

2014年5月

M&A 契約における価格調整条項について

株式譲渡契約などの M&A 契約において、譲渡価格は取引上最も重要な条件の一つです。当事者間で交渉した結果、譲渡価格に合意した場合は、M&A 契約において当該譲渡価格を記載することになります。

一方で、譲渡価格についてはクローリング以降に調整を行うことがあり、その場合は価格調整の方法を M&A 契約上一定程度詳細に規定することがあります。

本ニューズレターでは、M&A 契約における価格調整条項について、日本の M&A 実務上広く一般的に利用されているものではないものの、最近の非公開会社を対象とする案件では見受けられることのある「アーンアウト条項」を中心に、米国との比較も合わせてご紹介します。

1 価格調整条項の目的

クローリング以降に価格調整が行われる目的としては、大きく分けて二つ考えられます¹⁾。

一つは、譲渡価格について、契約締結以降クローリング日までの対象会社の企業価値の変動を反映して、事後的に価格調整を行うという目的であり、その場合は、M&A 契約上規定された譲渡価格算定の前提となった対象会社の財務数値と、クローリング日時点を基準とする財務数値を比較して価格調整が行われることとなります。

この場合、対象会社の財務数値や資産・負債のいずれに着目して価格調整を行うかによって、価格調整方法には様々なバリエーションが存在します。

対象会社の価値評価にあたり、ディスカウント・キャッシュフロー (DCF) 法 (将来の予想キャッシュフローを一定の割引率で現在価値に換算して企業価値を算出する方式) や、類似会社比較法 (対象会社の営業利益等に類似上場会社の市場倍率の平均値等を掛けて企業価値を算出する方式) を用いる場合は、企業価値

から純負債を控除して株式価値を算出するため、対象会社の評価算定基準日の純負債とクローリング日との間の純負債の差額によって調整する方法が実務上はよく見られます。

この場合、売手側が恣意的に純負債を減少させて株主価値を見かけ上高く見せることを避けるため、同時に運転資本金額についても調整の対象とすることが考えられます。例えばクローリング日の純負債を減少させるために一時的に売掛金の回収を早めれば、純負債は減少しますが、その分運転資本 (= 売掛金 + 棚卸資産 - 買掛金) も減少しますので、ネットでは株主価値は変動しないということになります²⁾。

一方、もう一つの目的としては、M&A 契約締結時において想定された対象会社の企業価値を実際に達成できるかについて売手側と買手側との間で齟齬があり、譲渡価格を合意できない場合、買手側はクローリング時点で一定の対価を支払い、クローリング日以降一定の期間にあらかじめ定められた条件 (対象会社の売上や利益などの一定の財務的目標) を満たしたか否かによって追加的な譲渡価格の支払いを行うというものが考えられます。このような価格調整条項は一般にアーンアウト条項と呼ばれます。

2 アーンアウト条項とは

通常、対象会社の企業価値は、対象会社の将来の業績見込みや収益性等を前提として、DCF 法、類似会社比較法などの手法を用いて算定されます。しかし、M&A の譲渡価格交渉において、譲渡価格を可能な限り高くしたい売手側と譲渡価格を可能な限り低くしたい買手側との間でしばしば価格の評価に大きな差異が生じます。そのような評価の差異は、主に対象会社の事業が将来どのような業績・収益を達成することができるのかについての評価の違いから生じます。

そこで、アーンアウト条項において、対象会社の価値評価の前提となる重要な財務的指標を基準とし、クローリング日後の一定の期間内において、対象会社が一定の財務的目標を達成できた場合には、買手側がそ

【監修者】 [パートナー 弁護士 酒井 大輔](#)【執筆者】 [弁護士 喜多野 恭夫](#)

本ニューズレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本ニューズレターの発送中止のご希望、ご住所、ご連絡先の変更のお届け、又は本ニューズレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニュースレター係
(TEL: 06-6202-1088 E-mail: newsletter@kitahama.or.jp)

【大 阪】北浜法律事務所・外国法共同事業

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-8-16 大阪証券取引所ビル
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080・1130・9550

【東 京】弁護士法人北浜法律事務所東京事務所

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-7-12 サビアタワー14F
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

【福 岡】弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所

〒812-0018 福岡市博多区住吉 1-2-25
キャナルシティ・ビジネスセンタービル 4F
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<http://www.kitahama.or.jp/>

れに見合った形で規定された対価を売手側に支払うという合意をすることがあります。

アーンアウト条項は、譲渡価格をめぐる評価のかい離を埋めるための手法であり、通常、対象会社の株式の価値の算定が困難な非公開会社の株式を買収する場合に用いられますⁱⁱⁱ。公開会社（上場会社）の場合は、株価という市場価値が存在するため、このような要求を満たす必要が非公開会社と比較して低いと考えられるためです^{iv}。

