Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2024-06-04

株価乗数モデルに基づく企業価値評価：実証

音川，和久

(Citation)
神戸大学経営学研究科 Discussion paper,2010・23

(Issue Date)
2010-03

(Resource Type)
technical report

(Version)
Version of Record

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/81001995

Graduate School of
Business Administration

KOBE UNIVERSITY

ROKKO KOBE JAPAN

2010-23

株価乗数モデルに基づく企業価値評価：実証

音川　和久

Discussion Paper Series

株価乗数モデルに基づく企業価値評価：実証[*]

神戸大学　音川　和久

第１節　はじめに

本稿の目的は，株価を利益で割算した株価利益倍率(Price-to-Earnings Ratio: PER)[1]や株価を資本で割算した株価資本倍率(Price-to-Book Ratio: PBR)などの株価乗数を用いた企業価値評価を実践する場合の諸問題について検討することである。概念上，株価乗数モデルに基づく企業価値評価は，配当割引モデル(DDM)，割引キャッシュフロー・モデル(DCFM)，残余利益モデル(RIM)などの割引現在価値法と比較して単純である。たとえば，Palepu, Healy and Bernard (2004)によれば，株価乗数モデルに基づく企業価値は，①利益，キャッシュフロー，売上高，資本，総資産など株価乗数の基礎となるバリュー・ドライバーを選択すること，②類似（比較対象）企業の株価乗数を推定すること，③評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の株価乗数を掛算すること，という３つのプロセスを経て算出される。

企業価値評価の教科書（たとえばKoller, Goedhart and Wessels, 2005; Palepu, Healy and Bernard, 2004; Penman, 2004; White, Sondhi and Fried, 2003など）では，株価利益倍率や株価資本倍率などの株価乗数についてかなりの紙幅を割いて詳細な記述がされている。さらに，DeAngelo (1990)は，マネジメント・バイアウト(management buyout: MBO)における買収価値の決定プロセスにおいて，比較買収(comparable acquisitions)モデルやDCFMなどの株主価値評価モデルと並んで株価乗数モデルが頻繁に使用されていることを例証した。Beatty, Riffe and Thompson (1999)やLeClair (1990)は，相続税や贈与税の算定にあたって株価乗数モデルを適用し，市場価格が容易に入手できない非公開会社の株式が評価されている実態を検討した。Bradshaw (2002)は，セル・サイドの証券アナリストが公表したレポートの内容を分析した。そして，アナリスト自身の投資推奨を正当化する根拠として，目標株価(target price)が頻繁に利用されているだけでなく，株価利益倍率や長期利益成長率予想などの引用頻度が高いこと，そのほかには予想利益サプライズ，支払利息・税金・減価償却費控除前利益(EBITDA)やキャッシュフローなどの株価倍率，業種固有の事業特性といった項目が含まれることを指摘した。このように，株価乗数モデルは，実務において広く浸透している。

一方，会計やファイナンスの研究分野においても，株価乗数モデルを用いて株主価値や企業価値を算定し，その評価額に基づいて分析を展開している実証研究もある。たとえば，Berger and Ofek (1995)は，事業の多角化が企業価値を高めているのか，それとも毀損して

[*] 本稿は、科学研究費補助金（課題番号：19203024）の助成を受けた研究成果の一部である。ここに記して、感謝申し上げる。

[1] 伝統的には，株価収益率と呼ばれている。

いるのかを株価乗数モデルを用いて分析した[2]。Hotchkiss and Mooradian (1998)やGilson, Hotchkiss and Ruback (2000)は，株価乗数モデルを用いて，連邦破産法第11章(Chapter 11)の適用を申請した倒産企業の企業価値を評価した。相続税・贈与税の係争事例を調査したBeatty, Riffe and Thompson (1999)は，納税者，税務当局（IRS），租税裁判所から示された非公開会社株式の評価鑑定額を判断する基準として，公開会社の株価利益倍率や株価資本倍率に基づいて算定された株主価値の評価額を用いた。Kaplan and Ruback (1995)は，MBOなどのレバレッジド取引における企業価値評価を調査対象とし，DCFMや企業価値EBITDA倍率に基づく評価額と実際の取引価額を比較した。Kim and Ritter (1999)は，新規株式公開(IPO)企業の株主価値評価において，株価利益倍率などの株価乗数モデルを利用する場合の問題点やその改善策を検討した。

株価乗数モデルに基づく企業価値評価は概念上，単純明快であるが，実際に株価乗数モデルを適用して企業価値を算定するためには解決しなければならない問題も多い。たとえば，企業価値のバリュー・ドライバーとしてどの指標を選択するのか，類似企業としてどの企業を選択するのかなどは極めて厄介な問題である。本稿の目的は，株価乗数モデルを実践適用して企業価値評価を行う場合に有益となる指針をいくつか提供することである。

本稿の構成は，以下のとおりである。まず第２節では，先行研究を簡潔にサーベイする。第３節では，それ以降の実証分析において使用するサンプルとデータを記述する。第４節では，様々な企業価値のバリュー・ドライバーに基づく株価乗数モデルを比較する。第５節では，多数の企業の中から適切な類似企業を選択する方法について検討する。第６節では，回帰モデルを利用した株価乗数モデルについて検討する。最後に，第７節は，結論である。

第２節　先行研究のサーベイ

本節では，便宜的に，①様々な企業価値のバリュー・ドライバーに基づく株価乗数モデルを比較した研究，②多数の企業の中から適切な類似企業を選択する方法について検討した研究に分類した上で，それぞれの先行研究を概観する[3]。

（1）株価乗数モデルの選択

株価乗数モデルを利用して企業価値評価を行うには，利益，キャッシュフロー，売上高，資本，総資産などの様々なバリュー・ドライバーのうち，いずれを使用するのがよいかについて判断しなければならない。ここでは，そうしたバリュー・ドライバーの選択につい

[2] 日本の多角化企業に焦点を当てた研究として，中野・久保・吉村(2002)，中野・吉村(2004)などがある。
[3] 株価乗数モデルでは，類似企業として同業他社の企業が選択されることが多い。したがって，様々な産業コードに基づく業種分類の妥当性について比較した Guenther and Rosman (1994), Kahle and Walkling (1996), Krishnan and Press (2003), Bhojraj, Lee and Oler (2003)および木村(2007)などの研究も，株価乗数モデルを実践する上で非常に興味深い示唆を提供してくれる。

て検討している実証研究を概観する。

LeClair (1990)は，利益資本化法(capitalization of earnings method)または調整簿価法(adjusted book value method)に基づいて算定される株式価値の推定額について，その相対的な優劣を比較した[4]。業種別に計算した平均平方誤差について，利益資本化法よりも調整簿価法のほうが小さかったのは26業種のうち６業種しかなかった。さらに，業種内の誤差率の分布についても，調整簿価法に基づく株式価値は実際の株価よりも過小に推定される傾向が強く，ほとんどの業種において，利益資本化法よりも調整簿価法のほうが大きな評価誤差をもたらす割合が高かった。したがって，LeClair (1990)は，調整簿価法よりも利益資本化法のほうが望ましいと結論づけた。

Beatty, Riffe and Thompson (1999)は，株価利益倍率と株価資本倍率を様々な形で組み合わせた８種類の株価乗数モデルに基づいて株式価値を推定した。そして，平均誤差率や平均平方誤差率を判断基準として，モデル間の相対的な優劣を比較した。まず，株価利益倍率と株価資本倍率に基づいて算定されるそれぞれの株式価値に対して同じ0.5ずつのウエイトをかけて合成するというモデルについて，３桁のSICコードが同じである同業他社の各社の株価倍率を計算し，その単純平均値に基づいて株式価値を推定するという方法は，実際の株価よりも極端に大きな評価額を生み出すとともに，評価誤差が最も大きくなった。それに対して，株価倍率の逆数について同業他社の平均値をまず計算した上で株式価値を推定するほうが，評価誤差が実質的に減少するだけでなく，業界全体の合計数値をまず計算した上で株価倍率を計算する方法や同業他社の中央値に基づいて株式価値を推定する方法に比べても評価誤差が有意に小さくなることを明らかにした。

さらに，Beatty, Riffe and Thompson (1999)は，株価利益倍率と株価資本倍率のウエイトをあらかじめ固定せずに類似企業群の特性に応じて変化させるという方法も調査した。たとえば，類似企業群の株価を利益と資本で回帰（ただし切片項をゼロとする）し，その係数推定値に評価対象企業の利益または資本を掛算することによって，２種類の株式価値の推定額を算定する。その上で，回帰係数の推定値を類似企業の平均株価倍率で割算した比率でウエイトづけることによって，さきに求めた２つの株式価値の推定額を合成する方法がそれである。このような方法に基づく株式価値の推定額は，その他の株価乗数モデルに比べて有意に小さい評価誤差を生み出した。ただし，現在の利益・資本の水準がマイナスであっても将来期間の期待キャッシュフローからプラスの株価が形成されるケースがあることから回帰の切片項をゼロに制限しなかった場合，および利益・資本のほかに配当・総資産を回帰式に含めた場合について，評価誤差がさらに改善することはなかった。

Cheng and McNamara (2000)は，①類似企業の株価利益倍率の中央値，②類似企業の株価

[4] 利益資本化法とは，評価対象企業の過去２年間の平均利益に２桁の SIC コードが同じ同業他社の株価利益倍率の中央値を掛算して株式価値を推定する方法である。一方，調整簿価法とは，資本（簿価）に対して，過去５年間の平均利益額のうち産業平均値から乖離する部分を適当な割引率で割り引いた金額を加減して調整することによって株式価値を算出する方法である。

資本倍率の中央値，③その組合せ（両者のウエイトは同じ0.5ずつ）に基づいて算定した株式価値の推定額について，推定時点の株価との誤差率を判断基準として，その相対的な優劣を評価した。一般的にいえば，株価利益倍率に基づく株式価値の推定額は株価資本倍率に基づく場合に比べて評価誤差が小さくなること，しかし類似企業の選択にあたってROEの水準を考慮する場合には，株価利益倍率または株価資本倍率に基づくそれぞれの評価誤差の間に有意な差がなくなることを発見した。そして，株価利益倍率と株価資本倍率を組み合わせたモデルに基づく株式価値の推定額は，株価利益倍率または株価資本倍率のいずれか一方のみに基づく場合よりも評価誤差が有意に小さくなることを発見した。

Lie and Lie (2002)は，実績利益または次年度の予想利益で割算した株価利益倍率，企業価値売上高倍率，企業価値総資産倍率，企業価値EBITDA倍率，企業価値EBIT倍率のほか，企業価値倍率については各社が保有する現金・現金同等物の水準を調整した４つのケースを加えて，合計で10種類の株価乗数モデルを取り上げた[5]。評価対象企業のバリュー・ドライバーに３桁のSICコードが同じ同業他社の株価倍率または企業価値倍率の中央値を掛算することによって株式価値を推定した。そして，その時点の株価で割算した比率の自然対数として計算される誤差率の中央値や誤差率が±15%以内にある企業の割合を計算し，それに基づいて株価乗数モデル間の相対的な優劣を比較した。結果は次のとおりであった。①株価乗数モデルに基づく株式価値の推定額は，その時点の実際の株価よりも過小に推定される傾向があること，②企業価値総資産倍率は，株価利益倍率や企業価値売上高倍率よりも正確でバイアスの少ない推定額を生み出すこと，③現金・現金同等物の水準を調整するか否かはあまり重要ではないこと，④過去の実績利益よりも将来の予想利益を用いて株価利益倍率を計算するほうが望ましいこと，⑤企業価値EBIT倍率よりも企業価値EBITDA倍率のほうがより望ましい推定額を生み出すことを発見した。さらに，推定額の正確性やバイアスは，企業規模・収益性・資産構成などの要因によって大きく変化することも例証した。

Liu, Nissim and Thomas (2002)もまた，様々な株価乗数モデルを包括的に取り上げて，その相対的な優劣を比較した。まず，利益や資本などの評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の株価倍率の調和平均(harmonic mean)を掛算することによって，株式価値の推定額を算出した[6]。そして，当該推定額と推定時点の株価に基づいて誤差率を計算し，その分布のバラツキの程度（たとえば四分位範囲など）の観点から相対的な優劣を評価した。

その結果の概要は，次のとおりであった。①将来期間の予想利益を利用した株価利益倍

[5] ここでは，企業価値は，総資産簿価合計－資本簿価合計＋株式時価総額として算定される。EBITDA は支払利息・税金・減価償却費控除前利益，EBIT は支払利息・税金控除前利益をそれぞれ表す。また，現金・現金同等物の水準の調整は，企業価値または総資産から現金・現金同等物の金額を控除することによって行われた。

[6] 類似企業の株価倍率の調和平均は，それぞれの類似企業の株価倍率の逆数について平均値を算出した上で，その平均値の逆数として計算される。

率が最も評価誤差のバラツキが小さく，その予測対象期間が遠いほど（つまり１期先の予想利益よりも２期先，それ以降の長期利益成長率予想に基づく予想利益のほうが），また様々な期間の予想利益を合算したほうがバラツキが低下すること，②残余利益モデルに基づく株式価値の推定が必ずしもパフォーマンスの改善につながらない理由が，端末価値計算に関する仮定にあること，③過年度の実績数値に基づいて株式価値を推定する場合，株価売上高倍率のバラツキが最も大きく，株価資本倍率よりも株価利益倍率のほうがバラツキが小さく，さらに臨時項目の影響を調整したIBES利益のほうがそうでないCOMPUSTAT利益よりもバラツキが低下すること，④営業キャッシュフローやフリー・キャッシュフロー（営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの合計額）などの株価キャッシュフロー倍率のバラツキは総じて大きいこと，⑤売上高やEBITDAについては，株価よりも企業価値（株式価値＋負債価値）を用いたほうが，バラツキがさらに拡大することを発見した。

また，Liu, Nissim and Thomas (2002)は，(a)調和平均ではなく類似企業群の株価倍率の平均値または中央値を用いて株式価値を推定した場合にパフォーマンスが悪化すること，(b)類似企業群の株価とバリュー・ドライバーの間に切片のある線形関係を想定した上で株式価値を推定した場合には，程度の差こそあるものの，いずれの株価乗数であれパフォーマンスの改善につながること，(c)産業別または年度別で株価乗数モデルのパフォーマンスを比較した場合，その相対的な優劣は年度間および産業間で相対的に不変であることも指摘した。

本稿の第４節では，利益，キャッシュフロー，売上高，資本，総資産など様々なバリュー・ドライバーに基づいて算定した株主価値と評価時点の株価水準を比較する。

（2）類似企業の選択

株価乗数モデルでは，評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の株価乗数を掛算することによって株式価値が算出される。したがって，類似企業をどの様に選定すればよいかという問題は，株価乗数モデルに基づく企業価値評価において特に重要な問題である。ここでは，類似企業の選定方法について検討している実証研究を概観する。

Boatsman and Baskin (1981)は，２種類の類似企業，すなわち，１つは無作為抽出された同業他社の企業，もう１つは過去10年間の平均利益成長率が類似した同業他社の企業を用いて，株価利益倍率に基づく株式価値を推定した[7]。そして，後者の類似企業の株価利益倍率に基づいて株式価値を算定するほうがより正確であることを指摘している。

Alford (1992)は，業種，規模または成長性など様々な基準に基づいて類似企業を選択した場合に株価利益倍率の正確性がどの様に変化するかを調査した。すなわち，①全上場企

[7] ただし，Boatsman and Baskin (1981)の焦点は，CAPM の考え方に基づいて考案した評価モデルが株価利益倍率やインデックス・モデル（一定期間の株価指数の変化を考慮して過去の時点の株価を更新したもの）に比べて評価誤差が小さく，優れていることを主張する点にある。

業群，②SICコードが同じ同業他社の企業群，③総資産が近似する企業群，④ROEが近似する企業群,⑤総資産が近似する同業他社の企業群,⑥ROEが近似する同業他社の企業群，⑦総資産とROEの両方が近似する企業群という，それぞれの基準のもとで類似企業を選択した。そして，類似企業群の株価利益倍率の中央値に基づいて算定される株式価値の推定額について，その相対的な優劣を推定時点の実際の株価との絶対誤差率を判断基準として比較した。Alford (1992)は，業種のみ，または業種・規模・成長性のいずれか２つを組み合わせて類似企業を選択した場合に，その他のケースよりも評価誤差が有意に小さくなることを例証した。すなわち，規模やROEなどの属性は株価利益倍率の企業間差異を説明するのに有効であるが，業種という属性がそれらとほぼ同じ情報を有することを示唆している。

さらに，Alford (1992)は，①ROEの代わりに証券アナリストの長期利益成長率予想を用いて類似企業を選択することが必ずしも正確性の改善につながるわけではないこと，②資本構成の企業間差異を調整するために支払利息・税金控除前利益（EBIT）を企業価値（株式価値＋負債価値）で割算した倍率を用いることが正確性をかえって低下させること，③類似企業の選択方法の如何を問わず，株価利益倍率に基づく価値推定額は規模の大きな企業ほど正確であること，④類似企業の選択方法別の価値推定額の正確性は，規模の小さな企業では有意な差がないのに対して，規模の大きな企業では有意な差異があること，⑤SICコードに基づいて業種を特定する場合には１桁や２桁よりも３桁のコードを用いるほうがより正確であること，しかし４桁のコードを用いることが価値推定額の正確性をさらに改善するわけではないことを発見した。

Cheng and McNamara (2000)は，類似企業の選択方法の相対的な優劣を比較するために，①全上場企業群，②SICコードが同じ同業他社の企業群，③総資産が近似する企業群，④ROEが近似する企業群，⑤総資産が近似する同業他社の企業群，⑥ROEが近似する同業他社の企業群という基準のもとで，それぞれ類似企業群を選択した。株価利益倍率に基づいて株式価値を推定する場合は⑥②⑤④①③の順番で，株価資本倍率に基づく場合は⑥④②⑤①③の順番で，それぞれ評価誤差が次第に大きくなった。一方，株価利益倍率と株価資本倍率の組合せモデルを用いた場合には②⑥⑤①④③の順番で,評価誤差が大きくなった。したがって，株価利益倍率または株価資本倍率を単独で用いる場合には，業種とROEという２つの次元に基づいて類似企業を選択することが必要であるのに対して，２つの株価倍率を組み合わせる場合には業種という次元のみに基づいて類似企業を選択することが合理的であることを示唆した。

また，Cheng and McNamara (2000)は，業種を定義するときに企業が少なくとも何社以上存在しなければならないという制約条件を課すことが価値推定額の正確性にどの様な影響を及ぼすかを調査した。そして，最低限の企業数を２社から７社に増加させることが評価誤差の減少につながること，しかし７社を超える制約条件はかえって評価誤差を拡大させ

ることを明らかにした。したがって，評価対象企業と同じ産業コードを有するその他の企業が少なくとも６社存在することなどの経験則に基づいて業種を特定することの有効性を指摘した。さらに，Cheng and McNamara (2000)は，株価乗数モデルまたは類似企業の選択方法の如何を問わず，企業規模の大きな企業ほどまたは同じ産業に属する企業が多いケースほど，評価誤差が小さくなることも発見した。

Liu, Nissim and Thomas (2002)は，①全上場企業群または②IBESの産業コードが同じ同業他社の企業を類似企業として選択した場合について，株価乗数モデルの誤差率の分布を比較した。そして，如何なる株価乗数であれ，前者よりも後者のほうが誤差率の分布のバラツキが小さく，類似企業の選択方法として相対的に優れていると結論づけた。

Bhojraj and Lee (2002)は，類似企業の選択方法として，理論モデルから示唆される株価乗数の決定要因を独立変数，その株価乗数を従属変数とする多変量回帰モデルの推定結果を利用して“warranted multiple”を算定し，その近似性に基づいて類似企業を識別するという新しい方法を提案した。そして，①２桁のSICコードが同じ同業他社の平均倍率，②時価総額が近似する同業他社４社の平均倍率，③前年度の回帰モデルの係数推定値と当年度の観測値に基づいて計算されるwarranted multiple，④warranted multipleが近似する４社の平均倍率，⑤warranted multipleが近似する同業他社４社の平均倍率が当年度または将来年度の企業価値売上高倍率や株価資本倍率を説明できる能力という観点から，代替的な類似企業の選択方法について，その相対的な優劣を比較した[8]。

代替的な類似企業の定義に基づいて算出された平均倍率を独立変数，将来の企業価値売上高倍率を従属変数とする回帰分析の結果は，次のとおりであった。１番目に，①の平均倍率のみを独立変数とする場合と①と②の両方を独立変数とする場合の決定係数に大きな差はなく，業種のほかに企業規模を考慮するメリットがほとんどないことを示した。２番目に，③のwarranted multipleを独立変数に加えると説明力が著しく改善する（決定係数が約20～30％増加する）ことを発見した。３番目に，④または⑤の同業他社のwarranted multipleを加えることによって，さらに説明力が上昇することを明らかにした。将来の株価資本倍率を従属変数とする回帰分析の結果は，全体的に説明力が小さくなるものの，warranted multipleを加えることで説明力が改善するという傾向は基本的に同じであった。したがって，Bhojraj and Lee (2002)は，warranted multipleに基づいて企業をシステマティックに対応づけることが，より優れた類似企業の識別につながると結論づけた。

追加的な検証として，Bhojraj and Lee (2002)は，類似企業の企業価値売上高倍率または株価資本倍率に基づく株式価値の推定額と実際の株価に基づいて絶対評価誤差率とバイアスの尺度を計算した。そして，時価総額が近似する同業他社４社の平均倍率よりもwarranted multipleに基づいて株式価値を推定したほうが，そのバイアスはゼロに近く，絶対評価誤差

[8] 企業価値売上高倍率または株価資本倍率の平均倍率は，調和平均，すなわち個別企業の倍率の逆数について平均値を算出した上で，その平均値の逆数として計算される。

率は小さく，四分位範囲が狭く，分布の裾が拡がっていないことを確認した。さらに，バイオ・コンピューター・電子・通信など，高成長でありながら利益を計上していない企業が散見されるニュー・エコノミー銘柄にサンプルを限定した場合，warranted multipleに基づく類似企業の選択方法の有効性がより顕著に高まることを明らかにした。

