

早稲田大学審査学位論文（博士）

## M&Aにおけるアーンアウトの法理

－ 契約条項の内容と対象企業経営者の受託者責任の考察 －

早稲田大学大学院法学研究科

川嶋 一真

**M&A におけるアーンアウトの法理**  
- 契約条項の内容と対象企業経営者の受託者責任の考察 -

序 章	企業法としてのアーンアウトの制度設計	1
	<b>第 I 部 「理論編」</b>	<b>5</b>
	アーンアウトの概念とその理論：米国における先行研究を中心に	
第 1 章	概観 (Bruner [2004] による M&A 契約における支払条項の概観) 〈付表〉	6 11
第 2 章	先行研究 (論文) とその論理背景	13
1	Kohers and Ang [2000]	13
2	Dater, Franke and Wolfson [2001]	16
3	Cain, Denis D. J., and Denis D. K. [2006]	19
4	Ragozzino and Reuer [2009]	22
5	Quinn [2013]	25
	補足：情報の非対称性における逆選択問題の理論	29
第 3 章	先行研究により再構成するアーンアウトの特徴	33
1	アーンアウトの採用実績	33
2	アーンアウトを採用する企業の形態及び業種	33
3	アーンアウトの指標 (アーンアウト・ターゲット)	42
4	アーンアウトの期間	45
	補足：トービンの q	47
5	アーンアウトの履行 (支払い) 状況	49
6	対象企業の経営者の残留	52
	〈付表〉	55

<b>第4章</b>	<b>標準的なアーンアウトの様相</b>	<b>77</b>
1	対象企業の形態及び業種	77
2	アーンアウト・ターゲット	78
3	期間設定	79
4	履行（支払い）状況	79
5	対象企業の経営者の出身母体	80
6	アーンアウト・スコア（理論編によるモデルの試作）	80
<b>第5章</b>	<b>アーンアウトの意義</b>	<b>85</b>
1	アーンアウトを採用する理由	85
	補足：リアルオプションアプローチ（佐々木・高橋 [2015]）	89
2	アーンアウトによる企業価値の創造	90
3	アーンアウトによる企業価値の減少	92
	補足：反証（馬 [2018]）	94
4	部分的な資本提携を経た買収と同様の機能を有しているアーンアウト	95
5	小括、あるいは私見（コメント）	97
	〈付表〉	99
	<b>第Ⅱ部「判例編」</b>	<b>113</b>
	<b>米国判例から考察するアーンアウトの意義と法的諸問題</b>	
	<b>【参考例】 「停止条件付支払条項」としてのアーンアウト</b>	<b>118</b>
	国税不服審判所裁決平成29年2月2日	
<b>第6章</b>	<b>判例から考察するアーンアウトの概念</b>	<b>123</b>
	<b>【判例1】</b> <i>Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP</i> (2009)	123
	<b>【判例2】</b> <i>Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.</i> (2021)	129
1	アーンアウト条項の内容	135
2	アーンアウトに対するデラウェア裁判所の認識	136
3	小括	141

<b>第7章</b>	<b>アーンアウト条項：売主買主のアーンアウトに対する義務内容</b>	<b>143</b>
	【判例3】 <i>SRS LLC v. Albertson's Companies</i> , (2021)	143
	【判例4】 <i>Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC</i> , (2020)	152
1	アーンアウトの条項に明記された「経営内容と義務」	159
2	標準化されない明示的契約条項	166
3	小括	168
<b>第8章</b>	<b>アーンアウトと対象企業取締役の信任義務</b>	<b>169</b>
	【判例5】 <i>Winshall v. Viacom Int'l Inc.</i> , (2013)	169
1	M&Aの契約当事者（売主・買主企業）と対象会社の経営者（取締役）	173
2	対象会社の取締役の信任義務と買収契約の履行義務	175
3	受託者責任	177
4	小括	180
<b>第9章</b>	<b>アーンアウトと長期的企業価値の最大化</b>	<b>183</b>
	【判例6】 <i>Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.</i> , (2019)	183
1	受託者責任と長期的な企業価値の最大化	196
2	アーンアウト（短期）と企業価値（長期）のトレードオフ	198
3	アーンアウト・スコア（判例編によるモデルの修正）	199
<b>第10章</b>	<b>アーンアウト判例による「黙示の誓約」</b>	<b>201</b>
1	「黙示の誓約」の導入と機能	201
2	デラウェア裁判所による「黙示の誓約」論の考察	203
3	アーンアウトの主要判例と「黙示の誓約」	206
<b>終章</b>	<b>アーンアウト条項への不完備契約理論によるアプローチ</b>	<b>211</b>
1	インセンティブ・アプローチによる「契約文言等の解釈」問題への対応	212
2	不完備契約理論の所有権アプローチ	214
3	残余コントロール権による「長期的企業価値最大化」問題への対応	217
4	物的資本への投資理論による「受託者責任」問題への対応	219
5	結論（不完備契約理論からのアーンアウトへの示唆）	221





企業の正確な価値の判定は、事業譲渡や合併あるいは企業自体の現物出資をはじめとする、ダイナミックな企業再建ないし再生の場面で極めて重要な前提作業である。現在価値を正しく求めることができない限り、シナジー等の将来的な価値を占うことなどとうてい困難となろう。そして、「企業主」の交替・構成変動を伴うからこそ、そこでは企業価値の判定における利害対立が生じ、いわゆる「情報の非対称性」によってこの対立が先鋭化してしまう。「カネは然るべきところへ (Putting Your Money Where Your Mouth Is)」。これは、後述する Quinn の論文 [2013] のタイトルである。企業価値の判定をめぐる当事者が切実に希求するのは、まさにこのタイトルで示唆される適正な対価性の確保であろう。

こうした企業価値判定における利害対立解消の有望な一方策として、多くの論者や実務家はアーンアウトに着目している。アーンアウトとは、M&A (合併・買収) 対価の「事後的補正」ともいうべき極めて現実的な手法である。これを研究・分析することは、広い意味で企業価値の数量的 (金銭的) な算定作業に、具体的にどのような問題が潜在するかを明らかにすることにつながる。

これまでの先行研究の多くは、ファイナンス系の研究者、あるいは実務家によるものである。そしてそれらの結論は、アーンアウトを M&A 契約において、売主・買主両当事者にとって有用な手法として位置付けるものであった。本稿では第 I 部「理論編」の前半において、代表的な 5 本の先行研究 (論文) を中心に詳細に検討し、アーンアウトの論理的背景や、その特徴を分析している。また後半では、それらの研究から標準的なアーンアウトの様相を提示すると共に、その意義を多角的に検討している。

しかしながら、商法・会社法の研究に携わる者としては、Quinn 同様に、アーンアウトに対して批判的な研究も可能ではないかと考えてきた。その理由は、先行研究で示されている結論は全て、アーンアウトの結果から M&A にとっての有効性を示してはいるものの、その過程、すなわち、契約締結 (クロージング) 後のアーンアウト期間の経営状況が研究対象とはなっていなかったからである。アーンアウトとは、売主・買主双方にとって有効な手法であったとしても、それは民法的な両当事者間の契約条項として、という前提があると思われる。ここで会社、特に公開会社のような企業間の M&A を想定すれば、売主・買主両当事者の意思決定までの過程は、企業法を念頭に置くと、より複雑になることは容易に想像できる。そこで、次に米国の法曹界や裁判所の資料を研究対象とした。

そこには想像していた以上に、アーンアウトに関する判例が蓄積されていた。アーンアウト裁判の内容を象徴する判決文は、*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009) における Laster, V.C.による以下の名言であろう。

「アーンアウトとは、企業価値に対する見解の不一致を反映し、契約時の少額の現金と将来の多額の支払いをもって両者の見解の溝を埋めるものである。論理的には見込み通りの状況になれば機能するわけであるが、(両当事者の) 価格に対する(現在の) 見解の相違を、結果について争う(将来の) 訴訟に転化させることが多々ある」

アーンアウトという手法は、M&A の場面で、対象企業の価値評価の相違を原因として、停滞する契約の締結を促進する機能が確かにあると思われる。しかし、換言すれば、これは両当事者間に存在する問題の先送りであるとも考えられる。この推測が的外れとは言えないような事例が、第Ⅱ部の「判例編」を構成している。契約は締結されたものの、先送りされた諸問題が表面化し、法廷に持ち込まれる。それは、契約という両当事者間に関わる問題、契約自体の不完備性に由来する問題、さらには企業間の M&A という民法とはまた異なった企業法に由来する諸問題でもある。第Ⅱ部では代表的な6件の判例を中心に詳細に検討し、そこで引用された他の先行判例も適宜参照しながら、M&A におけるアーンアウトの多角的研究を行っている。前半では、アーンアウトの概念と契約条項の内容を、そして後半では、企業を契約主体とした際の、対象企業の経営者の信任義務の問題を議論している。

以上の研究、すなわち「理論」と「判例」を通してアーンアウトの現在位置(実態)が明らかになるはずである。それでは、企業結合法制としてとして、アーンアウトはどのように設計されるべきなのか。それが終章の研究内容であり、本稿の結論部である。アーンアウト条項も不完備契約の一種であるならば、関連する理論を援用することで、「判例編」で議論した問題を解決できる可能性がある。その目的が達成されるのであれば、その時、「理論編」で論じられていたアーンアウトの機能や意義も明確に立ち現れてくるであろう。終章の構成は、初めに、インセンティブ・アプローチにより「契約文言等の解釈」問題を検討する。そして次に、物的資本への投資理論により「受託者責任」問題への対応を議論する。それらを Hart [1995] の不完備契約理論を中心に展開し、会社法の視点からアーンアウトの設計を試論として最後に提起する。

アーンアウトの判例を読むと、多くはアーンアウトの履行を求める売主が原告である。そして売主は、その企業規模においても、経済力等に由来する交渉力においても、相対的

に買主に劣後している事例が多い。本稿は、そのような売主が期待（予定）するアーンアウトの履行を買主に求めることが論旨ではない。M&Aとは企業が生産性の効率化を追求する組織再編である。そのプロセスにおいて、誰かの支出は誰かの収入でもある。その資金がより効率的な成果をもたらす投資者に移転するならば、経済は拡大しよう。より効率的に経営できる主体に対象企業が譲渡されるならば、その企業の生産性も向上しよう。本稿の結論が、M&Aにおけるアーンアウトのファースト・ベスト（最善策）を提示できるとは思わないが、これ以降の議論を通してセカンド・ベスト（次善策）への指針を示すことは可能であると考え。このような期待を念頭に、「カネは然るべきところへ」収まるよう、企業法としてアーンアウトの制度設計案を提示する。それが本稿の目的である。



## 第 I 部 「理論編」

### アーンアウトの概念とその理論：米国における先行研究を中心に

第 I 部では、米国の先行研究を中心に Earnout（アーンアウト）の意義とその採用状況を確認し、この条項が M&A の場面で採用されてきた論理的必然性を確認する。まず総論として、第 1 章では Bruner [2004] に従って M&A の契約における支払条項（Contingent Payments）を概観する。そこで提示されているアーンアウトの概要は簡潔であると同時に示唆に富む内容であり、本論文全体で検討することになる諸問題のエッセンスが言及されている。次に第 2 章では先行論文を年代順に 5 本選択し、研究者にとってアーンアウトの意義がどのような変遷を経てきたのかを議論する。この第 1 章と第 2 章でアーンアウトの概要、すなわちそのシステムや利用されている背景・場面、あるいは課題等が理解できると思われる。第 2 章で取り上げた各先行論文は、全て実証分析に基づいた成果であるが、その詳細は第 3 章に集約した。各研究は、採用したサンプルが異なっているため結果に差異があり、またアーンアウトに対して照射する側面もそれぞれ異なっている。そこで第 3 章では、それら実証分析の結果を再構成の上、データと分析結果を基にアーンアウトの各要素（エレメント）ごとに詳細に議論する。これにより、アーンアウトの特徴と機能する基本型を設定することが可能となると思われる。続く第 4 章では、プロトタイプとなり得るアーンアウトの標準的な様相とアーンアウトが機能し得る基本モデルを提示する。そして第 5 章では、アーンアウトの意義を検討する。ここでは第 2 章で取り上げた米国の先行論文から独創的な研究視点にも焦点を当てる。また、後発研究の成果も取り上げて M&A におけるアーンアウトの意義を総合的に議論する。

## 第1章 概観 (Bruner [2004]<sup>1</sup> による M&A 契約における支払条項の概観)

M&A の契約を設計するに際し、支払条項を設定するにあたり、その規模や期間といった各種条件は、買主側および売主側の両当事者による対象企業の収益の将来見通しに依存する。しかしながら両当事者にとって、契約締結（クロージング）までの間の対象企業に関する情報には非対称性が存在し、概ね売主側がより多くの正確な情報を持っていることは想像に難しくない。また仮に、両当事者の持つ情報が対称であったとしても、その情報を元に買主側・売主側それぞれが算定する対象企業の将来収益等に対する見通し（期待）が一致するとは限らない。その際に、主に英米の実務の現場で利用される手法（契約条項）がアーンアウト（earnout、または earn-out）である。これは国際会計基準である IFRS 3 (R) 付録 A にある条件付対価（contingent consideration）に相当し、その定義は「通常は、特定の将来の事象が発生した場合や条件が満たされた場合に、被取得企業（対象企業）の旧所有者（売主）に対し、対象企業に対する支配との交換の一部として、取得企業（買主）が追加的な資産又は資本持分を移転する義務である。但し、特定の条件が満たされた場合に、以前に移転した対価の返還を受ける権利を買主に与えることもある」というものである。

Bruner によれば、これら両当事者にとっての将来見通しの不一致を緩和する M&A 契約の条項として、条件付支払条項（contingent payment）があり、実務家の間で広く認識されている手法には、預託金制度（escrow funds）やストックオプション、および支払金の留保（holdback allowance）がある。これらはいずれも、買主・売主双方の将来収益への期待に対する不一致の解消し、契約後の対象企業の経営を双方の期待収益の水準へと導く誘因（インセンティブ）となるが、アーンアウト契約の設計に際して明確に認識すべき 5 項目を指摘している。

1. アーンアウトはオプションの一形態である。すなわち、契約期間が長く、対象とする企業価値の不確実性が大きい程有用となる。
2. オプション性に依存することから、価値評価に際してはモンテカルロ法<sup>2</sup>（Monte

---

<sup>1</sup> 第1章は、Bruner, R. F., Applied Mergers and Acquisitions, 609-615 (John Wiley & Sons, Inc. [2004]) による。

<sup>2</sup> これは、確率を計測できない不確実性の問題に関して、類推的なシミュレーションにより解決する手法であり、Bruner [2004] はモデルケースを提示している。その概要は〈付表 1-1-1〉を参照。なお、第2

Carlo simulation) を採用すべきであり、期待現金収支（キャッシュフロー）の割引現在価値の「最頻値」（“most likely”）を反映させるべきではない。

3. アーンアウトの設計は容易ではなく（challenging）、不測の事態も起り得るが、契約締結に向けて、買主・売主両当事者には誠実な（honorable）対応が求められる。
4. 支払条項は契約交渉の停滞を招かない有用な手法であり、対象企業の将来性に対して楽観的な売主と悲観的な買主の双方に同様の価値をもたらす。
5. アーンアウトは有能な人材を対象企業に引き留め、経営に対するインセンティブを与える重要な方策としても機能し得る。対象企業に関する特殊な知識や技能を有する人材が、その企業の将来性に楽観的な見解を抱いているのであれば、その見通しを反映した契約内容には同意するであろう。これは買主にとっては有能な人材の確保を意味し、留任する経営者等にとっては経営上の動機付け（モチベーション）となる。

私見では、1 のオプション理論の一形態であるという点が最も重要であると思われる<sup>3</sup>。対象とする企業価値の不確実性とリスクの関係に関しては、2 と併せて第2章の先行研究（論文）、および第3章にて検討する。しかし、3 の契約者双方の「誠実な対応（they require a fair amount of trust among honorable parties to the agreement）」に関しては、アーンアウトの制度設計としてはインセンティブの問題として解決すべきであると考えている。これは第Ⅱ部「判例編」にて、デラウェアの契約法理である「誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約」に関連して検討するが、終章において、その代替概念として適用する Hart の不完備契約理論を用いて考察する。また、いくつかの先行論文でも指摘されている 5 の機能に関しても、同理論を用いて検討する。

次に Bruner は、M&A 契約における支払条項として機能し得る諸形態を列挙している。

- 売主側への割増金（Bonus）。特に売主側の経営者がそのまま対象企業の経営陣等として留任する場合。
- 預託金制度（escrow funds）。買収後の経営成果に一定の条件を課し、契約金の一部を預託金勘定として第三者に留保する。その条件が達成された際に、預託金が売主側に支払われる。

---

章5の Quinn [2013]、及び注 53 も参照されたい。

<sup>3</sup> アーンアウト条項をリアルオプションアプローチで解明した研究に、佐々木琢也・高橋真吾「アーンアウト条項を考慮した医薬品市場における M&A 契約の評価」：早稲田大学社会シミュレーション研究所（第8回社会システム部会研究会）[2015] がある。ここで佐々木・高橋は、後述する Cain et al. [2006] の仮説を検証し、実証分析と同様の結果が得られたと言う。詳細は第5章3の「補足」を参照。



- 支払金の一時留保 (holdback allowance)。前者と同様であるが、第三者を介さない。
- スtockオプション。対象企業の価値創出を経営目的に連結させるため、行使価格は契約時の株価以上の数値に設定される。
- 種類株式 (Targeted stock)。対象企業の株主や経営陣に、買収後の企業業績に連動した配当を行う種類株式を発行する。Esty [2001]<sup>4</sup>の研究によれば、これは買収側株主の株式価値の希薄化が緩和されることで買収の促進が期待できるとされる。
- アーンアウト (Earnout plan)。以上の形態はどれも一般的にアーンアウトの概念で括られることもあるが、それらは売主側へのモチベーションを厚くする契機 (triggers) に過ぎないのに対し、アーンアウトは契約履行のための複雑かつ正式な合意契約書であり、法的拘束力を伴う契約である点が異なると指摘する。

それではなぜ世界中の M&A 契約においてこの支払条項が普及しないのか<sup>5</sup>。初期の契約内容を適切に設計できるのであれば、アーンアウトは取引双方にとって極めて有用な条項であることがわかる。なぜなら売主側にとっては契約当初の業績を達成することが追加的な買収金額を得ることになるし、その際に買主側が負担する追加金は、自らが期待して得た成果の中から支払うことになるからである。Bruner はアーンアウトに期待される機能を以下の 3 項目に集約する。

1. 両当事者が想定する対象企業の価値評価差 (バリエーション・ギャップ) を埋める。将来見通しが好業績であることを前提に契約し、かつその業績が達成された場合、アーンアウトがカバーする差額分の支払いが履行されることで、そのギャップが埋め合わせられる。
2. 対象企業の株主・経営陣の引留め。買収金額の一部の支払いを買収契約後の対象企業の業績に連動させることで、売主側企業の株主・経営陣が対象企業に留まるインセンティブとなる。
3. 対象企業の株主・経営陣が引き続き参画するモチベーションとなる。契約時に設定された業績目標を達成すれば、当初の買収金額以上の支払いを受ける可能性が見込まれることから、この目標の達成にはアーンアウトが最も効果的である。

---

<sup>4</sup> Esty, B. C. "The information content of litigation participation securities : The case of CalFed Bancorp," Working paper. Boston. Harvard Business School. *Journal of Financial Economics*, 60 : 371-399 [2001] .

<sup>5</sup> 1986 年から 2016 年間の M&A におけるアーンアウト (条項) の採用率は、米国で約 11%、また英国では約 28% である。詳細は第 II 部「第 3 章 1 アーンアウトの採用実績」を参照されたい。

ここで1は、情報の非対称性の問題を克服して、両当事者間の経済的価値を最大化することになりそうである。また2は、対象企業に関して情報優位にある経営陣の残留手段として機能するということであり、それがアーンアウトにとって有効であるとの前提に立つが、対象企業の経営陣を一新することが多いM&Aの場面では一般化できないかもしれない。そして3は、1と2の結果であり、それがアーンアウトの機能ということなのであろう。

これらの（経済的に）魅力的な機能を有しているにもかかわらず、契約書作成に際しては多くの複雑な合意項目を検討する必要がある。これは第II部の「判例編」でも明らかになるアーンアウトの技術的問題でもあるが、Brunerは、アーンアウトの設計内容の問題として以下の点を指摘している<sup>6</sup>。

- 買収後の企業統合の問題（postacquisition integration）。対象企業の経営が完全に買主側の傘下に入った場合、（アーンアウトとしての）各種経営指標の目標達成は親会社の経営の一部となり、対象企業の経営陣の裁量は限定され、これがモチベーションの低下要因となる。この問題を回避するためには、経営統合によって悪影響を受けないような目標の設定をする（to choose performance goals that will be adversely affected）か、アーンアウト期間の対象企業の経営は、買主側企業（親会社）の干渉を排して独立させるべきである。
- 契約内容の複雑性（Complexity of definition）。アーンアウトの概念は簡潔であったとしても、一様に普遍性を持ち効果的な契約様式は存在せず、合意内容は容易に複雑になる。したがって売主と買主の双方は、明確かつ検証可能な目標値を設定する必要がある。
- 過大な業績目標の設定（Overly aggressive performance goals）。目標値とM&A後の追加支払い金額が連動するためにこの問題が発生する。将来業績を正確に見通すことなどできない。目標値が達成困難であるとわかると、アーンアウトは一転して経営陣の士気低下要因となる。したがって経営陣にとって達成可能で現実的な目標値の設定と、経営環境の変化に対応した目標値の微調整（to adjust performance goals）を前提とした公正な契約内容にすることが最良である。
- 経営陣に対する過小な報酬・権利の付与（Managers don't own a significant earnout claim）。モチベーション維持のため、経営陣には相応の権利を与える必要がある。例えば、上場企業で所有株式1%の経営陣が、その持株比率分程度の報酬を得るのであれ

---

<sup>6</sup> なお、これらの事項は2004年以降のアーンアウトに関する裁判でもしばしば争点となっていることに鑑みれば、Brunerの先見性と、アーンアウトの案件を法廷に持ち込んだ実務者が、アーンアウトの法理（と言って良ければの話であるが）を逸脱した契約設計をしていたことが第II部の「判例編」で理解できる。

ば、成功報酬としては相対的に過小となるので、追加的なインセンティブ報酬を設計する必要がある。

これら実務上の厄介な問題点を考慮してもなお、アーンアウトという契約条項の採用は有用であると Bruner は言う。つまり、これらはアーンアウトの基本的な機能のみならず、一連の交渉過程において対象企業の買収価格や将来業績の見通し、更には経営哲学が売主・買主双方の間で共有され収斂されて行くことによって、より円滑な M&A が実現されるということにある<sup>7</sup>と述べ、アーンアウトの派生的機能の潜在性をも示唆していると思われる<sup>8</sup>。それでは以下に Bruner [2004] に前後して発表された先行論文の要旨を概観する。

---

<sup>7</sup> 前述した通り、2004年以降も米国においてはアーンアウトに関する訴訟があり、判例も蓄積されている。そこでの争点は Bruner が指摘する問題点がほぼ網羅される結果となっている。それらアーンアウト関連の裁判例の詳細は第Ⅱ部「判例編」にて検討する。

<sup>8</sup> 以上が Bruner [2004] によるアーンアウトの概観である。なお Bruner は後半部では「アーンアウトのオプション性 (615-617)」、「アーンアウトの構造 (617-621)」、「税と会計の影響 (621-622)」、「アーンアウトの積算法 (622-626)」、及び「ケーススタディ (626-633)」等について解説しているが、これらは第3章以降で議論する先行論文にて実証分析により詳細に研究されていることから、ここでは触れない。

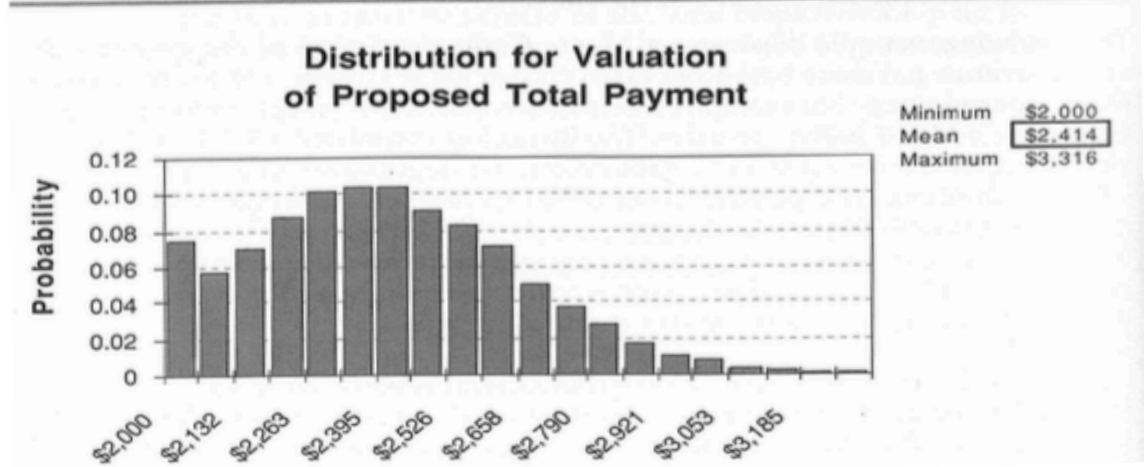
〈付表〉

(1-1-1)

年間売上高 1,000 万ドルの企業買収を想定する。この対象企業の価値の積算は、(DCF によれば) 買主にとっては 300 万ドル、売主の評価は 500 万ドルであり、この差額の 200 万ドルがアーンアウトの対象となる。クロージング時の買収対価は 200 万ドルである。アーンアウト・ターゲットは売上高成長率 (sales growth) と営業利益率 (profit margins) に基づく設計をする。アーンアウトの期間は 5 年間で、アーンアウト・ターゲット (営業利益) は初年度 25 万ドルで、毎年同額増加していくものとする。アーンアウトを評価するモンテカルロ法を作成するにあたり、前提の確率分布を決定し、買主と売主双方の視点から数値をエクセル等の表計算ソフトに入力する。一般的には、正規分布、一様分布、三角分布があるが、ここではパラメータを、最小値 (minimum)、最大値 (maximum)、最頻値 (most likely) と取る三角分布を選択した。買主は、売上成長率と利益率を 0% から 10% (各最頻値 5%) の範囲と想定し、売主は、売上成長率 10%-20% (各最頻値 15%)、利益率を 5%-15% (各最頻値 10%) と想定しているものとする。測定値と確率分布図を得ると以下ようになる。

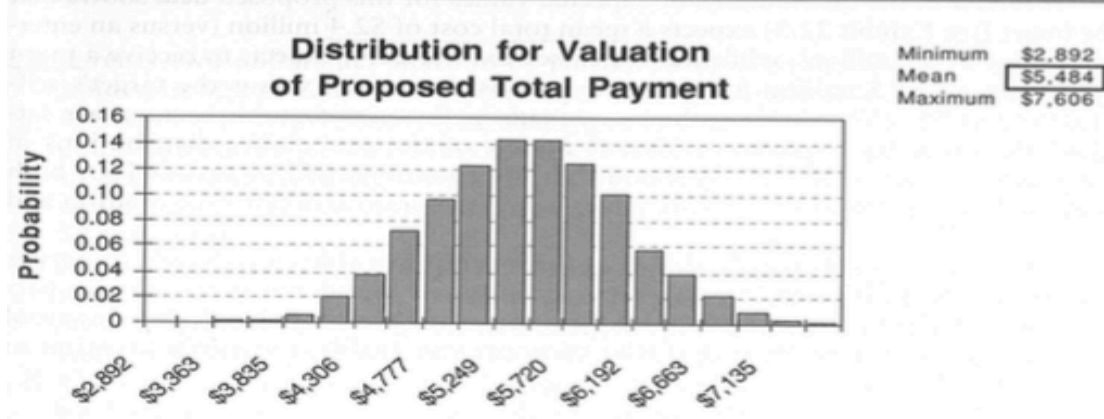
(買主の積算予想)

		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Base year sales	\$10,000					
Earnout period, in years	5					
Sales growth rate		\$10,500	\$11,025	\$11,576	\$12,155	\$12,763
Minimum	0%					
Most likely	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Maximum	10%					
Operating income profit margin		\$ 525	\$ 551	\$ 579	\$ 608	\$ 638
Minimum	0%					
Most likely	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Maximum	10%					
Earnout target		\$ 250	\$ 500	\$ 750	\$ 1,000	\$ 1,250
Annual earnout value		\$ 275	\$ 51	\$ —	\$ —	\$ —
Present value of earnout, discounted at 5%		\$ 308				
Dollars at closing		\$ 2,000				
Valuation of proposed total payment		\$ 2,308				



(売主の積算予想)

		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
Base year sales	\$10,000					
Earnout period, in years	5					
Sales growth rate		\$11,500	\$13,225	\$15,209	\$17,490	\$20,114
Minimum	10%					
Most likely	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Maximum	20%					
Operating income profit margin		\$ 1,150	\$1,323	\$1,521	\$ 1,749	\$ 2,011
Minimum	5%					
Most likely	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Maximum	15%					
Earnout target		\$ 250	\$ 500	\$ 750	\$ 1,000	\$ 1,250
Annual earnout value		\$ 900	\$ 823	\$ 771	\$ 749	\$ 761
Present value of earnout, discounted at 5%		\$ 3,482				
Dollars at closing		\$ 2,000				
Valuation of proposed total payment		\$ 5,482				



確率分布図から、買主の期待平均値≒241万ドル、最小値≒200万ドル、最大値≒332万ドルであり、売主の期待平均値≒548万ドル、最小値≒289万ドル、最大値≒761万ドルであることがわかる。この確率分布図によって、売主・買主双方が許容できるアーンアウトの範囲が認識でき、このシミュレーションの結果がアーンアウト契約の設計の基礎となる (Bruner [2004] : 623-626)。

\*\*\*\*\*

なお、Bruner [2004] では、1985年の Eli Lilly によるアーンアウト条項がついた Hybritech Inc. に対する買収案件の詳細な資産算定状況等によるシミュレーションの結果が記載されているので参照されたい (Id. at 628-633)。

## 第2章 先行研究（論文）とその論理背景

### 1 Kohers and Ang [2000] <sup>1</sup>

M&Aの交渉において、買主側・売主側双方が積算する対象企業の価値に乖離が生じることが問題となるが、これは対象企業に対する両当事者間に存在する非対称情報 (asymmetric information) <sup>2</sup>の大きさに由来する。そこで契約時に一定額を、そして事後に追加の対価を決済する契約条項を考える。優良企業の証となる情報を持つ売主であれば、この条項を受け入れることができる<sup>3</sup>。そして対象企業に対する情報で劣後する買主も、この条項により過剰対価の支払いリスクを売主に転化することができる。次に、取引を成功させるために慎重 (severe) に対処しなければならない問題は、目標とする企業価値を実現させるために必要不可欠な人的資本 (human capital)、すなわち対象企業の経営陣を残留させることである。これら2つの問題の解決策あるいは緩和策として、2段階のM&A対価支払い契約<sup>4</sup>がアーンアウト (条項) である。契約時の着手金と、売主あるいは売主でもある経営者に一定の条件下でのリテンション・ボーナス (retention bonus、残留報酬金としての機能: bonding mechanism も有する) を支払う<sup>5</sup>ことで、対象企業の情報に精通していない買主は、過大支払いというリスクをヘッジし、評価リスクを売主側に移転することができる。同時に、成

---

<sup>1</sup> 以下は、Kohers, N., and Ang, J. “Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay,” *Journal of Business*, 73: 445-476 [2000] の445-451頁による。

<sup>2</sup> これは単に「両当事者間に情報の量や質の格差が存在する」状態に注目して、「情報格差」あるいは「情報の偏在」と言及される場合もある。しかしながら、経済学で「情報の非対称性」「非対称性情報」という場合には、その状態がもたらす状況やそれに対する処置も含めて議論されてきた。すなわち、情報の非対称性の下ではパレート効率的な均衡点の実現できず、Akerlofがいう「逆選択 (adverse selection)」の状態となる。そのため情報優位者は「シグナリング (signaling)」として情報劣後者に情報を発信 (Spenceによる)、あるいは情報劣後者が情報優位者に対し「スクリーニング (screening)」を提示する (Stiglitzによる) ことでこの問題を解決しようとしてきた。したがって本稿における「情報の非対称性」とは、情報の偏在による逆選択の問題と、それを緩和するシグナリングまでをワンセットとして考え、その機能をアーンアウトに期待しているということである。

<sup>3</sup> すなわちこの状態では「逆選択」の問題は発生しない。この「情報の非対称性」下の市場 (取引) 価格は、定義により全出品物の平均値となるため、平均値以上の商品を持つ売主は市場に参加することはなく、平均値以下の商品のみが出品されるという「逆選択」の問題が生じることが問題となる。詳細は、「補足: 情報の非対称性における逆選択問題の理論」を参照されたい。

<sup>4</sup> ここで第1段階の支払い対価は、両当事者が合意した対象企業の価値評価を反映した部分であり、第2段階の支払い対価は、契約時に双方が合意できない部分となる (Kohers and Ang [2000]: 447)。

<sup>5</sup> 例えば、買収後の対象企業の経営陣を一定期間残留させる「経営委託合意 (management agreement)」条項の手段としての利用が考えられる。

長が期待できる企業であれば、売主も高い到達目標の支払い条件を受け入れることができることから、アーンアウトには対象企業が優良企業であるか否かを選別する機能(revelation mechanism)も有している。

1. M&Aの交渉における問題点：対象企業の価値評価の乖離 → 情報の非対称性の問題
2. M&Aによる企業価値の実現：対象企業の経営陣の残留 → 人的資本に依存

Kohers and Ang は、1984年から1996年の938件の事例を分析した<sup>6</sup>。その結果、アーンアウトが利用されるのは、対象企業が株主の少ない閉鎖型企業(private firm)、あるいは公開会社の子会社や事業部門(parent-owned subsidiaries)等の場合であり、上場企業を対象とした事例は少ない。また、国際間(海外勢による米国企業買収時)の事例が多いことが特徴である。まず情報の非対称性が大きい分野として、ハイテク企業などの新興企業、サービス業などの無形資産型企業、情報開示が限定される閉鎖型企業、そして異業種間・国際間の取引が想定される。次に、売主・買主両当事者間の対象企業に対する価値評価の相違が現実的かつ重大であるかという点について検証した。そうであるならば、買主はアーンアウト契約により、楽観的な、あるいは過大評価されている企業の売却を目論む売主による潜在的損失を回避することが期待できる。そしてその検証結果は、株主価値が増加しているということである。市場モデルの推定値<sup>7</sup>によれば、アーンアウトを用いたM&Aであるとの公表があることで、市場価値(market wealth)は通常の企業買収の場合よりも大きくなっていった。すなわち、クロージング後のアーンアウト期間中に、対象企業の異常リターン(abnormal returns)が増加し、売主側に支払われる対価も平均して大きい。特に、売主・買主間での情報の非対称性が大きい非上場企業のM&Aでは、アーンアウトを利用した場合の異常リターンは、通常の企業買収の数値を大幅に上回っていた。アーンアウトには株主価値をも増加させる作用がある。

### Kohers and Ang についてのコメント

アーンアウトはM&Aの場面において情報の非対称性の存在が大きい場合に、対象企業の経営陣を残留させることで効果を発揮し、売主・買主双方の株主価値も高まる、という結

---

<sup>6</sup> 2008年以前の米国の会計規則では、財務諸表に「条件付対価」の開示義務がないことから、ロジスティック回帰分析による検証である。詳細は、第3章「2 アーンアウトを利用する企業形態および業種」を参照。

<sup>7</sup> ここでの「異常リターン分析」は市場モデルに基づいており、過去の多くの研究と同様に、250日の推定期間を用いて切片(intercept)と勾配パラメータ(slope parameters)によって計算している。なお、推定結果の詳細は、原典(Kohers and Ang [2001]: 460-466)を参照されたい。

論である。つまりは対象企業の将来価値は専ら人的資本に依存するという考え方であろう。また、非対称情報下における逆選択・自然選択の選別機能を有するという経済学の理論に則った効果の指摘も興味深い。

まず、有用な情報を持つ対象企業の経営陣の在留であるが、買主側の傘下に入った場合、親会社の経営との調和の観点から、(残留経営者の)情報が(買収後の対象企業の)経営を成功させる一要因に過ぎないのではないか。買主側が(ファンドのような企業形態ではなく)事業法人等の場合は、買収によるシナジーを期待していることが想定できることから、経営陣の残留は有用な選択肢ではあろう。また、アーンアウトにおける情報の非対称性への機能は、契約時までの双方の価値評価の相違への対応であり、クロージング以降の経営の成果まで期待を拡大できる場面は限定されるのではないか。

確かに情報は経営の重要な(場合によっては最も重要な<sup>8</sup>)要素(あるいは資源)ではあるものの、一般論として経営者の残留は、将来収益のリスク(収益のブレ、あるいはボラティリティ)を低減させる機能に限定され、M&Aの成功には、また別の関数が存在するはずである。もっともこれは対象企業の規模や業種によってその意義は大きく異なり、論文でもその機能が有効である状況が想定されている。すなわち、人的資本を重視するのは、アーンアウトが利用されているM&Aを実証分析した結果、評価の定まっていない新興企業や、業績が人材に左右されやすいサービス業、または開示情報の少ない閉鎖型企業や公開会社の子会社等<sup>9</sup>が対象の場合に、その有効性を見出しているからである。そこでは経営者の人的資本が企業価値を左右し、経営者が企業価値の構成要素の一部となる<sup>10</sup>。また、異業種間や国際間のM&A<sup>11</sup>の場合も、対象企業に残留する人的資本が買主にとっては極めて重要となろう。特に閉鎖型企業のM&Aに際しては、アーンアウトとして設定される対価と経営者の残留の有無には強い相関関係が見られ、人的資本がM&A対価のプレミアムの一部として算定できるとKohers and Angは指摘している<sup>12</sup>。

なお、株主価値の増加に関しては、他の先行研究同様に株価の「平均累積異常リターン」<sup>13</sup>によって計測している<sup>14</sup>が疑問もある。これによって売主側の株主価値は立証できよう。

---

<sup>8</sup> “The most valuable commodity I know of, is information, wouldn’t agree?” (Gordon Gekko.“Wall Street”. American Entertainment Partners Amercent Films [1987])

<sup>9</sup> 市場価格がある公開会社(上場企業)の場合は、その市場価格に対象企業の「情報」が集約されているという前提からアーンアウトの利用が少ないと思われるが、Kohers and Angは上場企業の背後に存在する多数の株主との取引コストの観点から説明している(Kohers and Ang [2000]: 450-451)。

<sup>10</sup> *Id.* at 449-450.

<sup>11</sup> 国際間のアーンアウトでは、アーンアウトの指標(アーンアウト・ターゲット)の定義等、通常のM&A以上に各国の法制度の相違が問題となる可能性を指摘している(*Id.* at 451)。

<sup>12</sup> *Id.* at 448-449.

<sup>13</sup> 詳細は第4章、「2 アーンアウトによる企業価値の創造」の注36を参照。



しかしながら、異常リターンが長期的に維持されなければ買主側の株主価値（≒企業価値）増加の立証にはならないことには留意すべきである。

Kohers and Ang の論文は、アーンアウトを体系的に調査・分析した最初の研究である。アーンアウトが有効となる M&A のケースの類型化した上で、アーンアウトが売主・買主両当事者の株主価値を高めるという結論を提示したことに意義があったと思われる。

## 2 Dater, Franke and Wolfson [2001] <sup>15</sup>

Dater et al.は、アーンアウトを利用した場合の（情報の非対称性に起因する）逆選択とエージェンシー・コストの影響を検証するために、1996年と1997年に行われた117件のM&Aを分析している。それによるとアーンアウトは、対象企業の未公開情報（private information）が多いほど、将来業績を基準とした対価の支払い額が設定され、小規模閉鎖型企業を対象とした異業種間での取引で利用されている。また、M&Aが少ない業種や、対象企業がサービス業や財務諸表に占める非計上資産（unrecorded assets）が多い場合にも利用される可能性が高い。つまり、買主が対象企業の情報を十分に把握できないという情報の非対称性の問題<sup>16</sup>と、買収後の対象企業の業績は経営を担う人材に依存し、そこから生じるエージェンシー・コストの発生という問題<sup>17</sup>を前提として、それらモデルの実証的な妥当性を検討している。

Dater et al.によれば、アーンアウトとは、売主が対象企業の所有権を維持はしないものの、その対象企業の将来の収益性に関心を持続させるものであり、「対象企業における将来成長率の現在価値を算定する際、買主に課せられる困難な問題を解決するために設計され

---

<sup>14</sup> 例えば、Barbopoulos, L. and Sudarsanam, S. “Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidders value gains,” *Journal of Banking & Finance*, 36 : 678-694 [2012] を参照されたい。

<sup>15</sup> ここでの見解は、Dater, S., Franke, R., and Wolfson, M. “The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques,” *Journal of Law, Economics, & Organization*, 17 : 201-238 [2001] の 201-206 頁による。

<sup>16</sup> 情報の非対称性に関する先行論文として、Leland, H., and D. Pyle. “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32: 371-387 [1977]、Downs, D.H., and Heinkel, R. “Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues,” *Journal of Finance*, 37 : 1-10 [1982]、Verrecchia, R. “Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, 5 : 179-194 [1983]、Matthews, S., and Postlewaite, A. “Quality Testing and Disclosure,” *Rand Journal of Economics*, 16: 328-340 [1985]、および Datar, S., Feltham, G., and Hughes, J. “The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues,” *Journal of Accounting and Economics*, 14: 3-49 [1991] を例示している。

<sup>17</sup> エージェンシー・コストの関しては、Jensen, M., and Meckling, W. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360 [1976] と、Holmstrom, B. “Moral Hazard and Observability,” *Bell Journal of Economics*, 10: 74-90 [1979] を例示している。

た」<sup>18</sup>という。また、情報の非対称性の問題を緩和することを期待できるが、アーンアウトが（クロージング後の）対象企業を経営する側のインセンティブにも影響を与える可能性がある。対象企業を売主側が引き続き経営する場合、買主は売主のインセンティブに関心を持つ状態となる<sup>19</sup>。その際、売主はアーンアウトを最大化するインセンティブを持っているので、アーンアウトは売主と買主のインセンティブを一致させる結果となる。したがって、アーンアウトの機能とは以下の2点にある<sup>20</sup>。

1. 買主側を売主側の対象企業に対する過大な自己評価から保護する
2. 売主側経営陣も引き続き対象企業の経営に尽力するインセンティブを与える

同様の問題はベンチャーキャピタルによる資金調達の場合でも生じ得る。その対応策としては以下のような対処方法が採用されてきた。

- ・ 段階に応じた資本の出資（staged capital infusion<sup>21</sup>）
- ・ シンジケート団の組成（syndication of investment<sup>22</sup>）
- ・ 転換型証券（convertible securities<sup>23</sup>）

これら手法はアーンアウトの設計においても応用可能であり、ベンチャーキャピタルが買主である場合は、小規模非上場企業への出資の際に問題となるエージェンシー・コストに関する知見を有することから参考になる。しかし、アーンアウトの場合は、規模の経済の効果を期待する M&A であることから、双方の経営統合の成否が重要となる点が異なる。

また、アーンアウトには潜在的に様々なコストが伴う。例えば、売主側が残留して対象企業の経営にあたる場合は、対象企業の経営のみならず、買主側との経営を調和させると

---

<sup>18</sup> Mergerstat Review 1994 (p.112).

<sup>19</sup> ここで引用されている論文は、Holmstrom, B. “Moral Hazard and Observability,” 10 *Bell Journal of Economics* 74-90 [1979] および、Antle, R., and G. Eppen. “Capital Rationing and Organizational Slack in Capital Budgeting,” 31 *Management Science* 163-174 [1985]。

<sup>20</sup> Mergerstat Review 1994 (p.112).

<sup>21</sup> これは時間軸による出資者のリスク分散であろう。ここでの引用論文は、Gompers, P. “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital,” *Journal of Finance*, 50 : 1461-1490 [1995]。

<sup>22</sup> 同様にこれは集団（構成員）による出資者のリスク分散であろう。引用論文は、Lerner, J. “The Syndication of Venture Capital,” *Financial Management*, 23 : 16-27 [1994]。

<sup>23</sup> これは経営状態の悪化による債権回収危機へのリスク・ヘッジとしての経営参画機会の確保であろう。引用論文は、Gompers, P. “Ownership and Control in Entrepreneurial Firms : An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments,” working paper, Harvard University [1997]。

いうリスクも担うことになる。多くの場合、情報やエージェンシーに関する問題を解消して企業価値を高めるというアーンアウトがもたらす成果が、経営陣にとっては、そのリスクとの比較において満足な報酬になるとは限らないかもしれない。さらに、買主側が予定する規模の経済や相乗効果（シナジー）という期待を背負いながらの経営は、別のエージェンシー問題を引き起こす。それは経営統合の過程で、資源配分に関する見解の擦り合わせといったコスト（joint costs）や、売主側の経営陣がアーンアウト期間（概ね1～5年）の成果を最大化するために、研究開発費の削減等、長期的視野に基づく投資を犠牲にする可能性もある。要するに、非効率的なリスクの共有、インセンティブに関する取引の複雑さ、アーンアウト条項の管理と測定、訴訟リスク等のコストが、アーンアウトの利用を制限している。これら様々なコストを考慮しながら、次に1990年から1997年の間に行われた米国企業によるM&Aのサンプルを調査し、アーンアウトが最も機能する条件の抽出を試みた結果は、

1. 対象企業が非開示情報の多い小規模な非公開企業で異業種の場合
2. 業界内でM&Aの実績が少ない場合やサービス業、そして対象企業の非計上資産が多い場合、であった<sup>24</sup>。

### Dater, Franke and Wolfson についてのコメント

Kohers and Ang [2000] をより発展させた論旨として、アーンアウトが採用される可能性が高いのは、税制や財務諸表に関する問題からではなく、エージェンシーや逆選択の問題によって動機付けられていることを論じている<sup>25</sup>。サンプルは米国企業が買主である案件のみであるが、結論は全サンプルを分析した Kohers and Ang [2000] の結果と整合的である<sup>26</sup>。

アーンアウトはプーリング会計の使用を妨げるが、多額の「のれん」が発生する状況下では、逆選択の問題や人的資本保持の必要性があるため利用されると指摘する。そして、M&A が盛んな業界では、逆選択問題が少なく取引コストが低くなるため、アーンアウト終

---

<sup>24</sup> Kohers and Ang [2000] とは異なりプロビット・モデル（正規分布）での推定である。詳細は第3章「2 アーンアウトを利用する企業形態および業種」を参照。

<sup>25</sup> しかしながら、Dater, Franke and Wolfson が本論文で実証したのは、主にアーンアウトが採用されている場合の対象企業の属性であり、逆選択の問題やシグナリングの実態を実証したわけではなく、それらは全て推測の域にある。実証分析の内容・結果は、第3章「2 アーンアウトを利用する企業形態および業種」を参照。

<sup>26</sup> Kohers and Ang [2000] との違いは、米国の税制と会計制度がアーンアウトに及ぼす影響を分析していることである。これは実務上大きな意味合いがあると思われるが、本稿ではアーンアウトの意義や機能の理論的背景を研究対象としているため、第3章にて比較検討対象としての場合のみ触れるに留める。

了までに要する時間を考慮すると、逆選択のコストを上回るという見解はユニークである。また、エージェンシー・コストに買主側とのジョイント・コスト含めていることも重要で、これは M&A に期待されるシナジーの問題とも関わってこよう。

Dater et al.によって提示された問題として、アーンアウトを採用することで得られる便益と費用の検証がある。要は、M&A の取引終了時点において、アーンアウトの費用対効果が買主側の企業価値（限界利益）にプラスになるのか、という問題である。この条項は、対象企業をアーンアウト期間中、買主側の連結対象の事業としてではなく、別個の企業体として独立して評価するシステムであるがゆえに、買主が対象企業の事業を結合することで得られる便益を制約する可能性もある。これらについては、第Ⅱ部の「判例編」にて実際の裁判例を元に検討する。また、アーンアウトという短期限定期間における研究開発費の削減等、長期的視野に基づく投資を犠牲にする可能性に関する指摘は極めて重要である。

### 3 Cain, Denis D. J., and Denis D. K. [2006] <sup>27</sup>

アーンアウト契約の条件は、対象企業の評価の不確実性や成長性、対象企業と買主のクロージング後の企業統治の度合いと関連している。それは M&A の交渉における逆選択とモラル・ハザードの問題であり、アーンアウトには、それらコストを最小化する機能がある。

一般的な M&A を遂行するにあたって考えられる問題が 3 点あり、それらへの対処手法としてアーンアウトの契約内容が設計される。

1. 未公開情報に基づく買主側企業と売主側企業双方の M&A の本源的価値（intrinsic value）に対する評価差が生じること
2. 結合後の対象企業に極めて重要な役割を果たす売主側の経営陣を留任させること
3. 対象企業に留まる経営陣が、クロージング時までのシナジーに基づくプレミアムを受け取った後、その後のシナジーを生み出すインセンティブをほとんど持たないこと

そこで買主から売主への対価の支払いは、まず一定額を支払い（upfront fixed payment）、残分であるアーンアウトは、クロージング後の対象企業の業績に応じて追加的に支払われる（additional future payments）という 2 段階方式の契約を締結する。すなわちアーンアウトは、M&A における対象企業の対価をその企業の将来業績等に結びつけることで、将来

---

<sup>27</sup> 以下は、Cain, Denis, D. J., and Denis, D. K. “Earnouts : A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements,” *Journal of Accounting and Economics*, 51 : 151-170 [2006] の 151-156 頁による。

の事象に起因する企業価値に対する売主・買主両当事者間の評価差を埋めるという機能を持つ。またその際、対象企業に残留する売主側の経営陣は、その業績を最大化するというインセンティブが生じることになる。しかしながらこの方式を採用しても、例えば、長期の成長に寄与する研究開発（R&D）費を犠牲にして、短期的な業績を最大化しようとするインセンティブが働くことも考えられる。また、対象企業の経営を買主側が担う（アーンアウトによる追加対価が、買主側の経営に依存している）場合には、売主は大きな不確実性を負うことになる。この場合、買主側はアーンアウトを減少させるようアーンアウト・ターゲットを管理するインセンティブを持つことになると考えられる<sup>28</sup>。いずれにせよ、アーンアウトの契約内容は個々の状況に応じて設計する必要がある。

アーンアウトの契約条件は、前提としてコスト（費用）と便益のトレードオフによって決定され、それぞれの案件に特有な組み合わせが M&A の価値を最適化する。そして、アーンアウトの特徴として、Cain et al.は、以下の2つの見解を取り上げている。

- (i) 買主が評価リスクを売主に転嫁することで、超過利潤（rents）を得る機会となる<sup>29</sup>
- (ii) アーンアウトは汎用性を持ち（“one-size-fits-all” fashion）、効率的である<sup>30</sup>

1994年から2003年のM&A 990件から、アーンアウト条項を含む取引をサンプルとして抽出し<sup>31</sup>、買収等の対象となる企業は、閉鎖型企業（非公開企業）または公開企業の子会社等である。これは、対象企業の価値に関する不確実性（両当事者の価値評価の相違）が大きい場合には、アーンアウトの便益が費用を上回るという見解と一致する。「汎用性」があるという見解に反して、契約の条件は不均一であった。また、対象企業の価値の不確実性と成長性、対象企業の経営における売主と買主の関与の度合いなどの指標が、アーンアウトの設計に関連していた。これは、契約における情報の非対称性とモラルハザードのコストを軽減するために、アーンアウトが設計されるという見解と一致する。

不確実性の大きさと対価総額に占めるアーンアウトの割合の大きさは比例し、アーンアウトの期間は、アーンアウト比率の大きさに反比例して短い。また、アーンアウトの支払

---

<sup>28</sup> これは Quinn [2013] が指摘する「モラルハザード」の問題である。

<sup>29</sup> この見解の出典は記載されていないが、「買主が評価リスクを売主に転嫁する」と言う部分は、アーンアウトの機能が、情報の非対称性の問題への対処にあるという先行論文の見解（通説）に対する Quinn [2013] の主張（異論）と同様である。もっとも Quinn は「リスク」と「不確実」を分けて考える Knight の理論に依り「不確実の問題」と述べている（詳細は、注 53 を参照）。なお、実証分析の詳細は第 4 章を参照されたい。

<sup>30</sup> Hansen, Robert S., “Do investment banks compete in IPOs? The advent of the 7% plus contract,” *Journal of Financial Economics*, 59: 313-346 [2001] .

<sup>31</sup> 詳細は、第 3 章を参照されたい。

いには（買主側の）株式を、業績評価（アーンアウト・ターゲット）には対象企業の売上高を使用している。

以上の研究成果は、Kohers and Ang [2000]、Dater et al. [2001] の先行研究とともに、Shleifer and Vishny [2003]<sup>32</sup>、Rhodes-Kropf and Viswanathan [2004]<sup>33</sup>、Officer [2004]<sup>34</sup>の研究を基礎としている。また、アーンアウト契約とベンチャーキャピタル（VC）の資金調達契約の共通点を指摘している<sup>35</sup>。

### Cain, Denis D. J., and Denis D. K. についてのコメント

Kohers and Ang [2000] や Dater et al. [2001] と比較して、アーンアウト契約の実務的な内容と多様性を示している。例えば、対価に占めるアーンアウトの占有率、基準となる指標（アーンアウト・ターゲット）、アーンアウトを測定する期間と頻度、そして支払い方法などである。また、先行研究は、対象企業の価値評価に関する情報の非対称性の問題への対処と、クロージング後の経営に極めて重要な人的資源を有する経営陣の留任策としてアーンアウトが採用されることを示したが、Cain et al. はそれらの結果を踏まえて、多様なアーンアウト契約の設計を調査・分析し、それらの関連性を検証している。

独自の見解として、アーンアウトによる買主側への超過利潤（レント）の発生を指摘するが、これは経済的レント（economic rent）<sup>36</sup>を意味するものと思われる。すなわち買主はM&Aの場面において、アーンアウトにより売主側に本来支払うべき価額に対して、過小な対価の支払いによって対象企業を取得し、その差額分を受け取る（節約する）ことができる機会費用を得る可能性を示唆していると推察した。

また、売主側を示す際に、「対象企業の経営者・株主」という表記が多用されているが、これは対象となる企業が「小規模オーナー企業」、あるいは公開会社の子会社等、小規模閉鎖型企業を前提としていることによるもので、この点も先行研究と同様である。

---

<sup>32</sup> Shleifer, Andrei and Robert Vishny, “Stock market driven acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 70: 295-311 [2003] .

<sup>33</sup> Rhodes-Kropf, Matthew and S. Viswanathan, “Market valuation and merger waves,” *Journal of Finance*, 59: 2685-2718 [2004] .

<sup>34</sup> Officer, Micah S., “Collars and renegotiation in mergers and acquisitions,” *Journal of Finance*, 59: 2719-2743 [2004] .

<sup>35</sup> 「VCの融資契約の約9%が、FDAや特許の認可といった非財務的な業績指標を条件としている」。Kaplan, S. and P. Stromberg, “Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts,” *Review of Economic Studies*, 70: 281-316 [2003] .