売主にとっては、譲渡価格をめぐる評価のかい離を埋めて取引を成立させることができ、かつ、対象会社が一定の財務的指標を達成できた場合には、本来の対象会社の事業価値と見合った譲渡価格を受領することができるというメリットがあります。

また、買主にとっては、将来の業績見込みを達成できない場合に対価を余分に支払う必要がなく、クロージング日時点で必要な買収資金を軽減することができること、また、クロージング後も売主が対象会社の経営陣として残る場合にはクロージング後の対象会社の経営陣にインセンティブを付与することができるなどのメリットがあります^v。

一方で、アーンアウト条項による計算が煩雑になることがあること、クロージングにより対価の支払いが全て完了しないこと、また売主のコントロールの及ばない事情により、定められた目標を達することができない場合もあるというデメリットもあります^{vi}。

日本では、実務上アーンアウト条項は非公開会社かつ海外企業とのM&A契約の場合に時折用いられることがある^{vii}という程度ですが、米国では一定程度の割合でM&A取引においてアーンアウト条項が規定されています。

直近の米国法律家協会（American Bar Association）による米国におけるM&A取引の契約条項に関する報告書^{viii}（以下「ABA報告書」といいます。）によると、アーンアウト条項を契約条項に含めるものが25%、含めないものが75%であり、米国では各M&A取引の実情に応じて一定の割合で採用されている^{ix}といえます。

3 アーンアウト条項で規定される種々の条件

(1) 基準となる財務的指標

アーンアウト条項において実務上使用されることの多い財務指標は主に会計上の数値であり、売上高、EBIT（Earnings Before Interest and Tax）^x、EBITDA（Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization）^{xi}等、損益計算書の項目を基準とする指標が使用されることが一般的です^{xii}。

ABA報告書によると、アーンアウト条項において基準となる財務的指標については、① Revenue（売上高

）を用いるものが32%、② Earnings（何らかの利益指標）またはEBITDAを用いるものが30%、③ ①と②の組み合わせを用いるものが3%、④ Other（その他）が30%、⑤ いずれか決定できないものが5%であったとされています。

このように米国においてもアーンアウト条項において基準となる財務的指標については様々であり、それぞれの取引に応じた指標が設定されていると考えることができます。

(2) 支払条件

アーンアウト条項に基づく支払のメカニズムとしては、様々なバリエーションがあり^{xiii}、例えば、EBITDAがアーンアウト期間に一定の金額を超えた場合、買主側が売主側に一定金額を支払うというものや、クロージング日以降の各事業年度におけるEBITDAが一定の金額を超えた場合は、その超過金額のうち一定割合を支払うといったものがあります。

また、基準となる財務的指標を売上高とする場合には、該当する事業年度における利益率（例えばEBITDAマージン）が一定の%を超えていることを条件に、一定金額を支払うという組み合わせもありえます。

なお、最近の米国の投資銀行による調査^{xiv}では、アーンアウト条項が規定されている案件の取引額に対するアーンアウト金額の比率は約10%（2008年から2012年までの過去5年間の中央値）とされています。したがって、売手側と買手側による価格交渉の結果、双方が想定する譲渡価格の幅が1割程度にまで近づいている場合には、アーンアウト条項を用いてそのかい離を埋めることで案件を成立させるという選択肢も検討の余地があるといえます。

また、実際の支払条件の設計にあたっては、各案件に応じた詳細な規定を設定することになり、会計上・税務上の検討も必要になることから、会計事務所等の財務・税務アドバイザーによる関与も不可欠といえます。

(3) アーンアウト期間

ABA報告書によると、アーンアウトの期間については1年未満が6%、1年が最も多く32%、1年超2年未満が0%、2年が18%、2年超3年未満が3%、3年が9%、4年が12%、いずれか決定できないものが21%であったとされています^{xv}。

アーンアウト期間については、4年とするものも多少は認められるものの、クロージング後1年間から3年間の期間が設定されることが多いといえます。

アーンアウト期間が長くなれば、両当事者がM&A契約の締結時において想定していない問題が生じる可能

性が高まることや、アーンアウト条項により対象事業の経営について課される義務が長期にわたり存続することから、特別の事情がない限り、アーンアウト期間を（4年を超えた）長期に設定することは避けるべきであると考えられます^{xvi}。

（４）対象会社の事業運営に関する規定

クローリング以降、対象会社の経営権は売主から買主に移るため、クローリング後売主が対象会社の経営に全く関与しない場合、売主としては、どのようにしてアーンアウトの権利が侵害されないことを確保するかが問題となり、一方で買主としては、対象会社の事業運営に関する制約をできる限り避けたいと考えることとなります^{xvii}。したがって、アーンアウト期間における対象会社の事業運営に関する規定を置く必要が生じます。

