・内部留保などの資本調達計画と、収益・費用の流れを規定する利益計画とも、個々に設定され、それを基盤として収益価値測定が行なわれ得るのである。資本の流れの把握が重要な意義をもつ所以である。

貨幣価値の流れに続いて取上げなければならないのは、資本化率である。

資本化率は、まず始めに、一企業における将来の純貨幣価値流入額を現在有している貨幣価値と比較し、そして他企業にもたらされる純貨幣価値流入と比較することによって、その資本価値を決定するという機能をもつ。いわば時間的・空間的比較尺度としての機能である。次に、それはまた将来の純貨幣価値流入の不確実性——資本・収益・費用の流れとしては予測し得ない——を収益価値測定に含めという機能をもつ。資本化率に一定率を追加し、評価額を引き下げることに、より不確実なものを、確実なものと等置しようとするのであって、不確実性要因顧慮の機能といえよう。⁽⁶⁾

企業評価の第1の課題からみると、比較尺度の資本化率としては、その国民経済における、利益課税・役員償与・利益留保を差引いた後の、平均自己資本利益率がとられる。この意味では、シユマーレンバッハのとった株式の平均利廻りは——同一業種のみをとり、分母が株式時価になるという点で疑問はあるけれども——比較的これに近い尺度と考えられる。そしてこれに業種・規模・企業形態・経営の財務健全産・その企業の技術水準・経営組織・市場占有度・景気変動・内外経済全般の構造的変動などの諸条件を考慮して、不確実性算

入のため適切な追加率を加え、資本化率を決定するのである。

この後者の諸条件を具体的にどのようにして追加率として表現するかということは極めて困難な問題である。何故なら、不確実性は、既に資本・収益・費用の流れを予測するときにも、矢張り上に示したと同じ諸条件を顧慮して、その中に算入され得るからであり、どの条件をどちらで考慮するかということは、個々の企業により異なるからである。更にまた上に示した諸条件と、将来の純貨幣価値流入の確実性と、資本化率との3者の間の関係も、なお明らかでないということが認められなければならない。この点はこれから以後の研究における私の課題であると考えている。

ところで留意しておかなければならないのは、第1章における基本的な収益価値測定⁽⁷⁾の公式に示したように、資本化率も将来各年度に予想されるものがとられなければならないということである。その国民経済における平均自己資本利益率も、貨幣価値流入の不確実性を規定する、その企業をめぐる諸条件も、長期的には変動すると考えられるからである。

それ故われわれの立場からすれば、一部の論者が主張する⁽⁸⁾ように、将来における貨幣価値低下を資本化率において特に考慮する必要はない。何故なら将来における貨幣価値の流出入の予測は、原則として現在の価値尺度に基づいて行なわれるからである。そしてその予測自体が既に将来の貨幣価値変動と切り離され得ない性格のものであったとしても、その場合には、貨幣価値変動は、将来各期に予想される資本化率を用いることにより、その中に含まれる。基準となる将来の平均自己資本利益率も当然そのような貨幣価値変動を条件として決定されるからである。

そこで、このようにして将来の貨幣価値の流出入と資本化率とが予測されると、次に収益価値計算が行なわれることになる。

今、ある企業について次のように仮定する。

その資本価値を W 。

将来各期間に期待される収される収益を $E_{g1}, E_{g2}, E_{g3}, \dots, E_{gn}, E_{g+1}, \dots, E_{g\infty}$

将来各期間に期待される費用を $A_{u1}, A_{u2}, A_{u3}, \dots, A_{un}, A_{u_{n+1}}, \dots, A_{u\infty}$

将来各期の利益は、 $E_{g1} - A_{u1} = E_1, E_{g2} - A_{u2} = E_2, E_{g3} - A_{u3} = E_3, \dots, E_{gn} - A_{un} = E_n, \dots, E_{g\infty} - A_{u\infty} = E_{\infty}$

