

# M&Aにおける買収価格の考え方 ～ひとつの方法に固執せず、多面的な評価が必要～

## 要 約

M&Aが活況を呈している中、MBO価格に対する訴訟が相次いでいる。また、巨額な損失を隠すために、M&Aにおける不透明な取引と会計処理を行った会社については記憶に新しい。最近では、買いたい、売りたいという意欲のみが先行して、まともな価格交渉すら行われないケースも見られる。

本稿では株式の価値、事業の価値の一般的な測定方法を紹介し、それをもって経営者あるいは会社のM&Aに関係する部署の方々に初期的なバリュエーションをするに当たっての基礎的な知識を得て頂くことを目的としている。

買収するばかりではなく、一方で、企業は常に買収される危機にさらされている。経営者として自社の企業価値を把握し、今後どのように高めていけばいいのかを考える上での一助となることを期待したい。

## 目 次

はじめに

1. 算定方法の類型に3つのアプローチ
2. 貸借対照表に着目するコストアプローチ
3. 市場株価を基準とするマーケットアプローチ
4. 株主の将来収入に着目するインカムアプローチ
5. 算定方法の選択には業種・市場・持分などに留意が必要
6. プレミアムやディスカウントで算定結果を調整

まとめ



**間所 健司**

Kenji Madokoro

経営コンサルティング部

## はじめに

世界的にM&Aが活況となっている中、わが国においても、リーマンショック以降低減傾向にあったM&Aの件数は、2011年は2010年と比較して微増となり底打ちの傾向が見られた。他方、M&Aの金額では、2011年は大型の海外企業の買収もあって2010年を上回った。

M&Aも会社を商品に見立てた一種の商取引であることから、取引における適正な価格を知ることは重要なことである。非上場会社に限らず、上場会社においても、再編やTOBなどの開示や株主説明の場面で必要となっている。

はじめに、M&Aの買収価格とは何を指すのか、並びにM&Aでよく論議されるシナジー効果とは何かを説明する。

### (1) 価値と価格の関係を明確にする

M&Aにおける買収価値を考えるにあたって、言葉の定義を明確にしておく必要がある。M&

Aではよく使われる「価値」と「価格」との関係がポイントである。価値の内容には次のように、事業価値、株主価値、企業価値がある。

**事業価値**：企業が行う事業活動により直接生ずる価値をいう。

**株主価値**：事業価値から他人資本（一般には有利子負債等）を差し引いた残りの株主に帰属する価値をいう。貸借対照表における時価ベースの株主資本と捉えることができる。

**企業価値**：事業価値に、事業活動とは直接関係のない遊休資産等の非事業用資産の価値を加算した企業全体の価値をいう。

事業価値、株主価値および企業価値の関係を図示すると図表1のようになる。実際に会社を買収する場合、非事業用資産が全くない会社であれば、株主価値が理論的な買収価格になり、非

図表1 企業価値、事業価値、株主価値の関係



事業用資産を保有する会社であれば、「株主価値+非事業用資産」の価値が理論的な買収価格になると考えればよい。

## (2) シナジー効果の評価が不可欠

シナジー効果とは、2つ以上の事業が結びついて、単純な合計を上回る結果が出る「相乗効果」をいう。買収前のスタンドアロン価値を買収後にアップさせる経営上の施策を行うことで顕著に出ることが多い。

シナジー効果には、インカムシナジー、コストシナジーがある。インカムシナジーとは、売上アップが期待できるシナジーを指す。例えば、商圏の相互補完であるとか、それぞれの販売チャネルに対するクロスセルなどである。コストシナジーは、コストを削減することができるシナジーをいい、取扱い数量が多くなることで、仕入単価を引き下げる交渉力が出ることや、重複する部門や人員を削減することでコストの低減を実現させることなどがある。さらに、規模が拡大することによる信用補完で有利な条件で資金調達

