

企業結合におけるアーンアウト条項に関する 研究の現状と課題

— 広告業界の場合 —

馬 宏 宏

1. はじめに

アーンアウト条項に関する規定は、企業結合会計基準—『国際財務報告基準第3号（2008年改訂版）「企業結合」』[International Financial Reporting Standards No.3 (revised 2008), Business Combination]〔以後IFRS 3(R)と略称する〕及び『米国財務会計基準書第141号（2007年改訂版）「企業結合」』[Statement of Financial Accounting Standards No.141 (revised 2007), Business Combination]〔以後SFAS 141(R)と略称する〕—に含まれている。

SFAS 141(R)は、企業買収の取得日が2008年12月15日以後に開始する最初の年次報告期間の期首以後となる企業結合から適用した（第74項）。IFRS 3(R)は、取得日が2009年7月1日以降開始する最初の事業年度の期首以後である企業結合について適用されている（第64項）。

この2つの会計基準では、条件付対価の会計処理について改訂が行われた。IFRS 3(R)第37項・第39項及びSFAS 141(R)第39項・第41項の規定によると買手（取得企業）が売手（被取得企業の旧所有者）に対して被取得企業との交換に際し移転する対価には、条件付対価契約から発生するすべての資産又は負債が含まれる。買手は条件付対価の取得日の公正価値を被取得企業との交換で移転された対価の一部として計上しなければならない。

IFRS 3(R)第58項及びSFAS 141(R)第65項の規定によれば、取得日後、測定期間中の修正ではない資産または負債として分類された条件付対価の公正価値を再評価しなくてはならない。その結果生じる差額は損益として処理される。したがって、改訂後の会計基準は従来のアーンアウト条項に関する研究に非常に大きなインパクトを与える。

アーンアウト条項は買収契約において非常に重要な項目であり、改訂前の会計基準では条件付対価がほとんど開示されていなかった。改訂前の会計基準の買収案件を対象とした先行研究では、「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段である」という仮説の検証が行われた。これらの研究者は買収に当たってアーンアウト条項が適用されていたかどうかのみによって、情報の非対称性があるかどうかを推測し、被取得企業の特性を明らかにした。改訂後の会計基準[IFRS 3(R), SFAS 141(R)]では、条件付対価が財務諸表に記載されることになった。研究者はこれにより初めて、開示された条件付対価をプロキシとして「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段である」かどうかを測定することができるようになった。この測定の結果に加え、実際の買収案件を考察して被取得企業の特性を明らかにすることによって「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段」として機能しているかどうかを検証することが本論文の目的である。

2. 先行研究と論点整理

2.1 アーンアウト条項とは

「アーンアウト条項 (Earnout) とは、買収対価の一部の支払いを、買収取引の実行 (クロージング) 後一定の期間内に、対象事業が特定の条件を達成することに条件づけ、当該事項が発生するまで遅らせる条項をいう」(松浪 [2010], p.35) と定義されている。実際の例を用いて、アーンアウト条項の定義を説明する。

2010年10月12日に株式会社ディー・エヌ・エー (DeNA) は、スマートフォン向けソーシャルゲームアプリを開発・提供している企業である ngmoco, Inc. の持分を 100% 取得した。買収の概要はクロージング (買収実行) 時に、普通株式、新株予約権及び現金の合計 3.03 億米ドル (約 257 億円) を支払い、2011年12月に終了する事業年度に係る ngmoco の業績に応じて、更にアーンアウトである最大 1.00 億米ドル (約 85 億円) 相当の普通株式、新株予約権及び現金を 2012年6月頃までに支払う予定とするというものである (DeNA [2010])。

2.2 先行研究

2008年までの買収案件を対象とした先行研究 (Ragozzino and Reuer [2009]; Kohers and Ang [2000]; Datar et al. [2001]) では、「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段である」という仮説の検証が行われた。その研究においては、買収に当たってアーンアウト条項を適用したか否かによって被取得企業の特徴が明らかにされた。そしてこの特性に理由づけを行い、情報の非対称性があるかどうかを説明した。その特性は以下のように示されている。

- a. 被取得企業が非上場会社の場合：財務諸表を準備するプロセス及びコントロールが整備されていないため、作成された財務諸表の信頼性が低くなる可能性がある。加えて、アメリカにおいては非上場会社は監査を受ける必要がないため、なおさら財務諸表の

信頼性が低くなる可能性がある。その結果として、買手と売手の情報の非対称性が生じやすいため、アーンアウト条項を適用して情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する (Kohers and Ang [2000]; Datar et al. [2001])。