<sup>36</sup> 「生産された財・サービスに対して、実際に支払われる価格と支払われるべき価格との差」。Stiglitz, Joseph, E. [1993] . *Economics*, W.W. Norton & Company, Inc. (藪下史郎他訳『ミクロ経済学』東洋経済新報社)。

#### 4 Ragozzino and Reuer [2009] <sup>37</sup>

企業が新規事業に参入するに際し、契約上の選択（アーンアウトを利用した買収等）と所有権上の選択（資本提携等）の間の潜在的な代替関係が存在する。研究では、条件付支払対価としてのアーンアウト（contingent earnouts）の発生率とその決定要因を 1993 年から 2000 年の間の約 22,000 件の案件から検証した。買収案件の 5%にはアーンアウト契約が含まれ、この数値は資本提携とほぼ同じである。

企業結合の様々な様態においては、取引リスク（exchange hazards）や取引費用の問題への対処方法が採用されている。そこでは買主側企業と売主側企業は、統合過程において相互に、成果とリスク（rewards and risks）を配分するよう特定の事項に関する権限（control rights and obligations）の設定を契約条項に取入れることもできる<sup>38</sup>。契約金を一括払いにする場合とアーンアウトを採用する場合とでは、資本提携から完全買収までといった M&A の形態にも影響を及ぼし、複数の企業結合の事例<sup>39</sup>を参照すれば、アーンアウトは買主側のみならず、売主側企業にとっても株主価値を高める契約である。それは、情報の非対称性に伴う逆選択の問題<sup>40</sup>に直面する買主側にとっては、過剰な買収金額を支払う結果になるという懸念を削減し、一方で売主側が優良企業である場合には、アーンアウトが買収金額の上昇を可能とする点にある。したがって、非対称情報の問題が顕在化している非上場企業の M&A では、買主側企業・売主側企業双方にとって有用な条項になる。その理由は、情報の非対称性の問題を前提に考慮するならば、買主側はそのような状況下では、対象企業

---

<sup>37</sup> 以下の見解は、Ragozzino, R. and Reuer, J. F. “Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets,” *Journal of Management*, 35 : 857-879 [2009] の 857-864 頁による。

<sup>38</sup> このような方策に関しては Hart の「不完備契約理論」等を援用して終章（結論）にて詳細に検討する。

<sup>39</sup> ここで紹介されている事例は Hewlett Packard 社による M&A であり、同社は高性能デジタル・カラー印刷システムを提供する Indigo NV 社を買収するためにアーンアウトを採用した。これは、Indigo NV 一定の売上目標を達成することを条件に、HP が 3 年間にわたって毎年一定の現金を支払うというもので、Indigo NV が目標を達成していれば、HP の当初の買収金額 629 百万ドルの 40%以上に相当する追加報酬を受け取ることができた。この他にも、eBay による Skype の買収や、Lufthansa による Swiss の買収などアーンアウトを利用した取引がある。

<sup>40</sup> M&A 市場における情報の非対称性の問題は、Akerlof の中古車市場を分析した「レモンの市場」というモデルを M&A の文脈に拡張して説明することができる。売主が自社の価値に関する私的な情報を持っている場合、より高い価格を提示したいという売主の欲求を考慮しても、買主にその情報を正確に伝達することが困難になる。その結果、シグナリングや信頼などの救済策を講じない限り、買主は提示価格を割り引いてしまうことになる（Spence [1974] 等）。このような状況下では、買主は 2 つの問題にも直面する。第 1 に、逆選択のリスク、すなわち（不良品を）本源的価値以上の価格で買収するリスクを負う。第 2 に、M&A の対象の価値を見出すための取引コストを負担することになり、その結果、デューデリジェンスの効率が低下する。このような問題があると、端的に言えば、魅力的な案件が失敗に終わる可能性があるということであり、取引が成立しても、売主は満足する価格を得られず、買主は逆選択のリスクや取引コストの上昇を負うことになる。したがって、両当事者はこれらの問題を解決するためのインセンティブを持っているはずである。なお、逆選択の問題についての理論的背景は「補足：情報の非対称性における逆選択問題の理論」を参照されたい。

の完全な買収ではなく資本提携等を選好する可能性がある<sup>41</sup>からである。しかし、そこにアーンアウト条項が入ることによって、買主側企業は M&A に踏み切ることができるようになる。

しかしながら、アーンアウトはその条件設定等において複雑な取引となる。測定期間が短いことから、経営者はアーンアウトの可能性を高める行動を採るかもしれないが、それが必ずしも事業の長期的な利益に結びつくとは限らない。例えば、対象企業の経営者は、特定の裁量的経費（研究開発費等）を制限しようとする可能性があり、それによって（短期的）収益を高めることができても、事業の長期的競争力を危うくすることもある。さらに、対象企業の業績を継続的に単独で測定する必要があるため、統合によるシナジーを求める多くの買収には不適切な制度となる<sup>42</sup>。

アーンアウトという手法の第 1 の命題として、異業種の新興企業との企業結合の場面に有効であるとの仮説を設定している。そしてその際、アーンアウトが買主側の所有権の決定（買収か、あるいは資本提携か）に影響を与えているというのが第 2 命題である。以上を踏まえ、M&A における情報の非対称性、特に逆選択の問題への対処としてアーンアウト条項が有効となる仮説は以下の 3 点である。

1. 対象企業が、成熟企業（established organizations）よりも新興企業（new ventures）の買収の際に使われる
2. 価値評価の情報格差が大きい異業種間での買収の際に使われる
3. 部分的な資本提携を経た買収と同様の機能を有している

仮説 1 に関しては、業績や体系化された情報が少ない新興企業の価値評価の難しさに由来する。業績の安定性や信頼性の問題<sup>43</sup>、競合他社を意識した情報の非公開指向<sup>44</sup>等、新興企業は成熟企業とは異なる特性を持つゆえ、情報の非対称性の問題が相対的に大きくなる。そこで売主側としては、取引を可能たらしめ、（将来の）業績の向上を共有できる（to share in the success of the business）手法として、また買主側にとっては逆選択の問題を低減させ

---

<sup>41</sup> Balakrishnan, S., & Koza, M. P. “Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20 : 99-117 [1993] .

<sup>42</sup> Capron, L. “The long-term performance of horizontal acquisitions,” *Strategic Management Journal*, 20 : 987-1018 [1999] .

<sup>43</sup> Hannan, M., and Freeman, J. “Organizational Ecology,” Cambridge, MA : Harvard University Press [1989] .

<sup>44</sup> Amit, R., Glosten, L., and Muller, E. “Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing,” *Management Science*, 38 : 1232-45 [1990]、Schaller, H. “Asymmetric Information, liquidity Constraints, and Canadian Investments,” *Canadian Journal of Economics*, 26 : 552-574 [1993] .



る手段として、この段階的な支払条項を設定することとなる。また仮説 2 は、異業種間よりも同業種間の取引の方が、様々な経営資源の情報に対する双方の親和性が高い傾向にある<sup>45</sup>ことから、買主側は対象企業の価値評価が比較的容易となる。しかし異業種間の場合は、情報の非対称性の問題が大きくなり、売主側企業も自らの企業価値を買主側に伝達することが困難になる<sup>46</sup>。このような場合の救済策としてアーンアウトを設定することで、買主側は逆選択の問題にさらされるリスクを軽減し、売主側も相応の価格で売却する (command an attractive sales price) 可能性が高まるという利点がある。そして仮説 3 は、非対称情報下では、買主側企業は対象企業の完全買収ではなく、資本提携等の選択肢も考慮の対象となるというものである<sup>47</sup>。しかしこの場合には、部分的な法的所有権と取締役会の席数の制限によって対象企業に対する完全な経営権 (ultimate control) を持たないため、新たな取引コストの問題が生じ、買主側は別の不確定要因を引受けることになる。そこで、例えばアーンアウトと資本提携等の部分結合を併用することで妥当な価額での買収 (to minimize their exposure to the overpayment risk) が可能となることも考えられるが、両手法を併用した契約は複雑なものとなる。非対称情報下では、多額の資金を要する完全買収の方が逆選択の問題は大きくなるが、そこに解決手段としてのアーンアウトの価値があり、部分的な資本提携等を経た企業結合と同様の効果が期待できる。この 2 つの取引構造を決定するに際し、両者には代替関係があると予想される。そこで、企業の契約と所有の意思決定を同時選択モデルとして、非対称性情報の問題との関係において両者が補完的な選択となる可能性を指摘している<sup>48</sup>。

## Ragozzino and Reuer についてのコメント

本論文の末尾でまとめられているように、閉鎖型企業を対象とした M&A におけるアーンアウトを論じた Ragozzino and Reuer の新規性は、企業がどのように契約と所有の意思

---

<sup>45</sup> Koh, J., and Venkatraman, N. “Joint Venture Formations and Stock Market Reactions : An Assessment in the Information Technology Sector,” *Academy of Management Journal*, 34 : 869-892 [1991]、Montgomery, C. A., and Hariharan, S. “Diversified Expansion by Large Established Firms,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 15 : 71-89 [1991] .

<sup>46</sup> Balakrishman and Koza [1993]、Ravenscraft, D. J., and Scherer, F. M. “Life after Takeover,” *Journal of Industrial Economics*, 2 : 147-156 [1987] .

<sup>47</sup> Balakrishman and Koza [1993]、Hennart, J.-F., and Reddy, S. “The Choice of between Mergers/Acquisitions and Joint Venyures : The Case of Japanese Investors in the United States,” *Strategic Management Journal*, 18 : 1-12 [1997]、Reuer, J. J., and Koza. M. P. “Asymmetric Information and Joint Venture Performance : Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures,” *Strategic Management Journal*, 21 : 81-88 [2000] .

<sup>48</sup> この実証分析は Kohers and Ang [2000] 同様に、ロジスティック回帰分析による。詳細は第 3 章「2 アーンアウトを利用する企業形態および業種」及び、第 4 章「4 部分的な資本提携を経た買収と同様の機能を有しているアーンアウト」を参照されたい。

決定を同時に行うことができるかを検証している点にある。情報の非対称性が存在する場合でも、買収契約に適切な契約構造が構築されていれば、企業は資本提携を選択する代わりに完全な買収を進めることができる可能性を示している。先行研究では、アーンアウトを情報の非対称性、とりわけ逆選択を避ける機能の実証分析が中心であり、企業の所有権の決定から考察した論考はなかった。アーンアウトは M&A における資金調達の意味決定ではなく、組織統治や企業の市場参入の意味決定（所有権の選択）に重要な意味を持っているというのが本論文の結論である。

Ragozzino and Reuer によれば、アーンアウトの有効性は、買主が対象企業の所有権を保持しながら、高値掴みのリスクを低減することができる点にある<sup>49</sup>。一方で資本提携を選択したならば、そのリスクを低減できるものの部分所有に留まり、経営参画が限定されることで機会損失の可能性もあると言う。しかしながら本論文では、対象企業の所有権が論じられているが、その帰結として当然ではあるが経営権に関しては触れられていない。先行論文でも議論されてきたように、対象企業の直接の経営権を売主側・買主側のどちらが担うのかは、アーンアウトの成功にとって極めて重要な要因である。ここで所有権と経営権が直結するとは限らない場合の問題（公開会社における「所有と経営の分離」等）、あるいは対象企業の経営者の受託者責任とアーンアウトの関係にも議論を展開できるのではないだろうか。また、本論文で強調されているのは売主側の視点である。アーンアウトにより売主は買収を検討している企業に自社の価値を伝えることができ、価値ある取引を確実に進め、売主が事業の成功を共有することができると言う。これは先行研究でも論じられてきたことではあるが、アーンアウトの意義やその機能に関しては、想定通りの結果が得られなかった場合、つまり法廷に話が持ち込まれた場合のケースに鑑みれば、買主側の視点もやはり必要であると思われる。

アーンアウト契約により、対象企業の企業価値向上へのインセンティブがアーンアウト期間に限定される可能性、そして売主・買主双方の株主価値を高めるという結果は先行研究と同様である。また、アーンアウトのための短期的収益と、対象企業の長期的競争力や買主企業とのシナジーのトレードオフ関係は Dater et al. [2001] 同様に重要な指摘である。

## 5 Quinn [2013] <sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> これは、「機会費用」という概念で括れば、前掲した Cain et al. [2006] が指摘する「超過利潤（レント）」の発生と同様の見解であると思われる。

<sup>50</sup> 以下は、Quinn, Brian J. M. “Putting Your Money Where Your Mouth Is : The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions,” *University of Cincinnati Law Review*, 81 : 127-172 [2013] の 127-146 頁による。

先行研究では、アーンアウトは情報の非対称性による逆選択の問題への対処として理解されてきた。売主側は自らの未公開情報を買主側に正確に伝達することが困難であるが故、高品質である企業を所有していると考えられる売主側（high-quality seller）は、買主側に対して自らの品質を示すシグナルとしてこの条項を受け入れることができる。逆選択の問題の性質上、平均以下の品質<sup>51</sup>の対象企業を所有する売主（low quality seller）にとっては、この支払条項は割に合わない契約となるからである。この仮説を前提とするならば、アーンアウトは売主側の潜在情報を引き出すという重要な役割を果たし、契約時の双方の対象企業への価値評価の相違、つまり情報の非対称性に由来する問題は解決されることになる。

しかし、アーンアウトが M&A における逆選択の問題に対する解決策であるならば、クロージング後のアーンアウト期間の対象企業の価値は増加するはずであるが、実証分析の結果では、その価値は減少している。米国会計基準の改正により、当該債務の公正価値（“fair value”）の推移が分かるようになった<sup>52</sup>が、価値がクロージング後減少することは統計上明らかで、かつ異業種間買収（情報の非対称性が大）の方が大きく減少する。これは、アーンアウトが「逆選択への対処」の機能は有さず「不確実性<sup>53</sup>」対応の手段であることを示して

---

51 原文は“low quality”であるが、正確には“below the mean quality”「平均値以下」であろう。

52 「IFRS 3 (R) と SFAS 141 (R) において、企業結合で移転された対価（条件付対価契約から発生するすべての資産または負債も含まれる）は取得日の公正価値で測定・認識される。（中略）さらに、取得日に認識された条件付対価の公正価値が取得日後に変動した場合で、その変動が利益目標の達成（中略）など、取得日後の事象により生じた場合、その変動差額は（中略）会計処理される。（中略）ここで注目すべきは、条件付対価は特定の条件が満たされた場合に支払いが行われる（または対価の返還を受ける）ものであり、実際にはいまだ対価の支払い（または返還）が行われていないにもかかわらず、取得日（取得企業が被取得企業にたいする支配を獲得した日）にその公正価値で測定・認識すること、条件付対価が当初認識時に負債や資産として分類された場合にはその後、公正価値で再測定が行われ、その結果生じる差額は損益として処理されるということであろう」（山内 暁「条件付対価の認識にともない発生する条件付暖簾に係る検討」、『会計学研究 37』65-99 頁、専修大学会計学研究所 [2011]）。

53 Quinn がここで言う「不確実性」とは、経験則から計測することができる「リスク」とは異なり、合理的な投資判断が困難となる「ナイトの不確実性」（Knight, Frank H. “Risk, Uncertainty, and Profit,” 1-10 [1921]）であることに留意されたい。「Knight は、結果がどうなるかわからないが確率は計算できる『リスク』と、事前に確率を本質的に知り得ない状況を『不確実性』とし、両者を区別した。逆選択を含む非対称情報下の負の情報は確率計算が可能であるから『リスク』であり、その際、当事者はその結果を回避することができる立場であれば、その情報に対処できる。リスクの場合、構造的に情報が優位にある当事者は、負の結果のリスクを受け入れるのに最適な立場にあると言える。一方、不確実性の存在は、不利な結果が起こるかどうかわかる上で、どちらの当事者も事前に構造的な優位性を持っていないことから、両当事者に様々な障害をもたらす。その意味で、非対称情報下の場合のように、どちらの当事者も否定的な結果を受け入れるのに必ずしも最適な立場にあるとは言えず、いかなる状況も事前には受け入れ難い」（Quinn [2013] : 139-140）。リスクは、人々が生じうる事象とそれらが生じる確率を知っており、不確実な将来事象を確率分布として捉えることができる場合（individual know the probability that occur）であり、不確実性は、人々が生じうる事象や確率についての情報をもたず確率分布として捉えることができない場合（individual do not have any information about their probabilities）である。こうした Knight のリスクと不確実性という概念はそれぞれ、Keynes が提示した短期期待と長期期待に対応している。すなわち、生産設備などの資本が一定とされる短期においては、企業にとっては市場価格や需要量の予測が重要になるが、それらに対する予想または期待は確率分布として捉えることができる。一方、資本をどのように増加させるかという決定では、投資計画が長期的にどれだけ収益をもたらすかという長期期待が問題となる。長期期待における収益予測はこうした短期期待とは異なり、確率分布で捉えることはできないと

いる。その主たる役割は（先行研究の結論とは異なり）情報の伝達にあるのではなく、M&Aの契約に存在する不確実性の問題への対処、つまりは不本意な結果に終わるリスクを売主側に割り当てる（*assigning the risk of a negative outcome to the seller*）ことで契約合意を容易にするという役割にある<sup>54</sup>。

分析対象とした公正価値のデータは、不確実性仮説を裏付けるものである。将来の出来事や状態の確率について、売主と買主が異なる積算をしている場合、両当事者間取引コストを発生させる可能性がある。M&A契約におけるそのような取引コストの存在は、効率的価格理論（*efficient pricing theory*）に反し、契約を成功させる上での障害となる。そこで不確実性を削減し、売主にネガティブな結果の可能性を割り当てることで、アーンアウトは価格付けの効率性を向上させることができる。それゆえ情報の非対称性ではなく、対称的な不確実性が問題となる場合、アーンアウトは、取引に介在する弁護士（の仲介力）が不確実性に関する取引コストを削減し、当事者の価値を創造するために使用する契約上の装置となる可能性がある<sup>55</sup>。アーンアウトとは、買主に対して課せられる事後的な対象企業の

---

考え、こうした長期期待においては確率的な計算ではなく、企業家のアニマル・スピリッツが決定的な役割を果たすと主張する（藪下史郎『金融論』ミネルヴァ書房、196-197頁 [2009]）。

<sup>54</sup> ここでの引用事例は、以下の通りである。2011年4月、Sanofi, S.A.（買主）はGenzyme Corp.（対象会社・売主）を買収した。交渉の過程でGenzymeの評価に対して両当事者間で根本的な意見の相違が生じた。対象会社は、複数の生産工場の問題を抱えていたが、当該経営陣は生産上の問題は解決したと考えていたが、買主の見解は違った。そこで取引は、クロージング時に1株当たり74ドルの現金を、そして、クロージング後に対象会社が、一定の規制上および財務上のマイルストーンを達成した場合に1株当たり最大14ドルの臨時支払金（アーンアウト）という構成になった。経営陣が買主に表明したように、生産上の問題が解決されていれば、対象会社の株主（売主）は追加の評価価値を得ることができる。製品（医薬品）が対象会社経営陣の期待に沿うものであれば、その成功は、アーンアウト支払債務（*contingent payment obligation*）の増加によって示されるように、売主の事後評価の増加に反映される。しかし期待通りの成果を上げられなかった場合は、追加の支払いを要求されることはない。つまり、最終的な価値の決定を将来の時点まで先送りすることで、売主と買主の両当事者は、評価に関する相違が未解決であっても取引を進めることができた。Quinnによればアーンアウトとは、取引に存在する不確実性の問題に対応し、ネガティブな結果のリスクを売主に割り当てることで不確実性を解消し、その結果、当事者の合意形成を促進するというものである。

<sup>55</sup> Quinnの主張はGilsonの論考から示唆を得ており、随所でGilsonを引用している。「Gilsonは、企業の買収は資本資産の取得に他ならないと考えた。そうであれば、資産価格モデルを適用することで、その資産の効率的な価格が得られるはずである」。そして以下のようにGilsonを引用する。「弁護士（*business lawyers*）が実際に何をしているのか、彼らが価値を創造する可能性についての仮説は単純である。弁護士は、取引費用の専門家（*transaction cost engineers*）として機能し、資本資産価格理論（*capital asset pricing theory*）が仮定する完全な市場と、完全とは言えない現実の取引の間のギャップを埋める効率的なメカニズムを考案する。弁護士が設計した取引構造によって、価格理論の前提条件が正確であるかのように当事者が行動したときに、価値が生まれる」。Ronald J. Gilson, "Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing," 94 *YALE L. J.* 239, 241-47 [1984]。なお、この論文のアーンアウトに関する該当部分の一部を以下に引用しておく。「私の仮説が予測するように、このような同質的な期待値設定の失敗に対して、一般的に『アーンアウト』または『条件付価格設定（"contingent price"）』と呼ばれる、よく知られた救済策（*remedy*）がある。これは、ある著名な実務家が言うように、『自分のビジネスには過去の収益以上の価値があると考える売主と、ミズーリ州出身の買主との間の交渉のギャップを埋める』ことを目的としている。この問題に対して、弁護士が頼る解決策は、経済学者（引用されているのは、Arrow, K, "Essays in Theory of Risk-Bearing," 121-43 [1971]；Williamson, O, "Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications," 21-23 [1975]）が『状態拘束型契約（*state-contingent contracting*）』

評価に依存した契約条項である。それは、クロージング後の一定期間内に一定の評価基準に至った際に、売主側に支払う対価を追加するというものであり、その間に生ずる可能性のある企業価値の変動に対処し、買主・売主両当事者にとって契約を円滑に進める機能がある。これにより、両者は事後的な企業価値の評価に伴う不確実性の問題を克服することができる。アーンアウトは、供託や賠償等と同様に対価を調整するという範疇に分類されるが、事後的に企業価値を再評価するという機能が中核となる。

企業の M&A とは多くの非公開情報が伴う複雑な取引であり、その中には売主のみが知り得る将来見通し等が含まれ、買主は入念な資産評価を行うものの全ての情報を得ることは不可能であろう。情報が好ましくない内容であれば、売主は隠蔽や過小評価するインセンティブを持ち、その反対に良い情報を買主に正確に伝達できるとは限らない。非対称情報の問題に加え、対象企業やその業界の将来性に関して、買主にとっては未知の状況が生ずる可能性や、両当事者の評価の相違が企業買収においては大きな不確実性となる。従って対象企業の適正な評価で合意することが困難となるものの、事後的に再評価をするというアーンアウトが、情報の非対称性や不確実性から生じる両者の評価差を埋める事となる。

アーンアウトの内容は極めて多様であるが、この条項に共通する4つの要素がある。第1に、クロージング後の一定期間に、対象企業が一定の評価基準 (certain specified targets or milestones) に達した場合、追って対価の支払いをする契約を結ぶ。その基準には財務的なものと非財務的なものがある。前者は売上高や現金収支等、直接対象企業の業績変化に関わる事項であり、後者には営業権や市場占有率、あるいは当局の許認可が必要な医療機器・医薬品などの開発も含まれる。第2に、両当事者は、複数の発動事項 (triggers : sliding scale, cliffs, or binary) <sup>56</sup>を定める。第3に、アーンアウトの期間設定であり、その間に対

---

と呼ぶものである。その中心的な洞察は、将来の出来事の発生に割り当てられた確率に関する当事者間の期待値の差は、時間が来年の売上高の予測を歴史的事実に変えるにつれて、最終的に消滅するというものである。来年の売上が確実にわかるまで、購入価格の決定を遅らせることができれば取引は成立する。そこで、解決策として、購入価格を将来の出来事の発生に割り当てられた確率に基づいて当事者の意見として形成することである。来年の売上が確実にわかるまで、購入価格の決定を遅らせることができれば取引は成立する。購入価格として最初に 750 万ドルを支払い、次の会計年度の終わりに 750 万ドルを超える売上高 1 ドルにつき 1 ドルを追加で支払うという形にする。期待値の不一致の問題は、失敗を無関係にすることで回避される。将来に対する不確実性だけが、将来に対する期待に頼らざるを得なかった (Only uncertainty concerning the future forced the parties to rely on expectations about the future)。アーンアウトは、その不確実性が解消された後に価格を決めることができる。すなわち両当事者は、自分の期待を相手も共有しているかのごとく行動することになる。各当事者は自らの期待 (予想) に賭けているが、(アーンアウトを利用することで) 不確実性が解消され、この問題に関して同質の信念を持つようになった後に、決済が行われることになる」(263-264 頁)。

<sup>56</sup> “binary” は一般的で、指定された指標を達成した場合にのみ、アーンアウトの支払いを認めるものである。例えば、製薬会社 Genzyme の事例 (前掲注 54 参照) では、政府による薬品の許認可の成否が設定された。これは売主には感触を掴める事項で、買主に確約できないという点で内生的なものかもしれないが、対称的な不確実性の結果である外生的なものかもしれない。しかしこの発動事項の問題点は、設定値に届かないと売主 (あるいは売主側に属する対象企業の経営者) が判断すれば、それ以上労力をかけるイ

象企業の評価変動がもたらす不確実性の問題が解決できる期間（概ね1～5年）が設定される。そして最後は、取引総額に占めるアーンアウトの割合であるが、これは両当事者間にある不確実性の度合いを反映する。いずれにせよ、価値評価に伴うこれら不確実性に対処するような仕組みを設計するのである。

以上に加えて、クロージング後の（つまりはアーンアウト期間の）対象企業の経営に対する（売主側の）自律性（*autonomy*）と（買主側の）支配（*control*）の問題がある。売主がアーンアウトを得る可能性は、対象企業の経営陣が評価基準を満足させ、売主の価値最大化を図るような行動を取ることができるか否かに依存する。そこでは売主は、対象企業の指標達成と連動してアーンアウトの受取額が増加するのに対して、買主にはアーンアウトの支払額を抑えるというインセンティブに直面する（モラルハザード）の可能性が潜在する。

### Quinn についてのコメント

ここまで概観してきた先行研究では、アーンアウトという支払条項は情報の非対称性による逆選択の問題への対処（通説）として扱われてきた。しかし Quinn [2013] の見解は、アーンアウトを不確実性の問題への対処とする Gilson [1984] の論考を踏襲するものであり、先行論文とは異なる。その論拠は、アーンアウトが逆選択の問題に対する解決策であるならば、クロージング後に売主側が主張する企業価値が顕在化され、対象企業の価値は増加するはずであるが、実証分析の結果、その価値は減少していたというところにある。もっとも論拠を構成する基盤となるデータは先行研究と異なる 2009 年の M&A の検証であり、検証期間も 1-2 年と短い。Quinn も論文で言及しているように、景気情勢などの外因的な不確定要素との関連も考えられ、2008 年の金融危機に由来したマクロ経済全体の低迷により、検証期間の企業価値が影響を受けたことも考えられる。しかしながら、景気後退の兆候が出始めた頃の事例であり、アーンアウトの設定は、ある程度はそれら経済状況を織り込んでいた可能性も指摘している。いずれにせよ、対象とする検定期間と検定方法、何より検証したサンプルが異なることから先行研究との比較において、アーンアウトの意義を結論付けることはできない。

### 補足：情報の非対称性における逆選択問題の理論

Quinn [2013] は、アーンアウトに対する仮説として、逆選択と不確実性についても論

---

ンセンティブが低下する。これに対応するのが、漸増的指標（*incremental milestones*）で、“*cliffs*”に伴う負のインセンティブに効果があるとされる。Genzyme では、達成された様々なレベルの収益に連動した漸増的指標が含まれていた。“*sliding scale*”は、収益等の継続的な変数に対する割合として支払われるように設計されているので、“*cliffs*”の潜在的な負のインセンティブ効果を排除することができる。

述している<sup>57</sup>。以下では、情報の非対称性による逆選択の問題の部分を引用し、その理論的背景を補足説明する。

「実務家においては、M&Aの際に買主と売主の間に対象企業に対する『評価差(“valuation gap”)』という表現がよく使われるが、アーンアウトはこれに対する契約上の対応である。第1の仮説は、経済学者や法学者が提唱する逆選択(adverse selection)に対する契約上の対応であるという考え方である。情報の非対称性の問題を解決することで、契約の合意が促進されるという。第2の仮説は、実務家や法学者が提唱する、不確実性(uncertainty)の問題を解決するというもので、対称的な不確実性の存在が契約上の課題としている。

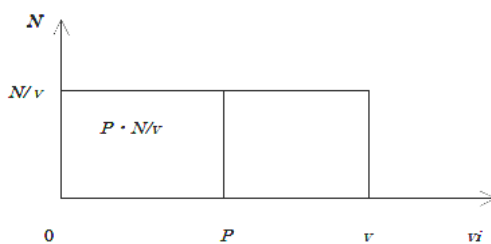
Akerlof が中古車市場を事例に、典型的な逆選択の問題を指摘した『レモン市場』<sup>58</sup>の論

<sup>57</sup> Quinn [2013] : 136-141.

<sup>58</sup> 以下の「レモン市場」に関する理論の説明(注 60、61 も含む)は、藪下史郎『金融論』(ミネルヴァ書房 [2009])による。

売り手は自らが売却しようとする車の品質について完全な情報を持っているとする。すなわち車の真の価値または品質を知っていると。この車の価格は売り手にとっての留保価格(reservation price)であり、市場価格がこの価格以上になると車を手放す。中古車を供給しようとする潜在的な総人数を  $N$  とする。彼らが売ろうとする車の質すなわち留保価格は売り手ごとに異なっており、売り手  $i$  の提供する車の留保価格を  $v_i$  で表すことにする。買い手は、市場で販売されているこの車の留保価格を知らないが、その分布状況については知っている。ここでは、留保価格の下限は  $0$  また上限は  $v$ 、すなわち  $0 \leq v_i \leq v$  とする。また分析を簡単にするために、各留保価格での潜在的な売り手の数はすべて同じで、 $N/v$  で与えられるとする。留保価格が連続な値をとるとすると、それは下記のように一様分布(uniform case)にしたがっていると。

図 1



売り手は留保価格を知っているが、買い手は個々の車の知らないという非対称情報の市場では、中古車はすべて同じ価格で販売される。車の市場価格を  $P$  とすると、もし  $P \geq v_i$  ならば、個人  $i$  は自分の車を売り新車を購入しようとする。しかし市場価格が留保価格を下回る。すなわち  $P < v_i$  となる車も持っている個人は、車を売却しようとはしない。したがって市場価格  $P$  が、 $0 < P < v$  であるとすると、そのときの中古車の供給量は四角形の面積  $PN/v$  で与えられる。

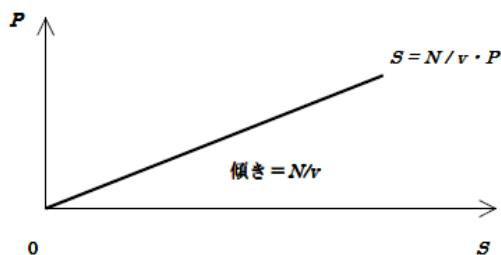
中古車の市場価格が変化すると供給量も変化する。例えば、価格  $P_1$  から  $P_2$  に上昇するとする。ただし、 $0 < P_1 < P_2 < v$  であるから、市場価格が  $P_1$  であるときには供給量は  $S_1 = P_1 N/v$  であり、また市場価格が  $P_2$  であるときには供給量が  $S_2 = P_2 N/v$  となる。もちろん、 $P_1 < P_2$  であるため、 $S_1 < S_2$  となる。市場価格が高くなると、留保価格の高い人も中古車を手放し新車に買い換えようとするため、中古車の供給量は増加する。すなわち、市場価格の上昇は中古車の供給を比例的に増加させる。したがって中古車の供給曲線は

$$S = PN/v \quad (1)$$

で与えられる。図 2 では、中古車の価格を縦軸に、そして供給量を横軸にとっているが、(1) 式は右上がりの直線で示される。

文<sup>59</sup>によれば、契約前に買い手が売り手の商品の品質を見極めることは困難なので、買い手は（様々な品質の）売り手全体の平均価格で買うことになる。平均価格以上の高品質の売り手は、自らの商品価値以下の価格（平均価格）でしか売れないので市場から退場し、低品質の商品（これを米国では「レモン」と呼ぶ）だけが市場に残る<sup>60</sup>。その結果、レモン市場は崩壊する<sup>61</sup>。Akerlof はこの情報の非対称性の問題を中古車市場で説明したが、これは社会の

図 2



<sup>59</sup> Akerlof, George A, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” 84 *Q. J. ECON.* 488, [1970] .

<sup>60</sup> 市場価格が上昇すると、より高い留保価格をもつ人も車を供給しようとするが、留保価格が高い車ほど価格が高く品質も良くなる。したがって価格が上昇すると、品質の高い車が市場に供給されるようになるため、市場で販売されている車の平均的な質も上昇する。留保価格が図 1 で示されているように一様である場合には、市場に供給される車の平均的な質は容易に導くことができる。

図 3

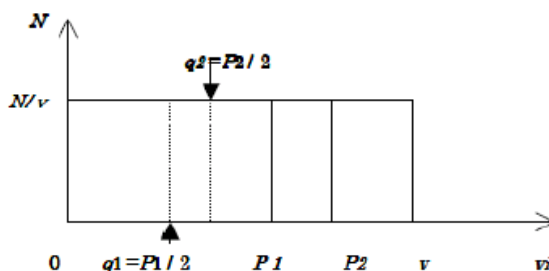


図 3 で示されるように、市場価格が  $P_1$  であるときには、市場には品質が 0 から  $P_1$  ま市場価値が  $P_2$  であるときの供給されている車の平均的品質は  $q_2 = P_2/2$  となる。すなわち、市場で供給される車が同量だけ出回るようになるため、そのときの中古車の平均的な品質は  $q_1 = P_1/2$  となる。同様に、市場価値が  $P_2$  であるときの供給されている車の平均的品質は  $q_2 = P_2/2$  となる。すなわち、市場で供給される車の平均的品質  $q$  は、

$$q = P/2 \quad (2)$$

で与えられ、市場価格に比例的に上昇することになる。

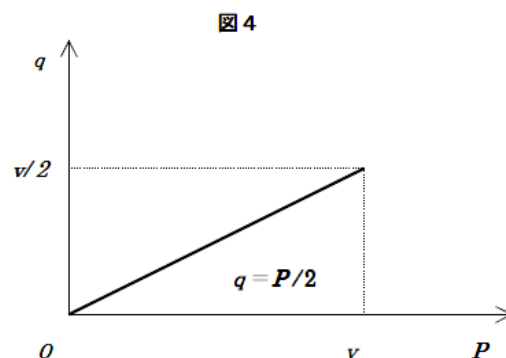
<sup>61</sup> 市場価格と平均的品質との関係は図 4 で示されている。そこでは横軸に市場価格、 $P$  また縦軸に平均的品質  $q$  をとっているが、その関係は右上がりの直線で示されている。



様々な取引でも見られることであり、これでは社会的に価値のある取引が実現できない。

売り手はこの問題を知り得るがゆえに、解決策としてシグナリングによって、つまり売り手は未知の情報を買い手に伝えることで逆選択の問題を克服する。これは低品質の売り手には割に合わない費用となるが、高品質の売り手には差別化のために負担し得る費用であり、Akerlof の中古車市場に当てはめれば、高品質の売り手はその品質を買い手に保障することができるが、低品質の売り手はそうすることができない。契約後のこの保障を売り手に義務付ければ、買い手は市場で中古車の品質を容易に判別することができる。

合併契約でもこの理論は適応できる。クロージング後も対価の支払いを先送りできるのであれば、その間に売主側はシグナルとして情報を発信し、買主は潜在的な非対称情報を得ることで逆選択の問題は緩和される。一方、売主側が不都合な情報を隠蔽しているのであれば、この種の契約条項は受け入れ難い。優れた潜在性を持つ対象企業（売主）は、クロージング後に対価が増加する可能性があるこの仕組みを歓迎しよう。このようにアーンアウトは高品質の売り手と低品質の売り手を分離し、逆選択の問題解決に有効となる」。



### 第3章 先行研究により再構成するアーンアウトの特徴

以下では第2章で議論した5本の先行研究(論文)による実証分析の結果から、アーンアウトの特徴を各項目別に検証していく。議論を進めるにあたり、各論文の研究成果は本文にて説明するが、それらの裏付けとなる各種データの詳細は、全て章末の〈付表〉(1-3-x)に転写しているので適宜参照されたい。

各先行論文では、研究対象として照射しているアーンアウトの側面に特色があるため、それぞれがフォーカスしている項目を比較検討する形式で進めていく。これらの作業により、各項目の総体を観察できることから、その集積によって現実のM&Aの場面におけるアーンアウトの実態、つまりは標準形(デフォルト)を描写することができると思われる。

#### 1 アーンアウトの採用実績

Cain et al. [2006] がSDCのデータベース<sup>1</sup>により、1994年から2003年の間に米国の上場企業によって行われたM&Aの総数25,213件を調査した結果、アーンアウトが採用されていたのは990件(3.9%)であった<sup>2</sup>。アーンアウト採用の割合は、趨勢としては1994年の3.1%から2003年の6.8%へと増加していることがわかる<sup>3</sup>。

#### 2 アーンアウトを採用する企業の形態及び業種

売主・買主両当事者間にある対象企業に対する情報の非対称性の存在が、アーンアウトの採用を促進させるという想定が先行研究に通底した見解である。ここではM&Aに関わる3

---

<sup>1</sup> Securities Data Company (SDC)のMergers and Acquisitions Databaseに登録されている、1994年から2003年の間に米国の上場企業によって行われた取引を対象としている(Cain et al. [2006]: 156-176)。

<sup>2</sup> この理由としては「税制改正により、2001年7月にFASB141が導入され、会計処理として持分プーリング法を廃止したため、アーンアウトが増加したと考えられる」と指摘している(*Id.* at 156-157)。〈付表〉(1-3-1)を参照。

<sup>3</sup> データは異なるが、SDC Thomson ONEによる1986年1月1日から2016年12月31日の間に英国および米国の上場企業が発表したM&A31,214件(英企業9,577件、米企業21,637件)のうち、英企業2,688件、米企業2,320件の合計5,008件(全体の16%)がアーンアウトを含んでいた。アーンアウトを伴うM&Aの割合は、米国(11%)に対して英国(28%)が非常に高いことがわかる(Barbopoulos, Leonidas G. "The real effects of earnout contracts in M&As," *Journal of Financial Research*, 44: 607-639 [2021])。〈付表〉(1-3-2)を参照。

当事者（売主・対象企業・買主）の企業形態を分析した先行研究から検討する。

#### ■ Kohers and Ang [2000] の分析結果<sup>4</sup>

- ・ 938 件中、データが確認できる 844 件の買収金額の平均値は約 4400 万ドルで、最大が 23 億ドル、最小が 10 万ドルであった。アーンアウトの金額が明示されている 554 件の平均値は約 1552 万ドルで、最大が 7 億ドル、最小が 10 万ドルである (1-3-3)。
- ・ 938 件中 620 件の対象は閉鎖型企業 (66%)、275 件は分割子会社の譲渡 (29%) である。それぞれの平均対価は 2320 万ドル、8260 万ドルであり、アーンアウトとしての対価は、1040 万ドル (45%) と 2072 万ドル (33%) である (1-3-4)。
- ・ 対象がハイテク企業の事案は 204 件 (22%)、異業種間では 642 件 (68%)、国際間の取引は 168 件 (18%) であり (重複を含む)、さらに国際間取引の 19% が閉鎖型企業、18% が分割子会社である (1-3-5)。

次に、対象企業が閉鎖型企業と分割子会社のケースに限定して、情報の非対称性に対する買主側のリスクヘッジと対象企業の人的資本の残留を促すという 2 つの機能を、アーンアウトの有無に分けて検証している<sup>5</sup>。7,072 件のサンプルからアーンアウトが採用されている 426 件のデータを使ったロジスティック回帰分析 (logistic regressions) の結果 (1-3-6) は以下の通りである<sup>6</sup>。

- ・ ハイテク業種 (HITEK) を買収する企業はアーンアウト契約を選択する傾向が強く、非ハイテク業種の買収と比較して 70% 増である。
- ・ サービス業 (SERV) も同様の傾向があり、非サービス業の買収と比較してアーンアウトの利用は 86% 増である。
- ・ 同業種間 (FOCUS) の買収は、他形態と比較してアーンアウトの利用 30% 少ない。
- ・ 閉鎖型企業 (PRIV) が対象の場合は、公開会社の子会社等の買収に比べてアーンアウトの利用が 72% 増加している。

---

<sup>4</sup> M&A の情報は SDC の Merger and Acquisition Database を、財務情報は Center for Research in Security Price (CRSP) と Compustat tapes により、1984 年 1 月 1 日から 1996 年 6 月 30 日までの期間、アーンアウトを利用した 938 件の事例を分析している (Kohers and Ang [2000] : 451-454)。

<sup>5</sup> 但し、これら検証で注意すべき点は、Kohers and Ang が {アーンアウトの採用→経営者の残留} との前提で議論を進めていることであるが、通常の M&A 同様にアーンアウトでも買主側からの経営陣の任命も当然あり得る。このケースに関する詳細は第 5 章「5 対象企業の経営者の出身母体」を参照。

<sup>6</sup> 各独立変数は 1% の水準で有意であり、仮説は強い説得力があることが示されているという。私見では、一般的な仮説検定では 5% の水準を取ることが多いと思われることから、この結果は相当に説得力が強い。

- ・ 閉鎖型でも大企業と比較し、中小企業（TV）の買収ではアーンアウトが利用されていることが、対象企業の相対的規模（RELSIZE）から明らかである。
- ・ 国際間の取引（INTL）では英語圏間よりも、非英語圏との取引においてアーンアウトが利用されている<sup>7</sup>。

また、同データを用いて、買収対価に占めるアーンアウトの比率から、「情報の非対称性の問題と人的資本の重要性」という仮説を検証している。買収対価に占めるアーンアウトの比率の影響を 263 件のサンプル（Model 3 のみ 342 件）から、トビット・モデル（Tobit regressions）により分析した結果、買収対価に占めるアーンアウトの比率は、情報の非対称性の程度と対象企業の人的資本の価値によって決定されることが示され（1-3-7）、その結果は以下の通りであった。

- ・ 買収対価に占めるアーンアウトの比率は、閉鎖型企业（PRIV）が対象の場合は 20% である。
- ・ 閉鎖型企业でハイテク業種（HITEK）の場合は 15% である。
- ・ サービス業（SERV）は 23% である。
- ・ 対象企業の規模が小さくなるほどアーンアウトの比率が高くなり、買収対価とアーンアウトの比率は正の関係にある。
- ・ 対象企業の相対的規模（RELSIZE）が大きくなれば、アーンアウトの比率も高まる。

#### ■ Dater et al. [2001] の仮説設定とその検証

Dater et al. [2001] は、逆選択とエージェンシーの問題を前提として、8つの仮説を設定し、その検証を試みている。アーンアウトの利用が想定され得る対象企業の形態等を仮説 1・2・3・6・8 に、売主・買主両当事者間の関係を仮説 4・5 に、そして対象企業の経営陣の残留の有無を仮説 7 で提示している<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> この結果は、国際間の企業買収における英語圏とその他の言語体系の法制度の類似性の影響を分析した La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Hleifer, A.; and Vishny, R. “Legal determinants of external finance,” *Journal of Finance* 52: 1131-1150 [1997] の検証結果と整合的であるという（Kohers and Ang [2000]: 457）。

<sup>8</sup> 「仮説 1 と 2 の検定では、アーンアウトの利用における逆選択やエージェンシーの問題と、税制や財務諸表からの問題とを明確に区別している。仮説 3 から 7 の検証では、税制や財務諸表の問題が一定であるとの前提を置き、逆選択とエージェンシーの問題を検証する。そして仮説 8 では、財務諸表からの価値評価にかかわらず、売主側の経営陣を残留させるためにアーンアウトが利用されている状況を明らかにする。独立変数が逆選択の問題で有効な指標となるためには、他の要因のクロスセクションの変動と負の相関を持たないことが必要である。例えば、対象企業が大規模公開会社の株主である場合、リスク回避型の傾向

#### 〔仮説 1〕 非公開企業

非公開企業は、一般会計原則（GAAP）に基づいた監査済財務諸表がないため、現在および将来の価値尺度としての過去の利益の信頼性が不安定である<sup>9</sup>。また、市場価格が存在しないため、買主は十分な評価基準を持たない。そして公開企業の株主は、所有と支配（「経営」と解釈するが、原文は“ownership from control”）が分離されていることから、対象企業の本源的価値についての情報を持っていない可能性がある。したがって、公開企業に比べて非公開企業に固有の情報の非対称性が大きい。

#### 〔仮説 2〕 研究開発型（R&D）企業や高成長企業等、未計上資産を多く保有する企業

技術が未確立の R&D 型の高成長企業は、財務諸表に価値が記載されない資産を持つ傾向があり、財務諸表に基づく価値決定は、専門の知見を持たない部外者にとっては困難である<sup>10</sup>。

#### 〔仮説 3〕 公開会社の子会社等

逆選択の問題が考えられるのは、公開会社の子会社等にはセグメントとしての市場価格がなく、GAAP に基づく個別の部門財務諸表が存在しないことから価値評価は困難となる<sup>11</sup>。

#### 〔仮説 4〕 国際間の M&A

公開会社が対象の場合でも、株式が一部の機関に偏在している場合や、市場での流動性が低い場合は、株価が本源的価値を反映していない可能性も考えられる。このような場合、買主は対象企業の経営陣の残留を 선호するかもしれない。国際間の M&A のケースでは、逆選択の問題ではなく、エージェンシー・コストの問題となっている。

#### 〔仮説 5〕 異業種間の M&A

対象企業が買主と異なる業界に属している場合、買主は対象企業の資産価値を評価する

---

が強く、アーンアウトを受け入れる可能性が低いとしても、それは逆選択の問題ではなくリスク回避が原因である。同様に、対象企業が小規模非公開会社の場合もリスク回避がアーンアウトの利用を高めていると考えることもできる」（Dater et al. [2001] : 212-213）。

<sup>9</sup>「GAAP に従って監査済みの財務諸表を適時に作成する必要がなく、外部からの借り入れよりも法人税を最小限に抑えることを重視し、財務上の事項よりも税務上の事項を重視することが多い。（略）もし税金の最小化がアーンアウトの利用の動機であるならば、対象企業の株主がキャピタルゲインの繰延べのためにアーンアウト処理を利用できない公開企業の買収において、アーンアウトがより利用されると考えられる。したがって、この仮説を検証することで、アーンアウト利用の動機として、税金と情報の非対称性の相対的な重要性に関する情報が得られる」（*Id.* at 209-210）。

<sup>10</sup>「このような企業買収の場合、パーチェス法による会計処理では買主が「のれん（goodwill）」を計上することとなる。会計処理の相違から、プーリング法を用いる場合にはアーンアウトの利用は少なくなる。税務上、多額のキャピタルゲインをもたらす可能性がある場合は、買主はアーンアウト選択しないであろう。税制上と逆選択の動機付けの問題は、アーンアウトの利用に関しては相反する予測となるはずである」（*Id.* at 210-211）。

<sup>11</sup> したがってこの場合も〔仮説 1〕 同様に逆選択の問題が考えられるが、「この問題は、対象部門の経営陣が M&A に参画することで緩和されよう」（*Id.* at 211）。

能力に欠けている。

〔仮説 6〕 対象企業の業界内での M&A 案件が多ければアーンアウトの利用は少ない

買主は、類似タイプの企業買収等を価値評価の参考にする。このような事例の存在は、対象企業の評価に対する買主の不確実性を低減する。また、業界内の M&A 市場が活発であれば、情報の非対称性に関するコストのような買収コストが減少する。

〔仮説 7〕 既存の経営陣が参画・残留する場合は、アーンアウトの利用は少ない

逆選択の問題を緩和するために、対象企業の経営陣が参画するような状況では、買主もインサイダーとなるため、情報の非対称性は存在しない。またこの場合は、アーンアウトというインセンティブがなくても対象企業の専門性が維持されることを意味する。

〔仮説 8〕 サービス業

対象企業の経営陣を残留させることは、企業価値が人的資本に依存している場合にはより重要となる。サービス業はその一例であり、経営者を残留させ、対象企業の価値を最大化するインセンティブを付与するためにアーンアウトが利用されることが考えられる<sup>12</sup>。

まず初めに Dater et al.は、これら仮説を SDC と Compustat から得られたデータを用いて検証している。全サンプル (1-3-8) の年間買収件数は、1990 年の 3228 件から 1997 年の 7567 件へと倍増しているが、アーンアウトの占める割合は安定して 4.1%である (1-3-9)。しかしながら実際の割合は、今回の SDC データベースの分析よりも高い可能性があると言う<sup>13</sup>。39706 件のサンプルで、対象企業が公開企業であった場合にアーンアウトが利用されたのはわずかに 48 件 (<1%) であった (1-3-10)。以下は、その検証と分析の概要である<sup>14</sup>。

アーンアウトの採用は、非公開企業の場合では約 7%であるのに対し、公開企業の場合は 1%未満である (1-3-11)。対象企業が公開会社の子会社等の場合にも、同様の情報問題が存在するはずである (仮説 3)。これは、公開企業の場合よりもアーンアウトを利用する可能性が有意 ( $\alpha = 0.0001$ ) に高いことを示す結果によって支持される。また、アーンアウトと情報の非対称性との関連は、ジョイント・ベンチャーでも見られる。ジョイント・ベンチャーは、企業運営に携わる当事者の一方が買収するケースが多く、両当事者間の情報の非対称

---

<sup>12</sup> 「サービス業の場合、人的資産は貸借対照表に計上されないため、パーチェス法では多額の『のれん』が発生する可能性がある。したがって、目先の利益を重視する買主は、プーリング法の要件を満たすためにアーンアウトの利用を避ける可能性がある」 (*Id.* at 212)。

<sup>13</sup> 「例えば、デューデリジェンスを担当する会計事務所の話によると、中規模の M&A (1 億ドル未満) の約 20%がアーンアウトを伴うというが、これら取引の条件開示は限られており、サンプルから除外されている可能性が高い。契約書の作成や履行の監視にはコストがかかるため、より大きなエージェンシーや情報の問題が存在する場合にのみ、アーンアウトが使用されるのかもしれない。対象企業が非公開型または上場会社等の分割子会社である場合、財務指標等の検定に必要な公開情報が得られないため、使用できるデータには制約がある」 (*Id.* at 216)。

<sup>14</sup> *Id.* at 217-231.

性の問題はほとんどないと考えられる。実際、アーンアウトの利用は2%に過ぎず、その割合は、非公開企業や公開会社の子会社等の場合よりも著しく低い。

次に Dater et al.は、SIC コードによる業種別のアーンアウトの利用状況（1-3-12）から自ら設定した1から8の各仮説を検証している<sup>15</sup>。ここで分析されているのは対象企業（公開・非公開）と米国の買主との間で行われたM&Aの取引であり、プロビット・モデルによる推定である（1-3-13）。8068件のサンプルによる推定結果は以下の通りである（1-3-14）。

#### 〔仮説1〕非公開企業

公開・非公開の指示変数（PRIVCD）は有意に正であり、対象が非公開企業の場合はアーンアウトが利用される。税制上の理由でアーンアウトが採用されるのであれば、この変数は負になるはずである。

#### 〔仮説2〕研究開発型（R&D）企業や高成長企業等、未計上資産を多く保有する企業

未計上資産とアーンアウトの利用が正の関係にあることは、株価と簿価の加重平均値（IndMB）以外の変数（IndRDSAL と IndSG）が正であり、かつ有意であることによって示されている。

#### 〔仮説3〕公開会社の子会社等

前掲〔仮説1〕の結果から同様の結果が類推される。

#### 〔仮説4〕国際間のM&A

国が異なる場合（CBORD）にはアーンアウト採用の可能性が高くなりそうであるが、データでは支持されていない。対象企業が外国籍の場合、アーンアウトの算定に関して双方の見解の相違が生じる可能性があり、会計則の相違により、収益等の定義が確定できず、それらから派生するコストの問題がアーンアウトの便益を上回ることを示している。

#### 〔仮説5〕異業種間のM&A

異なるSICコードの場合の指示変数（CSIC）は有意に正である。

#### 〔仮説6〕対象企業の業界内でのM&A案件が多ければアーンアウトの利用は少ない

多数のM&Aが行なわれている業種では、アーンアウトは採用されにくいことは、LTNUMの係数は負であり、1%水準で有意であることからわかり、買主は多くのデータが

---

<sup>15</sup> 「サービス関連や高成長のハイテク産業では、アーンアウトの採用が有意に高いと考えられ（仮説2）、低成長・汎用技術業では低いと考えられる（仮説8）。また調査結果は、対象企業がM&Aの多い業種に属する場合には、アーンアウトの採用が少ない（仮説6）ことを示している。全件数での4.1%と比較して、サンプル数が200件以上のアーンアウトの割合が2.6%であることが、このことを裏付けている。財務諸表に計上されていない無形資産の存在は、逆選択の問題につながり（仮説2）、サービス業では人的資本の残留を望む（仮説8）。そうであるならば、財務諸表を分析するコストの程度に関わらず、アーンアウトの採用を増加させるはずである」（*Id.* at 219-223）。

入手可能であることが示唆される<sup>16</sup>。

〔仮説7〕既存の経営陣が参画・残留する場合は、アーンアウトの利用は少ない

経営陣が買主側に属している場合（MIND）の係数は有意に負であり、アーンアウト採用の可能性が低いことを示している。しかし、このサンプルでは、8,298件のうち112件（1.3%）に過ぎず、全体のアーンアウトの採用率（4.2%）を下回る。仮に経営陣の残留とアーンアウトの採用が独立しているとするれば、約0.06%、4.5件の取引で同時発生することになるが、1件しかなかった。

〔仮説8〕サービス業

この仮説については、中程度の支持を得る結果である。総資産に対する従業員数の指標（IndEMPTA）は正で有意であるが、サービス業の指標（SERV）は有意ではない<sup>17</sup>。

## ■ Cain et al. [2006] の分析結果

対象企業の業種は多岐にわたっているが、SDCの母集団と比較すると、無形資産を多く保有する業種に集中していることがわかる。例えば、対象企業の33%は、コンピュータ・プログラミングおよびデータ処理（19%）、広報サービス（4%）、医薬品（4%）、電子部品（3%）、医療用機器（3%）の5つの業界に属し、SDCの23%を構成している<sup>18</sup>。

対象企業の属性は、公開企業が2%未満であり、非公開企業（74%）と公開企業の子会社（23%）が中心である（1-3-15）。ちなみに、全サンプルの買収対象企業の19%が上場企業であり、アーンアウトの採用は、異業種間の買収でわずかに高い。非公開企業や異業種間の企業を対象とする場合は、評価がより困難であるという点で、この結果は通説と整合的である。

アーンアウトが採用されるその他の特徴としては、全ての案件と比較すると、取引価額も対象企業の規模も小さい傾向にある。中央値で見ると、アーンアウトの取引額は買収企業の企業価値の11.2%であるが、全案件の相対的な取引額は5.9%である（1-3-16）。

## ■ Ragozzino and Reuer [2009] の分析結果

---

<sup>16</sup> 「あるいは、取引件数が多い業界は市場競争が激しいことから、競合相手が潜在する状況下で迅速な取引が求められ、買主はアーンアウトの複雑性を避けることになるのかもしれない」（*Id.* at 228）。

<sup>17</sup> 「異業種や国際間のサービス業のM&Aにおいてアーンアウトの使用を促進する背景には、買主側のインセンティブや情報問題があると考えられる。このような場合、売主側が対象企業の経営を継続する可能性が高く、買主は売主側の経営努力を増加させるためにアーンアウトを採用しているのかもしれない」（*Id.* at 228）。

<sup>18</sup> Cain et al. [2006] : 157.