Eberhart (2004)は，①Dow Jones，②Fama and French，③GICS，④Morningstar，⑤NAICS，⑥SIC，⑦Value Line Investment Survey，⑧Wilshire，⑨Yahooという９つの異なる産業コードに基づき，同じコードを有する同業他社の企業群を類似企業として選択した場合の株価乗数モデルの評価誤差を相対的に比較した。基本的には，Lie and Lie (2002)と同様のアプローチに準拠して, (a)株価営業利益倍率, (b)企業価値EBIT倍率, (c)企業価値EBITDA倍率, (d)企業価値売上高倍率，(e)企業価値総資産倍率のほか，企業価値倍率の計算にあたっては各社が保有する現金・現金同等物の水準を調整した４つのケースを加えた，合計９種類の株価乗数モデルについて，類似企業の株価倍率または企業価値倍率の中央値に基づいて評価対象企業の株式価値を推定し，その時点の株価で割算した比率の自然対数として絶対誤差率を計算した[9]。そして，SICコードによった場合の評価誤差をベンチマークとして，その相対的な優劣を比較した。

結果は次のとおりであった。①Fama and FrenchおよびWilshireの産業コードを用いた場合には，いずれの株価乗数であれ，その評価誤差の平均値および中央値はともにSICコードに基づくものよりも有意に大きかった。②Yahooの業種分類に基づく評価誤差は大部分のケースにおいてSICコードに基づくものと有意な差はなかった。③GICSまたはNAICSに基づく業種分類はそれぞれ１つのケースを除き，SICコードに基づいた場合と有意な差がなかったので，同等である。④Morningstarの業種コードはSICコードに基づく場合に比べて有意に小さな評価誤差が生じるケースと，有意に大きな評価誤差が生じるケースが混在した。⑤Value Lineの業種コードは，半分のケースにおいて有意に小さな評価誤差を生み出した。⑥Dow Jonesによった場合の評価誤差は，大部分のケースにおいてSICコードよりも有意に小さかった。⑦Value LineとDow Jonesの比較は，１つのケースを除いていずれも統計的に有意な差はなかった。したがって，Eberhart (2004)は，そのカバーしている企業の範囲がGICS，NAICS，SICよりも限定的であるという短所があるものの，Dow JonesやValue Lineがカバーしている企業の株式価値を株価乗数モデルによって評価する場合にはそれらの業種分類を利用するほうが望ましいと結論づけた。

本稿の第５節では，業種や規模などの様々な選択基準を用いて類似企業を特定し，その平均株価倍率に基づいて算定した株主価値の推定額を比較する。さらに，第６節では，Bhojraj and Lee (2002)が提案した回帰モデルを利用した株価乗数モデルの有効性について

[9] 変数の定義や現金・現金同等物の調整方法は，Lie and Lie (2002)と同じである。また，企業価値倍率に基づいて算定される企業価値の推定額については，そこから負債・優先株式の簿価合計を控除することによって株式価値の推定額を算定している。

検討する。

第３節　サンプルとデータ

本稿の実証分析において使用する基本的なデータベースは，日経メディアマーケティング社が提供する『日経NEEDS企業財務データ』と『日経ポートフォリオマスター』である。連結財務諸表データが利用できる場合は，日本基準であるか米国基準であるかにかかわらず，それを優先的に採用し，そうでない場合は，個別財務諸表データを採用した。サンプル期間は，1985年から2007年までの23年間である。株価水準はその時々の市場環境に左右されるため，できるかぎり多くの企業を確保しながら比較することができるように３月決算企業にサンプルを限定した。また，①会計期間が１年未満である企業年度，②前期の財務諸表データが利用できない企業年度，③決算日から３ヶ月経過した６月末時点の株価が入手できない企業年度，④その他金融業に属する企業は，分析対象から除外した。これらの要件を満たす当初サンプルは，延べ44,745の企業年度であった。

本稿では，次のような13種類の株価乗数を取り上げて検討する。

①株価資本倍率(MV/BV)＝株式時価総額÷資本合計
②株価売上高倍率(MV/SL)＝株式時価総額÷売上高
③株価営業利益倍率(MV/OP)＝株式時価総額÷営業利益
④株価経常利益倍率(MV/KE)＝株式時価総額÷経常利益
⑤株価当期利益倍率(MV/NT)＝株式時価総額÷当期利益
⑥株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)＝株式時価総額÷営業キャッシュフロー
⑦株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)＝株式時価総額÷フリー・キャッシュフロー
⑧企業価値総資産倍率(EV/TA)＝企業価値÷総資産
⑨企業価値売上高倍率(EV/SL)＝企業価値÷売上高
⑩企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)＝企業価値÷フリー・キャッシュフロー
⑪株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)＝株式時価総額÷経営者の次期売上高予想
⑫株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)＝株式時価総額÷経営者の次期経常利益予想
⑬株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)＝株式時価総額÷経営者の次期当期利益予想

ここで，株式時価総額(MV)は，６月末時点の株価に発行済株式数を掛算して算定し，企業価値(EV)は，その株式時価総額に負債合計（簿価）と少数株主持分（簿価）を加えて算定した[10]。バリュー・ドライバーである総資産や資本合計（株主資本＋評価・換算差額等）は貸借対照表（３月31日時点），売上高や利益（３月31日に終了する１年間）は損益計算書のデータを利用している。営業キャッシュフロー(CFO)やフリー・キャッシュフロー(FCF)は，キャッシュフロー計算書のデータを利用している。また，2000年３月期以降の決算短

[10] もし償還優先株式，その他の資本と負債に属さない項目，新株予約権（純資産の部）があれば，その金額も含めて企業価値を算定した。

信公表時に経営者が行った次年度の業績予想に関するデータは，『日経NEEDS会社予想データ』から収集した。そのため，株価乗数⑥，⑦，⑩，⑪，⑫，⑬の分析対象期間は，2000年３月期以降の期間に限定される。なお，フリー・キャッシュフロー(FCF)は，キャッシュフロー計算書の営業キャッシュフローと投資キャッシュフローを単純に合計して算定した。

表1は，その株価乗数に関する当初サンプルの記述統計量である。記述統計量を計算するにあたっては，いくつかのバリュー・ドライバーがマイナスの値になることがあるため，株価乗数の逆数，すなわちバリュー・ドライバーを株式時価総額または企業価値で割算した比率に基づいて算定した。表2は，年度別に，平均値，中央値，マイナスの値になる割合を表示したものである。多額の設備投資などに起因してフリー・キャッシュフローがマイナスになるケースは，サンプル全体の35%にものぼる。このことは，特定の年度に固有の事情であるというよりも，いずれのサンプル年度においても共通して観察される傾向である。マイナスのバリュー・ドライバーに類似企業の株価乗数を単純に掛算しても，その評価額はマイナスになり，意味のある株主価値を算定することはできないという点で，フリー・キャッシュフローは，バリュー・ドライバーとして必ずしも良い指標とはいえない。また，実績利益指標の中では，特に，経済不況に伴う業績低迷や巨額な特別損失の計上に起因して，当期利益がマイナスになるケースが1990年代後半から2000年代前半にかけて増加傾向にあったが，ここ最近の数年間は減少傾向にある。それに対して，特別損失の影響を受けない経常利益や営業利益がマイナスとなるケースは相対的に少ない。また，次年度の経営者予想利益がマイナスになるケースはさらに稀である。

第４節　バリュー・ドライバーの選択

前述したように，株価乗数モデルに基づく企業価値評価を実践するには，利益，キャッシュフロー，売上高，資本，総資産など様々なバリュー・ドライバーのうち，いずれを使用するのかを選択しなければならない。本節では，そうしたバリュー・ドライバーの選択について検討する。取り上げるのは，前節で定義した13種類の株価乗数である。しかし，評価対象企業のバリュー・ドライバーがマイナスであるケースについて，意味のある株主価値を算定することはできないから，ここでは，資本，売上高，営業利益，経常利益，当期利益，営業キャッシュフロー，フリー・キャッシュフロー，総資産のすべてがプラスの値をもつ企業年度に分析を限定した[11]。したがって，サンプル数は，延べ27,545の企業年度に減少した。

株主価値は基本的に，評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の平均株価倍率を掛算することによって導出することになる。しかし，企業価値を分子とする３種類の株価乗数を使用する場合には，評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の平均株価

[11] さらに，次節の分析との整合性を確保するという理由から，同じ業種コードを有するその他企業（同業他社）が少なくとも４社以上存在するケースに限定した。

倍率を掛算することによって評価対象企業の企業価値をまず算定し,そこから負債合計(簿価）と少数株主持分（簿価）を控除することによって評価対象企業の株主価値を求めた。ここでは，年度が同じであれば，その業種を問わず，すべての企業を類似企業としてみなして株価乗数の平均値を計算した。類似企業の平均株価倍率の計算については，①各企業の株価乗数を単純に平均する方法（以下では単純平均法と称する），②バリュー・ドライバーと株式時価総額（または企業価値）のそれぞれをまず別個に合計し，その合計金額の比率として株価乗数を求める方法（この方法は，規模の大きな企業ほどそのウエイトが高くなることから，以下では加重平均法と称する），③各企業の株価乗数の逆数を単純に平均した上で，その平均値の逆数を類似企業の平均株価倍率とする方法（以下では調和平均法と称する）を採用し，分析結果を比較する。

このようにして算定された株主価値の推定額については，評価対象企業の６月末時点の株価と発行済株式数に基づいて算定される株式時価総額を基準とする２つの指標を用いて,その相対的な優劣を議論する。１つは，評価誤差率(bias)であり，次式により算定される。

$$\text{評価誤差率}(bias)=\frac{\text{株価乗数モデルに基づく株主価値}-\text{株式時価総額}}{\text{株式時価総額}}$$

もう１つの指標は，絶対評価誤差率(accuracy)であり，次式により算定される。

$$\text{絶対評価誤差率}(accuracy)=\left|\frac{\text{株価乗数モデルに基づく株主価値}-\text{株式時価総額}}{\text{株式時価総額}}\right|$$

表3は，それぞれの株価乗数別に，評価誤差率(bias)の平均値，中央値，標準偏差，四分位範囲などの記述統計量を表示している。パネルＡは単純平均法に基づいて類似企業の平均株価倍率を計算した場合，パネルＢは加重平均法に基づく場合，パネルＣは調和平均法に基づく場合の分析結果である。たとえば，単純平均法を用いて類似企業の平均株価資本倍率(MV/BV)を計算した場合，評価誤差率の平均値は0.570，中央値は0.395，標準偏差は0.933，四分位範囲（第３四分位と第１四分位の差）は1.054，第90百分位と第10百分位の差は2.133，第95百分位と第５百分位の差は2.856であった。

表3から，次の点を指摘することができる。１番目に，いずれの株価乗数であれ，単純平均法を用いた場合の評価誤差率の平均値や中央値はプラスであるから，単純平均法に基づいて推定される株主価値は，実際の株価よりも過大になる傾向がある。このことは，バリュー・ドライバーに比べて株価が過大に形成され，異常に高い株価乗数を有する少数の企業に，類似企業の平均株価倍率が強く影響されることを示唆している。それに対して，調和平均法を用いた場合の評価誤差率の平均値はゼロに近く，あまりバイアスのない株主価値の推定額を導くことができる。ただし，その中央値の多くはマイナスであるから，調和平均法に基づく株主価値は実際の株価水準よりも過小に推定される傾向がある。２番目に，サンプル間の評価誤差率のバラツキを示す標準偏差や四分位範囲などの指標も，単純平均法よりも調和平均法を用いたほうが小さい。

表4は，それぞれの株価乗数別に，絶対評価誤差率(accuracy)の平均値，中央値，標準偏差，四分位範囲などの記述統計量を表示している。たとえば，単純平均法を用いて類似企業の平均株価資本倍率(MV/BV)を計算した場合，絶対評価誤差率の平均値は0.756，中央値は0.515，標準偏差は0.790，四分位範囲（第３四分位と第１四分位の差）は0.750，第90百分位と第10百分位の差は1.644，第95百分位と第５百分位の差は2.258であった。表4では，このほかに，評価誤差率が±15%または±30%以内に収まっているケースの割合を表示している。たとえば，単純平均法に基づく類似企業の平均株価資本倍率を用いて算定した株主価値が実際の株価より±15（30）％しか乖離していなかったのは，全体サンプル（27,545件）のうち16.3（31.3）％のケースであった。

表4から，次の点を指摘することができる。１番目に，いずれの株価乗数であれ，絶対評価誤差率の平均値や中央値は，単純平均法を用いた場合よりも調和平均法を用いたほうが小さい。さらに，株主価値の推定額が株価の±15％または30％以内に収まっているケースも，調和平均法を用いたほうが高い。このことは，平均的にみれば，調和平均法に基づいて株主価値を推定したほうが実際の株価に近似した推定額を算定できることを意味する。２番目に，サンプル間の絶対評価誤差率のバラツキを示す標準偏差や四分位範囲などの指標も，単純平均法よりも調和平均法を用いたほうが小さい。３番目に，株式時価総額を分子とする株価乗数モデルの正確性を相対的に比較した場合，売上高やキャッシュフローよりも資本や利益をバリュー・ドライバーとしたほうが，実際の株価に近似した推定額を算定することができる。実績利益指標の中では，特別損益の影響を受けない経常利益や営業利益を用いたほうが相対的に正確であり，実績利益と予想利益を比較した場合には，予想利益を用いたほうが相対的に正確である。企業価値を分子とする株価乗数モデルの絶対評価誤差率は，株式時価総額を分子とするケースよりも相対的に大きい。ただし，総資産をバリュー・ドライバーとした場合には，株価資本倍率や株価利益倍率に匹敵する正確性を有している。

こうした結果は，営業キャッシュフローやフリー・キャッシュフローをバリュー・ドライバーとする株価乗数モデルの適用が相対的に正確でない株主価値の推定額を導き出すことを示唆している。しかし，営業キャッシュフローやフリー・キャッシュフローなどのデータは2000年度以降しか利用可能ではなく，サンプル期間が異なることが，その原因であるかもしれない。そこで，絶対評価誤差率を各年度別に集計してみた。表5は絶対評価誤差率の年度別の中央値を，表6は評価誤差率が±15％以内であったケースの割合を，表7は評価誤差率が±30％以内であったケースの割合をそれぞれ表示している。図1は，表7のパネルＣの分析結果をグラフ表示したものである。

図1によれば，バリュー・ドライバーとして営業キャッシュフローやフリー・キャッシュフローを選択して株主価値を推定した場合の正確性が資本や利益を選択した場合に比べて悪くなるという現象は，キャッシュフロー計算書が利用可能になった2000年以降の各年度

において共通して観察されるものであり，サンプル期間が異なることに起因するものではないことがわかる。さらに，売上高をバリュー・ドライバーとした場合，株価乗数の分子が株式時価総額であれ企業価値であれ，相対的な正確性が劣るという現象もまた，サンプル期間全体を通じて観察されるものである。一方，バリュー・ドライバーとして総資産または資本といった貸借対照表項目を選択する場合と当期利益などの損益計算書項目を選択する場合の相対的な正確性は，サンプル期間によって変わる。すなわち，1990年代前半までは，利益よりも貸借対照表項目をバリュー・ドライバーとして選択したほうが，実際の株価に近似した株主価値の推定額を算定することができた。その後，利益，総資産，資本のいずれも正確性が悪化するが，その程度は貸借対照表項目のほうが顕著であった。1990年代後半以降，経常利益や営業利益をバリュー・ドライバーとした場合の正確性は，総資産や資本をバリュー・ドライバーとした場合よりも優れている。特に，当期利益の正確性がこの数年間において急激に改善しているという現象は注目に値する。

以上の分析結果を要約すれば，類似企業の平均株価倍率を計算するには，単純平均法よりも調和平均法を採用したほうが，実際の株価に近似した株主価値を算定することができる。様々なバリュー・ドライバーを比較した場合には，キャッシュフローや売上高よりも，利益，総資産，資本といった指標を選択したほうが，相対的に正確な株主価値を算定することができる。そして，サンプルをここ最近の期間に限定すれば，利益，その中でも特に当期利益の正確性が大幅に改善している。

第５節　類似企業の選択

株価乗数モデルでは，評価対象企業のバリュー・ドライバーに類似企業の株価乗数を掛算することによって株主価値を算出する。したがって，類似企業をどの様に選定するのかという問題は，株価乗数モデルに基づく企業価値評価を実践する場合に極めて重要である。類似企業については，「同じ業種に属する企業（同業他社）である」とか，「規模が近似する企業である」などの基準に基づいて選択されることが多い。本節では，こうした業種・規模の類似性に基づいて様々な企業グループを特定して計算された類似企業の平均株価倍率を用いた場合の株主価値の推定額を比較する。

『日経NEEDS企業財務データ』では，企業の所属業種を大分類（製造業と非製造業の２分類），中分類（36分類，ただし，本稿では，銀行・保険・証券・その他金融に属する企業を分析対象から除外している），小分類（139分類）という３つの観点から特定している。また，東京証券取引所では，企業の所属業種を33に分類している。したがって，①業種を限定しない場合のほか，②日経大分類，③日経中分類，④日経小分類，または⑤東証分類が同じであるという条件を設定した場合について，それぞれ類似企業を選択することができる。また，企業規模については，(A)規模を限定しない場合と，(B)規模（ここでは総資産）が近似する４社に限定した場合について，それぞれ類似企業を選択し，その結果を比

較することもできる。したがって，業種５×規模２という10とおりの基準に基づいて類似企業を特定し，その平均株価倍率（調和平均法に基づく場合）を用いて評価対象企業の株主価値を推定する。

表8は，評価対象企業と類似企業の総資産の乖離率を計算したものである。ここで，

$$乖離率=\left|\frac{類似企業の単純平均総資産-評価対象企業の総資産}{評価対象企業の総資産}\right|$$

として算定した。たとえば，業種を限定せずに総資産が最も近似する４社を類似企業として選択した場合，評価対象企業の総資産と平均値で0.5%，中央値で0.2%しか乖離していない企業を抽出することができる。当然のことではあるが，業種を細かく特定していけばいくほど，同じ業種に属する企業数が減少することになり，規模の近似する企業を選択することが難しくなる。日経小分類が同じ企業に限定し，総資産が最も近似する４社を類似企業として選択した場合には，乖離率の平均値（中央値）は54.4（11.7）%にまで拡大する。東証分類を基準として，その中で総資産が近似する４社を選択した場合の乖離率の平均値（中央値）は14.8（2.8）%である。これは，日経中分類の乖離率の平均値（中央値）13.6（2.7）%にほぼ等しい。一方，規模の近似性を問わず，同じ業種コードをもつその他すべての企業を類似企業として選択した場合の乖離率は，当然のことではあるが極めて大きい。

一方，表9は，それぞれの業種分類のもとで規模の近似性に基づき選択された類似企業４社がどの程度一致しているか，その割合を計算したものである。たとえば，業種を特定せずに総資産が最も近似する類似企業４社を選択した場合と，日経大分類が同じ企業に限定し，総資産が最も近似する類似企業４社を選択した場合で，４社とも同じ企業が選ばれたのは2,656件（9.6%），３社が同じであったのは7,470件（27.1%），２社が同じであったのは9,275件（33.7%），１社が同じであったのは6,255件（22.7%），全く異なる企業が選ばれたのは1,889件（6.9%）である。選択された類似企業が一致している割合が最も高いのは，日経中分類または東証分類が同じ企業に限定した場合であるが，それでも４社とも同じ企業が選ばれるのは13,166件（47.8%）しかない。したがって，それぞれの業種分類のもとで規模の近似性に基づき選択された類似企業４社がまったく同じである割合はそれほど高くはなく，それぞれの基準で選択した類似企業の平均株価倍率を用いて算定される株主価値の推定額を相互に比較するのは有意義なことである。

表10は，13種類の株価乗数モデル別に，様々な基準で類似企業を選択した場合の評価誤差率(bias)に関する記述統計量を，表11は，絶対評価誤差率(accuracy)の記述統計量をそれぞれ表示している。たとえば，パネルＡは，株価資本倍率(MV/BV)の結果である。業種や規模を限定することなく，その他すべての企業を類似企業として株価資本倍率の調和平均を計算し，それを評価対象企業の資本合計に掛算することによって株主価値を推定した場合，評価誤差率の平均値（中央値）は0.010（-0.070）であり，絶対評価誤差率の平均値（中央値）は0.422（0.351）であった。類似企業を同じ日経大分類，日経中分類または日経小分類

をもつ企業に限定した場合，絶対評価誤差率の中央値はそれぞれ0.349，0.328，0.327となり，業種を細かく特定することによって低下する傾向がある。また，株主価値の推定額が実際の株価水準の±30%以内に収まっているケースは，43.3%から43.4%，46.4%，46.7%へと若干ではあるが増加する傾向がみられた。東証分類を用いた場合の結果は，概ね日経中分類のそれに等しい。一方，同じ業種の中でも，総資産が近似する４社に限定して類似企業を抽出し，その平均株価倍率を用いた場合の結果は，規模の近似性を問わないケースに比べて正確性が相対的に低く，規模をコントロールする効果がないことを示唆している。こうした傾向は，その他の株価乗数モデルについても観察されるが，パネルＢの株価売上高倍率(MV/SL)やパネルＩの企業価値売上高倍率(EV/SL)では，業種を細かく特定することがより大きな正確性の改善につながる。

もっとも，総資産は，企業規模を測る１つの尺度であり，唯一の尺度ではない。そこで，規模の近似性を判断する基準として売上高を用いた場合について，前述の分析を繰り返した。表12は評価対象企業と類似企業の売上高の乖離率を，表13は売上高の近似性に基づいて類似企業を選択した場合の評価誤差率(bias)に関する記述統計量を，表14は絶対評価誤差率(accuracy)の記述統計量をそれぞれ表示している。こうした結果は総資産を用いた結果と基本的に変わらず，分析結果は規模を測る尺度にかかわらず頑健である。

以上の結果を要約すれば，類似企業の平均株価倍率を算定するにあたって，「同じ業種に属する企業（同業他社）である」という基準を設定することは，平均すれば，株価乗数モデルに基づいて算定される株主価値の推定額の正確性を改善する効果が弱いながらも認められる。特に，株価売上高倍率や企業価値売上高倍率については，その傾向が顕著であった。しかし，「規模が最も近似する４社である」という基準を設定することは概して，企業価値評価の正確性を改善するものではなかった。