- b. 被取得企業の業界内での買収の数が少ない場合：過去の買収の案件は買手にとっては非常に重要な情報源である。買収案件が少ないほど参照する事例が少なく、情報の非対称性が発生する確率が高くなるため、アーンアウト条項を適用して情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する (Datar et al. [2001])。
- c. 国際買収の場合：ビジネス自体だけではなく文化、法律、習慣による情報の非対称性が大いに存在しているため、買収に当たってアーンアウト条項を適用して情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する (Kohers and Ang [2000]; Datar et al. [2001])。
- d. 他業界の企業の買収の場合：買手は既存の専門知識の範囲を超え、買手が資産の価値を判断する能力を欠いていることがあり、被取得企業の価値を評価しにくくなるため、情報の非対称性が発生する可能性が高くなる。そのためアーンアウト条項を適用して情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する (Datar et al. [2001]; Ragozzino and Reuer [2009])。

2.3 論点整理

2008年までの買収案件を対象とした先行研究 (Ragozzino and Reuer [2009]; Kohers and Ang [2000]; Datar et al. [2001]) の仮説及び検証の結果は、「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段である」というものである。アーンアウト条項を適用する契約は、即ち買手と売手の間の情報の非対称性による逆選抜の問題を回避できるとみなしていた。これらの先行研究の研究者は実際に買手と売手の間で、

「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避できる手段である」かどうかは測定しておらず、測定する方法さえ存在しなかった。

一方で、2009年の買収案件を分析対象としたQuinn [2013] は、改訂後のSFAS 141 (R)の条件付対価の再評価差額をプロキシとして使用して、「アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避できなかった」という結果を示した。Quinn [2013] の研究結果は、Datar et al. [2001] 他多くの先行研究の結果と異なるものであった。そこで、本論文ではQuinnの研究結果を筆者の視点(Quinn [2013] とは異なり、損益計算書に計上されている条件付対価の再評価差額のデータを使って)から再検証しておきたい。分析にあたって、取得日の公正価値と将来の公正価値との関係を次のように整理しておく。

i. 取得日の条件付対価の公正価値

買手は買収を行う前のデューディリジェンスで得た情報、今までの買収経験、売手の属性、被取得企業との関係、業界の知識などの資料に基づき、取得日に条件付対価を見積ることができる。仮に売手が補完された良い情報を持っていないければ、クロージング価格にこの条件付対価の公正価値が加わるとしても、買手ではなく他の潜在的な買手に売ることでも可能であり、買手と低い対価で売買契約を締結しない。補完された良い情報を持っている売手のみ、一旦低い対価で妥協して契約を締

結し、時間とともに、いずれは予測の情報を実現して莫大な条件付対価を入手することができる。このことから、買手がアーンアウト条項を用いて売手が補完された良い情報を持っているか否かを識別することは、情報の非対称性による逆選抜の問題を回避することだと言える。言い換えると、仮に将来の条件付対価が取得日の条件付対価の公正価値と等しい場合、買手はアーンアウト条項によって情報の非対称性による逆選抜を回避できると言える。

将来の公正価値 - 取得日の公正価値 = 0 ;

条件付対価の再評価差額は0として計上される。

ii. 取得日後の条件付対価の公正価値

Quinn [2013] の測定方法である取得日後の条件付対価の公正価値について、筆者が作成した図1を用いて説明すると、将来条件付対価の公正価値が右側の「将来の条件付対価=最大値」に近づく、即ち損益計算書に条件付対価再評価差額金が損失として計上される場合には、売手が最初に持っていた補完された良い情報が正しく、買手は最終的に妥当な金額を売手に支払うこととなる。売手が実際に補完された良い情報を持っていたことが判明する。言い換えると仮に将来の条件付対価が取得日の条件付対価の公正価値より大きくなる場合、買手はアーンアウト条項によって情報の非対称性による逆選抜を回避できると言える。