ができるようになるなどの副次的シナジーも発生することがある。

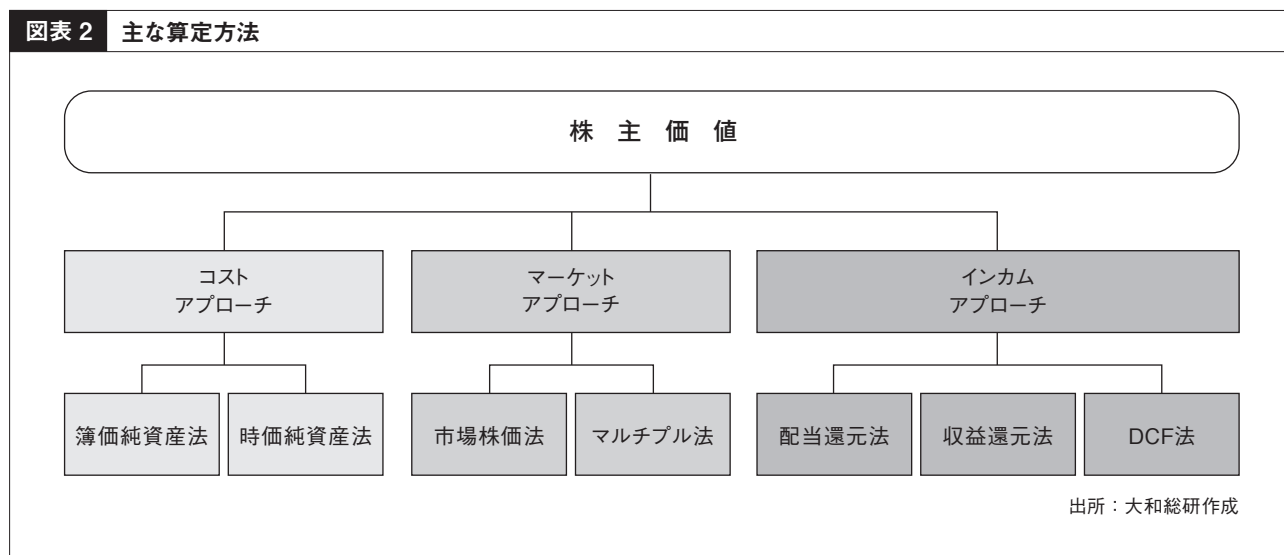
一方で、マイナスのシナジー効果が発生することもあり得る。重複する製商品の食い合い、大口の取引先が離れる可能性、キーパーソンへの退職などは避けなければならないことである。

一般に、M&Aの買収価格の算定においてはスタンドアロン価値を計算している。買い手側はこれに買収後のシナジーを考慮して買収価格を決定することも少なくない。その場合、買収後のシナジー効果を過大に評価して、割高な買収価格にならないよう注意しなければならない。

## 1. 算定方法の類型に3つのアプローチ

企業価値の算定方法は大きく分けて、コストアプローチ、マーケットアプローチおよびインカムアプローチの3つのアプローチが挙げられる(図表2)。

図表2 主な算定方法



## (1) コストアプローチ

企業の貸借対照表に着目して、資産と負債の差額を株主価値として、企業が有する実態資産の価値が株主の持分であるとする考え方である。

不動産業など保有する資産そのものに価値を見出すような業種における適合性が比較的高い算定方法といえる。一方で、技術力やノウハウなどが重視される業種、例えばバイオやハイテクなどの企業にはなじみにくい算定方法でもある。

コストアプローチでは、簿価純資産法と時価純資産法の2つの方法を用いるのが一般的である。

## (2) マーケットアプローチ

株式市場における価値やその他の類似する取引における価値を基準として事業価値や株主価値を算定する考え方である。

マーケットアプローチには、市場株価法や類似会社比較法(マルチプル法)、類似取引比較法などがある。マーケットアプローチは、実際の取引価格をベースに対象会社株式の「相対的な」価値を計算する方法である。

## (3) インカムアプローチ

株主が将来獲得すると予想される収入(インカム)に着目して、その収入を期待する収益率(期待収益率、割引率ともいう)で割り戻して計算する方法である。

インカムアプローチで用いる収入には、配当金、利益、キャッシュフローなど様々なものがある。

これらの3つのアプローチは、M&Aにおける買収価格の算定のほか、不動産価格の算定や

無形資産価値の算定など幅広く使える考え方でもある。

## 2. 貸借対照表に着目するコストアプローチ

### (1) 簿価純資産法

簿価純資産法においては、適正な会計処理をした貸借対照表をそのまま用いて、資産から負債を差し引いて求める方法である。したがって、財務諸表さえ入手できれば誰でも簡単に計算することが可能である。

しかしながら、小規模の非上場会社において、①税務基準で財務諸表が作成されているような場合や、②多額の含み益が見込まれる資産を保有している場合、③多くの子会社を有しているが連結財務諸表が作成されていない場合などでは、簿価純資産法を採用することは適当ではない。時価純資産法を採用する必要がある。

