

# クロスボーダーM&A案件に見られる上手な買収の方法

## ~アーンアウトについて~

今や日本企業が世界のM&Aマーケットの主役になったといっても過言ではない。

一方で、M&Aの成否が経営に与える影響も大きくなってきている。

失敗しないM&Aをいかに行うか。日米間のイン・アウト案件でよく見られる手法の一つを紹介する。

### M&Aの失敗の原因

M&Aの失敗原因には、次のようなものが主に挙げられる。

#### ① 買収対象企業に起因するもの

販売や仕入・生産状況、経営者の資質、財務状況、潜在債務等

#### ② 買収側企業に起因するもの

不明確なM&Aの目的、不完全なデュー・デリジェンス、脆弱な契約交渉プロセス等

#### ③ ポストマージャー・インテグレーション

企業文化の融合、組織・人員の再配置、設備の合理化等

#### ④ “そもそも高値買収だった”

高値買収という批判はよく案件の発表時に、「プレミアムX%は払い過ぎ」、「EBITDA倍率がX倍とは高すぎる」といったものが多いが、当然買収側企業は入念に検討し、ファイナンシャルアドバイザー等第三者の意見も参考にして買収価格を決定しているものであり、高値であったかどうかは、それから数年経過した後の結果に対して評価されるべきである。

買収額のプライシングはその数年先をどう見立てるかによる部分が大きく、そこがはずれると思わぬ高値買収となってしまう。何十億円、時には何千億円もの損失処理をせざるを得ない事例を最近よく目にするのがあり、より工夫された買収方法が期待されている。

### 高値買収を防ぐ方法としての「アーンアウト取引」

新たな成長機会を求めてM&Aを実行す

ると決めた限りは、案件をものにしなければ何も始まらない。何年もM&Aに挑戦しながら実現できずにいる企業を筆者は何社も見ているが、リスクがあるからリターンがあるのであり、慎重すぎる姿勢はともすれば機会ロスを起こしているかもしれない。

一方で、いい案件ほどオークションによる売却になることが常であり、また、海外の売り手は日本企業がM&Aによる成長に貪欲であることを見越しているため、高い金額を提示してきたりすることも多い。このような状況下でM&Aを成功させることは決して容易なことではない。

高値買収を防ぐには、**① 冷静な事業価値のバリュエーション**（案件の希少性に対して熱くなり過ぎない）、**② 節税効果を計算したストラクチャリングの構築**（売り手の手取り額の最大化、買い手の支払額の最小化）、**③ 買収対価の後払い**等があるが、今回は**④**の代表的手法である「アーンアウト」について見てみたい。

アーンアウトとは、買収契約書において、取引のクロージング後に一定の条件が達成されることを条件に、買い手が買収対価の一部の支払を行う（後払い）方法をいう。海外では多数の使用例があるが（米国SECのEDGARで検索するだけで多数閲覧することができる）、日本では、日本企業によるアメリカ企業の買収（主に非上場企業が対象の場合）で見られる位で、国内案件ではあまり見られない。もっと活用できるはずである。

なお、米国での上場会社の取引では、アー

ンアウトではなく、CVR（Convertible Value Right）という方法が用いられることがある。

### アーンアウトが利用される場面

アーンアウトは、売り手と買い手で価格の不一致が起こった場合に検討される。もう少し具体的な例を挙げるとすると、売り手が「50億円であれば売却する。それ以下であれば他の買い手候補と交渉する。」と主張してきたとする。買い手としてはその事業に50億円の価値が認められないのだが、それは将来の事業計画の達成可能性が現時点では測れないことが理由である場合、アーンアウトが検討される。

つまり、将来の一定の時期に一定の業績が達成されたら、クロージング時に支払った額以外に追加で支払いをするため、最終的に総額50億円以上の支払をするという提案である。

一般的には次のようなケースに利用されることが多い。

- ① 対象会社がスタートアップ段階にあり、業績の見込みを検証しにくい場合
- ② 対象会社が研究開発型企業であり（製薬、ケミカル、ハイテク業界等）、新規の商品開発の販売度合いが見込みにくい場合
- ③ 会社の一事業であり、独立した際のスタンダードアローン価値の把握が難しい場合
- ④ 事業再生の状況にある場合

売り手から提出された事業計画が買い手から見るとアグレッシブであるが、対象会社の経営者がいかにも自信満々である場合、

その勢いにかけて買収対価を上げるのではなく、「それではその目標を達成したら今の額のX倍支払う」と提案した方が合理的であろう。

最近の日本企業が利用した事例として、大日本住友製薬の米国医薬品会社の買収（2012年）がある。そのプレスリリースでは、以下のように発表されている。

…当社はBBI社の株主及びBBI社に対し、株式買収の対価として買収完了時に200百万米ドルを支払うとともに、将来、BBI社が開発中の化合物（BBI608及びBBI503）の開発マイルストーンとして最大540百万米ドルを支払う可能性があります。さらに、販売後は売上高に依じた販売マイルストーンとして、年間売上高が4,000百万米ドルに達した場合には合計として最大1,890百万米ドルを支払う可能性があります。…