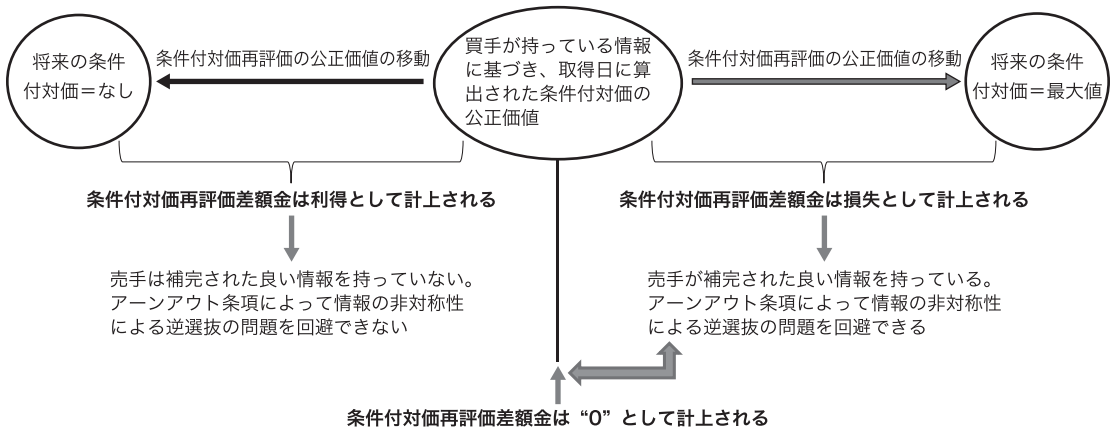


図1 条件付対価と、買手と売手の情報の非対称性による逆選抜の問題との関係

将来の公正価値－取得日の公正価値>0；

条件付対価の再評価差額金は損失として計上される。

逆に将来条件付対価の公正価値が左側の「将来の条件付対価＝なし」に近づくと、即ち損益計算書に条件付対価再評価差額金が利得として計上される場合には、売手が実際に補完された良い情報を持っていなかったことになる。アーンアウト条項があっても、買手は補完された良い情報を持っていない売手に遭ってしまった。言い換えると、仮に将来の条件付対価が取得日の条件付対価の公正価値より小さくなる場合、買手はアーンアウト条項によって情報の非対称性による逆選抜を回避できないと言える。

将来の公正価値－取得日の公正価値<0；

条件付対価の再評価差額金は利得として計上される。

iii. 仮説

前述のように Quinn [2013] の研究結果を本論文では再検証しておきたい。そこで Quinn [2013] の研究が示すように、条件付対価の再評価差額が果たして利得として計上されているのかを、世界ビッグ6の広告代理店の損益計算書に計

上されている条件付対価の再評価差額のデータによって検証する。本論文では次のように仮説を設定する。

仮説：条件付対価の再評価差額金は利得として計上される。

3. データ

前述の「iii 仮説」で述べたように、本論文では、仮説である「条件付対価の再評価差額金は利得として計上される」を検証する。まず、本節では WPP Plc. (WPP) の開示情報を通して条件付対価の再評価差額金のデータの扱いを説明する。次に、世界ビッグ6の広告代理店の2011年から2015年までの損益計算書に計上されている条件付対価の再評価差額金のデータの扱い方を説明する。

3.1 WPPの条件付対価の勘定

WPPは世界広告代理店で最大手（売上ベース）であり、ロンドン証券取引所及びニューヨーク証券取引所に上場している。WPPはIFRSを適用する会社である。表1はWPPの各会計年度のアンニュアルレポートに計上された条件付対価の勘定

表1 条件付対価勘定

(百万米ドル)

| 会計年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 期首残高 (At the beginning of the year) | 415.6 | 436.4 | 372.5 | 308.5 | 307.7 | 496.5 |
| 決済 (Earnout paid) | -179.6 | -232.6 | -136.7 | -45.4 | -54.9 | -66.0 |
| 新規買収 (New Acquisition) | 52.0 | 124.7 | 98.1 | 85.1 | 217.8 | 394.2 |
| 測定期間の調整 (のれんの調整) (Revision of Estimates taken to goodwill) | 130.0 | 40.2 | 13.7 | -9.4 | 42.3 | 29.9 |
| 条件付対価再評価差額金 (Revaluation of payments due to vendors) | 0.0 | 9.9 | -24.2 | -25.9 | -21.1 | 53.5 |
| 為替調整 (Exchange adjustments) | 18.4 | -6.0 | -14.8 | -5.2 | 4.8 | -5.9 |
| 期末残高 (At the end of the year) | 436.4 | 372.5 | 308.5 | 307.7 | 496.5 | 902.2 |

損益計算書

(百万米ドル)

| 会計年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|------|
| 条件付対価再評価差額金 | 0.0 | 9.9 | -24.2 | -25.9 | -21.1 | 53.5 |

注) 1: The Wall Street Journal の Market Data Centre のデータに基づき元の通貨から米ドルに変換した。

と損益計算書に計上されている条件付対価再評価差額金である。

本論文の「はじめに」にて、IFRS 3 (R)は、取得日が2009年7月1日以降開始する最初の事業年度の期首以後である企業結合について適用されている。よってWPPでは2010年1月1日以降の買収案件は取得日に条件付対価の公正価値を計上しなくてはならない。

2010年以前の買収案件の公正価値は(2010年の期首残高415.6百万ドル)再評価の際には損益金ではなく、のれん(2010年は130.0百万米ドル)を調整する。

測定期間の調整とは取得後に買手が認識した条件付対価の公正価値の変動の一部は、取得日時点で存在していた事実及び状況に関して取得日後に入手した追加的な情報があれば、取得日の公正価値を調整して、その差額をのれんとして計上する[IFRS 3 (R)第58項, IFRS 3 (R)第45項から第49項]。2011年の40.2百万米ドルは2010年の買収案件の測定期間の調整及び2010年以前の買収案件の条件付対価再評価差額金と合わせる金額である。