### (2) 時価純資産法

時価純資産法は、資産項目、負債項目を時価評価し、その差額をもって価値を決定する方法である。含み損益に対して税金相当分を考慮する考え方と考慮しない考え方がある。前者を「清算法」、後者を「再調達法」という。

資産側の再評価項目としては、「有価証券」や「土地」が代表的である。また「棚卸資産」については基本的には大幅な修正は行わないものの、陳腐化や滞留資産の状況が時価評価のポイントになる。一方で「建物」や「機械装置」などの有形

固定資産は適切な減価償却を行ってれば、特に再評価をしない場合がある。

負債側の時価評価は、「退職給付債務」の数理計算上の差異や過去勤務債務の未認識債務の有無、偶発債務の可能性などの時価評価が必要となる。

含み損益が多額の場合、清算法と再調達法では法人税等相当額について差が出ることから、いずれの方法を採用するかで結果が大きく異なるため、採用方法の選択にも注意が必要である。

図表3では、清算法による計算方法の事例を示した。簿価純資産150億円の会社で、棚卸資産の評価減が10億円、土地の含み益が60億円、有価証券の含み損が4億円、退職給付費用の未積み立て額が8億円あったと仮定している。その資産項目の評価益は、「60億円-10億円-4億円」で46億円、退職給付の不足額が8億円であるため、合計38億円の評価益が発生する。それに対する税相当額は「38億円×40%⇒15億円」とす

ると、図表にあるとおり時価純資産は、簿価純資産を23億円上回り173億円になる。

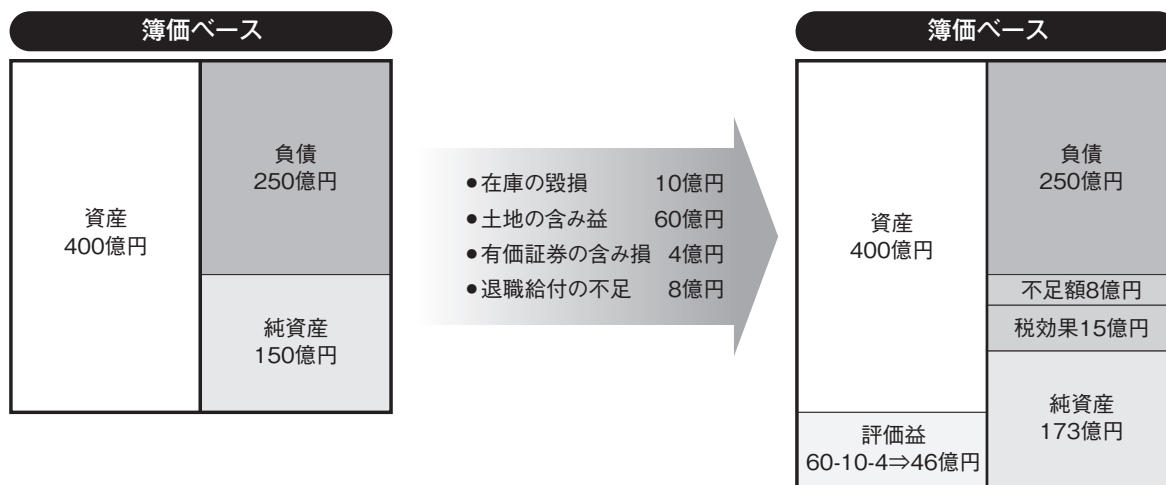
### 3. 市場株価を基準とする マーケットアプローチ

#### (1) 市場株価法

市場株価法は対象会社が株式を上場している場合に採用する方法の1つである。市場株価は、不特定多数の投資家が、その会社に対する収益性や将来性を総合的に判断して形成された価値であるため、客観性の高い方法といえる。

市場株価法における株価の算定期間は、決定日(取締役会決議の日など)の前日の株価が1つの基準となるものの、一時的な変動であった場合に配慮して、1ヶ月平均、3ヶ月平均、6ヶ月

図表3 時価純資産法の考え方



時価の総資産 = 446 億円

出所：大和総研作成

平均が一般的に用いられている。

ただし、上記算定期間で会社側に何らかの重要なイベント（業績修正やファイナンスなど）が発生していた場合、算定期間を短縮したりすることはあり得る。イベントには会社が正式に発表したもののほか、新聞等の報道・観測記事、インターネットの掲示板や書き込みなどを確認し、株価変動や出来高の変化を見ながら経験則で算定期間を決定することがある。