先行研究同様に SDC データベースの M&A モジュールによりサンプル作成している<sup>19</sup>。

<sup>19</sup> サンプル抽出の妥当性 (representativeness) を検証するために、サンプルとする年別の取引量と Mergerstat universe の取引量を比較したところ、2つの時系列には高い相関があることがわかった ( $r = 0.97, p < 0.001$ )。次に、年別の取引の割合が Mergerstat 比較したところ、分布が同じであるという帰無仮説を棄却することができなかった ( $F = 0.98, ns$ )。最後に、カイ二乗統計を用いて、買収を伴う場合と伴わない場合の M&A 取引の時間的分布を比較したところ、両タイプの買収は時間的に同じようなパターンをたどることがわかった ( $\chi^2 = 1.84, ns$ )。最終的なサンプルは 1,174 件である。

本分析の第一の従属変数は、M&A の際にアーンアウトの有無を示す二分法の指標である (1 = アーンアウト、0 = それ以外)。買収時の支払い方法は、SDC データベースから得られたデータを用いて決定した。以下に示す補足分析では、取引総額に占めるアーンアウトの割合をモデル化し、M&A における情報の非対称性に対する重要性 (sensitive) を調べている。買収における逆選択問題に対する企業の契約上および所有権上への対応・相互依存性を調べるために、アーンアウトと M&A の所有権構造を同時にモデル化する。そこでは資本提携 (minority equity partnership) という指標変数を用いて、買主が対象企業の所有権の 50%未満を取得した場合 (=1) と、完全に取得した場合 (=0) とを比較している。資本提携は「所有権の選択」の変数であり、「契約上の選択」であるアーンアウトの変数と同時に分析し、これら意思決定の相互依存性を検討するための第 2 の従属変数となる。

新興企業 (New venture) は、熟成型企業 (established firms) と区別するための指標であり、企業の設立年に基づいている (1 = 設立 6 年以下、0 = それ以外) が、他の年数でも試算した。指標変数のデータは、Thomson Corporation が運営する Business & Company Resource Center から入手したもので、設立年数に関する欠落した情報を見つけるために、Lexis-Nexis Academic Database を用いた検索を行った。

(特定の業種に関してどの程度の知見を有するかという)「知見懸隔 (Knowledge distance)」の概念は M&A の研究においても利用されている。この変数は、2 業種間のユークリッド距離を、それぞれの雇用分布で示される知識要求に基づいて測定するもので、データは Bureau of Labor Statistics (労働統計局) の Occupation Employment Survey (職業就業調査) から取得した。これは、3 桁の標準産業分類レベルで各業種内の 224 の職業分類における雇用の分布に関するデータを提供するものであり、以下のように表すことができる。

$$\text{Knowledge distance} = \left[ \sum_{k=1}^{224} (EA_k - ET_k)^2 \right]^{0.5}, \quad (1)$$

ここで、 $EA_k$  と  $ET_k$  は、買主の業種と対象企業の業種における職業  $k$  の従業員の割合をそれぞれ表している。

目的は、M&A の取引構造に関する企業の選択を、様々な情報の非対称性に基づいて説明する解析的なモデルを構築することであるが、M&A の設計に影響を与える可能性のある他の潜在的な要因や理論的変数に関連する要因を考慮した。コントロール変数の選択にあたっては、情報が少ない非上場企業という制約の中で行う必要があった。これは、M&A の経験豊富な買主は、より適切な対象企業を選択し効率的に評価することができる可能性があるからである。具体的には、過去 5 年間に実施した M&A 取引の合計として算出した。買収経験の効果が時間とともに減衰する可能性を考慮して、1 を過去の各取引からの経過年数で割った割引率を適用した。この変数を構築するために、SDC データベースを用いて企業の取引履歴を収集し、買主の M&A における取引の選択に影響を与える可能性のある財務上の制約を考慮して、財務資源の測定値を加えた。

買主によるレバレッジは、負債総額と資本総額の比率として測定され、財務的余裕の逆指標として機能する。この変数のデータは Compustat から入手した。また、買主の企業規模を考慮した。事業の多様性、市場支配力、その他資源蓄積により、大企業はリスクを対象企業に移転する必要性が低く、規模の大きい企業ほど、対象企業を評価するための資源や管理能力を有している可能性があるためである。企業規模は、M&A の前年末の総資産の対数として算出し、買収対価総額と買主企業の規模との関係についても調べたが、この変数は有意ではなく、他の変数の結果も変わらなかった。

対象企業に関しては、企業の所有構造を表すプロキシを設定した。これは、所有者が異なれば、アーンアウトを行うか否かのインセンティブも異なる可能性があるからである。例えば、ベンチャー・キャピタルが支援する企業の所有権は約半分であり、創業者の所有権は約 30%であると推定されている。ベンチャー・キャピタルの支援を示す指標として「Target VC backed」を導入した。

そして、M&A の取引構造の選択に影響する業種の相違を説明するために、指標変数のベクトルを導入した。対象企業が属する業種による効果と連関性 (target industry effects and industry relatedness) の

以下はその概要と掲載されたデータである<sup>20</sup>。

1993年から2000年の間の約22,000件の案件であり<sup>21</sup>、内訳は5.0%強がアーンアウトを利用し、33.7%が現金、61.2%が株式である。サンプルの約50%がサービス業、26.5%が製造業、9.4%が金融・保険・不動産業である<sup>22</sup>。このアーンアウトが占める5%という数値は資本提携とほぼ同じで割合ある(1-3-17)が、アーンアウトの利用は、投資の状況によって異なり、サービス業では5.9%、製造業では1.5%であるが、買主が異業種の場合には6.9%に増加する<sup>23</sup>。

買主がM&Aの経験がない場合、アーンアウトの利用は12.9%であり、他の場合は2.6%に留まる<sup>24</sup>。アーンアウトを利用した取引では、アーンアウトが占める割合は、平均額が取引総額の39.0%で、金額は取引総額の6.5%から80.0%の範囲であり、25パーセントイルと75パーセントイルはそれぞれ26.3%と50.0%であった<sup>25</sup>。対象企業の44%は新興企業で、ベンチャーキャピタルの支援を受け( $p < .001$ )、異業種間の取引に利用される傾向がある( $p < .05$ )。買収企業の平均的な買収経験は5件で、企業の買収経験は0件(サンプルの10%)から42件までの幅がある<sup>26</sup>。

Ragozzino and Reuer が設定した仮説の検証として、「熟成型企業よりも新興企業の買収にアーンアウトが用いられる可能性が高い」(仮説1)ことは、データと一致している(1-3-18) ( $p < 0.05$ ) ことにより示されている。また、「買主と対象企業の業種に必要な知識の差が大きい程、アーンアウトの可能性が高くなる」(仮説2)という設定も、知見懸隔(Knowledge distance) 指標の正の係数によって支持される ( $p < 0.01$ )。この変数を、買主と売主の第一次標準産業分類(3桁)に基づいて、異業種間取引と同業種間取引を区別する指標変数に置き換えても同じ解釈が得られ、アーンアウトは水平方向の取引と比較して、多角的な取引で使用される可能性が高い ( $p < 0.01$ ) という結論である。

最後に全てのサンプルについて分析を行うと、買収対価に占めるアーンアウトの割合は、

---

役割を検証する一方で、買収企業の業種が結果に影響を与えるかどうかを検討したが、検証した全てにおいて有意ではなかった。最後に、社会的経済的影響を考慮して、年効果の指標を組み込んだ(Ragozzino and Reuer [2009]: 864-868)。

<sup>20</sup> *Id.* at 868-874.

<sup>21</sup> 買収対価の全てを現金または株式で行われた取引に焦点を当てたため、混合支払いの取引は分析から除外している (*Id.* at 864)。

<sup>22</sup> *Id.* at 864.

<sup>23</sup> *Id.* at 868.

<sup>24</sup> *Id.* at 868.

<sup>25</sup> *Id.* at 868.

<sup>26</sup> *Id.* at 868-869.

対象が熟成型企業よりも新興企業の方が大きい。また、買主と対象企業の知見懸隔が、現金支払いの場合を除いて、買収におけるアーンアウトの相対的な大きさに正の影響を与えることも示されている (1-3-19) と指摘している。

#### ■ Quinn [2013] による分析結果<sup>27</sup>

概ね先行研究のサンプルと一致しており、対象となる大部分は非上場企業や上場企業の事業売却である。11 件 (19.3%) は上場企業の子会社売却で、対象企業が上場企業のケースは 1 件のみである。M&A の形態は合併 (Statutory mergers) が 54% で、内訳は資産取得 (asset purchases) と株式取得契約 (stock purchase agreements) がそれぞれ 33%、12% であり、41% は異業種間の取引である。そしてアーンアウトは、2 桁の標準産業分類 (SIC) で定義された少数の業種に集中している。商業・医療機器・システム管理・医薬品・電子機器の 5 業種で全体の 75% 以上を占める (1-3-20)。

合併対価に占めるアーンアウトの割合は平均 34.6% で (1-3-21)、全体の 20% は売主が得た対価は当初の想定よりも増加しており、その規模が突出している業種が医薬品である (11 件中 6 件)。規模の大きい 2 億ドル超の取引で、4 件は米食品医薬品局 (FDA) による医薬品の承認を条件としていた。この業種の取引総額の平均は 3.34 億ドルで、その内アーンアウトが 2.29 億ドルと 68.5% を占める。これは、製品の特殊性および当局の承認等、未知の事項や情報が企業の将来価値を左右することから説明でき、他の業種では取引対価に占めるアーンアウトの割合は 30.5% に低下する。医薬品業界の多くは比較的小規模な取引であり、サンプルの 30% 程度が 1,000 万ドルに満たない事例で、過半数の取引は 2,500 万ドル以下である (1-3-22) また、75% は 1 億ドル未満で、これはアーンアウトが比較的多くの非公開情報が存在すると思われる小規模非上場会社に普及しているという先行研究の結果と整合する。

### 3 アーンアウトの指標 (アーンアウト・ターゲット)

#### ■ Kohers and Ang [2000] による調査<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> SDC Platinum M&A Database の 2006 年から 2009 年までの間の様々な企業買収事例から 22,000 件を抽出し、アーンアウト採用を開示している 738 件に絞り、2009 年 1 月施行の SFAS 141(R) 以前の事例も除外すると、サンプル数は 2009 年の 140 件となった。開示義務のない外国企業 47 件と非公開企業 27 件、そして情報開示をしていない米国企業 10 件も除外し、最終的に、四半期ごとの公正価値を開示していた事例 56 件をサンプルとした。なお、この公正な価値を推計するデータは法人年次報告書の 10-K 及び 10-Q より得た (以下は、Quinn [2013]: 151-163 頁による)。

110 件中 79 件でアーンアウトは対象企業の利益に関連する指標（1-3-23）であり、指標が外部リスク<sup>29</sup>に基づいていたのは 1 件しかなかった。これは、アーンアウトが外生的なリスク要因ではなく、情報の非対称性に起因する対象企業固有のリスクをヘッジするために使用されていることを示していると論じる<sup>30</sup>が、後述する Quinn [2013] の見解とは正反対の結論である。

#### ■ Dater et al. [2001] による調査

対象企業の経営者の属性も考慮した調査を行っている。アーンアウト・ターゲットの指標を純利益（Net income-based）、収益（Revenue-based）、非財務的（Non accounting-based）に 3 分割した結果を見ると、26 件中 11 件は買主側が経営を担い、売主側の経営は 15 件であった（1-3-24）。買主側が経営する場合、売上ベースの指標が収益ベースよりも操作されやすいことから、売上ベースの指標は少なくなると指摘している<sup>31</sup>。実際、売主側の経営では 7 件（47%）が利益に基づいていたのに対し、買主側の経営では 2 件（18%）であり、その場合は、将来の原油価格、特許訴訟の結果、FDA の医薬品承認に必要なデータ等、会計以外の指標が採用される傾向がある。これは買主側の経営では 5 件（45%）、売主側の場合は 2 件（13%）であった。

#### ■ Cain et al. [2006] による調査

---

<sup>28</sup> 検証データは、情報開示が得られる規模の取引に限られるため、500 万ドル以上の案件で、対価に占めるアーンアウトの割合が 10%以上、買主の企業価値の 5%以上であった 110 件の結果である。買収金額の開示内容は、統一されたフォーマットがないため、年次決算報告書（10K）と四半期決算報告書（10Q）で検証する（複数年にわたるアーンアウトの支払いがある場合、年度毎の報告もあれば、数年後に一括計上される場合もあるので各年の 10K が必要となる）。また、アーンアウト期間中に買主が M&A の対象となったケースや、対象企業を売却したケースもあった（Kohers and Ang [2000] : 467）。

<sup>29</sup> 具体的には商品価格（commodity prices）。

<sup>30</sup> *Id.* at 467.

<sup>31</sup> この指摘は直感的には理解しがたい。売上よりも収益の方が計上する「経費」等で操作できると思われるが、会計の問題なのでここではこれ以上立ち入らない。なお、一般的に財務指標としては、売上高、EBIT（利払い・税引き前利益÷売上高営業利益率）あるいは EBITDA（利払い・税引き・減価償却・その他償却前利益）等、損益計算書の項目を基準とする指標を使用することが多いものの、売主と買主とでは選好する指標に相違が生じる。「売主は、売上高や粗利益等、損益計算書においてできる限り売上高に近い（すなわち損益計算書の上部に位置する）指標を好む傾向がある。これは、事業売却後、対象事業の経営権を取得した買主が、対象事業に関する費用に関連する項目を操作したり、適切にコントロールしないことにより、アーンアウト条項に基づき売主が受領する金額が減少する可能性があること」等が考えられる。一方「これに対して、買主には、一般に対象事業から生じる利益が重要であることが多く、税引後純利益等、損益計算書の下方に位置する好まれることが多い」。損益計算書の下方に行くほど経営を担う買主の操作性の余地が大きくなる（以上の引用部分は、松浪信也「アーンアウト条項における検討事項」〔商事法務 No.1917 [2010]〕）。

アーンアウト・ターゲットの多くは対象企業の業績を基準とした指標（performance measure）であった。90%のケースでは、対象企業の業績のみが条件となっており、9%は対象企業と買収企業の業績を合わせたものが条件となっている。4件（サンプルの0.8%）は、業績とは無関係で、そのうち3件は将来の原油価格に基づいており、1件は鉄道車両生産量に基づいている<sup>32</sup>。対象企業の多くは非上場会社（private companies）、または上場会社の子会社（subsidiaries of public companies）であるため、指標として株価が使用されているのはわずか6件（1.2%）である（1-3-25）。収益性の指標（キャッシュフロー、税引前利益、粗利益、純利益、1株当たり利益等）が用いられているのは、SEC提出書類で確認できた498件のうち261件（52%）であり、157件（32%）は、売上高が用いられている。また、61件（12.2%）のケースでは、非財務指標が用いられており、製品開発のマイルストーン（臨床試験、FDAの承認等）や、特定の契約（米国政府との契約等）が含まれている<sup>33</sup>。業績指標を収益やキャッシュフローとするのは、対象企業と買主が異業種の場合に多く、収益リスクが低く（収益の標準偏差で評価）、成長機会が少ない（R&D支出やTobin's qで評価）という特徴がある（1-3-26）。ロジット・モデルによる分析でも同様の結果が得られた（1-3-27）。収益の標準偏差とトービンのq<sup>34</sup>が高い業種を対象としている場合には、業績指標が売上高（収益）である可能性が高く（小さく）なる。また、非財務的な指標は、対象企業が研究開発型の業種である場合や、アーンアウトの期間が長い場合に見られる。そして、

---

<sup>32</sup> ほとんどのケースは、最大値を前提とした業績の線形関数（42%）、あるいはステップ関数（40%）であり、凹型関数（9%）、凸型関数（6%）、最大値を持たない線形関数（3%）の割合は少ない（Cain et al. [2006] : 159）。

<sup>33</sup> 「情報の非対称性に起因する問題を解決する手段と考えるならば、アーンアウトの指標は、対象企業の本源的価値（intrinsic value）について情報を提供する指標でなければならない。また、対象企業の経営者の努力が問題となるような場合の最適なインセンティブ契約は、経営者の報酬を対象企業の業績と観察可能なシグナルに連動させるという主張もある（Holmstrom [1979]）。例えば、キャッシュフローの将来見通し等の観点から、純利益が有用と思われるが、クロージング後に対象企業と買主が統合される場合、買主は対象企業への費用配分に裁量を持つことになる。その際、対象企業の測定利益（アーンアウト指標）は、結合により実現されるシナジー（例えば、コスト削減）の関数となることから、結合後の対象企業独自の利益は、測定が難しくなるかもしれない。したがって、採用する指標は、対象企業と買主の結合度に反比例して、利益関連の指標となる可能性は低くなり、売上高や非財務的な指標が用いられる。また、業績指標の選択は、対象企業の成長機会（future growth opportunities）に関連していると考えられる。例えば、将来の成長機会から評価を得る企業では、短期的な収入は価値のシグナルとしては参考にならないことから、売上高や非財務指標である可能性が高い。また、業績リスクの高い（分散が大きい）企業は、その測定が高コストとなる（Prendergast, C., "The provision of incentives in firms," *Journal of Economic Literature*, 37 : 7-63 [1999]）ため、指標として所得（income）を使用する可能性が低いと考えられる。したがって、対象企業が高リスクの場合、リスク回避的な売主は、アーンアウトの支払いリスクを相殺するために、より大きなアーンアウトを要求することになる。最終損益（bottom-line income）の指標は、変動が大きく、売主に高いリスクを課すため、売上高や何らかの非財務業績指標が採用される可能性が高いと論理的には予想され得る」（*Id.* at 165）。

<sup>34</sup> この理論に関しては、経済学と法学では概念に差異があると思われる。詳細は、後述する「補足：トービンのq」を参照されたい。

対象企業と買主の業種が異なる場合には、収益が業績指標として使用される可能性が高くなっている。

#### ■ Quinn [2013] による調査<sup>35</sup>

アーンアウトの指標は54%が対象企業の収益目標に設定され、14%は規制当局の承認待ちである主力薬品、4%が製薬技術に関わる事項、そして29%はそれら要素を混合した業績目標に対し設定されていた。

## 4 アーンアウトの期間

#### ■ Kohers and Ang [2000] による調査<sup>36</sup>

アーンアウト期間は概ね2-5年程度であるという。

#### ■ Cain et al. [2006] による分析結果<sup>37</sup>

第1四分位数から第3四分位数までの範囲、すなわち25%から75%の範囲

典型的なアーンアウトは、1年から3年における対象企業の業績に対応した、線形または段階的な関数 (a linear or a stepwise function) で構成されていた<sup>38</sup>。業績測定期間は通常2年間で (平均=2.57)、アーンアウト期間の四分位範囲<sup>39</sup>は1年から3年に収まる (1-3-28)。業績の測定頻度は77%が毎年、5%が半年ごと、4%が四半期ごとに業績を測定しており、測定間隔が1年を超えるケースは12%に過ぎないことから、典型的なアーンアウト契約とは、2年間の業績を毎年測定しているということになる<sup>40</sup>。529件の標本中6件を除く全て

<sup>35</sup> Quinn [2013] : 155.

<sup>36</sup> Kohers and Ang [2000] : 467.

<sup>37</sup> SECによる開示情報から、主に8K (67%)、10K (8%)、10Q (12%) の内容を検証している (S-1、S-3、13-D などの報告書にもわずかながら含む)。対象企業の評価の不確実性の代用データとして、同業企業の中央値の前年の日次リターン (daily returns) の標準偏差を使用する。投資機会は、対象企業が所属する業界の研究開発費と売上高の中央値、およびトービンのQの業界の中央値によって測定する。対象企業と買収企業の統合度は、両社が3桁の第1次SICコードの異なる産業の場合には1、それ以外の場合には0とするダミー変数を定義することで測定する。最後に、他の属性についても対象検証し、コスト高の契約仮説に基づいて予測・検証する (*Id.* at 156-164)。

<sup>38</sup> Cain et al. [2006] : 154. 線形関数や段階関数を示すデータは記載されていないが、後述されるアーンアウト・ターゲット (マイルストーン) の測定頻度とその関数となる「業績の成果」または「成長性」の測定数値に関連した構成であったと推察される。

<sup>39</sup> 第1四分位数から第3四分位数までの範囲、すなわち25%から75%の範囲。

<sup>40</sup> *Id.* at 160-161.

のアーンアウトが期限を定め、平均（中央値）期間は 0.08 年から 20 年の範囲で、合計 2.57（2）年となっている<sup>41</sup>。一般的には、定期的に測定を行い、一定間隔でアーンアウトの支払いを行っているが、その頻度は月 1 回から 5 年以上に 1 回までで、調査対象となった契約の 77%以上が毎年測定を行うことを定めていた<sup>42</sup>。そこで Cain et al.は、測定間隔に影響を与える要因はあまり明確ではないものの、業績の成果 (assets in place) は成長性 (growth options) よりも頻繁に測定可能と考えるのが妥当である<sup>43</sup>という仮説を設定する。そして以下のようにアーンアウト期間と、その設定に影響を及ぼすであろう各要素との関係を詳細に実証分析している<sup>44</sup>。

まず、1 変量統計における結果は、ボラティリティの大きい業種ではアーンアウト期間が短いという仮説と一致しているが、成長機会の多い企業ほどアーンアウト期間が長いという仮説は裏付けられていない (1-3-29)。また、買主の企業規模に対する取引規模の比率の中央値 (Transaction / Acquirer Mkt Value) が、アーンアウト期間の四分位に応じて増加していることがわかる。

次に、アーンアウト期間を被説明変数とした回帰分析による結果も、ボラティリティの高い業種では長期間を避けるという仮説と一致し、成長性仮説に関しても係数は正で有意である (1-3-30)。これは、将来の成長機会から得られる価値が大きい企業ほど、アーンアウト期間が長いという仮説と一致する。しかし、対象企業と同じ SIC コードに属する企業における変数 (Tobin's q ratio) の中央値であり、成長性の代理変数である業種の係数は負で有意であり仮説に反している<sup>45</sup>。また、長期間のアーンアウト対価に株式が使われる可能性は低いという仮説と一致するように、アーンアウト対価が現金であることを示すダミー変数には正の有意な係数があった<sup>46</sup>。しかしながら、買主と対象企業が異業種の場合、アーンアウト期間が長くなるという結果は得られなかった<sup>47</sup>。そして、アーンアウト対価の比率

---

41 〈付表〉(1-3-28) を参照。

42 「対象企業の経営者が、アーンアウト期間に企業に留まるとは限らないことから (Hart, O. and J. Moore, "A theory of debt based on the inalienability of human capital," *Quarterly Journal of Economics*, 109 : 841-879 [1994])、残留させる契約上の手段として、アーンアウトが用いられることもある。アーンアウト期間の長期化により、対象企業の経営者がコントロールできない要因が発生する確率も高くなり、アーンアウト支払いに影響を与える可能性も大きくなる。したがって、その業種における収益の標準偏差が大きいほど、アーンアウト期間は短くなると予想される。また、買主企業の株式で支払われる場合は、買主に帰属するリスクに売主がさらされるのに対し、現金で支払われる場合は、特定の業績指標に影響を与えるリスクにのみと考えられることから、現金対価の方が、株式による対価よりもアーンアウト期間が長くなると考えられる」 (*Id.* at 168-169)。

43 *Id.* at 169.

44 *Id.* at 170-172.

45 〈付表〉(1-3-30) の「Target Industry Q」を参照。

46 同上「Payment in Cash」参照。

47 同上「Cross-Industry Primary 3-digit level」参照。

が取引総額に比べて大きいほど、アーンアウト期間が有意に長くなることがわかる<sup>48</sup>。

測定間隔の潜在的な決定要因に関しては、1変量統計によると有意性は限られ、アーンアウト期間は測定間隔が長くなるにつれて増加し、アーンアウト対価と取引総額の比率の平均値も同様に増加している(1-3-31)。

回帰分析の結果は、対象企業が所属する業種の R&D 支出(成長性仮説を示す「Target Industry R&D%」)と業種係数(Target Industry Q)は、それぞれ 5%と 10%の水準ではあるが、測定間隔と有意に正の関係にあることがわかる(1-3-32)。これは、成長の機会が大きい企業は、事業業績のある企業に比べて、測定頻度が低いという仮説と一致している。また、測定間隔の長さのアーンアウト期間が有意に正の関係にあることも確認できる<sup>49</sup>。以上が Cain et al.による詳細な分析結果である。

#### ■ Quinn [2013] による調査<sup>50</sup>

アーンアウトの平均期間は 2.19 年である。39%は 1 年、政府等の規制絡みが指標の場合の平均が 2.28 年であり、企業収益を指標としたケースは 65%が 1 年未満であった。

#### 補足：トービンの q

Cain et al. [2006] で引用された「トービンの q」は、米国の「法と経済学」関連の研究の論文によってもしばしば引用されているが、その理解には少々注意が必要である。ここで引用された Q は、「総資産の帳簿価額から自己資本の帳簿価額を差し引き、自己資本の市場価値を加えたもので、総資産の帳簿価額に対する企業の市場価値の比率」であると 192 頁等にて定義されているが、これは株価純資産倍率(PBR、あるいは P/B = Price Book-value Ratio)と同価になると思われ、厳密には Tobin's q とは異なる<sup>51</sup>。Tobin's q とはケインジアンである J・トービン唯一の新古典派理論モデルであり、証券市場が効率的に機能する、すなわち完全競争市場を前提としたモデルである。経済学では通常、トービンの q は以下のように記述されることに留意されたい(以下は、藪下史郎[2009]: 116-118 頁を参照した)。

---

<sup>48</sup> 同上「Earnout Size / Transaction Value」参照。

<sup>49</sup> 同上「Earnout Time」参照。

<sup>50</sup> Quinn [2013]: 155.

<sup>51</sup> 同様の引用事例として、Bebchuk, L. A., Brav, A and Jiang, W. “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism,” 115 *Colum. L. Rev.* 1085. [2015] においては、“Tobin's Q is measured as the ratio of market value of equity and book value of debt to the book value of debt to the book value of equity and book value of debt.”と定義されている(脚注 24)。



\* \* \* \* \*

企業の株価が変動することで、企業の実物資本の市場評価とその再取得費用は乖離する。そこで企業の市場価値と実物資産の再取得費用との比率を  $q$  とすると、

$$q = MV / C \quad (1)$$

ここで  $MV$  は市場価値、 $C$  は再取得費用である（この「再取得費用」という概念がトービンの  $q$  の肝である）。 $q$  が 1 になるときは、投資によって増加する企業の評価価値と実物資産の再取得費用が等しくなるため、企業は実物資本のストック量を変化させようとはせず、純投資はゼロになる。ちょうど粗投資が資本の減価償却と等しくなる。しかし  $q$  の値が 1 を上回るときには、減価償却を上回る粗投資を行なうことによって、企業価値を上昇させることができる。すなわち、

$$q > 1 \Rightarrow \text{粗投資} > \text{減価償却 (正の純投資)}$$

(1) 式で与えられた  $q$  は平均  $q$  (average  $q$ ) であるが、 $q$  理論を投資の決定理論と考えると、企業にとって必要なのは追加される 1 単位の資本の市場価格とその再取得価格との比である限界の  $q$  (marginal  $q$ ) である。しかし限界の  $q$  は市場での観察は不可能である。市場で観察可能と考えられるのは、既に設置されている資本の市場価格であり、企業が知り得るのはそれとその再取得価格の比である平均  $q$  である。個々の企業にとっての投資基準としては限界の  $q$  が重要になる。しかし株式価格は個々の企業の総価値を与えるが、新規の実物資本増加に伴う企業価値の増加分に対する価値には必ずしも対応しないため、平均  $q$  を株価と実物資本の費用から計算することができたとしても、限界の  $q$  に等しいとは限らない。したがって、Cain et al. [2006] 同様に、米国の「法と経済学」系の論文に登場する  $Q$ -ratio の議論とトービンの  $q$  理論は以下の点で異なっている点に留意されたい。

\* \* \* \* \*

トービンの  $q$  は、企業の投資における理論であり、企業が生産規模を拡大するために設備を拡張するときの判断基準を提供する議論である。例えば、機械 1 台を新たに購入し生産をすると、この投資によって上昇する企業価値の増分を再取得価格（機械 1 台を取得するために支払った市場価格）で割った数がトービンの  $q$  になる。したがって  $q > 1$  ならば、こ

の機械の購入価格を1とすると、この投資によって企業価値は $q \cdot 1$ だけ上昇し得をするため、投資を行うことになる。つまりトービンの $q$ は、もう1単位資本を増やした場合という、限界的な(marginal) $q$ であるのに対して、Q-ratioはabsolute $q$ を意味しており、資本の増分ではなく、企業の保有資本全体の市場評価価値とその再取得のために必要となる総支出額の比率になっている。したがってQ-ratio自体は一般的には投資基準を提供するものではなく、企業自体がどのように市場で評価されているかを示す指標となる。

## 5 アーンアウトの履行(支払い)状況

アーンアウトの採用が情報の非対称性の解消を原動力とするのであるならば、アーンアウト期間の終了後の契約履行の状況は、その効果の検証材料としては極めて重要であろう。ここでは設定されたアーンアウトが、実際にどの程度履行されたのかを先行研究から検証していく。

### ■ Kohers and Ang [2000] による調査結果

データは、情報開示が得られる規模の取引に限られるため、500万ドル以上の案件で対価に占めるアーンアウトの割合が10%以上、買主の企業価値の5%以上であった110件の結果である(1-3-33)。有効なデータは110件中79件で、買収金額の開示内容の統一されたフォーマットがないとの理由から、年次決算報告書(10K)と四半期決算報告書(10Q)<sup>52</sup>をもとに検証している。また興味深い報告として、アーンアウト期間中に買主企業自身がM&Aの対象となったケースや、対象企業を売却したケースもあったという<sup>53</sup>。

アーンアウトの支払いがあったのは72件(91%)であり、36件(50%)が全額を受け取っていた。アーンアウト対価の一部を得たのは16件で、アーンアウト対価の平均43%を得ている。その他、複雑な諸事情により正確な数値を検出できない案件を除き、79件の内アーンアウトの支払いがなかったのは7件である。これらの結果から、アーンアウトの平均的な実体を推定すると、約46%がアーンアウトを満額で得ているが、部分的に支払われた案件では、平均は総額の43%で、約25%では一部が支払われたものの、会計上でプールしているため、金額は不確定である。推定のため、これらの割合を固めに見積もって30%

<sup>52</sup> 複数年にわたるアーンアウトの支払いがある場合、年度毎の報告もあれば、数年後に一括計上される場合もあるので各年の10Kが必要となる(*Id.* at 467)。

<sup>53</sup> 13件はその期間に買主が他の企業に買収され、6件は対象企業を売却していたため、アーンアウトに関する情報は得られない。7件では十分な情報開示がなされておらず、5件は1998年以降の案件であり、調査時点(2000年)もアーンアウト期間中であった(*Id.* at 467-468)。

と仮定すると、約9%の案件では、アーンアウトが発生していない。以上から実際の支払い率を加重平均して推定すると、満額の約62%が支払われているという結果になる<sup>54</sup>。

#### ■ Cain et al. [2006] 調査結果

アーンアウトの支払対価は、最大値で2,100万ドル、中央値は500万ドルであり、満額が支払われたケースでは、その対価は取引総額の平均33% (中央値は28%) である(1-3-34)。SDCからのデータ<sup>55</sup>もSECと近似していて、平均額は2,200万ドルで、これは取引総額の平均33%に相当する。そして、アーンアウト対価の支払い形態は、現金(39%)、普通株式(29%)、現金と普通株式の組み合わせ(26%)の3種類であり、少数(7%未満)ではあるが、負債や優先株という場合もある(1-3-35)。つまり、現金、株式およびその併用が全体の93%を占めていることになる。以上を踏まえてCain et al.は、アーンアウトの支払い形態を、通常のM&Aとの比較において、以下のような興味深い仮説を提示している<sup>56</sup>。

対象企業の株主(すなわち売主)は、対価として買主側企業の株式を受け取る場合、その株式を(通常は)売却できるため、株式の利用はクロージングまでの不確実性にのみ対処することになる。アーンアウトの部分は、クロージング後の情報を対象企業の対価に反映させるのであるから、採用する業績指標が対象企業の価値を明らかにするのであれば、現金支払いで十分である。しかし、業績指標が十分に明らかになっていない場合には、買主側の株式で支払うことになるかもしれない。買主側企業の株主には、クロージング後からアーンアウト期間終了までの間の結合企業の価値が反映されるのであるから、そこでは売主もまた、対象企業の評価に関わる不確実性に伴うリスクを共有することになる。以上を前提とすれば、①対象企業の価値に関する不確実性が大きく、②その価値が短期的な業績指標で明らかになる可能性が低く、③対象企業の価値の変化が買主側の株主に与える影響が大きい場合には、買主側の株式でアーンアウトの対価が支払われる可能性が高い。そして、

---

<sup>54</sup> さらに興味深いこととしてKohers and Ang [2000]は、アーンアウトの失敗事例も集計している。それによれば、データが得られた110件の内10件がアーンアウトの期間中に対象企業を売却していたと言う。その平均期間は2.5年で、7件は異業種間の事例である。10件のうち5件については、アーンアウトのデータがあり、売主は2件では一部を、3件ではアーンアウトを全く受け取っていない。5件の売却価格は、クロージング時の対価を下回り売却損が発生している。他の5件については、平均64.9%のプレミアムをつけて売却されていた。これらの結果は、M&Aが不成功に終わった場合でも、(買主側にとっての)アーンアウトの有用性を示しているという(*Id.* at 469)。

<sup>55</sup> Cain et al.によれば、SDCの利点は990件のデータ全てが利用できる点にある。しかしながら、情報源が各企業のプレスリリース等であるため、契約に基づいて支払われる可能性のある最大値や、予想値の見積もりを報告している場合もあることから、その数値は慎重に解釈すべきであるという(Cain et al. [2006]: 159)。

<sup>56</sup> 以下はCain et al. [2006]: 161-166。

対象企業が買主より規模が大きい場合、その価値の変化が買主側企業の価値に大きな影響を与えることが予想される<sup>57</sup>。もっともそのような場合でも、買主に買収対価として現金を使用するだけの手元流動性があるのかという問題もある。取引金額が相対的に大きい場合やアーンアウト対価が取引総額に占める割合が大きい場合には、アーンアウトの支払い形態が株式になる可能性が高いと考えられる。

以上の仮説を検証するために Cain et al.は、支払い形態に関する1変量（分布）統計により、現金、株式、現金と株式の併用についての各変数の平均値と中央値によって分析した。その結果（1-3-36）は以下の通りである。

- ・ 現金や負債の余力がない買主が、アーンアウトの対価として株式を選択するという仮説は明確に証明できない  
買主の企業規模に対する取引の大きさと、取引の規模に対するアーンアウトの占める割合を見ると、平均値では取引金額が小さいほど現金での支払いが多いという仮説と一致したが、中央値は仮説とは異なる結果となった<sup>58</sup>。また、株式を選択した買主は、現金による取引を行った者よりも負債比率が低い<sup>59</sup>。
- ・ 対象企業に関する情報の非対称性と事業の将来性（business risk）に対する仮説は、どちらも変動性が大きいほど（more variable returns）、株式を受け取る可能性が高い  
株式は、対象企業の収益変動が大きく、研究開発費が多く、そしてQ値が高い業種である場合に利用される可能性が高い<sup>60</sup>。
- ・ 対象企業と買主が同じ業種である場合に、株式が使われる可能性が高い  
株式のみの買収では52%、現金・株式併用の買収では57%、現金のみの買収では60%の企業で業種間ダミーが1となっており、インセンティブ仮説と一致している<sup>61</sup>。

アーンアウトが株式のみで支払われるか、それ以外かを従属変数としたロジット回帰分

---

<sup>57</sup> 「以上に加えて、支払いの形態は、対象企業の経営者が残留し、その企業価値を最大化するインセンティブの問題にも関連する。株式による対価の価値は、対象企業の経営者の努力だけでなく、買主側企業の経営者の努力にも依存するため、株式での支払いは対象企業の経営者を引き留める目的では使用されにくいと予想される。したがって、株式による対価は、買主が対象企業の業界ですでに事業展開しており、知見がある場合に使用される可能性が高く、そのような状況では、経営者を残留させるためのインセンティブを提供する必要は低いと考えられる」（*Id.* at 172-173）。

<sup>58</sup> 〈付表〉（1-3-36）の「Transaction / Acquirer Mkt Value」及び「Earnout / Transaction Value」の「Cash Only」参照。

<sup>59</sup> 〈付表〉（1-3-37）の「Target Ind. Adj. LT Debt / Assets」参照。

<sup>60</sup> 同上「Target Industry Std. Dev. Daily Returns」、「Target Industry R&D%」及び「Target Industry Q」を参照。

<sup>61</sup> 同上「Cross-industry primary 3-digit level」参照。ここでダミー変数は、アーンアウトの支払いがすべて現金で行われる場合は1、そうでない場合は0をとる。

析では、アーンアウトの支払い形態に影響するのは、第1次の支払い形態に株式が含まれているか否かに正の関係があることがわかるという(1-3-37)。「買主企業の規模と取引の規模の関係では、アーンアウトが株式のみであることに有意であった<sup>62</sup>。これは、現金や負債の余力がない場合に株式が利用されるという仮説と一致する。また、アーンアウトの金額と取引規模の比率が、株式での支払いに有意に正の影響を与えている<sup>63</sup>。その一方で、業種間調整後(industry-adjusted)の買主企業の現金保有額や負債比率の測定値は、現金と株式の選択に有意な影響を与えていない<sup>64</sup>」<sup>65</sup>。

また、アーンアウトの支払いが株式のみの場合の取引規模との関係は、インセンティブ仮説とも一致するという。「企業結合の度合いが大きければ、買主企業の株式による支払いは、対象企業の経営陣にとって業績に対する大きなインセンティブを与える。しかし、対象企業と買収企業が同じ業種に属している場合には、株式によるアーンアウト支払いの可能性が高くなることも示しており<sup>66</sup>、業種間変数とアーンアウト支払いの形態との間に関連性はない。長期のアーンアウトでは、株式が利用される可能性が低い<sup>67</sup>。その原因は、株式価値の不安定性にあり、アーンアウトの期間が長ければ、買収企業の株式価値と対象企業の買収との関係性が逡減していくことにある。結果として、情報の非対称性が高い、あるいは事業リスクが高い業種では、株式によるアーンアウトが行われやすい。業種  $q$  の係数は有意に正であり、 $q$  が高い業種の対象企業は、アーンアウトの一部または全部を買収企業の株式で受け取る可能性が高いことを示している<sup>68</sup>。しかし、対象企業の属する業種の日次リターンの標準偏差と研究開発費の係数に有意差は見られない<sup>69</sup>」<sup>70</sup>。

## 6 対象企業の経営者の残留

アーンアウト契約と(主に非上場企業等の)経営者の残留に関して、正の関係を支持する結果が得られれば、残留を動機付けるメカニズムとしてのアーンアウト報酬を示すことができることになる。また、これは対象企業の人的資本が M&A のプレミアムに織り込まれ

---

62 同上「Transaction / Acquirer Mkt Value」参照。

63 同上「Earnout / Transaction Value」参照。

64 同上「Acquirer Ind. Adj. Cash / Assets」及び「Acquirer Ind. Adj. LT Debt / Assets」を参照。

65 Cain et al. [2006] : 165.

66 〈付表〉(1-3-37)の「Cross-industry primary 3-digit level」参照。

67 同上「Earnout Time」参照。

68 同上「Target Industry Q」参照。

69 同上「Target Industry Std. Dev. Daily Returns」及び「Target Industry R&D%」を参照。

70 *Id.* at 165-166.

ているという考え方を裏付けることにもなる。

#### ■ Kohers and Ang [2000] による調査結果

経営者の残留に関する企業からの開示は少ないということで、報道機関 (Wire Services) の情報を利用している。買主の 10K、適時開示、Lexis-Nexis の Standard & Poor's Corporate Descriptions 等によって推定した結果、110 件中 93 件で経営者の残留<sup>71</sup>を確認することができたという (1-3-38)。

対象企業経営者の内、56 件の情報を得ることができ、52 件は非上場企業の経営者であり、分割子会社の経営者は 4 件であった<sup>72</sup>。56 件のうち、37 人 (約 66%) の経営者がアーンアウト期間後も残留している。この内 36 件はアーンアウトの一部または全部を受け取っており、優れた人的資本はアーンアウト後も残留するという予測と一致している。19 件ではアーンアウト後に辞任または解任されている。その内 6 件ではアーンアウト報酬がゼロで、4 件では一部が支払われたが、9 件は不明である。52 件の非上場企業の経営者の内 35 件はアーンアウト期間後も残り、17 件は期間終了時まで退任していた。以上から、非上場企業の買収においては、経営者の残留がアーンアウト契約の目的であることが示されているという結論である<sup>73</sup>。

#### ■ Dater et al. [2001] による調査結果<sup>74</sup>

買収後の対象企業の経営に関する調査で得られた 61 件の回答中、44 件は売主側が経営陣として留任していた。この結果に対して Dater et al. は、買収の動機を間接的に知ることができ、かつ、アーンアウトに潜在する問題についても示唆を得ることができるという。まず、「売主側が対象企業に留まることで、売主の価値を最大化するインセンティブを得た可能性がある」(1-3-39) ということである。そして売主側が「アーンアウトの成果を監視

---

<sup>71</sup> 「興味深いのは、対象企業の経営者がアーンアウト期間以降も残留しているのか (彼らの人的資本が M&A 後も価値があることを示している)、あるいは経営移行のためだけに残るのか (特定の知識を移転し、競業禁止条項を守るために、経営者が「人質」となっている) という点である」(Kohers and Ang [2000] : 471)。

<sup>72</sup> 「この結果は、オーナー経営者の引き留めにはアーンアウトが有効であり、分割子会社の場合は雇用契約等、他のメカニズムが用いられるということである」(Id. at 471)。

<sup>73</sup> これら実証分析以外にも、2 日間の平均累積異常リターン (CAR) による「アーンアウトに対する市場の初期反応」を、また長期的な企業価値の推移を Fama-French の 3 要素モデルを用いて分析しているが、どちらも Kohers and Ang の仮説を裏付ける検証結果が得られているという (Id. at 472-473)。

<sup>74</sup> Dater et al. [2001] : 206-209.

できなければ、アーンアウト条項の採用には消極的になるかもしれない」とし、このアーンアウトに関するエージェンシー問題は「買主が対象企業を経営する状況では、アーンアウトの使用が割高（expensive）になる可能性がある。実際、調査結果によると、売主が経営する場合のアーンアウトは、買主が経営する場合とは異なる傾向があり、この潜在的なエージェンシー・コストを反映していると考えられる」と論じている。もっともここで言う「割高」や「調査結果」が何を指しているのか明確ではないため咀嚼できないが、アーンアウトの受取りは専ら売主側にあるので、その経過を管理できないのであれば、その部分がコストとして何らかの形でアーンアウトの容態に反映されるということかもしれない。このように、売主側の経営陣が残留することにより、情報の非対称性に伴う逆選択の問題を回避できることがアーンアウト利用の目的である、というのが Dater et al.の結論である。

#### ■ Quinn [2013] による調査結果<sup>75</sup>

経営陣の報酬として開示したアーンアウトの事例は5%に過ぎない。これは元株主(売主)としての地位に対してではなく、経営者としての報酬費用として計上されることによるためと考えられるという。そして、残留経営者の地位にあることと、目標達成によってアーンアウトを受け取ることが直結するわけではないことから、業績連動型報酬と比べてアーンアウトが売主側のモラル・ハザードを抑制する効率的メカニズムであるとはいえないとし、先行研究とは異なった結論となっている。

---

<sup>75</sup> Quinn [2013] : 155-156.

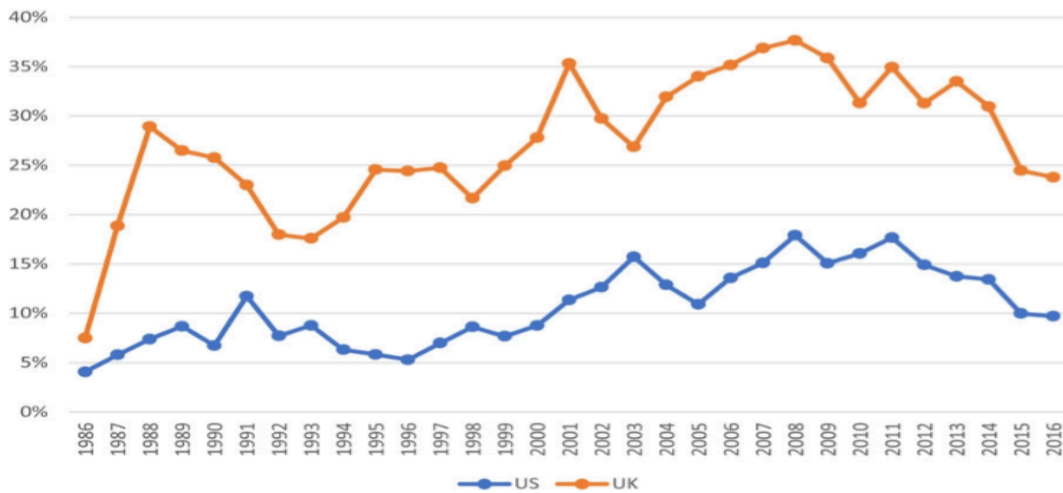
〈付表〉

(1-3-1)

Panel A: Time Profile

Year	Sample		All Mergers		Sample / All Mergers
	N	%	N	%	
1994	70	7.1%	2,223	8.8%	3.1%
1995	66	6.7%	2,271	9.0%	2.9%
1996	69	7.0%	2,781	11.0%	2.5%
1997	128	12.9%	3,688	14.6%	3.5%
1998	141	14.2%	3,710	14.7%	3.8%
1999	105	10.6%	2,960	11.7%	3.5%
2000	110	11.1%	2,678	10.6%	4.1%
2001	95	9.6%	1,763	7.0%	5.4%
2002	101	10.2%	1,602	6.4%	6.3%
2003	105	10.6%	1,537	6.1%	6.8%
Total	990	100.0%	25,213	100.0%	

(1-3-2)



(1-3-3)

A. Data Item

	Aggregate \$ Value	Minimum \$ Value	Average \$ Value	Maximum \$ Value	Median \$ Value	No. of Cases
Value of merger (in \$ millions)	37,106.20	.10	44.00	2,290.00	7.70	844
Value of earnout (in \$ millions)	8,444.70	.10	15.52	700.00	.70	554
Value of cash (in \$ millions)	21,184.30	.10	29.80	1,100.00	3.35	705
Value of common stock	3,467.07	.01	14.60	595.00	2.01	237
Value of debt (millions)	1,110.79	.08	13.50	550.00	2.45	82
Offer price/book value		.20	8.72	98.80	4.40	141
Target total assets (millions)	40,005.60	.10	179.40	17,000.00	5.90	223
Acquirer total assets (millions)	464,644.10	.70	2,610.40	176,423.00	54.25	179



## (1-3-4)

## B. Two Primary Subsamples of Takeovers Using Earnouts

	Divested Targets	Private Targets
No. of takeovers using earnouts	275	620
% of earnout sample constituted by subgroup	29.32	66.10
Average value of merger (in \$ millions)	82.60	23.20
<i>N</i>	245	551
Average value of earnout portion of merger	27.20	10.40
<i>N</i>	149	373
Earnout offers	3.45 (5.38)	5.60 (10.16)
<i>N</i>	20	104
Cash offers	1.80 (4.21)	2.20 (5.54)
<i>N</i>	291	283
Stock offers	2.00 (7.04)	2.30 (6.42)
<i>N</i>	41	379

## (1-3-5)

## C. Subsamples' Takeovers by Type

	Divested Targets		Private Targets		All	
	<i>N</i>	% of Total	<i>N</i>	% of Total	<i>N</i>	% of Total
Number of high-tech takeovers	47	17.10	157	25.32	204	21.70
Number of cross-industry takeovers	179	65.09	463	74.68	642	68.44
Number of takeovers with foreign acquirer	49	17.82	119	19.19	168	17.91

## (1-3-6)

ロジスティック回帰分析による従属変数は、アーンアウトが利用された場合を1、その他の場合は0とする。モデル1および2では、426件でアーンアウトが利用され、6646件はその他の案件である。モデル3では、549件がアーンアウト、9235件がその他で、モデル4は24件がアーンアウト、1822件がその他である。共変量（独立変数）は、次のように定義される。MVは買収公表の10日前の買主側企業の株価（市場価格）の対数であり、TVは買収対価の対数、RELSIZEは[(買収対価)/(買主側企業の時価総額+買収対価)]、FOCUSは買主企業と対象企業が同じ2桁の標準産業分類(SIC)コードを持つ買収の場合に1に、PRIVは対象企業が閉鎖型企業の場合は1とし、その他の場合は0とする。HITEKは対象企業がハイテク産業の場合は1、それ以外の場合は0で、SERVはサービス業の場合は1と置く。INTLは国際間の取引の場合は1、国内の場合は0とする。モデル4は米国外の買主の場合であり、ENGは米国を起源とする法制度を持つ国の場合は1を、それ以外の法制度を持つ国からの場合は0とする。アーンアウトの利用状況（最尤推定値）と*p*値は以下の通りである（Kohers and Ang [2000]: 455-457）。もっともここでの従属変数は、対象企業に想定され得る「情報の非対称性の程度」によって設定されているという事実前提には留意すべきである。

Covariates	Predicted Sign	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept		-5.97 (.0001)	-3.65 (.0001)	-8.89 (.0001)	-17.84 (.0001)
PRIV	+	.54 (.0001)	.69 (.0001)	.68 (.0001)	1.58 (.0109)
HITEK	+	.47 (.0001)	.53 (.0001)	.52 (.0001)	.46 (.4615)
SERV	+	.59 (.0001)	.62 (.0001)	.55 (.0001)	1.79 (.0272)
FOCUS	-	-.32 (.0022)	-.35 (.0006)	-.46 (.0001)	-.86 (.1420)
MV	-	-.24 (.0001)	...	...	...
TV	+	.40 (.0001)	...	.37 (.0001)	.58 (.0002)
RELSIZE	+	...	2.77 (.0001)	...	...
INTL	+/-	-.09 (.7727)	-.24 (.6578)	.12 (.5942)	...
ENG		...	...	...	5.30 (.0001)
$\chi^2$ ( <i>p</i> -value)		(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)
<i>N</i>		7,072	7,072	9,784	1,846

## (1-3-7)

トビット回帰モデルによって、最尤推定値とそれに対応する  $p$  値を示す。従属変数は、非公開型企業と分割子会社の買収対価に占めるアーンアウト対価に等しく、アーンアウト対価を買収対価の総額で割った数値である。モデル1と2でアーンアウトは263件、モデル3では342件である。なお、共変量（独立変数）は前掲（1-3-6）と同一である。

Regressors	Predicted Sign	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept		-2.892 (.0001)	-1.719 (.0001)	-3.869 (.0001)
PRIV	+	.200 (.0002)	.243 (.0001)	.260 (.0001)
HITEK	+	.150 (.0050)	.154 (.0032)	.134 (.0042)
SERV	+	.227 (.0001)	.236 (.0001)	.239 (.0001)
FOCUS	-	-.159 (.0007)	-.153 (.0007)	-.185 (.0001)
MV	-	-.095 (.0001)	...	...
TV	+	.177 (.0001)	...	.151 (.0001)
RELSIZE	+	...	1.219 (.0001)	...
INTL	+/-	.048 (.7051)	-.018 (.8846)	.095 (.2439)
$\chi^2$ ( $p$ -value)		(.0001)	(.0001)	(.0001)

## (1-3-8)

「SDC と Compustat のデータを用いて仮説を検証する。サンプルは、1990年1月1日から1997年12月31日までの期間の『開示情報のあるM&A』ファイルに含まれる全ての取引である。総取引件数は43,188件で、対象企業と買主の業種、国籍の記載がない取引は除外した。最終的なサンプル数は、157カ国の39,706件である（*Id.* at 213-216）。

Panel A: Descriptive Statistics-Full Sample

Effective Date	Mean	Median Transaction	Pctl 25 Value	Pctl 75	Mean EIND	Mean CSIC	Mean SERV	Mean CBORD	N
1990	116.5	17.4	5.0	68.8	0.051	0.520	0.169	0.284	3228
1991	83.0	11.0	3.2	41.7	0.040	0.512	0.148	0.232	3544
1992	71.0	11.3	3.0	42.0	0.037	0.493	0.174	0.204	3962
1993	70.0	10.8	3.0	40.7	0.041	0.512	0.188	0.197	4414
1994	83.9	11.1	3.1	40.0	0.039	0.501	0.196	0.198	5084
1995	114.3	14.0	3.7	51.5	0.041	0.506	0.211	0.211	5665
1996	150.9	16.9	4.5	65.9	0.040	0.510	0.223	0.203	6242
1997	144.0	16.0	4.7	67.1	0.042	0.523	0.239	0.203	7567
Total	110.0	13.6	3.8	53.0	0.041	0.510	0.201	0.212	39706

## (1-3-9)

前掲（1-3-8）の「N」および「Mean EIND」の各数値を参照。「サンプルを米国企業（買主）に限定すると11,329件となるが、Compustatの業種データが必要であるため3,005件を削除した。また、SDCにある対象企業の詳細が得られない26件を削除し、最終的に8,298件が残った」（*Id.* at 213-216）。

Panel B: Descriptive Statistics-Final Sample—U.S. Acquirers with necessary data

Effective Date	Mean	Median Transaction	Pctl 25 Value	Pctl 75	Mean EIND	Mean CSIC	Mean SERV	Mean CBORD	N
1990	76.7	9.5	3.2	43.1	0.043	0.501	0.239	0.105	351
1991	88.5	9.0	2.1	33.1	0.070	0.462	0.260	0.107	485
1992	51.0	8.1	2.6	27.0	0.060	0.454	0.312	0.106	670
1993	65.7	8.1	2.6	26.0	0.060	0.547	0.272	0.082	815
1994	92.3	10.0	3.0	35.0	0.048	0.483	0.316	0.099	1118
1995	127.2	15.8	4.0	54.6	0.034	0.493	0.328	0.116	1271
1996	161.7	17.5	5.0	65.0	0.028	0.491	0.351	0.102	1594
1997	180.6	16.0	5.0	67.0	0.036	0.347	0.239	0.102	1994
All Years	125.0	12.8	3.8	48.3	0.042	0.494	0.321	0.103	8298

(1-3-10)

Panel A: Full Sample—Breakdown of Target Companies  
by Public Status

Public Status	Transactions <i>not</i> involving earnouts	Transactions involving earnouts	Total
Government	1070 (100)	5 (0)	1075 (100)
Joint Venture	672 (98)	14 (2)	686 (100)
Mutual	23 (100)	0 (0)	23 (100)
Private	14032 (93)	1100 (7)	15132 (100)
Public	6095 (99)	48 (1)	6143 (100)
Subsidiary	16071 (97)	460 (3)	16531 (100)
Unknown	106 (91)	10 (9)	116 (100)
Total	38069 (95.88)	1637 (4.12)	39706 (100)

(1-3-11)

Panel B: Tests of Earnout Proportion Differences

Variable	Z-statistic	p-value
Public vs. Private	21.23	0.0001
Public vs. Subsidiary	10.23	0.0001
Joint Venture vs. Private	5.86	0.0001
Joint Venture vs. Subsidiary	1.71	0.0436

## (1-3-12)

SIC コードによる 4 桁の分類を用いた業種別のアーンアウトの利用状況は以下の通りで、1990 年から 1997 年までの間に、各業種内で 200 件以上の M&A 取引があった業種のみを検証対象としている。

Target Sic Code	Target Industry Name	Total Number of Transactions in Industry	Earnouts as Percentage of Total Industry Transactions
5045	Computers & software-whsl	270	12.96%***
7389	Business services, nec	224	8.04***
8711	Engineering services	345	6.96***
7372	Prepackaged software	885	6.67***
8011	Offices of medical doctors	223	6.28***
6211	Security brokers & dealers	260	6.15***
7373	Cmp integrated sys design	246	6.10***
7371	Computer programming service	248	5.65***
2834	Pharmaceutical preparations	349	5.44***
3089	Plastic products, nec	226	5.31***
3714	Motor vehicle part, accessory	267	5.24***
3841	Surgical, med instr, apparatus	274	5.11***
4813	Phone comm ex radiotelephone	288	4.86***
5812	Eating places	387	4.13***
4953	Refuse systems	303	2.64
6799	Investors, nec	569	2.46
2711	Newspaper:pubg, pubg & print	245	2.04
4833	Television broadcast station	238	1.68
6311	Life insurance	577	1.56**
4412	Deep sea frn trans-freight	205	1.46
1041	Gold ores	398	1.26**
1311	Crude petroleum & natural gas	1318	1.21***
6552	Subdivide, dev, ex cemetery	454	1.10**
4812	Radiotelephone communication	275	1.09*
4911	Electric services	291	1.03**
4832	Radio broadcasting stations	378	0.79**
4841	Cable & other pay tv svcs	266	0.75**
7011	Hotels and motels	999	0.50***
6512	Real estate agents & mgrs	1015	0.49***
6000	Depository institutions	541	0.15***
6021	National commercial banks	565	0.18***
6022	State commercial banks	720	0.14***
6035	Savings instn, fed chartered	532	0.00***
	Overall	14381	2.62

## (1-3-13)

Dater et al.の検証は、以下のプロビット・モデルによる推定。

$$\text{pr}(EIND=1) = \Phi\{\beta_0 + \beta_1 \text{TRANV} + \beta_2 \text{PRIVCD} + \beta_3 \text{CBORD} + \beta_4 \text{CSIC} + \beta_5 \text{MIND} + \beta_6 \text{LTNUM} + \beta_7 \text{SERV} + \beta_8 \text{IndEMPTA} + \beta_9 \text{IndMB} + \beta_{10} \text{IndRDSAL} + \beta_{11} \text{IndSG}\},$$

ここで、EIND は、アーンアウトが採用されている場合は 1、

TRANV は、取引総額、PRIVCD は対象企業が閉鎖型企業の場合は 1 で公開会社の場合は 0 とする指示変数、

CBORD は、対象企業と買主が異なった国に属する場合は 1 とする指示変数、

CSIC は、対象企業と買主が 4 桁 SIC で異なった業種に属する場合は 1 とする指示変数、

MIND は、対象企業の経営陣が買主側の場合は 1 とする指示変数、

LTNUM は、1990 年から 1997 年までに対象となった企業の 4 桁 SIC コードの買收件数の自然対数、

SERV は、対象企業がサービス業の場合は 1 となる指示変数、

IndEMPTA は、対象企業（3 桁の SIC コード）の総資産に対する従業員数の加重平均値、

IndMB は、対象企業（3桁の SIC コード）の株価と簿価の加重平均値、  
 IndRDSAL は、対象企業（3桁の SIC コード）の売上高に対する研究開発費の加重平均値、  
 IndSG は、対象企業（3桁の SIC コード）の5年間の売上高の加重平均値であり、  
 $\Phi$  は、正規分布の累積分布関数である。

(1-3-14)

プロビット・モデルによる各指示変数の推定値は以下の通り。

Independent Variables	Probit Estimation of Earnout Use			
	Dependent Variable: Earnout used in Transaction			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	-2.476*** (-21.601)	-1.847 (-19.085)	-1.785*** (-32.566)	-2.518*** (-12.640)
TRANV	-0.430E-3** (1.899)	-0.287E-2*** (-4.204)	-0.001*** (-4.122)	-0.357E-3** (-1.620)
Adverse Selection Proxies				
PRIVCD	0.877*** (7.586)			0.886*** (7.577)
LTNUM				-0.084*** (-3.679)
CSIC				0.083* (1.600)
CBORD				-0.141* (-1.552)
MIND				-0.531* (-1.477)
Unrecorded Asset Measures				
Rank(IndMB)		0.728E-3** (1.649)		-0.395E-3 (-0.815)
Rank(IndRDSAL)		0.932E-3** (2.125)		0.001** (2.882)
Rank(IndSG)		0.106E-2** (2.421)		0.001** (2.406)
Service Company Measures				
Rank(IndEMPTA)			0.780E-3** (2.142)	0.701E-3* (1.612)
SERV			0.055 (0.978)	-0.010 (-0.154)
Observations	8,298	8,298	8,298	8,298
Cragg-Uhler $R^2$	0.050	0.019	0.018	0.074
Likelihood ratio $\chi^2$	123.111***	56.266***	43.452***	164.230***

(\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 0.01、0.05、0.1 と、片側検定における有意水準を示す)

(1-3-15)

*Panel B: Target Characteristics*

	Sample %	All Mergers %
Target Ownership		
Private	74.4%	50.6%
Public	1.9%	19.0%
Subsidiary	23.1%	28.7%
J.V.	0.5%	1.4%
Primary SICs (3-digit)		
Same Industry	40.2%	43.4%
Cross Industry	59.8%	56.6%
Secondary SICs (3-digit)		
Same Industry	51.4%	51.2%
Cross Industry	48.6%	48.8%

(1-3-16)

以下の「Trans / Acquirer Value」 (*Median*) を参照。

*Panel C: Deal Characteristics*

<i>Mean (Median), \$ in thousands</i>	Sample	All Mergers
Acquirer Market Value	\$2,439,364 (\$181,341)	\$7,411,025 (\$507,000)
Transaction Value	\$93,884 (\$17,500)	\$238,830 (\$21,445)
Trans./Acquirer Value	26.8% (11.2%)	79.6% (5.9%)

Method of Payment <sup>1</sup>	% of Observations	
Cash	43.8%	52.3%
Cash & Other	2.4%	3.2%
Stock	17.9%	25.6%
Stock & Other	1.3%	0.7%
Mixed - Cash/Stock	29.4%	15.3%
Mixed - Cash/Stock & Other	4.1%	2.1%
Neither Cash or Stock	1.0%	0.8%

<sup>1</sup> For the non-earnout portion of the transaction payment.