2010年の新規買収の取得日の公正価値は52.0百万米ドルである。

翌年の2011年に、2010年の買収案件の取得日の公正価値52.0百万ドルに対し、再評価する際に条件付対価再評価の公正価値は61.9百万米ドル(2010年の新規買収52.0+2011年の再評価差額金9.9)であるため、再評価差額金である損失9.9百万ドルが生じた。即ち、2011年の条件付対価再評価差額金9.9百万ドルは

2010年の買収案件の取得時と取得1年後[2011年]の公正価値の差である。

続いて、2012年の条件付対価の再評価差額金である利得-24.2百万米ドルは、2011年の新規買収案件の条件付対価124.7百万米ドル及び2010年の買収案件の条件付対価の、2012年期首(2011年期末)の公正価値61.9⁽¹⁾百万米ドルに対する再評価差額金である。2011年と2012年の条件付対価の再評価差額金の累計-14.3(9.9-24.2)百万米ドルは、

2010年の買収案件の取得時と取得2年後[2012年]の公正価値の差+2011年の買収案件の取得時と取得1年後[2012年]の公正価値の差

の合計である。しかし、2010年と2011年の買収案件の条件付対価再評価差額金を区別することはできない。

そして、2011年から2015年の条件付対価の再評価差額金の累計-7.9(9.9-24.2-25.9-21.1+53.3)百万米ドルは

2010年の買収案件の取得時と取得5年後[2015年]の公正価値の差+2011年の買収案件の取得時と取得4年後[2015年]の公正価値の差+2012年の買収案件の取得時と取得3年後[2015年]の公正価値の差+2013年の買収案件の取得時と取得2年後[2015年]の公正価値の差+2014年の買収案件の取得時と取得1年後[2015年]の公正価値の差

である。

3.2 世界ビッグ6広告代理店の損益計算書の条件付対価再評価差額金

3.1節のWPPの損益計算書の条件付対価再評価差額金に加えて、その他の世界ビッグ5⁽²⁾広告代理店の損益計算書の条件付対価再評価差額金をまとめて表2に表している。

表2のデータを使って、本論文の仮説である「条件付対価再評価差額金が利得として計上されている」か否かをQuinn [2013] が使っているt検定で検証することと

2009年の買収案件⁽³⁾の取得時と取得6年後[2015年]の公正価値の平均値の差+2010年の買収案件の取得時と取得5年後[2015年]の公正価値の平均値の差+2011年の買収案件の取得時と取得4年後[2015年]の公正価値の平均値の差+2012年の買収案件の取得時と取得3年後[2015年]の公正価値の平均値の差+2013年の買収案件の取得時と取得2年後[2015年]の公正価値の平均値の差+2014年の買収案件の取得時と取得

表 2 ビック 6 の広告代理店の損益計算書—条件付対価再評価差額金

(百万米ドル)

| 会計年度 | 適用会計基準 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| HAVAS | IFRS | NA | -8.0 | -6.6 | -2.7 | -2.6 | -1.1 |
| 電通 | IFRS | NA | NA | NA | NA | -9.6 | 13.8 |
| IPG | SFAS | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Publicis | IFRS | NA | -5.3 | -11.8 | -5.4 | -1.3 | 13.7 |
| Omnicom | SFAS | 1.7 | -0.2 | -13.2 | -10.9 | 11.0 | 21.8 |
| WPP | IFRS | NA | 9.9 | -24.2 | -25.9 | -21.1 | 53.5 |
| 合計 | | 1.7 | -3.6 | -55.8 | -44.9 | -23.6 | 101.7 |

出所) 各社のアニュアルレポートの情報をもとに筆者作成

注) 1: *The Wall Street Journal* の Market Data Centre のデータに基づき元の通貨から米ドルに変換した。

2: 電通は 2014 会計年度から IFRS を適用するために、2011 年から 2013 年のデータは欠損値として扱っている。

3: IPG は条件付対価再評価差額金の開示がない。

1 年後 [2015 年] の公正価値の平均値の差を検証することとは同じことである。なぜなら 2015 年までの「条件付対価再評価差額金」の累計は 2014 年までのすべての買収案件の取得時と 2015 年の公正価値との差と等しいからである。よって、本論文では表 2 のデータを使用して、仮説である「条件付対価が利得として計上されている」かどうかの試験調査を行う。

4. 試験調査

企業買収では買手と売手との間に情報の非対称性が生じることが多い。アーンアウト条項によって情報の非対称性による逆選抜の問題を回避できない場合は再評価の金額が前期の評価より下がるので、損益計算書で条件付対価が利得として計上されているか否かを確認すれば、広告代理店の買収において売手との間にある情報の非対称性による逆選抜の問題を回避できるか否かを明らかにできると考える。