## (2) マルチプル法（類似会社比較法）

マルチプル法とは、類似会社比較法、株価倍率法などともいわれ、類似する上場会社の株価指標を用いて計算する方法で、市場における相対的な価値を算出する方法であるといえる。

株価指標としては、PER (Price Earnings Ratio: 株価収益率)、PBR (Price Book-value Ratio: 株価純資産倍率) およびEV (Enterprise Value: 企業価値) / EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) が代表的なものである。

PERは、 $\text{株価} \div 1 \text{株当たり当期純利益}$ （あるいは、 $\text{時価総額} \div \text{当期純利益}$ ）の算式で計算される。つまり、株価は会計上の1株当たり利益の

何年分であるかを示している。特別損益が多額であった場合には、当期純利益ではなく経常利益を用いることもある。この方法は分かりやすいことが最大の特長であるため、実務上、株価の相対的な割高・割安感を計る指標として長年用いられている。

PBRは、 $\text{株価} \div 1 \text{株当たり純資産}$ （あるいは、 $\text{時価総額} \div \text{純資産}$ ）の算式で計算される。つまり、株価は会計上の1株当たり純資産の何倍であるかを示している。この方法も分かりやすいことが最大の特長である。この指標が1倍を大きく割り込んでいると資産価値もないと評価されていることになる。ただし、実際には1倍を割り込んでいる会社も多く見られる。

EVは企業価値を指し、一般に「株式時価総額+有利子負債-現預金」により計算される。EBITDAは、「当期利益+法人税等+支払利息+減価償却費」の計算式あるいは、簡便的に「営業利益+減価償却費」で計算することも多い。つまり、EV/EBITDAとは、企業価値が、税、金利控除前の営業キャッシュフローの何倍であるかを表している指標である。

上記以外にもPSR (Price Sales Ratio) を用いる場合がある。PSRは、 $\text{株価売上高倍率}$ の略で、 $\text{株価} \div 1 \text{株当たり売上高}$ （あるいは、 $\text{時価総額} \div$

図表 4 マルチプル法と計算式

PER法	想定時価総額 = 当期純利益 × 類似会社のPER
PER法(経常利益)	想定時価総額 = 経常利益 × 類似会社のPER(経常利益)
PBR法	想定時価総額 = 純資産 × 類似会社のPBR
EV/EBITDA法	想定時価総額 = EBITDA × 類似会社のEV/EBITDA + 現預金 - 有利子負債 - 少数株主持分
PSR法	想定時価総額 = 売上高 × 類似会社のPSR

出所：大和総研作成

売上高)の算式により計算される。この方法は、赤字のネット関連ベンチャー企業やバイオベンチャー企業などの株価を説明するために用いられたもので、赤字であるためPERが使えないことから、同様のビジネスモデルであれば、将来売上高に対して同じ程度の利益率になるであろうとの想定から導き出されたものである(図表4参照)。

マルチプル法を使用するにあたって重要な点は、①類似する上場会社の選定と、②採用するマルチプル(株価指標)の特定である。特に類似会社選定は、計算結果の妥当性にかかるため、特に重要視すべきである。

類似する上場会社の選定に当たっては、業種が同じであることはもちろんのこと、取扱う製商品・サービスが類似していること、売上高や総資産額、資本構成、成長率、利益率、従業員数、などの経営指標が近似していることが望ましい。しかしながら、厳密な意味での類似会社というものはほとんど存在しないため、すべての点で類似性を求めることは必要ではない。また、類似会社が1社のみ、あるいは極端に少ないと特定の会社の固有の事情に左右されてしまう可能性が高まるため、できる限り多数の会社を選定することが望まれる。

### (3) 株価指標以外のマルチプル法

株価指標を用いたマルチプル法以外の方法もある。類似取引比較法ともいわれ、財務数値以外の経営数値を使って計算する方法である。

同じ業界内で多数のM&Aの実績があって、その指標が業界内で慣習となっているような場合によく用いられる。例えば、ガス事業者の価値が「加入世帯数×単価」で計算されたり、インターネットの広告サイトを「ページビュー×単価」