## (1-3-17)

この部分の説明に対応するのは以下の「記述統計量と相関行列（マトリックス）」である。

Variable	<i>M</i>	<i>SD</i>	1	2	3	4	5	6	7
1. Earnout	0.05	0.22							
2. Minority equity partnership	0.04	0.20	-.05 <sup>†</sup>						
3. Acquisition experience	1.10	1.98	-.10***	-.04					
4. Acquirer leverage	1.90	3.82	-.08**	-.002	.09**				
5. Acquirer size	5.41	2.16	-.14***	.14***	.44***	.26***			
6. Target VC backed	0.19	0.39	-.08***	.05	.03	-.08**	.10***		
7. New venture	0.44	0.50	.04	.18***	-.05 <sup>†</sup>	-.11***	-.01	.29***	
8. Knowledge distance	27.82	31.25	.09**	.13***	.01	-.09**	.002	-.02	.07*

Note: *N* = 1,174. VC = venture capitalist.

<sup>†</sup>*p* < .10. \**p* < .05. \*\**p* < .01. \*\*\**p* < .001.

## (1-3-18)

以下は、買収の際にアーンアウト交渉を行うタイミングを説明する二項ロジット・モデル (binomial logit models) の推定結果を示している。モデル 1 は、コントロール変数のみで構成されたベースライン仕様で、モデル 2 は、この仕様に理論変数を加えたものである。どちらのモデルも.001 レベルで有意であり、尤度比検定では、理論的共変数がモデルの説明力を大幅に向上させることが示された (*p* < 0.01)。

Variable	Full Sample ( <i>N</i> = 1,174)		Earnouts and Cash Deals ( <i>n</i> = 456)		Earnouts and Stock Deals ( <i>n</i> = 778)	
	1. Baseline Model	2. Full Model	3. Baseline Model	4. Full Model	5. Baseline Model	6. Full Model
Intercept	-1.42 <sup>†</sup> (.73)	-2.34** (.79)	1.44 <sup>†</sup> (.75)	0.65 (.81)	-1.47 <sup>†</sup> (.78)	-2.51** (.84)
Acquisition experience	-0.50* (.22)	-0.39 <sup>†</sup> (.21)	-0.58* (.25)	-0.41 <sup>†</sup> (.25)	-0.47* (.21)	-0.42* (.20)
Acquirer leverage	-0.52** (.20)	-0.53** (.20)	-0.69** (.25)	-0.72** (.25)	-0.43* (.19)	-0.42* (.19)
Acquirer size <sup>a</sup>	-0.15 <sup>†</sup> (.08)	-0.14 <sup>†</sup> (.08)	-0.42*** (.11)	-0.43*** (.11)	-0.03 (.09)	-0.01 (.09)
Target VC backed	-1.61** (.62)	-1.76** (.63)	-1.00 (.68)	-1.13 <sup>†</sup> (.69)	-1.80** (.62)	-1.94** (.64)
Target industry effects <sup>b</sup>	16.97	18.93 <sup>†</sup>	7.66	8.78	14.81*	15.88**
Year effects <sup>b</sup>	16.08*	19.25**	3.04	2.32	2.68	2.78
New venture	—	0.75* (.31)	—	1.07** (.39)	—	0.67* (.32)
Knowledge distance (10 <sup>-2</sup> )	—	1.24** (.45)	—	0.92 <sup>†</sup> (.54)	—	1.34** (.45)
$\chi^2$	96.27***	109.86***	111.72***	121.93***	87.23***	101.07***
Log likelihood, <i>L</i> ( $\beta$ )	-217.54	-212.75	-142.43	-139.33	-165.98	-190.76
$-2[L(\hat{\beta}_{Reduced}) - L(\hat{\beta}_{Full})] - \chi^2$		9.58**		6.20*		9.84**

Note: The dependent variable assumes the value of 1 if a contingent earnout was used; 0, otherwise. Standard errors appear in parentheses. VC = venture capitalist.

a. This variable was logged to remedy skewness.

b. Cell values represent the chi-square values of the test for joint significance of the industry and year effects.

<sup>†</sup>*p* < .10. \**p* < .05. \*\**p* < .01. \*\*\**p* < .001.

以上の結果の頑健性 (robustness) を全サンプルで確認するために、まず、モデル 3 から 6 で支払い形態を現金と株式に分離して、アーンアウトとの比較を行った。モデル 3 と 4 (サンプル数 456) は、アーンアウトと現金取引を比較し、モデル 5 と 6 (サンプル数 778) は、アーンアウトと株式取引を比較している。前述のように、モデル 3 と 5 はコントロール変数からなるベースライン仕様で、モデル 4 と 6 は理論変数を導入したものである。4 つのモデルはいずれも全体的に高い有意性を示し (*p* < 0.001)、尤度比検定では、理論変数が両サブサンプルのベースラインモデルの説得力を向上させていることが明らかになった (それぞれ *p* < 0.05、*p* < 0.01)。これらの分析結果は、上記の全サンプルの分析結果と同じである。前述のように、2 つのサブサンプルの分析では、熟成型企業よりも新興企業を買収する際に、アーンアウトを利用する可能性が高いことが示された (モデル 4 では *p* < 0.001、モデル 6 では *p* < 0.05)。また、必要な知見が異なる対象企業を買収する際に、株式による対価ではなくアーンアウトを行う傾向がある (モデル 4 では *p* < 0.10、モデル 6 では *p* < 0.01)。



## (1-3-19)

対象企業が新興企業であり、また買収側とは異なる知見を必要とする業種の場合には、アーンアウトが使用される可能性が高い (いずれも  $p < 0.05$ )。以下は、2 限界トビット・モデル (two-limit Tobit models) 推定による、買収対価に占めるアーンアウトの割合である。モデル 3 と 4 (サンプル数 437) は、アーンアウトと現金取引を比較し、モデル 5 と 6 (サンプル数 759) は、アーンアウトと株式取引を比較している。いずれの場合も、まずコントロール変数で構成されたモデルが提示され、次に理論変数を加えたモデルを提示する。

Variable	Full Sample (n = 1,155)		Earnouts and Cash Deals (n = 437)		Earnouts and Stock Deals (n = 759)	
	1. Baseline Model	2. Full Model	3. Baseline Model	4. Full Model	5. Baseline Model	6. Full Model
Intercept	-1.46*** (.36)	-1.69*** (.38)	-0.27 (.25)	-0.47 <sup>†</sup> (.25)	-1.41*** (.36)	-1.66*** (.38)
Acquisition experience	-0.14 <sup>†</sup> (.08)	-0.10 (.07)	-0.12 <sup>†</sup> (.07)	-0.06 (.06)	0.13 <sup>†</sup> (.07)	-0.12 <sup>†</sup> (.06)
Acquirer leverage	-0.17* (.08)	-0.18* (.08)	-0.19* (.08)	-0.19** (.07)	-0.13 <sup>†</sup> (.08)	-0.13 <sup>†</sup> (.08)
Acquirer size <sup>a</sup>	-0.05 (.04)	-0.04 (.03)	-0.12*** (.04)	-0.12*** (.04)	-0.00 (.04)	-0.01 (.04)
Target VC backed	-0.73** (.28)	-0.79** (.28)	-0.39 (.25)	0.46 <sup>†</sup> (.24)	-0.79** (.28)	-0.85** (.28)
Target industry effects <sup>b</sup>	12.06	14.76 <sup>†</sup>	9.76 <sup>†</sup>	11.78*	11.12	13.52 <sup>†</sup>
Year effects <sup>b</sup>	15.44*	19.44**	15.96*	22.32**	16.06*	18.92**
New venture	—	0.38** (.13)	—	0.44*** (.12)	—	0.35** (.13)
Knowledge distance (10-2)	—	0.36 <sup>†</sup> (.19)	—	0.14 (.16)	—	0.39* (.19)
$\chi^2$	68.48***	81.84***	85.76***	101.58***	61.40***	74.74***
Log Likelihood, $L(\beta)$	-148.98	-142.30	-96.34	-88.43	-133.73	-127.06
$-2[L(\beta_{\text{Reduced}}) - L(\beta_{\text{Full}})] - \chi^2$		13.36**		15.82***		13.34***

Note: The dependent variable is the ratio of the value of the earnout to the total deal value. Standard errors appear in parentheses. VC = venture capitalist.

a. This variable was logged to remedy skewness.

b. Cell values represent the chi-square values of the test for joint significance of the industry and year effects.

<sup>†</sup> $p < .10$ . \* $p < .05$ . \*\* $p < .01$ . \*\*\* $p < .001$ .

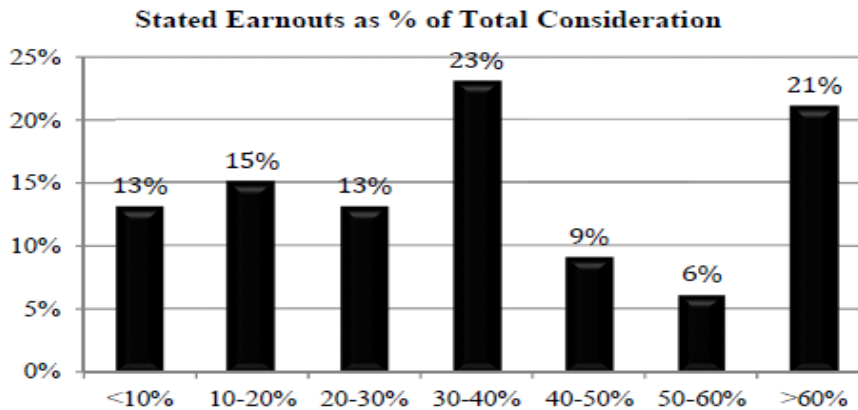
## (1-3-20)

## Two Digit SIC (Top five)

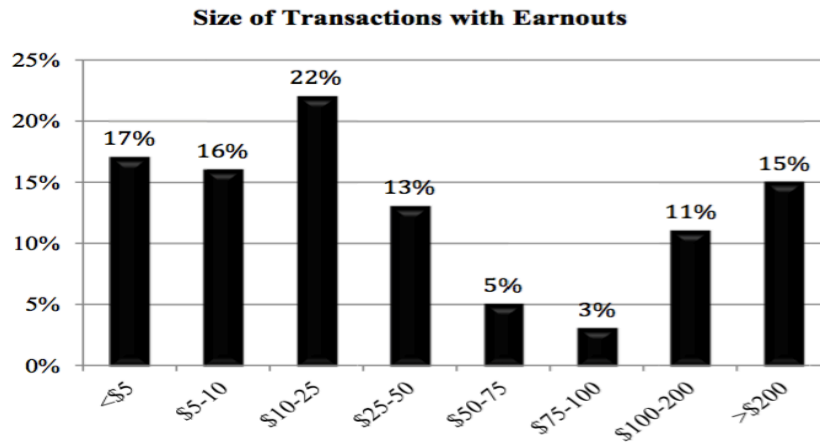
	<u>Target</u>	<u>Acquirer</u>
<b>Business Services (73)</b>	16	17
<b>Engineering &amp; Management Services (87)</b>	7	5
<b>Instruments &amp; Related Products (38)</b>	8	6
<b>Chemicals &amp; Allied Prod. (28)</b>	6	9
<b>Electronic &amp; Other Equipt. (36)</b>	5	6



(1-3-21)



(1-3-22)



(1-3-23)

**A. Assessing the Payment of Earnouts**

---

Total number of cases	110
A. Number of cases with some earnout information disclosure	79
Number of cases in which:	
1. Some level of earnouts is paid:	72
a. Entire earnout is paid	36
b. Known part of earnout is paid	16
Average portion paid (%)	43
c. Unknown part of earnout is paid (due to pooling of earnouts)	20
2. None of the earnout is paid	7
B. Number of indeterminate cases	31
Reasons:	
1. Acquirer is acquired	13
2. Target is divested	6
3. Earnout period is still pending	5
4. Complete lack of disclosure	7

---

(1-3-24)

Panel C: Type of goal used in earnout contract

Type of goal	Party managing target after the acquisition		Total
	Seller managed	Buyer managed	
Net income-based	7	2	9
Revenue-based	6	4	10
Non accounting goal	2	5	7
Total respondents	15	11	26

(1-3-25)

*Panel B: Performance Measures*

	<i>N</i>	<i>%</i>
Cash Flows <sup>1</sup>	160	32.1%
Sales	157	31.5%
Non-Financial	61	12.2%
Pre-Tax Income	51	10.2%
Gross Profit	24	4.8%
Net Income	23	4.6%
Multiple Measures <sup>2</sup>	8	1.6%
Stock Price	6	1.2%
Earnings Per Share	3	0.6%
Return on Investment	2	0.4%
Other	3	0.6%
Total	498	100.0%

<sup>1</sup> Includes EBIT, EBITA, EBITD, EBITDA, EBITD, and EBTDA.

<sup>2</sup> Indicates a combination of several listed measures.

(1-3-26)

*Panel A: Means and Medians*

	Sales <i>N</i> = 157	Cash Flow <i>N</i> = 160	Income <i>N</i> = 101	Non-Financial <i>N</i> = 61
Transaction / Acquirer Mkt Value	24.1% (10.9%)	47.9% (22.6%)	32.0% (16.2%)	37.4% (11.9%)
Earnout Time (years)	2.30 (2.00)	2.47 (2.00)	2.90 (3.00)	3.12 (2.00)
Payment in Cash	0.44 (0.00)	0.39 (0.00)	0.32 (0.00)	0.46 (0.00)
Payment in Stock	0.29 (0.00)	0.16 (0.00)	0.35 (0.00)	0.33 (0.00)
Payment in Cash & Stock	0.21 (0.00)	0.34 (0.00)	0.27 (0.00)	0.14 (0.00)
Cross-Industry Primary 3-digit level	0.55 (1.00)	0.61 (1.00)	0.71 (1.00)	0.44 (0.00)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	5.0% (4.9%)	4.7% (4.5%)	4.3% (4.0%)	4.6% (4.4%)
Target Industry R&D%	14.5% (10.0%)	5.5% (1.7%)	7.6% (2.6%)	18.3% (14.0%)
Target Industry Q	2.19 (1.92)	1.76 (1.58)	1.71 (1.51)	2.22 (2.02)

## (1-3-27)

従属変数を、ある業績指標については1、それ以外は0としたロジット・モデルで推定。独立変数には、対象となる企業の特徴（異業種間ダミー、対象企業のリターンの標準偏差、対象企業の研究開発／売上高、対象企業のトービンのq）、アーンアウトの特徴（買収期間の長さ、支払いの形態）、買主の市場価値に対する取引の大きさが含まれる。これら3つの列の違いは、被説明変数の定義のみである。第1列では、従属変数は、業績指標が売上高である場合に1となるダミー変数で、2列目と3列目では、業績指標が非財務指標の場合は被説明変数が1となり、収益の場合は被説明変数が1となる。なお、p値は括弧内に\*\*\*、\*\*、および\*で示され、それぞれ1%、5%、および10%レベルでの有意性を示している。

*Panel B: Logit Model*

	Sales	Non-Financial	Income
Intercept	-1.928 *** (0.003)	-2.322 *** (0.009)	-0.617 (0.430)
Transaction / Acquirer Mkt Value	-0.464 (0.146)	0.129 (0.548)	-0.283 (0.266)
Earnout Time	-0.163 * (0.067)	0.163 ** (0.043)	0.090 (0.198)
Payment in Stock	-0.381 (0.210)	0.614 (0.132)	1.216 *** (0.000)
Cross-Industry Primary 3-digit level	-0.230 (0.390)	-0.435 (0.267)	0.735 ** (0.025)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	23.232 *** (0.003)	-13.521 (0.281)	-16.660 * (0.080)
Target Industry R&D%	0.414 (0.532)	1.207 * (0.078)	0.374 (0.688)
Target Industry Q	0.331 ** (0.035)	0.114 (0.592)	-0.526 ** (0.030)
Pseudo R <sup>2</sup>	14.34%	10.85%	13.39%
Wald Chi-Square	28.36 ***	16.94 **	23.96 ***
P-Value	0.000	0.018	0.001

(1-3-28)

*Panel C: Distribution of earnout period*

<i>(in years)</i>	<i>N</i>	Mean	Std. Dev.	Min	25th%	Median	75th%	Max
Total Measurement Time	529	2.57	1.89	0.08	1.00	2.00	3.00	20.00
No Expiration Date	6							

Measurement frequency	<i>N</i>	<i>%</i>
Monthly	2	0.4%
Quarterly	23	4.3%
Four Months	1	0.2%
Semi-Annual	26	4.9%
Eight Months	2	0.4%
Nine Months	3	0.6%
Annually	411	77.4%
> One Year, ≤ Five Years	60	11.3%
> Five Years	3	0.6%
Total	531	100.0%

## (1-3-29)

このことは、対象企業の日次リターン (Target Industry Std. Dev. Daily Returns) の平均値と中央値の標準偏差が、アーンアウト期間の四分位数に応じて減少していることから、また対象企業の R&D 支出 (Target Industry R&D%) の中央値が、四分位に応じて減少していることからわかる。以下の Panel A は、1994 年から 2003 年の間に完了したアーンアウト契約を含む事案における、アーンアウト期間に関する一変量 (分布) 統計。アーンアウト期間の長さの決定要因の平均値と中央値をアーンアウト期間の四分位によって示している (中央値は括弧内)。

*Panel A: Means and Medians*

	Quartile 1	Quartile 2	Quartile 3	Quartile 4
Earnout Time (years)	0.45 (0.50)	1.03 (1.00)	2.03 (2.00)	4.12 (3.00)
Earnout / Transaction Value	31.5% (28.6%)	27.9% (22.8%)	32.7% (28.3%)	35.8% (33.1%)
Transaction / Acquirer Mkt Value	17.7% (11.6%)	39.1% (13.7%)	31.3% (14.3%)	32.8% (16.9%)
Earnout Value (\$ in thousands)	\$22,289.0 (\$4,500.0)	\$10,214.2 (\$3,200.0)	\$19,815.7 (\$4,101.0)	\$24,611.9 (\$6,000.0)
Payment in Cash	0.35 (0.00)	0.33 (0.00)	0.38 (0.00)	0.46 (0.00)
Cross-Industry Primary 3-digit level	0.57 (1.00)	0.56 (1.00)	0.60 (1.00)	0.61 (1.00)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	5.7% (5.7%)	5.0% (4.9%)	4.6% (4.4%)	4.4% (4.2%)
Target Industry R&D%	12.5% (13.0%)	10.5% (7.4%)	8.2% (3.8%)	11.8% (2.4%)
Target Industry Q	2.01 (1.52)	2.08 (1.83)	1.99 (1.68)	1.78 (1.58)

## (1-3-30)

以下の *Panel B* は、1994 年から 2003 年の間に完了したアーンアウト契約を含む事案における、アーンアウト期間に関する OLS 回帰分析、及び Tobit 回帰分析の結果。対象企業が属する業種の日次リターン (Target Industry Std. Dev. Daily Returns) の標準偏差の係数は負で有意であり、1 変量統計と一致し、成長性仮説 (Target Industry R&D%) に関しても同様であった。t 統計は、\*\*\*は 1%、\*\*は 5%、\*は 10% 水準でそれぞれ有意であることを示す。

	Length of Earnout Period (OLS)	Length of Earnout Period (Tobit)
Intercept	3.450 *** (7.148)	3.097 ** (2.333)
Transaction / Acquirer Mkt Value	0.022 (0.159)	0.048 (0.123)
Earnout Size / Transaction Value	1.315 *** (2.666)	3.565 *** (2.625)
Payment in Cash	0.439 ** (2.078)	1.159 ** (2.020)
Cross-Industry Primary 3-digit level	-0.250 (-1.201)	-0.683 (-1.226)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	-21.736 *** (-3.748)	-62.379 *** (-3.332)
Target Industry R&D%	1.227 *** (2.679)	2.566 *** (2.639)
Target Industry Q	-0.297 ** (-2.381)	-0.832 ** (-2.168)
Sigma		2.947 *** (9.596)
R <sup>2</sup>	8.42%	

## (1-3-31)

このことは *Panel A* の「Measurement Interval (years)」、「Earnout Time (years)」及び「Earnout / Transaction Value」を参照。また、日次リターンの対象企業の所属業種の標準偏差の平均値 (Target Industry Std. Dev. Daily Returns) は、測定間隔が長くなるにつれて減少し、業種係数の中央値 (Target Industry Q) は増加している。以下は、測定間隔の潜在的決定要因の一変量統計であり、平均値と中央値を示している (中央値は括弧内) を示している。標本の 77% が測定間隔を 1 年に設定していることから、測定間隔が 1 年未満、1 年、1 年以上のいずれであるかによって統計をグループ化している。

*Panel A: Means and Medians*

	< 1 Year N = 57	Annual N = 411	> 1 Year N = 63
Measurement Interval (years)	0.40 (0.50)	1.00 (1.00)	3.43 (3.00)
Earnout Time (years)	1.56 (1.00)	2.55 (2.00)	3.52 (3.00)
Earnout / Transaction Value	33.3% (29.6%)	32.0% (26.9%)	36.2% (31.4%)
Transaction / Acquirer Mkt Value	28.3% (11.9%)	33.5% (15.9%)	41.0% (15.8%)
Earnout Value ( <i>\$ in thousands</i> )	\$13,998.9 (\$4,000.0)	\$19,995.3 (\$4,300.0)	\$17,164.0 (\$5,000.0)
Payment in Cash	0.33 (0.00)	0.40 (0.00)	0.40 (0.00)
Cross-Industry Primary 3-digit level	0.46 (0.00)	0.62 (1.00)	0.54 (1.00)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	5.4% (5.2%)	4.6% (4.4%)	4.4% (4.7%)
Target Industry R&D%	10.0% (8.1%)	8.8% (3.5%)	24.2% (13.4%)
Target Industry Q	2.12 (1.59)	1.87 (1.63)	2.12 (1.99)



(1-3-32)

測定間隔を潜在的決定要因に回帰して得られた推定値。t統計は、\*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

<i>Panel B: OLS Regression</i>	
	Measurement Interval
Intercept	0.142 (0.463)
Transaction / Acquirer Mkt Value	0.065 (0.784)
Earnout Size / Transaction Value	-0.258 (-0.873)
Earnout Time	0.445 *** (13.680)
Payment in Cash	-0.065 (-0.519)
Cross-Industry Primary 3-digit level	-0.082 (-0.668)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	-3.101 (-0.885)
Target Industry R&D%	0.676 ** (2.467)
Target Industry Q	0.124 * (1.667)
R <sup>2</sup>	40.58%

(1-3-33)

アーンアウト対価の推計結果は以下の通りである (Kohers and Ang [2000] : 468)。

#### **A. Assessing the Payment of Earnouts**

Total number of cases	110
A. Number of cases with some earnout information disclosure	79
Number of cases in which:	
1. Some level of earnouts is paid:	72
a. Entire earnout is paid	36
b. Known part of earnout is paid	16
Average portion paid (%)	43
c. Unknown part of earnout is paid (due to pooling of earnouts)	20
2. None of the earnout is paid	7
B. Number of indeterminate cases	31
Reasons:	
1. Acquirer is acquired	13
2. Target is divested	6
3. Earnout period is still pending	5
4. Complete lack of disclosure	7

(1-3-34)

1 段目と 4 段目が SDC によるデータであり、2.3.5 段目 (Maximum) が SEC によるデータである。

*Panel A: Distribution of earnout payments*

<i>(in thousands)</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>25th%</i>	<i>Median</i>	<i>75th%</i>	<i>Max</i>
SDC Reported (U.S. Dollars)	990	\$22,314	\$89,228	\$15	\$1,650	\$4,577	\$14,000	\$2,000,000
Maximum Stated (U.S. Dollars) <sup>1</sup>	447	\$21,099	\$65,822	\$150	\$2,000	\$5,000	\$14,013	\$700,000
Maximum Stated (Common Stock Shares)	71	8,859	44,888	16	348	713	2,391	349,500
SDC Reported Percentage of Transaction Value	990	32.7%	20.9%	1.0%	15.9%	28.6%	45.5%	100.0%
Maximum Percentage of Transaction Value <sup>1</sup>	447	33.4%	23.1%	1.4%	15.6%	27.7%	47.3%	161.0%

<sup>1</sup> Includes only earnout payments denominated in U.S. Dollars.

(1-3-35)

*Panel D: Earnout payments*

<b>Form of payment</b>	<b><i>N</i></b>	<b><i>%</i></b>
Cash	186	38.7%
Common Stock	137	28.5%
Cash & Common Stock	125	26.0%
Debt	10	2.1%
Cash & Debt	9	1.9%
Common Stock & Debt	3	0.6%
Preferred Stock	2	0.4%
Other Combinations <sup>1</sup>	5	1.0%
Other	4	0.8%
	<u>481</u>	<u>100.0%</u>

<sup>1</sup> Includes combinations of cash, common stock, preferred stock, convertible preferred stock, debt, and convertible debt.

## (1-3-36)

以下は、アーンアウトの支払い形態に関する潜在的な決定要因の平均値と中央値を、アーンアウトの支払い形態のカテゴリー別に示したものである。各記述事項の定義は前掲注 68-79 と同様であり、対象企業の価値評価の不確実性は、これまで同様、所属する業種の日次リターン標準偏差を用いている。その価値の多くが将来の成長機会に由来する場合、短期的な業績評価では価値を十分に示すことができないと考えられることから、成長性の測定には、売上高に対する研究開発費の業界比率と、所属する業種における Q レシオの中央値を用いて検証している。p 値が括弧内に示されており、\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

Panel A: Means and Medians

	Cash Only N=186	Stock Only N=137	Cash & Stock N=125
Transaction / Acquirer Mkt Value	29.1% (14.6%)	39.1% (10.8%)	30.6% (15.0%)
Earnout / Transaction Value	29.6% (24.0%)	35.1% (31.6%)	37.2% (36.4%)
Earnout Value (\$ in thousands)	\$22,237.7 (\$4,500.0)	\$28,014.0 (\$4,000.0)	\$15,711.8 (\$6,000.0)
Earnout Time (years)	2.76 (2.00)	2.13 (2.00)	2.20 (2.00)
Measurement Interval (years)	1.33 (1.00)	1.26 (1.00)	1.09 (1.00)
Non-Earnout Payment Includes Stock	0.34 (0.00)	0.90 (1.00)	0.78 (1.00)
Cross-Industry Primary 3-digit level	0.60 (1.00)	0.52 (1.00)	0.57 (1.00)
Acquirer Ind. Adj. LT Debt / Assets	7.6% (0.5%)	5.4% (-0.1%)	7.6% (0.0%)
Acquirer Ind. Adj. Cash / Assets	6.8% (1.3%)	5.2% (0.1%)	9.1% (4.1%)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	4.5% (4.3%)	5.1% (5.0%)	4.9% (4.9%)
Target Industry R&D%	11.3% (3.1%)	13.0% (13.2%)	12.3% (5.0%)
Target Industry Q	1.81 (1.58)	2.29 (2.02)	1.91 (1.74)

## (1-3-37)

株式のみの支払いと株式を含む支払いのダミー変数を潜在的な決定要因に回帰して得られた推定値で、標本は SDC の資料による。ここで、「Transaction」は支払総額の値であり、「Acquirer market value」とは、買主の株式の市場価値である。アーンアウトの支払いがすべて現金で行われる場合は 1、そうでない場合は 0 となるダミー変数で、「Cross-industry」は、買主と対象企業が 3 桁の SIC コードが異なる場合に 1、それ以外は 0 を取るダミー変数。「Target industry standard deviation of daily returns」、「industry R&D%」、そして「industry Q」は、対象企業と同じ SIC コードの企業におけるこれらの変数の中央値である。R&D%は、売上高に対する研究開発費の比率、Q は総資産の帳簿価額から株式の帳簿価額を差し引いた数値に株式の時価を加えたもので、総資産の帳簿価額に対する時価の比率を表す。括弧内に p 値を示し、\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

Panel B: Logit Model

	Stock Only		Any Stock	
Intercept	-2.585 *** ( $<0.0001$ )	-4.007 *** ( $<0.0001$ )	-1.073 * (0.082)	-2.418 *** (0.001)
Transaction / Acquirer Mkt Value	0.393 ** (0.036)	0.336 * (0.085)	0.304 (0.147)	0.200 (0.383)
Earnout Size / Transaction Value	0.822 (0.185)	0.839 (0.200)	2.317 *** (0.000)	2.669 *** (0.000)
Earnout Time	-0.141 (0.168)	-0.088 (0.409)	-0.196 ** (0.021)	-0.170 * (0.072)
Measurement Interval	0.135 (0.294)	0.107 (0.451)	0.087 (0.476)	0.047 (0.758)
Non-Earnout Payment Includes Stock		1.866 *** ( $<0.0001$ )		2.234 *** ( $<0.0001$ )
Cross-Industry Primary 3-digit level	-0.161 (0.552)	-0.095 (0.743)	-0.137 (0.580)	-0.136 (0.633)
Acquirer Ind. Adj. LT Debt / Assets	-0.164 (0.854)	-0.412 (0.648)	0.213 (0.780)	-0.156 (0.859)
Acquirer Ind. Adj. Cash / Assets	-0.135 (0.814)	-0.194 (0.743)	0.184 (0.733)	0.226 (0.713)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	8.101 (0.290)	7.604 (0.357)	9.309 (0.188)	9.993 (0.215)
Target Industry R&D%	-0.639 (0.345)	-0.447 (0.513)	-0.510 (0.370)	-0.302 (0.646)
Target Industry Q	0.588 *** (0.000)	0.579 *** (0.001)	0.286 * (0.078)	0.215 (0.249)
Pseudo R <sup>2</sup>	12.25%	25.74%	12.34%	37.05%
Wald Chi-Square	25.31 ***	45.16 ***	25.78 ***	74.24 ***
P-Value	0.005	$<0.0001$	0.004	$<0.0001$

(1-3-38)

クロージング後の経営者の残留結果は以下の通りである。

**B. Information on Target Management in Postmerger Period**

Total number of cases	110
A. Number of cases with specific reference to retained management	93
Number of cases with information on target manager in postmerger period	56
Number of cases in which:	
1. Manager stays after the earnout period (36 of these cases involve private target managers)	37
Partial or complete payment of earnout	36/37
No earnout paid	1/37
2. Manager leaves by the end of the earnout period	19
No earnout paid	6/19
Partial payment made	4/19
Indeterminate earnout payment due to:	
Target is divested	3/19
Acquirer is acquired	3/19
Complete lack of disclosure	3/19

(1-3-39)

買収後の対象企業の経営に関する 61 件の回答中、売主側が経営陣として残留していたのは 44 件(72%)である (*Id.* at 207-208)。

**Panel B: Party managing target after the acquisition**

Seller managed	44
Buyer managed	17
Total respondents	61

## 第4章 標準的なアーンアウトの様相

M&Aの契約設計は一律普遍的なフォーマットでは対応不可能であろうし、またその際のアーンアウト条項の設計も多種多様のオートクチュール形式になると思われる。しかし多くの事例とその実証分析の成果が公開されているのであるから、それら事例から最大公約数を抽出し、プレタポルテを試作するのも無意味ではなかろう。ここでは、先行研究の成果である第2章、及び第3章の実証分析で確認してきた M&A におけるアーンアウトの実態から、アーンアウトが有効に機能するためのエレメントの標準形（デフォルト）を示す。実際の場面で機能するアーンアウト条項の設計は、売主・対象企業・買主それぞれの属性によって多種多様であろうが、理論的プロトタイプを確認することには少なからず意義があると思われる。

はじめに各エレメントをそれぞれの研究成果の最大公約数から抽出する。次に、そのデフォルトが1となるよう、各エレメントの容態を0から1の数値に置き換えた上設定し、アーンアウトが機能し得る積算スコアを試作する。なお、以下のサンプルデータは研究者により出所が異なるが、各エレメントの傾向を把握するために共通項を列挙したものである。各数値（絶対値あるいは%）は、第3章の各実証分析を参照されたい。

### 1 対象企業の形態及び業種

多くの M&A 同様に、アーンアウトも買主側の、例えば時価総額等の企業規模は、対象企業よりも大きく「小が大を飲む」といった事例は少ないようである。また、対象企業は売主とほぼ一体である中小企業の場合と、中堅企業の事業部の譲渡や子会社等の M&A が一般的なようである。

Kohers and Ang [2000]、Dater et al. [2001]、Cain et al. [2006]、Ragozzino and Reuer [2009]、Quinn [2013] による共通項

#### ■対象企業の形態

- ▶ 閉鎖型企业
- ▶ 分割子会社

#### ■対象企業の業種

- ▶ ハイテク業
- ▶ 研究開発型（R&D）企業や高成長企業等、未計上資産を多く保有する企業
- ▶ サービス業

■その他のエレメント

- ▶ 新興企業
- ▶ 異業種

先行研究の全ての実証分析において、アーンアウトを採用する場合の対象企業の形態の大多数は閉鎖型企業（非公開会社≒非上場会社）である。これは上場企業には市場価格（株価）があるため、その価格を前提に取引の積算をすることによる結果であると思われる。次に多いのは企業の事業部門や子会社等の譲渡であるが、例えばそれが上場企業の事業部門であっても、アーンアウトを採用する理由は、セグメント情報等からの企業価値の算定が困難であるという現実由来していると推察される。

次に対象となる業種は、ハイテク系や R&D 系の高成長が期待される企業が代表的である。これも全ての実証分析の共通項である。しかしサービス業は Dater et al. [2001] の結果だけは、有意性は中立の結果となっている。サービス業の範疇は広範であり、業態も多様であることからこの業種に関しては、従事する人材等の量・質という要素に依存する分析結果に左右されたと思われる。また Ragozzino and Reuer [2009] による「未計上資産を多く保有する企業」とは、ハイテク業やサービス業、研究開発型やデザイン系高付加価値型の業種にも該当し得る。そして、その他のエレメントである新興企業と異業種は、企業価値を積算するに十分な情報量と、その情報の分析能力の限界に由来し、アーンアウトを選択すると考えるのが妥当であろう。

## 2 アーンアウト・ターゲット

トリガーとなる指標は、概ね財務的なものと非財務的な指標に分類される。そしてこの分類は、対象企業の業種や事業内容に依存していると思われる。

Kohers and Ang [2000]、Dater et al. [2001]、Cain et al. [2006]、Quinn [2013] による共通項

- ▶ 財務諸表の数値

アーンアウト・ターゲットのほとんどは、売上や利益などの財務に関わる数値が設定され

ている。しかし、対象が研究開発型の企業の場合は、監督官庁の許認可等の非財務的指標が設定される場合も多くの研究が指摘している。例えば、Cain et al. [2006] によれば、収益性の指標が用いられているのは 52% であり、そのうち 32% は売上高が用いられている。また、12.2% のケースでは非財務指標が用いられており、製品開発のマイルストーン（臨床試験、FDA の承認等）や、特定の契約（米国政府との契約等）が含まれている。

### 3 期間設定

アーンアウト期間の設定も、対象企業の業種や創業・設立からの時間（社歴）に依存すると思われる。要は売主側が主張する対象企業の企業価値が現出するまでの時間であり、同時に買主側が期待するシナジー等、M&A における効果の獲得を待てるまでの時間が期間設定の関数になると思われる。

Kohers and Ang [2000]、Cain et al. [2006]、Quinn [2013] による共通項

- ▶ 多くが 1 年から 5 年の間であるが、平均は 2 年半程度

このエレメントに関しては Cain et al. [2006] が詳細に研究している。ボラティリティの大きい業種ではアーンアウト期間が短い、成長性が期待出来る業種と期間の設定に有意な関係は得られていない。これは買主側が期待する M&A 効果の獲得猶予時間と関係しているのではないかと考えられる。また、測定の頻度は 77% が毎年度であることから、典型的なアーンアウト契約とは、2-3 年間の業績を 2 回程度測定し、その都度アーンアウトの履行を決定しているということになる。しかし Quinn [2013] の検証結果では、アーンアウトの期間は比較的短い。そしてこれが先行研究とは異なる独自のアーンアウトの機能を結論するに至る実証分析に影響していたと思われる。

### 4 履行（支払い）状況

アーンアウトの履行状況が、契約条項の設計内容に直接関係するとは思われないが、売主側にとっては重要なエレメントである。また、第 II 部の「判例編」で研究するように、この履行状況がほぼ全てのケースの争いの元となる。アーンアウト対価の支払い形態の実情は、今後のアーンアウト条項の設計上、両当事者にとって参考になる事項であると思われるので参照しておく。



Kohers and Ang [2000]、Cain et al. [2006] による共通項

- ▶ 取引の9割でアーンアウトが履行され、その5割が満額の履行
- ▶ アーンアウトの平均履行額は満額の6割

Cain et al. [2006] によれば、アーンアウト対価の支払い形態は、現金が4割、普通株式が3割、現金と普通株式の組み合わせが3割弱であった。そして買主側企業の株式が支払い対価に使われるのは、業績のボラティリティが大きいR&D型の対象企業の場合である。また、アーンアウト期間との関係では、長期の場合、株式の利用率は低くなる。

## 5 対象企業の経営者の出身母体

通常のM&Aでは、買主がファンド等の場合を除けば、対象企業の経営陣は買主側企業の出身者等、買主側が任命することが多いと思われる。しかし会社法の視点に立てば、対象企業の経営陣（取締役）の信認義務の方向性は買主（株主）側に向き、アーンアウトの履行を期待する売主（旧株主）側に対する取締役の信認義務は法的にも、(デラウェア)判例法上も認められないと認識されている。そしてこの法解釈により、買主側が経営陣を任命するアーンアウトでは、しばしば不都合な事態が起こり得る。これは先行研究でもモラルハザードとして指摘されていることであり、アーンアウトに関連する裁判例の多くはこれに起因する。その実態は第II部にて詳細に検討する。

Kohers and Ang [2000]、Dater et al. [2001]、による共通項

- ▶ 取引の8割程度は対象企業の経営者が残留している

データの多くは対象が閉鎖型企業であり、「オーナー企業」のように対象企業の経営者と売主が同一である場合である。先行研究もその状態を前提として、売主の価値（であるアーンアウト）を最大化するインセンティブを付与することに意義を見出している。そして買主側に対象企業の経営を委ねた場合のエージェンシー・コストの問題を提起している。

## 6 アーンアウト・スコア（理論編によるモデルの試作）

以上の先行研究の結果を、Ragozzino and Reuer [2009] の「知見懸隔 (Knowledge distance)」の概念（特定の業種に関してどの程度の知見を有するか）を参考に、「アーンアウト懸隔 (earnoutable distance)」(アーンアウトに対してどの程度適合的な設計になっているか)

として試作する。ここでは各エレメントを0（アーンアウトに非適合）から1（適合）のグラデーションにて数値設定し、それらの算術平均にて表示できるように設定している。なお、各エレメントは原則として、Dater et al. [2001] が検証したプロビット・モデルによる指示（説明）変数に対応する。アーンアウトのデフォルトとして適合（機能）する状態が1となる<sup>1</sup>。

## アーンアウト・スコア（理論モデル）

### ■対象企業の形態（PRIVCD）

- ▶ 閉鎖型企业 = 1
- ▶ 分割子会社 = 0.6
- ・閉鎖型企业が対象の場合は、分割子会社の買収に比べてアーンアウトの利用が72%増加している。

### ■対象企業の業種（HITEK）

- ▶ ハイテク業 = 1
- ▶ 研究開発型企业や高成長型企业等、未計上資産を多く保有する企業 = 1
- ▶ サービス業 = 0.8

### ■対象企業の設立年数（NV）

- ▶ 新興企業（設立6年以下） = 1

### ■売主（対象企業）・買主両当事者間の業種（FOCUS）

---

<sup>1</sup> ここでのアーンアウト・スコア（理論モデル）の詳細は以下の通り。

$$ES = (ED = 1) \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^7 x_k = \left\{ \frac{PRIVCD + HITEK + FOCUS + NV + ET + EP + MIND}{7} \right\} \quad (1-4-1)$$

目的は、先行研究の実証分析に基づいてアーンアウトのデフォルト・モデルを構築することであり、この段階では、M&Aの設計に影響を与える可能性のある他の潜在的な要因は考慮されていない。本モデルの従属変数は、アーンアウトの適合性を示す二分法の指標（1 = 適合、0 = 非適合）ではなく、その間のグラデーションにて適合度数を示す。例えば、対象企業の形態（PRIVCD）が閉鎖型企业の場合は=1、分割子会社（事業譲渡）の場合は=0.6と設定する。

ここで、

EDは、アーンアウトの理論的適合性（earnoutable distance）を満足させている場合が1となる。  
 PRIVCDは対象企業が閉鎖型企业の場合は1で分割子会社（事業譲渡）の場合は0.6、  
 HITEKは、対象企業がハイテク系（R&Dを含む）場合は1、サービス業の場合は0.8、  
 FOCUSは、異業種間の場合は1、同業種間の場合は0.7、  
 NVは、新興企業（設立6年以下）の場合は1、  
 ETは、アーンアウト・ターゲットが財務的指標の場合は1、  
 EPは、アーンアウト期間が1年=0.6、2年=0.8、3年=1、4年=0.6、5年=0.4、  
 MINDは、対象企業の経営陣が買主側の場合は1とする、それぞれは説明（指示）変数である

- ▶ 異業種間 = 1
- ▶ 同業種間 = 0.7
  - ・同業種間の M&A は、他形態と比較してアーンアウトの利用 30%少ない。

■アーンアウト・ターゲット (ET)

- ▶ 財務諸表の数値 = 1
- ▶ 対象が研究開発型の企業の場合は、監督官庁の許認可等の非財務的指標 = 1

■アーンアウトの期間設定 (EP)

- ▶ 1年以下 = 0.6、2年 = 0.8、3年 = 1、4年 = 0.6、5年以上 = 0.4
  - ・多くが1年から5年の間であるが、平均は2年半程度 (平均=2.57) で、アーンアウト期間の四分位範囲は1年から3年である。

■対象企業の経営 (MIND)

- ▶ 対象企業の経営陣が留任 = 1
- ▶ その他 = 0.2
  - ・取引の8割程度は対象企業の経営者が残留している。

参考として Quinn[2013]が引用している *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP*(2009) の事例に、以上の各エレメントを算入するとアーンアウト・スコア (ES) は 0.5 となる<sup>2</sup>。この数値から、アーンアウトの採用事例としては契約内容の設定等に工夫が必要であったと思われる。無論、これはこれまで議論してきた実証分析を元にした「理論モデル」であり、実際の判例を分析することで、各エレメントの重要性を加味した「加重平均値モデル」を設定することができる。以下は、各エレメントの数値である。

■対象企業の形態 (PRIVCD)

- ▶ 閉鎖型企业 = 1

■対象企業の業種 (HITEK)

- ▶ その他 = 0

■対象企業の設立年数 (NV)

- ▶ 成熟型企业 (設立6年以上) = 0

■売主 (対象企業)・買主両当事者間の業種 (FOCUS)

- ▶ 同業種間 = 0.7

■アーンアウト・ターゲット (ET)

---


$$^2 \text{ ES} = (\text{ED}) \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^7 x_k = \left\{ \frac{1 + 0 + 0 + 0.7 + 1 + 0.6 + 0.2}{7} \right\} = 0.5,$$

- ▶ 財務諸表の数値 = 1
- アーンアウトの期間設定 (EP)
  - ▶ 1年=0.6
- 対象企業の経営 (MIND)
  - ▶ その他 = 0.2

*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009) : アーンアウト・スコア (ES) = 0.5



## 第5章 アーンアウトの意義

第3章では、先行研究にしたがってアーンアウトの特徴を項目別に詳細に議論してきたが、それぞれの論文においては適宜、アーンアウトの意義が併せて言及されている。すなわち、多くの研究者が主張する「取引における情報の非対称性（及びその結果としての逆選択の問題）への対処（通説）」である。本章ではその主張を裏付ける実証分析の結果を議論する。しかしながら、実証研究の結果が正反対の結論に至った Quinn [2013] は、アーンアウトにはそのような機能はなく、「取引の不確実性を売主側に負担させる」ことで M&A を促進させることに意義を見出している。いずれにしてもアーンアウトという手法による M&A 契約履行の促進・円滑化を主張している点では同様である。問題は、アーンアウトがクローリング後の対象企業の価値創造に寄与しているのか否かであり、このことはアーンアウトの意義を考察する上では重要な研究テーマとなる。本章ではデータに基づく実証分析を比較検討するが、前章までと同様、各研究者が論拠とするデータが異なっていることに留意しなければならない。そしてそれら検証過程においては、2013年以降の研究成果も適宜参照・引用し、現在地点でのアーンアウトの意義を確認する。

まず初めに、アーンアウトを採用する理由からアーンアウトの意義を探り、次に本題であるアーンアウトによる対象企業（あるいは買主であるその親会社も含む）の価値創造について議論する。そして最後に、部分的な資本提携を経た企業買収との類似性を指摘する Ragozzino and Reuer [2009] の研究を取り上げ、別の視点からのアーンアウトの意義も検討する。なお本章においても、裏付けとなる各種データの詳細は、全て章末の〈付表〉(1-5-x) に転写しているので適宜参照されたい。

### 1 アーンアウトを採用する理由

#### ■ Dater et al. [2001] による研究結果

Dater et al.は、1996年と1997年に行われたアーンアウト条項がある117件の買収案件を、SDCのデータベースから無作為抽出し、買主に取材した<sup>1</sup>。有効回答27社の内、売主

---

<sup>1</sup> Dater et al. [2001] : 206-209.

・買主両当事者間の対象企業への価値評価に相違があったケースが 14 件であり、その場合は対象企業に有形資産（計上資産）が無い等、企業価値が将来の成長に大きく依存している状態であった<sup>2</sup>。また 7 件は、買収後もオーナー経営者が経営を継続し、両条件を満たすケースが 6 件であった（1-5-1）。Dater et al.の見解<sup>3</sup>では、買収対価として買主側の株式を利用する場合は、売主に与えられる株式の将来価値が対象企業の将来業績の影響を受けることから、逆選択やエージェンシー・コストの問題が克服できることになる。対価としての株式とアーンアウトの利用動機の違いを見ると、多くは非公開型企業（非上場企業）を対象とした場合にアーンアウトが利用され、公開会社（上場企業）の場合の利用は少ない。一方で、対価としての株式の利用は公開会社を対象とした場合に多く、非公開型企業では少ない。この結果は、アーンアウトが情報の非対称性の問題に対処するために利用され、株式の利用はそれ以外の要因に依存することを示していると指摘する<sup>4</sup>。Dater et al.は、企業規模とアーンアウトあるいは株式の利用の関係を対比し（1-5-2）、M&A の規模を取引額で五分位値に分類することで、対象企業の規模が大きくなれば（対価支払いにおける）アーンアウトの割合は減少し、株式による割合が増加することがデータ上でわかるという（1-5-3）。これは、情報の非対称性がアーンアウト利用の有意な動機付け要因であり、資金調達上の問題が株式利用の有意な動機付け要因であるという仮説を支持するものであるとの前提で、買主・売主（あるいは対象企業）の属性とアーンアウトの関係を以下のように仮定している。

- ・逆選択とエージェンシー問題がある場合には、株式が利用される<sup>5</sup>
- ・売主が経営陣に参加している場合や、同一産業内で多くの買収が行われている場合には株式が使用される可能性は低い
- ・サービス業や従業員数が比較的多い業種が対象企業の場合には株式が使われる可能性が高くなる

以上の仮定を、M&A の対価としてアーンアウトと株式の利用の容態をプロビット分析により検証した結果（1-5-4）、株式の利用動機は、2 点でアーンアウトの利用とは異なることが

---

<sup>2</sup> 「税務上の理由を挙げた企業はなく、買収後の対象企業の業績悪化に伴う買主企業の 1 株当たりの利益の希薄化を防ぐために、アーンアウトを設定した企業もあった」（*Id.* at 207-208）。

<sup>3</sup> *Id.* at 218-219.