よって、本論文では、世界ビッグ 6 の広告代理店の 2011 年から 2015 年までの損益計算書に計上されている条件付対価再評価差額金額 (表 2) を使い、条件付対価の再評価による金額が利得として計上されているか否かを t 検定によって検証することとする。

仮説: 条件付対価が利得として計上される。

仮説を検証した結果を次の表 3 にまとめた。

表 3 検証結果

| | |
|---------|--------|
| n | 23 |
| sum | -24.50 |
| Average | -1.07 |
| Median | -2.69 |
| Max | 53.52 |
| Min | -25.92 |
| std dev | 16.96 |
| t Value | -0.30 |
| p Value | 0.38 |
| DOF | 22 |

表 3 に示される t 検定の t 値 (-0.3) と p 値 (0.38) は有意ではないという結果から、広告代理店の買収事例では、条件付対価が利得として計上されるという仮説は支持されなかった。すなわち、アーンアウト条項によって買手は情報の非対称性による逆選抜の問題を回避している可能性が示唆された。この結果は Quinn [2013] のものとは逆となった。その理由の一つと考えられるのは、Quinn [2013] の研究は検証の期間が 2009 年から 2011 年に対して、本論文の検証期間は 2009 年から 2015 年であること、つまり、分析データの対象期間が異なることにより生じたのではな

いかと思われる。しかし、本論文では、Quinn [2013] とは異なる結果となることを明らかにしたものの、その原因についての詳細な分析は今後の課題として残されている。

次に、検証の結果を踏まえて2.2節で整理した情報の非対称性が生じやすい被取得企業の特徴があるかどうかを以下の事例に基づき考察する。

5. 世界ビッグ6の広告代理店の買収案件の特性

考察対象、考察対象期間及び調査方法は、以下の通りである。

考察対象（サンプル）：世界ビッグ6の広告代理店

考察対象期間：2011年から2016年まで（本論文では2016年9月30日に開示されている買収案件までとする）

調査方法：世界ビッグ6の広告代理店は全て上場会社のため、買収情報をIR情報で開示している。各社のサイトのIRの情報に基づき、買収の実績を収集し、纏める。

考察対象期間の合計買収件数は482件でHAVASは18件、電通は75件、IPGは27件、Publicisは94件、Omnicomは63件、WPPは

205件であり、調査・分析結果は、以下の通りである。

調査結果：世界ビッグ6の広告代理店の買収案件の特性

5.1 ほとんどのターゲットが非上場会社であるが、上場会社の買収もある

電通は1社、Publicisは5社、WPPは3社の上場会社を買収したが、それ以外の被取得企業（98%）は非上場会社であったため、買手及び売手の情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。

5.2 未知の国への進出

Kohers and Ang [2000] 及び Datar et al. [2001] の研究によれば、国際買収の場合はビジネス自体だけではなく文化、法律、習慣による情報の非対称性が大いに存在しているため買収に当たってアーンアウト条項を適用するケースが多かった。そこで、本論文では国際買収において情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している可能性の程度に基づき、被取得企業の所在国を4つのグループ（表4）に分けて分析対象とし、買収案件を考察して分析する。

Group 1 はアメリカ、カナダ、イギリス、EU

表4 被取得企業の所在国の分布

| | Group 1 | | | | | | BRICs | Next 11 | 他 | 合計 |
|----------|----------|------|------------|------------------|-----------------|-----|-------|---------|-----|----|
| | アメリカ／カナダ | イギリス | EU（イギリス以外） | オーストラリア／ニュージーランド | 日本、香港、台湾、シンガポール | | | | | |
| HAVAS | 9 | 1 | 5 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 18 | |
| 電通 | 13 | 4 | 16 | 6 | 4 | 19 | 6 | 7 | 75 | |
| IPG | 6 | 9 | 5 | 1 | 0 | 5 | 1 | 0 | 27 | |
| Publicis | 21 | 10 | 19 | 1 | 2 | 33 | 2 | 6 | 94 | |
| Omnicom | 13 | 10 | 12 | 6 | 2 | 14 | 4 | 2 | 63 | |
| WPP | 37 | 21 | 39 | 7 | 9 | 47 | 26 | 19 | 205 | |
| 合計 | 99 | 55 | 96 | 22 | 18 | 118 | 39 | 35 | 482 | |
| | 21% | 11% | 20% | 5% | 4% | 24% | 8% | 7% | | |