で算定してきたケース、ケーブルテレビ事業者やCS事業者が「加入者数×単価」で計算するケースがこれに当たる。

この方法を採用するに当たっては、単価をいくりに設定するかが重要であり、そのためには過去に多数のM&Aの実績が必要となる。この方式では、M&Aが過熱している業界や分野では割高な買収価格になることもあり得る。

## 4. 株主の将来収入に着目する インカムアプローチ

### (1) 配当還元法

配当還元法は、受け取る配当金の額から計算する方法で、主に少数株主を対象にした売買で用いられる考え方である。インカムとして配当金しか得られないような株主の場合に該当する方法であるため、M&Aのように経営権取得を目的とした投資とは異なる。

配当還元法は、1株当たり配当金÷利回りで計算する。重要になるのは、対象会社の配当政策と想定配当利回りになる。安定配当型と業績連動型では当然異なる計算結果となるし、後者は配当金の予想の難易度はかなり高まる。

裁判例においても、少数株主が当事者となっているときは、配当還元法が採用されるケースも多い。その場合、配当成長モデル(ゴードン・モデル)が採用された判決も多数見られる。

### (2) 収益還元法

将来期待される当該企業の収益に基づいて算

定する方法である。この方法は企業利益の内、株主に配当される部分だけでなく、内部留保分も含まれるため、必ずしも少数株主間の売買に適しない面もある。

収益還元法には、税引後営業利益をベースとする考え方と、当期純利益をベースとするものがある。

収益還元法では、事業計画がない場合や将来収益の予想が難しい場合に、過去の収益実績に基づいて将来期待される収益を計算の基礎となる収益と想定することが多い。注意しなければならないのは、多額の特別損益があった場合で、過去の実績をとるときに、一時的な損益は除外して考えなければならない。

収益還元法は、その性質上、成熟した業界で、将来的にも安定的な収益を得ることができる業種の場合、適合性が高い方法であるといえる。一方で、新しい業界・業種であるとか、設立からの年数が若い会社や成長途上にあるような会社では、適正な評価が得られないことが多い。

そのような会社については、次に解説するDCF法が利用される。

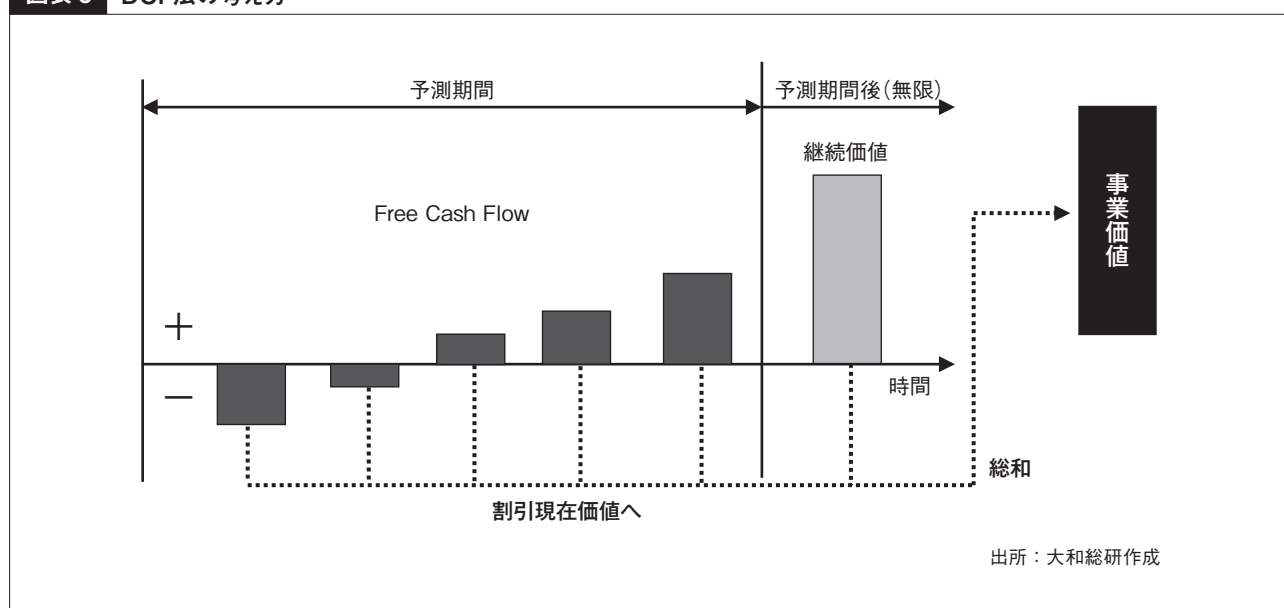
### (3) DCF (Discounted Cash Flow)法

M&Aの評価に最もよく使われる方式で、投資後に予想される年度別に現金の入出金の金額(キャッシュフロー)を予測し、それを現在価値に割り引いて合計することによって、投資そのものの価値を算出する方法である。