1年目から n 年目迄毎期行なわれる留保利益を R 。これは $n+1$ 年目に全額 nR 取崩して配当される。

その企業に何等追加出資をしないとしたときの、 ∞ 年目における清算価値を L 。

3年目における追加出資を K 、したがって ∞ 年目における清算価値総額は $L+K$ 。

将来各期に期待される資本化率を $i_1, i_2, i_3, \dots, i_n, i_{n+1}, \dots, i_{\infty}$ 。 $q_1 = i_1 + 1, q_2 = i_2 + 1, q_3 = i_3 + 1, \dots, q_n = i_n + 1, q_{n+1} = i_{n+1} + 1, \dots, q_{\infty} = i_{\infty} + 1$ 。

$$\begin{aligned}
 W &= \frac{E_{g1} - A_{u1} - R}{q_1} + \frac{E_{g2} - A_{u2} - R}{q_1 \cdot q_2} + \frac{E_{g3} - A_{u3} - R - K}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3} \\
 &\dots + \frac{E_{gn} - A_{un} - R}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3 \dots q_n} + \frac{E_{g_{n+1}} - A_{u_{n+1}} + nR}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3 \dots q_n \cdot q_{n+1}} \\
 &\dots + \frac{E_{g\infty} - A_{u\infty} + L + K}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3 \dots q_{\infty}} \\
 &= \frac{E_1 - R}{q_1} + \frac{E_2 - R}{q_1 \cdot q_2} + \frac{E_3 - R - K}{q_1 \cdot q_2 \cdot q_3} \dots + \frac{E_n - R}{q_1 \cdot q_2 \dots q_n} + \frac{E_{n+1} + nR}{q_1 \cdot q_2 \dots q_n \cdot q_{n+1}} \\
 &\dots + \frac{E_{\infty} + L + K}{q_1 \cdot q_1 \dots q_{\infty}}
 \end{aligned}$$

(但し A_u には、資本化剰余価値 ($W-S$)—— S は実物価値——の償却額が含まれる場合もある。それを含む以前の費用を A'_u 、償却率を r とすると、一般には $A_u = A'_u + (W-S)r$ 。これを各年度について代入すれば、この償却をも含めた収益価値が求められる。)

われわれは、最も基本的には、収益価値計算公式をこのような、有限年数の割引計算の形をとったものとして把える。第1章で示したように、計算可能性の観点から、無限を前提としたより単純素朴な公式——例えば $W = \frac{E}{i}$ ——をと

ることも考えられるけれども、可能な限りにおいてこの基本公式に接近した形で測定を行わなければならない。予測の正確性と許容される誤差——割引計算の性格上、現在に近い程その予測は正確でなければならなが、現在から遠くなる程予測が W にもたらず誤差はヨリ小となる——とを考慮して、最初の n 年間は各年度について貨幣価値の流れと資本化率とを定め、 $n+1$ 年以後は、無限に続く一定額の純流入と一定の資本化率とを仮定するというように、企業そのものは無限の存続を仮定していても、ヨリ正確な計算を行なうためには、それを各有限年数のブロックに分割して、収益価値測定を行なう必要があるのである。

(2)企業会計の再出発のための新しい価値基盤としての総資本価値——企業目的のために組織として結合された企業総資産価値を測定する場合。したがってまた会計上の自己資本額を再確定する場合。

この場合もヨリ広い収益価値の概念をとるということには変りはないのであるが、第2の課題の性格からいって、前の場合とは本質的に異なるいくつかの点がある。以下第1の課題の場合と同じ考え方を適用できる所はできるだけ省略して、特にこの場合の重要なメルクマールと思われる点を取り上げてみたい。

貨幣価値の流れについては、ここでは図の如く示される。

経営者 \longleftrightarrow 企業 \longleftrightarrow 外界

将来企業から外界に期間費用として流出する価値と、そして経営者が資本として企業に供さなければならない価値と——図において矢印 \longrightarrow で示される——は、マイナスの要因として把え、将来企業に外界から期間収益として流入する価値と、そして経営者に企業が資本の返還として与える価値と——矢印 \longleftarrow で示される——は、プラスの要因として把える。

ところがこの場合では、経営者は企業自体の立場つまり企業総資本の立場を代表するものであり、ここにいう資本は他人資本（買掛金をも含む）をも加えたものである。したがって資本については、将来行なわなければならない追加

出資・他人資本の導入がマイナスされ、他方将来に期待される自己資本の引き出し・他人資本の返済・清算収入はプラスされることになる。つまり少なくとも理念としては——後述するように、他の理由からこの場合には将来における企業総資本の流入は考えるべきではないのであるが——他人資本の価値の流れを導き入れなければならないのである。