第６節　回帰モデルを利用した株価乗数モデル

Bhojraj and Lee (2002)は，理論モデルから示唆される株価乗数の決定要因を独立変数，その株価乗数を従属変数とする多変量回帰モデルの推定結果を利用して“warranted multiple”を算定し，それを利用して評価対象企業のバリュー・ドライバーに掛算する株価乗数を算定したり，その近似性に基づいて類似企業を識別したりする方法を新たに提案した。そして，①業種コードが同じ同業他社の平均倍率や②時価総額が近似する同業他社の平均倍率よりも，③前年度の多変量回帰モデルの係数推定値と当年度の観測値に基づいて計算されるwarranted multipleや④warranted multipleの近似性に基づいて算定される類似企業の平均株価倍率のほうが，現在時点および将来時点の評価対象企業の株価倍率をうまく説明できたり，現在時点の株価との乖離が少なかったりすることを例証した。本節では，Bhojraj and Lee (2002)が提案した方法の有効性を検討する。

まず，企業価値売上高倍率または株価資本倍率を従属変数，その決定要因を独立変数と

する多変量回帰モデルを推定する。企業価値売上高倍率($EV/SL_{i,t}$)は，各年度６月末時点の株価と発行済株式数に基づいて算定される株式時価総額に負債合計（簿価）と少数株主持分（簿価）を加えて企業価値を計算し，それを売上高で割算したものである。株価資本倍率($MV/BV_{i,t}$)は，各年度６月末時点の株式時価総額を資本合計（株主資本＋評価・換算差額等）で割算したものである。独立変数の定義は，以下のとおりである[12]。

$Indevs_{i,t}$＝日経中分類に基づく企業価値売上高倍率の業種平均値（調和平均法）

$Indpb_{i,t}$＝日経中分類に基づく株価資本倍率の業種平均値（調和平均法）

$Adjpm_{i,t}$＝各企業の売上高営業利益率から業種平均（中央値）を控除したもの

$Losspm_{i,t}$＝各企業の売上高営業利益率がマイナスならば$Adjpm_{i,t}$，そうでなければゼロ

$Adjgro_{i,t}$＝各企業の対前年度売上高変化率から業種平均（中央値）を控除したもの

$Lev_{i,t}$＝各企業の財務レバレッジ（＝負債合計÷総資産）

$Rnoa_{i,t}$＝各企業の正味営業資産利益率（＝営業利益÷正味営業資産）[13]

$Roe_{i,t}$＝各企業の株主資本利益率（＝当期利益÷資本合計）

$Rd_{i,t}$＝各企業の売上高研究開発費率（＝研究開発費÷売上高）[14]

推定にあたっては，当初サンプルから，①資本合計（株主資本＋評価・換算差額等）がゼロ以下である企業年度，②当期と前期の会計年度が１年（12ヶ月）ではない企業年度，③６月末時点の株価が利用可能でない企業年度，④同じ業種（日経中分類）に属する企業が５社未満である企業年度を除外したので，推定サンプルは，延べ42,250の企業年度から構成される。

表15は，企業価値売上高倍率を従属変数とする多変量回帰モデルを年度別に推定した結果である。1985年から2007年までの23年間の自由度調整済み決定係数($Adj.\ R^2$)の平均値は50.9％であり，最大は1985年の62.0％，最小は2005年の40.7％である。したがって，８つの独立変数は全体として，企業価値売上高倍率のクロスセクショナルな差異をかなりの程度説明することができる。そのうち，*Indevs*，*Adjpm*，*Losspm*，*Rnoa*といった変数は，すべての年度において首尾一貫した符号を有しており，その有意水準も基本的に高い。一方，表16は，株価資本倍率を従属変数とする多変量回帰モデルを年度別に推定した結果である。23年間の自由度調整済み決定係数($Adj.\ R^2$)の平均値は29.3％であり，最大は1994年の38.9％，最小は1985年の17.2％である。*Indpb*，*Adjpm*，*Lev*といった変数は，すべての年度において

---

[12] 異常値の影響を緩和するため，$EV/SL_{i,t}$，$MV/BV_{i,t}$，$Lev_{i,t}$，$Rnoa_{i,t}$，$Roe_{i,t}$，$Rd_{i,t}$ の諸変数については，各年度の分布の上下１％を置換処理した。

[13] 正味営業資産については，まず金融資産（現金・預金，有価証券，短期貸付金，金銭の信託，デリバティブ債権，繰延ヘッジ損失，自己株式，長期貸付金，投資不動産の合計）と金融負債（短期借入金，コマーシャル・ペーパー，１年内返済の長期借入金，１年内償還の社債・転換社債，従業員預り金，デリバティブ債務，繰延ヘッジ利益，社債・転換社債，長期借入金，長期支払手形，長期未払金，償還優先株式の合計）を定義し，それらを資産合計または負債合計から控除することによって算定した。

[14] この変数は，データの入手可能性により 1998 年度以降の多変量回帰モデルにのみ独立変数として含められた。

首尾一貫した符号を有しており，その有意水準も基本的に高い。しかし，全般的なモデルの説明力は，企業価値売上高倍率を従属変数とする場合よりも小さい。

次に，こうした推定結果（ただし，企業価値を評価する者の入手可能性を考慮して前年度の係数推定値を用いる）と評価対象企業の当期の財務諸表データを利用してwarranted multipleを算定し，それを評価対象企業のバリュー・ドライバー（売上高または資本合計）に掛算することによって株主価値の推定額を算定した[15]。表17と表18は，その株主価値の推定額と実際の株価水準を比較した結果である。企業価値売上高倍率の多変量回帰モデルに基づいて算定した株主価値の評価誤差率は，表17のパネルＡが示すとおり，平均値が0.351, 中央値が0.234であった。これは, 様々な方法で特定した類似企業の平均株価倍率（調和平均法）を用いた前節の結果とは異なり，平均値だけではなく中央値も株主価値を過大に推定する傾向がある。しかし，表18のパネルＡが示すように，絶対評価誤差率の平均値は0.900，中央値は0.520であり，中央値の水準は他の方法に比べても低いほうであった。さらに, 株主価値の推定額が実際の株価の±15%または±30%以内に収まっているケースは, それぞれ16.8%，31.7%であり，僅かな差ではあるが最も良好な数字であった。

一方，株価資本倍率の多変量回帰モデルに基づいて算定した株主価値の評価誤差率は，表17のパネルＢが示すとおり，平均値が0.238，中央値が0.128であり，これもまた株主価値を過大に推定する傾向がある。絶対評価誤差率は，表18のパネルＢが示すように，平均値が0.561，中央値は0.391であった。さらに，株主価値の推定額が実際の株価の±15%または±30%以内に収まっているケースは，それぞれ21.0%，40.2%であった。これらの正確性の指標はいずれも，前節で議論した様々な類似企業の特定方法に比べて劣っている。ありうべき１つの理由は，株価資本倍率を従属変数とする多変量回帰モデルの全般的な説明力が企業価値売上高倍率のそれに比べて弱く，重要な決定要因が省略されているためである。

したがって，本節の結果は，改善すべき点が残るものの，類似企業の特定，類似企業の財務諸表データや株価データの入手といったプロセスを経ることなく，評価対象企業の財務諸表データがあればその株主価値を推定することができるという点で，回帰モデルを利用した株主価値の算定はいっそう簡便的な方法であり，その利用を検討するのに十分な精度を有していることを示唆するものといえる。

第７節　結論

本稿の目的は，株価利益倍率や株価資本倍率など，単純明快であり，実務において広く浸透している株価乗数モデルを用いた企業価値評価を実践する場合の諸問題を検討することであった。まず，第３節では，サンプルの約1/3のケースにおいて，フリー・キャッシュ

[15] 企業価値売上高倍率については, 従来と同様, 算定された評価対象企業の企業価値から負債合計（簿価）と少数株主持分（簿価）を控除することによって，評価対象企業の株主価値を求めた。また，算定されたwarranted multiple がマイナスであったケースを分析対象から除外しても，結果は基本的に同じであった。

フローがマイナスになること，したがってマイナスのバリュー・ドライバーに類似企業の株価乗数を単純に掛算しても，その評価額がマイナスになり，意味のある企業価値を算定できないという点で，フリー・キャッシュフローがバリュー・ドライバーとして必ずしも良い指標ではないことを指摘した。さらに，利益指標の中では，特に当期利益の実績値がマイナスになるケースが1990年代後半から2000年代前半にかけて増加傾向にあったが，ここ最近の数年間は減少傾向にあること，それに比べて特別損失の影響を受けない経常利益や営業利益の実績値，および次年度の経営者予想利益がマイナスになる頻度は相対的に少なかった。

第４節では，利益，キャッシュフロー，売上高，資本，総資産など様々なバリュー・ドライバーに基づいて算定した株主価値と企業価値評価時点の株価水準を比較した。そして，①類似企業の平均株価倍率を計算するには，単純平均法よりも調和平均法を使用したほうが実際の株価に近似した株主価値を算定できること，②バリュー・ドライバーの中では，キャッシュフローや売上高よりも利益，総資産，資本といった指標を選択したほうが相対的に正確な株主価値を算定できること，③特にサンプルをここ最近の期間に限定すれば，利益の正確性が大幅に改善していることを指摘した。

第５節では，業種や規模など様々な選択基準を用いて類似企業を特定し，その平均株価倍率に基づいて算定した株主価値の推定額を相互に比較した。類似企業の平均株価倍率を算定するにあたって，「同じ業種に属する企業（同業他社）である」という基準を設定することは，平均すれば，株価乗数モデルに基づいて算定される株主価値の推定額の正確性を改善する効果が弱いながらも認められた。特に，株価売上高倍率や企業価値売上高倍率については，その傾向が顕著であった。しかし，「規模が最も近似する４社である」という基準を設定することは概して，企業価値評価の正確性を改善するものではないことを指摘した。

第６節では，回帰モデルを利用した株価乗数モデルの有効性について検討した。この方法は，理論モデルから示唆される株価乗数の決定要因を独立変数，その株価乗数を従属変数とする多変量回帰モデルの推定結果を利用するものである。類似企業の特定，類似企業の財務諸表データや株価データの入手といったプロセスが不要であり，企業価値評価をよりいっそう簡便的に実践できるという利点がある。分析結果は，株価乗数のクロスセクショナルな差異を説明するモデルの精緻化，利益やキャッシュフローをバリュー・ドライバーとする株価乗数を説明する回帰モデルの構築など，さらに改善すべき余地はあるものの，その利用を検討するのに十分な精度を有していることを示唆するものであった。

[2010.3.26 973]

［引用文献］

Alford, A. W., “The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, Spring 1992, 94-108.

Beatty, R. P., S. M. Riffe, and R. Thompson, “The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation,” *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 3, September 1999, 177-199.

Berger, P. G. and E. Ofek, “Diversification’s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, No. 1, January 1995, 39-65.

Bhojraj, S. and C. M. C. Lee, “Who is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 2, May 2002, 407-439.

Bhojraj, S., C. M. C. Lee, and D. K. Oler, “What’s My Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 5, December 2003, 745-774.

Boatsman, J. R. and E. F. Baskin, “Asset Valuation with Incomplete Markets,” *The Accounting Review*, Vol. 56, No. 1, January 1981, 38-53.

Bradshaw, M. T., “The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts’ Stock Recommendations,” *Accounting Horizons*, Vol. 16, No. 1, March 2002, 27-41.

Cheng, C. S. A. and R. McNamara, “The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15, No. 4, December 2000, 349-370.

DeAngelo, L. E., “Equity Valuation and Corporate Control,” *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, January 1990, 93-112.

Eberhart, A. C., “Equity Valuation Using Multiples,” *Journal of Investing*, Vol. 13, No. 2, Summer 2004, 48-54.

Gilson, S. C., E. S. Hotchkiss, and R. S. Ruback, “Valuation of Bankrupt Firms,” *Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 1, Spring 2000, 43-74.

Guenther, D. A. and A. J. Rosman, “Differences between COMPUSTAT and CRSP SIC Codes and Related Effects on Research,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 1, July 1994, 115-128.

Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, “Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 7, No. 3, July 1998, 240-262.

Kahle, K. M. and R. A. Walkling, “The Impact of Industry Classifications on Financial Research,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3, September 1996, 309-335.

Kaplan, S. N. and R. S. Ruback, “The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis,” *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 4, September 1995, 1059-1093.

Kim, M. and J. R. Ritter, “Valuing IPOs,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 3, September 1999, 409-437.

Koller, T., M. Goedhart, and D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th. ed., John Wiley & Sons, 2005.（本田桂子監訳,『企業価値評価ーバリュエーション：価値創造の理論と実践企業価値評価（第４版)』ダイヤモンド社, 2006年.）

Krishnan, J. and E. Press, “The North American Industry Classification System and Its Implications for Accounting Research,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 4, Winter 2003, 685-717.

LeClair, M. S., “Valuing the Closely-Held Corporation: The Validity and Performance of Established Valuation Procedures,” *Accounting Horizons*, Vol. 4, No. 3, September 1990, 31-42.

Lie, E. and H. J. Lie, “Multiples Used to Estimate Corporate Value,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, No. 2, March/April 2002, 44-54.

Liu, J., D. Nissim, and J. Thomas, “Equity Valuation Using Multiples,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1, March 2002, 135-172.

Palepu, K. G., P. M. Healy, and V. L. Bernard, *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, 3rd. ed., Southern-Western, 2004.

Penman, S. H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd. ed., McGraw-Hill/Irwin, 2004.

White, G. I., A. C. Sondhi, and D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statement*, 3rd. ed., John Wiley & Sons, 2003.

木村史彦「業種分類が会計研究に及ぼす影響」名古屋市立大学ディスカッション・ペーパー，第475号（2007年9月)。

中野誠・久保直也・吉村行充,「多角化企業の財務構造とバリュエーション」『証券アナリストジャーナル』，第40巻第2号, 2002年12月, 76-91.

中野誠・吉村行充「多角化企業のバリュエーションーファンダメンタルズと投資戦略による分析ー」『証券アナリストジャーナル』，第42巻第1号, 2004年1月, 80-93.

図1　評価誤差率(bias)の年度別±30%の割合（調和平均法による場合）

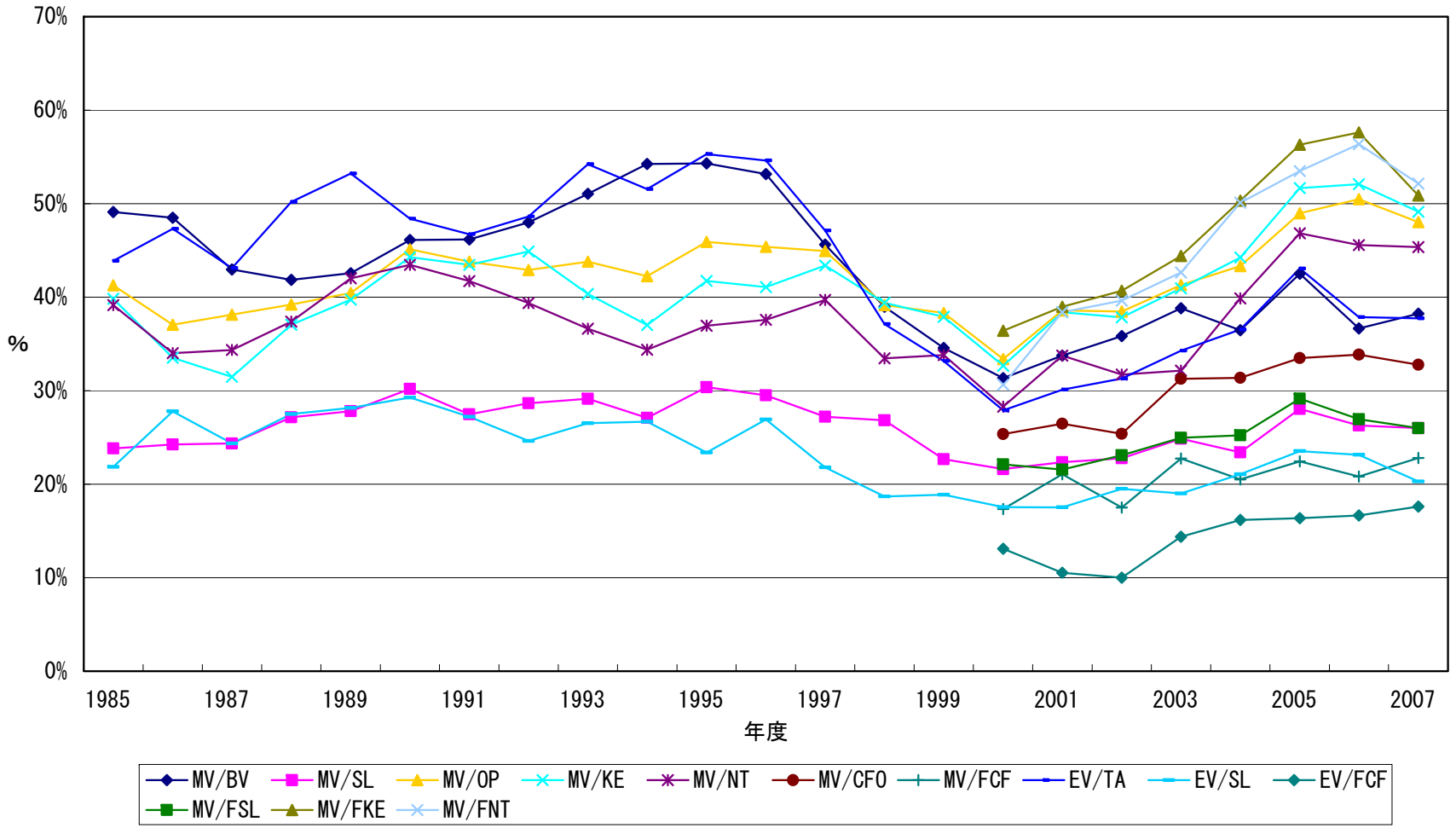

表１　株価乗数の記述統計量

株価乗数	N	Mean	Median	S.D.	1%	5%	10%	25%	75%	90%	95%	99%	Pos.	Neg.
株価資本倍率(BV/MV)	44745	0.634	0.631	21.792	-4059.841	0.128	0.200	0.357	1.092	1.725	2.231	3.498	99.1%	0.9%
株価売上高倍率(SL/MV)	44745	3.175	1.772	17.363	0.003	0.353	0.515	0.939	3.483	6.553	9.817	21.984	100.0%	0.0%
株価営業利益倍率(OP/MV)	44745	0.067	0.069	0.963	-147.308	-0.051	0.001	0.035	0.115	0.178	0.230	0.400	90.2%	9.8%
株価経常利益倍率(KE/MV)	44745	0.041	0.061	1.876	-320.410	-0.081	-0.013	0.028	0.104	0.158	0.201	0.319	88.2%	11.8%
株価当期利益倍率(NT/MV)	44745	-0.045	0.026	3.232	-482.527	-0.183	-0.062	0.008	0.049	0.078	0.102	0.186	81.9%	18.1%
株価営業キャッシュフロー倍率(CFO/MV)	19913	0.108	0.099	2.020	-280.140	-0.167	-0.056	0.035	0.193	0.342	0.486	0.983	83.9%	16.1%
株価フリー・キャッシュフロー倍率(FCF/MV)	19913	0.048	0.036	2.115	-288.002	-0.282	-0.153	-0.031	0.124	0.280	0.448	1.134	65.4%	34.6%
企業価値総資産倍率(TA/EV)	44745	0.857	0.851	0.314	0.006	0.375	0.472	0.649	1.030	1.223	1.378	1.797	100.0%	0.0%
企業価値売上高倍率(SL/EV)	44745	0.933	0.795	0.656	0.003	0.253	0.345	0.540	1.156	1.639	2.005	3.026	100.0%	0.0%
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(FCF/EV)	19913	0.014	0.017	0.078	-1.924	-0.094	-0.057	-0.014	0.046	0.082	0.111	0.201	65.4%	34.6%
株価次期売上高予想倍率(FSL/MV)	19913	4.165	2.449	26.252	0.003	0.438	0.680	1.298	4.671	8.378	12.077	25.690	100.0%	0.0%
株価次期経常利益予想倍率(FKE/MV)	19913	0.116	0.102	0.153	-1.361	0.019	0.037	0.067	0.149	0.208	0.254	0.387	98.0%	2.0%
株価次期当期利益予想倍率(FNT/MV)	19913	0.059	0.053	0.334	-8.327	0.002	0.015	0.033	0.078	0.110	0.136	0.222	95.5%	4.5%