具体的な方法は、①事業から生み出されるフリーキャッシュフローを加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)で現在価値に割り戻して事業価値を算出する(図表5)。②その事業価値に非事業用資産(余剰キャッシュや遊休資産等)を加算し、有利子負債を減算して株主価値を算出する。

加重平均資本コストは、負債コストと株主資本コストの加重平均で計算される。負債コストは税引き後の借入金利を用いる。株主資本コストは、

図表5 DCF法の考え方





資本資産評価モデル(CAPM: Capital Asset Pricing Model)を用いて計算することが一般的となっている。加重平均するときの資本構成(負債と株主資本の比率)は、時価ベースが原則である。資本構成の計算の考え方としては、①循環法と②類似会社法がある。循環法は、表計算ソフトなどを用いて、計算された株主価値をもとに反復計算をさせる方法である。類似会社法は、類似する上場会社の資本構成を用いる考え方であり、いずれも一長一短がある。

## 5. 算定方法の選択には業種・市場・持分などに留意が必要

### (1) コストアプローチの留意点

コストアプローチの特長としては、比較的客観的な価値の算定ができるという点が挙げられる。会社が保有する実態的な資産をベースに計算する点から、前述のとおり、不動産会社、倉庫業や金融機関といった保有する資産から直接収益を得るような業種の算定に適合性が高い。

その一方で、コストアプローチは一時点における財産の状況を評価するものであるから、その企業の将来の成長性や収益力といった固有の条件を測定しているわけではない。また、資産・負債を個別に評価しているため、それらが複合的に関連付けられて生み出された「事業」という付加価値まで計算しているものではない。仮にそれを営業権という無形固定資産として評価するのであれば、最大の特長である客観性を損なうことになってしまうおそれがある。

### (2) マーケットアプローチの留意点

マルチプル法は、不特定多数の市場参加者による株価がベースとなるため客観性が高い方法である。また、類似会社は上場会社であるため、最新の財務情報の入手が容易であり、実際の計算は簡単である。

その一方で、類似会社の選定において、事業内容や規模、成長性など多くの要素において類似する上場会社を選定することがきわめて困難な場合がある。その結果、類似会社の選定に恣意性が入り込む余地が生まれる。とはいえ、類似性を厳密に追究するとマルチプル法が採用できなくなるため、どこまで類似性を求めるのか、バランスが重要となる。

また、マルチプル法は、マーケットの状況に影響を受けるため、市場が沈静化しているときは低く、活況なときは高く計算されてしまうことがある。

### (3) インカムアプローチの留意点

配当還元法は、少数株主の場合に適合する方法である。配当還元法は、安定配当の会社の場合、計算が簡単であることが大きな利点である。一方、業績連動配当の会社であったとすると、将来の収益の見通しを考慮しなければならず、その計算が困難となる点は注意が必要である。

収益還元法も同様で、将来収益が大きく変動することが予想されるような場合、それを反映させることができないため、採用には慎重にならなければならない。また、会計制度の変更が予想される場合には、基準となる利益の額が変わることがあるため注意が必要である。

DCF法において、その価値を決定づけるの

は、予想事業年度最終期の利益水準と割引率である。将来の事業計画が価値を左右するため、恣意性のない事業計画を作成しなければならない。しかしながら5年先、10年先を的確に予想することは不可能に近く、目標や希望が入る余地が大きくなる。割引率についても、理論的に算出した割引率が買収者の期待している収益率とかけ離れていることも見られ、割引率の調整が困難なケースもある。

