

論文概評

氏 名	馬 宏宏
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	博人社甲 10 号
学位授与年月日	平成 30 年 9 月 21 日
学位授与の要件	学位規則第 3 条第 3 項該当
学位論文題目	アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜を回避する手段である — 広告業界の場合 —
論文審査委員	委員長 教授 末松栄一郎 委員 教授 秋月 信二 委員 教授 近田 典行 委員 准教授 宇田川元一

論文の内容の要旨

本論文は、企業の買収に当たり情報の非対称性による逆選抜を回避する手段としてアーンアウト（Earnout）条項が機能しているか否かを実証的に検証するものである。アーンアウト条項とは、企業買収の実行後の一定期間において買収対象企業あるいは事業が想定される契約上の特定の目標を達成した場合、買手企業が売手企業に対して予め合意した算定方法に基づいて買収対価の一部を追加で支払うとする規定である。それは、取引当事者相互の買収対価に関する見解の相違を埋める機能を果たし、買手にとっては有効なリスク回避手段となるといわれている。しかし、もしアーンアウト条項のそのような機能が有効に働かないのであれば、当該条項のもとでの企業買収の経済的効果は合理性を失う恐れがあるだろう。情報の非対称性による逆選抜を回避する手段としてアーンアウト（Earnout）条項が機能しているか否かを実証的に検証する意義はここにある。この問題意識は、世界ビッグ 6 の総合広告代理店業界における企業買収において、買手と売手との間の情報の非対称性による逆選抜が発生している恐れを感じてきた筆者の実務経験に基づいている。本論文は、この問題意識にもとづきアーンアウト条項の機能を実証的に検証するものである。

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 IFRS3 (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 SFAS141 (R) と略称する] において改訂され、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ようになった。そして、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くなった。財務諸表に条件付き対価が開示されなかった基準改訂前のデータに基づく先行研究では、アーンアウト条項を適用した被取得企業の特徴を明らかにし、この特性が情報の非対称性を生み出しうるものかを検討したが、条件付対価が財務諸表に記載されることになった改訂後のデータを利用する本論文では、開示された条件付対価を代理変数として、アーンアウト条項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か検証する。具体的な事例として広告業界における実際の買収案件を取り上げ、精査している点も本論文の特徴である。

本論文の構成は以下の通りである。

序章

第1章 アーンアウト条項・条件付対価

第2章 2008年以前の買収案件を対象とした先行研究

第3章 2009年の買収案件を対象とした先行研究

第4章 検証の結果

終章 結論と展望

本論文の序章では、研究の問題意識とその背景について述べている。著者の17年にわたる広告業界の財務と関わる仕事の1つにM&Aがあり、その中で、日本をはじめ、中国、韓国、シンガポールなどの国々において様々な企業の買収案件を担当し、様々なデューデリジェンスの情報に基づき買収金額を算出してきた。買収金額を算定する過程において、買手と売手がそれぞれもつ被取得企業を評価するための情報が一致せず、買手と売手の間に情報の非対称性が存在する現実を見てきたことが、アーンアウト条項の有効性の可否に対する問題意識へとつながって行ったと述べている。

そして、第1章では、改訂後のIFRS3(R)およびSFAS141(R)に含まれているアーンアウト条項に関する規定とその会計処理の特質について述べ、それが果たす役割機能について定義している。また、条件付対価の会計処理に対する2つの懸念事項について取り上げている。1つ目は、条件付対価の取得日の公正価値における測定の信頼性である。この点に関しては、IASBから、医薬品業界の場合には、条件付対価を測定が難しい局面があるとの認識が示されたものの、広告業界の条件付対価の測定の信頼性に対しては同じ指摘がみられなかったこと、また、広告業界ではほとんどの場合、財務指標を用いてマイルストーンとしての目標を設定して売買契約を締結することで、買手はデューデリジェンスから得た情報に加え、過去の買収経験、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いて、取得企業は取得日における条件付対価の公正価値を、信頼性をもって見積ることが可能であることから、本論文において代理変数として用いる条件付対価の客観性に問題がないことを明らかにしている。

次に、第2章では、先述の会計基準改訂前の先行研究としてKohers and Ang[2000]、Datar et al.[2001]、Ragozzino and Reuer[2009]を取り上げ、本論文の研究対象である広告業界の特性が、先行研究において明らかとなったアーンアウト条項を適用する環境下にあるか

どうかを確認する。上場・非上場別、所在国別、サービス分野別や投資対象がベンチャー企業か否かなど被取得企業の属性別に分類し、世界ビッグ6の総合広告代理店の2010年から2016年までの買収案件を精査した結果、Kohers and Ang[2000]、Datar et al.[2001]、Ragozzino and Reuer[2009]の先行研究の結論と同様、情報の非対称性が存在する可能性が高いと想定される状況下（①被取得企業が非上場企業の場合、②被取得企業の業界内での買収の数が少ない場合、③国際買収の場合、④他業界の企業を買収する場合）においては、買手がアーンアウト条項を多数適用していることを明らかにしている。

ただし、これらの先行研究の弱点として、筆者は、改訂前の会計基準[IFRS3, SFAS141]ではアーンアウト条項による条件付対価の公正価値を財務諸表に記載する必要がなかったために、買手が“レモンの売手”に遭っていないことを示すデータを得ることができなかったことを指摘している。そこで、当該データを得られる基準改訂後の2009年以後の買収案件を対象としたQuinn[2013]の先行研究を取り上げ、比較検証する必要性を示している。