※この表では，株価乗数の分母のバリュー・ドライバーがマイナスになるケースを考慮して，株価乗数の逆数に基づいて記述統計量を計算・表示している。

表 2　株価乗数の記述統計量（年度別）

Year	N	BV/MV	SL/MV	OP/MV	KE/MV	NT/MV	CFO/MV	FCF/MV	TA/EV	SL/EV	FCF/EV	FSL/MV	FKE/MV	FNT/MV
Panel A. 平均値														
1985	865	0.416	3.297	0.098	0.060	0.026			0.731	0.963				
1986	874	0.322	2.267	0.059	0.039	0.020			0.633	0.836				
1987	999	0.290	1.979	0.041	0.031	0.008			0.624	0.783				
1988	1088	0.238	1.369	0.042	0.037	0.016			0.539	0.650				
1989	1285	0.254	1.289	0.048	0.044	0.024			0.537	0.638				
1990	1505	0.239	1.065	0.039	0.035	0.017			0.495	0.551				
1991	1653	0.348	1.563	0.060	0.045	0.020			0.615	0.680				
1992	1758	0.590	2.574	0.089	0.056	-0.001			0.803	0.877				
1993	1810	0.496	1.966	0.050	0.027	-0.001			0.735	0.782				
1994	1897	0.440	1.733	0.033	0.014	-0.024			0.701	0.723				
1995	2010	0.488	2.730	0.027	-0.026	-0.074			0.870	0.904				
1996	2136	0.318	1.847	0.029	0.009	-0.068			0.726	0.763				
1997	2237	0.365	2.775	0.054	0.033	-0.067			0.856	0.929				
1998	2337	-0.818	4.700	0.045	-0.081	-0.204			1.038	1.125				
1999	2378	0.168	3.752	0.055	0.007	-0.150			0.960	0.998				
2000	2404	1.238	4.519	0.103	0.080	-0.027	0.159	0.105	1.008	1.031	0.021	4.684	0.115	0.035
2001	2460	1.280	4.696	0.122	0.101	-0.023	0.140	0.062	1.035	1.073	0.010	4.753	0.127	0.061
2002	2478	1.432	6.841	0.021	-0.017	-0.292	0.024	-0.056	1.092	1.132	0.014	6.926	0.138	0.084
2003	2488	1.347	5.050	0.111	0.083	-0.083	0.157	0.114	1.088	1.175	0.022	5.099	0.144	0.083
2004	2480	1.011	3.300	0.098	0.083	0.012	0.129	0.090	0.944	1.025	0.024	3.400	0.109	0.059
2005	2499	0.899	2.869	0.095	0.089	0.027	0.101	0.056	0.906	1.014	0.017	2.966	0.105	0.042
2006	2534	0.825	2.539	0.080	0.079	0.024	0.082	0.024	0.862	0.973	0.008	2.654	0.092	0.052
2007	2570	0.905	2.829	0.083	0.080	0.023	0.075	-0.003	0.903	1.037	-0.002	2.948	0.101	0.057
Panel B. 中央値														
1985	865	0.403	1.927	0.091	0.067	0.031			0.755	0.806				
1986	874	0.303	1.383	0.054	0.040	0.019			0.641	0.708				
1987	999	0.293	1.267	0.043	0.036	0.016			0.641	0.650				
1988	1088	0.235	0.848	0.040	0.037	0.017			0.538	0.532				
1989	1285	0.251	0.839	0.044	0.042	0.020			0.528	0.525				
1990	1505	0.236	0.715	0.037	0.035	0.016			0.496	0.462				
1991	1653	0.344	1.022	0.052	0.045	0.023			0.623	0.578				
1992	1758	0.574	1.681	0.078	0.063	0.029			0.821	0.777				
1993	1810	0.489	1.322	0.052	0.040	0.017			0.747	0.676				
1994	1897	0.450	1.170	0.039	0.030	0.013			0.720	0.627				
1995	2010	0.701	1.854	0.068	0.053	0.023			0.883	0.788				
1996	2136	0.487	1.255	0.049	0.041	0.019			0.737	0.660				
1997	2237	0.678	1.845	0.070	0.060	0.027			0.869	0.793				
1998	2337	1.066	3.066	0.093	0.079	0.031			1.017	0.989				
1999	2378	0.895	2.418	0.064	0.053	0.017			0.970	0.871				
2000	2404	1.055	2.774	0.089	0.077	0.026	0.112	0.051	1.014	0.912	0.020	2.916	0.100	0.040
2001	2460	1.082	2.926	0.110	0.101	0.032	0.107	0.037	1.022	0.942	0.015	3.001	0.112	0.054
2002	2478	1.253	3.289	0.093	0.085	0.025	0.118	0.037	1.062	0.987	0.016	3.396	0.114	0.058
2003	2488	1.162	3.093	0.111	0.099	0.036	0.140	0.064	1.049	1.015	0.025	3.199	0.122	0.060
2004	2480	0.867	2.143	0.089	0.084	0.041	0.102	0.050	0.953	0.893	0.024	2.256	0.099	0.053
2005	2499	0.811	1.969	0.092	0.090	0.047	0.090	0.035	0.928	0.896	0.018	2.047	0.100	0.051
2006	2534	0.739	1.697	0.081	0.082	0.043	0.077	0.022	0.882	0.850	0.013	1.780	0.089	0.050
2007	2570	0.804	1.872	0.089	0.090	0.049	0.079	0.015	0.918	0.909	0.008	1.973	0.096	0.055

※この表では，株価乗数の分母のバリュー・ドライバーがマイナスになるケースを考慮して，株価乗数の逆数に基づいて記述統計量を計算・表示している。

表 2　続き

Year	N	BV/MV	SL/MV	OP/MV	KE/MV	NT/MV	CFO/MV	FCF/MV	TA/EV	SL/EV	FCF/EV	FSL/MV	FKE/MV	FNT/MV
Panel C. マイナスになる割合														
1985	865	1.4%	0.0%	5.0%	9.6%	8.2%			0.0%	0.0%				
1986	874	1.1%	0.0%	6.6%	11.3%	10.6%			0.0%	0.0%				
1987	999	2.2%	0.0%	12.9%	15.7%	15.1%			0.0%	0.0%				
1988	1088	1.7%	0.0%	7.2%	8.2%	8.0%			0.0%	0.0%				
1989	1285	1.2%	0.0%	3.8%	3.3%	3.6%			0.0%	0.0%				
1990	1505	0.6%	0.0%	3.5%	3.8%	4.1%			0.0%	0.0%				
1991	1653	0.6%	0.0%	3.0%	5.1%	5.6%			0.0%	0.0%				
1992	1758	0.7%	0.0%	4.9%	9.2%	11.1%			0.0%	0.0%				
1993	1810	0.7%	0.0%	12.0%	17.6%	21.2%			0.0%	0.0%				
1994	1897	0.9%	0.0%	15.6%	21.2%	24.5%			0.0%	0.0%				
1995	2010	0.9%	0.0%	12.1%	16.8%	21.1%			0.0%	0.0%				
1996	2136	1.4%	0.0%	10.8%	12.2%	16.3%			0.0%	0.0%				
1997	2237	1.3%	0.0%	8.0%	9.8%	14.8%			0.0%	0.0%				
1998	2337	1.3%	0.0%	11.7%	13.5%	22.0%			0.0%	0.0%				
1999	2378	1.4%	0.0%	17.6%	21.6%	32.3%			0.0%	0.0%				
2000	2404	1.0%	0.0%	11.5%	13.4%	25.5%	14.6%	29.6%	0.0%	0.0%	29.6%	0.0%	2.4%	10.6%
2001	2460	0.7%	0.0%	9.2%	10.6%	27.1%	17.2%	36.5%	0.0%	0.0%	36.5%	0.0%	2.6%	4.6%
2002	2478	0.9%	0.0%	17.8%	19.3%	33.7%	19.8%	38.1%	0.0%	0.0%	38.1%	0.0%	3.1%	4.6%
2003	2488	0.6%	0.0%	11.3%	13.0%	26.4%	16.4%	31.7%	0.0%	0.0%	31.7%	0.0%	1.3%	3.3%
2004	2480	0.4%	0.0%	6.9%	7.8%	13.5%	12.9%	27.7%	0.0%	0.0%	27.7%	0.0%	1.2%	2.1%
2005	2499	0.3%	0.0%	6.3%	6.6%	11.6%	14.5%	33.6%	0.0%	0.0%	33.6%	0.0%	1.4%	6.8%
2006	2534	0.2%	0.0%	7.7%	7.5%	15.0%	15.2%	36.5%	0.0%	0.0%	36.5%	0.0%	1.6%	2.1%
2007	2570	0.2%	0.0%	8.7%	8.6%	12.0%	17.9%	42.3%	0.0%	0.0%	42.3%	0.0%	2.1%	2.4%

※この表では，株価乗数の分母のバリュー・ドライバーがマイナスになるケースを考慮して，株価乗数の逆数に基づいて記述統計量を計算・表示している。

表 3　評価誤差率(bias)

株価乗数	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel A.単純平均法							
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.570	0.395	0.933	1.054	2.133	2.856
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	1.389	0.499	3.318	1.762	4.212	6.640
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	1.125	0.628	2.004	1.463	3.202	4.786
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	0.925	0.641	1.347	1.368	2.795	3.844
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	1.706	1.104	5.430	2.013	4.238	5.867
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	1.441	0.752	2.778	1.935	4.223	6.129
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	5.714	2.787	11.317	6.102	13.520	21.111
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.563	0.306	1.093	1.003	2.146	3.028
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	1.575	0.505	4.341	2.011	5.015	7.979
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	10.395	5.003	21.235	10.827	24.777	39.082
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	1.528	0.648	2.996	2.091	4.798	7.237
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.406	0.262	0.774	0.857	1.711	2.329
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.542	0.341	0.958	0.932	1.979	2.752
Panel B.加重平均法							
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.523	0.250	1.094	1.044	2.266	3.195
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	0.699	-0.031	2.482	1.312	3.286	5.311
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	0.196	-0.013	0.943	0.815	1.722	2.436
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	0.329	0.117	0.968	0.929	1.945	2.689
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	0.362	0.073	3.083	0.973	2.071	2.892
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	0.382	-0.031	1.669	1.064	2.444	3.555
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	0.986	0.105	3.472	1.755	4.102	6.200
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.429	0.124	1.133	0.981	2.159	3.061
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	1.208	0.134	3.948	1.869	4.917	8.069
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	1.390	0.165	5.879	2.864	7.102	11.371
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	1.348	0.474	2.944	1.946	4.558	6.949
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.520	0.253	1.019	0.959	2.054	2.954
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.470	0.215	1.026	0.914	2.005	2.956
Panel C.調和平均法							
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.010	-0.070	0.552	0.686	1.326	1.733
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	0.012	-0.347	1.388	0.745	1.744	2.729
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	0.012	-0.119	0.692	0.669	1.371	1.874
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	0.017	-0.086	0.609	0.709	1.398	1.840
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	0.021	-0.146	2.098	0.745	1.479	1.997
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	0.004	-0.263	1.068	0.781	1.731	2.418
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	-0.004	-0.416	1.542	0.918	2.030	3.005
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.160	0.025	0.735	0.737	1.512	2.083
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	0.283	-0.253	2.730	1.155	2.887	4.966
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	0.118	-0.422	3.650	1.911	4.864	7.815
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	0.008	-0.337	1.174	0.835	1.899	2.885
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.014	-0.077	0.539	0.614	1.223	1.640
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.014	-0.090	0.597	0.626	1.270	1.716

表 4　絶対評価誤差率(accuracy)

株価乗数	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel A.単純平均法									
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.756	0.515	0.790	0.750	1.644	2.258	0.163	0.313
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	1.617	0.656	3.213	1.350	3.617	5.941	0.135	0.258
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	1.273	0.688	1.913	1.222	2.765	4.214	0.130	0.252
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	1.076	0.701	1.230	1.123	2.343	3.243	0.125	0.242
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	1.839	1.104	5.387	1.831	3.763	5.216	0.078	0.154
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	1.622	0.801	2.676	1.614	3.677	5.463	0.110	0.213
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	5.853	2.787	11.246	5.948	12.885	20.326	0.046	0.091
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.752	0.451	0.973	0.713	1.681	2.450	0.189	0.360
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	1.986	0.769	4.169	1.625	4.340	7.160	0.116	0.224
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	10.748	5.072	21.058	10.459	23.640	37.576	0.026	0.049
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	1.754	0.754	2.870	1.667	4.174	6.499	0.114	0.228
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.592	0.410	0.643	0.588	1.266	1.770	0.206	0.390
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.709	0.461	0.841	0.689	1.553	2.195	0.188	0.357
Panel B.加重平均法									
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.758	0.454	0.946	0.682	1.728	2.559	0.183	0.349
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	1.160	0.545	2.303	0.623	2.486	4.475	0.132	0.268
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	0.569	0.387	0.778	0.486	1.065	1.692	0.204	0.397
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	0.637	0.424	0.800	0.571	1.318	1.959	0.197	0.373
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	0.730	0.450	3.017	0.585	1.354	2.074	0.179	0.348
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	0.823	0.492	1.501	0.569	1.686	2.737	0.157	0.312
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	1.473	0.686	3.295	0.906	3.166	5.240	0.105	0.210
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.704	0.408	0.986	0.593	1.601	2.422	0.198	0.382
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	1.800	0.692	3.715	1.305	4.082	7.060	0.112	0.226
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	2.596	1.217	5.455	2.049	5.552	9.034	0.066	0.132
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	1.616	0.679	2.806	1.444	3.891	6.192	0.124	0.242
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.704	0.406	0.901	0.688	1.627	2.418	0.213	0.401
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.681	0.396	0.901	0.632	1.540	2.358	0.216	0.404
Panel C.調和平均法									
株価資本倍率(MV/BV)	27545	0.422	0.351	0.356	0.414	0.749	0.984	0.222	0.433
株価売上高倍率(MV/SL)	27545	0.711	0.526	1.192	0.462	0.861	1.820	0.131	0.265
株価営業利益倍率(MV/OP)	27545	0.458	0.357	0.519	0.422	0.785	1.102	0.217	0.427
株価経常利益倍率(MV/KE)	27545	0.447	0.365	0.414	0.431	0.790	1.055	0.213	0.416
株価当期利益倍率(MV/NT)	27545	0.532	0.403	2.029	0.465	0.829	1.133	0.191	0.380
株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)	9195	0.621	0.480	0.869	0.476	0.894	1.533	0.152	0.304
株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)	9195	0.812	0.628	1.311	0.516	0.991	1.986	0.101	0.208
企業価値総資産倍率(EV/TA)	27545	0.491	0.352	0.570	0.449	0.921	1.388	0.223	0.435
企業価値売上高倍率(EV/SL)	27545	1.204	0.624	2.467	0.737	2.260	3.853	0.113	0.232
企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)	9195	1.818	1.053	3.167	1.466	3.587	5.643	0.073	0.146
株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)	9195	0.709	0.553	0.936	0.482	0.982	1.953	0.128	0.251
株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)	9195	0.392	0.315	0.370	0.374	0.699	0.945	0.242	0.477
株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)	9195	0.412	0.324	0.432	0.382	0.736	0.995	0.234	0.463

表 5　絶対評価誤差率(accuracy)の年度別中央値

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel A. 単純平均法														
1985	613	0.544	0.638	0.524	0.898	1.032			0.407	0.795				
1986	594	0.432	0.629	0.663	0.968	1.011			0.375	0.782				
1987	661	0.515	0.712	0.690	0.728	0.829			0.423	0.870				
1988	829	0.517	0.508	0.559	0.935	2.040			0.324	0.650				
1989	1090	0.503	0.463	0.690	0.599	0.823			0.304	0.568				
1990	1312	0.539	0.551	0.533	0.584	0.650			0.386	0.619				
1991	1438	0.441	0.574	0.522	0.578	0.909			0.401	0.643				
1992	1417	0.401	0.557	0.434	0.616	1.061			0.362	0.722				
1993	1267	0.412	0.527	0.878	0.651	1.442			0.320	0.672				
1994	1259	0.373	0.565	4.978	0.852	2.088			0.354	0.656				
1995	1416	0.364	0.554	0.737	2.596	1.524			0.313	0.699				
1996	1631	0.392	0.533	1.970	0.887	1.302			0.320	0.594				
1997	1738	0.473	0.610	1.457	0.674	1.173			0.387	0.720				
1998	1665	0.766	0.715	0.614	0.621	1.793			0.485	0.926				
1999	1420	0.865	1.183	0.842	0.778	1.505			0.922	1.413				
2000	986	0.821	1.011	0.758	1.079	2.590	1.417	3.647	0.896	1.232	6.433	0.957	0.637	0.750
2001	1016	0.645	0.760	0.533	0.544	1.449	0.753	2.603	0.622	0.955	5.032	0.759	0.477	0.556
2002	949	0.629	0.797	0.527	0.595	2.344	0.676	1.955	0.612	1.204	5.110	0.771	0.453	0.488
2003	1126	0.494	0.666	0.472	0.572	1.259	0.604	4.709	0.458	0.819	9.793	0.670	0.384	0.580
2004	1415	0.672	0.795	0.523	0.905	0.748	0.785	1.853	0.729	0.861	3.175	0.776	0.348	0.356
2005	1266	0.601	0.777	0.462	0.508	0.651	0.868	2.289	0.724	0.830	3.491	0.714	0.420	0.478
2006	1244	0.567	0.821	0.516	0.486	0.587	1.242	2.605	0.655	0.902	4.158	0.747	0.341	0.356
2007	1193	0.509	0.766	0.416	0.437	0.699	0.582	3.794	0.552	0.847	7.150	0.728	0.356	0.379
Panel B. 加重平均法														
1985	613	0.317	0.553	0.386	0.376	0.381			0.324	0.705				
1986	594	0.344	0.516	0.415	0.446	0.454			0.335	0.593				
1987	661	0.558	0.506	0.437	0.569	0.552			0.401	0.642				
1988	829	0.405	0.470	0.404	0.470	0.469			0.300	0.528				
1989	1090	0.380	0.441	0.383	0.409	0.389			0.284	0.512				
1990	1312	0.316	0.511	0.368	0.317	0.342			0.346	0.557				
1991	1438	0.320	0.502	0.361	0.344	0.360			0.320	0.578				
1992	1417	0.332	0.477	0.353	0.351	0.411			0.296	0.599				
1993	1267	0.310	0.478	0.336	0.398	0.451			0.274	0.572				
1994	1259	0.298	0.481	0.364	0.435	0.484			0.274	0.554				
1995	1416	0.333	0.465	0.327	0.404	0.448			0.266	0.623				
1996	1631	0.314	0.456	0.340	0.385	0.409			0.263	0.532				
1997	1738	0.503	0.493	0.355	0.438	0.477			0.396	0.678				
1998	1665	0.839	0.663	0.475	0.593	0.624			0.693	1.057				
1999	1420	0.941	0.812	0.517	0.646	0.568			0.832	1.242				
2000	986	1.669	1.231	0.890	1.295	1.079	0.711	0.883	1.334	1.882	1.606	1.246	1.331	0.988
2001	1016	0.943	0.756	0.556	0.718	0.615	0.562	0.725	0.804	1.438	1.422	0.749	0.734	0.648
2002	949	0.911	0.814	0.503	0.668	0.763	0.550	0.739	0.833	1.703	1.571	0.840	0.639	0.585
2003	1126	0.727	0.708	0.426	0.466	0.522	0.463	0.692	0.686	1.341	1.649	0.715	0.429	0.430
2004	1415	0.581	0.628	0.362	0.357	0.375	0.472	0.629	0.575	0.881	1.054	0.623	0.309	0.302
2005	1266	0.464	0.521	0.311	0.287	0.323	0.446	0.605	0.432	0.726	0.977	0.521	0.263	0.279
2006	1244	0.507	0.578	0.304	0.306	0.341	0.431	0.640	0.464	0.741	0.981	0.579	0.283	0.293
2007	1193	0.612	0.641	0.391	0.379	0.392	0.462	0.708	0.578	0.812	1.228	0.647	0.387	0.352

表5　続き

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel C.調和平均法														
1985	613	0.307	0.575	0.361	0.386	0.384			0.351	0.668				
1986	594	0.310	0.535	0.403	0.450	0.449			0.319	0.560				
1987	661	0.361	0.564	0.414	0.443	0.464			0.349	0.604				
1988	829	0.356	0.515	0.388	0.399	0.398			0.298	0.533				
1989	1090	0.350	0.492	0.374	0.388	0.370			0.280	0.521				
1990	1312	0.325	0.481	0.332	0.346	0.353			0.310	0.498				
1991	1438	0.330	0.484	0.348	0.354	0.372			0.325	0.547				
1992	1417	0.313	0.483	0.358	0.342	0.395			0.309	0.604				
1993	1267	0.291	0.485	0.339	0.375	0.428			0.270	0.574				
1994	1259	0.276	0.497	0.364	0.400	0.438			0.289	0.567				
1995	1416	0.270	0.489	0.323	0.358	0.411			0.267	0.626				
1996	1631	0.278	0.480	0.339	0.368	0.404			0.268	0.552				
1997	1738	0.330	0.516	0.333	0.349	0.388			0.320	0.654				
1998	1665	0.390	0.541	0.397	0.389	0.437			0.421	0.741				
1999	1420	0.438	0.577	0.389	0.394	0.454			0.472	0.732				
2000	986	0.500	0.604	0.484	0.476	0.517	0.560	0.683	0.528	0.791	1.128	0.595	0.444	0.473
2001	1016	0.438	0.602	0.399	0.391	0.449	0.543	0.679	0.462	0.771	1.191	0.600	0.378	0.399
2002	949	0.421	0.594	0.390	0.388	0.474	0.540	0.696	0.479	0.776	1.309	0.585	0.369	0.382
2003	1126	0.399	0.562	0.374	0.373	0.453	0.474	0.605	0.444	0.746	1.162	0.555	0.338	0.348
2004	1415	0.410	0.557	0.351	0.341	0.379	0.475	0.625	0.427	0.691	1.012	0.549	0.298	0.299
2005	1266	0.354	0.503	0.310	0.287	0.318	0.444	0.579	0.355	0.597	0.965	0.494	0.261	0.275
2006	1244	0.386	0.539	0.294	0.282	0.325	0.437	0.606	0.398	0.600	0.924	0.525	0.259	0.265
2007	1193	0.394	0.562	0.312	0.305	0.331	0.445	0.603	0.394	0.648	0.951	0.554	0.293	0.283