出所) 各社のIR情報をもとに筆者作成

諸国、オーストラリア、ニュージーランド、日本、香港、台湾、シンガポールであり、世界ビッグ6の広告代理店はGroup 1の国々に古くから支店を持っている。案件数の合計は買収案件全体の60%を占めている。更に、この国々の買収案件はホールディング・カンパニーによる直接買収ではなく、ほとんどは現地にある子会社を通して行ったものである。したがって、この国々の買収案件は国際買収に分類するよりも、国内買収と言っても良いと思われる。そのため、Kohers and Ang [2000] 及び Datar et al. [2001] の研究において述べられているように国際買収に当たって文化、法律、習慣による情報の非対称性が強く存在しているとは考えられない。

BRICs は B=ブラジル (被取得企業は 30 社)、R=ロシア (7 社)、I=インド (31 社)、C=中国 (23 社)、S=南アフリカ共和国 (27 社) を指す。O'Neil [2001] は BRICs について分析し、Goldman Sachs の投資家に向けて、以下のように指摘した。「これからの 10 年間で、BRICs、特に中国の GDP が世界の GDP に占める割合は高くなり、BRICs 諸国における財政・金融政策が及ぼす世界的な経済的影響についての重要な問題を提起するだろう」(O'Neill [2001], p.1) と。広告主そしてもちろん広告代理店がこの 5 つの国への投資に拍車をかけた。

世界ビッグ6の広告代理店はこの5つの国に子会社をもっていないわけではなかった。しかし、今まで BRICs に支店を持っていた理由は単にグローバルクライアントにサービスを提供することのみであった (Kim [2014])。買収の実績の面で分析すると、BRICs の広告業界の企業の買収は本論文の調査期間を含め、最近の 10 年間に活発に行われているものの、Group 1 の国々と比べると BRICs の広告代理店の買収実績の累積案件ははるかに少ないと言える。買収案件は買手にとっては非常に重要な情報源である。買収する案件が少なければ、その後の買収に当たって参照する事例が少ないため、情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。

Next 11 はイラン (被取得企業は 1 社)、イン

ドネシア (1 社)、エジプト (1 社)、トルコ (14 社)、ナイジェリア (2 社)、パキスタン (1 社)、バングラデシュ (1 社)、フィリピン (3 社)、ベトナム (6 社)、メキシコ (5 社)、韓国 (3 社) を指している。

Wilson and Stupnytska [2007] は Next 11 について、以下のように指摘した。「N-11 は BRICs のような影響を与えるためのスケールを持っていないかもしれないが、彼らは G7 に匹敵する可能性がある」(Wilson and Stupnytska [2007], p.1) と。広告主そしてもちろん広告代理店がこれらの国への投資に拍車をかけた。

世界ビッグ6の広告代理店は買収前、Next 11 にはほとんど支店をもっていなかった。そのため、これらの国々への進出は現地にいる子会社を通してではなく、直接の買収によって行われる必要がある、また、地区の Regional Office を通して進める場合もある。そのため、Next 11 の国際買収の際、ビジネス自体だけではなく文化、法律、習慣の違いによって起こる情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。

その他の国への買収：残りの「その他の国」への買収はそれほど多くなかった。買収案件全体の 7% である。買収された会社が所在する国は、以下の通りである。

- HAVAS：インドシナーカンボジア、ラオス、ミャンマー、タイ、ベトナムにも支店がある (被取得企業は 1 つのグループ会社)。
- 電通：タイ (被取得企業は 2 社)、イスラエル (1 社)、マレーシア (2 社)、ガーナ (1 社)、カザフスタン (1 社)、合計：7 社。
- Publicis：UAE (1 社)、マレーシア (1 社)、イスラエル (2 社)、パレスチナ (1 社)、コロンビア (1 社)、合計：6 社。
- Omnicom：プエルトリコ (1 社)、チリ (1 社)、合計：2 社。
- WPP：マレーシア (1 社)、イスラエル (1 社)、チリ (1 社)、コロンビア (1 社)、UAE (2 社)、タイ (2 社)、ヨルダン (1 社)、ミャンマー (1 社)、スリランカ (1 社)、エクアドル (2 社)、ケニア (1 社)、アルゼンチン (1 社)、

ペルー（2社）、モンゴル（1社）、バーレーン（1社）、合計：19社。

世界ビッグ6の広告代理店はマレーシア及びタイを除き、このグループの国々にはほとんど支店をもっていなかった。Publicisは世界ビッグ6の広告代理店の中で一番早くパレスチナに進出し、現在パレスチナで唯一の外資系広告代理店である。WPPは一番早くモンゴルに進出し、現在もモンゴルにある唯一の外資系広告代理店である。

このグループには政治が不安定な国々が含まれている。例えば、タイでは軍によるクーデターが起こっている。イスラエル及びパレスチナの間ではまだ戦争が行われている。スリランカでは政府とタミルタイガーによる内戦が行われている。ケニアではイスラム過激部隊であるアル・シャバブと政府との紛争がある。このような様々な不安定な状況で買収する場合には、まさにリスクが高いため、情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。