ABA報告書^{xviii}によると、「買主は、対象会社の過去の慣行に従って事業を運営する」という誓約条項（Covenant to Run Business Consistent with Past Practice）を含めるものが18%、含めないものが76%、いずれか判別できないものが6%という割合になっています。

また「買主は、アーンアウトによる支払いを最大化するために対象会社の事業を運営する」という誓約条項（Covenant to Run Business to Maximize Earnout）を含めることも考えられますが、ABA報告書によると、そのような誓約条項を含めるものは6%にとどまり、含めないものが88%、いずれか判別できないものが6%となっています。

このように、アーンアウト条項において買主の誓約事項を規定する割合はさほど高くないことが分かります^{xix}。

4 その他の価格調整条項について

特に非公開会社のM&A取引において、以上で述べたアーンアウト条項以外に、譲渡価格のかい離を埋めるための手法として、Sellers Notesという債券を発行する方法があります。これは、買収価格のうち一部については買手がSeller Notesを発行し、売手側に当該Notesを交付するというものです。当該Notesは、一般的には通常の銀行借入に対して劣後する形で設計されます。

その他ロールオーバー(Rollover)という方法もあり、売主が対象会社の持分をクローリング後も継続して保有するという一種のSeller Financingです。

なお、米国の投資銀行の調査^{xx}によると、Sellers Noteが用いられている取引は約4%であり、Rolloverが用いられている取引は約18%（いずれも2008年から

2012年までの過去5年間の平均値）であり、特にSellers Noteが用いられるケースは米国でもあまりないことが分かります。日本で実務上このような条項が定められるのはアーンアウト条項の場合よりもさらに稀であるといえます。

5 まとめ

アーンアウト条項は、譲渡価格のかい離を埋めてM&A取引を成立させるための一つの有効な手法であり、一方でクローリング後の対象会社におけるコントロールが難しく、設計が複雑になるという問題もあります。アーンアウト条項は特に米国では一定割合で導入されている手法なので、日本の非公開会社が海外企業との間でアーンアウト条項の交渉を行う必要に迫られるという場面も見られます。交渉の当事者としてこのような手法に関して予め理解を深めておくことは重要であると考えられます。

ⁱ 藤原総一郎編著『M&Aの契約実務』（中央経済社）103-116頁参照

ⁱⁱ 服部暢達著『実践M&Aハンドブック』（日経BP社）230-231頁

ⁱⁱⁱ 渡辺直樹・根本鮎子「米国の非公開企業を対象とするM&A条項のマーケット・トレンド（2）」NBL1023号58頁

^{iv} 前掲注iii 58頁

^v 前掲注i 112頁

^{vi} 前掲注iii 58頁

^{vii} 日本企業によりアーンアウト条項が用いられた例としては、2010年10月12日に公表された株式会社ディー・エヌ・エーがその米国連結子会社を通じて米国企業であるngmoco, Inc.の100%株式を取得した件で、買収対価約342億円のうち約85億円相当の普通株式・新株予約権・現金が対象会社の業績に応じて支払うこととされたものがあります。

^{viii} American Bar Association, Business Law Section (Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee) “Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study (Including Transactions Completed in 2012)” slide 20

^{ix} 本報告書の報告対象は、2012年中に取引が実行された、米国の公開会社を買主とし、米国の非公開会社の株式または資産を取引の対象とするM&Aであり、その株式譲渡契約等が公表されているものです。調査対象となった取引は、取引金額が1720万米ドル以上47億ドル以下のものであり、取引件数は136件です。ただし、対象会社が破産している場合、逆さ合併(reverse mergers)の場合、その他の事情により調査の対象とするのに適さない取引を除きます。

^x 営業利益に近い数値となります。

^{xi} 営業利益に減価償却費を足したものが近い数値となります。

^{xii} 松浪信也著「アーンアウト条項における検討事項」商事法務1917号36頁

^{xiii} 前掲注xii 38頁

^{xiv} Houlihan Lokey’s Mergers & Acquisition Group “Purchase Agreement Study For Transactions Completed in 2012 and Prior Years” slide 7

^{xv} 前掲注viii slide 21

^{xvi} 前掲注xii 38頁

^{xvii} 前掲注xii 39頁

^{xviii} 前掲注viii slide 22

^{xix} ただし、前掲注xii 43頁注28によると、買主がアーンアウト条項を侵害してはならないとの黙示の忠実義務を認める州があることを考慮して評価する必要があるとされています。

^{xx} 前掲注xiv slide 7