表 6　評価誤差率(bias)の年度別±15%の割合

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel A. 単純平均法														
1985	613	0.171	0.153	0.184	0.093	0.073			0.227	0.104				
1986	594	0.173	0.114	0.123	0.086	0.088			0.222	0.113				
1987	661	0.151	0.136	0.110	0.129	0.106			0.192	0.107				
1988	829	0.164	0.148	0.138	0.081	0.040			0.255	0.136				
1989	1090	0.165	0.194	0.135	0.145	0.116			0.267	0.148				
1990	1312	0.152	0.162	0.140	0.138	0.107			0.214	0.143				
1991	1438	0.173	0.145	0.154	0.141	0.094			0.210	0.143				
1992	1417	0.186	0.152	0.203	0.128	0.078			0.224	0.126				
1993	1267	0.196	0.162	0.084	0.135	0.062			0.264	0.130				
1994	1259	0.203	0.148	0.017	0.096	0.044			0.232	0.118				
1995	1416	0.231	0.161	0.113	0.035	0.047			0.255	0.129				
1996	1631	0.218	0.164	0.042	0.097	0.068			0.246	0.135				
1997	1738	0.170	0.140	0.047	0.113	0.061			0.211	0.114				
1998	1665	0.121	0.126	0.143	0.156	0.046			0.176	0.096				
1999	1420	0.104	0.077	0.108	0.123	0.070			0.096	0.077				
2000	986	0.106	0.078	0.105	0.095	0.048	0.051	0.042	0.094	0.073	0.022	0.077	0.111	0.109
2001	1016	0.147	0.100	0.157	0.156	0.068	0.124	0.040	0.138	0.088	0.031	0.103	0.169	0.142
2002	949	0.135	0.102	0.165	0.135	0.040	0.124	0.067	0.130	0.086	0.031	0.106	0.166	0.175
2003	1126	0.173	0.131	0.182	0.149	0.073	0.138	0.024	0.173	0.117	0.011	0.126	0.208	0.153
2004	1415	0.126	0.119	0.160	0.084	0.105	0.121	0.058	0.117	0.105	0.035	0.127	0.242	0.231
2005	1266	0.142	0.110	0.178	0.167	0.118	0.100	0.055	0.119	0.115	0.032	0.119	0.209	0.182
2006	1244	0.154	0.118	0.165	0.178	0.121	0.075	0.055	0.133	0.109	0.027	0.117	0.267	0.242
2007	1193	0.169	0.130	0.208	0.202	0.128	0.142	0.027	0.155	0.126	0.015	0.124	0.240	0.239
Panel B. 加重平均法														
1985	613	0.250	0.114	0.194	0.194	0.206			0.217	0.091				
1986	594	0.242	0.116	0.172	0.160	0.178			0.224	0.113				
1987	661	0.121	0.121	0.177	0.148	0.139			0.203	0.121				
1988	829	0.179	0.159	0.217	0.179	0.185			0.270	0.150				
1989	1090	0.196	0.135	0.206	0.194	0.198			0.261	0.147				
1990	1312	0.255	0.127	0.200	0.248	0.217			0.201	0.118				
1991	1438	0.261	0.124	0.200	0.238	0.216			0.220	0.109				
1992	1417	0.249	0.146	0.224	0.242	0.203			0.258	0.121				
1993	1267	0.248	0.141	0.223	0.191	0.166			0.291	0.130				
1994	1259	0.276	0.155	0.211	0.187	0.164			0.299	0.130				
1995	1416	0.246	0.157	0.229	0.215	0.167			0.297	0.107				
1996	1631	0.260	0.154	0.235	0.205	0.191			0.302	0.146				
1997	1738	0.159	0.157	0.220	0.196	0.180			0.208	0.125				
1998	1665	0.111	0.133	0.160	0.162	0.140			0.106	0.095				
1999	1420	0.096	0.098	0.171	0.146	0.132			0.099	0.086				
2000	986	0.065	0.068	0.099	0.083	0.087	0.120	0.073	0.071	0.064	0.056	0.077	0.099	0.094
2001	1016	0.093	0.101	0.161	0.132	0.115	0.135	0.093	0.113	0.091	0.059	0.104	0.129	0.136
2002	949	0.097	0.099	0.162	0.131	0.105	0.144	0.101	0.093	0.063	0.043	0.098	0.157	0.165
2003	1126	0.124	0.131	0.195	0.173	0.147	0.161	0.107	0.127	0.075	0.065	0.135	0.205	0.207
2004	1415	0.141	0.134	0.228	0.237	0.230	0.164	0.117	0.151	0.104	0.075	0.138	0.261	0.268
2005	1266	0.186	0.154	0.254	0.280	0.244	0.160	0.111	0.180	0.126	0.089	0.154	0.298	0.267
2006	1244	0.170	0.135	0.264	0.260	0.252	0.182	0.117	0.174	0.125	0.070	0.133	0.272	0.277
2007	1193	0.145	0.126	0.210	0.220	0.208	0.174	0.106	0.151	0.122	0.062	0.133	0.224	0.253

表 6　続き

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel C.調和平均法														
1985	613	0.259	0.109	0.204	0.196	0.210			0.210	0.095				
1986	594	0.247	0.123	0.199	0.165	0.173			0.241	0.121				
1987	661	0.213	0.115	0.194	0.154	0.171			0.218	0.113				
1988	829	0.203	0.122	0.205	0.186	0.192			0.291	0.142				
1989	1090	0.240	0.135	0.198	0.218	0.228			0.267	0.128				
1990	1312	0.239	0.139	0.236	0.237	0.206			0.237	0.152				
1991	1438	0.247	0.147	0.221	0.235	0.208			0.249	0.143				
1992	1417	0.248	0.149	0.212	0.234	0.198			0.255	0.118				
1993	1267	0.267	0.138	0.218	0.210	0.189			0.275	0.130				
1994	1259	0.294	0.141	0.208	0.181	0.168			0.270	0.126				
1995	1416	0.279	0.145	0.231	0.216	0.181			0.299	0.124				
1996	1631	0.272	0.140	0.246	0.211	0.191			0.294	0.129				
1997	1738	0.239	0.143	0.244	0.222	0.192			0.249	0.101				
1998	1665	0.190	0.127	0.194	0.196	0.180			0.181	0.091				
1999	1420	0.177	0.113	0.182	0.192	0.173			0.175	0.087				
2000	986	0.156	0.113	0.173	0.154	0.151	0.127	0.086	0.145	0.086	0.065	0.115	0.188	0.146
2001	1016	0.159	0.109	0.210	0.195	0.160	0.134	0.105	0.147	0.089	0.052	0.113	0.195	0.188
2002	949	0.185	0.118	0.190	0.200	0.164	0.119	0.077	0.155	0.087	0.044	0.130	0.204	0.195
2003	1126	0.190	0.133	0.210	0.201	0.139	0.165	0.107	0.175	0.095	0.069	0.128	0.215	0.221
2004	1415	0.175	0.112	0.204	0.220	0.198	0.149	0.093	0.187	0.112	0.076	0.122	0.252	0.259
2005	1266	0.213	0.133	0.257	0.280	0.237	0.165	0.122	0.203	0.111	0.078	0.141	0.299	0.271
2006	1244	0.196	0.137	0.256	0.264	0.225	0.187	0.100	0.178	0.104	0.088	0.143	0.286	0.285
2007	1193	0.189	0.124	0.251	0.243	0.236	0.157	0.109	0.181	0.098	0.098	0.131	0.267	0.264

表 7　評価誤差率(bias)の年度別±30%の割合

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel A.単純平均法														
1985	613	0.302	0.264	0.313	0.171	0.147			0.392	0.219				
1986	594	0.365	0.247	0.263	0.177	0.152			0.397	0.199				
1987	661	0.303	0.244	0.234	0.238	0.203			0.381	0.206				
1988	829	0.312	0.327	0.273	0.177	0.078			0.470	0.261				
1989	1090	0.307	0.344	0.263	0.270	0.208			0.494	0.284				
1990	1312	0.290	0.292	0.311	0.266	0.238			0.421	0.264				
1991	1438	0.341	0.271	0.307	0.282	0.189			0.398	0.269				
1992	1417	0.392	0.291	0.382	0.254	0.157			0.423	0.255				
1993	1267	0.367	0.309	0.167	0.256	0.120			0.475	0.251				
1994	1259	0.407	0.299	0.029	0.191	0.094			0.437	0.248				
1995	1416	0.417	0.304	0.208	0.064	0.098			0.484	0.230				
1996	1631	0.403	0.312	0.080	0.177	0.121			0.473	0.281				
1997	1738	0.337	0.274	0.099	0.235	0.135			0.413	0.232				
1998	1665	0.229	0.235	0.284	0.289	0.085			0.331	0.190				
1999	1420	0.195	0.146	0.206	0.232	0.130			0.187	0.146				
2000	986	0.207	0.154	0.205	0.176	0.092	0.127	0.077	0.184	0.145	0.049	0.166	0.241	0.225
2001	1016	0.259	0.206	0.299	0.282	0.126	0.222	0.085	0.270	0.183	0.056	0.209	0.336	0.309
2002	949	0.263	0.218	0.295	0.287	0.087	0.242	0.128	0.266	0.154	0.051	0.222	0.360	0.335
2003	1126	0.316	0.259	0.344	0.296	0.147	0.266	0.048	0.329	0.223	0.022	0.252	0.404	0.300
2004	1415	0.247	0.224	0.317	0.166	0.208	0.235	0.115	0.228	0.204	0.062	0.235	0.447	0.435
2005	1266	0.284	0.223	0.348	0.325	0.248	0.200	0.104	0.236	0.209	0.065	0.242	0.381	0.339
2006	1244	0.298	0.219	0.317	0.334	0.246	0.143	0.100	0.275	0.209	0.047	0.235	0.457	0.440
2007	1193	0.315	0.237	0.381	0.370	0.246	0.262	0.065	0.287	0.226	0.040	0.246	0.439	0.418
Panel B.加重平均法														
1985	613	0.481	0.245	0.392	0.395	0.403			0.455	0.175				
1986	594	0.456	0.254	0.352	0.335	0.342			0.456	0.249				
1987	661	0.262	0.286	0.356	0.277	0.281			0.389	0.250				
1988	829	0.364	0.328	0.393	0.349	0.345			0.499	0.292				
1989	1090	0.419	0.310	0.394	0.372	0.391			0.520	0.292				
1990	1312	0.480	0.264	0.412	0.476	0.444			0.434	0.251				
1991	1438	0.472	0.264	0.411	0.442	0.410			0.469	0.223				
1992	1417	0.454	0.287	0.431	0.430	0.377			0.504	0.248				
1993	1267	0.489	0.298	0.444	0.387	0.351			0.539	0.268				
1994	1259	0.501	0.277	0.418	0.354	0.311			0.541	0.268				
1995	1416	0.453	0.300	0.465	0.398	0.337			0.547	0.249				
1996	1631	0.482	0.319	0.455	0.410	0.371			0.560	0.292				
1997	1738	0.320	0.299	0.428	0.362	0.339			0.403	0.247				
1998	1665	0.218	0.255	0.330	0.295	0.277			0.235	0.184				
1999	1420	0.180	0.208	0.314	0.268	0.268			0.202	0.165				
2000	986	0.126	0.144	0.192	0.157	0.172	0.237	0.159	0.140	0.117	0.115	0.136	0.177	0.188
2001	1016	0.194	0.208	0.301	0.260	0.254	0.283	0.184	0.219	0.167	0.127	0.213	0.257	0.270
2002	949	0.179	0.218	0.305	0.258	0.208	0.272	0.179	0.187	0.118	0.097	0.217	0.277	0.307
2003	1126	0.241	0.246	0.375	0.337	0.294	0.326	0.224	0.242	0.158	0.118	0.237	0.387	0.369
2004	1415	0.279	0.264	0.425	0.430	0.416	0.316	0.238	0.275	0.201	0.142	0.261	0.487	0.498
2005	1266	0.352	0.308	0.485	0.516	0.476	0.333	0.231	0.356	0.246	0.160	0.306	0.559	0.536
2006	1244	0.315	0.274	0.495	0.492	0.454	0.346	0.232	0.305	0.251	0.162	0.277	0.525	0.510
2007	1193	0.277	0.256	0.407	0.412	0.396	0.355	0.210	0.273	0.238	0.121	0.248	0.421	0.448

表 7　続き

Year	N	MV/BV	MV/SL	MV/OP	MV/KE	MV/NT	MV/CFO	MV/FCF	EV/TA	EV/SL	EV/FCF	MV/FSL	MV/FKE	MV/FNT
Panel C.調和平均法														
1985	613	0.491	0.238	0.413	0.398	0.392			0.439	0.219				
1986	594	0.485	0.242	0.370	0.335	0.340			0.473	0.278				
1987	661	0.430	0.244	0.381	0.315	0.343			0.431	0.244				
1988	829	0.419	0.271	0.392	0.370	0.374			0.502	0.275				
1989	1090	0.426	0.278	0.405	0.397	0.420			0.532	0.282				
1990	1312	0.461	0.302	0.451	0.443	0.434			0.484	0.293				
1991	1438	0.462	0.275	0.438	0.435	0.417			0.467	0.272				
1992	1417	0.480	0.287	0.429	0.449	0.394			0.486	0.246				
1993	1267	0.511	0.291	0.438	0.403	0.366			0.542	0.265				
1994	1259	0.542	0.271	0.423	0.370	0.344			0.515	0.267				
1995	1416	0.543	0.304	0.459	0.417	0.369			0.553	0.234				
1996	1631	0.532	0.295	0.454	0.411	0.376			0.546	0.269				
1997	1738	0.456	0.272	0.449	0.434	0.397			0.471	0.218				
1998	1665	0.390	0.268	0.392	0.394	0.335			0.371	0.187				
1999	1420	0.346	0.227	0.383	0.379	0.338			0.332	0.189				
2000	986	0.313	0.216	0.334	0.327	0.283	0.254	0.173	0.279	0.175	0.131	0.221	0.364	0.306
2001	1016	0.338	0.223	0.386	0.384	0.338	0.265	0.211	0.301	0.175	0.105	0.216	0.390	0.384
2002	949	0.358	0.228	0.385	0.378	0.317	0.254	0.175	0.313	0.195	0.100	0.231	0.407	0.396
2003	1126	0.388	0.249	0.413	0.409	0.321	0.313	0.227	0.343	0.190	0.144	0.250	0.444	0.426
2004	1415	0.365	0.234	0.433	0.442	0.399	0.314	0.205	0.365	0.211	0.162	0.252	0.503	0.501
2005	1266	0.425	0.280	0.490	0.517	0.468	0.335	0.224	0.430	0.235	0.164	0.291	0.563	0.535
2006	1244	0.367	0.263	0.505	0.521	0.456	0.338	0.208	0.379	0.232	0.166	0.269	0.576	0.564
2007	1193	0.382	0.260	0.480	0.491	0.453	0.328	0.228	0.377	0.203	0.176	0.260	0.509	0.521

表 8　評価対象企業と類似企業の総資産の乖離率

選択基準		N	Mean	Median	S.D.	5%	10%	25%	75%	90%	95%
業種	規模										
なし	なし	27545	10.470	4.934	18.229	0.223	0.431	1.140	12.803	25.514	37.393
日経大分類	なし	27545	10.587	4.742	19.615	0.209	0.427	1.050	12.639	25.905	38.222
日経中分類	なし	27545	6.927	2.776	15.166	0.167	0.317	0.749	7.947	17.010	26.467
日経小分類	なし	27545	4.396	1.260	13.579	0.102	0.205	0.519	4.388	10.317	16.882
東証分類	なし	27545	7.882	2.692	19.084	0.164	0.314	0.735	8.174	18.890	30.486
なし	総資産	27545	0.005	0.002	0.031	0.000	0.000	0.001	0.004	0.007	0.013
日経大分類	総資産	27545	0.009	0.003	0.051	0.000	0.001	0.001	0.007	0.015	0.027
日経中分類	総資産	27545	0.136	0.027	0.976	0.002	0.004	0.010	0.080	0.244	0.463
日経小分類	総資産	27545	0.544	0.117	3.043	0.006	0.012	0.037	0.357	0.798	1.691
東証分類	総資産	27545	0.148	0.028	2.450	0.002	0.004	0.011	0.079	0.226	0.423

表 9　類似企業の一致度

選択基準／選択基準		なし・総資産					
		全社不一致	1社一致	2社一致	3社一致	全社一致	全体
なし・総資産	件数	0	0	0	0	27545	27545
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
日経大分類・総資産	件数	1889	6255	9275	7470	2656	27545
	%	6.9%	22.7%	33.7%	27.1%	9.6%	100.0%
日経中分類・総資産	件数	20393	5870	1083	151	48	27545
	%	74.0%	21.3%	3.9%	0.5%	0.2%	100.0%
日経小分類・総資産	件数	24680	2375	360	84	46	27545
	%	89.6%	8.6%	1.3%	0.3%	0.2%	100.0%
東証分類・総資産	件数	20705	5778	964	96	2	27545
	%	75.2%	21.0%	3.5%	0.3%	0.0%	100.0%

選択基準／選択基準		日経大分類・総資産					
		全社不一致	1社一致	2社一致	3社一致	全社一致	全体
なし・総資産	件数						
	%						
日経大分類・総資産	件数	0	0	0	0	27545	27545
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
日経中分類・総資産	件数	15508	7988	3006	837	206	27545
	%	56.3%	29.0%	10.9%	3.0%	0.7%	100.0%
日経小分類・総資産	件数	22469	3823	803	310	140	27545
	%	81.6%	13.9%	2.9%	1.1%	0.5%	100.0%
東証分類・総資産	件数	15949	8051	2835	638	72	27545
	%	57.9%	29.2%	10.3%	2.3%	0.3%	100.0%

選択基準／選択基準		日経中分類・総資産					
		全社不一致	1社一致	2社一致	3社一致	全社一致	全体
なし・総資産	件数						
	%						
日経大分類・総資産	件数						
	%						
日経中分類・総資産	件数	0	0	0	0	27545	27545
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
日経小分類・総資産	件数	7750	7096	4343	3543	4813	27545
	%	28.1%	25.8%	15.8%	12.9%	17.5%	100.0%
東証分類・総資産	件数	2263	1223	2683	8210	13166	27545
	%	8.2%	4.4%	9.7%	29.8%	47.8%	100.0%

選択基準／選択基準		日経小分類・総資産					
		全社不一致	1社一致	2社一致	3社一致	全社一致	全体
なし・総資産	件数						
	%						
日経大分類・総資産	件数						
	%						
日経中分類・総資産	件数						
	%						
日経小分類・総資産	件数	0	0	0	0	27545	27545
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
東証分類・総資産	件数	9671	7833	5127	3559	1355	27545
	%	35.1%	28.4%	18.6%	12.9%	4.9%	100.0%

選択基準／選択基準		東証分類・総資産					
		全社不一致	1社一致	2社一致	3社一致	全社一致	全体
なし・総資産	件数						
	%						
日経大分類・総資産	件数						
	%						
日経中分類・総資産	件数						
	%						
日経小分類・総資産	件数						
	%						
東証分類・総資産	件数	0	0	0	0	27545	27545
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%

表 10　評価誤差率(bias)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel A.株価資本倍率(MV/BV)								
なし	なし	27545	0.010	-0.070	0.552	0.686	1.326	1.733
日経大分類	なし	27545	0.010	-0.068	0.548	0.683	1.317	1.727
日経中分類	なし	27545	0.011	-0.061	0.537	0.639	1.254	1.658
日経小分類	なし	27545	0.019	-0.057	0.549	0.635	1.274	1.692
東証分類	なし	27545	0.012	-0.061	0.539	0.649	1.273	1.685
なし	総資産	27545	0.080	-0.044	0.675	0.746	1.490	2.019
日経大分類	総資産	27545	0.081	-0.041	0.671	0.744	1.484	2.005
日経中分類	総資産	27545	0.061	-0.047	0.644	0.685	1.365	1.859
日経小分類	総資産	27545	0.051	-0.058	0.633	0.672	1.354	1.837
東証分類	総資産	27545	0.062	-0.042	0.632	0.688	1.371	1.868
Panel B.株価売上高倍率(MV/SL)								
なし	なし	27545	0.012	-0.347	1.388	0.745	1.744	2.729
日経大分類	なし	27545	-0.004	-0.274	1.077	0.801	1.726	2.542
日経中分類	なし	27545	0.004	-0.183	0.794	0.748	1.571	2.213
日経小分類	なし	27545	0.034	-0.138	0.775	0.757	1.563	2.170
東証分類	なし	27545	0.006	-0.182	0.798	0.753	1.579	2.211
なし	総資産	27545	0.288	-0.209	1.903	1.063	2.435	3.750
日経大分類	総資産	27545	0.213	-0.174	1.558	1.023	2.217	3.268
日経中分類	総資産	27545	0.121	-0.126	1.017	0.866	1.822	2.626
日経小分類	総資産	27545	0.106	-0.113	0.940	0.822	1.728	2.434
東証分類	総資産	27545	0.123	-0.121	1.028	0.867	1.826	2.649
Panel C.株価営業利益倍率(MV/OP)								
なし	なし	27545	0.012	-0.119	0.692	0.669	1.371	1.874
日経大分類	なし	27545	0.009	-0.114	0.672	0.670	1.355	1.840
日経中分類	なし	27545	0.013	-0.089	0.605	0.647	1.317	1.800
日経小分類	なし	27545	0.024	-0.085	0.612	0.655	1.348	1.826
東証分類	なし	27545	0.013	-0.088	0.607	0.645	1.317	1.790
なし	総資産	27545	0.114	-0.075	0.866	0.798	1.653	2.272
日経大分類	総資産	27545	0.104	-0.066	0.821	0.784	1.628	2.209
日経中分類	総資産	27545	0.083	-0.066	0.731	0.730	1.507	2.068
日経小分類	総資産	27545	0.067	-0.067	0.691	0.712	1.458	1.992
東証分類	総資産	27545	0.089	-0.057	0.748	0.733	1.524	2.079
Panel D.株価経常利益倍率(MV/KE)								
なし	なし	27545	0.017	-0.086	0.609	0.709	1.398	1.840
日経大分類	なし	27545	0.014	-0.081	0.598	0.704	1.370	1.804
日経中分類	なし	27545	0.014	-0.073	0.572	0.663	1.322	1.748
日経小分類	なし	27545	0.023	-0.066	0.587	0.664	1.328	1.787
東証分類	なし	27545	0.016	-0.072	0.578	0.670	1.330	1.763
なし	総資産	27545	0.105	-0.055	0.773	0.804	1.647	2.226
日経大分類	総資産	27545	0.099	-0.053	0.759	0.792	1.622	2.181
日経中分類	総資産	27545	0.078	-0.051	0.693	0.729	1.489	2.026
日経小分類	総資産	27545	0.062	-0.054	0.664	0.704	1.440	1.975
東証分類	総資産	27545	0.082	-0.044	0.697	0.736	1.505	2.055
Panel E.株価当期利益倍率(MV/NT)								
なし	なし	27545	0.021	-0.146	2.098	0.745	1.479	1.997
日経大分類	なし	27545	0.021	-0.146	1.942	0.741	1.480	1.992
日経中分類	なし	27545	0.033	-0.114	1.484	0.735	1.475	2.002
日経小分類	なし	27545	0.053	-0.102	1.405	0.746	1.531	2.086
東証分類	なし	27545	0.035	-0.115	1.498	0.750	1.496	2.024
なし	総資産	27545	0.181	-0.077	2.883	0.902	1.875	2.590
日経大分類	総資産	27545	0.172	-0.078	2.594	0.900	1.853	2.573
日経中分類	総資産	27545	0.144	-0.072	1.849	0.837	1.738	2.454
日経小分類	総資産	27545	0.128	-0.080	1.870	0.816	1.703	2.392
東証分類	総資産	27545	0.151	-0.064	1.880	0.847	1.760	2.463