5.3 買収のターゲットにはデジタルエージェンシーが多く含まれている

表5に示されているように、2011年から2016年の買収案件の50%はデジタルエージェンシーである。デジタルと関連性があるPR（広報）、ヘルスケア、ダイレクトマーケティング、セールスプロモーションを含めれば、70%超の買収案件はデジタルと関係があるエージェンシーである。

伝統的なクリエイティブエージェンシーまたは放送広告は僅か16%である。他のオフラインスペシャリストであるリサーチ会社、ブランディングエージェンシー、スポーツマーケティングエージェンシー及びエンターテイメントエージェンシーはそれぞれ10%以下となっている。

広告代理店の仕事内容はこの6年間で随分変わってきた。今まで広告代理店で提供してきたサービスの多くはデジタル化され、新たなサービス分野となっている。例えばオフラインのメディアバイイング及びメディアプランニングでは、テレビ、ラジオ、新聞、雑誌、OOHの建物及びショッピングセンターの看板のスペースをバイイングし、どういった媒体を使うのかをプランニングする。一方、デジタルエージェンシーもメディアバイイングとプランニングをするが、バイイングをする対象が異なる。すなわち、デジタルエージェンシーでは、検索サイトであるYahoo、Googleのスペースをバイイングし、またどういったアプリ、コンテンツ、ゲームソフトアプリと提携し、どういったサイトを使うのかをプランニングする。よって必然的にオフラインメディアとデジタルメディアで必要な知識または専門性は大きく異なってくる。

クリエイティブエージェンシーとデジタルエージェンシーの共通点は1つの広告を作る過程で、広告主のマーケティングの戦略に合わせ、広告プランを計画し、効果が最大化される広告を作ることが求められる点である。どういった人、モデル

表5 被取得企業の専門の分布

| | デジタル | 放送広告 | PR | ヘルスケア | ダイレクトマーケティング | メディアエージェンシー | セールスプロモーション | リサーチ | ブランディング | スポーツマーケティング | エンターテイメントマーケティング | 合計 |
|----------|------|------|----|-------|--------------|-------------|-------------|------|---------|-------------|------------------|-----|
| HAVAS | 8 | 3 | 1 | 2 | 0 | 0 | 1 | 2 | 0 | 1 | 0 | 18 |
| 電通 | 44 | 15 | 1 | 1 | 3 | 2 | 4 | 2 | 1 | 2 | 0 | 75 |
| IPG | 12 | 3 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 3 | 0 | 0 | 1 | 27 |
| Publicis | 52 | 18 | 8 | 4 | 7 | 1 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 | 94 |
| Omnicom | 15 | 16 | 11 | 7 | 3 | 3 | 3 | 1 | 4 | 0 | 0 | 63 |
| WPP | 109 | 24 | 15 | 9 | 4 | 9 | 7 | 18 | 6 | 2 | 2 | 205 |
| 合計 | 240 | 79 | 38 | 25 | 19 | 16 | 18 | 27 | 12 | 5 | 3 | 482 |
| | 50% | 16% | 8% | 5% | 4% | 3% | 4% | 6% | 2% | 1% | 1% | |

出所) 各社のIR情報をもとに筆者作成

を使えば効果的であるか、またどういった言葉を使えば顧客を感動させられるかを考えだすことに莫大な時間がかかり、これは、非常に有能な人材を必要とする。デジタルエージェンシーがデジタルコンテンツを作る上でクリエイティブエージェンシーと唯一異なるのは、ソフトウェアのスペックが非常に多いことである。例えば、iPhoneは2016年10月13日時点で、iOS 10.0.2が最新版である。しかし、このiOS 10.0.2のユーザーのみに向けてコンテンツを作れば良いと言うほど、単純なものではない。なぜなら、今までのiPhoneはiOS 10.0.2にアップデートできないものが多く、仮にアップデートできても使用できる機能が変更したり速度が遅くなったりすることを嫌がり、最新iOSにアップデートをしない人も多いからである。したがって、全ての潜在的な顧客をカバーするコンテンツを作るためには様々なiPhoneとAndroidのOSやYahooとGoogleのスペック、FacebookやTwitterやlinkedinやLineなどのソーシャル・ネットワークのスペックを想定しなくてはいけない。このように、デジタルエージェンシーと、放送広告やダイレクトマーケティングや広報（PR）や消費者プロモーションなどのオフラインとで求められる専門性はまったく異なる。したがって、広告代理店は広告主にデジタルサービスを提供するために、自社の事業を転換するよりも、数多くのデジタルエージェンシーを買収する必要がある。