<sup>4</sup> 「この要因の一つとして、買主の手元流動性（liquidity）の問題が考えられる。M&A のための十分な資金力がない場合、株式発行による資金調達をすることが考えられる。対象が公開会社の場合は、一般に非公開型企業よりも規模が大きく、資金調達のために株式を使用する可能性が高いと考えられる」（*Id.* at 219）。

<sup>5</sup> 例えば、対象企業が多額の研究開発費により成長が見込まれ、PBR（株価純資産倍率：Price Book-value Ratio）が高い場合には株式が利用される可能性が高い。

わかるという (1-5-5)。「まず、取引額の係数が有意に正であることから、株式の利用は対象企業が大規模な場合である。これは、アーンアウトよりも株式に基づく対価を選択する際に、資金調達の問題が重要である<sup>6</sup>ことと一致する。次に、対象企業が他業種や未公開企業の場合、株式が使用される可能性は低い。株式の利用は、(市場において) 自社が過大評価されていると経営陣が考える場合を連想させ、逆選択の問題を引き起こす<sup>7</sup>。また買主は、対象となる企業を探し、類似企業の評価については、ある程度の有識者である (と考えられる)。このことから、売主が買主の業界に精通しているよりも、買主が売主の業界に精通している可能性が高い。したがって、売主に生じる逆選択の問題は、異業種間の買収によって生じる買主の逆選択の問題よりも重大であると考えられる。また、非公開企業 (PRIVCD) の負の係数は、株式を用いて買収される可能性が低いことを示唆しているが、これは驚くべきことである。非公開企業の大部分が、家族経営の会社であるとするれば、保有株式を清算してビジネス・リスクを減らすというインセンティブが優先されるのかもしれない。また、アーンアウトは支払い期間が短い (通常は 1-5 年程度) ので、買主企業の株式と比較すれば、買主企業の価値に左右されることは少ない」<sup>8</sup>。

#### ■ アーンアウトの規模と割合を分析した Cain et al. [2006] の研究結果<sup>9</sup>

アーンアウトの割合を取引の規模 (アーンアウトの最大価額 / 対価の総額) により四分位に分けると、平均的なアーンアウトは、第 1 分位値の 10% から第 4 分位値の 62% の範囲となる (1-5-6)。各分位値間の企業、アーンアウト、および買収形態を比較すると、買主と売主に対象企業に対する評価差が大きい場合や、対象企業の価値の多くが将来の成長機会から得られている場合には、より大きなアーンアウトが必要であることを裏付けている<sup>10</sup>。またアーンアウトの期間は、アーンアウトが占める割合の四分位ごとに長くなり、対価とし

<sup>6</sup> 〈付表〉(1-5-3) を参照されたい。対象企業の規模が大きくなれば、M&A の資金調達にコストがかかり、株式を選好する傾向がうかがえる、ということであろう。

<sup>7</sup> これは対価支払い段階における買主側の企業価値 (株価) に由来する一種の「超過利潤 (レント)」の発生であろう。買主側が株式を利用する場合、自社が過大評価されていると考えている可能性が高い。しかし異業種や非公開企業である売主側は、買主企業の価値評価をする能力に欠けている。そこで、受け取る株式の価値が適正であるか否かを判断できずに逆選択の問題が発生し得ると思われる。なお、ここで Dater et al. は、Slovin, M. B., M. E. Sushka, and K. W. L. Lai. "Alternative Flotation Methods, Adverse Selection, and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the U.K.," 57 *Journal of Financial Economics* 157-190 [2000]、または Myers, S., and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have," 13 *Journal of Financial Economics* 187-221 [1984] を参照している。

<sup>8</sup> Dater et al. [2001] : 231.

<sup>9</sup> Cain et al. [2006] : 163-164.

<sup>10</sup> 〈付表〉(1-5-6) の「Target Industry R&D%」を参照。



て現金が占める割合は減少する<sup>11</sup>。そして、買収額が買主企業の時価総額に占める割合が小さいほど、アーンアウトが大きくなる傾向があることも確認された<sup>12</sup>。この結果は、対象企業の不確実性に関する仮説と一致し、買収対象の企業規模が小さいほど、対象企業の価値に関する不確実性が大きくなり、アーンアウトの割合は相対的に大きくなることを意味する。さらに、アーンアウトの大きさは対象企業の所属する産業のリターンの標準偏差、及び業種係数と正の相関があることが示されている<sup>13</sup>。

最小二乗法（OLS）とトビット回帰での推定結果も同様である（1-5-7）。アーンアウトの規模は、取引の相対的な規模、および現金のみでの支払いと負の関係にあり、アーンアウト期間の長さ、リターンの業界標準偏差、業界のトービンの  $Q$  と正の関係にある。これらの結果は、アーンアウトが両当事者間の情報の非対称性に由来する問題を軽減し、対象企業の経営者が成長機会を最大化するインセンティブを提供することを示している。

また、取引総額に占めるアーンアウト対価の割合からアーンアウトの意義に関して詳細な分析を行っている<sup>14</sup>。その割合は平均で 33%であるが、1.4%（最小値）から 161%（最大値）と広範囲に及び、百分位数の 25-75（percentile）<sup>15</sup>に限定すれば、16%から 47%に収まる（1-5-8）。この結果から、2つの可能性を指摘する。第1は「売主・買主両当事者間の対象企業の価値評価が異なる場合、グロージング時の対価は、双方が合意できる価額であり、アーンアウトは両当事者間の価値差を反映する。この場合、対象企業の評価の不確実性（uncertainty）が大きいほど、アーンアウトの割合も大きくなる」<sup>16</sup>。そして第2に「将来の成長機会が価値の大部分を占めている場合には、経営力が重要と考えられることから、経営者（あるいは売主）に、対象企業の価値を最大化するようなインセンティブを与えることが重要となる<sup>17</sup>。したがって、成長機会が大きい企業では、アーンアウトの割合が大きくなるはずである」。Cain et al.は、この2つの可能性をアーンアウトの採用目的としている。

検証の結果は、売主・買主間の対象企業への価値評価の差が大きいほど、アーンアウトの割合も大きくなるというものである。成長機会の大きさに比例してアーンアウトの割合が増加する。そしてこの場合、対象企業の経営者へのインセンティブとしてアーンアウトを

---

<sup>11</sup> 同上「Payment in Cash」参照。

<sup>12</sup> 同上「Transaction / Acquire Mkt Value」参照。

<sup>13</sup> 同上「Target Industry Std. Dev. Daily Returns」及び「Target Industry Q」を参照。

<sup>14</sup> データ及び検証方法は、第3章「1 アーンアウトの採用実績」を参照。

<sup>15</sup> 計測値の分布を最小値から最大値に並べ変え、%表示することで、対象の位置を示す。25-75 percentileであれば最小値から 25 番目と 75 番目の位置を示し、その範囲に収まる標本によって測定していることになる。

<sup>16</sup> Myers, S., “Outside equity,” *Journal of Finance*, 55 : 1005-1037 [2000] .

<sup>17</sup> Smith, Clifford W. and Ross L. Watts, “The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies,” *Journal of Financial Economics*, 32 : 263-292 [1992] .

付与することが理に適っているという結論である。これらの分析は情報の非対称性(逆選択)問題の緩和策としてアーンアウトに意義を見出しており、売主・買主間の対象企業への価値評価の相違が大きい程、対価総額に占めるアーンアウトの割合が大きくなる。そしてアーンアウト期間の対象会社は売主側による経営を前提としている。

#### 補足：リアルオプションアプローチ（佐々木・高橋 [2015]）

アーンアウトに関して、統計理論とその手法を駆使して詳細な実証分析を行った Cain et al. [2006] の結果を、リアルオプションアプローチで検証した研究がある。佐々木・高橋 [2015] <sup>18</sup> は、アーンアウト条項が企業の期待効用に与える影響を定量化し、医薬品市場における R&D 事業に関するアーンアウトの効用を分析した。そして、アーンアウト契約における買収対価の支払い条件を最適化する理論モデルにより、アーンアウト条項を適用する場合としない場合の各企業の期待効用をそれぞれ算定し、各企業にとって望ましい契約形態を定量的に示す。具体的には、医薬品開発事業の M&A を想定し、買手企業（買主）と売手企業（売主）の意思決定を考慮した上で、アーンアウト条項が両企業の期待効用に与える影響、並びに適用が双方にとって望ましくなるような状況を検証している。手法は（モンテカルロシミュレーションを応用した）アメリカンオプションの解析手法である最小二乗モンテカルロ法（LSM 法）<sup>19</sup>を用いる。そして M&A 契約の締結タイミングの最適化、及びアーンアウト条項を考慮した契約条件の最適化を行うための理論モデルの構築し、その理論モデルの結果と Cain et al. [2006] による実証研究の結果を比較検討している。具体的には、以下の実証分析による結果の検証となっている。

- A. ターゲット企業の属する産業の不確実性が大きいほどアーンアウト割合が上昇する
- B. 取引規模（買収金額）が大きくなるほどアーンアウト割合が低下する傾向がある

理論モデルの構築に当たっては、①医薬品開発事業に関する設定、②M&A 契約に関する設定、及び③企業行動の定式化した上での検証となる<sup>20</sup>。

各企業のリスク性向の違いによりアーンアウト契約の評価を検証するため、リスク中立的な企業間、及びリスク回避的な企業間の取引を想定する。結果は、買主がリスク中立的

---

<sup>18</sup> 以下の論考は、佐々木琢也・高橋真吾「アーンアウト条項を考慮した医薬品市場における M&A 契約の評価」（第 8 回 社会システム部会研究会：SICE システム・情報部門社会システム部会）[2015] による。

<sup>19</sup> LSM 法の提案モデルの詳細、並びにパラメータ及びサンプルパスの詳細は、佐々木・高橋 [2015]：130-132 を参照されたい。

<sup>20</sup> 各提案（理論）モデルに関しては、佐々木・高橋 [2015]：128-130 を参照されたい。

である (1-5-9) よりも、リスク回避的である方がアーンアウト契約が有効となる領域が広がっている (1-5-10)。そして、リスクの高い領域 ( $x = 0.225$  近傍以降) においては、売主にとってもアーンアウト契約が有効となっていることが分かる。すなわち、この領域においては、アーンアウト契約の締結が両企業の期待効用を高めるような、パレート改善な状態が達成されていると言える。リスクの高い領域において、買主は損失リスクヘッジのため買収対価を大きく引き下げると考えられる。その際、売主はアーンアウト契約に応じないことで生じる機会費用 (損失) が、アーンアウトへの抵抗感を上回った領域において、アーンアウト契約を受け入れるようになっていると考えられる。

また、医薬品開発事業の持つ 2 つの要素：(R&D 完了までに要する期待コスト  $K_0$  ; R&D に伴う技術的不確実性  $\sigma K$ ) を変化させることによる R&D の規模 (達成可能性)、及び進捗に伴うリスクの大きさが各企業の期待効用や、アーンアウト契約に与える影響 (1-5-11) を見ると、 $\sigma K$  が増大するとアーンアウト割合  $\delta$  (総額に占める条件付き支払額の割合) が低下している (1-5-12)。つまり、将来の期待利益の不確実性、及び期待利益の規模に関する感度分析の結果から、買主にとって損失リスクが大きくなるような (不確実性が大きく、規模が小さい) 状況においては、アーンアウト契約の締結によって買主と売主の期待効用が同時に高まることが確認できる。この結果を、Cain et al. [2006] の実証研究と対比させれば、事業の不確実性が大きいほど、あるいは M&A の規模が小さいほど、買収対価の総額に占める後払い金額 (アーンアウトの割合) が増加するといった点において同様の傾向が確認できたことになる<sup>21</sup>。

## 2 アーンアウトによる企業価値の創造

### ■ Kohers and Ang [2000] による実証分析

アーンアウトによる M&A において、アーンアウト対価が占める対象企業の簿価との比率 (total offer price-to-book value ratio) は、閉鎖型企業の中央値 (平均値) が 5.60 (10.16) であるのに対し、公開会社の子会社等の中央値 (平均値) は 3.45 (5.38) と前者の方が高い (後者の場合は業績不振等の事情により、親会社から切り離された可能性も考えられる)。また支払い対価の形態は、閉鎖型企業で現金や株式 (による一括支払い) の場合の中央値 (平均値) は、2.20 (5.54) と 2.30 (6.42) であり、アーンアウト (による 2 段階支払い) の 5.60

---

<sup>21</sup> なお、佐々木・高橋 [2015] の新規性としては、①リアルオプションアプローチにより企業の M&A (買収) を評価した点、②理論的にアーンアウト条項をモデル化した点、そして③M&A を行う 2 企業間に存在する非対称性をモデル化した点にあると言う。

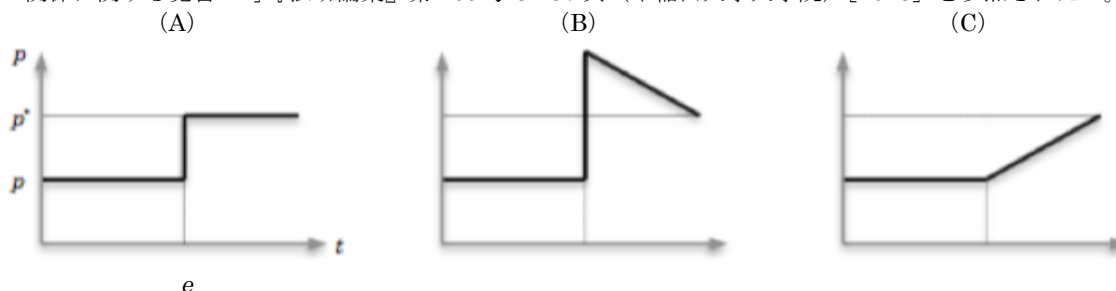
(10.16) よりも小さい<sup>22</sup>。その際の実際に支払われたアーンアウト対価の割合は、平均で 62%であり、全額のケースも約 46%の取引で実現している。同様に、公開会社の子会社等の現金と株式の場合の中央値（平均値）は、1.80（4.21）と 2.00（7.04）であるのに対し、アーンアウトの場合は 3.45（5.38）となっている。そして、これらの数値は対象企業が優良であるならば、アーンアウトが他の方法よりも売主に価値創造をもたらすことを示唆しており、アーンアウトが通常の M&A 契約に比べて価値創造、すなわち株主利益の増大に寄与していることを示している<sup>23</sup>という仮説を設定している。

次に、この仮説をアーンアウトに対する株価の推移から検証している<sup>24</sup>。Kohers and Ang [2000] の分析によれば、この価値創造の効果は、対象企業が閉鎖型企業の場合に顕著に現れるという (1-5-13)。これは「ハイテク業の場合では、現金・株式よりも、アーンアウトの方が対価の総額が大きくなり（5%の水準で有意である）、サービス業の場合も同様である。また、異業種間や国際間においても同様の結果となっている（それぞれ 5%、1%の水準で有意である）。買主が大企業でない場合は、買収対象企業への調査分析能力に限界があるためかアーンアウトに依存する傾向がある。結果は、アーンアウトがリスク低減の効果を持ち、

22 第3章「2 アーンアウトを採用する企業の形態及び業種」の注6 [B. Two Primary Subsamples of Takeovers Using Earnouts] を参照。

23 Kohers and Ang [2000] : 459-460.

24 ここでは株価の平均累積異常リターン (cumulative abnormal return : CAR) によって検証している。企業価値に何らかの影響を与えるイベントがあった場合、そのイベントが発生しなかった場合と比較して、そのイベント分のリターン (異常リターン) が発生する。Kohers and Ang は、前段階で M&A というイベント ( $e$ ) の開示の前後 15 営業日 (約 1 カ月間) の買主 (買収企業) の株価を抽出した。対象企業が閉鎖型企業の場合は、アーンアウトでは CAR がプラス 5.39%であるのに対し、通常の買収方法である一括払いの対価が、現金 (1.45%) や株式 (1.13%) である場合を上回っている。しかし対象企業が公開会社の子会社等の場合は、イベント当日と翌日の 2 日間の平均 CAR は、アーンアウトが 2.11%、通常の買収方法である現金 (1.47%) や株式 (1.96%) となる。この CAR は以下のように説明できよう。例えば、情報開示前の株価が  $p$  であり、 $e$  の開示後の株価を  $p^*$  とすると、他の条件が一定であり、かつ市場が完全に効率的であるならば (完全競争市場)、情報開示とともに瞬時に株価に織り込まれ (A) 株価は  $p^*$  となり、その価格が次のイベント (材料) の出現まで持続することになる。しかし Kohers and Ang [2000] の分析は「切片と勾配パラメータにより計算する市場モデル」であることに留意しなければならない。仮に現実の株式市場での検証であっても、多くの市場は不完全競争市場であるため、過剰反応 (B) や、過少反応を示す (C) のが常である。それでも時間 ( $t$ ) の経過とともに、株価は情報を織り込んだ均衡価格である  $p^*$  に収束することを前提としている。そして、この間の  $e$  を中心とした任意の日数の株価の  $p^*$  から乖離した数値の累計を「異常リターン」として計測することになる。なお、完全競争市場の成立条件等については、拙稿「金融商品取引法における『投資者保護』の概念 —『公正な価格形成』と『効率的な資源配分』の関係に関する覚書 —」『法研論集』第 165 号 84-87 頁 (早稲田大学大学院) [2018] を参照されたい。



現金・株式の場合は、リスクヘッジできないという予測と一致している。一方において、対象企業が公開会社の子会社等の場合の買主に与える影響は注目に値しない。その場合は、情報の非対称性の問題（親会社のセグメント公告から情報が得られる）や経営陣残留の問題がそれほど深刻ではないため、アーンアウト契約を利用する合理性はそれ程高くないと考えられるためである」<sup>25</sup>。

### 3 アーンアウトによる企業価値の減少

#### ■ Quinn [2013] による実証分析

Kohers and Ang [2000] の研究に対して、正反対の結果を示している<sup>26</sup>。Quinn によれば、アーンアウトの意義はアーンアウトの発生を反映した「公正価値」<sup>27</sup>の推移によって理解できるという（1-5-14）。買主が開示するアーンアウト期間の評価価格の変化により、売主（対象企業）側の未公開情報の価値を推計できることから、アーンアウトに逆選択に対処する機能（シグナリング）があるならば「その価格の見積もりは増加するはずである」<sup>28</sup>と

---

<sup>25</sup> Kohers and Ang [2000] : 464-466.

<sup>26</sup> 米国財務会計基準審議会（FASB）による買収に関する会計処理を変更により、アーンアウトのクロージング後の状況に関する情報を探ることが可能となった。企業結合の新会計基準である SFAS 141(R)では、アーンアウトの対価は、買収企業の財務情報（フォーム 10-Q および 10-K）の注記事項に個別に開示され、買収日における「公正価値」と認識されている（Quinn [2013] : 147）。

<sup>27</sup> 公正価値とは、測定日における市場参加者間の取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格、または負債を移転するために支払うであろう価格である。買収企業はアーンアウトが終了するまで、定期的にその公正価値を再評価することが求められ、その際の公正価値は、買主にとってアーンアウト義務の期限が到来することによる期待値を表すものでなければならない。すなわち、アーンアウト支払いの公正価値における推移は、損益計算書でわかることになる。それは、アーンアウトによる支払い、償却、またはその2つの組み合わせのいずれかとなる。例えば、買主がクロージング後に、売主に対するアーンアウトの支払可能性に関する推定を変更するような情報を知った場合、この情報をその時点で反映させなければならない。測定期間中の新情報により、アーンアウトの目標を達成していることによって支払いの可能性が高まっていることが示された場合、買主はアーンアウトの公正価値を引き上げることが要求され、同額の「のれん」を削減しなければならない。一方、アーンアウトの目標を達成する可能性が低いことを示す情報を入手した場合、買主はアーンアウトの公正価値見積りを減額しなければならない。損益計算書に同等の利益増加、すなわち「負ののれん（“bargain purchase”）」を計上する。この規則変更の結果、買収企業がクロージング後に、アーンアウト目標達成状況に関連するどのような情報を得たかがわかるようになった（*Id.* at 148）。

<sup>28</sup> 公正な価値に反映される情報はアーンアウトによって精度を増すが、それには2種類の情報がある。第1は、アーンアウトにより発生した支払い額は公正な価値に含まれる。通常これは基準値に達したか否かを事後に検証することになるが、この情報それ自体が未知の情報を買主が以前に知っていたか、あるいは基準値に達したかを示すわけではないので、公正な価値形成を損なう恐れがある。事後に支払いを確認したというだけでは、逆選択の問題をアーンアウトが解決するという仮説を確認するわけにはいかない。第2は、対象企業の将来の業績を事前に織込むということである。公正な価値の算出にはアーンアウトが発生するかを買主が見極める必要があるが、それは情報の内容に依存している。非公開の内容を含む情報が多ければ多い程、買主はより適正な価値評価をすることが容易になる。そこに企業価値を上げる情報が加われば買収金額は増加し、反対に企業価値を下げる情報が加われば買主は公正価値の評価を下げる。その

の前提で実証分析をしている<sup>29</sup>。

公正価値の推移からは「クロージング時には、買主の40%近くがアーンアウト・ターゲットを達成するか、それ以上の対価を支払うことができると推定していることがわかる(1-5-15)。しかし、クロージング後の2年目の終わりには悲観的になり、25%がアーンアウトを全額帳消しにした。このクロージング後の評価損の大幅な増加は、ネガティブな情報を知ったことを示唆している。評価の上昇には対象会社のポジティブな情報の存在があるが、そのような通説(逆選択問題の解決)と一致する傾向は見られなかった。むしろ、契約前の両当事者の不確実性を解消するというアーンアウトの機能と整合する結果を示している。買収時点において買主が見積もる評価の平均値は想定70.1%であり、それが1年後には67.8%まで、さらに2年後には52.98%まで減少し、同期の公正価値の中央値も同様に79.3%から43.5%へ減少している(1-5-16)。アーンアウトがシグナリング機能を有するのであれば、買収時と2年後の公正価値の平均値の有意で正の値になると予想される。しかし、*t*統計は有意であり(*p*値=0.006)、平均推定値は2年間の測定期間中に減少している。平均値の差は有意であるが、この公正評価の下落は、2年間に買主がネガティブな情報を受け取ったことに起因すると考えられる。これは、当事者がアーンアウトをシグナリングとして利用しているという説と一致するが、他方において、不確実性の解消に利用しているという考え方も整合的である<sup>30</sup>。

前章の「2 アーンアウトを採用する企業の形態」で議論したように先行研究では、異業種間のM&Aにおける逆選択問題への対応としてアーンアウトを意義付けているが、Quinnによれば、41.1%は異業種間取引で、買収発表時のアーンアウトの平均公正価値は、アーンアウト想定値の71.1%であった。しかしながら1年後には55.0%、2年後には40.3%にまで低下している(1-5-17)。「この結果は、買主がアーンアウト期間にネガティブな情報を得ていたことを示唆しており、逆選択の問題というよりも、対象企業に関する認識不足も考えられる。一方で、当事者が同業種の場合、公正評価の下落は2年間で69.3%から61.8%とそれ程大きくはなく、平均公正価値の*t*統計も有意ではない(*p*値0.359)。この結果から買主は2年間に、契約当初の評価に影響を与えるような情報を得ていないことがわかり、これによりアーンアウトに期待する機能は、逆選択の問題ではなく不確実性への

---

結果、将来の公正価値の変化は、完全ではないにしても、クロージング後の非公開情報の合理的な代理変数となる(*Id.* at 150-151)。

<sup>29</sup> Kohers and Ang [2000] と Ragozzino and Reuer [2009] がロジスティック回帰分析、Dater et al. [2001] がプロビット回帰分析、また Cain et al. [2006] が最小二乗法(OLS)とトビット回帰分析をそれぞれ主に分析手法として使用しているのに対し、Quinn [2013] は両側*t*検定による検証を行っている。なお、実証分析のデータは、第3章「2 アーンアウトを採用する企業の形態及び業種」の注46と同様であり、この「公正価値」を推計するデータは法人年次報告書の10-K及び10-Qより得られたものである。

<sup>30</sup> Quinn [2013]: 156-158.

対処であるという解釈が成立する」<sup>31</sup>。

先行研究では、情報の非対称性がより大きくなる特定の産業では、アーンアウトが採用されている実態が明らかになっていたが、Quinnによれば「医薬品部門（SIC 28）を除き、全ての部門の取引において推定公正価値は減少していた（1-5-18）。これらの結果は、アーンアウトが不確実性を低減する役割を果たしているという仮説と一致する」<sup>32</sup>。また、公開会社の事業譲渡等の取引<sup>33</sup>でも「アーンアウトの平均公正価値の変化は統計学上ではほぼゼロ（有意確率 0.904）であり（1-5-19）、価値評価に影響を与えるような情報は得ることとはなかったという解釈が成り立ち、この結果もまた、取引に伴う不確実性仮説に整合する」<sup>34</sup>。売主側の情報伝達のために非財務的なターゲットを設定する場合（1-5-20）でも、アーンアウトが逆選択問題への対処であるならば「公正価値はこの情報を反映して増加するはずであるが、（データで観察された）非財務的指標に関わる公正価値の減少は、買主がポジティブな情報を得たことを示しているわけではない。（従ってこの場合も）アーンアウトが、契約後の不確実性を解消するために採用されているという仮説と整合する」<sup>35</sup>という結果となっている。

以上の分析結果から Quinn は、売主・買主どちらにとっても「将来の経済予測に対して優位性がないように<sup>36</sup>、対象企業の将来の収益に関わる指標の設定は、逆選択問題よりも不確実性を解決する手段として理解し易い」という理由で、アーンアウトに重要なシグナリング機能を認めてはいない。すなわちアーンアウトの意義とは、情報の非対称性への対処にあるわけではなく、外因的不確実性を売主側に移転させることにあるという結論である。

#### 補足：反証（馬 [2018]）

Quinn [2013] の検証は、2009 年の買収案件による対象企業（サンプル数 56 件）の公正価値を 2010 年と 2011 年に両側 t 検定にて分析した結果である。これに対して批判的な立場である馬 [2018] <sup>37</sup>は、世界の広告代理店をサンプル（225 件）として 2010 年から 2016

---

<sup>31</sup> *Id.* at 159.

<sup>32</sup> *Id.* at 160-161.

<sup>33</sup> 「これらの場合、対象企業単独で事業が成立するわけではなく、他の関連事業との高度な連携が必要とされることから価値評価は困難となり、売主側は将来見通しに関する非公開情報を適正に伝達することはできないことになる」（*Id.* at 161-162）。

<sup>34</sup> *Id.* at 161-162.

<sup>35</sup> *Id.* at 162-163.

<sup>36</sup> 分析期間（2006-2009 年）がリーマンショック等の景気後退期であったことから、アーンアウトの設定値には容易に届かなかった可能性も Quinn は指摘している。

<sup>37</sup> 以下の論考は、馬 宏宏「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—」（埼玉大学大学院人文社会科学研究所）[2018] による。

年にかけて、片側 t 検定<sup>38</sup>にて検証した。その結果、2010 年と 2011 年に関しては Quinn と同様の結果となったが、検証期間を 2016 年まで拡大したところ逆の結論に至ったと言う。

まず、IFRS または SFAS を適用している広告代理店から当該国・地域の証券市場（ニューヨーク、ロンドン、オーストラリア、ユーロネクスト、トロント、及び東京の各証券取引所）に上場している取得企業（買主）を選定し、条件付対価再評価差額金を計上している企業に絞りデータを抽出した（1-5-21）。次に、2009 年から 2016 年までの企業買収で、条件付対価再評価差額金を 1 回以上計上した企業（買主）の条件付対価再評価差額金の増減傾向を片側 t 検定により分析している（1-5-22）。各年におけるサンプルの合計金額の推移をグラフ化すると、V 字型になっていることがわかり、Quinn [2013] の検証期間がアーンアウトの測定としては不十分であったことが示されている（1-5-23）。そして条件付対価再評価差額金の平均値が利得として計上されているか否かを検証するために、異なる期間の 6 つの t 検定を行った結果、2010-2012 年と 2010-2013 年以外では全てにおいて有意な結果は得られなかったと言う（1-5-24）。

#### 4 部分的な資本提携を経た買収と同様の機能を有しているアーンアウト

Ragozzino and Reuer [2009] 独自の研究として、アーンアウトと部分的な資本提携を経た企業買収との類似性を指摘する見解がある。非対称情報下では、買主側企業は対象企業の完全買収ではなく、資本提携等の選択肢も考慮の対象となることから、企業の契約と所有の意思決定を同時選択モデルとして、両者の関係を推論している<sup>39</sup>。

---

<sup>38</sup> Quinn [2013] は、2009 年の買収案件の取得時と取得 1 年後（2010 年）及び 2 年後（2011 年）の条件付対価の公正価値の平均値に差があるか否かを検証している。

$$H_0: \mu_{t+1} - \mu_t = 0, \text{ 及び } H_0: \mu_{t+2} - \mu_t = 0$$

$$H_1: \mu_{t+1} - \mu_t \neq 0, \text{ 及び } H_1: \mu_{t+2} - \mu_t \neq 0$$

ここで  $\mu_t$  は取得時（2009 年）の条件付対価の公正価値の平均値であり、 $\mu_{t+1}$  は取得 1 年後（2010 年）、 $\mu_{t+2}$  は取得 2 年後の条件付対価の公正価値の平均値である。しかし、これでは平均値の差の有無のみを検証することにとどまり、プラスであるかマイナスであるか、すなわち公正価値の増減を検証したことにはならない。そこでモデルとしては片側 t 検定として検証すべきである。

$$H_0: \mu_{t+1} - \mu_t \geq 0, \text{ 及び } H_0: \mu_{t+2} - \mu_t \geq 0$$

$$H_1: \mu_{t+1} - \mu_t < 0, \text{ 及び } H_1: \mu_{t+2} - \mu_t < 0$$

これはすなわち、以下のように解釈することとなる。

[将来の条件付対価の公正価値 - 取得日の条件付対価の公正価値 > 0] : 条件付対価再評価差額金は損失として計上されている

[将来の条件付対価の公正価値 - 取得日の条件付対価の公正価値 < 0] : 条件付対価再評価差額金は利得として計上されている

そしてアーンアウトが完全に履行された場合は以下ようになる。

[将来の条件付対価の公正価値 - 取得日の条件付対価の公正価値 = 0] : 条件付対価再評価差額金は 0 として計上されている（馬 [2018] : 61-66）。

<sup>39</sup> Ragozzino and Reuer [2009] : 873-874.



全サンプル<sup>40</sup>を二変量プロビット・モデルによってアーンアウトと資本提携を同時推定すると、コントロール変数は有意であり ( $p < 0.001$ )、理論変数についても同様である ( $p < 0.001$ ) (1-5-25)。これは「契約上の意思決定と所有権上の意思決定の間の相関関係 ( $\rho$ ) が負になっていることから、アーンアウトと資本提携に関する企業の選択は代替的な性質を持っていることになる ( $p < 0.001$ )」。次に、アーンアウトの占める割合が買収価額の 20%未満を除外したサブサンプル、つまりアーンアウトの意義を確認できるサブサンプル(合計 9 件)で再推計すると、「アーンアウトと資本提携が代替関係にあるという結果が強化された ( $\rho = -0.96, p = 0.001$ )」。さらに、頑健性を検証するために、対象企業の株式取得が 10%未満の取引を除外すると<sup>41</sup>、サブサンプルの二変量プロビット・モデルから得られた相関係数は、負の有意性を維持している ( $\rho = -0.73, p = 0.038$ ) ことから、企業が資本提携を利用するのは、以下の場合であることがわかるという。

- ・ 熟成型企業ではなく新興企業を買収する場合
- ・ 買主の専門とは異なる知識を必要とする業種に経営拡大する場合 (いずれも  $p < 0.001$ )

また、コントロール変数による推定結果からは、以下のことが示唆されているという。

- ・ M&A の経験値 (Acquisition experience) は、アーンアウトの採用や対象企業との資本提携と負の関連を示す傾向がある
- ・ 大企業 (Acquirer size) はアーンアウトの必要性は低いが、資本提携を利用した M&A を行う傾向がある
- ・ 負債を利用する企業 (Acquirer leverage) はアーンアウトに頼る度合いが低いように思われる (アーンアウトには財務上の余裕や柔軟性が必要である)
- ・ VC の支援を受けている対象企業 (Target VC backed) はアーンアウトを利用して買収される可能性が低い (一定の業種効果 [Target industry effects] と年効果 [Year effects] が影響している可能性)

このように Ragozzino and Reuer は、情報の非対称性が大きい M&A においては、アーンアウトと資本提携が代替的な関係にある可能性を指摘している。

---

<sup>40</sup> 使用したデータ及び検証に用いた多変量統計モデルは、第 3 章「2 アーンアウトを採用する企業の形態及び業種」 ■ Ragozzino and Reuer [2009] の項と同様。

<sup>41</sup> 少額出資 (部分買収) が、M&A 以外の目的 (純投資や取締役会への参加等) のために行われる可能性が考えられることによる。

## 5 小括、あるいは私見（コメント）

本章ではアーンアウトの意義を、その採用理由とアーンアウトによる「企業価値」の増減、そして部分的資本提携との比較において、全て実証分析の結果をもとに議論している。アーンアウトの意義の端緒が、売主・買主両当事者間の対象企業に対する情報格差に由来するという点には議論の余地はない。また、アーンアウトにより M&A が促進されるという機能に関しても同様である。しかし、この情報格差が「情報の非対称性」という経済学の用語になると、必然的に「逆選択」の問題となる。アーンアウトを、この逆選択に対処する手段と考えるのが通説である。

アーンアウトの採用理由において、逆選択とエージェンシー・コストの視点から論じる Dater et al. [2001] による買収対価の支払い形態の考察は、通説を裏付ける。「対価として買主側の株式を利用する場合は、売主に与えられる株式の将来価値が対象企業の将来業績の影響を受けることから、逆選択やエージェンシー・コストの問題が克服できることになる」。また「対価としての株式の利用は非公開型企業では少ない。この結果は、アーンアウトが情報の非対称性の問題に対処するために利用されている」と指摘する。これは株式を対価とした場合、その後の対象企業の業績が買主企業の株価に反映されるため、そのリスクを避けるためにアーンアウトを採用すると思われる。だがこれは、情報格差の問題であり、情報の非対称性による逆選択問題への対処とは別問題ではないのか。しかしながら「株式の利用は、（市場において）自社が過大評価されていると経営陣が考える場合を連想させ、逆選択の問題を引き起こす」という見解には説得力がある。

逆選択とモラル・ハザードの視点から、対象企業の経営陣の残留を主張する Cain et al. [2006] の主張は、情報の非対称性への対応となっている。「成長機会が価値の大部分を占めている場合には、経営力が重要と考えられることから、経営者に、対象企業の価値を最大化するようなインセンティブを与えることが重要となる」。これは「売主≒経営者」を前提としている場合には逆選択への対処と思われる。その場合「（対価に占める）アーンアウトの割合が大きくなる」り、また両当事者間の「対象企業への価値評価の差が大きいほど、アーンアウトの割合も大きくなる」。つまり「成長機会の大きさに比例してアーンアウトの割合が増加」するので、「対象企業の経営者へのインセンティブとしてアーンアウトを付与することが理に適っている」。さらに「リアルオプションアプローチ」による 佐々木・高橋 [2015] の研究は、この結果を追認していることが示されている。

また、Kohers and Ang [2000] による「アーンアウトによる企業価値の創造」は、「切片と勾配パラメータにより計算する市場モデル」を使った株価の平均累積異常リターン（CAR）である。これにより売主が得る対価が、アーンアウトにより増加しているとの結

果である。この検証では、買主側企業の株価（この場合は多くは市場価格となろう）によるM&A後の企業価値の増減が含まれていない、という別の問題も考えられよう。同様に「企業価値の減少」を主張するQuinn [2013] は検証期間が短く、不況下という社会情勢の変化を考慮する必要がある。例えば、米国株式市場のS&P500等との対比の上で、同様の結論が得られるのであれば説得力が増したと思われる。その点では、サンプルも検証方法も異なるが、馬 [2018] による反証に説得力があると思われる。

最後に、Ragozzino and Reuer [2009] によるアーンアウトと部分的な資本提携を経た企業買収との類似性に関する指摘は興味深い。論旨によれば、アーンアウトに情報の非対称性への対応、すなわち逆選択の問題への対処機能があることになる。これは「部分的な資本提携」期間が、クロージング後のアーンアウト期間に相当すると思われるが、換言すれば「アーンアウト⇨部分的資本提携」という見解である。そうであるならば「部分的な資本提携」を経ることで、M&Aにおける情報の非対称性（逆選択の問題）への対応が可能になるという結論である。

〈附表〉

(1-5-1)

117 件の買収案件中、回答を得られた 27 件で、売主・買主双方に対象企業に対する価値評価に相違があったのは 14 件 (52%) であった (*Id.* at 204)。

Panel A: Primary motive given by acquirer for earnout use

Overcome valuation differences between buyer and seller	14
Retain owner of target after acquisition	7
Overcome valuation differences and retain owner	6
Total respondents	27 <sup>a</sup>

(1-5-2)

Panel B: Stock—Breakdown of Target Companies by Public Status

Public Status	Transactions <i>not</i> involving stock	Transactions involving stock	Total
Private	4287 (66.92)	2119 (33.08)	6406 (100)
Public	1099 (58.09)	793 (41.91)	1892 (100)
Total	5386 (64.91)	2912 (35.09)	8298 (100)

Chi-squared test of independence value = 50.05, *p*-value = .0001

(1-5-3)

Panel C: Final Sample—Earnout Occurrence and Stock Use Rate for Public Targets by Size Quintile

Acquisition Involves use of	Size quintile 1 (small targets)	Size quintile 2	Size quintile 3	Size quintile 4	Size quintile 5 (large targets)	Total	Quintile5- Quintile 1
Earnout	3.7%	5.9%	5.8%	4.1%	1.7%	4.2%	2.0%***
Stock	12.8%	37.1%	32.4%	36.9%	52.5%	41.9%	32.9%***
Total Transactions	1648	1641	1681	1668	1660	8298	

(1-5-4)

Independent Variables	Probit Estimation of Common Stock Use			
	Dependent Variable: Stock used in Transaction			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	0.288*** (-21.601)	-1.264 (-22.682)	-0.530*** (-17.705)	-0.952*** (-9.886)
TRANV	0.218E-3*** (1.899)	0.268E-3*** (8.455)	0.274E-3*** (8.704)	0.228E-3*** (7.042)
Adverse Selection Proxies				
PRIVCD	-0.158*** (7.586)			-0.201*** (-5.595)
LTNUM				-0.019* (-1.468)
CSIC				-0.105*** (-3.564)
CBORD				-0.289*** (-5.859)
MIND				-1.501* (-6.054)
Unrecorded Asset Measures				
Rank(IndMB)		0.780E-3*** (3.040)		0.674E-3*** (2.458)
Rank(IndRDSAL)		0.222E-2*** (8.856)		0.223E-2*** (8.3177)
Rank(IndSG)		0.215E-2*** (8.573)		0.153E-2*** (5.836)
Service Company Measures				
Rank(IndEMPTA)			-0.156E-3 (-0.746)	0.674E-3*** (2.804)
SERV			0.402*** (12.571)	0.206*** (5.622)
Observations	8,298	8,298	8,298	8,298
Cragg-Uhler $R^2$	0.018	0.062	0.043	0.095
Likelihood ratio $\chi^2$	114.543***	383.160***	265.124***	590.715***

(\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 0.01、0.05、0.1 と、片側検定における有意水準を示す)

(1-5-5)

Independent Variables	Probit Estimation of Common Stock Use			
	Dependent Variable: Stock used in Transaction			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	0.288*** (-21.601)	-1.264 (-22.682)	-0.530*** (-17.705)	-0.952*** (-9.886)
TRANV	0.218E-3*** (1.899)	0.268E-3*** (8.455)	0.274E-3*** (8.704)	0.228E-3*** (7.042)
Adverse Selection Proxies				
PRIVCD	-0.158*** (7.586)			-0.201*** (-5.595)
LTNUM				-0.019* (-1.468)
CSIC				-0.105*** (-3.564)
CBORD				-0.289*** (-5.859)
MIND				-1.501* (-6.054)
Unrecorded Asset Measures				
Rank(IndMB)		0.780E-3*** (3.040)		0.674E-3*** (2.458)
Rank(IndRDSAL)		0.222E-2*** (8.856)		0.223E-2*** (8.3177)
Rank(IndSG)		0.215E-2*** (8.573)		0.153E-2*** (5.836)
Service Company Measures				
Rank(IndEMPTA)			-0.156E-3 (-0.746)	0.674E-3*** (2.804)
SERV			0.402*** (12.571)	0.206*** (5.622)
Observations	8,298	8,298	8,298	8,298
Cragg-Uhler $R^2$	0.018	0.062	0.043	0.095
Likelihood ratio $\chi^2$	114.543***	383.160***	265.124***	590.715***

(\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 0.01、0.05、0.1 と、片側検定における有意水準を示す)

## (1-5-6)

アーンアウトの大きさの決定要因を調べるために、アーンアウトの最大支払額を取引額で割って、サンプル取引を四分位値に分割する。これによってわかる平均的な相対的アーンアウトの規模は、四分位数1の10%から四分位数4の62%までの範囲に収まる。その際の決定要因の平均値と、中央値（括弧内）を示している。

*Panel A: Means and Medians*

	Quartile 1	Quartile 2	Quartile 3	Quartile 4
Earnout / Transaction Value	9.9% (10.3%)	22.3% (22.1%)	37.1% (37.8%)	61.5% (58.1%)
Transaction / Acquirer Mkt Value	32.1% (14.7%)	32.2% (11.8%)	19.8% (9.2%)	22.2% (10.3%)
Earnout Value (\$ in thousands)	\$10,030.5 (\$2,600.0)	\$29,113.4 (\$4,000.0)	\$26,679.7 (\$5,770.0)	\$23,391.3 (\$7,000.0)
Earnout Time (years)	2.25 (2.00)	2.58 (2.00)	2.57 (2.00)	2.87 (3.00)
Payment in Cash	0.49 (0.00)	0.41 (0.00)	0.34 (0.00)	0.31 (0.00)
Cross-Industry Primary 3-digit level	0.66 (1.00)	0.57 (1.00)	0.56 (1.00)	0.61 (1.00)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	4.4% (4.2%)	4.7% (4.5%)	4.9% (4.9%)	4.9% (4.7%)
Target Industry R&D%	6.7% (2.2%)	13.2% (5.9%)	20.9% (7.2%)	11.7% (6.9%)
Target Industry Q	1.70 (1.42)	1.92 (1.63)	1.99 (1.68)	1.95 (1.71)

## (1-5-7)

最小二乗法 (OLS) とトビット回帰による推定結果 ( $p$  値は括弧内に\*\*\*、\*\*、および\*で示され、それぞれ1%、5%、および10%レベルでの有意性を示している)。

	Earnout / Transaction Value (OLS)	Earnout / Transaction Value (Tobit)
Intercept	0.224 *** (4.006)	0.106 (1.158)
Transaction / Acquirer Mkt Value	-0.034 ** (-2.211)	-0.069** (-2.112)
Earnout Time	0.016 *** (2.666)	0.024*** (2.680)
Payment in Cash	-0.077 *** (-3.313)	-0.127*** (-3.271)
Cross-Industry Primary 3-digit level	-0.006 (-0.273)	-0.010 (-0.271)
Target Industry Std. Dev. Daily Returns	1.326 ** (2.043)	2.012** (1.965)
Target Industry R&D%	-0.058 (-1.133)	-0.092 (-1.040)
Target Industry Q	0.024 * (1.771)	0.036* (1.697)
Sigma		0.251 *** (15.059)
R <sup>2</sup>	8.31%	

## (1-5-8)

取引総額に占めるアーンアウトの割合は平均で33%であるが、百分位数の25-75に限定すれば、16%から47%の範囲に収まる。

*Panel A: Distribution of earnout payments*

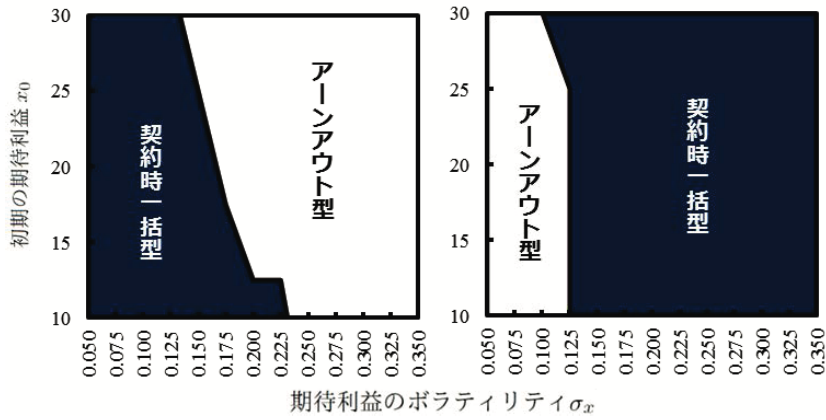
(in thousands)	N	Mean	Std. Dev.	Min	25th%	Median	75th%	Max
SDC Reported (U.S. Dollars)	990	\$22,314	\$89,228	\$15	\$1,650	\$4,577	\$14,000	\$2,000,000
Maximum Stated (U.S. Dollars) <sup>1</sup>	447	\$21,099	\$65,822	\$150	\$2,000	\$5,000	\$14,013	\$700,000
Maximum Stated (Common Stock Shares)	71	8,859	44,888	16	348	713	2,391	349,500
SDC Reported Percentage of Transaction Value	990	32.7%	20.9%	1.0%	15.9%	28.6%	45.5%	100.0%
Maximum Percentage of Transaction Value <sup>1</sup>	447	33.4%	23.1%	1.4%	15.6%	27.7%	47.3%	161.0%

<sup>1</sup> Includes only earnout payments denominated in U.S. Dollars.



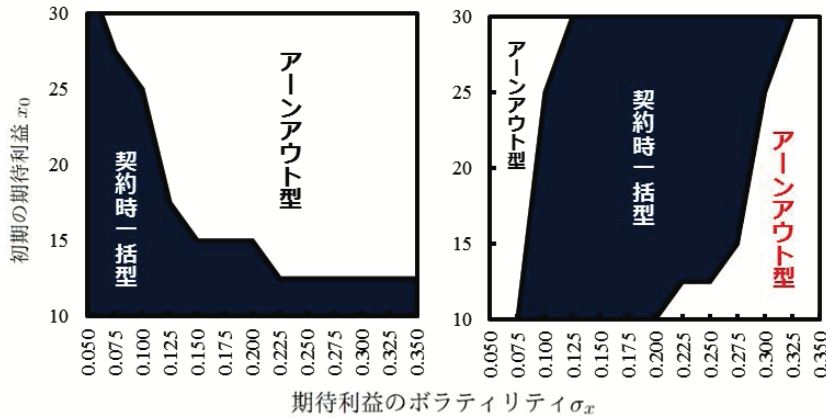
(1-5-9)

リスク中立的な企業にとっての望ましい契約（左図：買主、右図：売主）



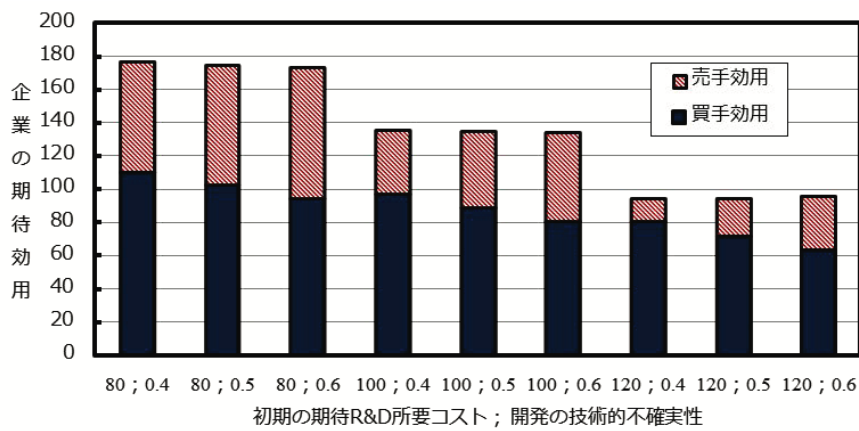
(1-5-10)

リスク回避的な企業にとっての望ましい契約（左図：買主、右図：売主）

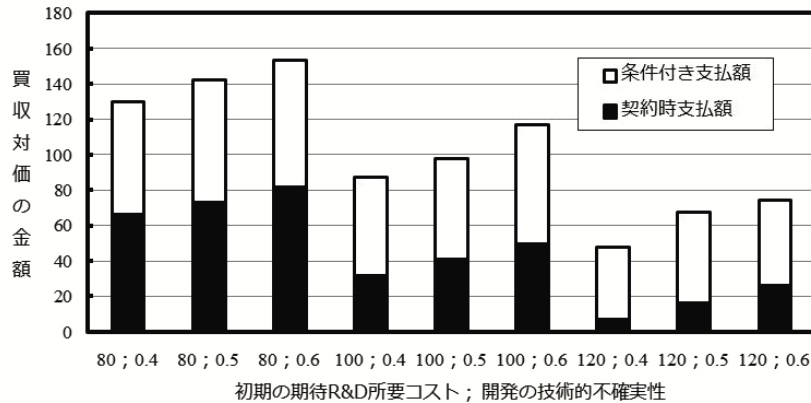


(1-5-11)

R&D モデルの 2 要素（期待コスト  $K_0$ ；技術的不確実性  $\sigma_K$ ）を変化させた時の各企業の期待効用の合計とその内訳の変化



(1-5-12)



(1-5-13)

以下は、閉鎖型企業の買収時の買主側の株主の利得を、アーンアウトとそれ以外の場合の株価に分けて実証分析した結果である。情報の非対称性が大きい閉鎖型企業の買収における買主の2日間の平均累積異常リターン (CAR) を、ハイテク業、サービス業、異業種間 (4桁のSICコードが買主と異なる企業)、国際間の取引を対象として検証している。買主側の株主利得への影響については、アーンアウトとそれ以外の場合に分けて表示。A.はそれぞれのCARを、B.は国際間を除く取引における (比較的小規模な) 買主のCARに特化したデータである。アーンアウトとそれ以外の場合、それぞれのCARの平均値の有意差を検定したt-統計量とそのp値を括弧内に示す (\*\* は、0.01の水準で有意)。

	High-Tech Takeovers (%)	Service Firm Takeovers (%)	Cross-Industry Takeovers (%)	Cross-Border Takeovers (%)
<b>A. 2-day CARs for acquirers in mergers with high information asymmetry:</b>				
Earnouts	2.56**	2.85**	2.41**	2.08**
N	157	129	287	55
Nonearnouts	1.01**	.89**	1.43**	-.25
N	738	538	1,982	76
Difference in means, <i>t</i>	2.10 (.0368)	2.46 (.0228)	2.29 (.0228)	3.24 (.0017)
<b>B. 2-day CARs for small acquirers in mergers with high information asymmetry:</b>				
Earnouts	2.90**	3.10**	2.70**	...
N	140	113	253	
Nonearnouts	1.33**	1.21**	1.33**	...
N	553	389	1,444	
Difference in means, <i>t</i>	1.89 (.0598)	2.09 (.0384)	2.85 (.0043)	...

(1-5-14)

例えば、2009年のOptionsXpress（買主）によるOptionetics（対象会社）の買収では、当初の支払いに1,840万ドル、クロージング後2年間に一定の財務的、技術的、その他の業績目標を達成した場合のアーンアウト上限3,500万ドルを設定した。買主はアーンアウトとして当初1,450万ドル（アーンアウト総額の41%）を見積り、8四半期の間、対象会社の公正価値を定期的に更新し、1年目の終わりには1,213万ドルに下がっていた。クロージングから1年後、買主は当初の見積りとの差額分を損益計算書に計上し、2年目にはその評価額は481万ドルまで減価し、その差額の732万ドルを特別利益として計上した。これら公正価値の低下から買主が何らかの情報を入手したことが推察され、対象会社はアーンアウトの目標を達成し、それによって支払いを行う買主の見積もりを低下させたことになる（*Id.* at 148-149）。

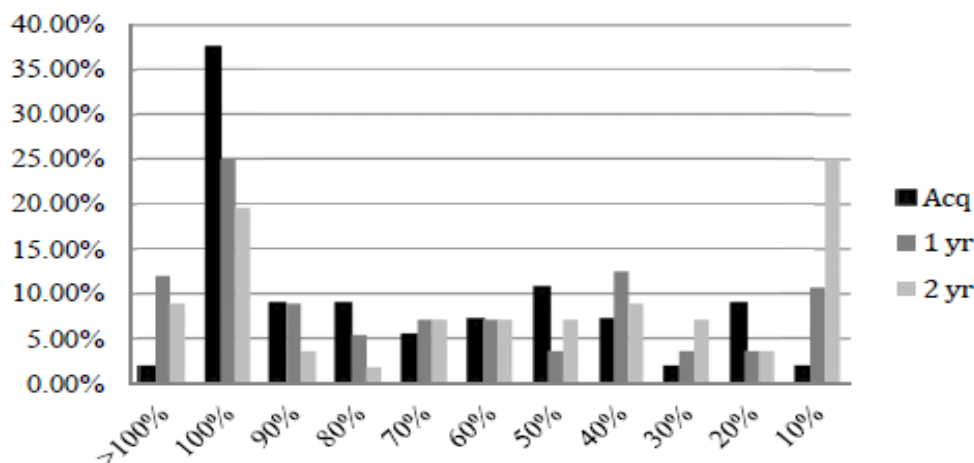
### OptionsXpress fair value disclosures for acquisition of Optionetics

	E.O.	FV at Acq.	FV at Q1	FV at Q2	FV at Q3	FV at Q4
Optionetics	\$35.0	\$14.5	\$14.16	\$11.9	\$12.13	\$12.04
+/-	-	(\$20.5)	(\$0.34)	(\$2.26)	\$0.23	(\$0.09)

	FV at Q5	FV at Q6	FV at Q7	FV at Q8	E.O. Pmt	FV + Pmt
Optionetics	\$8.75	\$8.88	\$4.81	\$4.81	\$ -	\$4.81
+/-	(\$3.29)	\$0.13	(\$4.06)	\$ -	\$ -	(\$9.69)

(1-5-15)

### Fair Value Estimates as % of Nominal Earnout



(1-5-16)

**Figure 3**  
**Fair Value Disclosures, All Transactions**

	Fair Value at Acquisition	Fair Value + Payments at 1 Year	Fair Value + Payments at 2 Years
Mean (All transactions)	70.1%	67.8% (p value 0.618)	52.98%** (p value 0.006)
**indicates significance at the 95% level.			

(1-5-17)

この結果から「発表から 2 年後のアーンアウトの公正価値の平均値の差に対する両側 t 検定により、異業種間の両当事者が情報のシグナルとして利用しているという帰無仮説を棄却することができる。買主はアーンアウトの公正価値を増加させるのではなく、割引いていた。買収後 2 年間の平均公正価値の減少に対する t 統計は、有意で負の値を示した (p 値 0.0004)」 (Id. at 159)。

### Fair Value Disclosures, SIC

	Fair Value at Acquisition	Fair Value at 1 Year	Fair Value at 2 Years
All transactions	70.1%	67.8%	52.98%**
Acquirer Same SIC	69.3%	76.7% (p value 0.161)	61.8% (p value 0.359)
Acquirer Difference SIC	71.1%	55.0%** (p value 0.037)	40.3%** (p value 0.0004)
** indicates significance at the 95% level.			