欠損企業の評価や鉱山における減耗償却については、第1の課題の場合と同様な考え方——清算収入は企業総資本に帰属すべきものであり、また費用の内容も以下に述べるように異なるけれども——が適用され得よう。

そして将来の収益も本質的には前と変る所はないのであるが、問題は将来の費用の内容である。

ここでは、企業会計の再出発のために企業の総資本価値あるいは総資産価値が求められるのであるから、一般に費用と考えられているものでも、この観点から、費用に含め得ない範疇がある。つまり貸借対照表上の資産の部全体に帰属すべき利益が把握されなければならないのである。

したがって他人資本利子・利益課税・利益の分配としての役員償与は、費用とはならない。また買掛金在高に対する計算利子額も費用から除かるべきである。

しかし使用資産の賃借料は、費用に含められるべきものと思われる。この項目は、経済的には、他人資本利子と同様に、企業の使用総資産のもたらす「利益」の一部であるけれども、賃借資産は、貸借対照表上に表示されず、その個別的な有形資産としての価値は、評価以後の損益計算書上に反映してはならないからである。

つまりこの第2の課題に照応して考えるとき、その目的は、会計責任の新しい価値基盤としての客観的な資本・資産額を再確定し、以後の損益計算を現実的ならしめる点にあるのであるから、企業の使用総資産が、再生産過程の継続に必要な価値回収額をこえて生み出す、全ゆる余剰価値を「利益」として把握

るのである。

このことは、第2の課題に最も直接的に応じ得るためにも要求されるのであるが、更に、他の方式、例えば自己資本収益価値に他人資本額を加える方式をとるときには、税制や資本構成によって企業総資産価値が左右され、したがって評価以後の損益計算も大きく影響されることになるのであって、この点からも、われわれの総資本利益の概念は重要な意味をもつのである。

また費用としては、経営者の人的給付に対する報酬、およびこの評価によって確認される資本化剰余価値の償却が問題となるが、これらについては、基本的な態度は、第1の課題の場合と異なる必要はないと考える。

しかしながら、この場合では、企業会計の再出発のための客観的な価値基盤を、現時点において再確定するという目的からいって、他企業との合併・買収・設備拡張など、新たに資本投下や資産購入（あるいは資本返還や資産売却）を必要とするような計画は、将来の貨幣価値流入予測の前提とすべきではない。現在の状態のままにおける企業総資本および総資産の評価を行なわなければならないからである。

もし新たに資本投下や資産購入（あるいは資本返還や資産売却）をもたらすような計画を前提として、将来の貨幣価値の流れを予測し、収益価値測定を行なうならば、存在していない資産を基盤として測定された資本価値を、それを購入する迄に既に損益計算書上に反映させる（あるいはある資産を基盤として測定された資本価値を、それを売却した後になお損益計算書上に反映させる）という誠に奇妙な結果をもたらすことになるであろう。現在の経営の物的・組織的基盤の変化は、考えることは許されないのである。

ただし減価償却により流動化される資本の再投下は、予測に含められるべきである。これは、必然的に行なわれざるを得ないものであって、むしろ現在の経営の物的・組織的基盤から当然に要求されるものだからである。

したがってこの場合には、前述したように、企業総資本の立場から、資本・

収益・費用の流れを把えるのであるが、将来における追加出資・内部留保・他人資本の借入れ・自己資本の引き出し・他人資本の返済・内部留保の取崩しなどは、原則として予想する必要はないのである。

ところで資本化率も、上述してきた所と照応して、まず比較尺度としては、その国民経済における平均総資本利益率がとられる。所謂一般利子率——国債・第一級の社債など危険なき債券の有効利子率——は、論理的には必ずしもこれと直接に結びつかないけれども、比較的これに近い値を示すという点で、場合によっては代用することもできるであろう。そしてこれに、企業経営をめぐる内外の諸条件を考慮して、不確実性算入のための適切な追加率を加え、資本化率を決定するのである。しかしここでも、この後者の諸条件を具体的にどのように表現するかということは、極めて困難な問題であるといわなければならない。

そして、将来各期における資本化率を予測しなければならないということ、また将来の貨幣価値変動は考慮する必要はないということも、第1の課題の場合と同様に適用されるであろう。