デジタルエージェンシーは高度なデジタルに関する知識が必要であり、まさにスペシャリストの会社である。総合広告代理店と同じ事業とも言えるが、他業界と言ってもよい。

世界ビッグ6の広告代理店はデジタルエージェンシー、またはデジタルと関連性があるPR（広報）、ヘルスケア、ダイレクトマーケティング、セールスプロモーションを買収する際、まるで他業界の企業を買収するのと同じように、既存の専門知識の範囲を超え、資産の価値を判断する能力を欠いていることがあり、被取得企業の価値を評価しにくくなるため、情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。

6. おわりに

本論文では、世界ビッグ6の広告代理店だけの試験調査の結果では、「アーンアウト条項は買手が情報の非対称性による逆選抜の問題を回避する手段」として機能している可能性が示されている。次に世界ビッグ6の広告代理店の買収案件の考察の結果、以下のことが判明した。①被取得企業の98%以上は非上場会社であるため、買手及び売手の情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある②BRICsの買収は2001年から始まったので、今までの累計の案件数が少ないため参照する事例が少なく、情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。③発展途上国への進出が始まったため、文化、法律、習慣だけではなく、政治、治安によって起こる情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。④デジタルエージェンシーを多数買収したため、既存の専門知識の範囲を超えて資産の価値を判断する能力を欠いていることがあり、被取得企業の価値を評価しにくくなるため、情報の非対称性による逆選抜の問題が発生している恐れがある。したがって、広告代理店は買収を行うに当たって、アーンアウト条項を使うべき状況が揃っている。世界ビッグ6の広告代理店だけでなく、更に統計的に裏付けされた結果を得るためには、世界の重要な市場における広告代理店にかかる調査対象を拡大し、実証しなければならない。その上、本論文において、残っている課題であるQuinn [2013]とは異なる結果が導き出された理由を詳細に考察しなくてはならない。その研究結果は、サービス業界における広告代理店業界の買収におけるアーンアウト条項に関する研究に貢献しうると考えられる。

《注》

- (1) WPPの2015アニュアルレポートではWPPのアーンアウト条項の契約の平均は4年から5年までである。即ち、2010年の買収案件は決済されていないと仮定している (p.172)。

- (2) 世界ビッグ6の広告代理店とはWPPの他、ユーロネクストに上場しているHavas S.A. (HAVAS)、東京証券取引所に上場している株式会社電通(以後電通と略称する)、ニューヨーク証券取引所に上場しているThe Interpublic Group of Companies, Inc. (IPG)、ユーロネクストに上場しているPublicis Groupe S.A. (Publicis)、ニューヨーク証券取引所に上場しているOmnicom Group Inc. (Omnicom)を指す。
- (3) 本論文の「はじめに」にて、SFAS 141 (R)は、企業買収の取得日が2008年12月15日以後に開始する最初の年次報告期間の期首以後となる企業結合から適用したため、SFASを適用する企業のみ該当する。

引用文献・資料一覧

- 松浪信也 [2010] 「アーンアウト条項における検討事項」『商事法務』No. 1917, pp. 35-43.
- Cain M. D., Denis D. J. and Denis D. K. [2011], “Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51, pp. 151-170.
- Datar S., Frankel R. and Wolfson M. [2001], “Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on Acquisition Techniques”, *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 17, pp. 201-238.
- DeNA [2010], 「米国 ngmoco 社の買収について～世界 No.1 のソーシャルゲームプラットフォームの構築を加速～」, 『プレスリリース』 (<http://dena.com/jp/press/2010/10/12/2/>, visited at 20161019).
- Financial Accounting Standards Board [2007], *Statement of Financial Accounting Standards No 141 (Revised 2007), Business Combination*. (日本公認会計士協会国際委員会訳『財務会計基準書第141号(2007年改訂)「企業結合」』2007年12月)
- International Accounting Standards Board [2008], *International Financial Reporting Standards 3, Business Combination*.
- International Accounting Standards Board [2013], (IFRS 財団編, 企業会計基準委員会, 公益財団法人財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準第3号「企業結合」』, 中央経済社, 2013年12月).
- Kim K. K. [2014], “Research on Transnational Advertising Agencies: Management, Structure, and Entry Strategies”, *The Handbook of International Advertising Research*, First Edition. John Wiley & Sons, 2014, pp. 78-94.
- Kohers N. and Ang J. [2000], “Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay”, *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 445-476.
- O'Neill [2001], “Building Better Global Economic BRICs”, *Global Economics Paper No: 66*, Goldman Sachs, pp. 1-16.
- Quinn B. J. M. [2013], “Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions”, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 81, Issue 1, Article 3, pp. 127-172.
- Ragozzino R. and Reuer J. [2009], “Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets”, *Journal of Management*, Vol. 35, pp. 857-879.
- Wilson D. and Stupnytska A. [2007], “The N-11: More Than an Acronym”, *Global Economics Paper No: 153*, Goldman Sachs, pp. 1-24.