表 10　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel F.株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)								
なし	なし	9195	0.004	-0.263	1.068	0.781	1.731	2.418
日経大分類	なし	9195	0.001	-0.256	1.034	0.780	1.726	2.448
日経中分類	なし	9195	0.015	-0.211	0.948	0.770	1.666	2.383
日経小分類	なし	9195	0.044	-0.194	0.990	0.803	1.723	2.449
東証分類	なし	9195	0.016	-0.211	0.947	0.765	1.676	2.378
なし	総資産	9195	0.212	-0.176	1.495	1.003	2.235	3.299
日経大分類	総資産	9195	0.207	-0.180	1.502	0.978	2.179	3.199
日経中分類	総資産	9195	0.172	-0.144	1.406	0.909	2.018	2.947
日経小分類	総資産	9195	0.149	-0.150	1.293	0.903	1.959	2.846
東証分類	総資産	9195	0.174	-0.145	1.450	0.901	2.029	2.974
Panel G.株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)								
なし	なし	9195	-0.004	-0.416	1.542	0.918	2.030	3.005
日経大分類	なし	9195	-0.009	-0.413	1.475	0.936	2.037	2.982
日経中分類	なし	9195	0.024	-0.352	1.395	0.980	2.127	3.033
日経小分類	なし	9195	0.099	-0.312	1.550	1.045	2.295	3.273
東証分類	なし	9195	0.021	-0.356	1.381	0.975	2.098	3.047
なし	総資産	9195	0.468	-0.302	2.999	1.280	3.114	4.932
日経大分類	総資産	9195	0.445	-0.291	3.597	1.280	3.002	4.806
日経中分類	総資産	9195	0.357	-0.258	2.565	1.243	2.829	4.416
日経小分類	総資産	9195	0.312	-0.263	2.273	1.204	2.771	4.172
東証分類	総資産	9195	0.335	-0.263	2.339	1.262	2.814	4.341
Panel H.企業価値総資産倍率(EV/TA)								
なし	なし	27545	0.160	0.025	0.735	0.737	1.512	2.083
日経大分類	なし	27545	0.152	0.026	0.708	0.728	1.498	2.047
日経中分類	なし	27545	0.102	0.005	0.657	0.650	1.355	1.893
日経小分類	なし	27545	0.093	0.006	0.642	0.646	1.344	1.869
東証分類	なし	27545	0.103	0.006	0.656	0.662	1.366	1.907
なし	総資産	27545	0.201	0.024	0.938	0.805	1.693	2.387
日経大分類	総資産	27545	0.184	0.024	0.882	0.784	1.657	2.328
日経中分類	総資産	27545	0.119	0.002	0.770	0.701	1.446	2.015
日経小分類	総資産	27545	0.105	-0.006	0.755	0.684	1.439	2.013
東証分類	総資産	27545	0.121	0.009	0.764	0.700	1.452	2.013
Panel I.企業価値売上高倍率(EV/SL)								
なし	なし	27545	0.283	-0.253	2.730	1.155	2.887	4.966
日経大分類	なし	27545	0.193	-0.175	2.322	1.147	2.707	4.651
日経中分類	なし	27545	0.105	-0.109	1.509	1.012	2.189	3.384
日経小分類	なし	27545	0.117	-0.077	1.435	1.008	2.175	3.193
東証分類	なし	27545	0.101	-0.115	1.541	1.047	2.308	3.561
なし	総資産	27545	0.525	-0.161	3.270	1.431	3.516	5.974
日経大分類	総資産	27545	0.427	-0.121	3.147	1.355	3.181	5.333
日経中分類	総資産	27545	0.196	-0.071	1.673	1.107	2.458	3.708
日経小分類	総資産	27545	0.153	-0.074	1.529	1.044	2.305	3.417
東証分類	総資産	27545	0.200	-0.070	1.720	1.131	2.495	3.803
Panel J.企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)								
なし	なし	9195	0.118	-0.422	3.650	1.911	4.864	7.815
日経大分類	なし	9195	0.101	-0.416	3.611	1.907	4.844	7.752
日経中分類	なし	9195	0.097	-0.390	3.500	1.927	4.908	7.752
日経小分類	なし	9195	0.206	-0.369	3.919	2.018	5.135	8.119
東証分類	なし	9195	0.097	-0.393	3.517	1.935	4.894	7.641
なし	総資産	9195	0.812	-0.324	5.876	2.363	6.305	10.577
日経大分類	総資産	9195	0.836	-0.340	7.930	2.371	6.214	10.304
日経中分類	総資産	9195	0.660	-0.308	5.842	2.332	6.004	9.576
日経小分類	総資産	9195	0.545	-0.310	4.986	2.297	5.884	9.356
東証分類	総資産	9195	0.658	-0.306	5.763	2.326	6.075	9.726

表 10　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel K.株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)								
なし	なし	9195	0.008	-0.337	1.174	0.835	1.899	2.885
日経大分類	なし	9195	-0.006	-0.280	1.001	0.873	1.849	2.617
日経中分類	なし	9195	0.011	-0.201	0.859	0.817	1.694	2.415
日経小分類	なし	9195	0.038	-0.182	0.866	0.840	1.754	2.464
東証分類	なし	9195	0.011	-0.206	0.840	0.823	1.723	2.429
なし	総資産	9195	0.305	-0.230	1.899	1.118	2.603	3.954
日経大分類	総資産	9195	0.211	-0.197	1.479	1.078	2.323	3.381
日経中分類	総資産	9195	0.143	-0.143	1.135	0.945	2.020	2.869
日経小分類	総資産	9195	0.123	-0.157	1.101	0.895	1.951	2.768
東証分類	総資産	9195	0.143	-0.150	1.128	0.950	2.027	2.896
Panel L.株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)								
なし	なし	9195	0.014	-0.077	0.539	0.614	1.223	1.640
日経大分類	なし	9195	0.011	-0.073	0.524	0.602	1.200	1.605
日経中分類	なし	9195	0.014	-0.057	0.494	0.570	1.135	1.514
日経小分類	なし	9195	0.016	-0.060	0.501	0.582	1.160	1.536
東証分類	なし	9195	0.015	-0.060	0.496	0.578	1.151	1.536
なし	総資産	9195	0.074	-0.058	0.661	0.666	1.376	1.881
日経大分類	総資産	9195	0.066	-0.045	0.629	0.646	1.333	1.823
日経中分類	総資産	9195	0.052	-0.036	0.563	0.608	1.225	1.659
日経小分類	総資産	9195	0.034	-0.054	0.548	0.594	1.194	1.608
東証分類	総資産	9195	0.055	-0.030	0.580	0.597	1.226	1.678
Panel M.株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)								
なし	なし	9195	0.014	-0.090	0.597	0.626	1.270	1.716
日経大分類	なし	9195	0.012	-0.089	0.587	0.613	1.250	1.685
日経中分類	なし	9195	0.017	-0.070	0.567	0.590	1.210	1.643
日経小分類	なし	9195	0.021	-0.074	0.597	0.603	1.224	1.681
東証分類	なし	9195	0.018	-0.071	0.571	0.599	1.217	1.648
なし	総資産	9195	0.078	-0.058	0.702	0.692	1.414	1.985
日経大分類	総資産	9195	0.076	-0.060	0.685	0.675	1.408	1.969
日経中分類	総資産	9195	0.066	-0.041	0.646	0.633	1.316	1.792
日経小分類	総資産	9195	0.045	-0.061	0.644	0.620	1.285	1.765
東証分類	総資産	9195	0.068	-0.041	0.661	0.636	1.310	1.811

表 11　絶対評価誤差率(accuracy)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel A.株価資本倍率(MV/BV)										
なし	なし	27545	0.422	0.351	0.356	0.414	0.749	0.984	0.222	0.433
日経大分類	なし	27545	0.420	0.349	0.352	0.411	0.749	0.979	0.223	0.434
日経中分類	なし	27545	0.401	0.328	0.358	0.400	0.723	0.942	0.244	0.464
日経小分類	なし	27545	0.405	0.327	0.371	0.405	0.736	0.969	0.247	0.467
東証分類	なし	27545	0.406	0.333	0.354	0.403	0.732	0.958	0.239	0.457
なし	総資産	27545	0.478	0.373	0.483	0.442	0.844	1.265	0.209	0.412
日経大分類	総資産	27545	0.475	0.372	0.482	0.444	0.846	1.255	0.217	0.416
日経中分類	総資産	27545	0.443	0.345	0.471	0.421	0.788	1.130	0.233	0.443
日経小分類	総資産	27545	0.438	0.340	0.460	0.416	0.779	1.111	0.231	0.449
東証分類	総資産	27545	0.443	0.345	0.455	0.421	0.788	1.136	0.232	0.443
Panel B.株価売上高倍率(MV/SL)										
なし	なし	27545	0.711	0.526	1.192	0.462	0.861	1.820	0.131	0.265
日経大分類	なし	27545	0.640	0.491	0.866	0.491	0.868	1.636	0.145	0.299
日経中分類	なし	27545	0.536	0.422	0.586	0.462	0.842	1.371	0.180	0.357
日経小分類	なし	27545	0.521	0.407	0.574	0.463	0.850	1.358	0.193	0.373
東証分類	なし	27545	0.539	0.428	0.588	0.464	0.847	1.372	0.179	0.355
なし	総資産	27545	0.895	0.565	1.704	0.540	1.534	2.833	0.129	0.260
日経大分類	総資産	27545	0.789	0.536	1.360	0.544	1.340	2.362	0.141	0.276
日経中分類	総資産	27545	0.618	0.450	0.817	0.499	1.042	1.791	0.172	0.339
日経小分類	総資産	27545	0.581	0.426	0.746	0.482	0.975	1.620	0.181	0.354
東証分類	総資産	27545	0.620	0.451	0.829	0.504	1.042	1.815	0.172	0.340
Panel C.株価営業利益倍率(MV/OP)										
なし	なし	27545	0.458	0.357	0.519	0.422	0.785	1.102	0.217	0.427
日経大分類	なし	27545	0.452	0.356	0.497	0.418	0.781	1.070	0.218	0.429
日経中分類	なし	27545	0.428	0.338	0.428	0.412	0.765	1.052	0.235	0.452
日経小分類	なし	27545	0.433	0.339	0.434	0.413	0.782	1.082	0.234	0.449
東証分類	なし	27545	0.427	0.337	0.431	0.412	0.762	1.040	0.236	0.452
なし	総資産	27545	0.546	0.401	0.682	0.469	0.942	1.490	0.192	0.385
日経大分類	総資産	27545	0.529	0.394	0.637	0.464	0.925	1.429	0.195	0.386
日経中分類	総資産	27545	0.490	0.368	0.550	0.449	0.862	1.314	0.214	0.415
日経小分類	総資産	27545	0.472	0.360	0.509	0.438	0.841	1.241	0.223	0.425
東証分類	総資産	27545	0.493	0.370	0.569	0.455	0.868	1.322	0.217	0.417
Panel D.株価経常利益倍率(MV/KE)										
なし	なし	27545	0.447	0.365	0.414	0.431	0.790	1.055	0.213	0.416
日経大分類	なし	27545	0.440	0.361	0.405	0.426	0.781	1.024	0.218	0.421
日経中分類	なし	27545	0.421	0.341	0.387	0.417	0.761	0.991	0.235	0.445
日経小分類	なし	27545	0.426	0.341	0.404	0.414	0.773	1.032	0.233	0.448
東証分類	なし	27545	0.425	0.344	0.392	0.421	0.770	1.001	0.232	0.442
なし	総資産	27545	0.527	0.400	0.575	0.481	0.932	1.436	0.199	0.382
日経大分類	総資産	27545	0.518	0.395	0.564	0.475	0.915	1.394	0.198	0.387
日経中分類	総資産	27545	0.480	0.366	0.506	0.449	0.852	1.265	0.214	0.420
日経小分類	総資産	27545	0.462	0.355	0.481	0.442	0.830	1.214	0.228	0.432
東証分類	総資産	27545	0.482	0.369	0.510	0.456	0.858	1.292	0.218	0.419
Panel E.株価当期利益倍率(MV/NT)										
なし	なし	27545	0.532	0.403	2.029	0.465	0.829	1.133	0.191	0.380
日経大分類	なし	27545	0.531	0.400	1.869	0.465	0.831	1.130	0.193	0.384
日経中分類	なし	27545	0.518	0.390	1.391	0.467	0.838	1.150	0.206	0.396
日経小分類	なし	27545	0.529	0.392	1.303	0.479	0.860	1.232	0.207	0.397
東証分類	なし	27545	0.523	0.395	1.404	0.472	0.845	1.167	0.202	0.389
なし	総資産	27545	0.659	0.452	2.812	0.533	1.075	1.718	0.175	0.342
日経大分類	総資産	27545	0.650	0.452	2.517	0.527	1.056	1.702	0.174	0.341
日経中分類	総資産	27545	0.606	0.423	1.753	0.516	0.959	1.593	0.188	0.368
日経小分類	総資産	27545	0.593	0.414	1.778	0.510	0.927	1.534	0.194	0.374
東証分類	総資産	27545	0.613	0.426	1.784	0.520	0.979	1.603	0.188	0.364

表 11　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel F.株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)										
なし	なし	9195	0.621	0.480	0.869	0.476	0.894	1.533	0.152	0.304
日経大分類	なし	9195	0.614	0.480	0.832	0.480	0.887	1.559	0.152	0.310
日経中分類	なし	9195	0.578	0.445	0.751	0.472	0.882	1.526	0.169	0.335
日経小分類	なし	9195	0.592	0.451	0.795	0.480	0.914	1.598	0.165	0.331
東証分類	なし	9195	0.580	0.445	0.749	0.475	0.886	1.522	0.170	0.334
なし	総資産	9195	0.779	0.525	1.294	0.536	1.374	2.404	0.140	0.286
日経大分類	総資産	9195	0.769	0.515	1.306	0.523	1.318	2.302	0.132	0.285
日経中分類	総資産	9195	0.699	0.475	1.232	0.522	1.192	2.079	0.159	0.315
日経小分類	総資産	9195	0.680	0.474	1.110	0.510	1.141	1.987	0.163	0.315
東証分類	総資産	9195	0.703	0.473	1.280	0.520	1.207	2.110	0.161	0.314
Panel G.株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)										
なし	なし	9195	0.812	0.628	1.311	0.516	0.991	1.986	0.101	0.208
日経大分類	なし	9195	0.798	0.620	1.241	0.514	0.996	1.965	0.099	0.212
日経中分類	なし	9195	0.780	0.616	1.157	0.534	1.114	2.029	0.107	0.226
日経小分類	なし	9195	0.823	0.616	1.317	0.552	1.289	2.272	0.110	0.229
東証分類	なし	9195	0.778	0.613	1.142	0.538	1.083	2.040	0.106	0.227
なし	総資産	9195	1.194	0.688	2.790	0.556	2.066	3.908	0.094	0.192
日経大分類	総資産	9195	1.166	0.680	3.431	0.557	1.967	3.795	0.098	0.200
日経中分類	総資産	9195	1.048	0.657	2.368	0.575	1.814	3.413	0.107	0.214
日経小分類	総資産	9195	1.001	0.649	2.064	0.579	1.762	3.173	0.108	0.219
東証分類	総資産	9195	1.027	0.663	2.128	0.573	1.804	3.344	0.108	0.213
Panel H.企業価値総資産倍率(EV/TA)										
なし	なし	27545	0.491	0.352	0.570	0.449	0.921	1.388	0.223	0.435
日経大分類	なし	27545	0.483	0.349	0.540	0.446	0.908	1.359	0.225	0.437
日経中分類	なし	27545	0.445	0.320	0.495	0.418	0.829	1.256	0.246	0.474
日経小分類	なし	27545	0.439	0.318	0.478	0.417	0.825	1.224	0.252	0.476
東証分類	なし	27545	0.448	0.324	0.490	0.422	0.839	1.254	0.245	0.467
なし	総資産	27545	0.563	0.381	0.777	0.496	1.092	1.672	0.213	0.408
日経大分類	総資産	27545	0.546	0.375	0.716	0.488	1.065	1.621	0.214	0.412
日経中分類	総資産	27545	0.487	0.342	0.609	0.443	0.910	1.373	0.236	0.447
日経小分類	総資産	27545	0.479	0.338	0.592	0.440	0.901	1.351	0.238	0.454
東証分類	総資産	27545	0.486	0.343	0.602	0.444	0.903	1.367	0.233	0.445
Panel I.企業価値売上高倍率(EV/SL)										
なし	なし	27545	1.204	0.624	2.467	0.737	2.260	3.853	0.113	0.232
日経大分類	なし	27545	1.098	0.593	2.055	0.756	2.176	3.575	0.129	0.257
日経中分類	なし	27545	0.819	0.512	1.271	0.633	1.587	2.538	0.149	0.300
日経小分類	なし	27545	0.783	0.500	1.209	0.624	1.540	2.417	0.158	0.312
東証分類	なし	27545	0.852	0.529	1.288	0.669	1.692	2.651	0.142	0.288
なし	総資産	27545	1.399	0.692	3.002	0.895	2.675	4.788	0.107	0.212
日経大分類	総資産	27545	1.282	0.659	2.905	0.872	2.463	4.259	0.118	0.235
日経中分類	総資産	27545	0.893	0.542	1.429	0.705	1.800	2.828	0.148	0.290
日経小分類	総資産	27545	0.830	0.515	1.293	0.659	1.657	2.561	0.150	0.300
東証分類	総資産	27545	0.911	0.555	1.473	0.723	1.799	2.845	0.148	0.288
Panel J.企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)										
なし	なし	9195	1.818	1.053	3.167	1.466	3.587	5.643	0.073	0.146
日経大分類	なし	9195	1.812	1.048	3.126	1.473	3.531	5.600	0.075	0.147
日経中分類	なし	9195	1.793	1.035	3.007	1.486	3.544	5.596	0.072	0.148
日経小分類	なし	9195	1.888	1.066	3.440	1.525	3.741	5.950	0.070	0.141
東証分類	なし	9195	1.790	1.043	3.029	1.483	3.533	5.549	0.073	0.147
なし	総資産	9195	2.422	1.166	5.415	1.792	4.608	7.971	0.061	0.128
日経大分類	総資産	9195	2.456	1.167	7.586	1.765	4.590	7.568	0.062	0.123
日経中分類	総資産	9195	2.299	1.164	5.410	1.769	4.397	7.200	0.065	0.131
日経小分類	総資産	9195	2.206	1.151	4.504	1.711	4.294	6.943	0.064	0.130
東証分類	総資産	9195	2.285	1.157	5.332	1.723	4.449	7.283	0.067	0.132

表 11　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel K.株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)										
なし	なし	9195	0.709	0.553	0.936	0.482	0.982	1.953	0.128	0.251
日経大分類	なし	9195	0.655	0.526	0.757	0.500	0.942	1.694	0.133	0.276
日経中分類	なし	9195	0.579	0.462	0.635	0.487	0.883	1.544	0.164	0.326
日経小分類	なし	9195	0.585	0.462	0.640	0.493	0.944	1.601	0.167	0.325
東証分類	なし	9195	0.582	0.468	0.605	0.484	0.901	1.560	0.162	0.318
なし	総資産	9195	0.935	0.591	1.680	0.546	1.672	3.025	0.120	0.243
日経大分類	総資産	9195	0.815	0.568	1.252	0.549	1.416	2.461	0.132	0.259
日経中分類	総資産	9195	0.678	0.495	0.921	0.526	1.187	1.997	0.156	0.306
日経小分類	総資産	9195	0.656	0.475	0.893	0.509	1.135	1.910	0.162	0.317
東証分類	総資産	9195	0.682	0.496	0.910	0.518	1.198	2.023	0.155	0.303
Panel L.株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)										
なし	なし	9195	0.392	0.315	0.370	0.374	0.699	0.945	0.242	0.477
日経大分類	なし	9195	0.385	0.309	0.355	0.369	0.692	0.917	0.244	0.484
日経中分類	なし	9195	0.365	0.294	0.334	0.364	0.672	0.867	0.274	0.510
日経小分類	なし	9195	0.370	0.298	0.338	0.366	0.676	0.886	0.264	0.503
東証分類	なし	9195	0.367	0.296	0.335	0.366	0.672	0.886	0.272	0.507
なし	総資産	9195	0.445	0.336	0.494	0.411	0.792	1.184	0.236	0.456
日経大分類	総資産	9195	0.428	0.324	0.466	0.397	0.775	1.139	0.240	0.464
日経中分類	総資産	9195	0.394	0.305	0.405	0.376	0.721	0.997	0.260	0.492
日経小分類	総資産	9195	0.386	0.303	0.390	0.378	0.709	0.945	0.266	0.495
東証分類	総資産	9195	0.396	0.303	0.427	0.378	0.724	1.015	0.264	0.496
Panel M.株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)										
なし	なし	9195	0.412	0.324	0.432	0.382	0.736	0.995	0.234	0.463
日経大分類	なし	9195	0.407	0.319	0.422	0.381	0.729	0.967	0.237	0.472
日経中分類	なし	9195	0.391	0.307	0.411	0.383	0.721	0.948	0.263	0.491
日経小分類	なし	9195	0.401	0.312	0.443	0.386	0.725	0.972	0.253	0.484
東証分類	なし	9195	0.395	0.310	0.412	0.386	0.730	0.953	0.258	0.489
なし	総資産	9195	0.465	0.348	0.532	0.429	0.820	1.252	0.226	0.438
日経大分類	総資産	9195	0.457	0.341	0.515	0.424	0.820	1.244	0.237	0.448
日経中分類	総資産	9195	0.427	0.319	0.489	0.410	0.775	1.089	0.252	0.473
日経小分類	総資産	9195	0.420	0.318	0.491	0.399	0.756	1.050	0.251	0.477
東証分類	総資産	9195	0.431	0.321	0.506	0.408	0.772	1.107	0.249	0.473