更に計算方式も、有限年数の割引計算を重視しなければならないことも——費用と清算収入の内容が異なるけれども——基本的には同じである。ただし清算収入は別として、中間的な資本の流出入を算入する必要はない。

- (5) Erich Schneider; Wirtschaftlichkeitsrechnung, 1957, S. 5-S. 6. 参照。われわれは、シュナイダーの図を援用するけれども、貨幣の流れをとらないという点で彼の理論とは異なるものである。
- (6) W. Diez; Der Kapitalisierungsfaktor als Bestandteil der Ertragswertrechnung bei der Gesamtbewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, Wirtschaftsprüfung, 1955, S. 2-S. 3. 参照。ディーツは、比較尺度の機能のみを認め、不確実性要因は資本化率では顧慮すべきではないと説いている。
- (7) Heinz Beissner; Zur Frage des Landesüblichen Zinsfußes für die Ertragswertberechnung von Unternehmungen, Der Betriebe, 1962, S. 247. 参照。このことを最初に指摘したのは、シュマーレンバッハであり、公式上に示したのはE・シュナイ

ダーであるが、バイスナーは、過去における一般利子率の変動傾向を実証的に図示して、その重要性を強調しているのである。

- (8) 例えば J. B. Felten; Wert und Bewertung ganzer Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Energiewirtschaft, 1958, S. 111-S. 112. および W. B. von Colbe; Der Zukunftserfolg, 1957, S. 89.

Ⅳ む す び

以上この章においては、われわれは、本書全体のまとめとして、企業評価の現代における課題を把握し、そしてこれに照応した「正しい」基礎的諸概念を見つけ出そうと企てた。

まずドイツ企業評価論の大きな流れを概観し、それぞれの歴史的・社会経済的諸条件の下において与えられた具体的課題と、その個々の企業評価の基盤を形造る理論（あるいは思考）の在り方とを整理してみた。そして現代という、社会経済および企業経営構造の一つの歴史的な発展段階を背景として、それらのより具体的な課題が集約されて現われてきている点に、現代の企業評価の特長があることを指摘した。

このことを前提とし、次にわれわれは、現代の企業評価には二つの基本的な課題があり、それぞれが独自の意義をもつということについて考察を加えた。すなわち、個々の利害関係者にとっての企業の自己資本あるいは企業持分の交換価値の測定と、企業会計の再出発のための新しい価値基盤としての企業総資本あるいは総資産価値の測定（したがって会計上の自己資本価値の再確定）との二つの課題が明確に区別して認識されなければならないこと、そしてそれが現代という歴史的な段階に、特長的な社会経済および企業経営構造上の諸条件——企業の経営成果に対する国家・金融機関の参加の割合の増大、加速化された技術革新、漸進的・不均等的貨幣価値変動など——により必然的に要求されるものであることをみてきた。

そして最後に、企業の資本価値は、資本・収益・費用からなる、将来の貨幣

価値の流れにより規定されるという「広義の収益価値」思考の認識から出発して、その資本・収益・費用および資本化率の内容を、企業評価のそれぞれの課題に応じて別個に把握しなければならないということを指摘した。つまり企業評価の基礎的諸概念についての、われわれ自身の理解を示したのであって、このことは、前述の二つの課題の認識と併せて、少なくとも現代の企業評価に対しては、多少なりとも有用な理論的基盤を供し得たと信ずるものである。

しかしながらまた反面、企業評価という計算技術を理論的に組み立てて行くという最終目的からみると、われわれの基本的な認識は、やっとその土台を造り上げたにすぎない、ということも認めなければならない。

将来における貨幣価値の流れのより確実な予測の方法、その不確実性の考慮、それらおよび企業経営活動の諸条件と資本化率との関係など残された問題は極めて大きい。

これらの諸問題の理論的な説明は、これから以後の私の研究において取上げなければならないものである。

そこでは、本書における研究を通じて得られた、上述のいくつかの基本的な認識から出発して、更にそれを理論的に深化すると同時に、実際の計算技術上の諸問題をも解明して、われわれ自身の体系的な企業評価論を形造るための努力を重ねて行きたいと考えるものである。

企業評価論の研究

昭和38年3月20日 発行

(非売品)

神戸大学 助手

著者 小野 二郎

神戸市灘区六甲台町

発行者 神戸大学経済経営研究所

奈良県天理市川原城町

印刷者 天理時報社