いずれにしてもDCF法は、他の方法と比較して複雑であるため、計算に当たっては、時間と経験のある算定人が不可欠である。

#### (4) 合併や株式交換での適用

これまで様々な算定方法を見てきたが、単純な買収ではなく、株式交換や合併などで株式を対価とする場合には注意が必要である。株式同士という相対的な価値の比較(株式交換比率や合併比率)であるため、A社は純資産法の結果で、B社はDCF法の結果を使って、というように別々な方法の算定結果で比率を計算するものではなく、原則として同一の方法で計算された株価をもって比較すべきである。しかしながら、一方が上場会社で、もう一方が非上場会社であった場合は、上場会社が市場株価法で、非上場会社が純資産法やDCF法でということはよくあり得る。

## 6. プレミアムや ディスカウントで 算定結果を調整

これまで見てきたコストアプローチ、マーケット

アプローチ、インカムアプローチによる企業価値の算定結果に対して、株式の所有割合に基づき、当該企業に支配力を行使できる「コントロール・プレミアム」、支配のないことによる「マイノリティ・ディスカウント」、を考慮する必要がある。

また、当該株式が容易に処分できるようなものでない場合(主には非上場株式が当てはまる。)、流通性が低い、あるいは流動性がほとんどないことによる「非流動性ディスカウント」を反映させる必要がある。

### (1) コントロール・プレミアム (支配権プレミアム)

コストアプローチである純資産法は、前述のように基準時点(一般には直近の決算時点)における再調達価格あるいは清算価格を計算するものである。したがって、再調達あるいは清算ができるのは支配株主であるため、純資産法による計算結果は、コントロール・プレミアムが含まれているものと考えることが妥当である。

マーケットアプローチについては、市場株価法もマルチプル法も市場で売買されている株価をベースに計算するものであるから、コントロール・プレミアムは含まれていないと考えるのが妥当である。類似取引比較法では、類似取引そのものが買収の事例であった場合はコントロール・プレミアムが含まれていることになる。

インカムアプローチでは、収益還元法やDCF法は、利益やキャッシュフローをベースとするため、増減を左右する事業戦略の決定や、事業計画の策定といった会社の意思決定を自由にできる立場にあるものと考えられる。したがって、コントロール・プレミアムが含まれているものといえる。一方で、配当還元法は、会社から得られ

る果実が配当だけというような少数株主に適合するため、コントロール・プレミアムは含まれていないとするのが適当である。

## (2) マイノリティ・ディスカウント (少数株主ディスカウント)

当該取引が少数株主としての取引であれば、支配力を有する株主の場合と比較して一般的には価値が低下する。

マーケットアプローチの市場株価法やマルチプル法は市場で日々取引されている株価をベースとしているため、すでにマイノリティの株価である。したがって、マイノリティ・ディスカウントを行う必要性はない。類似取引比較法では、多くの場合、経営権の移転が伴う取引を指標としているため、マイノリティ・ディスカウントは必要となる。

インカムアプローチでは、配当還元法は、元々配当金を得ることしかしない少数株主の価値を計算するための考え方であるため、マイノリティ・ディ

スカウントは必要ではない。収益還元法やDCF法では、経営権を有する株主における方法であるため、少数株主であった場合は、マイノリティ・ディスカウントが必要となる。

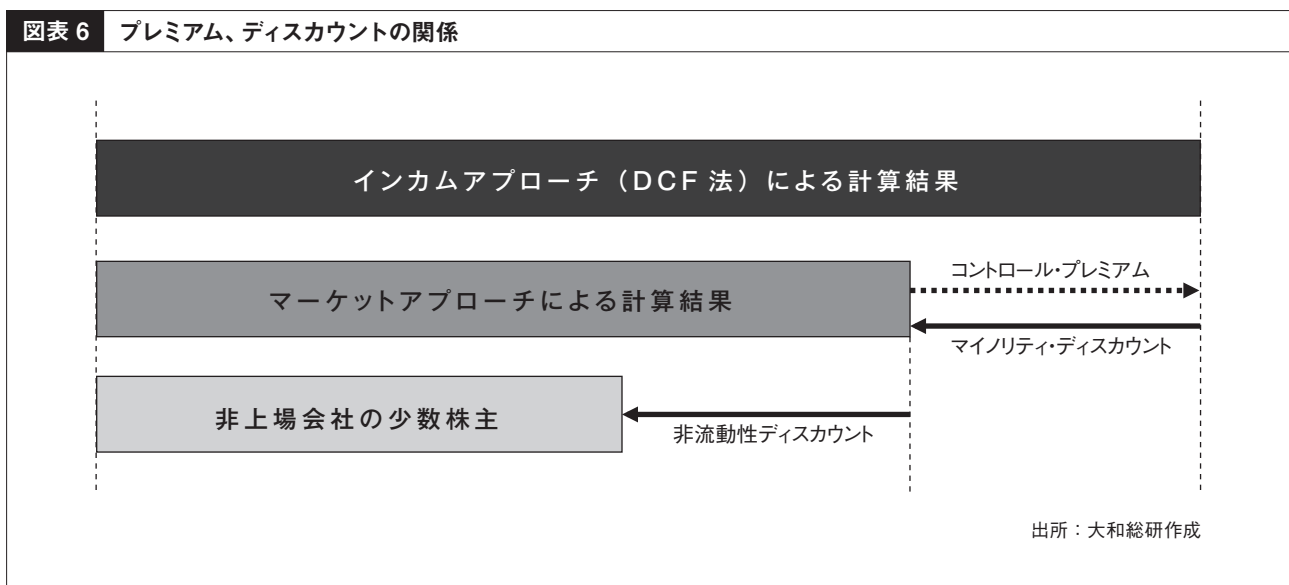
マイノリティ・ディスカウントが実務上使用されるものとしては、DCF法で算定した結果に対し、マイノリティ・ディスカウント後の少数株主の価値を算出するような場合である。