(1-5-18)

Figure 5: Fair Value Disclosures, by Two Digit SIC

	At Acquisition	At 1 Year	At 2 Years
All transactions	70.1%	67.8%	52.98%**
Target SIC			
73. Business Services	66.8%	68.41% (p value 0.813)	47.7% (p value 0.154)
87. Engineering & Management Services	94.8%	81.2% (p value 0.373)	52.7% (p value 0.084)
38. Instruments/Medical Devices	76.4%	67.6% (p value 0.526)	47.9% (p value 0.064)
28. Pharmaceuticals/Chemicals	51.3%	58.2% (p value 0.096)	51.8% (p value 0.975)
**indicates significance at the 95% level.			

(1-5-19)

**Figure 6: Fair Value Disclosures, Divestiture/Not Divestiture**

	<u>At Acquisition</u>	<u>At 1 Year</u>	<u>At 2 Years</u>
All transactions	70.1%	67.8%	52.98%**
<u>Divestiture</u>	73.5%	72.7% (p value 0.955)	68.6% (p value 0.904)
<u>Not Divestiture</u>	69.2%	66.6% (p value 0.582)	49.2%** (p value 0.008)
**indicates significance at the 95% level.			

(1-5-20)

例えば、未知の特性を伝達するために技術や規制に関わる指標を用いて、対象企業の価値に関する観察不能な属性についての相対的な確信を示すこともできる (*Id.* at 161-162)。

**Figure 7: Fair Value Disclosures, by Targets**

	<u>At Acquisition</u>	<u>At 1 Year</u>	<u>At 2 Years</u>
Revenue Targets	68.5%	59.2% (p value 0.201)	50.5%** (p value 0.023)
<u>Performance Targets</u>	66.0%	75.0% (p value 0.282)	61.7% (p value 0.441)
<u>Regulatory Targets</u>	70.2%	79.3% (p value 0.413)	48.1% (p value 0.073)
<u>Technical Targets</u>	98.9%	98.2% (p value 0.500)	39.9% (p value 0.298)
**indicates significance at the 95% level			

(1-5-21)

サンプル（各証券取引所）の記述統計量で“+”は損失、“-”は利得である（単位：百万ドル）。

	n	Total	Mean	Medium	Max	Min	Standard Deviation
NYSE	42	221.096	5.264	0.230	55.737	-13.200	13.660
LSE	107	69.840	0.653	0.057	53.516	-25.921	7.121
ASE	25	-151.585	-6.063	-0.621	9.748	-52.717	14.493
Euronext	18	127.974	7.110	0.035	115.301	-11.811	27.660
TSX	28	-39.483	-1.410	-0.006	5.395	-19.178	5.231
TSE	5	31.739	6.348	0.000	28.764	-9.607	15.085
	225	259.582	1.154	0.000	115.301	-52.717	12.627

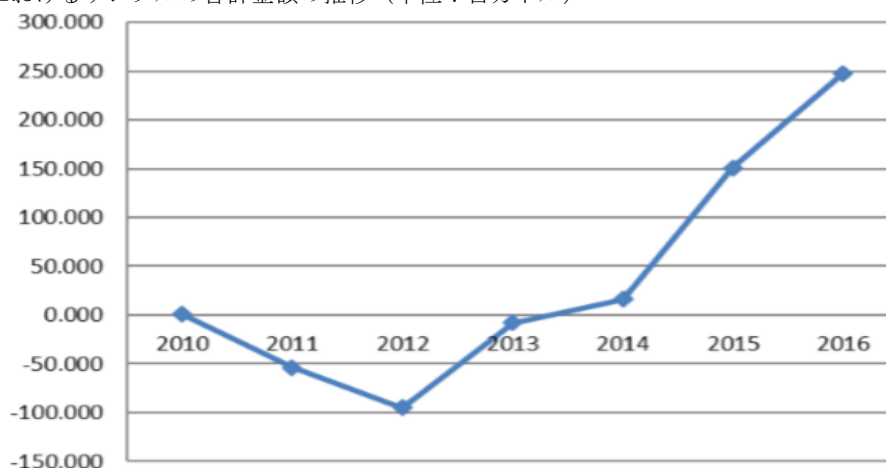
(1-5-22)

各年のサンプルの記述統計量で“+”は損失、“-”は利得である（単位：百万ドル）。

	n	Total	Mean	Medium	Max	Min	Standard Deviation
2010	3	0.921	0.307	0.000	1.700	-0.779	1.268
2011	28	-53.501	-1.911	-0.043	13.416	-30.563	8.860
2012	35	-94.644	-2.704	0.000	55.737	-52.717	15.145
2013	38	-8.065	-0.212	0.000	38.712	-25.921	8.615
2014	36	16.145	0.448	0.019	20.816	-21.140	6.042
2015	42	150.921	3.593	0.191	53.516	-19.178	11.734
2016	43	247.804	5.763	0.219	115.301	-6.450	18.315
	225	259.582	1.154	0.000	115.301	-52.717	12.627

(1-5-23)

各年におけるサンプルの合計金額の推移（単位：百万ドル）



(1-5-24)

2010年-2014年、2010年-2015年、2010年-2016年の3つの検証対象期間のいずれの検証結果も、条件付対価再評価差額は利得として計上されているという仮説が棄却される（馬 [2018] : 86-89）。

	2010-2011	2010-2012	2010-2013	2010-2014	2010-2015	2010-2016
n	31	66	104	140	182	225
Sum	-52.580	-147.224	-155.288	-139.144	11.777	259.582
Mean	-1.696	-2.231	-1.493	-0.994	0.065	1.154
Median	-0.023	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Max	13.416	55.737	55.737	55.737	55.737	115.301
Min	-30.563	-52.717	-52.717	-52.717	-52.717	-52.717
Variance	71.202	153.105	124.231	101.973	113.257	159.453
df	30	65	103	139	181	224
t Value	-1.1192	-1.464*	-1.366*	-1.1645	0.0820	1.3705
P Value	0.1360	0.0739	0.0874	0.1231	0.5326	0.9140

また、2010年-2016年の検証の結果、t値は 1.3705、p値は 0.9140 であり、条件付対価再評価差額は損失として計上されているという逆の仮説を設定して、その平均値がゼロより大きいことを検証すれば、以下のように t値は 1.3705、p値は 0.0860 であり、10%水準で有意な結果が得られた（*Id.* at 89）。

	2010-2016
n	225
Sum	259.582
Mean	1.154
Median	0.000
Max	115.301
Min	-52.717
Variance	159.453
df	224
t Value	1.3705*
P Value	0.0860

## (1-5-25)

モデル1（アーンアウト）とモデル2（資本提携）は、コントロール変数で構成されたベースライン仕様であり、モデル3（アーンアウト）とモデル4（資本提携）は理論変数である。

Variable	Full Sample (N = 1,174)			
	Model 1: Earnout	Model 2: MEP	Model 3: Earnout	Model 4: MEP
Constant	-0.51 <sup>†</sup> (.29)	-3.21*** (.49)	-0.88** (.32)	-3.91*** (.49)
Acquisition experience	-0.24* (.10)	-0.17** (.06)	-0.20* (.09)	-0.13* (.05)
Acquirer leverage	-0.27** (.08)	-0.03 (.02)	-0.27** (.08)	-0.01 (.02)
Acquirer size <sup>a</sup>	-0.08* (.03)	0.21*** (.04)	-0.07* (.03)	0.19*** (.04)
Target VC backed	-0.70** (.27)	0.17 (.17)	-0.78** (.27)	-0.11 (.18)
Target industry effects <sup>b</sup>	18.90			27.82*
Year effects <sup>b</sup>	31.96**			45.86***
New venture	—	—	0.36* (.15)	0.95*** (.20)
Knowledge distance ( $\times 10^{-2}$ )	—	—	0.56** (.20)	0.75*** (.21)
Model $\chi^2$		5,358.88***		4,273.12***
Log likelihood, $L(\beta_k)$		-365.97		-338.20
$-2[L(\beta_{\text{Reduced}}) - L(\beta_{\text{Full}})] \sim \chi^2$		—		55.54***
$\rho$		-0.90***		-0.96***

Note: The dependent variable for the first equation assumes the value of 1 if a contingent earnout was used; 0, otherwise. For the second equation, the dependent variable assumes the value of 1 if the transaction was a minority equity partnership, 0 if it was a full acquisition. Standard errors appear in parentheses. MEP = minority equity partnership; VC = venture capitalist.

a. This variable was logged to remedy skewness.

b. Cell values represent the chi-square values of the test for joint significance of the industry and year effects.

<sup>†</sup> $p < .10$ . \* $p < .05$ . \*\* $p < .01$ . \*\*\* $p < .001$ .

理論変数の係数推定値に目を向けると、データの3列目にあるアーンアウトの結果は、先に示した二項ロジット・モデルの結果と一致している。また、資本提携の式のパラメータ推定値の解釈は、この選択に関する単純ロジットモデルの結果と一致している。





## 第Ⅱ部「判例編」

### 米国判例から考察するアーンアウトの意義と法的諸問題

第Ⅱ部では、米国のデラウェアにおける判例を中心に、アーンアウトの意義と法的諸問題を検討し、この条項が M&A の場面で採用される場合の問題点を考察する。

先行研究（論文）で示されたデータからもわかるように、米国の M&A 市場において、アーンアウト条項の採用が増加してきたのは 2000 年代からである<sup>1</sup>。アーンアウトの期間の平均が 3 年弱<sup>2</sup>であることを踏まえると、アーンアウトに関する紛争が表面化し、裁判となる事例は 2000 年代半ばから増加することが推測できる。論考を進めるにあたり、それら裁判例を、まず米国のロースクール及び法律事務所のホームページ、ブログ等から無差別に収集し、アーンアウトの意義や会社法の視点から検討すべき問題のある事例を選択した。次にそれら事例の判決文で引用されている先行判例を参照した上で、研究対象とすべき中核となる判例を詳細に考察した。その結果、先行研究とは異なった、司法の場で説かれるアーンアウトの意義や、そこで議論されてきた法的諸問題を検討する必要性を認識した。したがってここでは、アーンアウトに関する全ての判例をサンプリングした何らかの実証分析ではないことから、判例の取舍選択の過程においては筆者のバイアス、あるいは（ポジティブに考えるのであれば）意図や問題意識が介入していることに留意されたい。

筆者はこれまでの裁判例を研究する過程で、M&A の場面におけるアーンアウトの問題の本質は契約条項の解釈という契約時に遡及する事項ではなく、クロージング後（アーンアウト期間）の契約当事者（売主・買主）にとっての対象企業の経営内容に関わる事項にあると考えてきた。そしてその先には、企業経営の目的という実務的にも概念的にも議論の余地がある問題とアーンアウトとの関係がある。

最初に例外的ではあるが、我が国での稀有なアーンアウトの紛争として、「停止条件付支払条項」<sup>3</sup>として争われた事例を検討する。これは、一定の期間に特定の条件が成就した場

---

<sup>1</sup> 第Ⅰ部「理論編」、第 3 章「1 アーンアウトの採用実績」を参照。

<sup>2</sup> 同「4 アーンアウトの期間」を参照。

<sup>3</sup> 現在まで“Earnout”の日本語訳は、弁護士を中心として法曹界でも、また会計学や法学の研究者の間でも、そのままカタカナ表示されることが多い。「参考事例」では、民法的な概念である「停止条件付支払条項」と解釈されているが、メディア等では「条件付取得対価（条項）」といった表記も見られ、それぞれは Earnout に期待されている機能を表象しているようである。しかし米国において、本来期待されている

合に、追加的に対象企業の取得対価が変動するという設計で、米国における Earnout とは類似の機能を有しているとはいえ、その本質は異質ものである。そして本題である第 1 章以下は全て、英米発の概念である「条件付取得対価可変条項」としてのアーンアウトの事例を検討する。

通常の企業合併・買収・事業譲渡等の M&A では、クロージング時に対象会社の株式は売主から買主に譲渡され、ファンド等が買主である場合を除き、買主の主導のもと新しい経営陣<sup>4</sup>による事業運営が行われる。その際の売主は、株式譲渡と共にその持分（の権利）は消滅し、取引先としての関係等が継続したステークホルダーであったとしても、対象会社の役員は会社経営に関しては、売主に対して何ら法的責任を負うことはない<sup>5</sup>。しかしアーンアウト条項のある譲渡契約の場合は、通常の M&A 同様に対象会社の経営陣が、①買主側の指名により新任となる場合、②売主が委任していた経営陣が残留する場合（先行研究によれば、多くは売主が経営陣を構成している）、③それらの混合体制となる場合、の 3 通りが考えられる。②及び③のケースでは、アーンアウトの一部を経営陣へのボーナスとしてのインセンティブ報酬として設計される場合もある<sup>6</sup>。訴訟となる多くは①のケースであり、そこでは更に ①-①アーンアウト・ターゲット<sup>7</sup>（主に会計等の財務指標）の解釈に関する問題、①-②契約文言（主に「努力」義務等の計量化が困難な文言）の解釈に関する問題がある。そして更には、①-②-①両当事者の契約文言に対する解釈のギャップの有無、①-②-②買主側の経営に対する売主側の充足度の問題に分類することができよう。

- ① 対象会社の経営陣が、買主により指名され新任となる場合で、
- ①-① アーンアウト・ターゲットの解釈に関する問題、
- ①-② 契約文言の解釈に関する問題、
- ①-②-① 両当事者による契約文言の解釈のギャップの有無、
- ①-②-② 買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題

第 I 部で議論してきた先行研究・論文の多くは商業・経済・会計系の研究成果であり、判例

---

機能を念頭に置けば「条件付取得対価可変条項」といった呼称になると思われる。

<sup>4</sup> 本稿において「経営陣（者）」とは、我が国の会社法が規定する役員のみならず、事実上当該企業の経営を担っている職務にある者を指す。

<sup>5</sup> もちろんこれは、我が国の会社法で言えば 330 条（株式会社と役員等との関係）、423 条（役員等の株式会社に対する損害賠償責任）等通常の経営上の話であって、429 条（役員等の第三者に対する損害賠償責任）等のことではない。

<sup>6</sup> 詳細は第 I 部「理論編」第 2 章「先行研究（論文）とその論理背景」を参照されたい。

<sup>7</sup> アーンアウトが発生するトリガーとなる条件・指標（Earnout Target）。詳細は第 I 部「理論編」第 3 章「3 アーンアウトの指標（アーンアウト・ターゲット）」参照されたい。

を引用しているのは法学者である Quinn [2013] のみであるが<sup>8</sup>、それも紛争の内容や判旨を分析・検討したものではない。第Ⅱ部の第1章で最初に取り上げる判例（2009年）は、アーナウトが争点となった2000年代最初の10年間の古典的判例<sup>9</sup>とされているものであり、これまで米国において88件の裁判で引用されている<sup>10</sup>。この判例はまた、判決文で言及さ

---

<sup>8</sup> Victor P. Goldberg, In Search of Best Efforts: Reinterpreting *Bloor v. Falstaff*, 44 ST. LOUIS U.L.J. 1465, 1476 (2000)、*Aveta Inc. v. Bengoa*, 986 A.2d 1166, 1173 (Del. Ch. 2009)、*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (Del. Ch. 2009)、そして *TRS Institute, LLC v. Transcend Services, Inc.* (M.D.N.C., C.V#00362, Filed. 2010) の4本である。

<sup>9</sup> 【判例1】 *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009)。同時代の判例としては、*O'Tool v. Genmar*, 387 F.3d 1188 (10th Cir. 2004)、*Cambers v. Genesee & Wyoming Inc.* (Del. 2005)、*William J. LaPoint v. AmerisourceBergen Corp.*, 2007 (Del. 2007.2009)、あるいは *Comet Sys. v. MIVA, Inc.*, 980 A.2d 1024 (Del. 2008) 等が本件同様に、近年の裁判で引用されている。

<sup>10</sup> この88件で、アーナウトそのものに関わる言及部分を引用された事例は唯一、比較検討のために第1章で議論する【判例2】 *Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.* (2021) だけである。その他87件の言及部分の内訳は、「契約外の不開示」に関して13件（15%）、「衡平法上の詐欺と過失による不実開示」に関して20件（23%）、「契約違反」に関して6件（7%）、「誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約」に関して33件（38%）、「その他」15件（17%）となっている。なお、この構成比は、他のアーナウトに関わる裁判の訴因を構成する比率と近似的であると思われる。それぞれに対応する判例は以下の通りである。「契約外の不開示」に関して13件（15%）、*MHS Capital LLC v. Goggin* C.A. No. 2017-0449-SG (Del. 2018)、*Novipax Holdings LLC v. Sealed Air Corp.* C.A. No.: N17C-03-1682 EMD CCLD (Del. Super. Ct. 2017)、*Connect Your Care, LLC v. Conduent HR Servs., LLC* Civil Action No. CCB-17-2538 (D. Md. 2018)、*Eppley v. Univ. of Del.* C.A. No. 13-cv-99 (GMS) (D. Del. 2015)、*Express Scripts, Inc. v. Bracket Holdings* No. 62, 2020 (Del. 2021)、*McDonald's Corp. v. Easterbrook* C.A. No. 2020-0658-JRS (Del. 2021)、*Forman v. Centrifryhealth, Inc.* C.A. No. 2018-0287-JRS (Del. 2019)、*EMSI Acquisition, Inc. v. Contrarian Funds, LLC* C.A. No. 12648-VCS (Del. 2017)、*World Energy Ventures, LLC v. Northwind Gulf Coast LLC* C.A. No. N15C-03-241 WCC (Del. Super. Ct. 2015)、*Trueblue, Inc. v. Leeds Equity Partners Iv, LP* C.A. No. N14C-12-112 WCC CCLD (Del. Super. Ct. 2015)、*MPT of Hoboken TRS, LLC v. Humc Holdco, LLC* C.A. No. 8442-VCN (Del. 2014)、*Zebroski v. Progressive Direct Ins. Co.* C.A. No. 8816-VCP (Del. 2014)、*Anvil Holding Corp. v. Iron Acquisition Co.* C.A. No. 7975-VCP (Del. 2013)/ *Project Cricket Acquisition, Inc. v. Fla. Capital Partners, Inc.* 2017 N.Y. Slip Op. 31383 (N.Y. Sup. Ct. 2017)、*Guidance Endodontics, LLC v. Dentsply International, Inc.* 749 F. Supp. 2d 1235 (D.N.M. 2010)、*Rsui Indem. Co. v. Murdock* No. 154, 2020 (Del. 2021)、*Surf's Up Legacy Partners, LLC v. Virgin Fest, LLC* C.A. No. N19C-11-092 PRW CCLD (Del. Super. Ct. 2021)、*Stone & Paper Inv'rs, LLC v. Blanch* C.A. No. 2018-0394-PAF (Del. 2020)、*Elburn ex rel. Inv'rs Bancorp v. Albanese* C.A. No. 2019-0774-JRS (Del. 2020)、*LVI Grp. Invs., LLC v. NCM Grp. Holdings, LLC* C.A. No. 12067-VCG (Del. 2018)、*TransDigm Inc. v. Alcoa Global Fasteners, Inc.* C.A. No. 7135-VCP (Del. 2013)。「衡平法上の詐欺と過失による不実開示」に関して20件（23%）、*Osram Sylvania Inc. v. Townsend Ventures, LLC* C.A. No. 8123-VCP (Del. 2013)、*Kolber v. Body Cent. Corp.* 967 F. Supp. 2d 1061 (Del. 2013)、*Doberstein v. G-P Indus., Inc.* C.A. No. 9995-VCP (Del. 2015)、*Perlmutter v. Salton, Inc.* C.A. No. 09-690-GMS (D. Del. 2010)、*Oracle Partners v. Concentric Analgesics, Inc.* Case No. 20-cv-03775-HSG (N.D. Cal. Jun. 7, 2021)、*Rogers v. Wilmington Tr. Co.* Civil Action No. 18-116-CFC (D. Del. 2021)、*RBAHTDSR, LLC v. Project 64 LLC* Civil Action No. 19-1280-RGA (D. Del. 2020)、*Morgan v. Carpenter* C.A. No. 9324-ML (Del. 2014)、*Eurofins Panlabs, Inc. v. Ricerca Biosciences, LLC* C.A. No. 8431-VCN (Del. 2014)、*QVT Fund LP v. Eurohypo Capital Funding LLC I* C.A. No. 5881-VCP (Del. 2011)、*Lonergan v. EPE Hldgs., LLC* 5 A.3d 1008 (Del. 2010)、*Northpointe Hol. v. Emerging Mang.* Civil Action No. 09C-11-141-JOH (Del. Super. Ct. 2010)。「契約違反」に関して6件（7%）、*Zhu v. Bos. Scientific Corp.* Civ. No. 14-542-SLR (D. Del. 2016)、*In re Morrow Park Holding LLC CONSOLIDATED* C.A. No. 2017-0036-PAF (Del. 2020)、*MidCap Funding X Tr. v. Graebel Cos.* C.A. No. 2018-0312-MTZ (Del. 2020)、*Marubeni Spar One, LLC v. Williams Field Servs. - Gulf Coast Co.* C.A. No. 2018-0908-SG (Del. 2020)、*State Dep't of Transp. v. Figg Bridge Eng'rs, Inc.*

れたアーンアウトに対する見解が、後のアーンアウト判決にも影響を与えている。

これまでの米国（主にデラウェア州）の事例を見れば、2010年頃までの争点は、アーン

---

C.A. No. S11C-01-031 RFS (Del. Super. Ct. 2011)、*Phoenix Equity Group v. BPG Justison P2* C.A. No. 5008-VCL (Del. 2010)。「誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約」に関して 33 件 (38%)、*Narrowstep v. Onstream Media Corporation* Civil Action No. 5114-VCP (Del. 2010)、*Starr v. Firstmark Corp.* CV-12-4023 (SJF)(AKT) (E.D.N.Y. 2013)、*Fundingsland v. OMH Healthedge Holdings, Inc.* 329 F. Supp. 3d 1123 (S.D. Cal. 2018)、*Nat'l Educ. Fin. Servs., Inc. v. U.S. Bank* CIVIL ACTION NO. 12-6651 (E.D. Pa. 2014)、*Miller v. HCP & Co.* C.A. No. 2017-0291-SG (Del. 2018)、*Greenstar IH Rep, LLC v. Tutor Perini Corp.* C.A. No. 12885-VCS (Del. 2017)、*Oxbow Carbon & Minerals Holdings, Inc. v. Crestview-Oxbow Acquisition, LLC* 202 A.3d 482 (Del. 2019)、*CIBC Bank U.S. v. JH Portfolio Debt Equities, LLC* C.A. No. N18C-07-130 EMD CCLD (Del. Super. Ct. 2021)、*Policemen's Annuity & Benefit Fund of Chicago v. DV Realty Advisors LLC* C.A. No. 7204-VCN (Del.2012)、*Chemours Co. v. Ati Titanium LLC* C.A. No. N15C-03-083 WCC CCLD (Del. Super. Ct. 2016)、*Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corp.* C.A. No. 6685-VCN (Del.2012)、*Jack v. Jack Acquisitions, Inc.* Civil Action No. 19-0052-CFC (D. Del. 2020)、*Winfield v. Eloxx Pharm., Inc.* Civil Action No. 19-447-RGA (D. Del. 2020)、*Raquet v. Allstate Corp.* 348 F. Supp. 3d 775 (N.D. Ill. 2018)、*Trombley v. Bank of America Corporation* 675 F. Supp. 2d 266 (D.R.I. 2009)、*Zohar CDO 2003-1, Ltd. v. Patriarch Partners, LLC* (In re Zohar III, Corp.) Case No. 18-10512 (KBO) (Bankr. D. Del. 2021)、*O'Connor v. DL-DW Holdings* (In re Extended Stay, Inc.) Case No. 09-13764-JLG (Bankr. S.D.N.Y.2020)、*S'holder Representative Servs. v. Albertsons Cos.* C.A. No. 2020-0710-JRS (Del. 2021)、*Moscowitz v. Theory Entm't LLC* C.A. No. 2019-0780-MTZ (Del. 2020)、*Roma Landmark Theaters, LLC v. Cohen Exhibition Co.* C.A. No. 2019-0585-PAF (Del. 2020)、*Chapter 7 Tr. Constantino Flores ex rel. Estate of Esio Beverage Co. v. Strauss Water Ltd.* C.A. No. 11141-VCS (Del. 2016)、*Charlotte Broad., LLC v. Davis Broad. of Atlanta, L.L.C.* C.A. No. 13C-04-143-WCC CCLD (Del. Super. Ct. 2015)、*Nama Holdings, LLC v. Related WMC LLC* C.A. No. 7934-VCL (Del. 2014)、*Am. Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc.* Civil Action No. 8490-VCG (Del. 2014)、*Alltrista Plastics, LLC v. Rockline Indus., Inc.* C.A. No. N12C-09-094 JTV (Del. Super. Ct. 2013)、*Gerber v. EPE Holdings, LLC* C.A. No. 3543-VCN (Del. 2013)、*In re Encore Energy Partners LP Unitholder Litig. Cons.* C.A. No. 6347-VCP (Del.2012)、*In re K-Sea Transp. Partners L.P. Unitholders Litig.* C.A. No. 6301-VCP (Del. 2012)、*Auriga Capital Corp. v. Gatz Props., LLC* 40 A.3d 839 (Del. 2012)、*Gerber v. Enter. Prods. Holdings, LLC* C.A. No. 5989-VCN (Del. 2012)、*Winshall v. Viacom Int'l, Inc.* 55 A.3d 629 (Del.2011)、*Ambase Corp. v. 111 W. 57th Sponsor LLC* 2018 N.Y. Slip Op. 30160 (N.Y. Sup. Ct. 2018)、*Storper v. Invesco Ltd.* 2016 N.Y. Slip Op. 31286 (N.Y. Sup. Ct. 2016)。「その他」15 件 (17%)、*Paul Elton, LLC v. Rommel Del., LLC* C.A. No. 2019-0750-KSJM (Del. Ch. May. 7, 2020)、*Glaxo Grp. v. Drit LP* No. 25, 2020 (Del. 2021)、*L-5 Healthcare Partners, LLC v. Alphatec Holdings* C.A. No. 2019-0412-KSJM (Del. 2020)、*Bloom v. Sussex Grp. Partners, LLC* C.A. No.: S12C-08-015 - ESB (Del. Super. Ct. 2014)、*Boudinot v. Shrader* 09 Civ. 10163 (LAK) (S.D.N.Y. 2013)、*Stanziale v. CopperCom, Inc.* (In re Conex Holdings, LLC) 518 B.R. 792 (Bankr. D. Del. 2014)、*Deluxe Entm't Servs. v. DLX Acquisition Corp.* Civil Action No. 2020-0618-MTZ (Del. 2021)、*State v. Univar, Inc.* C.A. No. 2018-0884-JRS (Del. 2020)、*PPL Corp. v. Riverstone Holdings* C.A. No. 2018-0868-JRS (Del. 2019)、*Jiménez v. Palacios* C.A. No. 2019-0490-KSJM (Del. 2019)、*Knightek, LLC v. Jive Commc'ns, Inc.* 197 A.3d 493 (Del. Super. Ct. 2018)、*Cedarview Opportunities Master Fund, L.P. v. Spanish Broad. Sys., Inc* C.A. No. 2017-0785-AGB (Del. 2018)、*Richard B. Gamberg 2007 Family Tr. v. United Rest. Grp., L.P.* C.A. No. 10994-VCMR (Del.2018)、*Sheth v. Harland Fin. Solutions, Inc.* C.A. No. N14C-01-222 WCC CCLD (Del. Super. Ct. 2014)、*Wiggs v. Summit Midstream Partners, LLC* C.A. No. 7801-VCN (Del. 2013)。以上は、<https://casetext.com/case/airborne-health-v-squid-soap> による (2020年12月3日最終閲覧)。また、本件は米国法曹関係者のホームページ、ブログ等でも頻繁に紹介・引用されている (例えば、“Advanced Earn-Out Issues Transaction and Dispute Resolution Perspectives”, Winston & Strawn LLP [2014] 等を参照されたい)。

アウト期間における履行すべき契約事項の内容・解釈等を巡って発生していることがわかる。それらは主に、アーンアウト条項に設定された契約事項・内容に対する売主・買主双方の解釈に相違が生じた場合であり、アーンアウト・ターゲットに関する問題である<sup>11</sup>。また 2010 年前後からは、アーンアウト期間における対象企業の経営に関する、買主側に課せられる経営努力の内容やレベルに関する契約上の問題が顕在化してくるが、それらの混合型の事例<sup>12</sup>も多くなる。そして 2010 年代後半からは対象企業の経営の問題が加わり、短期のアーンアウトと長期の企業経営の、それぞれの価値最大化という経営者にとってはトレードオフとなり得る相克が表面化してくる。アーンアウトという手法と企業経営の目的がそのような関係にあるのであれば、判例が示す結果は先行研究の理論とは整合的ではないはずである。それは理論化の過程では表面化しなかった、判例が顕在化させた現実の「アーンアウト・パラドクス」である。

なお第Ⅱ部「判例編」の構成は、各章のテーマを考察するに相応しいと思われる判例を詳細に検討する。また、判旨がそれとは異なった側面に焦点を合わせている場合には「本判決の意義」として検討する。その後、各章のテーマに則った視点から判決文を分析し、議論する形式をとる。またその際、本編で取り上げた判決文のみならず、そこで引用されている先行判例からも該当する部分を引用し、各判例文を比較検討することで論述する。つまり第Ⅰ部の「理論編」の理論的根拠が、アーンアウトに基づく実際の各種のデータによる実証分析であるのに対し、ここでの論理的根拠を構成するデータは、アーンアウトに関連して言及されたデラウェア州裁判所の判例文（判決理由）となる。

---

<sup>11</sup> 有名なところでは、多くの弁護士事務所のサイトやブログに掲載されている *Comet Sys. v. MIVA, Inc.*, 980 A.2d 1024 (Del. 2008)、*Cambers v. Genesee & Wyoming Inc.* (Del. 2005)、*Aveta Inc. v. Bengoa*, 986 A.2d 1166, 1173 (Del. 2009) 等。

<sup>12</sup> 例えば、*William J. LaPoint v. AmerisourceBergen Corp.*, (Del. 2007), *aff'd*, 956 A. 2d 642 (Del. 2008)、あるいは後述する【判例 4】*Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, 76A.3d 808 (Del. 2013) 等。

## 参考事例 「停止条件付支払条項」としてのアーンアウト

### 国税不服審判所裁決平成 29 年 2 月 2 日<sup>13</sup>

「停止条件付」という用語は、民法に馴染む概念であるが<sup>14</sup>、本件が我が国で「アーンアウト」の事例として解説<sup>15</sup>・考察<sup>16</sup>されていることに鑑み、最初にその概要を紹介する。

なお、本件は売買当事者間の紛争ではなく、売主と国税当局との課税に関わる事例であり、アーンアウトの対象となる買収対価の収入時期を、どの時点で計上すべきかが争点となっている。

#### 【事案の概要】

X（請求人）は、非上場会社 A 社の株主・代表取締役であり、Y が株主・取締役、そして X の親族等で A 社の全株式 100 を保有していた。平成 24 年頃、X は全株式を売却することを計画、アドバイザーの評価を参考に企業価値を 60 億円（1 株 6000 万円）と見積もり、平成 25 年 4 月頃、投資ファンド B に売却提案をした。B はこの提案に応じ、X 及び Y が保有する 60 株を 36 億円（1 株 6000 万円）で B に譲渡する内容の契約を締結する。しかしながら A 社が新興企業であり、経営を担ってきた X と Y に経営リスクを分担させる目的から、株式譲渡代金 36 億円のうち、19 億円については譲渡実行日に現金等で決済するものの、残り 17 億円については、A 社の平成 25 年から平成 29 年までの 5 事業年度に係る EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）の業績値が計画値以上であったか等に応じて算出される調整金額を、当該事業年度の翌事業年度に支払う旨の定めが設けられた。しかし、交渉過程において計画値は下方修正され、また、ある年度において計画値が達成できなくても、その後の事業年度に EBITDA の業績値が計画値を上回った場合は、その未達分を埋め合わせる事ができる旨の定めが設けられた。

なお、株式譲渡契約締結日には、X の親族等が保有する 40 株を 24 億円（1 株 6000 万円）

---

<sup>13</sup> 国税不服審判所「裁決事例集」未登録。

<sup>14</sup> 後述する「条件付法律行為」（民法 127 条）がこれに相当しよう。

<sup>15</sup> 本稿の裁決事例の内容は、小山浩・三木翼・山田彰宏「アーンアウト条項付の株式譲渡について、譲渡代金のうち当該条項の対象となる部分の収入時期を株式の引渡時期であると判断した裁決」『TAX LAW NEWSLETTER』32号（森・濱田松本法律事務所 [2018]）による。

<sup>16</sup> 本部勝大「アーンアウトの課税に関する一考察」『税法学』（日本税法学会 [2019]）。

で B に譲渡する契約が締結されたが、同契約には本件のような調整条項はなく、代金全額が一括で支払われるものとされていた。

X は、本件株式譲渡代金のうち、調整条項の対象とならない部分を平成 25 年分の株式等譲渡所得の収入金額として確定申告し、そして平成 25 年及び 26 年に係る調整金額を受領したことを受けて、平成 25 年分の収入金額を加算する修正申告を行った。しかし国税当局は、株式譲渡代金全額を一括して平成 25 年分の収入として計上すべきとして、同年分の所得税額等の更正処分及び過少申告加算税の賦課決定処分がなされた。X はこれを不服とし国税不服審判所長に審査請求を申し立てた。

### 〔裁決の内容〕

譲渡所得がいずれの年分の所得に帰属するかは、係る収入金額が「収入すべき金額<sup>17</sup>」にあたりと評価されるに至った時期によるものとし、原則として、その所得の起因となる資産の引渡があった日であると判断する。そして本件においては、株式譲渡の実行日（平成 25 年 10 月 1 日）に株券の交付及び株主名簿の書換えがなされたことから、その日を当該実行日と認定する。また、本件の株式譲渡代金契約には、譲渡代金の一部が各年度の調整金額をもって分割支払いする旨の調整条項が置かれているとした上で、A 社が新興企業であり、X 及び Y に経営リスクを分担させる目的で設定された条項であるものの、以下の事実を踏まえて、計画値がいずれの事業年度にも達成され、調整金額が満額支払われることを想定して設けられたものと見るのが相当である。

- ・ A 社は設立以来、売上高だけ見ても急成長を遂げ、EBITDA<sup>18</sup>の計画値は、そうした同社の好調な経営状態を踏まえて設定されたものと認められること
- ・ A 社の急成長を担う取締役であった X と Y が、株式譲渡後も残留すること
- ・ 本件の調整条項は、X 及び Y に対するインセンティブとなるものであること
- ・ 特定の事業年度において計画値が達成できなくても、その後の事業年度の業績値が計画値を上回った場合には、過去の未達分が埋め合わせられるものとされていたこと
- ・ X の親族等の株式譲渡契約には、本件のような調整条項がなかったこと

X は、停止条件付とはいえ、条件が成就するまでは、收受すべき権利は私法上確定していたとは言えないと主張していたが、計画値は直近 3 事業年度の業績から乖離したものでは

---

<sup>17</sup> 所得税法 36 条 1 項「その年分の各種所得の金額の計算上収入金額とすべき金額又は総収入金額に算入すべき金額は、別段の定めがあるものを除き、その年において収入すべき金額（金銭以外の物又は権利その他経済的な利益をもって収入する場合には、その金銭以外の物又は権利その他経済的な利益の価額）とする」。

<sup>18</sup> Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization（利払い・税引き・減価償却・その他償却前利益）。



なく、交渉の過程でその数値が下方修正されたことに照らせば達成困難なものではないと事実認定する。そして、調整金額が満額支払われることを想定したものであることから、その支払いは不確実なものではなく、本件条項が停止条件を付したものとはいえないと判断した。

以上により、調整条項が置かれていることを勘案しても、株式譲渡の実行日にその代金の全額が確定的に発生したものと認めるのが相当であり、Xに対する更正処分等は適法であると、Xの審査請求を棄却する。

### 本判決の意義：「停止条件付支払条項」というアーンアウト

本件では、譲渡代金のうちアーンアウト条項の対象となる部分の収入時期も株式譲渡の実行日と判断された。しかしながら、「調整金額が満額支払われることを想定したものであることから、その支払いは不確実なものではなく、本件条項が停止条件を付したものとはいえない」という事実認定をしている。したがって、停止条件が付されている場合には、収入時期は当該停止条件の成就時となる<sup>19</sup>、と国税当局も認識しているといえよう。そして、私法上の特別の約定として、買収対価の支払義務について停止条件を付すものとの理解を前提に、停止条件が成就した際に私法上の効力が発生する（民法127条1項）<sup>20</sup>ことになりそうである。しかしながら、本件における調整条項の業績の計画値は「直近3事業年度の業績から乖離したものではなく、（中略）調整金額が満額支払われることを想定したものである」とされたことは、判決が指摘する5点の事実をもってすれば妥当であろう。以上のより本件に関して言えば、調整条項が停止条件に該当せず、対価の分割払いを含意した条項と解釈され得る<sup>21</sup>。

本件においては、アーンアウトの支払上限額が設定されていた<sup>22</sup>。ここからわかることは、条件成就の際には、まず前提として満額の支払い価額が設定され、それが会計年度ごとに分割で実行され、条件が成就しない場合は、支払いが減額あるいは停止されるということである。これは米国での一般的なアーンアウト条項の概念とは異なる。

判決にある「計画値がいずれの事業年度にも達成され、調整金額が満額支払われることを想定して設けられたもの」を裏付ける事実として指摘された上記4点は、新興企業であ

---

<sup>19</sup> 小山・三木・山田 [2018]。

<sup>20</sup> 本部 [2019]。

<sup>21</sup> 「恣意的な課税繰り延べの方法としてアーンアウトが悪用されることへの懸念（中略）」本部 [2019]。

<sup>22</sup> 課税実務の観点からは「支払上限額が設定されていたため、一括での代金全額参入という処理が可能であったが、上限額が設定されていないなど支払の額面が契約時点では不明の場合には対応できないことになる」（本部 [2019]）。

るにもかかわらず A 社が堅実な経営を行い、過去の業績から「平成 25 年から平成 29 年までの 5 事業年度に係る EBITDA の業績値」が想定できる企業であったと言える。これは「売主と買主が買収対価に関して容易に合意できないような場合<sup>23</sup>」（バリエーション・ギャップが存在した買収事案）とは言えまい。このような場合に利用すべきはアーンアウト条項ではなく、DCF 法<sup>24</sup>による企業価値評価である。「停止条件は、法律行為の効力の発生を将来の不確実な事実の成否にかからしめるものである」<sup>25</sup>ならば、不測の事態のための「停止条件付支払条項」と解するのが自然であると思われる<sup>26</sup>。

---

<sup>23</sup> 小山・三木・山田 [2018]。これはアーンアウトの機能に関する通説「逆選択への対応」である。

<sup>24</sup> Discounted Cash Flow（将来収益の割引現在価値）。

<sup>25</sup> 小山・三木・山田 [2018]。

<sup>26</sup> もっともこの考え方に立つ有力な見解もある。「アーンアウトの機能は、売買当事者双方にとっての不確実性（uncertainty）のリスクを売主側が負担するものである」という考え方がある。詳細は第 I 部「理論編」第 5 章「3 アーンアウトによる企業価値の減少」、及びそこで検討されている Quinn [2013]：127-172. を参照されたい。



## 第6章 判例から考察するアーンアウトの概念

### 【判例1】 *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009)<sup>1</sup>

買主は恣意的に、または悪意で売主のアーンアウト収益を得る機会を奪うために対象会社の経営費用の支出を拒むことはできないが、買主側企業が経営危機という不測の事態に直面した場合には、その際の経営判断が尊重されると判示した事例である。しかしながら判決文では契約文言の解釈に焦点が当てられ、アーンアウトの履行義務を契約上においては認めていない。

#### 【事案の概要】

売主である Squid Soap 社（被告、以下「S 社」）は Lynn が創業したテキサス州の limited partnership (LP) であり、買主の Airborne 社（原告、以下「A 社」）はデラウェア州の株式会社である。売主は 1990 年代初頭、病原菌流行に対する手洗いの有効性に着目し、小児用のソープ・ディスペンサーを開発して“Squid Soap”と命名の上、3 件の特許を取り商品化する。買主である A 社は、細菌の防止に焦点を当てた単一製品会社として 1997 年に McDowell によって設立され、サプリメント類を製造販売していた。2006 年頃には積極的な広報と著名人の支持により急成長し、非公開の優良企業との評価を得ていた。

2007 年初頭、売主は S 社の将来性に関心を示す大手投資会社等から出資の提案を受ける中、A 社の最高経営責任者（CEO）であった Donahue を S 社の経営者（director）として迎えることとなる。そこで Donahue は A 社の強力なマーケティングやブランド力を売主に訴え、A 社傘下での“Squid Soap”の販売を提案した。同年 6 月、両者は S 社の知財を含む全資産を買主に譲渡する「資産譲渡合意書（Asset Purchase Agreement）」（以下「APA」）を締結する。APA の 10.3 には、「両社は（この契約内容が）取引（transaction）の条件に関する相容れない合意（compete agreement）を反映していることに同意する」とある<sup>2</sup>。この契約の第 1 の特徴は、売主がクロージング時に現金 100 万ドルで資産譲渡することに合

<sup>1</sup> 〔事案の概要〕及び〔判決の要旨〕は、*Airborne Health, Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP v. Squid Soap, LP* (Del Ch. 2009, Decided C.A. No.4410-VCL)、Laster, V.C. (November 23, 2009) による（第 1 章以外での引用・言及においては、Laster [2009] と表示する）。

<sup>2</sup> ここで言う「相容れない合意」が、Squid Soap の成長性に対する双方の価値評価の相違であり、その部分が「条件付取得対価可変条項」としてアーンアウト契約を構成していたということであろう。

意し、特定の目標が達成された場合 (if certain targets were achieved) には、追加で最大 2650 万ドルを支払う可能性もあった (plus the potential for earn-out payments) というものである。第 2 の特徴は、もし目標値に達しない場合には、買主は売主に資産を返還する条項があるという点である。APA の 3.2 には、(i) 買主はクロージング後 12 カ月間、Squid Soap に特化したマーケティング等の費用が 100 万ドル以下の出費であった場合、(ii) 同時期の売上高が 500 万ドル以下の場合、買主はその時点での譲渡資産 (Purchased Assets) を 10 ドルの対価で売主に返還する、とある<sup>3</sup>。これをここでは「資産返還条項 (“Asset Return Provision”）」(以下「ARP」) と称することとする。第 3 の特徴は、買主が目標達成のために具体的に何を成すかを定めていないことであり、第 4 は、買主に対する義務の詳細な記述がないことである。

ところが買主側は訴訟を抱えていた。契約締結時、A 社製品の信頼性がメディアで厳しい批判に晒され、「米国最大の商品詐欺のひとつ」として 2006 年 5 月にカリフォルニア州で集団訴訟に係争中であったことを売主は知らなかったという<sup>4</sup>。契約後は、両社の命運は一体であり、消費者は「A 社の Squid Soap」と認識する状況にあったことから、買主側の一連の騒動で「当初の商品価値を抹殺された」と売主は言う。その後、A 社はダメージ・コントロールに取り組み、McDowell が同社を再買収し、会社を再建するためのキャンペーンを開始する。しかし自社の中核的製品に投資を集中し、Squid Soap への対応は取られなかった。契約書である APA で設定した基準を満たさなかったことから「ARP」に基づき、当然に買主は売主へ資産を返還することになる。しかし時代は経済危機<sup>5</sup>の渦中であって、世間は景気後退期に陥っていた。

2008 年、売主側は APA に関連する様々な訴因を主張し A 社に対してテキサス州裁判所に提訴するが却下される。翌 2009 年、A 社は APA の下では責任を負わないという宣言判決 (declaratory judgment) をデラウェア州裁判所に求める。その後、売主側は A 社に対する反訴を申し立て、A 社が求めた略式判決 (judgment on the pleadings) が本件である。

## 〔判決の要旨〕

---

<sup>3</sup> 同様に 3.2 (g) では、総売上高が 750 万ドルに達する前に買主が商品の宣伝・販売等を終了した場合も、買主はその時点での資産を 10 ドルの対価で売主に返還するものとある。

<sup>4</sup> 契約 (2007 年 6 月) 9 カ月後の 2008 年 3 月、2350 万ドルで集団訴訟の和解が成立し、A 社は全国紙に謝罪広告を出すことに同意するも以降、様々なメディアで Airborne 叩きが起こる。同社は適切なメディア対応ができず、政府の規制当局も A 社とその創設者を虚偽表示で訴えた。最終的に 3700 万ドルの和解に同意し、650 万ドルを預託の上、販促計画を完全に刷新することを約束する。売主は、APA 契約の時点で、買主は集団訴訟や政府当局の動きについて知っていたと主張する。

<sup>5</sup> いわゆる「サブプライムローン」の問題や、「リーマン・ショック」等、米住宅・金融バブルの崩壊を指すものと思われる。

## A. 売主から買主に対する詐欺行為及び詐欺誘引行為の主張

### 1. 買主が訴訟係争中であることを開示しなかったという詐欺行為

この申立てで、売主は買主に対して APA の 5.12 の「あらゆる種類の法的手続き (any "Legal Proceedings" of any kind) の存在」を根拠に主張している<sup>6</sup>。しかし「買主の表明である 6.3 は (中略)『買主が本契約を締結し、または本契約において企図された取引を完了する能力を禁止または抑制する可能性がある法的手続き』のみに限定している」<sup>7</sup>。クロージング時点で、A 社の (Squid Soap に対する販売) 能力を「禁止または制限する可能性がある」訴訟が存在しなかったことは議論の余地がない。A 社に対する集団訴訟は、損害賠償を求めるものであり、本契約の履行には問題とならず、政府当局の動きも同様である<sup>8</sup>。また、「これによって契約完了させる ("consummate the transactions contemplated hereby")」という文言は、単に APA の契約締結という意味に留まり、アーンアウトのような契約後の義務を指すものではない<sup>9</sup>。複数形での「取引等 (transactions)」はクロージング時に一連のことを実行する必要があると認識され、「取引等」がアーンアウトまで及ばないことは、売主がクロージング後の支払い保証について交渉していなかったことでわかる<sup>10</sup>。「そのことから必然的に『完了』するであろうクロージング後のアーンアウトの『取引』はなかった。事実、双方は買主が販売基準に達しない可能性や、その際の資産返還を想定していたと思われる」<sup>11</sup>。「『取引等を完了する』という文言は、クロージングを意味しており、(中略) 売主が主張する詐欺行為に関しては、買主側の主張を支持する判決を下す」<sup>12</sup>。

### 2. 契約外の不実開示に対する詐欺の申し立て<sup>13</sup>

衡平裁判所 (Court of Chancery) の (連邦民事訴訟) 規則 9 (b) では、「詐欺を主張するためには、詐欺を構成する状況を具体的に述べるものとする」ことを要求している<sup>14</sup>。(しかし) 売主が主張する買主側の不実表示等に関しては、売主がその詳細を提示していないことから、この主張は規則 9 (b) の下では不十分である<sup>15</sup>。また、売主による「買主が返還しよ

<sup>6</sup> *supra* note 1, at 15-16.

<sup>7</sup> *Id.* at 16.

<sup>8</sup> *Id.* at 17-18.

<sup>9</sup> *Id.* at 18.

<sup>10</sup> *Id.* at 19-20.

<sup>11</sup> *Id.* at 20.

<sup>12</sup> *Id.* at 21.

<sup>13</sup> 「デラウェア州は、契約の確実性を高め、口頭での陳述またはそれらに基づく不法行為の申し立てを排除するために、当事者が書面による合意外以外の表明への依存を放棄することを認めている (*Kronenberg v. Katz*, 872 A.2d 568, 593 (Del.Ch. 2004))」 (*supra* note 1, at 22)。「APA には、コモンロー詐欺、または誘導詐欺の主張を制限するような文言等は含まれていないと言える」 (*Id.* at 24)。

<sup>14</sup> *Id.* at 25.

<sup>15</sup> *Id.* at 25-26.

うとする資産は、今や商品価値を失った製品や特許になってしまっている」との主張<sup>16</sup>に関しては、「M&Aの場面ではその過程において、商品や知財の価値が劣化することは有り得る」<sup>17</sup>と述べ、売主の反訴は棄却された。

#### B. 衡平法上の詐欺と過失による不実開示

売主はコモンローによる詐欺が適用できなくとも、より広範な衡平法上の詐欺が適用できると主張する。しかしながら本件での両当事者は対等の独立した関係にあり、どちらも有能な助言機関の指示を得て交渉していたことから、衡平法上の過失を認める余地はなく、売主の主張に反対し、買主の主張を支持する<sup>18</sup>。

#### C. 契約違反

「売主の主張は APA 違反に基づいている。(中略)しかし APA には買主の販売能力に関する記述はなく、売主も APA の文面を引用していないことから契約上の根拠はない」<sup>19</sup>。

『ARP』の規定により、基準値に満たない場合は『買主はその日の時点で存在する譲渡資産を売主に返還するものとする』とされ、『返還により契約に基づく両者の義務は、契約終了日までに支払われる義務を除き、終了するものとする』となっている<sup>20</sup>。「これは資産返還によって、A 社はその後の契約上の義務から解放される権利を有していたことを示している」<sup>21</sup>と判示し、契約違反の申立ては認められていない。

#### D. 誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約（以下、「黙示の誓約」）

「契約が一方の当事者に裁量権を与える場合、黙示の誓約は、裁量権が合理的かつ誠実に利用されることを要求する」<sup>22</sup> が「売主は、当時の買主が自社製品に対する法的な対応

---

<sup>16</sup> 「資産返還が早ければ、新しい買主を見つけることができたということに関する損害賠償請求も、根拠となる買主を特定できていない段階の漠然とした一般論である」( *Id.* at 31-32) として認めなかった。

<sup>17</sup> *Id.* at 27. しかしながら私見では、本件のような特異な事情による商品(あるいは企業)価値の劣化を、このような一般論で論じる切ることには疑問がある。

<sup>18</sup> *Id.* at 29-30.

<sup>19</sup> *Id.* at 30. 「売主が言う販売促進については、『ARP』の誤読であり、これを普通に解釈すれば、特定の基準が満たされない場合、買主が資産を返還することを要求している。この規定は、買主がマーケティングに特定の金額を費やし、特定の行動を取ることを義務付けてはいない。この規定は、買主が『ARP』に記載されている範囲内で Squid Soap を成功させることができなかった場合、売主が資産を取り戻すことを保証し、買主は資産を返還することになる」( *Id.* at 31) という規定である。

<sup>20</sup> *Id.* at 31.

<sup>21</sup> *Id.* at 31.

<sup>22</sup> 「黙示の誓約」に関しては第 10 章にて検討するが、ここで判決文の注 1 に引用されている文献一覧を紹介する。 *Amirsaleh v. Bd. of Trade*, (Del.Ch. 2008) (「端的に言えば、黙示の誓約は『裁量権行使当事者』が誠意も持ってその決定を下すことが要求される」); *Gilbert v. El Paso Co.*, 490 A.2d 1050, 1055 (Del.Ch. 1984) (「一方の当事者が実際に(黙示の誓約に相当する)状況が発生しているのか否かを決定する裁量権が与えられた場合、誠実に意思決定しなければならない」), *aff'd*, 575 A.2d 1131 (Del. 1990); *Bay Center Apartments Owner, LLC v. Emery Bay PKI, LLC*, (Del.Ch, 2009) (合意促進のために、支配下の企業が必要な行動を取ることを拒否するべく支配側が裁量権を行使した場合、黙示の誓約は認められるとされた事例); *Chamison v. HealthTrust, Inc.*, 735 A.2d 912, 922 (Del.Ch. 1999) (被補償者にとって利益相反にあ

と経済的負担、そして連鎖的な経済危機に見舞われていたことを明確に認識していたのであるから、買主が契約上の裁量を悪意で行使したという売主の主張は認められない<sup>23</sup>。本件は、買主の努力義務を規定するような条項のないアーンアウト契約を受け入れたことから、黙示の誓約違反によって、売主が成果を奪われたわけではない。したがって、売主が主張する黙示の誓約（違反）ではなく、買主を支持する判断を示す<sup>24</sup>。

## 本判決の意義：APA とアーンアウトの関係

本件は 2000 年代後半に、アーンアウトが争点となった多くの裁判と同様に、①-② 契約文言の解釈に関する問題、に分類できる。しかしながら本判決では契約書 (APA) の文言や、その契約書に含まれる条項 (「ARP」) に関わる判示が大部分を占め、アーンアウトそのものに関する言及は少ない。むしろ判決文では、契約におけるアーンアウトの設定内容に対する指摘が婉曲な表現に留まり「この契約をアーンアウトであるとの前提で考えるならば」といった裁判所の姿勢が散見される。

### 1. APA とその中に含まれる資産返還条項「ARP」

判決文を参照する限りにおいて、アーンアウトに関わる諸条件が APA には明記されていない。ここではそのような「特殊な状況」を前提として議論を進める<sup>25</sup>。

買主は、Squid Soap の知財 (brand name, goodwill, and intellectual property, including the Patents) を得たが、APA では一定の事業目標が成就されなかった場合 (if certain business targets were not met)、買主がそれら資産を売主に返還することになっていた<sup>26</sup>。これは想定する業績を買主が達成できない場合、譲渡資産を取り戻し、他社と再交渉する権利を留保するという売主の戦略であったと思われる。売主としては、APA の 3.2 (すなわち「ARP」) にある 10 ドルでの資産返還を規定した契約条項が、買主にとってアーンアウト実現に対す

---

る弁護士を「広い裁量権」を行使することによって選択することは黙示の誓約に反する行為であるとされた事例, *aff'd*, 748 A.2d 407 (Del. 2000); 及び Paul M. Altman & Srinivas M. Raju, “Delaware Alternative Entities and the Implied Contractual Covenant of Good Faith and Fair Dealing Under Delaware Law,” 60 *Bus. Law.* 1469, 1480-81 (2005) (「通常、デラウェアで黙示の誓約が認められるには、その裁量権は誠実に行使され、両当事者の合理的な期待と一致していることが必要である」) (*Id.* at 34-35)。

<sup>23</sup> *Id.* at 35.

<sup>24</sup> *Id.* at 36.

<sup>25</sup> この「特殊な状況」に関して、売主・買主両当事者、及び双方の弁護士事務所、デラウェア州裁判所、さらにはこの事件を論評している米国の複数の弁護士事務所にお問い合わせした。その結果、売主である Lynn 氏、デラウェア州裁判所、一部弁護士事務所から返信を得た。契約書である APA の原本を入手できなかったことから確証はできないものの、筆者は「特殊な状況」であった蓋然性は高いとの印象を受けている。

<sup>26</sup> *supra* note 1, at 6.