具体的には、大日本住友はBBI創業者ら株主に対し、一時金を2億ドル（当時約160億円）支払うほか、開発の成功報酬として最大5億4千万ドル（当時約430億円）、新薬が実際に発売され年間売上高が40億ドル（当時約3200億円）に達した場合、販売の成功報酬としてさらに最大18億9千万ドル（当時1500億円）を支払う可能性がある。総額は2100億円程度になるとのことである。総額の約90%が後払いになっている。

### アーンアウトの利点

買い手にとっての利点としては、まず1点目に、買収対価を一定の成果を確認してから後払いにするため過大な対価の支払いの回避に繋がる。2点目は、売主に対して補償請求権を持つことになった場合、その請求権とアーンアウト分の代金支払債務とを相殺することもある（但し、売り手からはエスクローアカウントに入れることを要求されることが多い）。3点目は、アーンアウトを利用する時の買収対象企業は、規模や純資産が小さい場合が多く、将来の価値を見出して買収することになるため、のれんが大きくなる傾向にある。現行の日本の企業結合会

計基準では、追加支払が確実となり時価が合理的に算定可能になった段階で、追加の支払対価が企業結合日で発生したものとすのれんを追加計上する（IFRSでは、アーンアウト時の追加の支払対価を時価でのれん及び債務として認識することが必要）。

他方、売り手の利点としては、必要以上のディスカウントをされることなく、事業計画が達成されれば、適正な売却対価を得られることとなる。

最後に、売り手である株主と経営者が同一で買収後もその経営者が続投する場合、アーンアウトはその経営者のインセンティブにも繋がるため、リテンションとしての機能を持つことになる。買収対価を受領したら経営に力が入らないのではないかとという危惧に対しても機能することになる。

### アーンアウトの支払条件

アーンアウトの取決めにおける支払条件は、売上高、EBITやEBITDA等の指標が使われることが多い。ここで留意すべきは、可能な限りシンプルにすることである。交渉が続き、両社の主張が重なるとどんどん複雑な指標になるが、実際の支払時に紛争になるケースもあるため、客観的でシンプルな指標であることが望ましい。

アーンアウトの支払の種類としては、以下の3つがある。

**① 決められた条件が成就した場合に、一定の金額を支払うもの**

例 200X年の売上が●億円を超えた場合、●円（固定額）を支払う

**② 予め決められた一定の公式に従って支払うもの**

例 200X年のEBITDAが●億円を超えた場合、超過金額の●%を支払う

**③ 財務指標以外に、ある一定の事象が発生した場合に一定の額を支払うもの**

例 FDAの認可、ある商品の上市、継続中の訴訟の確定の場合に一定額を支払う

通常アーンアウトの支払いが適用される期間は決められており、クロージング後3～5年が一般的である。それ以上は売り手も買い手も見込みが立たないということである

う。また、アーンアウトの額に上限（キャップ）を付けることもあるが、これは売り手の立場ではあまりロジカルではない。買い手としては、買収資金を外部からの借りに頼る場合は、無限に借入ができるということはないため、キャップの発想が必要となる。

### アーンアウト交渉においてよくある議論

アーンアウト・ディールの交渉で必ずといっていいほど次のような議論が起こる。

**●売り手◆① 買収者が株主になるので、アーンアウトの支払を避ける行為を求めるのではないかと（例 コスト配賦方法の変更、人員・組織の配置変更等）**

**●買い手◆② 利益の達成は買い手から提供するシナジーに寄与するところが大きいのではないかと**

このような問題について予め用意された答えはなく、一つ一つ場合分けをしながら両者で交渉するしかない。

### 最後に

M&A交渉は教科書通りにいかないものであり、合意のために売り手と買い手双方が数々の工夫をして成立するものである。交渉には先を見越したナビゲーター役が必要であり、それは我々アドバイザーが担うものだという気持ちで日々業務を推進しているので気軽に相談して頂きたい。



常務執行役員  
ファイナンシャル・アドバイザー 第2部長

光澤 利幸

Toshi MITSUZAWA

兵庫県立大学（旧神戸商科大学）商経学部卒業。日商岩井（現双日）、プライス・ウォーター・ハウス・コープス、ラザードフレール、GCAアドバイザを経て、2012年にフロンティア・マネジメントに入社。国内と海外のM&Aアドバイザー業務に15年以上従事。