表 12　評価対象企業と類似企業の売上高の乖離率

選択基準		N	Mean	Median	S.D.	5%	10%	25%	75%	90%	95%
業種	規模										
なし	なし	27545	9.940	4.555	18.217	0.182	0.373	0.978	12.002	24.720	36.812
日経大分類	なし	27545	9.873	4.254	19.624	0.181	0.366	0.953	11.274	23.968	36.061
日経中分類	なし	27545	7.009	2.646	15.267	0.149	0.293	0.720	7.520	16.933	27.424
日経小分類	なし	27545	4.021	1.177	9.270	0.107	0.207	0.503	4.032	9.746	15.641
東証分類	なし	27545	7.424	2.495	18.194	0.142	0.288	0.699	7.689	17.847	29.381
なし	売上高	27545	0.005	0.002	0.042	0.000	0.000	0.001	0.003	0.007	0.012
日経大分類	売上高	27545	0.009	0.003	0.055	0.000	0.001	0.001	0.007	0.014	0.025
日経中分類	売上高	27545	0.135	0.027	0.965	0.002	0.004	0.010	0.078	0.235	0.463
日経小分類	売上高	27545	0.510	0.117	2.579	0.006	0.012	0.037	0.364	0.781	1.620
東証分類	売上高	27545	0.130	0.028	1.463	0.002	0.004	0.010	0.075	0.212	0.400

表 13　評価誤差率(bias)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel A.株価資本倍率(MV/BV)								
なし	なし	27545	0.010	-0.070	0.552	0.686	1.326	1.733
日経大分類	なし	27545	0.010	-0.068	0.548	0.683	1.317	1.727
日経中分類	なし	27545	0.011	-0.061	0.537	0.639	1.254	1.658
日経小分類	なし	27545	0.019	-0.057	0.549	0.635	1.274	1.692
東証分類	なし	27545	0.012	-0.061	0.539	0.649	1.273	1.685
なし	売上高	27545	0.079	-0.056	0.685	0.750	1.511	2.019
日経大分類	売上高	27545	0.080	-0.049	0.685	0.744	1.491	2.014
日経中分類	売上高	27545	0.061	-0.048	0.630	0.675	1.373	1.882
日経小分類	売上高	27545	0.050	-0.057	0.620	0.671	1.351	1.824
東証分類	売上高	27545	0.065	-0.049	0.639	0.691	1.397	1.913
Panel B.株価売上高倍率(MV/SL)								
なし	なし	27545	0.012	-0.347	1.388	0.745	1.744	2.729
日経大分類	なし	27545	-0.004	-0.274	1.077	0.801	1.726	2.542
日経中分類	なし	27545	0.004	-0.183	0.794	0.748	1.571	2.213
日経小分類	なし	27545	0.034	-0.138	0.775	0.757	1.563	2.170
東証分類	なし	27545	0.006	-0.182	0.798	0.753	1.579	2.211
なし	売上高	27545	0.256	-0.199	1.652	1.048	2.360	3.602
日経大分類	売上高	27545	0.195	-0.169	1.406	0.993	2.168	3.190
日経中分類	売上高	27545	0.114	-0.119	0.962	0.851	1.805	2.560
日経小分類	売上高	27545	0.106	-0.111	0.920	0.819	1.722	2.440
東証分類	売上高	27545	0.118	-0.116	0.950	0.857	1.810	2.562
Panel C.株価営業利益倍率(MV/OP)								
なし	なし	27545	0.012	-0.119	0.692	0.669	1.371	1.874
日経大分類	なし	27545	0.009	-0.114	0.672	0.670	1.355	1.840
日経中分類	なし	27545	0.013	-0.089	0.605	0.647	1.317	1.800
日経小分類	なし	27545	0.024	-0.085	0.612	0.655	1.348	1.826
東証分類	なし	27545	0.013	-0.088	0.607	0.645	1.317	1.790
なし	売上高	27545	0.116	-0.075	0.875	0.811	1.662	2.275
日経大分類	売上高	27545	0.109	-0.070	0.840	0.792	1.627	2.256
日経中分類	売上高	27545	0.084	-0.062	0.726	0.722	1.505	2.086
日経小分類	売上高	27545	0.071	-0.069	0.694	0.710	1.471	1.995
東証分類	売上高	27545	0.089	-0.057	0.741	0.726	1.505	2.096
Panel D.株価経常利益倍率(MV/KE)								
なし	なし	27545	0.017	-0.086	0.609	0.709	1.398	1.840
日経大分類	なし	27545	0.014	-0.081	0.598	0.704	1.370	1.804
日経中分類	なし	27545	0.014	-0.073	0.572	0.663	1.322	1.748
日経小分類	なし	27545	0.023	-0.066	0.587	0.664	1.328	1.787
東証分類	なし	27545	0.016	-0.072	0.578	0.670	1.330	1.763
なし	売上高	27545	0.109	-0.057	0.789	0.819	1.651	2.239
日経大分類	売上高	27545	0.101	-0.059	0.756	0.805	1.622	2.204
日経中分類	売上高	27545	0.078	-0.054	0.686	0.725	1.485	2.035
日経小分類	売上高	27545	0.063	-0.055	0.670	0.706	1.451	1.957
東証分類	売上高	27545	0.083	-0.047	0.700	0.734	1.504	2.052
Panel E.株価当期利益倍率(MV/NT)								
なし	なし	27545	0.021	-0.146	2.098	0.745	1.479	1.997
日経大分類	なし	27545	0.021	-0.146	1.942	0.741	1.480	1.992
日経中分類	なし	27545	0.033	-0.114	1.484	0.735	1.475	2.002
日経小分類	なし	27545	0.053	-0.102	1.405	0.746	1.531	2.086
東証分類	なし	27545	0.035	-0.115	1.498	0.750	1.496	2.024
なし	売上高	27545	0.178	-0.076	1.878	0.907	1.883	2.613
日経大分類	売上高	27545	0.174	-0.075	1.920	0.902	1.868	2.572
日経中分類	売上高	27545	0.150	-0.070	2.230	0.840	1.757	2.458
日経小分類	売上高	27545	0.137	-0.075	2.029	0.829	1.718	2.410
東証分類	売上高	27545	0.156	-0.065	2.200	0.858	1.769	2.470

表 13　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel F. 株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)								
なし	なし	9195	0.004	-0.263	1.068	0.781	1.731	2.418
日経大分類	なし	9195	0.001	-0.256	1.034	0.780	1.726	2.448
日経中分類	なし	9195	0.015	-0.211	0.948	0.770	1.666	2.383
日経小分類	なし	9195	0.044	-0.194	0.990	0.803	1.723	2.449
東証分類	なし	9195	0.016	-0.211	0.947	0.765	1.676	2.378
なし	売上高	9195	0.223	-0.171	1.527	1.015	2.271	3.356
日経大分類	売上高	9195	0.210	-0.173	1.428	0.996	2.232	3.318
日経中分類	売上高	9195	0.157	-0.147	1.262	0.907	1.996	2.932
日経小分類	売上高	9195	0.148	-0.147	1.226	0.895	1.971	2.886
東証分類	売上高	9195	0.168	-0.143	1.307	0.907	2.005	2.991
Panel G. 株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)								
なし	なし	9195	-0.004	-0.416	1.542	0.918	2.030	3.005
日経大分類	なし	9195	-0.009	-0.413	1.475	0.936	2.037	2.982
日経中分類	なし	9195	0.024	-0.352	1.395	0.980	2.127	3.033
日経小分類	なし	9195	0.099	-0.312	1.550	1.045	2.295	3.273
東証分類	なし	9195	0.021	-0.356	1.381	0.975	2.098	3.047
なし	売上高	9195	0.475	-0.294	3.128	1.280	3.127	5.096
日経大分類	売上高	9195	0.405	-0.283	2.552	1.279	3.047	4.717
日経中分類	売上高	9195	0.345	-0.260	2.308	1.246	2.885	4.397
日経小分類	売上高	9195	0.322	-0.251	2.247	1.215	2.785	4.231
東証分類	売上高	9195	0.333	-0.257	2.177	1.253	2.877	4.414
Panel H. 企業価値総資産倍率(EV/TA)								
なし	なし	27545	0.160	0.025	0.735	0.737	1.512	2.083
日経大分類	なし	27545	0.152	0.026	0.708	0.728	1.498	2.047
日経中分類	なし	27545	0.102	0.005	0.657	0.650	1.355	1.893
日経小分類	なし	27545	0.093	0.006	0.642	0.646	1.344	1.869
東証分類	なし	27545	0.103	0.006	0.656	0.662	1.366	1.907
なし	売上高	27545	0.200	0.018	0.925	0.796	1.696	2.387
日経大分類	売上高	27545	0.184	0.021	0.882	0.789	1.654	2.321
日経中分類	売上高	27545	0.119	0.002	0.747	0.686	1.471	2.063
日経小分類	売上高	27545	0.103	-0.005	0.723	0.680	1.427	2.011
東証分類	売上高	27545	0.120	0.004	0.748	0.691	1.479	2.066
Panel I. 企業価値売上高倍率(EV/SL)								
なし	なし	27545	0.283	-0.253	2.730	1.155	2.887	4.966
日経大分類	なし	27545	0.193	-0.175	2.322	1.147	2.707	4.651
日経中分類	なし	27545	0.105	-0.109	1.509	1.012	2.189	3.384
日経小分類	なし	27545	0.117	-0.077	1.435	1.008	2.175	3.193
東証分類	なし	27545	0.101	-0.115	1.541	1.047	2.308	3.561
なし	売上高	27545	0.450	-0.158	2.952	1.466	3.462	5.800
日経大分類	売上高	27545	0.362	-0.121	2.931	1.357	3.194	5.363
日経中分類	売上高	27545	0.164	-0.077	1.649	1.107	2.433	3.711
日経小分類	売上高	27545	0.147	-0.069	1.581	1.063	2.310	3.515
東証分類	売上高	27545	0.167	-0.075	1.682	1.141	2.521	3.894
Panel J. 企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)								
なし	なし	9195	0.118	-0.422	3.650	1.911	4.864	7.815
日経大分類	なし	9195	0.101	-0.416	3.611	1.907	4.844	7.752
日経中分類	なし	9195	0.097	-0.390	3.500	1.927	4.908	7.752
日経小分類	なし	9195	0.206	-0.369	3.919	2.018	5.135	8.119
東証分類	なし	9195	0.097	-0.393	3.517	1.935	4.894	7.641
なし	売上高	9195	0.794	-0.321	6.124	2.352	6.337	10.339
日経大分類	売上高	9195	0.789	-0.320	6.243	2.365	6.379	10.208
日経中分類	売上高	9195	0.664	-0.300	5.728	2.339	6.140	9.961
日経小分類	売上高	9195	0.579	-0.309	5.188	2.296	5.948	9.456
東証分類	売上高	9195	0.642	-0.301	5.646	2.340	6.076	9.822

表 13　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel K. 株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)								
なし	なし	9195	0.008	-0.337	1.174	0.835	1.899	2.885
日経大分類	なし	9195	-0.006	-0.280	1.001	0.873	1.849	2.617
日経中分類	なし	9195	0.011	-0.201	0.859	0.817	1.694	2.415
日経小分類	なし	9195	0.038	-0.182	0.866	0.840	1.754	2.464
東証分類	なし	9195	0.011	-0.206	0.840	0.823	1.723	2.429
なし	売上高	9195	0.290	-0.225	1.750	1.148	2.571	3.939
日経大分類	売上高	9195	0.208	-0.203	1.413	1.100	2.323	3.395
日経中分類	売上高	9195	0.134	-0.151	1.099	0.927	2.018	2.864
日経小分類	売上高	9195	0.125	-0.156	1.076	0.893	1.947	2.841
東証分類	売上高	9195	0.136	-0.151	1.055	0.933	2.012	2.875
Panel L. 株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)								
なし	なし	9195	0.014	-0.077	0.539	0.614	1.223	1.640
日経大分類	なし	9195	0.011	-0.073	0.524	0.602	1.200	1.605
日経中分類	なし	9195	0.014	-0.057	0.494	0.570	1.135	1.514
日経小分類	なし	9195	0.016	-0.060	0.501	0.582	1.160	1.536
東証分類	なし	9195	0.015	-0.060	0.496	0.578	1.151	1.536
なし	売上高	9195	0.079	-0.053	0.659	0.695	1.400	1.883
日経大分類	売上高	9195	0.070	-0.050	0.632	0.679	1.356	1.851
日経中分類	売上高	9195	0.051	-0.040	0.559	0.603	1.239	1.665
日経小分類	売上高	9195	0.034	-0.051	0.540	0.598	1.225	1.638
東証分類	売上高	9195	0.058	-0.036	0.569	0.607	1.243	1.693
Panel M. 株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)								
なし	なし	9195	0.014	-0.090	0.597	0.626	1.270	1.716
日経大分類	なし	9195	0.012	-0.089	0.587	0.613	1.250	1.685
日経中分類	なし	9195	0.017	-0.070	0.567	0.590	1.210	1.643
日経小分類	なし	9195	0.021	-0.074	0.597	0.603	1.224	1.681
東証分類	なし	9195	0.018	-0.071	0.571	0.599	1.217	1.648
なし	売上高	9195	0.092	-0.056	0.738	0.714	1.495	2.057
日経大分類	売上高	9195	0.087	-0.055	0.742	0.700	1.428	1.991
日経中分類	売上高	9195	0.065	-0.041	0.649	0.639	1.331	1.816
日経小分類	売上高	9195	0.050	-0.049	0.675	0.625	1.304	1.794
東証分類	売上高	9195	0.071	-0.039	0.659	0.646	1.333	1.818

表 14　絶対評価誤差率(accuracy)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel A.株価資本倍率(MV/BV)										
なし	なし	27545	0.422	0.351	0.356	0.414	0.749	0.984	0.222	0.433
日経大分類	なし	27545	0.420	0.349	0.352	0.411	0.749	0.979	0.223	0.434
日経中分類	なし	27545	0.401	0.328	0.358	0.400	0.723	0.942	0.244	0.464
日経小分類	なし	27545	0.405	0.327	0.371	0.405	0.736	0.969	0.247	0.467
東証分類	なし	27545	0.406	0.333	0.354	0.403	0.732	0.958	0.239	0.457
なし	売上高	27545	0.484	0.376	0.491	0.446	0.852	1.262	0.206	0.408
日経大分類	売上高	27545	0.479	0.372	0.495	0.446	0.845	1.259	0.212	0.412
日経中分類	売上高	27545	0.443	0.342	0.453	0.419	0.794	1.155	0.230	0.447
日経小分類	売上高	27545	0.436	0.340	0.443	0.416	0.782	1.100	0.233	0.450
東証分類	売上高	27545	0.449	0.347	0.459	0.421	0.802	1.181	0.224	0.438
Panel B.株価売上高倍率(MV/SL)										
なし	なし	27545	0.711	0.526	1.192	0.462	0.861	1.820	0.131	0.265
日経大分類	なし	27545	0.640	0.491	0.866	0.491	0.868	1.636	0.145	0.299
日経中分類	なし	27545	0.536	0.422	0.586	0.462	0.842	1.371	0.180	0.357
日経小分類	なし	27545	0.521	0.407	0.574	0.463	0.850	1.358	0.193	0.373
東証分類	なし	27545	0.539	0.428	0.588	0.464	0.847	1.372	0.179	0.355
なし	売上高	27545	0.845	0.549	1.443	0.530	1.474	2.696	0.130	0.259
日経大分類	売上高	27545	0.756	0.519	1.202	0.530	1.306	2.299	0.140	0.282
日経中分類	売上高	27545	0.601	0.441	0.760	0.494	1.038	1.740	0.175	0.349
日経小分類	売上高	27545	0.577	0.424	0.724	0.480	0.972	1.633	0.180	0.361
東証分類	売上高	27545	0.602	0.440	0.744	0.491	1.040	1.740	0.172	0.345
Panel C.株価営業利益倍率(MV/OP)										
なし	なし	27545	0.458	0.357	0.519	0.422	0.785	1.102	0.217	0.427
日経大分類	なし	27545	0.452	0.356	0.497	0.418	0.781	1.070	0.218	0.429
日経中分類	なし	27545	0.428	0.338	0.428	0.412	0.765	1.052	0.235	0.452
日経小分類	なし	27545	0.433	0.339	0.434	0.413	0.782	1.082	0.234	0.449
東証分類	なし	27545	0.427	0.337	0.431	0.412	0.762	1.040	0.236	0.452
なし	売上高	27545	0.550	0.407	0.691	0.473	0.947	1.486	0.190	0.377
日経大分類	売上高	27545	0.537	0.400	0.654	0.472	0.919	1.475	0.196	0.386
日経中分類	売上高	27545	0.487	0.364	0.545	0.451	0.864	1.331	0.220	0.420
日経小分類	売上高	27545	0.475	0.359	0.512	0.441	0.845	1.243	0.220	0.425
東証分類	売上高	27545	0.491	0.366	0.562	0.453	0.865	1.341	0.219	0.419
Panel D.株価経常利益倍率(MV/KE)										
なし	なし	27545	0.447	0.365	0.414	0.431	0.790	1.055	0.213	0.416
日経大分類	なし	27545	0.440	0.361	0.405	0.426	0.781	1.024	0.218	0.421
日経中分類	なし	27545	0.421	0.341	0.387	0.417	0.761	0.991	0.235	0.445
日経小分類	なし	27545	0.426	0.341	0.404	0.414	0.773	1.032	0.233	0.448
東証分類	なし	27545	0.425	0.344	0.392	0.421	0.770	1.001	0.232	0.442
なし	売上高	27545	0.533	0.406	0.592	0.482	0.933	1.445	0.192	0.379
日経大分類	売上高	27545	0.522	0.400	0.557	0.472	0.913	1.414	0.190	0.384
日経中分類	売上高	27545	0.478	0.364	0.499	0.447	0.853	1.272	0.217	0.421
日経小分類	売上高	27545	0.465	0.356	0.487	0.441	0.833	1.193	0.224	0.430
東証分類	売上高	27545	0.484	0.368	0.513	0.451	0.863	1.287	0.214	0.415
Panel E.株価当期利益倍率(MV/NT)										
なし	なし	27545	0.532	0.403	2.029	0.465	0.829	1.133	0.191	0.380
日経大分類	なし	27545	0.531	0.400	1.869	0.465	0.831	1.130	0.193	0.384
日経中分類	なし	27545	0.518	0.390	1.391	0.467	0.838	1.150	0.206	0.396
日経小分類	なし	27545	0.529	0.392	1.303	0.479	0.860	1.232	0.207	0.397
東証分類	なし	27545	0.523	0.395	1.404	0.472	0.845	1.167	0.202	0.389
なし	売上高	27545	0.658	0.456	1.768	0.531	1.085	1.743	0.173	0.338
日経大分類	売上高	27545	0.651	0.453	1.814	0.533	1.073	1.703	0.175	0.341
日経中分類	売上高	27545	0.615	0.425	2.149	0.514	0.979	1.600	0.184	0.366
日経小分類	売上高	27545	0.602	0.420	1.942	0.512	0.940	1.554	0.191	0.372
東証分類	売上高	27545	0.620	0.432	2.117	0.521	0.984	1.610	0.187	0.361