るモチベーションになると考えていたのではないか。仮にこの設計が機能しなかったとしても「最初の 12 カ月」という条件により、売主は次なるパートナー（売却先）を見つけることができるかと踏んでいたはずである<sup>27</sup>。しかしながら、APA 契約の 13 カ月前に、A 社は、自社製品の信頼性が揺らぎ集団訴訟を受け、APA 契約の 9 カ月後には和解と謝罪に追い込まれ「Squid Soap も Airborne 商品」と世間に認識されてしまったことが売主にとっては誤算であった。この買主側の訴訟に関する一連の事実が、売主には開示されていなかったことが争点のひとつとなっている。これらに対する裁判所の見解は、APA の契約文言を重視の姿勢に終始している<sup>28</sup>。さらに「ARP」は「買主が資産を保持し続ける場合の要件であり<sup>29</sup>、「資産返還によって、Airborne 社はその後の契約上の義務から解放される権利を有していたことを示している」<sup>30</sup>と判示している。

前述した通り、この判例は「アーンアウトの古典的事例」との扱いを受けている。しかし、一定の目標が達成された場合に追加的に対価を支払うという内容ではなく、達成できなかった場合に資産を返還するという条項を定めた契約が、「アーンアウト契約」として認識されていたのではないか。

## 2. APA におけるアーンアウトの契約上の位置付け

本件の「特殊な状況」を裏付ける視点として、契約書でのアーンアウトの位置付けについての本判決の見解を指摘したい。それは、クロージング後のアーンアウトの契約上の法的効力に関する言及にある。APA にある、「複数形での『取引等 (transactions)』が単なる契約履行以上の意味があり、クロージング後にもその義務が及ぶ」との売主の主張<sup>31</sup>に対し、ビジネスの実務経験者でもあったという当該判事<sup>32</sup>は、複数の米国の著名な辞書を引用しながら「これによって契約完了させる ("consummate")」という文言は、単に APA の契約履行という意味に留まり、アーンアウトのようなクロージング後の義務を指すものではない

---

<sup>27</sup> 売主は、①この契約で取引をすれば莫大な潜在的収益（アーンアウト）が見込め、②何らかの理由で買主が、最初の 12 カ月で販促に成功しなかった場合には、再び Squid Soap を他社に売り込めるという両にらみの戦略を立てていたと思われる。

<sup>28</sup> 「APA では、買主の努力や投入資源のレベルに関して具体的な義務を定めていない (absence of any specific commitments)」(supra note 1, at 33)。「APA には買主の販売能力に関する記述はなく、売主も APA の文面を引用していないことから契約上の根拠はな」く (Id. at 33)、APA にある「ARP」は「特定の行動を取ることを義務付けてはいない」(Id. at 35) のであって「Squid Soap を成功させることができなかった場合に、売主が資産を取り戻すことを保証し、買主は資産を返還すること」(Id. at 33) を記しているだけであると述べる。

<sup>29</sup> Id. at 7.

<sup>30</sup> Id. at 31.

<sup>31</sup> Id. at 18.

<sup>32</sup> Id. at 18.

33と指摘している。そしてAPAの4.1に記された取引の「完了はクロージング日に成され」、売主がクロージング後の支払い保証について買主と交渉していない事実から、「取引等」はアーンアウトまでは及ばない<sup>34</sup>と明確に論じている。さらに、『取引等を完了する』という文言は、将来のアーンアウト支払いを意味するわけではなく、クロージングを意味している<sup>35</sup>との見解を示す。そして「買主はAPAに違反しておらず、『ARP』に基づいて資産の返還をすることで、APAの条件を完全に遵守したことになる」<sup>36</sup>と述べ、契約上のアーンアウトの履行義務は認めていない。ここが本判決文のハイライトである。しかし明確な「アーンアウト条項」への言及はない。推察するにAPAには、「通常のアーンアウト条項」が存在せず、「ARP」を「裏側からのアーンアウト条項」と解釈したと思われる。

## 【判例2】 *Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.* (2021)<sup>37</sup>

アーンアウト・ターゲットが明確に設定されていたものの、その発動要件は第三者(政府)の規制によって想定外の結果となった。しかしその規制は契約以前から制定されていたことから、契約当事者は「知る由」があり、合意した取引を無効とするために「不可能性／非実行性の原則」を行使することはできないとされた事例である。

### 〔事案の概要〕

Obsidian Finance Group (以下、「Obsidian」、原告・売主)はLLCで、合併前の対象会社 (Identity Theft Guard Solutions, INC) の株主 (売主) 代表である。ID Experts Business (以下、「ID社」、被告・対象会社)は、2016年8月に完了した当該合併の存続法人であり、その持株会社 (Holdings、被告・買主) がID社の単独株主である。

2015年、サイバー攻撃による被害を受けた米連邦人事管理局 (「OPM」) は、その対処作業としてID社に1億3300万ドルでの契約を発注し、3年間の契約期間 (延長される場合もあり) で、ID社はデータ漏洩対応サービスを提供することになる。2017年、米国議会は包括歳出法 (Consolidated Appropriations Act) に基づき、米国政府が少なくとも10年間、デ

---

<sup>33</sup> *Id.* at 18.

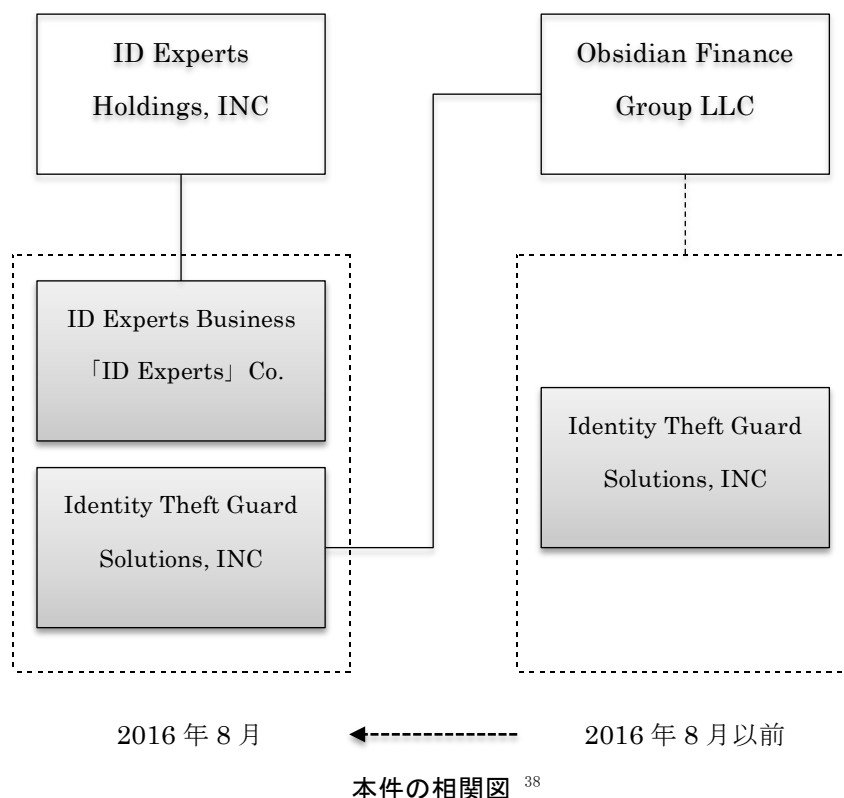
<sup>34</sup> *Id.* at 19-20.

<sup>35</sup> *Id.* at 19.

<sup>36</sup> *Id.* at 37.

<sup>37</sup> 〔事案の概要〕及び〔判決の要旨〕は、*Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.* C.A. No. 2020-0485-JRS (Del. 2021)、SLIGHTS, V.C. (Date Submitted: February 15, 2021, Date Decided: April 22, 2021)のMEMORANDUM OPINION (Mem.Op)による。

一タ漏洩の影響を受ける可能性のある対象に、漏洩防止策を提供することを義務付けることとなった。



2016年初頭、ID社の持株会社である Holdings, INC は、OPM との契約に基づいて提供されるデータ漏洩防止策の事業を含む ID 社の売却先を探していた。その際 OPM 契約の存在を喧伝し、契約延長の見通しも含めた企業価値を算定していた。同年8月、売主・買主両当事者は、(1)ID社の「レーダー事業」部門を、当時の株主 (Obsidian) が 100%所有する新設子会社に分離し、(2)データ漏洩防止および OPM 契約を含む ID 社の部分を、存続法人 (Holdings が単独株主) に譲渡するという 2 つの取引からなる合併契約を締結した。OPM 契約の延長の可能性を対象会社の価格に反映させるため、両当事者は「OPM アーンアウト」に合意した。その条項は、合併契約の 1.11(a)<sup>39</sup>に記され、クロージング後、対象会社が OPM

<sup>38</sup> 本件はやや複雑な取引である。本合併契約 (2016年8月) 以前の旧 ID Experts (Identity Theft Guard Solutions, INC) (右側点線内で表示) の株主代表が Obsidian Finance Group LLC であり、その「レーダー事業」部門を Obsidian が 100%所有する新設子会社に分離し、「データ漏洩防止および OPM 契約を含む ID Experts Business」部門を存続法人とし (左側点線内で表示)、ID Experts Holdings INC. が単独株主となる。

<sup>39</sup> OPM アーンアウト条項である、合併契約 1.11 「(a) OPM アーンアウト総額 (Amount) : (i)クロージ

契約を6年以上延長または更新した場合に、買主は売主側にアーンアウト対価として、OPM アーンアウト総額の50%を現金で支払うという内容である。OPM アーンアウトの総額は、本合併契約において、対価総額の10%強に相当する720万ドルと定義され、1.11(a)(ii)<sup>40</sup>では、「延長 OPM アーンアウト (Applicable Deferred OPM Earnout Payment Amount)」に関しても明記されている。ここで重要なことは、当該会社が OPM アーンアウトを達成することに関して「合理的な努力」または同様の条件を取り決めていないことである。

2018年12月ID社は、米国政府との間でOPM契約サービスを提供するための第2の契約（以下、「第2次OPM契約」）を締結した。しかしこの契約期間は、アーンアウトの発動に必要な6年間の契約延長とはなっていなかった。翌年1月、ID社の経営者（CEO）は、第2次OPM契約を締結したことをObsidianに通知し、「(第2次OPM契約の)期間は、『少なくとも6年』という基準を満たしておらず、OPMアーンアウトが支払われることはない」と述べている。Obsidianがその理由を調べたところ、連邦規則FAR 17.204(e)の規定<sup>41</sup>に基づいていると判明する。それによれば、どちらのOPM契約も「業務提供 (“services”）」に相当し「情報技術契約 (“information technology contracts”）」には該当せず、規定上契約は6年を超えることができないことになっていた。

2020年9月、原告は3つの訴因を含む修正済み訴状 (Amended Verified Complaint) を提出する。訴因Iは被告がアーンアウトの支払いを怠ったことに対する契約違反を、訴因IIでは、第2次OPM契約によってアーンアウトが有効であることの宣言的判決 (declaratory judgment) を求めた。そして訴因IIIにおいては、アーンアウト発生のために6年の延長または新規契約を行うことを要件としていることは、取引双方による事実と法に対する相互錯誤 (mutual mistake of fact and law) の結果であり、アーンアウトの支払いに必要な条件に関する当事者の意図を反映していないとして、1.11(a)(i)の修正 (reformation) を求めた。それに対し、被告は全ての訴因の棄却を求める申立てを行い、裁判所はその主張を認め、原告は全ての訴因を請求できないと判示した。

---

ング後、対象会社がOPM契約を6年以上延長または更新した場合（または6年以上の新規契約または代替契約を締結した場合）、持株会社 (Holdings、買主) は株主 (売主) 代表 (Obsidian) に速やかに通知し、OPM延長発効日から90日後までにアーンアウト対価として、OPMアーンアウト総額の50%を現金で株主 (売主) に支払い、また11(a)(iv)により、株主はその権利を有する。

<sup>40</sup> 「(ii) OPM 延長発効日の18カ月後の時点で、OPM契約の延長、または1.11(a)(i)に基づく契約が効力を有している場合、持株会社は株主に対して『延長OPMアーンアウト』に相当する対価を現金で支払い、また株主は1.11(a)(iv)により、その権利を有する」。適用される延長OPMアーンアウト支払額は、「(i) OPMアーンアウト総額の50%、または(ii) OPM契約による営業利益 (OPM Contract Operating Profit) のいずれか少ない方」と定義されていた。

<sup>41</sup> 「(e)当局によって別途承認されない限り、基本期間と選択期間の合計が5年を超えてはならない。この規制は情報技術関連には適用されないが、個別の契約に適用される法令により、契約期間の追加が設けられる場合もある」。

## 〔判決の要旨〕

### A. 訴因 I（契約違反）に関して<sup>42</sup>

原告は、「米契約法：Restatement (Second) of Contracts § 264 (1981)」（以下、「264」）に依拠して、「国内外の政府の規制や命令に従わなければならないことで義務の履行が不可能になった場合、その規制や命令が、その不発生の契約締結上の基本的な前提となる事象である」と主張しているが、これは2つの理由から適切ではない。第1に、264には、契約に存在しない契約違反の訴因を成文化することを示唆する記述はない。（そして）第2に、264Aは、「禁止または防止が契約締結時にすでに存在している場合、266(1)に記載されている規則が支配する」ことを明確にしている<sup>43</sup>。266条(1)は、その原因が「当事者が知るべき理由 (reason to know) のない事実」である場合に限り、実行不可能性の原則 (doctrine of impracticability) に基づいて免除されるとし、266(1)Aでは「影響を受ける当事者は、契約時点で、後に依拠する事実を知る由がなかったはずである。しかしながら原告は、OPM 契約に適用されるという規則を『知る由』があり、当該規定は契約時には施行されていた以上、266の基準には該当しない。本件の合併契約は、熟練した当事者間によるものであり、契約交渉時に政府契約の領域に精通していた (immersed) はずである」。「契約書の文言に拘束されるという推定は、当事者が独立し熟練した企業である場合には、一層適用される度合いが高まる」。このように、「当事者が予想でき、また予想すべきであった」予見可能な事象であったことから、合意した取引を無効とする (avoid) ために不可能性／非実行性の原則を行使することはできない<sup>44</sup>。

---

<sup>42</sup> 「原告が契約違反を主張するためには、契約の存在、契約上の義務違反、その結果としての損害を示さなければならない」 (*Sparton Corp. v. O'Neil*, 2017 WL 3421076, at \*5 (Del. Ch. Aug. 9, 2017))。また「デラウェアの裁判所は、契約の客観的理論に従い、当事者が特別な意味を企図したと思われる場合を除き、契約文言を通常の (plain) 意味で解釈する」 (*Neurvana Med., LLC v. Balt USA, LLC*, 2020 WL 949917, at \*15 (Del. Ch. Feb. 27, 2020) (internal quotations and citations omitted))。換言すれば「他の州よりも契約自体を重視するデラウェア州法の下では、当事者の契約文言の選択が尊重される」 (*GRT Inc. v. Marathon GTF Tech., Ltd.*, 2011 WL 2682898, at \*12 (Del. Ch. July 11, 2011))。

<sup>43</sup> RESTATEMENT (SECOND) OF CONTRACTS § 264 Cmt. a. なお、264は、*AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels & Resorts One LLC*において、有用な解釈を示した事例である。2020 WL 7024929, at \*80 (Del. Ch. Nov.30, 2020)。AB Stableにおいて、LASTER 判事は、COVID-19に起因する政府の規制により、売主が通常の業務を行うという契約上の義務を遵守できない場合には、非実行可能性の概念により買主が違反に対する救済を求めることができなくなる可能性があるが、通常の業務を行うという条件が満たされない場合には、売主は政府の規制に頼って買主にクロージングを強いることはできない（契約解除ができる）と判示している。

<sup>44</sup> *Obsidian* はまた、本合併契約の明確な文言 (clear terms) を無効とする (avoid) ために、失効 (forfeiture) および重要性という概念を引き合いに出す。そして「(アーンアウトの) 条件の発生が、合意した重要部分以外の事象で失効するのであれば、実行不可能性が失効条件を満たすことになる」と述べ、「条件が発生しないことが一方的な失効をもたらすのであれば、条件の発生が契約の重要部分でない限り、裁判所はその条件が発生しなかったことを免責することができる」。「(そして、この) 重要性は事実の問題であるため、裁判所は訴因 I の裁定を事実開示が終わるまで延期しなければならない」とする。しかしながら裁判所は、アーンアウトの条件である6年間の政府との契約が実行不可能ではないと判断し、*Obsidian* が、契約上の

## B. 訴因 II (アーンアウトが有効であることの宣言的判決) に関して

Obsidian の主張と平仄を合わせるためには、OPM アーンアウトの契約<sup>45</sup>を全面的に書き換える必要があるが、「契約の書き換えや、省略された条項を提供することは裁判所の役割ではない」<sup>46</sup>。

## C. 訴因 III (合併契約の修正) に関して

Obsidian は、OPM アーンアウトが 1 回の延長または 6 年間の新規契約を要求していることは、「合併当事者相互の事実および法律の錯誤に基づくものであり、アーンアウトの支払いに必要な条件に関する当事者間の真の意図を反映していない」として、合併契約の修正を求めている<sup>47</sup>。「修正は衡平法上の救済措置であり、なされるべきであったことをなされたものとして扱う、という格言に由来する」<sup>48</sup>が、裁判所に「自分の取引内容に満足していない当事者の求めに応じて新しい契約書を作成する...という衡平法上の許可」を与えるものではなく、当事者の事前合意を記すために意図されていた契約書が、その合意に適合していない場合 (に限り)、文言の修正を許可するものである<sup>49</sup>。

## 本判決の意義：契約違反および契約外の「知る由」に関する見解

### 1. 契約外の「実行不可能性」と「失効」の要件

原告の Obsidian の主張は、「米国政府との契約は合計が 5 年を超えてはならないが、情報技術関連には適用されない」という主旨の FAR 17.204(e)の規定により、第 2 次 OPM 契約を 6 年に延長できなかったことが、何らかの形で契約違反に相当するというものである<sup>50</sup>。そして、「実行不可能性」と「失効」の法理のいずれかの適用を求めている。

---

明確な意思表示に基づいて行った取引を無効とするよう認定できる根拠を提示していないことから、被告の棄却申立ては認められると判示した。

<sup>45</sup> 「1.11(a)(i)は『少なくとも 6 年の追加期間のための OPM 契約の延長または更新 (または少なくとも 6 年の期間のための新規契約もしくは代替契約)』に関しては、単数形の不定冠詞および名詞を使っている。これは、少なくとも 6 年の OPM 契約の延長が一度でもあった場合にのみ、OPM アーンアウトが発動されるという当事者の明確な意図を示している」(supra note 37, at 25)。

<sup>46</sup> *SV Inv. P'rs, LLC v. Thoughtworks, Inc.*, 7 A.3d 973, 992 (Del. Ch. 2010) (quoting *Cincinnati SMSA Ltd. P'ship v. Cincinnati Bell Cellular Sys. Co.*, 708 A.2d 989, 992 (Del. 1998))。

<sup>47</sup> 売主は特定の事実を主張せず、連邦規則に基づいて 6 年間の延長が可能であると当事者が誤って考えていたことを修正論の根拠としている。そして「両当事者は、延長または新規契約の潜在的な期間に関する FAR 17.204 および 52.217-8 の影響を知り、理解していたならば、当該会社と米国政府との間の契約延長または新規の契約に関し、OPM アーンアウトが発生するように、1.11(a)(i)を起草しただろう」と主張している。しかし「事前の理解」を示す具体的な事実がないことから、「法律問題としては受け入れられない」と判示した。

<sup>48</sup> *Interim Healthcare, Inc. v. Sherion Corp.*, 2003 WL 22902879, at \*6 (Del. Ch. Nov. 19, 2002, revised Dec. 1, 2003) (quoting 27 WILLISTON ON CONTRACTS § 70:19 (4th ed. 2003))。

<sup>49</sup> *In re TIBCO Software Inc. S'holders Litig.*, 2015 WL 6155894, at \*13 (Del. Ch. Oct. 20, 2015)。

<sup>50</sup> supra note 37, at 13-14.

まず「実行不可能性／不可能性の抗弁」に関しては、デラウェア州法のもとでは「管理されるべき事象が合理的に予見可能であり、当事者が予測でき、また予測すべきである」場合には、不可能性（または実行不可能性）の抗弁を行使することはできない<sup>51</sup>と明言する<sup>52</sup>。そして、266(1)Aでは「影響を受ける当事者は、契約時点で、後に依拠する事実を知る由がなかったはずである」として、契約時点で知る由があったとの理由で原告の訴えを退けている<sup>53</sup>。さらに、「合併契約は、熟練した両当事者によるものであり、Obsidianは契約交渉時に政府契約の領域に精通していた」のであるから、「FAR の影響はまさに『当事者が予想でき、また予想すべきであった』予見可能な事象であり、(中略)合意した取引を無効とするために不可能性／非実行性の原則を行使することはできない」<sup>54</sup>と判示している。

## 2. 「当事者が知る由」の有無：「知る限り」と「知り得る限り」

本件での裁判所の判断は、原告である Obsidian は、米国政府の FAR 17.204(e)の規定を「知る由があった」としている。これは Obsidian が調査すべきであり、調査すればわかっていた事象（規制）であったということであろう。しかしながら、これらは本契約に明記されていなかったと推察されるが、契約の一般原則として考えるべきであろうか<sup>55</sup>。これらを踏まえれば、本件は ①-① アーンアウト・ターゲットの解釈に関する問題、に近似する事案であると思われる。

---

<sup>51</sup> *Id.* at 15-16.

<sup>52</sup> また、264 条を根拠とした「国内外の政府の規制や命令に従わなければならないことで義務の履行が不可能になった場合、その規制や命令が、その不発生の契約締結上の基本的な前提となる事象である」との主張に対しては「264 条には、契約に存在しない契約違反の訴因を成文化することを示唆する記述はない。(中略) 264 条 A は、『禁止または防止が契約締結時にすでに存在している場合、266 条(1)に記載されている規則が支配』し、266 条(1)は、その原因が『当事者が知る由のない事実』である場合に限り、実行不可能性の原則に基づいて免除される」(*Id.* at 16-17)と判示している。

<sup>53</sup> *Id.* at 16-17.

<sup>54</sup> *Id.* at 17-18.

<sup>55</sup> 「知り得るべき」とは、立証責任の問題であり、またあるいは調査義務を課す趣旨であろう（以下は、藤田友敬 編著『M&A 契約研究 理論・実証研究とモデル契約条項』（有斐閣 [2018]）による）。「売主が合理的な注意を払っても知りえなかった事実である限り、仮に売主が M&A 取引を行うに際して特段の調査を行わなかったとしても、原則として売主は責任を負わないのではないか」（93-94 頁 [大石発言]）。しかし「仮に調査すればわかったであろうという情報が存在する場合（中略）立証責任の軽減という発想からは、積極的に悪意の心証がとれないけれども、（中略）売主が知らなかったことがはっきりしていて疑念の余地はないけれども、きちんと調べていればわかったであろうと言える場合は責任を負わせる趣旨」であるならば「単なる立証責任の軽減の域を超えている機能を持つことになる」（94 頁 [藤田発言]）。「このため善意に加えて無過失を要求することは、このような意味で調査義務を課すことを意味すると言われる（中略）、調査しなかった場合には、調査すればわかったはずの情報については不利益を被るということ」になる（94 頁 [藤田発言]）。この論旨で考えれば、Obsidian の主張は本判決同様に認められることはない。

## 1 アーンアウト条項の内容

ここまで契約条項の解釈に関連する判例を詳細に見てきたが、以下ではデラウェア州裁判所がアーンアウトをどのように認識しているのかを、判例文(判決理由)をから分析する。ここで、最初に第 I 部「理論編」の第 1 章の冒頭で引用したアーンアウトの定義を確認する。まず、国際会計基準である IFRS 3 (R) 付録 A にある条件付対価 (contingent consideration) では、「特定の将来の事象が発生した場合や条件が満たされた場合に、被取得企業 (対象企業) の旧所有者 (売主) に対し、対象企業に対する支配との交換の一部として、取得企業 (買主) が追加的な資産又は資本持分を移転する義務である」。次にその意義は Bruner [2004] によれば、「将来見通しの不一致を緩和する M&A 契約の条項として、(中略) 買主・売主双方の将来収益への期待に対する不一致の解消し、契約後の対象企業の経営を双方の期待収益の水準へと導くインセンティブとなる」。これらを念頭に以下では、アーンアウトの概念を考察したい。

アーンアウトの古典的判例とした【判例 1】の *Squid Soap* (2009) から検討する。この事例は、典型的なアーンアウトの様式とは異なり、アーンアウトの発動要件を類推するという契約構成であった蓋然性が高いものの、判決 (理由) で言及されたアーンアウト観<sup>56</sup>が、後のアーンアウト論に影響を与えている。しかしながら、上述した定義を前提とすれば、「判旨からは APA にはアーンアウト条項が存在しなかったと示唆している」との仮定もできよう。それでは本事例において、アーンアウトを発生させるために売主はどのような内容の契約を締結すべきであったのか。

### アーンアウト契約として機能するための文言

第 1 に判決は「APA には両当事者が合意した明確な財務目標 (financial targets) が含まれている」<sup>57</sup>と指摘する。しかしながら判決文を抛り所とする限り、アーンアウト・ターゲットを連想させる文言・数値は「ARP」の部分にのみ見られる。しかしこれは買主が譲渡資産を売主に返還する際の条件であり、アーンアウトを実行するための基準値ではない。次に、売主が譲渡先を決定する決め手となったのは「A 社 (中略) 傘下に入ることで“Squid Soap” の潜在力を最大化できる」という買主側からの提案<sup>58</sup>である。「“Squid Soap” が Airborne の商品として世間に認識され、販売されるという買主からの説明」<sup>59</sup>があった。も

<sup>56</sup> 後述する「アーンアウトの定義と意義」、及び注 77 を参照されたい。

<sup>57</sup> *supra* note 1, at 34.

<sup>58</sup> *Id.* at 4-5.

<sup>59</sup> *Id.* at 8.



っともこれは買主側の Donahue の、売主に対するセールストックであって「APA には記述がない」<sup>60</sup>ことから、裁判所は売主からのこの主張を受け入れない。そして「売主は買主に対して、契約上で販売促進に関する努力義務を明確に規定できたであろうし、営業姿勢を拘束する条項を主張すべきであった」<sup>61</sup>と指摘している。これらはアーンアウト契約における拘束内容として、その後のアーンアウト条項の必須項目となっている。

### 「ARP」はアーンアウト条項なのか

明確なアーンアウト・ターゲットが設定されていないのみならず、アーンアウト達成の努力義務も含まれていない事例の判決を、アーンアウトの古典事例（先行判例）と位置付けることには疑問もある。判決文にもあるように「売主は、クロージング後の支払いの履行の保証に関しては何の交渉もしていない (did not bargain for any guarantee of post-closing payments)」<sup>62</sup>。そして裁判所は APA にある「一定の目標が達成された場合には、アーンアウトの可能性もあった (a possibility of earn-out payments if certain targets were hit)」<sup>63</sup>と指摘するが、この「一定の目標」を示しているのは「ARP」に記された数値であり、資産を返還する際の条件であろう。さらには「それら目標を達成し、何らかの支払いする契約上の義務を買主は表明していない」<sup>64</sup>という契約内容を売主が楽観して取引を実行したことから、極めて特殊な取引であったと思われる。

## 2 アーンアウトに対するデラウェア裁判所の認識

【判例1】が判決文に引用された事例から、アーンアウトの意義そのものに対する言及部分が引用され、アーンアウトの機能を「リスク配分」にあるとした【判例2】(2021)を比較検討の対象として考察する。二つの判例には決定的な相違がある。以下では、両判例で記述されているアーンアウトの構造、及び条件（要件）とアーンアウトの発動（効果）を対比し、判決（理由）からデラウェアのアーンアウトに対する認識を検証する。アーンアウトの法的な性質を考察する後者は売主・買主両当事者間に、対象会社に対する評価に相違はないという意味でアーンアウト契約としては異例であり、第三者（政府）の規制によりアーンアウトの発動が阻止されたという事例であった。

---

<sup>60</sup> *Id.* at 8.

<sup>61</sup> *Id.* at 36.

<sup>62</sup> *Id.* at 20.

<sup>63</sup> *Id.* at 20.

<sup>64</sup> *Id.* at 20.

## アーンアウトの発動と契約の履行

いずれの事例も、アーンアウトの発動、及び契約違反を認めず、契約は履行されたと判示している。まず、【判例1】の判決を読む限り、契約文（APA）において「アーンアウト」という文言は登場しない。また売主も、直接的にアーンアウトの履行を求める訴えを起こしているわけではない。APAにある“transactions”が複数形であることから、クロージング以上の何かを意味するものであるとの売主の主張に対し、裁判所は「その何か」は売主にとっては「アーンアウトでなければならない（must be）」と述べる<sup>65</sup>。しかし「ARP」によって買主は「契約上の義務から解放される権利を有していた」<sup>66</sup>のであるから、「これによって契約完了させる」という文言は「アーンアウトのような（such as）契約後の義務を課すものではない」<sup>67</sup>と指摘している。また、「一定の目標を達成した場合には、アーンアウトの可能性があったが、（中略）クロージング後のアーンアウトの『取引』は、必ずしも『完了』されるものではなかった」<sup>68</sup>として、アーンアウトの「可能性」にも言及している。つまり判決の本論としては、この契約内容が「資産返還」であったとしても、一般論（傍論）として「アーンアウトと想定するならば」といった類の前提を置いた見解が散見される。そして、売主がクロージング後の支払い保証について買主と交渉していない事実から、『取引を完了する』という文言は、クロージングを意味している<sup>69</sup>という指摘から解釈するに、アーンアウト契約とは見なしていなかったとも考えられる。結果として、売主が主張する買主の契約違反を認めていない。

一方の【判例2】では、【判例1】を引用しながらアーンアウトの性質を明確に論じている<sup>70</sup>。そして「熟練した当事者間による確率推定に基づいて交渉するアーンアウトに関しては、（中略）条件のいかなる調整も、法律問題としては『重要』となる」<sup>71</sup>と論じ、アーンアウトの性質、およびその法的位置付けを言明していることは重要である。これは、契約に「アーンアウト」と明記されているものの、その発動要件が買主側の経営（努力）ではなく、当該事業の契約相手方である政府の規制によって阻まれた事例である。しかし本件は「（規制が）契約締結時にすでに存在している場合」に相当し、「その原因が『当事者が知る

---

<sup>65</sup> *supra* note 1, at 18.

<sup>66</sup> *Id.* at 31.

<sup>67</sup> *Id.* at 18.

<sup>68</sup> *Id.* at 20.

<sup>69</sup> *Id.* at 20.

<sup>70</sup> 詳細は後掲、「アーンアウトの発動要件」を参照されたい。

<sup>71</sup> *supra* note 37, at 24. また、「デラウェア州法では『交渉の席で得られなかった契約上の権利を行使するために、裁判所に来ることはできない』（*Id.* at 23）と契約文言を重視するデラウェアの姿勢を示している。

由のない事実』である場合に限り、実行不可能性の原則に基づいて免除される」との理由で原告の訴えを退けている<sup>72</sup>。「契約は、熟練した両当事者によるものであり、(中略) 政府契約の領域に精通していた」のであるから、『当事者が予想でき、また予想すべきであった』予見可能な事象であり、(中略) 合意した取引を無効とするために不可能性／非実行性の原則を行使することはできない<sup>73</sup>と判示し、やはり契約違反もアーンアウトの発動も認めていない。

### アーンアウトの発動要件

【判例1】は、「クロージング時に現金100万ドルで資産譲渡することに合意し、特定の目標が達成された場合には、追加で最大2650万ドルを支払う可能性もあった」というものである。両当事者のこの合意は、典型的な「アーンアウト」のように思える。しかしながら、この「アーンアウト」の発動要件(アーンアウト・ターゲット)は明示されていない。判決文では「APA(契約)には両当事者が合意した明確な財務目標が含まれている」<sup>74</sup>と指摘するが、アーンアウト・ターゲットを連想させる文言・数値は「ARP(資産返還条項)」に見られるだけである。しかしこれは買主が譲渡資産を売主に返還する際の条件であり、アーンアウトを実行するための目標値ではない。推察するに売主は、買主が「ARP」の数値をクリアすれば、それ相応の収益が見込まれるはずであり、最大2650万ドルのアーンアウトの「可能性(potential)」もあったという取引であろう。事実、この契約構成に関し、判決文には「アーンアウト」という文言が散見されるが、「アーンアウト同様に(Like the earn-out)、売主がSquid Soapの成功を確信していたことを示している」<sup>75</sup>と判示した部分など<sup>76</sup>があり、本件がアーンアウト契約の条件を満たしていないと意識しながらも、アーンアウト契約として処理したのではないか。

この点において【判例2】は明快である。対象会社とOPMとの契約期間がアーンアウト・ターゲットに設定されている。延長の可能性を見込み、当初3年間の契約に対し、6年以上の契約となった場合に、アーンアウトが発動される。これに類似するアーンアウトとしては、新薬開発型新興企業を対象とした米食品医薬品局(FDA)による許認可がトリガーとなる事例がある。しかしながら本件は少々異質のように思える。創薬スタートアップにとってFDAの許認可の有無は、その企業価値の審査でもある。それは現時点の価値評価

---

<sup>72</sup> *supra* note 37, at 16-17.

<sup>73</sup> *Id.* at 17-18.

<sup>74</sup> *supra* note 1, at 34.

<sup>75</sup> *Id.* at 7.

<sup>76</sup> 前述した「アーンアウトでなければならない(must be)」、あるいは「アーンアウトのような(such as)」といった記述もこれに相当する。

認定に直結し、その後の企業価値を決定する。言わば、対象企業の本源的価値の評価に関わる問題であるが、本件の場合には両当事者ともに OPM 契約の延長を前提としていた収益機会（ビジネスチャンス）の問題である。確かに、契約延長は当該企業のキャッシュフローを増加させ「企業価値」を高めようが、それはまた別問題である。そこに売主・買主両当事者間の対象企業の本源的価値に対する評価差は存在しないのではないか。その意味で、対象企業に対する情報の非対称性の問題はなかったと言えることから、一般的なアーンアウトとは異なっていると思われる。

### アーンアウトの定義と意義

このようなアーンアウトに対する裁判所の見解も興味深い。【判例 1】では、「アーンアウトとは（特に対価全体に占めるその比率が大きい場合は）、企業価値に対する見解の不一致を反映し、契約時の少額の現金と将来の多額の支払いをもって両者の見解の溝を埋めるものである。論理的には見込み通りの状況になれば機能するわけであるが、（両当事者の）価格に対する（現在の）見解の相違を、結果について争う（将来の）訴訟に転化させることが多々ある」<sup>77</sup>とアーンアウトに対する一般論（傍論）を披瀝する。そして、その潜在的支払い部分が「（対価全体に占める割合から見て）大規模なアーンアウト（earn-out of this magnitude）であることから、売主は Squid Soap には莫大な価値があると信じ、そこに大きく賭けていた（to bet heavily on）」と指摘しているが、これも傍論部分に相当し、裁判所による売主の思惑に対する推定であろう。ここでの見解が示唆するアーンアウトとは、「賭け」の要素が多分に含まれるということになる。もっとも、この契約が形式的には「アーンアウト」の亜流であったとしても、裁判所に持ち込まれたという事実とその係争内容から、実質的に「アーンアウト」として処理したという解釈も可能であろう。しかしながら、「売主は買主に対し、契約上で販売促進に関する努力義務を明確に規定できたであろうし、買主の営業姿勢を拘束する条項を主張すべきであった」<sup>78</sup>と指摘するのであれば、アーンアウト・ターゲットの設定に関しても、アーンアウト契約としての要件を判示すべきではなかったのか。

一方、【判例 2】においては傍論部分で、「アーンアウトとは、被買収企業が交渉で決められた特定のマイルストーンを達成したときに、追加の（多くの場合多額の）対価を支払うことを意図している。これは、偶発的な事象が発生する推定確率（estimated probability）

---

<sup>77</sup> “an earn-out often converts today's disagreement over price into tomorrow's litigation over the outcome” (*supra* note 1, at 5) .

<sup>78</sup> *Id.* at 36.

と密接に関連している」<sup>79</sup>と述べる。そして【判例1】のアーンアウトに関する傍論部分を引用しながらも、アーンアウトの確率計算の可能性を指摘し、「ベンチマーク（アーンアウト・ターゲット）を変更することは、そのリスク・プロファイルを変更することである」<sup>80</sup>と述べ、アーンアウトが統計学の確率密度関数を前提とした取引行為であるという見解を示している。

先行研究によれば、アーンアウトの意義には、情報の非対称性における逆選択を避けるシグナリング効果があった<sup>81</sup>が、この通説に対して、アーンアウトにはそのような機能はなく、単に取引の不確実性を売主側に負担させることで、M&Aを促進させるに過ぎないという説（有力説）<sup>82</sup>がある。例えば、この「有力説」を冒頭に引用している【判例3】<sup>83</sup>の判決文では、「(アーンアウトは)対象会社の将来の業績と買主が最終的に支払う対価に関して、両当事者が交渉で決めたリスク配分（allocation of risk）の取引」<sup>84</sup>との認識が示されている。あるいは「原告によれば、アーンアウトの実現そのものが『期待』であり、買主がアーンアウトを実現できなかったことが、黙示の誓約が救済すべき『阻止』の一種となる。このような条件付対価の考え方は、アーンアウトに内在するリスク配分を無視している。当事者は、契約時にアーンアウトが支払われるかもしれないし、支払われないかもしれないと予想している（あるいは予想すべきである）」<sup>85</sup>という見解や、「当事者の契約の履行によって実現できない期待もない」<sup>86</sup>等々、アーンアウトの意義に関わるデラウェアの視座がわかる。ここから、アーンアウトの意義を論じた先行判例と共に、研究者の見解とは異なった実務的視点からアーンアウトの意義を分析し、両者を論理的に再構成することでアーンアウトの理論化も可能性であると思われる。

私見では、【判例1】と【判例2】はどちらも典型的なアーンアウトの事例とは異なる内容であるが、それぞれの判決におけるアーンアウトに対する見解の相違は何に由来するのか。ひとつ考えられることは、この12年間のデラウェアにおけるアーンアウトに対する認識（理解）の変化（深化）である。【判例1】（2009年）におけるアーンアウトの機能とは「事

---

<sup>79</sup> *supra* note 37, at 22-23.

<sup>80</sup> *Id.* at 23.

<sup>81</sup> 第1部「理論編」の第2章、及び第5章を参照されたい。なお、それらの詳細は、Kohers and Ang[2000]、Dater et al. [2001]、Cain et al. [2006]を参照。

<sup>82</sup> 第1部「理論編」の第2章、及び第5章を参照されたい。なお、その詳細は、Quinn [2013]を参照。

<sup>83</sup> *Shareholder Representative Services LLC v. Albertson's Companies, C.A. No. 2020-0710-JRS* (Del. June 7, 2021).

<sup>84</sup> ここで引用されている文献は、前掲注82のQuinn [2013]: 140-41.である（「アーンアウトは、売主が予測した程に（対象企業の）未来が薔薇色でないことが判明した場合に、買主が売主に過大な支払いをする可能性を低減することを可能にする。売主は、その楽観主義の潜在的コストを負担する」）。

<sup>85</sup> *supra* note 37, at 28.

<sup>86</sup> *Id.* at 29.

後の価格調整契約」であり、「対価決定の先送り」である。買収対価に占めるアーンアウトの大きさから、その目的は「とりあえず取引を成立させる」というところにあるのかもしれない。これは衆目の一致するアーンアウトの機能である。そしてそこには「賭け」の要素が内包されているという認識を示している。それが【判例 2】(2021 年)においては「確率計算」を可能とする「リスクの論理」と洗練、変換して判示されている。推察するに、【判例 2】による【判例 1】の引用は、【判例 1】の見解が、その牧歌的認識ゆえに汎用性が広く、【判例 2】の時点に至るまでの「アーンアウト論」の発展を、あるいはそこに上書きの余地を見出していた結果であるとも考えられよう<sup>87</sup>。判決文にアーンアウトが「定義」されているこれら判例を、アーンアウトの「限界事例」として引用し、アーンアウトの外枠を画すこともまた可能ではないだろうか。

### 3 小括

アーンアウトとは、売主・買主両当事者間における対象企業に対する価値評価に関する不一致を、将来の一時点で合致させることを前提とした対価の支払い方法である。クローキング時に対象企業(事業)の株式(持分)は、売主から買主に譲渡されるが、その時点での買主から売主への対価の支払い額は暫定値である。売主が期待する残額(アーンアウト)は、アーンアウト・ターゲットの達成を条件に、アーンアウト期間終了時まで延期されるという変則的な契約である。つまり所有権が買主に移転した段階で、売主が受け取る対価は暫定額で、その後の支払い(アーンアウト)は対象企業の経営成果に左右されることになる。この特性から裁判所に持ち込まれる案件の多くは、一般的な M&A がそうであるように、対象企業の経営が買主側に移転した場合である。

本章の事例も同様で、買主側が対象企業の経営を担っていた。10 余年を隔てた米デラウェア州裁判所の 2 つの判例であったが、いずれも典型的なアーンアウト契約とは異なる事例であったと思われる。特に【判例 1】では、アーンアウトそのものを「契約の履行」から除外している(もっとも、契約に明記されていない以上、当然ではあるが)。また、アーンアウトに関する見解も、一般論(傍論)として「見込み通りの状況になれば機能する」と述べるが、本論では売主がアーンアウトに「大きく賭けていた」と解釈している。しかし【判

---

<sup>87</sup> しかしながら【判例 2】の見解を踏まえれば、別の仮説も設定できる。例えば Bruner によれば、アーンアウトとは「対価の幅が大きいことに鑑みて、当該企業の(本源的価値の)不確実性が大きい程有用となる。したがって、その積算にはモンテカルロ法(Monte Carlo simulation)を採用すべきであり、期待収支(キャッシュフロー)の割引現在価値を想定すべきではない」という(Bruner [2004])。つまり、アーンアウトを不確実性の領域で捉えていると思われる。以上に関連した見解は、第 I 部「理論編」の第 1 章と第 5 章を参照されたい。

例2】では、その【判例1】を引用しながらも「偶発的な事象が発生する推定確率と密接に関連している」と明言し、確率（リスク）算定の可能性を認めている。奇しくもこの間、10年以上の間隔である。これまでのアーンアウトに関する判例でも、アーンアウトの意義を、裁判所がこのように明言した判決はなかったと思われる。これらの判例だけでアーンアウトの概念を確定することはできないが、現在までのデラウェア裁判所のアーンアウトに対する見解の変遷をうかがえるのではないだろうか。

## 第7章 アーンアウト条項：売主買主のアーンアウトに対する義務内容

### 【判例3】 *SRS LLC v. Albertson's Companies, (2021)*<sup>1</sup>

買主が意図的に会社を運営し、アーンアウトを回避したという売主の主張に対し、買主の「意図」に関する契約上の義務違反を証明することはできても、契約に明記されていない将来の想定に基づく詐欺を主張することはできないとされた事例。

本件は、契約条項 2.9(h)(vii)において、買主に対象企業の「絶対的経営権」を認めながらも、アーンアウトを妨げる行為も認めていない。すなわち、買主の利得としては「プラス方向」を確保した契約であり、売主にとっては「マイナス方向」の回避が保障されたフラットな内容となっている。

#### 〔事案の概要〕

原告は Plated を経営していた DineInFresh, Inc. (対象会社) の元株主と権利者の代理人として指名されている株主代表 (Shareholder Representative Services) である SRS LLC (売主) である。被告である Albertsons 社 (以下、「A 社」。買主) は、複数のチェーン店を所有・運営する (小売業) 米国第 2 位の企業であり、2012 年設立の「電子商取引 (EC) による定期的なミールキット配送会社」であった Plated を 2017 年に合併 (merger) した。オンラインで家庭料理の材料やレシピが入ったパッケージが自宅に直接届けられるというビジネスモデルにより設立当初から着実に成功を収め、2013 年には 10 万食以上を、2017 年には第 1 四半期だけで 45 万食を供給していた。この数字は売上高ベースでは、2016 年第 1 四半期の 1860 万ドルから、2017 年第 1 四半期の 3160 万ドルへと増加した計算になる。さらにデータ分析や技術、ソフトウェアに焦点を当てた高度な商品供給網 (サプライチェーン) システムを開発し、従業員の専門知識も相まって、当初から魅力的な買収対象ともなっていた。設立メンバーが株式公開を検討していた 2017 年の春、A 社が接触し、同年夏に M&A の趣意書に署名する。

---

<sup>1</sup> 以下の〔事案の概要〕と〔判決の主旨〕は、*Shareholder Representative Services LLC v. Albertson's Companies*, C.A. No. 2020-0710-JRS (Del. June 7, 2021)、SLIGHTS, V.C.の MEMORANDUM OPINION (Mem.Op) による (第 2 章以外での引用・言及においては、SLIGHTS [2021] と表示する)。なお、この【判例 3】の分析は、拙稿「アーンアウト期間における対象企業の経営に関する契約条項の考察」『法研論集』第 184 号 145-168 頁 (早稲田大学大学院) [2022] を再構成したものである。



EC 事業の将来性と買収後の計画について、A 社は「当社が競争に勝つためには、データサイエンスを事業の中核に据える必要があり、Plated はそれを可能にする」との認識を売主側に伝えていた。そして Wal-Mart 社による jet.com の「変革的買収 (transformative acquisition)」と比較し、Plated に対し「両社は共に、デジタルを使って顧客との緊密な関係を構築する」と表明している。このようなシナジーを前提とした事業計画で、A 社の経営陣は、「Plated は今後 3 年間の業績予想を容易に達成できる」と自信を示していた。M&A 趣意書の署名後、A 社は Plated の幹部に対して「Plated のビジネスの成長にコミットし、ミールキット市場でのシェア獲得」を期待している旨を表明している。これは A 社が、Plated の既存の EC 事業の成長に多大な時間、資本及び資源を投入する用意があることを示す結果となった。そして、通常通りに EC を運営する一方、実店舗でも事業を成長させるために、段階的に店舗での取り組みを推進することも伝えていた。取り決めでは、A 社による買収後は Plated が独立して事業を運営し、クロージング後に買主と売主の間で業務提携 (パートナーシップ) を結ぶものとして提示された。この独立性保持の一環として、主要な従業員に株式を与え、定着性を高めるために Plated の経営陣が彼らの給与額を決定できるようにした。そして「本取引の成功には、同社の経営陣と従業員が不可欠である」という認識の下、規模の経済 (効果) や運送コストの低減による収益の増加を宣伝した。このような見解を示してはいたものの、A 社経営陣には EC 事業に懐疑的な勢力がいたことを買主側は隠していた。事実、当初から EC 事業を犠牲にする可能性があるにもかかわらず、実店舗での商品ラインを迅速に構築することを計画していた。

2017 年 9 月、Plated は A 社の 100% 出資子会社と合併した (Plated was merged into a wholly owned subsidiary of Albertsons)。契約では、一時金として 175 百万ドルを、一定の目標を達成した場合、3 年間で最大 125 百万ドルの対価を支払うことが予定されていた。この目標は Plated の過去の業績と合併後の成長予測に基づいて算定され、原告によれば、両当事者は Plated が既定路線での事業を継続すれば、目標は容易に達成されると認識していたという。各年の基準値はその年の「純収入」に基づくものであり、Plated の「連結総収入」と定義されていた<sup>2</sup>。

契約書には、合併後の対象企業の運営において買主が果たすべき役割について 2.9(h)(vii)

---

<sup>2</sup> その「連結総収入」は以下に起因するものとされていた。「(i) ミールキットその他、対象企業が開発または調理する全ての商品の全部または一部を、店頭または電子商取引を通じて販売すること。(ii) 対象企業が展開する販売場での商品の販売。(iii) 提携企業が「Plated」ブランドまたはその他の対象企業が所有する商標を使用して、店頭または電子商取引を通じて商品を販売すること、あるいは(iv)上記に記載された製品もしくは販売場での商品陳列または販売提携先との間に発生する広告手数料、利益分配または陳列奨励金 (の負担)。以上から、会計原則に従って決定される、提携企業から請求され支払われる範囲の、製品返品、引当金、値引き、ならびに売上税、使用税、付加価値税その他の直接税 [および会社間取引および持分投資からの収益を除く] を差し引く」。

に規定されている：

本条項(vii)に別段の定めがある場合を除き、[A社]は、[A社]及びその子会社([Plated]を含む)に関する全ての事業及び運営上の意思決定を、他の利害に関係なく単独かつ絶対的に行う権利を有し、[Plated]をアーンアウト対価を最大限にする方法で運営する義務はないものとする。但し、[A社]は、アーンアウトの発生を減少または回避する目的でいかなる行為も行わず、またその関連会社にもいかなる行為も行わせないものとする。

A社は2018年の内部文書で示されたように、約束通りに事業を進めていればPlatedがアーンアウト・ターゲットを容易に達成できたであろうことを認めた。しかし、クロージング直後、A社のマーケティング責任者は、経営陣が「EC事業に関心はなかった」と売主側に告げる。PlatedのデータサイエンスとA社の既存の実店舗にどのような利益をもたらすかだけを考えていること、EC全般や定額継続課金(サブスクリプション)ビジネスを重視していないことを売主側に認める。これらの否定的な考え方は、2018年7月の会議で、A社の最高経営責任者(CEO)からPlatedの従業員に告げられた。クロージングの翌日、A社はPlatedの資源の再配分に取り掛かり、1週間後には約1000店舗での製品販売を開始した。これは、Platedをサブスクリプションモデルから、多角的双方向の「オムニチャネル」に移行させるという隠蔽された意図に沿ったものであった。Platedのサプライチェーンの複雑さを考えると、この試みが実現不可能であることを十分認識した上で、この劇的なビジネスモデルの戦略的転換を始めたとされる。広報も変更され、A社はPlatedの収益と顧客の離反を引き起こすことを理解していたにもかかわらず、Platedのマーケティング・チームに、実店舗での販売に焦点を当てるよう指示した。これにより、EC事業から多くの資源が流出し、売上が大きく落ち込むこととなる。買収後(post-acquisition)の初日から、実店舗での小売がPlatedの最優先事項であることをA社は明言していた。

本訴訟では、A社が、ECのリーダーとして実績のあるPlatedの成長性に焦点を当て、その運営に尽力するという点について不実表示(misrepresentations)を行ったことと、それにより(売主側が)誘引された他の多くの事項について申し立てている<sup>3</sup>。訴状によれば、

---

<sup>3</sup> 「第1に、輸送コストの削減は見当違いであった。A社の取引力にも拘らず、Platedの売上原価は増加し、供給コストは改善されなかった。Platedの顧客の大半が東海岸にいるのに対し、A社の供給業者は西海岸で操業していた。コスト増だけでなく、このような配送に伴う物流問題が、ミールキットの品質の低下、顧客からのクレームの増加、サブスクリプション解約の増加につながっていった。第2に、特定の従業員の雇用と報酬に関して、独自に事業を運営するための「広い裁量」が与えられていなかった。A社は自社の幹部をPlatedの最高執行責任者(COO)として採用するよう要求し、特定の従業員に株式を提供する取り組みを妨害し、主要人員を辞職させた。結局A社はPlatedの経営を誤り、アーンアウト・ターゲットを達成することができず、同社を破滅に追いやったという。Platedが納品業者と交渉した優遇価格を

買収後の A 社の経営判断や妨害は、Plated の収益の大幅な減少を招き、それらがなければ Plated は成功し、少なくともアーンアウトの一部が支払われたはずであったが、A 社の意図的な妨害行為によってアーンアウト・ターゲットは何一つ達成されなかったということである。

原告は売主に代位して売買代金の追加的支払いを求めて訴えを提起したところ、被告は訴え棄却の申立て (motion to dismiss) を行った。裁判所は、次のように判示して、訴因 I 以外に基づく訴え棄却の申立てを認めたが、訴因 I に基づく訴え棄却の申立ては認めなかった。

### 〔判決の要旨〕

#### A. 契約違反

原告は、訴因 I において、A 社が、アーンアウトの支払いを減少または回避させる意図<sup>4</sup>で行動することにより、合併契約の 2.9(h)(vii)に違反したと申し立てている<sup>5</sup>。アーンアウトを回避する買主の意図を主張するには、アーンアウトを回避する目的が「唯一の意図 (sole intent)」である必要はなく、買主の行動が「少なくとも部分的にはその意図によって動機づけられていた」<sup>6</sup>ことを原告は主張することになる<sup>7</sup>。

アーンアウトのトリガーである収益は「Plated の過去の業績と将来予測に基づいており、Plated がその経営路線を継続した場合、目標を容易に達成できると合理的に期待していた」と原告は主張している。A 社の内部文書によると、EC 事業を支援すれば、同事業は 2018 年に 125%の成長を達成し、アーンアウトの水準を大きく上回ることを認めている。それにもかかわらず、A 社は、クロージング直後「Plated に対して、週内に小売製品を 1000 店舗に導入するための資源の再配分を指示した」のである。A 社は、この試みがビジネスとし

---

利用せず、成長のための自己資金調達の可能性を拒否し、終には EC 事業からの撤退を発表する」。

<sup>4</sup> 「意図」とは「人が行動する際の計画、決意、判断」と定義され、「法的な意味での意図とは、特定の結果のための特定の手段を使用することである」。Lazard Tech. Prs, LLC v. Qinetiq N. Am. Operations LLC, 114 A.3d 193, 195 n.8 (Del. 2015) ; Coverdale v. State, 531 A.2d 1235 (Del. 1987) (Table) (same); BLACK'S LAW DICTIONARY (10th ed. 2014) (「意図とは、ある行為を行おうとする精神的な決心や決意のこと」)も参照。

<sup>5</sup> 契約条件を解釈する際、「デラウェアの裁判所は契約の客観的理論に則り、当事者が特別な意味を意図したと思われる場合を除き、言葉に平易な意味を与える」(Neurvana Med., LLC v. Balt USA, LLC, 2020 WL 949917, at \*15 (Del. Ch. Feb. 27, 2020) (cleaned up).)。換言すれば「他の州よりも契約主義的なデラウェア州法の下では、当事者の契約上の選択が尊重される」(GRT, Inc. v. Marathon GTF Tech., Ltd., 2011 WL 2682898, at \*12 (Del. Ch. July 11, 2011).)。

<sup>6</sup> Lazard, 114 A.3d at 195.