## (3) 非流動性ディスカウント

投資家が非上場の株式に対して投資する場合、取得した株式を転売しようと考えたときに簡単に換金する手段がない。流動性のある上場株式に比べ、買い手を探すためのコストや時間が余計にかかってしまう。したがって、類似する上場会社の株価と比較してディスカウントするという考え方が出てくる。これが、非流動性ディスカウントである。

非流動性ディスカウントは、現金化の困難性の問題なので、前出のコントロール・プレミアム

図表 6 プレミアム、ディスカウントの関係



やマイノリティ・ディスカウントとは別に適用を考えなければならない。

例えば、非上場会社の株式を少数持分のみ取得するとした場合、マーケットアプローチのマルチプル法で計算したとすると、その結果から当該株式の流動性の欠如によるディスカウントとして、例えば30%減額した後の株価を取引価格とすべきである。また、非上場会社を買収する場合、DCF法で計算した結果に対して、その株式の流動性欠如によるディスカウントを行うことは、実務上行われている。しかし、コントロールのレベルによってディスカウント率は異なるとの意見もある。

#### (4) TOBプレミアム

直接的には算定結果を調整する考え方ではないが、TOBプレミアムもコントロール・プレミアムのひとつの類型であるともいえる。

TOBプレミアムは個別の事情にもよるが、マーケットアプローチによる算定結果に対して、概ね20%~40%の範囲で検討されることが多い。

一方で、ディスカウントTOBということもあり得る。対象会社に発行済株式数の3分の1を超えるような大株主がいる場合、その大株主は売却したいが、市場で売却すると大量の売りによって株価が大きく値を下げる可能性が高いようなときである。つまり、ディスカウントTOBは、上場会社のオーナーチェンジで使うことができる。一方、少数株主としては上場さえ維持されればいいわけで、あえてディスカウントTOBに応募することはない。

## まとめ

買収価格を求める考え方に、コストアプローチ、マーケットアプローチ、インカムアプローチがあることを見てきたが、M&Aにおいて継続企業の価値を求める立場からはコストアプローチは少々課題が残る。一般にはマーケットアプローチとインカムアプローチを用いることが多い。

マーケットアプローチとインカムアプローチの(調整後の)結果が近似であることが望ましい。あるいはかい離した場合でもその理由が明確に分かる場合は計算結果が妥当であったと判断することができる。一方で、理由も明白でなく計算結果が大きくかい離していた場合はどう判断すべきであろうか。「類似会社の選定は適切であったか?」「将来CFは実現可能性があるのか?」「割引率は妥当であったか?」など多面的な検証を行う必要がある。

株式市場に対する一定の知見と数学的知識や表計算ソフトの技術があれば、比較的容易に計算し得ることが理解できよう。しかしながらそれでは単純に計算で留まっているにすぎない。計算した結果が適正なものであるのか、専門家の多くの経験とその経験から得られる勘に頼らなければならない場面は必ずある。100%の情報を得られることはまずない。不足する情報をいかに補って、主観的でありながら客観的な計算結果を導き出すのが専門家の役割であるといえる。第三者機関の多くの経験と公正な立場が適正な評価結果を出すのである。