それを受けて、第3章では、2009年の買収案件を分析対象としたQuinn[2013]をレビューし、その研究アプローチに沿って本論文が採用する独自の検証モデルを構築する。Quinn[2013]は、改訂後のSFAS141(R)で開示されることになった条件付対価の再評価差額を代理変数として使用し、アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜を回避する手段であるのか個別案件ごとに検証した。その結果、Quinn[2013]は、アーンアウト条項が情報の非対称性による逆選抜を回避する手段にならないことを示した。これに対し、本論文では、Quinn[2013]のような個別案件ごとの検証ではなく、損益計算書に計上されている条件付対価再評価差額金を使用し、取得時の条件付対価の公正価値と調査対象期間の会計年度までの公正価値の差の平均値を用いて検証する。個別案件ごとの検証のため、サンプルが相対的に少なく、加えて、個別案件ごとに経済的環境の影響の度合いが異なる可能性を排除できないという欠点を有するQuinn[2013]と比べて、公表財務諸表のデータを用いたことでより多くのサンプルを利用できること、分析の手法を一般化したこと、検証期間の拡張を行えたことからその検証結果はより客観性が増したとその意義を評価できる。

続けて、第4章では、Quinn[2013]と異なり、アーンアウト条項を適用している買収案件では、売手は“レモンの売手”ではなく、アーンアウト条項は情報の非対称性による逆選抜を回避する手段であるという統計結果を示す。Quinn[2013]と本論文の検証結果に違いが生じた理由として、筆者はQuinn[2013]の研究は調査対象期間が2009年から2011年であるのに対して、本論文の調査対象期間は2009年から2016年であることを挙げている。Quinn[2013]が取り上げた個別案件の64.3%がリーマン・ショックから景気が回復する以前の取得2年後の2011年には決済されており、そのために最終決済の条件付対価の公正価値が取得日の条件付対価の公正価値より下がっていたことから、アーンアウト条項が情報の非対称性による逆選抜を回避する手段とはならないとの結論をQuinn[2013]が導いたのではないかと考えられた。これに対して、本論文で扱った広告代理店のアーンアウト条項の期間は景気回復後を含む4年から6年の間であったことから、2014年・2015年に最終決済された金額は（途中で下落した条件付対価の再評価額を覆しただけでなく）取得日の条件付対価より上がり、その結果として本論文の検証結果がQuinn[2013]のものとは異なると

考えられた。このような景気要因は想定外である場合が高く、それがアーンアウト条項の有用性に大きな影響を与えてしまうということを明らかにした点も本研究の成果といえる。

最後に、終章では、本研究のまとめと本論文の今後の研究課題を述べている。今後の研究課題としては、例えば、天災や事故、法律の変更などの売手がコントロールできない事由によって本来の予測を達成できなくなる状況などの質的調査もアーンアウト条項の実践的有効性を高めるために必要であること、また、同じ検証アプローチにより医薬品業界など他の業界についても検証し、より本論文の成果の客観性ならに理論や実務への貢献的インプリケーションを高める必要があることを指摘している。

論文審査の結果の要旨

会計基準上、アーンアウト条項の役割機能が有効であるか否かの本審査論文の実証研究の成果は、会計基準設定あるいは改訂において貢献をなす成果となっているという点で論文審査委員の評価は異論なく一致した。

本論文の評価すべき特徴として、損益計算書に計上されている条件付対価再評価差額金を使用し、取得時の条件付対価の公正価値と調査対象期間の会計年度までの公正価値の差の平均値を検証したことがあげられる。そのことで、企業の取得から2年後までの短期的、かつ個別の案件を検証対象とした Quinn [2013] に比べ、2009年から2016年までのデータを用いて相対的に長い期間、かつ多量のデータを使用した検証が可能になった。Quinn [2013] とは異なる検証結果となったことに対しても、それらのことが本論文の結論に高い客観性をもたせたものと評価できる。

さらに、両者の検証結果が異なった原因を整理し、それを次の研究課題としてつなげていることも今後の本研究の発展的な展開が期待できるという点で評価できよう。

アーンアウト条項が情報の非対称性による逆選抜を回避する手段であることを検証する研究は少ないゆえに、本論文の研究成果は貴重なものといえよう。筆者の経歴を活かし、広告業界に特化し、客観性を高めることに寄与する独自の代理変数を用いた詳細なデータ分析を行ったという点で学術的にも高い研究成果であることが指摘できる。加えて、日本企業による海外企業の M&A の増加に伴いアーンアウト条項の利用が検討される機会も益々増加すると考えられる点でも本論文の成果の実践的インプリケーションも高いことが想定される。

もっとも、本論文にも残された課題があることは否めない。例えば、経済状況などの外的要因や、被取得企業の組織・文化特性などの内的要因がアーンアウト条項の有効性に与える検討が十分にはなされていない点などが審査委員会で指摘された。こうした課題が残されていることは筆者も認識しており、医薬業界など他の業界での分析を今後進めていくとしている。課題は残されてはいるものの、本論文の学術的な価値を何ら損なうものではない。

以上により、審査委員会として、本論文が埼玉大学人文社会科学研究科が授与する博士（経営学）の称号に値するものであることを審査委員全員一致のもと確認したことを報告する。