表 14　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel F.株価営業キャッシュフロー倍率(MV/CFO)										
なし	なし	9195	0.621	0.480	0.869	0.476	0.894	1.533	0.152	0.304
日経大分類	なし	9195	0.614	0.480	0.832	0.480	0.887	1.559	0.152	0.310
日経中分類	なし	9195	0.578	0.445	0.751	0.472	0.882	1.526	0.169	0.335
日経小分類	なし	9195	0.592	0.451	0.795	0.480	0.914	1.598	0.165	0.331
東証分類	なし	9195	0.580	0.445	0.749	0.475	0.886	1.522	0.170	0.334
なし	売上高	9195	0.792	0.531	1.325	0.535	1.404	2.457	0.139	0.279
日経大分類	売上高	9195	0.775	0.522	1.218	0.526	1.372	2.421	0.142	0.280
日経中分類	売上高	9195	0.685	0.475	1.072	0.526	1.175	2.060	0.160	0.318
日経小分類	売上高	9195	0.671	0.469	1.036	0.527	1.159	2.023	0.166	0.326
東証分類	売上高	9195	0.693	0.478	1.121	0.524	1.186	2.121	0.158	0.315
Panel G.株価フリー・キャッシュフロー倍率(MV/FCF)										
なし	なし	9195	0.812	0.628	1.311	0.516	0.991	1.986	0.101	0.208
日経大分類	なし	9195	0.798	0.620	1.241	0.514	0.996	1.965	0.099	0.212
日経中分類	なし	9195	0.780	0.616	1.157	0.534	1.114	2.029	0.107	0.226
日経小分類	なし	9195	0.823	0.616	1.317	0.552	1.289	2.272	0.110	0.229
東証分類	なし	9195	0.778	0.613	1.142	0.538	1.083	2.040	0.106	0.227
なし	売上高	9195	1.201	0.682	2.927	0.569	2.081	4.067	0.094	0.201
日経大分類	売上高	9195	1.124	0.683	2.327	0.561	2.012	3.701	0.099	0.201
日経中分類	売上高	9195	1.035	0.660	2.092	0.582	1.870	3.392	0.103	0.215
日経小分類	売上高	9195	1.006	0.649	2.035	0.583	1.783	3.235	0.110	0.224
東証分類	売上高	9195	1.020	0.655	1.952	0.582	1.863	3.407	0.104	0.216
Panel H.企業価値総資産倍率(EV/TA)										
なし	なし	27545	0.491	0.352	0.570	0.449	0.921	1.388	0.223	0.435
日経大分類	なし	27545	0.483	0.349	0.540	0.446	0.908	1.359	0.225	0.437
日経中分類	なし	27545	0.445	0.320	0.495	0.418	0.829	1.256	0.246	0.474
日経小分類	なし	27545	0.439	0.318	0.478	0.417	0.825	1.224	0.252	0.476
東証分類	なし	27545	0.448	0.324	0.490	0.422	0.839	1.254	0.245	0.467
なし	売上高	27545	0.562	0.377	0.761	0.488	1.100	1.676	0.209	0.407
日経大分類	売上高	27545	0.549	0.376	0.714	0.490	1.053	1.614	0.216	0.412
日経中分類	売上高	27545	0.483	0.336	0.581	0.449	0.930	1.401	0.242	0.456
日経小分類	売上高	27545	0.474	0.336	0.556	0.439	0.895	1.351	0.241	0.457
東証分類	売上高	27545	0.486	0.340	0.581	0.451	0.929	1.388	0.235	0.451
Panel I.企業価値売上高倍率(EV/SL)										
なし	なし	27545	1.204	0.624	2.467	0.737	2.260	3.853	0.113	0.232
日経大分類	なし	27545	1.098	0.593	2.055	0.756	2.176	3.575	0.129	0.257
日経中分類	なし	27545	0.819	0.512	1.271	0.633	1.587	2.538	0.149	0.300
日経小分類	なし	27545	0.783	0.500	1.209	0.624	1.540	2.417	0.158	0.312
東証分類	なし	27545	0.852	0.529	1.288	0.669	1.692	2.651	0.142	0.288
なし	売上高	27545	1.361	0.705	2.657	0.938	2.624	4.556	0.103	0.210
日経大分類	売上高	27545	1.271	0.658	2.666	0.906	2.528	4.131	0.115	0.228
日経中分類	売上高	27545	0.886	0.545	1.400	0.708	1.793	2.789	0.145	0.285
日経小分類	売上高	27545	0.842	0.524	1.346	0.660	1.670	2.640	0.151	0.294
東証分類	売上高	27545	0.915	0.560	1.422	0.742	1.857	2.909	0.140	0.281
Panel J.企業価値フリー・キャッシュフロー倍率(EV/FCF)										
なし	なし	9195	1.818	1.053	3.167	1.466	3.587	5.643	0.073	0.146
日経大分類	なし	9195	1.812	1.048	3.126	1.473	3.531	5.600	0.075	0.147
日経中分類	なし	9195	1.793	1.035	3.007	1.486	3.544	5.596	0.072	0.148
日経小分類	なし	9195	1.888	1.066	3.440	1.525	3.741	5.950	0.070	0.141
東証分類	なし	9195	1.790	1.043	3.029	1.483	3.533	5.549	0.073	0.147
なし	売上高	9195	2.412	1.164	5.684	1.795	4.690	7.838	0.064	0.127
日経大分類	売上高	9195	2.422	1.164	5.808	1.805	4.691	7.592	0.064	0.125
日経中分類	売上高	9195	2.278	1.154	5.297	1.751	4.387	7.514	0.063	0.128
日経小分類	売上高	9195	2.220	1.150	4.724	1.694	4.312	7.191	0.067	0.128
東証分類	売上高	9195	2.263	1.150	5.212	1.737	4.374	7.355	0.066	0.130

表 14　続き

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel K.株価次期売上高予想倍率(MV/FSL)										
なし	なし	9195	0.709	0.553	0.936	0.482	0.982	1.953	0.128	0.251
日経大分類	なし	9195	0.655	0.526	0.757	0.500	0.942	1.694	0.133	0.276
日経中分類	なし	9195	0.579	0.462	0.635	0.487	0.883	1.544	0.164	0.326
日経小分類	なし	9195	0.585	0.462	0.640	0.493	0.944	1.601	0.167	0.325
東証分類	なし	9195	0.582	0.468	0.605	0.484	0.901	1.560	0.162	0.318
なし	売上高	9195	0.921	0.598	1.516	0.535	1.637	2.997	0.116	0.230
日経大分類	売上高	9195	0.811	0.577	1.176	0.539	1.412	2.470	0.118	0.252
日経中分類	売上高	9195	0.671	0.489	0.881	0.514	1.189	1.997	0.155	0.311
日経小分類	売上高	9195	0.654	0.476	0.863	0.509	1.134	1.984	0.160	0.321
東証分類	売上高	9195	0.667	0.491	0.828	0.510	1.187	2.014	0.152	0.308
Panel L.株価次期経常利益予想倍率(MV/FKE)										
なし	なし	9195	0.392	0.315	0.370	0.374	0.699	0.945	0.242	0.477
日経大分類	なし	9195	0.385	0.309	0.355	0.369	0.692	0.917	0.244	0.484
日経中分類	なし	9195	0.365	0.294	0.334	0.364	0.672	0.867	0.274	0.510
日経小分類	なし	9195	0.370	0.298	0.338	0.366	0.676	0.886	0.264	0.503
東証分類	なし	9195	0.367	0.296	0.335	0.366	0.672	0.886	0.272	0.507
なし	売上高	9195	0.455	0.347	0.483	0.418	0.798	1.177	0.224	0.436
日経大分類	売上高	9195	0.440	0.340	0.458	0.405	0.779	1.155	0.227	0.447
日経中分類	売上高	9195	0.396	0.303	0.398	0.384	0.720	0.997	0.263	0.496
日経小分類	売上高	9195	0.388	0.304	0.377	0.383	0.712	0.971	0.269	0.494
東証分類	売上高	9195	0.399	0.304	0.409	0.383	0.726	1.026	0.259	0.494
Panel M.株価次期当期利益予想倍率(MV/FNT)										
なし	なし	9195	0.412	0.324	0.432	0.382	0.736	0.995	0.234	0.463
日経大分類	なし	9195	0.407	0.319	0.422	0.381	0.729	0.967	0.237	0.472
日経中分類	なし	9195	0.391	0.307	0.411	0.383	0.721	0.948	0.263	0.491
日経小分類	なし	9195	0.401	0.312	0.443	0.386	0.725	0.972	0.253	0.484
東証分類	なし	9195	0.395	0.310	0.412	0.386	0.730	0.953	0.258	0.489
なし	売上高	9195	0.481	0.360	0.567	0.445	0.865	1.325	0.229	0.424
日経大分類	売上高	9195	0.474	0.351	0.578	0.430	0.826	1.263	0.223	0.437
日経中分類	売上高	9195	0.430	0.322	0.490	0.412	0.781	1.110	0.250	0.470
日経小分類	売上高	9195	0.424	0.321	0.528	0.411	0.762	1.085	0.257	0.474
東証分類	売上高	9195	0.433	0.325	0.502	0.417	0.784	1.113	0.254	0.469

表 15　年度別回帰結果(企業価値売上高倍率)

Year	Intercept	Indevs	Indpb	Adjpm	Losspm	Adjgro	Lev	Rnoa	Rd	Adj. R^2	F-stat.	N
1985	-0.280	1.055	0.107	12.026	-13.428	-0.319	0.216	-0.298		0.620	184.531	789
	-1.964	23.868	2.088	19.183	-10.518	-1.484	1.631	-5.307				
1986	0.088	1.007	0.138	13.926	-16.333	-1.099	-0.403	-0.444		0.572	150.709	785
	0.533	21.184	3.158	15.543	-9.793	-3.410	-2.193	-4.501				
1987	-0.049	1.143	0.078	16.109	-18.016	-0.505	-0.221	-0.272		0.465	109.499	876
	-0.256	18.432	1.495	13.110	-9.337	-2.147	-0.981	-3.627				
1988	0.260	1.051	-0.006	18.067	-24.941	-0.207	-0.011	-0.461		0.499	129.251	901
	1.398	19.807	-0.183	15.585	-13.887	-0.623	-0.046	-4.492				
1989	-0.007	1.079	0.046	15.278	-13.376	-0.887	0.034	-0.210		0.516	154.414	1010
	-0.043	22.958	1.814	16.384	-5.925	-3.248	0.171	-4.233				
1990	0.193	1.044	0.075	22.395	-27.946	0.281	-0.423	-0.152		0.559	222.479	1225
	1.061	22.885	2.329	24.305	-11.301	1.091	-2.013	-3.297				
1991	0.271	1.022	0.083	16.967	-18.449	0.093	-0.437	-0.277		0.568	275.497	1462
	2.110	26.204	2.201	27.113	-10.658	0.399	-3.230	-3.854				
1992	-0.185	1.076	0.064	12.406	-13.938	-0.315	0.237	-0.247		0.552	286.056	1622
	-2.105	30.674	1.543	27.684	-15.594	-2.223	2.560	-4.693				
1993	-0.201	0.939	0.140	15.157	-20.108	-0.558	0.216	-0.389		0.538	283.703	1700
	-1.977	23.776	3.191	27.026	-27.807	-3.527	2.112	-4.763				
1994	-0.087	0.924	0.193	15.329	-19.868	0.201	-0.094	-0.513		0.513	272.352	1803
	-0.657	23.591	3.359	25.045	-26.800	0.970	-0.876	-4.698				
1995	-0.306	0.943	0.182	10.614	-14.001	0.054	0.394	-0.386		0.524	301.787	1914
	-3.488	28.535	3.155	25.995	-27.845	0.461	5.334	-5.983				
1996	-0.069	0.973	0.150	12.426	-16.963	0.293	0.011	-0.547		0.447	234.486	2019
	-0.556	22.554	2.470	23.499	-24.643	2.059	0.104	-5.941				
1997	-0.295	0.989	0.158	12.358	-16.922	0.325	0.369	-0.290		0.528	343.867	2150
	-3.534	26.465	2.824	31.144	-26.033	2.877	5.030	-4.443				
1998	-0.376	0.983	0.164	10.256	-12.111	0.194	0.568	-0.275	0.973	0.527	311.211	2226
	-6.519	26.516	2.796	30.894	-22.841	2.111	9.391	-4.399	1.741			
1999	-0.582	0.888	0.507	13.570	-17.073	0.019	0.425	-0.274	2.444	0.485	266.804	2259
	-6.828	18.322	6.647	30.752	-25.920	0.134	5.186	-2.697	3.464			
2000	-0.536	0.917	0.574	14.551	-21.454	0.553	0.386	-0.330	3.305	0.452	240.753	2330
	-5.359	13.966	5.759	29.229	-24.823	4.986	3.667	-3.010	3.483			
2001	-0.483	0.902	0.458	11.479	-13.580	0.311	0.579	-0.859	3.202	0.501	303.864	2412
	-6.311	17.178	5.311	32.857	-35.503	5.389	7.535	-8.739	4.749			
2002	-0.469	0.851	0.587	11.291	-14.700	0.149	0.400	-0.440	3.804	0.463	263.402	2435
	-6.377	15.283	6.875	29.539	-32.704	1.767	5.215	-5.637	6.159			
2003	-0.469	0.833	0.550	10.337	-13.187	0.451	0.530	-0.650	2.698	0.497	301.274	2434
	-6.639	17.188	6.134	33.835	-36.578	6.138	8.559	-9.164	5.221			
2004	-0.725	0.802	0.730	15.083	-21.798	0.811	0.491	-0.110	2.489	0.492	294.333	2423
	-6.182	10.664	6.934	32.468	-36.851	8.985	4.509	-1.145	2.858			
2005	-0.852	0.806	1.248	15.006	-17.436	0.346	-0.147	-0.671	0.095	0.407	211.602	2455
	-5.642	8.245	10.054	26.359	-29.523	5.315	-1.061	-5.977	0.085			
2006	-0.600	0.721	0.954	15.383	-16.667	0.412	-0.149	-0.682	5.013	0.453	258.195	2488
	-4.597	8.887	9.379	29.008	-30.767	4.796	-1.164	-6.363	5.023			
2007	-0.559	0.874	0.672	14.432	-15.735	0.250	0.156	-0.614	3.328	0.526	352.297	2532
	-5.509	13.190	7.518	36.873	-39.277	3.062	1.575	-7.662	4.436			
平均	-0.275	0.949	0.341	14.107	-17.306	0.037	0.136	-0.408	2.735	0.509	250.103	1837.0
	-3.019	20.016	4.211	26.236	-23.258	1.473	2.218	-4.984	3.722			

※各年度とも，上段が係数推定値，下段が t 値を表す。

表 16　年度別回帰結果(株価資本倍率)

Year	Intercept	Indevs	Indpb	Adjpm	Losspm	Adjgro	Lev	Roe	Rd	Adj. R^2	F-stat.	N
1985	-4.665	0.228	1.390	3.783	-29.031	1.168	5.672	2.047		0.172	24.374	789
	-6.706	1.052	5.473	1.226	-4.462	1.109	8.720	2.429				
1986	-3.559	0.349	0.952	9.655	-29.544	2.507	6.266	-5.550		0.333	56.944	785
	-5.991	2.053	6.076	3.041	-4.729	2.162	9.443	-9.111				
1987	-5.162	0.251	1.205	9.964	7.302	1.257	8.300	-7.262		0.355	69.915	876
	-7.422	1.129	6.479	2.294	0.974	1.493	10.185	-12.351				
1988	-10.947	0.344	1.247	22.562	-37.500	-0.241	17.653	-17.007		0.359	73.129	901
	-8.728	0.971	5.667	2.954	-3.045	-0.109	11.408	-10.134				
1989	-7.774	0.419	0.997	1.619	-0.257	0.088	10.693	13.173		0.388	92.321	1010
	-12.101	2.169	9.693	0.423	-0.028	0.078	12.602	9.716				
1990	-8.724	0.503	1.053	14.043	-56.836	1.059	12.098	11.503		0.284	70.459	1225
	-11.741	2.670	7.980	3.660	-5.523	0.998	13.639	6.488				
1991	-4.452	0.350	1.078	17.815	-42.695	1.009	6.363	3.030		0.259	74.087	1462
	-11.231	2.874	9.200	9.110	-7.694	1.385	15.033	3.071				
1992	-1.512	0.099	0.979	9.370	-11.061	0.700	2.864	-1.061		0.267	85.253	1622
	-9.014	1.481	12.279	11.157	-6.175	2.569	16.087	-4.186				
1993	-2.261	-0.090	1.261	12.336	-9.745	1.040	3.807	-4.625		0.332	121.672	1700
	-9.204	-0.952	12.021	9.438	-5.418	2.784	15.129	-13.795				
1994	-1.963	-0.066	1.277	12.099	-4.876	2.021	3.302	-6.945		0.389	164.938	1803
	-6.179	-0.705	9.338	8.707	-2.648	4.101	12.371	-23.264				
1995	-1.496	-0.088	1.105	9.539	-5.841	0.845	3.055	-4.243		0.367	159.774	1914
	-6.449	-0.997	7.182	9.220	-4.295	2.712	15.084	-23.323				
1996	-2.569	0.044	1.186	10.385	-15.858	1.859	4.549	-5.291		0.305	127.808	2019
	-8.236	0.409	7.754	8.131	-9.095	5.207	17.664	-13.178				
1997	-2.658	0.063	1.497	10.090	-18.276	1.188	3.852	-0.507		0.217	86.243	2150
	-11.707	0.610	9.766	9.679	-9.538	3.828	19.014	-1.498				
1998	-1.273	-0.081	1.491	9.213	-3.411	1.836	2.149	-2.638	2.663	0.326	135.665	2226
	-8.889	-0.872	10.151	11.866	-2.474	8.044	13.904	-21.384	1.909			
1999	-2.268	-0.536	2.587	16.890	-14.626	3.824	2.866	-2.560	1.299	0.256	98.072	2259
	-8.679	-3.651	11.232	13.441	-7.110	8.849	10.995	-15.487	0.603			
2000	-1.559	-0.464	2.584	13.377	-15.038	1.722	1.952	-1.897	2.780	0.236	91.032	2330
	-8.456	-3.837	14.079	15.446	-9.181	8.397	9.703	-10.271	1.586			
2001	-1.481	-0.320	1.943	9.407	-9.855	0.909	2.284	-1.013	4.092	0.255	103.971	2412
	-10.753	-3.387	12.576	16.382	-14.992	8.707	16.073	-10.264	3.362			
2002	-0.959	-0.332	2.065	7.152	-7.546	1.308	1.310	-0.851	4.371	0.282	120.342	2435
	-9.233	-4.257	17.584	14.247	-12.050	11.107	11.781	-9.446	5.060			
2003	-1.439	-0.393	2.284	7.930	-8.685	1.614	1.959	-1.505	2.343	0.316	141.433	2434
	-10.734	-4.297	13.530	15.364	-12.912	11.553	16.232	-18.396	2.388			
2004	-2.047	-0.570	2.632	12.293	-17.223	1.871	2.620	-1.137	2.429	0.251	102.571	2423
	-9.568	-4.166	13.876	15.751	-15.903	11.378	13.135	-5.757	1.528			
2005	-2.194	-0.500	2.794	12.634	-13.688	1.051	2.335	-2.155	0.436	0.216	85.411	2455
	-8.589	-3.030	13.482	14.119	-14.539	9.531	9.935	-9.717	0.232			
2006	-1.962	-0.372	2.143	13.738	-13.733	0.881	2.515	-1.106	4.420	0.266	113.897	2488
	-10.765	-3.289	15.420	20.131	-19.526	7.353	14.011	-6.062	3.171			
2007	-1.261	-0.251	1.655	10.418	-10.553	1.142	1.993	-0.729	4.545	0.310	143.144	2532
	-9.772	-2.982	14.715	21.815	-21.468	10.943	15.809	-4.817	4.761			
平均	-3.225	-0.061	1.626	11.144	-16.025	1.333	4.802	-1.666	2.938	0.293	101.846	1837.0
	-9.137	-0.913	10.676	10.330	-8.340	5.399	13.389	-8.728	2.460			

※各年度とも，上段が係数推定値，下段がｔ値を表す。

表 17　評価誤差率(bias)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%
Panel A.企業価値売上高倍率(EV/SL)								
なし	なし	25147	0.264	-0.253	2.670	1.155	2.881	4.939
日経大分類	なし	25147	0.187	-0.166	2.301	1.156	2.716	4.653
日経中分類	なし	25147	0.103	-0.107	1.519	1.015	2.192	3.392
日経小分類	なし	25147	0.114	-0.075	1.447	1.010	2.173	3.195
東証分類	なし	25147	0.101	-0.111	1.550	1.052	2.326	3.576
なし	総資産	25147	0.503	-0.162	3.235	1.417	3.481	5.872
日経大分類	総資産	25147	0.419	-0.116	3.164	1.349	3.150	5.305
日経中分類	総資産	25147	0.190	-0.068	1.675	1.107	2.451	3.692
日経小分類	総資産	25147	0.149	-0.073	1.539	1.045	2.300	3.430
東証分類	総資産	25147	0.195	-0.068	1.714	1.132	2.487	3.781
Warranted Multiple		25147	0.351	0.234	2.295	1.076	2.319	3.425
Panel B.株価資本倍率(MV/BV)								
なし	なし	25147	0.016	-0.067	0.555	0.689	1.328	1.739
日経大分類	なし	25147	0.016	-0.063	0.551	0.685	1.317	1.737
日経中分類	なし	25147	0.016	-0.058	0.540	0.639	1.255	1.667
日経小分類	なし	25147	0.024	-0.053	0.552	0.637	1.274	1.700
東証分類	なし	25147	0.017	-0.058	0.542	0.651	1.274	1.696
なし	総資産	25147	0.085	-0.039	0.677	0.744	1.487	2.011
日経大分類	総資産	25147	0.086	-0.037	0.674	0.741	1.482	2.007
日経中分類	総資産	25147	0.066	-0.044	0.646	0.684	1.363	1.863
日経小分類	総資産	25147	0.055	-0.056	0.638	0.672	1.358	1.846
東証分類	総資産	25147	0.066	-0.038	0.634	0.685	1.367	1.867
Warranted Multiple		25147	0.238	0.128	0.808	0.815	1.665	2.310

表 18　絶対評価誤差率(accuracy)

選択基準 業種	規模	N	Mean	Median	S.D.	75%-25%	90%-10%	95%-5%	±15%	±30%
Panel A.企業価値売上高倍率(EV/SL)										
なし	なし	25147	1.194	0.624	2.403	0.746	2.249	3.822	0.113	0.232
日経大分類	なし	25147	1.096	0.594	2.032	0.768	2.181	3.568	0.130	0.259
日経中分類	なし	25147	0.821	0.512	1.283	0.635	1.589	2.529	0.149	0.300
日経小分類	なし	25147	0.784	0.500	1.222	0.626	1.545	2.405	0.158	0.313
東証分類	なし	25147	0.855	0.531	1.297	0.674	1.701	2.659	0.142	0.288
なし	総資産	25147	1.386	0.688	2.967	0.895	2.639	4.713	0.107	0.212
日経大分類	総資産	25147	1.277	0.655	2.925	0.870	2.438	4.196	0.119	0.236
日経中分類	総資産	25147	0.892	0.541	1.430	0.712	1.795	2.809	0.149	0.291
日経小分類	総資産	25147	0.832	0.514	1.304	0.661	1.657	2.560	0.151	0.300
東証分類	総資産	25147	0.909	0.553	1.466	0.728	1.799	2.819	0.148	0.289
Warranted Multiple		25147	0.900	0.520	2.140	0.803	1.793	2.697	0.168	0.317
Panel B.株価資本倍率(MV/BV)										
なし	なし	25147	0.423	0.351	0.360	0.412	0.747	0.996	0.221	0.433
日経大分類	なし	25147	0.421	0.349	0.356	0.410	0.747	0.995	0.223	0.434
日経中分類	なし	25147	0.402	0.328	0.361	0.399	0.724	0.952	0.244	0.464
日経小分類	なし	25147	0.406	0.327	0.375	0.403	0.736	0.980	0.247	0.467
東証分類	なし	25147	0.407	0.333	0.358	0.402	0.733	0.971	0.238	0.457
なし	総資産	25147	0.478	0.371	0.488	0.440	0.845	1.262	0.210	0.413
日経大分類	総資産	25147	0.474	0.369	0.486	0.442	0.847	1.262	0.217	0.419
日経中分類	総資産	25147	0.443	0.343	0.475	0.420	0.789	1.139	0.235	0.446
日経小分類	総資産	25147	0.439	0.339	0.466	0.416	0.780	1.125	0.233	0.450
東証分類	総資産	25147	0.443	0.343	0.459	0.420	0.788	1.139	0.233	0.444
Warranted Multiple		25147	0.561	0.391	0.628	0.541	1.149	1.609	0.210	0.402