<sup>7</sup> 「A 社が EC よりも実店舗での取り組みを優先させる意図があったと主張するだけで、アーンアウトを回避する意図があったとする合理的な推論を裏付けることはできない。原告は、A 社がサブスクリプションモデルから実店舗販売への転換は短期的には成功せず、アーンアウトのマイルストーンに間に合わないことを知っていたことを十分に主張する必要があり、それを行った」。

ては不合理であることを知っており、サブスクリプションを犠牲にして実店舗での販売を推し進めることが、アーンアウト目標達成の失敗を引き起こすことを知っていたと合理的に推測される。また A 社は、収益性の高い EC 事業を運営するために必要な事柄を理解していたが、Plated に対し実店舗での販売に焦点を移すよう指示し、結果として契約者数と収益が減少した。これらの主張から導かれる妥当な推論は、A 社が対象企業の運営を怠ったのではなく、むしろ長期的な利益を優先して、短期のアーンアウト・ターゲットを回避したということである<sup>8</sup>。仮に A 社が、アーンアウトのマイルストーンを達成できないようにする目的で、これらの行動をとったとしても、原告の契約違反の主張を裏付けるには十分であり、その目的は証明されている<sup>9</sup>。

A 社は、原因となる行為が契約で明示的に認められている場合、原告側の契約違反の申立ては支持されないと主張している。そしてアーンアウトの減少・回避を意図した運営判断に対する禁止条項を無視し、自らの裁量で Plated を運営できると解釈している。原告の主張により、少なくとも、A 社はアーンアウトを減少・回避する意図を持って行動したと認識するのが合理的であり、法律上、同社の行為が明示的に許可されていたとは言えない。A 社は、クロージング後の Plated の運営に広範な権限 (wide berth) を与えるよう交渉した。しかし、同社は、アーンアウトのマイルストーンを達成できないような方法で Plated を運営しないことも約束した。しかし、本訴訟では、A 社が、その意思がないにもかかわらず、Plated の EC 事業計画に従うと述べ、それがアーンアウトを達成する唯一の方法であると知りながら、当初からその計画を意図的に無視し、アーンアウトのマイルストーンを逸脱させることを推進したとしている。以上から推測すると、A 社は、少なくとも部分的には、アーンアウトの支払いを避けるための手段として、意図的に Plated の事業計画を変更したと考えるのが合理的である。

#### B. 誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約（以下、「黙示の誓約」）

---

<sup>8</sup> 原文は、“The reasonable inference allowed by these allegations is not that Albertsons sabotaged a company it just paid \$175 million for, but rather that Albertsons intended to avoid short-term Earnout targets in favor of long term gains.”（下線は筆者による）。

<sup>9</sup> 「A 社の意図に関する訴状の主張は、*Windy City v. Teacher Insurance (Windy City Invs. Hldgs., LLC v. Tchrs. Ins. & Annuity Ass'n of Am., 2019 WL 2339932, at \*10 [Del. Ch. May 31, 2019]* と類似している。そこでは被告の行動がアーンアウトを削減する意図で行われたと合理的に推論できると裁判所は判断した。そして原告は、被告がアーンアウトを回避する目的で、契約条件に従ってアーンアウトの決定 (adjusting) をせずに、対象企業の特定の事業を不適切に切り離したと主張した。売却の前後には、被告の会計士が『アーンアウト・ターゲットの減額を見込んだ評価報告書を作成』している。そして売主は、買主のクロージング後の行動は「少なくとも部分的には、アーンアウトを減らす目的と意図で行われた」と主張した。本件でも原告は、A 社が Plated の中核事業を EC から実店舗に変更することで、アーンアウトのマイルストーンを達成できなくなることを知りながら、その路線を選択したと主張している。*Windy City* 同様に、A 社の買収後の経営権 (business initiatives) は、『少なくとも部分的には、[アーンアウトを] 減らす目的及び意図を持って』策定されたと考えるのが合理的である」。

合併契約の 2.9(h)(vii) は、クロージング後の事業運営は A 社の独占的支配下に置かれるという両者の理解を明確にするものである。Plated の経営陣が特定のレベルの経営管理の維持を希望するのであれば、その権利について交渉することが可能であり、そうすべきであった<sup>10</sup>。ところが交渉では、A 社が「アーンアウトを減少または回避する意図を持って」行動してはならない、というだけであった<sup>11</sup>。原告は、買主に「絶対的な裁量権」が認められている場合、「裁量権行使者」は全ての決定を誠実に行わなければならないと主張する<sup>12</sup>。この主張そのものは、法律を正確に言い表している<sup>13</sup>。しかし、今回のように、両当事者が買主の裁量に制限を加えることを取り決めた場合には、黙示の誓約が埋めるべきギャップはない<sup>14</sup>。

また、原告は Plated の「合理的な期待は A 社によって阻まれた」ので、黙示の誓約は、その期待を実現するための手段として機能しなければならないと主張している<sup>15</sup>。買主によ

---

<sup>10</sup> *Aspen Advisors LLC*, 861 A.2d at 1260; *Sheth v. Harland Fin. Sols., Inc.*, 2014 WL 4783017, at \*5 (Del. Super. Ct. Aug. 28, 2014) (「裁判所にとって気になる点は、原告の誠実かつ公正な取引の主張は、熟練した当事者によって合意された契約上の文言を拡大しようとする試みであり、(中略) 契約に含まれる以上の追加の義務を示唆するよう裁判所に求めていることである」)。

<sup>11</sup> 事実、非常に限定された契約上の例外を除いて、事業上の決定について買主に唯一の裁量権を与えている場合、裁判所は、売主のアーンアウトの確保を強化するために、黙示の誓約自体に力を与えることで、交渉で定められた条項を覆すことはない。*Lazard*, 114 A.3d at 196 (「契約条項の 5.4 は、アーンアウトの支払いの要件について明確に述べており、買主は、アーンアウトの支払いを減少または制限する意図を持って行動しない限り、クロージング後にどのように事業を行うか自由である」); *Reardon v. Canarchy Holdco Corp.* も参照。C.A. No. N12-12-016 AML CLLD, at ¶ 9-11 (Del. Super. Ct. June 4, 2021) (ORDER) (アーンアウトを支持する原告の暗黙の特約に関する請求を棄却した。これは、アーンアウトを回避する意図を持って行わない限り、クロージング後の事業の運営について買主に裁量を認める合併契約のスキームは暗黙の誓約が埋めるべきギャップを残さないと結論付けた)。

<sup>12</sup> Answering Br. in Opp. to Def. Albertsons Companies, Inc.'s Mot. to Dismiss the Verified Compl. (D.I. 13) ("AB") at 24; *Amirsaleh*, 2008 WL 4182998, at \*1 (「法律は、当事者が、相手方が契約上の裁量を不誠実に行使するというリスクを決して受け入れないことを前提としている」)。 *Neurvana*, 2020 WL 949917, at \*20 (「契約当事者に裁量権を与えることは、その裁量権を黙示の誓約に基づき使用する義務を当事者に与える」 (alteration in original))。

<sup>13</sup> *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP*, 984 A.2d 126, 147 (Del. Ch. 2009); *Amirsaleh*, 2008 WL 4182998, at \*8 (「端的に言えば、黙示の誓約は『裁量権を行使する側』がその決定を誠実にを行うことを要求している」)。

<sup>14</sup> 「*Lazard v. Qinetiq (Lazard Tech. P'rs, LLC v. Qinetiq N. Am. Operations LLC*, 114 A.3d 193, 195 n.8 (Del. 2015)) では、『買主はアーンアウトの支払いを減額または制限する意図を持って行動しない限り、クロージング後にどのような方法で事業を行うことも自由である』と明示的に規定した契約条項に直面し、売主が黙示の誓約を求めると同様の状況を扱った。同裁判所は、当事者間で取り決めた買主の裁量権の行使の制限により、黙示の誓約が適用される余地がなかったため、『黙示の誓約は買主の行為を制限するものではない』と判示した。今回も同様である」。

<sup>15</sup> *Renco Gp., Inc. v. MacAndrews AMG Hldgs. LLC*, 2015 WL 394011, at \*6 (Del. Ch. Jan. 29, 2015) (「暗黙の誓約違反の申し立ては、契約上の文言にかかわらず、被告がその条項の下で原告の合理的な期待を是認しなかった場合に存続し得る」)。無論、目的の達成不能と契約上の文言を無視することは別物である。米国の裁判所は、前者を救済するために黙示の誓約を認めるが、後者を助長するために黙示の誓約を認めることはない。例えば、*Edinburgh Hldgs., Inc. v. Educ. Affiliates, Inc.*, 2018 WL 2727542, at \*9 (Del. Ch. June 6, 2018) (「黙示の誓約は、黙示すべき条項が契約から欠落した場合にのみ利用でき、契約書の明示的条項を覆すために発動させることはできない」) を参照。したがって、問題となる契約が特定の事項

るクロージング後の事業運営に関する事項が、契約の大部分を占めているという事実を別にしても、法律問題として原告の主張する「期待」は不合理であった。原告によれば、アーンアウトの実現そのものが「期待 (expectation)」であり、A 社がアーンアウトを実現できなかったことが、黙示の誓約が救済すべき「阻止 (frustration)」の一種となる。このような条件付対価の考え方は、アーンアウトに内在するリスク配分 (risk allocation) を無視している。当事者は、契約時にアーンアウトが支払われるかもしれないし、支払われないかもしれないと予想 (anticipate) している (あるいは予想すべきである)<sup>16</sup>。本契約の場合、Plated は、A 社が意図的にアーンアウトを回避することを防止する条項を要求した。これは、(アーンアウトの) 対価が得られないというリスクを管理するためであった。ここに黙示の誓約によって埋められるべきギャップはなく、当事者の契約の履行によって実現できない期待もない<sup>17</sup>。

### C. 不正誘引

原告は、EC 事業を犠牲にするという A 社の真意を知っていたならば、少なくともアーンアウト条項の大幅な修正がなければ契約を締結することはなかったと言う<sup>18</sup>。契約の明瞭な

---

を明示的に扱っている場合、その事項に関する黙示の誓約の申立ては重複し、実現しない」。(内部引用省略); *3M Co. v. Neology, Inc.*, 2019 WL 2714832, at \*11 (Del. Super. Ct. June 28, 2019). (「Renco は、黙示の誓約の請求の弁論要件を定義する他のデラウェア州の判例と矛盾している」)。

<sup>16</sup> 原文は、“That view of contingent consideration ignores the risk allocation that animates an earnout; parties anticipate (or should anticipate) at the time of contracting that earnouts might be paid or they might not be paid.” また、引用されている判例と判示部分は、*Neurvana*, 2020 WL 949917, at \*1 (「リスク配分のために、両当事者はクロージング後のアーンアウトに合意した」“In an effort to allocate the risk associated with the device, the parties agreed to a post-closing earn-out structure.”); see also John D. Cromie, *A Practical Guide to Structuring Earn-Outs in Merger and Acquisition Transactions*, 2013 WL 7121054, at \*3 (Aspatore) (Dec. 2013) (「優れたアーンアウト条項とは、取引の当事者間でリスクを配分し、様々な要因によってもたらされる当面の財務上、評価上の不確実性を埋めることができる」“[A] well-drawn earn-out provision can allocate risk among the parties to a transaction and bridge the immediate financial and valuation uncertainty posed by these factors.”)。

<sup>17</sup> 原文は、“and no expectation that cannot be realized by enforcement of the parties’ contract.” *Winshall*, 55 A.3d at 636-37 (裁判所は、原告が「後から考えれば、契約をより良いものにできたであろう措置について交渉しなかったからといって、契約上の文言を書き換える」ために黙示の誓約を用いることを認めることはできないとしている)。

<sup>18</sup> 「口頭での不実表示が事実である場合、問題はそれに反する契約上の文言が存在するにも関わらず、A 社の不実表示に依拠することが正しかったのか、ということになる」。一方で「A 社は、契約は熟練した当事者間の完璧なものであり、原告が詐欺行為の請求の根拠として事前の口頭表現に依拠することは不合理であると主張する。そして、契約の 11.4 の統合条項を引用し、『本契約 ... 及び、ここで言及されている他の契約...は、(中略) 本契約の主旨に関する両当事者間の書面および口頭による事前の全ての合意及び了解事項に優先するものとする』。重要なことは、合併契約の完全合意条項 (integration clause) には、『当事者が契約外の表明に依存しないこと』を明示的に規定する反依存 (anti-reliance) の文言がないことである。ここでの主張が、Plated が意図的に虚偽の契約外の事実の言及に依拠したものであれば、申立てを阻止するものではない。しかし原告の詐欺誘引の申立ては、A 社が『将来の意図』を偽っていたというものである。事実誤認に基づく契約外の詐欺申立てに対する契約上の阻止として反依存条項が必要とされるものの、将来の意図や約束の表現に基づく詐欺の申立てを阻止するには、完全合意条項だけで十分である」。「この区別は、*Black Horse Cap., LP v. Xstelos Hldgs., Inc.*, 2014 WL 5025926, at \*22 (Del. Ch. Sept. 30, 2014) において明確に示されている。そこで原告は、買収契約に署名する前に、両当事者は買収対象

条項は、主張されている不実表示と矛盾している。2.9(h)(vii)にある裁量権に対する唯一の契約上の制限は、A社が「アーンアウトを減少または回避する意図を持って」いかなる行動も取らないことを要求している。もし、A社から、クロージング後に特定の方法で Plated を運営するという契約上の確約 (commitments) を得たかったのであれば、A社に与えた広範な裁量を設計する (carve-outs) よう交渉できたし、そうすべきであった。完全に合意された契約において、それらの確保ができなかった以上「自らが行った取引を無効とし、今現在望む取引のための」根拠として、詐欺を主張することはできない。原告は、A社が意図的にアーンアウトの不履行をしないように交渉した。その契約上の義務違反を証明しようとすることはできるが、契約書に明記されていない将来の約束に基づき、詐欺の主張をすることはできない。

### 本判決の意義：デラウェアの判例法理である「契約の客観的理論」

本件は対象企業の元株主 (売主) が、買主側の隠蔽された経営方針によって意図的にアーンアウトの履行を妨げたこと、および買収契約前の意図を隠蔽して契約したことに対して、契約違反、「黙示の誓約」違反、そして不正誘引を主張したことに対する買主側からの棄却の申立てである。①-②-② 買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題の悪質な事例に相当すると思われる。裁判所は売主の主張・訴因に対し、法的フレームによりそれぞれに対応して判断している。その結果、契約違反以外の訴因では被告の棄却の申立てが是認されていることから、これまでの判例同様に契約文言を重視する「デラウェア判例法理」が踏襲されている。

#### 1. 目的と意図

第1の論点は、契約条項 2.9(h)(vii) の「但し書」にある「目的」に関する「意図」の解釈である。「アーンアウトを回避する買主の意図を主張するには、アーンアウトを回避する目的が『唯一の意図』ではなく、買主の行動が『少なくとも部分的にはその意図によって

---

企業の持分割合を増やす代わりに (in exchange for an increased percentage of the target entity)、クロージング後に被告に 1000 万ドルのつなぎ融資を行うことを口頭で合意したと主張した。しかし、この口頭での合意は、書面による契約には記述されていなかった。被告がクロージング後のつなぎ融資を拒否したため、原告は詐欺で訴えた。裁判所は、当事者が「明確な完全合意条項において...契約外の約束や表明に依存しない」ことを約束した場合「将来の約束」に基づく契約外の詐欺請求は成り立たない」として請求を棄却した。さもなければ、詐欺を主張する側が「『だが、我々は他の表現に依存した』という詐欺的誘引の主張を優先して、自らの取引を回避することになる」と裁判所は指摘した。事実の記述に基づく契約外の詐欺の主張と区別されるように「将来の約束」に基づく詐欺の主張は、「後に完全に合意された記述における条件を変更する仮定の証拠」を導入しようとする不適切な試みに相当する。これは、まさに原告がここで裁判所にさせようとしていることである」(supra note 1, at 33)。

動機づけられていた』ことを主張する」<sup>19</sup>必要がある。すなわち「ECよりも実店舗での取り組みを優先させる意図があったという主張だけで、アーンアウトを回避する意図があったとする合理的な推論を裏付けることはできない。売主は、買主がサブスクリプションモデルから実店舗販売への転換は短期的には成功せず、アーンアウトのマイルストーンに間に合わないことを知っていたことを十分に主張する必要があった」<sup>20</sup>と判示する。

## 2. デラウェアの「契約の客観的理論」

第2の論点は、その「但し書」の存在である。買主が「アーンアウトの減少または回避を意図した運営判断に対する禁止条項を無視し、自らの裁量で対象企業を運営できると解釈している」<sup>21</sup>ことを問題としている。「法律上、同社（買主）の行為が明示的に許可されていたとは言えない」<sup>22</sup>ことは2.9(h)(vii)の普通の読み方であろう。結局のところ買主は、「その意思がないにもかかわらず、対象企業のEC事業計画に従うと述べ、それがアーンアウトを達成する唯一の方法であると知りながら、当初からその計画を意図的に無視し、アーンアウトのマイルストーンを逸脱させることを推進した」<sup>23</sup>のであるから「少なくとも部分的には、アーンアウトの支払いを避けるための手段として、意図的に対象企業の事業計画を変更したと考えるのが合理的である」<sup>24</sup>という結論である。これは「但し書」で明記されている内容に対する契約違反の認定である。一方において、契約に明記されていない事項に関する他の訴因が認められていない事実<sup>25</sup>と合わせて考えれば、デラウェアの「契約の客観的理論」と整合的である。

---

<sup>19</sup> *Id.* at 17-18.

<sup>20</sup> *Id.* at 19.

<sup>21</sup> *Id.* at 22.

<sup>22</sup> *Id.* at 23.

<sup>23</sup> *Id.* at 23.

<sup>24</sup> *Id.* at 23.

<sup>25</sup> 売主側は一連の口頭での不実表示、すなわち買主による真意の隠蔽も訴因として申し立てている。買主の真意を知っていたならば、「アーンアウト条項の大幅な修正がなければ契約を締結することはなかった」と言う売主側の主張に対し、裁判所は「口頭での不実表示」と「それに反する契約上の文言の存在」を指摘する。そして契約条項にある裁量権に対する唯一の制限が「アーンアウトを減少または回避する意図を持つ」た行動であることから、対象企業の運営に関する「契約上の確約」を得たのであれば、裁量内容の設計交渉をすべきであったと論じ、売主側の主張を棄却している。不正誘引に関しても同様に、デラウェアの「契約の客観的理論」が踏襲されていることは明らかであろう。また、売主側の「『絶対的な裁量権』が認められている場合、『裁量権行使者』は全ての決定を誠実に行わなければならない」(*Id.* at 26)という主張は是認しながらも、本件契約条項の2.9(h)(vii)では、「当事者間で取り決めた買主の裁量権の行使が制限されている以上、黙示の誓約を適用する余地はない」(*Id.* at 26)と同様の条項があった *Lazard v. Qinetiq* (2015) を引用している。これは、この判例法理が、契約における両当事者間の契約文言のギャップを埋める場合にのみ機能するという前例を踏襲している。



【判例 4】 *Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, (Del. 2020)<sup>26</sup>

規制当局の承認を必要とする医療機器を販売していた *Neurvana Medical, LLC* (売主・原告) は、*Balt USA, LLC* (買主・被告) とアーンアウト条項のある契約に合意した。そこでは、マイルストーンの達成方法について買主に独占的な裁量権が与えられ、買主にはそのために商業的に合理的な努力をすることが義務付けられていた。しかし買主がアーンアウトの条件である規制当局による薬事承認を達成できなかったため、売主は努力義務を定めた条項への違反、及び契約上の不法行為に関する訴訟を起こした事例である。

【事案の概要】

2011 年、*Ferrera* はカテーテル等の医療機器を開発する *Blockade Medical LLC* (以下、「*Blockade*」) を設立した。2016 年までに、*Blockade* は医療機器を 1 つ製品化し、3 種類の機器を開発中であった。同年 9 月、同業であるフランスの *Balt International, S.A.S* (以下、「*Balt International*」) が *Blockade* を買収した後、同社はデラウェア州の *Balt USA LLC* (以下、「*B 社*」) となる。*Ferrera* は *B 社* の COO 兼社長となり、親会社である *Balt International* の CEO であった *Girin* が *B 社* の CEO に就任した。しかしその当時、*Balt International* は、*Blockade* が開発中の 3 製品 (*Titan*、*Luminate*、*Dimension*) に関しては権利を取得することはなく、それらは *Neurvana Medical, LLC* (以下、「*N 社*」) が取得し、*Ferrera* は同社の取締役会の会長に任命された。*N 社* の 3 製品のうち、2016 年の時点では *Titan* (カテーテル) が最も発売間近の製品であり、2017 年半ば、*B 社* は *Titan* を取得する意向を示す。*N 社* の会長と *B 社* の COO 兼社長を兼任していた *Ferrera* は、*N 社* の代表としてこの交渉に参加した。そして知人の弁護士を *N 社* の代理人として指名し、2017 年 8 月、両社は書状契約 (“*Letter Agreement*”) を締結する。そこには拘束力のない契約要項 (“*Term Sheet*”) が添付され、*N 社* が *B 社* に *Titan* を最大 1600 万ドルで売却することを想定していた。*B 社* は *N 社* に前金として 25 万ドルを支払い、残金をクロージング後の支払い (アーンアウト) として契約を設計し、対象製品に対する規制当局の認証取得をアーンアウト・ターゲットとしていた<sup>27</sup>。書状契約では、米欧両方の規制当局の認証を得る責任は *N*

<sup>26</sup> 〔事案の概要〕及び〔判決の要旨〕は、*Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del.2020)、McCORMICK, V.C.のMEMORANDUM OPINION (Mem.Op) による。

<sup>27</sup> 「*Titan* の製品化には、米国では食品医薬品局 (FDA) による認可が、そして欧州では規制当局による *Conformité Européenne Mark* (「*CE* マーク」) の貼付を必要としていた。契約要項には 2018 年 9 月末までに、*CE* マークを貼付できた場合に 25 万ドルの『*CE* マークマイルストーン』を、また FDA から認可を受ければ 25 万ドルの『510(k)マイルストーン』の支払いを行うことが記載されていた」。

社にあるとされ、残りの支払いは「商業的マイルストーン (“Commercial Milestones”）」として Titan の収益に連動した計算式で算出され、上限は 1525 万ドルであった。

書状契約と契約要項に至る交渉の過程で、N 社の取締役会は Ferrera の関与と、弁護士への対応に懸念を抱き、Ferrera は取締役会と衝突する。書状契約の締結後、取締役会は弁護士を解任の上、2017 年 8 月、取締役会は B 社との秘密保持契約の交渉、そして 9 月には Ferrera に解職（解任）勧告をする。Ferrera は 11 月に会長職を正式に退任し、N 社とはコンサルティング契約を締結する。そこで Ferrera は N 社の機密情報を漏えいしないこと、また同社を誹謗中傷しないことに同意し、N 社はコンサルの期間中(2019 年 1 月 1 日まで)、同社に対する Ferrera の持分権を認めた。

2017 年 12 月初旬までに、N 社は、契約要項にある欧州での認証基準（マイルストーン）を達成できない懸念を抱いていたが<sup>28</sup>、B 社の担当副社長は N 社側に、B 社が 45 日以内に認証を確保できる（CE マーク認証）と告げる。これは、欧州の公認機関である「DQS」と B 社の「卓越した関係」を根拠にしたもので、原告は、Ferrera と Girin が以前、DQS の審査員と「良好な関係」を誇示していたことから、同様の自信を示していたと主張している。

最終的に B 社は、書状契約と契約要項の内容に基づく契約締結を提案し、欧州での認証取得義務を B 社に移管するよう契約内容を修正する。当初の 25 万ドルのマイルストーン支払いを Girin は認め、N 社も同意した。2017 年 12 月、N 社と B 社は、正式に資産譲渡契約（以下、「APA」）を締結する。APA は、前提となった書状契約と契約要項の条件およびマイルストーン支払い（アーンアウト）を踏襲した内容で、2018 年 9 月末までのマイルストーン達成に対する責任を N 社に課していた。しかし、両当事者は APA 締結から 3 週間後の 2018 年 1 月に APA を修正する。そこでは、N 社は欧州での認証申請を取り下げ、B 社が 2018 年 2 月 11 日までに申請の提出を行うことになっていた。同時に B 社は、認証獲得のための「商業的に合理的な努力 (Commercially Reasonable Efforts)」をすることが求められ、これら変更された APA を「修正契約 (“Amended Agreement”）」とした。修正契約は、B 社に「クロージング後の Titan に関する全ての事項についての権限」を与えているが、「適用法の下での誠実・公正な取扱いの義務」に従ってその権限を行使することを要求している<sup>29</sup>。さらに、B 社が「マイルストーン支払額を減らす意図と目的を持った行動」

---

<sup>28</sup> 「問題は『殺菌検認 (sterilization validation)』と呼ばれる過程にあり、Titan は多くの医療機器と同様に使用前の殺菌が必要であった。そこで『Lot release (「FDA が規制する多くの生物学的製剤のレビューとテストを通じて、製品の品質を継続的に監視するリアルタイムシステムを提供するメカニズム」である [https://www-fda-gov.translate.google/])』と呼ばれる別のタイプで当局の承認を得ることとし、これらの経緯を N 社は B 社に報告した」。

<sup>29</sup> 「また、修正契約には、『更なる保証』の規定があり、要請に応じて、『契約の意図を実行し目的を達成

を取ることを禁止し、補償条項も含まれている。

その後、B社は欧州当局に申請書を提出したが、それは契約上課された期限である2月11日から11日後の2月22日であった。その翌日、B社の担当副社長は、Titanの殺菌検証方法が医療機器の商品化に与える影響について、初めて懸念を表明したとされる。N社側は、2018年2月と3月にGirinに連絡し、問題を解決するために、B社に協力する意思を伝える。2018年3月、B社とN社の協議の後、欧州での認証が2018年5月中旬から6月の間に見込まれること、そして別の検証方法で申請したことを確認した。N社は「B社が数カ月後にTitanを発売する予定だと思った」ものの、「6～8週間の納品期間を要する部品の発注など、B社は何も準備していなかった」と述べている<sup>30</sup>。

2018年6月、DQSからの殺菌検証方法の問合わせに、B社は新たな手法で完了する段階にあることを伝え、申請書を再提出した。7月、B社はTitanの欧州での認証を9月まで待つことにした結果、認証予定は10月にずれ込んだ。原告であるN社は、この決定により「規制上のマイルストーンである2018年9月末日までに欧州での認証を取得する可能性がなくなり」、それによってB社がN社に対応する25万ドルのマイルストーン支払い（CEマークマイルストーン）を行う義務が消滅（回避）したと主張している<sup>31</sup>。またN社は、B社の認証取得の遅れにより、米国での認可を確保するために必要な資金を奪われたとも主張している。B社が修正契約に基づくマイルストーンの支払いを履行しなかったために、N社は「もはや製品の適切な供給も、認証申請のための資金もなくなった」<sup>32</sup>。

2018年12月、Ferreraは、B社が「pusher」という機器をN社にライセンスし、それによりN社は「Dimension」を開発できるとN社取締役会で確約した。この計画にはGirin

---

するために、当事者が合理的に必要または望ましいと考える、あらゆる追加またはその他の行為を行う、または行わせる』ことを義務付けている」。

<sup>30</sup> 「同時に、B社はTitanの『ユニバーサル殺菌手法（validation）』という別の種類を推進し、N社に伝えた。しかし2018年5月、B社によるTitanの申請は却下され、6月から9月まで、新しい殺菌手法を検討することになった」。

<sup>31</sup> 「B社は2018年8月、N社にユニバーサル手法の検証結果を待つことになったと通知している。8月、N社会長のGoldberg（Ferreraの後継者）はGirinに対し、修正契約におけるB社の経営（performance）に対するN社の懸念を表明する。具体的には、修正契約の締結に合意した際、『規制当局に精通するB社側の説明を信頼していた』ものの、商業的に合理的な努力が払われてこなかったと述べ、承認が得られるまで毎週連絡するよう要求した。しかしB社はこれに応じなかった」。

<sup>32</sup> 「2018年10月27日付で、N社はB社に対し、修正契約5.03に基づく補償権の行使を求める旨を通知した（以下、「補償通知」）。補償通知は、CEマーク承認申請の過程に、B社が違反あるいは十分に対応していないとし、修正契約で課された義務を指摘している。具体的には、B社は『N社に対する保証と約束を守らず、製品の発売を早めるための選択肢を検討し、商業的に合理的な努力によってCEマーク認可を取得し、妥当な時期に発売できるよう準備しなかった』と主張している。11月、N社はB社に対して、修正契約の条項に基づき『B社が回答しなかったことを補償請求の拒否と解釈する』と記載した2通目の書簡（「追加の補償請求」）を送付した。そこには、修正契約5.05で義務付けられているように、補償通知から60日以内にN社が『問題を解決するためにB社と誠実に（補償請求について）話し合う意思を持ち続けている』ことが記載されていた。しかし解決には至らず、訴状が提出された時点で、補償に関する合意は成立していない」。

も参画していたと N 社は主張する<sup>33</sup>。これら経緯を経て N 社は Ferrera とのコンサルタン  
ト契約を終了する<sup>34</sup>。訴状では Ferrera が「投資家、取締役会、および医療機器業界関係者  
等に対し、N 社と役員 (officers) を中傷することで、N 社の資本調達力を阻害し、同社 (の  
信用) を失墜させた」と主張している。Ferrera が「N 社から (契約の) 利益を奪うだけで  
なく、Ferrera と B 社の利益のために会社を完全に破壊するための協調的努力」を行って  
いることから契約違反と判断し、N 社は、2019 年 1 月に訴訟を開始する。

\*\*\*\*\*

訴状が多岐にわたるため、裁判所は訴訟を 4 分類している。第 1 分類は、受託者として  
の Ferrera の地位に基づく Ferrera、Girin に対する申立<sup>35</sup>で、訴因 VII は Ferrera に対する  
受託者責任違反、訴因 VIII は Girin に対する受託者責任違反のほう助である。しかし全ての被  
告は規則 12(b)(6)に基づき、全分類の申立を棄却するよう求めている<sup>36</sup>。本稿では受託者責  
任違反に関連する部分を検討する。判決理由では、Girin に対する裁判権を論じる過程で、  
Ferrera の受託者責任違反 (訴因 VII) と Girin の受託者責任違反ほう助 (訴因 VIII) を判示す  
る構成となっている。

## 〔判決の主旨〕

<sup>33</sup> 「取締役会長だった Ferrera は、B 社が『pusher』という機器を N 社にライセンスし、それにより N  
社が『Dimension』という別の医療機器を開発できると取締役会で確約した。N 社は、この表明に基づい  
て『計画を立て』、『pusher の使用料を B 社に支払った』。1 月、『pusher』に関して N 社の社員に、Ferrera  
は『Girin と私はこの件について協議した。B 社と N 社は別会社であり、ライセンスに関する事業関係に  
はない (no business relationship in terms of licensing)。N 社が Dimension を開発するための他の手段  
を探すことを提案する』と述べている。N 社は B 社のシステムを数カ月使用していたため、N 社側は Girin  
に、代替策を見つけるまでの暫定策を示していた。2018 年 3 月、Ferrera は N 社と Girin に対し、『B 社  
が N 社へのライセンス停止に対する混乱を明確にしようとした』とメールし、ライセンス契約の存在を否  
定の上、『いかなる契約の前提条件も発生していない』と主張した」。

<sup>34</sup> しかし「2018 年 7 月、Ferrera は、N 社が第三者との契約交渉に入ったか否かを知るために、原告に  
よれば『突然』取締役会と連絡を取る。原告は『Ferrera が N 社の財務状況を調べるため』と主張してい  
る。10 月、Ferrera は一定の経費を代替したと主張し、B 社に代わって N 社に約 26 万 5 千ドルの支払い  
を要求し、訴訟の可能性を示唆する。原告は、Ferrera の要求と訴訟の圧力は、N 社の「財務状況」を含  
む機密情報を、『明示的に規定されていない目的』で使用することを禁止しているコンサルタント契約違反  
となると主張する」。

<sup>35</sup> 「原告は、デラウェア州 LLC 法の黙示的同意条項 (6 Del.C. § 18-109) により、Ferrera に対する裁  
判権を有すると主張している。原告はまた、Girin が Ferrera の受託者責任違反を幫助したため、Girin  
に対する裁判管轄権が適切であると主張している。原告の規則 12(b)(2)の申立ては、受託者責任の申立てに  
関する規則 12(b)(6)の分析に関連するため、両申立てを共に判示する」。

<sup>36</sup> 「規則 12(b)(6)で裁判所は、訴状が『救済を認めるに足る主張を記載していない』場合、棄却の申立て  
を認めることができる。『デラウェア州では、棄却の申立てに対しては、合理的蓋然性 (conceivability)  
を基準とする』。このような申立てを考察する場合、裁判所は『訴状にある全ての宣誓事実の申立てを真実  
として受け入れなければならない。そして、原告に有利な全ての合理的な推論を行い、証明可能で合理的  
に考え得る状況の下で、原告が治癒 (recover) されない場合を除き、その申立てを棄却しなければならない』。しかし『具体的な事実によって裏付けられていない結論ありきの主張を受け入れる必要はなく、...不  
合理的な推論を被申立当事者 (non-moving party) に有利に導く』必要もない。また、原告は、その申立て  
を補強するために、証拠開示によって示される可能性のあるものを指摘することはできない」。

## 1. Ferrera に対する裁判権<sup>37</sup>

被告側は、Ferrera が 2017 年 11 月 10 日まで取締役会長を務めており、その期間の受託者責任違反について、裁判権の対象となることを認めている<sup>38</sup>。Ferrera は、自分に対する受託者責任以外の申立ては、同氏が受託者の地位を辞した後に発生した行為に関するものであるため、受託者責任の申立てと十分に関連していないと主張している。この主張は、Ferrera が受託者を辞した後の行為に対して、受託者責任違反を負うことはないという欠陥のある前提に立脚している。一般的に「元取締役は受託者としての義務を負わない」<sup>39</sup>とされているが、デラウェア州法はこの規則に限定的な例外を認めている。元取締役は、委任関係終了前に開始された取引や委任期間中に得た情報に基づく取引に関与した場合、当然ながら受託者責任に違反する<sup>40</sup>。原告はこの例外を適用し、Ferrera が辞任前に得た機密情報や知識を利用して N 社に損害を与え、受託者責任に違反したと主張している。

コンサルタント契約違反と将来の経済的利益に対する不法行為の妨害に関する原告の Ferrera に対する申立ては、受託者責任違反と十分に関連しており、本件では補助的管轄権が適切であると思われる。その根源は、Ferrera に対する追加請求で、修正契約の不履行及び N 社の価値を損ねることを意図した行為を通じて N 社を「妨害し破壊する継続的努力」をしたと主張するものである。Ferrera は、N 社の機密情報を利用して同社に損害を与え、同社との契約に違反した。コンサルタント契約は、Ferrera が取締役を辞任した際の副産物であり、委任期間中に得た機密情報を使用することを禁止していた。この守秘義務違反の主張は、受託者責任違反のひとつの根拠となる。さらに訴状では、Ferrera が取締役会から「追放」されたことで、「他の医療機器 (Lumenate と Dimension) の開発を意図的に妨害

---

<sup>37</sup> 「デラウェア州 LLC 法 18-109 は、特定の訴訟手続に関してデラウェア州 LLC の経営者を裁くことができる：LLC の経営者 (manager) は、LLC の事業または経営者による LLC に対する義務違反に関するデラウェア州で起こされた全ての民事訴訟とその手続において...裁かれ得る (may be served)」。

<sup>38</sup> 「したがって、問題は裁判所が Ferrera に対する残りの訴因 (コンサル契約違反の訴因 VI、将来の経済的利益に対する不法行為の妨害の訴因 IX) について補助的管轄権 (ancillary jurisdiction) を行使できるか否かということである。会社と他の事業体の両方の状況に鑑みて、『デラウェア州の方針 (public policy) は、当事者を適切に裁判管轄内に置く申立てに関連する他の申立てを裁くために、裁判所が当事者に対して裁判権を持つことになっている』。受託者が受託者責任違反の申立てに対して裁判権を有するようになると、『裁判所は、受託者責任違反の申立てに十分に関連する、または遠くない関連のある申立てに対しても、受託者を裁判権の対象とすることができる』。受託者責任となるか否かに関する申立てが、受託者責任に関する申立てと『十分に関連している』か否かは、その申立てが『同一の事実の根源 (same nucleus of operative facts)』から生じているか否かによって決まる。更に、規則 12(b)(6)に基づく申立てがなされていない場合でも、補助的管轄権 (ancillary jurisdiction) の目的上、申立てが『十分に関連している』と主張することもできる」。

<sup>39</sup> *In re Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, 907 A.2d 693, 658 (Del. Ch. 2005).

<sup>40</sup> *BelCom, Inc. v. Robb*, 1998 WL 229527, at \*3 (Del. Ch. Apr 28, 1998) (emphasis removed); *Seiden v. Kaneko*, 2015 WL 7289338, at \*11 (Del. Ch. Nov. 3, 2015) も参照 (取締役が引き続き関連会社の取締役または役員を務め、退任後も元の会社の機密情報を入手できる場合は、引き続き元の会社に対して受託者責任を負う)。

する」ために、一部で悪質な行動を取るようになったと主張している。これらの行為には、彼がN社の経営者として得た機密情報を使って「N社の製品開発を弱体化させ」、「N社をさらに無力化しよう」と多額の債務の返済を要求することが含まれるとされる。これらがFerreraに対する原告の受託者責任違反の主張の追加根拠となるものである。

以上原告が主張するように、コンサルタント契約違反及び将来の経済的利益に対する不法な妨害に対するFerreraに対する申立ては、受託者責任違反に対する原告の申立と十分に関連していると言える。従って、訴因VIとIXに対する補助的管轄権の行使は適切である。

## 2. Girin に対する裁判権<sup>41</sup>

「受託者責任違反とそのほう助を主張することは *Istituto Bancario* 基準の第1、第2を満たす」必要がある<sup>42</sup>。問題は、(a)原告がFerreraに対する受託者責任違反の主張を十分に行ったか否か、(b)そして、原告がGirinに対する受託者責任違反ほう助の主張を十分に行ったか否か（を主張することが必要）である。

### a. Ferrera の受託者責任違反（訴因VII）

Ferrera が会長の期間、「N社に対し忠実、誠実、注意という継続的な受託者としての責任を負っていた」と申し立て、同氏は会長退任後、委任期間中に得た情報をN社に損害を与えるために使用しない義務を負っていたと主張している。LLC<sup>43</sup>においては、一般に受託者責任を排除するものではないが、経営者（managers）を注意義務違反の責任から免除する<sup>44</sup>。この免責条項の実質的な効果として、Ferrera が忠実義務に違反し、不誠実に行動したと当裁判所が推測するための合理的根拠が必要となる。忠実義務違反を主張する場合、「原告は、取締役が株主の利益に反する自己の利益を画策（harbored）し、（中略）それを促進するために、悪意を持って行動したという合理的な推論を裏付ける事実を主張するこ

<sup>41</sup> 「デラウェア州最高裁は、*Istituto Bancario SpA v. Hunter Engineering Co.*において、裁判権に関する共謀論の要因を確立している（裁判管轄地外にいる共謀者は、裁判所の裁判管轄に服する ... (1) [不法な共謀]が存在し、(2)被告がその共謀の構成員であり、(3)その共謀を推進する実質的行為、または実質的效果が裁判管轄地で発生したという事実を原告が証明できる場合。(4)被告が裁判管轄地における行為、またはそれ以外の行為が裁判管轄地に影響を及ぼすことを知っていたか、知る由があったこと；および(5)裁判管轄地における行為またはそれに対する影響が、共謀を助長する行為の直接的かつ予見可能な結果であったこと）。『デラウェア州の裁判所はこの基準を狭く解釈し、各要素について結論ありきではなく、具体的な事実を主張するよう原告に要求している』。

<sup>42</sup> 前掲注41にある「(1) [不法な共謀]が存在し、(2)被告がその共謀の構成員である、が相当すると思われる。*Virtus Capital, L.P. v. Eastman Chem. Co.*, 2015 WL 580553, at \*13 (Del. Ch. Feb. 11, 2015) (*Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*, 2005 WL 583828, at \*7 (Del. Ch. Feb. 4, 2005) からの引用)。

<sup>43</sup> LLC Agreement art. V.を参照。

<sup>44</sup> 原文は “Although the LLC Agreement does not eliminate default fiduciary duties, it does exculpate managers from liability for breaches of the duty of care.”

とで、申立ての棄却に辿り着ける」<sup>45</sup>。また不誠実 (Bad faith) とは、「受託者が会社の最善の利益を促進する以外の目的で意図的に行動する場合、受託者が適用される法に反する意図を持って行動する場合、または行動すべき義務があることが分かっているのに意図的に行動せず、その義務を意識的に無視したことを示す場合」<sup>46</sup>に現れる。

訴状では、N 社の会長である期間に忠実義務に違反し、不誠実な行動を取り、B 社の社長兼 COO 職にありながら、N 社を代表して契約要項と書状契約の交渉をしたと述べている。両社の要職にありながら、Ferrera は B 社との交渉に「自ら介入」し、「知人の弁護士を取引に従事させるよう働きかけた」。N 社取締役会は、Ferrera が N 社の最善の利益のための交渉を行わないことを懸念していた。また Ferrera が任命した弁護士は、修正契約で採用されたマイルストーンに関しても、1600 万ドルの総対価のうち 25 万ドルという少額の前払い金を想定するなど、軟弱な姿勢であったと判断している。これらにより、Ferrera は「会社の最善の利益を促進する以外の目的」で行動し、忠実義務および誠実義務に違反したと合理的に考えられる。

また、Ferrera が取締役会を退任した後、N 社の機密情報を使用して同社に損害を与え、受託者としての義務に違反したとも申し立てている<sup>47</sup>。「取締役であった者は、...信認関係の終了前に開始された取引や信認関係の期間中に得た情報に基づいて取引を行う場合は、受託者責任違反となる」<sup>48</sup>。しかし、Ferrera が辞任後に受託者としての義務に違反したとされる申立てには、この説明に該当する行為はない。原告は、Ferrera が辞任前に開始された取引に関与したとは申し立てていない。原告は、Ferrera がこれらの活動に従事する際に「N 社の財務的脆弱性に関する知識」を利用したと決めつけているが、この主張を裏付ける事実を主張していない。また、N 社の脆弱性に関する知識が Ferrera の受託者としての能力によってのみ得られたと推論するのも妥当ではなく、上記の結論が裏付けられる。

原告の主張は、Ferrera に対する契約上の申立ての根拠となるものであるが、これらは結論ありきで十分な事実の裏付けがなく、コンサルタント契約に対する違反の申立てを行うには不十分である。同様に、受託者責任違反の申立てを行うにも不十分である。また、Ferrera が N 社の機密情報や財務的脆弱性に関する知識を用いて「Titan の欧州での認証 (CE マーク) 取得を遅らせ」、「発売準備をしなかった」という主張も結論ありきで、十分

---

<sup>45</sup> *In re Cornerstone Therapeutics Inc. S' holder Litig.*, 115 A.3d 1173, 1179–80 (Del. 2015).

<sup>46</sup> *Stone*, 911 A.2d at 369 (quoting *Disney*, 906 A.2d at 67).

<sup>47</sup> 「具体的には、[1] 投資家や神経医療業界に対して繰り返し N 社を中傷し、[2] N 社の製品開発を阻害するために機密情報を利用、[3]さらなる製品開発を可能にする機器のライセンス契約を恣意的に取り消し、[4] Titan の CE マーク承認取得を遅らせ、[5]発売準備を怠り、[6]N 社の財務的脆弱性に関する知識を利用して同社を更に弱体化させようと、2018 年 10 月に 26 万 4000 ドルを超える返済を要求した」。

<sup>48</sup> *BelCom*, 1998 WL 229527, at \*3.

に主張された事実による裏付けがない。訴状には、Ferrera が N 社の取締役を辞任した後、欧州での認証過程に関与したという主張は含まれていない。むしろ、Ferrera の関係者がその手続きに参加した、あるいは連絡を取ったと主張しているに過ぎない。同様に、Ferrera が B 社の Titan 発売準備に関与していたとの申立ても含まれていない。

以上により、原告は、Ferrera の辞任前の行為については受託者責任違反の主張を十分に行ったが、辞任後の行為については同様の主張を行うには至っていない。この結論のひとつの帰結として、規則 12(b)(6)に従った訴状の訴因Ⅶの棄却を求める被告の申立ては棄却される。更に訴状は Girin に対する対人管轄権に関する第 1 の必要条件を十分に主張している。

#### b. Girin の受託者責任違反ほう助（訴因Ⅷ）

原告は、B 社に対して訴因Ⅷを申し立てていない<sup>49</sup>。原告は Ferrera に対して、書状契約および契約要項の交渉における退任前の行為に関連する受託者責任違反の主張を行った。しかし、訴状には、Girin がその交渉に関与したとも、Girin と Ferrera がその期間中連絡を取り合ったとも書かれていないため、Girin がこの違反に故意に関与したと合理的に推論できる事実はない。原告の受託者責任違反の主張のうち、Ferrera に関する退任後の行為は、被告の申立てを裏付ける (survive) ものではない。しかし、Ferrera が N 社の取締役辞任後に受託者責任違反が発生したとしても、Girin がその違反に故意に関与したという決定的 (non-conclusory) 主張が含まれていない。N 社取締役の辞任後、二人が同時に B 社に在籍していたという申立ては別として、Ferrera の辞任後の行為と Girin を結びつける主張は、Ferrera のメールだけである<sup>50</sup>。これでは、受託者責任違反への「故意の参加」を構成するには不十分である。Ferrera、Girin が B 社の共同経営者 (co-officers) であり、ライセンス契約について「話し合った」可能性があることは、Girin が受託者責任違反への故意の参加を認定するために必要な「科学的態度」で (with the sort of “scienter”) 行動したと結論づける合理的根拠にはならない。従って、訴状は Girin に対する対人管轄権を申し立てる第 2 の必要条件を主張しておらず、規則 12(b)(2)に基づく Girin による棄却の申立ては認められる。

### 1 アーンアウトの条項に明記された「経営内容と義務」

---

<sup>49</sup> 「ほう助する者が故意に違反に関与するのは、『擁護または援助した行為がそのような違反を引き起こすと知りながら』行動した場合である。この基準では、ほう助者が『科学的知見』または『故意または極端な無関心』で行動したという、十分に説得力のある事実が要求される」。

<sup>50</sup> 「Pascal (Girin) と私はこの件について話し合った。…我々はライセンスに関して、ビジネス上の関係にはない」。



アーンアウト条項のある M&A で紛争となる事例の原因としては、対象企業の経営を買主側が担う場合の「経営判断」の許容度合い、あるいは売主側経営陣が残留した場合の買主側からの経営支援の程度等に由来する問題がある。本件は前者であり、やはり①-②-② **買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題**、に相当しよう。【判例3】では、契約条項の 2.9(h)(vii)に明記されているように、買主が求める対象企業に対する「絶対的経営権」を許容しながらも、売主は「アーンアウトの最大化」ではなく「アーンアウトの発生を減少または回避する目的の経営は行わない」というフラットな要求であった。以下では、本判決で引用されていた過去のアーンアウトの事例から、対象企業の経営問題が争点となった判例を選択し、それら判決文から各事例で規定されていた条項内容を抽出の上、比較検討する。

#### アーンアウトを「減少・回避する目的・意図」による経営に対する制限

売主はアーンアウト対価を期待していることから、「少なくともアーンアウトの発生を妨げない」というフラットな要求から、「アーンアウト最大化」を求めるプラス方向の条項内容が考えられる。しかしながら「アーンアウト裁判」が顕在化してきた初期の事例では、経営を担う「買主側の経営方針や経営努力」等に関する条項は見られず<sup>51</sup>、それらの判例の影響からか、2010年代からアーンアウト条項の内容に変化が見られる。

例えば、*Sheth v. Harland Fin. Sols* (2014)<sup>52</sup>では、被告（買主）は「**対象会社がアーンアウトの収益基準値を達成することを妨げることを唯一の目的とした行動を取ってはならない**」と規定されていた。これは【判例3】の「減少または回避する目的で（の）いかなる行為」と同様であろう。また買主側の裁量権は「**対象会社の事業または顧客、供給業者、従業員との関係に重大な悪影響を及ぼすと合理的に予想される行動（または不作為）**に関しては売主に相談し、その提案を誠実に検討しなければならない」とより限定されている。これは事業内容の継続性、あるいは「企業価値」に関してステークホルダーに影響を及ぼすと予想される場合には、元株主の了解を得るよう事実上の制約を課しているが、買主の「不正行為」に対する売主保護であると判示されている。次に、買主側の「目的」から「意図」に視点を移動させた事例として *Lazard Tech v. Qinetiq* (2015)<sup>53</sup>では、買主がアーンアウトを「**減少または制限する目的で、（アーンアウト・ターゲットとなる収益を）転用また**

---

<sup>51</sup> 例えば、【判例1】 *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP*, 984 A.2d 126, 147 (Del. 2009) や、【判例5】 *Winshall v. Viacom Int'l, Inc.*, 55 A.3d 629, 636-37 (Del. 2011) がこれに相当する。また、どちらの判例も本判決理由で引用・言及されている。

<sup>52</sup> *Sheth v. Harland Fin. Sols., Inc.*, (Del. Super. 2014).

<sup>53</sup> *Lazard Tech. Pprs, LLC v. Qinetiq N. Am. Operations LLC*, 114 A.3d 193 (Del. 2015).

は先送りする行動が禁止」されていた。控訴審では「回避することが買主の唯一の意図でなければならないと（原審は）述べていないが、買主の行動は少なくとも部分的にその意図に動機付けられていなければならない」と判示している。どちらもこれまでの多くの判例同様に、契約上の義務違反を主張する売主側の申立ては棄却され、「黙示の誓約」違反としても認められていない。

しかしながらその一方で売主側の主張が認められた判例もある。【判例3】の判決文で比較検討の対象とされている *Windy City v. Teacher Insurance* (2019)<sup>54</sup>では、買主が対象会社に対して「アーンアウト額を減少させる意図のある行為を行うこと、または行わせることを禁止」していた。売主はアーンアウトの減額を衡平法により救済を申し立て、それに対する買主からの棄却の申立ては認められず、【判例3】と同様にアーンアウト対価に関する売主の主張が認められている。

#### 対象企業の事業内容の継続性の確保

売主にとってアーンアウト対価の発生は、クロージング時の対象企業の「状態」の持続・発展が原則である。【判例3】では、買主側が口頭で事業の継続性を明言しながらも、契約書にそれらの内容は明記されていなかった。アーンアウト期間に対象企業のビジネスモデルが劇的に改変されたならば、売主の「合理的期待」は担保されない。この懸念に対する対処方法は、売主側は買主側に対して対象企業の経営に関する制約を課し、それらを契約条項に明記することになる。【判例3】の判決文でも「(買主側が) 特定の方法で対象企業を運営するという契約上の確約を得たかったのであれば、買主に与えた広範な裁量を設計するよう交渉できたし、そうすべきであった」<sup>55</sup>と指摘している。

*Edinburgh Hldgs v. Educ. Affiliates* (2018)<sup>56</sup>では、「対象会社の経営陣が残留し、過去の慣行に沿った合理的な方法で経営」し、「買主の全面的な協力のもと、事業成長の計画を立案・実行する能力が与えられ」、さらには「現況と概ね一致する収益成長を可能にし、条件付支払（アーンアウト）期間中に会計年度の損失や追加資本の要求を生じないこと」が明記されていた。これは売主側のアーンアウト対価発生への「合理的期待」を担保する内容である<sup>57</sup>。しかしながら裁判所は、「過去の慣行」の事実内容を精査するための証拠が開示

---

<sup>54</sup> *Windy City Invs. Hldgs., LLC v. Tchrs. Ins. & Annuity Ass'n of Am.*, (Del. 2019).

<sup>55</sup> *supra* note 1, at 35-36.

<sup>56</sup> *Edinburgh Hldgs., Inc. v. Educ. Affiliates, Inc.*, (Del. 2018).

<sup>57</sup> これは売主側経営陣が残留したものの、その経営に買主側が反発し、最終年度のアーンアウトを履行しなかったことによる特殊な事例である。買主によると、この規定は、「売主に収益拡大を可能にする事業計画を策定することを確約する」ものであるが、経営を担っていた売主側が「過去の慣行と一致する合理的な方法で行動することなく、想定される収益成長を達成できるような戦略や計画により実行せず、クロー

されていないことから、証拠開示 (discovery) に進むこととなり、買主側が申し立てた契約違反としては一部を認めただけである。

### 経営陣の経営努力の明記

【判例3】のアーンアウト条項では、買主側経営陣に「絶対的裁量権」を認め、さらには「アーンアウト対価を最大限にする方法で運営する義務はないものとする」とされていたが、この種の経営内容に関する規定も近年では散見される。例えば、*Collab9 v. En Pointe Technologies Sales* (2019)<sup>58</sup>において、経営を担う買主側は、クロージング以降の「本事業の運営に関する全ての事項について、買主が単独の裁量権を有」し、「アーンアウトの最大化を図るための行為を行う、又は行わないという明示的な、又は黙示の義務を負うものではない」と明記されていた。これは本件の「但し書」前までの契約文言と同様である。そして買主は「売主側に対してクロージング後の本事業の運営に関し、受託者としての義務またはその他の義務を負うことはない」と圧倒的に買主優位の契約条項であった。売主側は複数の訴因を申し立てたが、裁判所は反訴した買主側の主張をほぼ認める結果になっている。

一方の【判例4】では、先行判例同様に、買主が「マイルストーン支払額(アーンアウト)を減らす意図と目的を持った行動を取ることを禁止」し、それに対する補償条項も含まれていた。さらに買主に対して「商業的に合理的な努力」<sup>59</sup>をすることが求められ、同時に「クロージング後の対象会社に関する全ての事項についての権限」を与えている。また「更なる保証」の規定もあり、要請に応じて「本契約の意図を実行し目的を達成するために、当事者が合理的に必要または望ましいと考える、あらゆる追加またはその他の行為を行う、または行わせる」ことを義務付けていた。買主は契約違反を申し立てたが、裁判所は「原告の申立ては、買主がAPAの客観的な商業的合理的努力の基準に違反したという合理的な

---

ジグ前に売主が買主に提示した予算策定等を行わなかった」ことによる契約違反を主張した。一方で売主は、この条項は、対象企業に対して特定の収益レベルの達成を求めているため、契約違反として成立せず、収益を伸ばすことを許可(または奨励)するだけ(の規定)で、義務付けるものではないと主張した。これらに対し裁判所は、条項は「売主が収益を拡大することを要求するものではなく、買主の解釈はこの条項の言葉を歪曲し、何も存在しないところに義務付けを行うものである」と指摘した上で、法律上の解決を避けている。これは「クロージング後、経営陣が対象企業を『過去の慣行と一致する合理的な方法で』運営したか否かという問題は事実に基づくものであり、決定的な答えを出すには、買主側である経営陣が対象企業を『過去の慣行と一致する合理的な方法で』運営したか否かが問題となる。この問題に答えるには、売主側の過去の慣行に関する証拠を検討し、それらの慣行を取引完了後に採用された慣行と比較しなければならない」。

<sup>58</sup> *Collab9, LLC v. En Pointe Technologies Sales, LLC*, C.A. No. N16C-12-032 (MMJ) (CCLD) (Del. Super. Sept. 17, 2019).

<sup>59</sup> 【判例4】の判決文では引用されていないが、このような条項として「アーンアウト支払いの完全履行のための合理的かつ最善の努力義務」を買主に課す旨が合併契約書に明記されていた事例として、*Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*, (Del.2015) がある。

推論を導くものではない」と述べ、「訴状には買主が、(中略) 商業的に合理的な努力をしなかったと合理的に考えられる事実が記載されていない」として売主の申立ては棄却されている。しかしながら【判例6】の *Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.* (2019) では、売主側からの複数の訴因申立てに対し、裁判所は、買主側経営陣による対象企業の事業の継続性を確保する義務や、親会社による対象企業への経営資源の配分義務も否定している。それら事項が契約条項に明記されていなかった事実から、アーンアウトに対する売主側の申立てを認めていない。【判例4】との相違は「契約に明記されていない」という点のみである。

### 「商業的に合理的な努力」の意義

【判例3】は、財務指標をマイルストーン(アーンアウト・ターゲット)としていた。それでは【判例4】のように、アーンアウト・ターゲットが非財務指標の場合、対象企業の経営者に課せられる義務には何かしらの相違があるのか。ここで、【判例4】において課せられていた「商業的に合理的」経営努力の義務を考察する。

【判例4】ではB社に「クロージング後のTitanに関する全ての事項についての権限」を与えているが、「適用法の下での誠実・公正な取扱いの義務」に従ってその権限を行使することを要求している<sup>60</sup>。また、修正契約には、「更なる保証」の規定があり、要請に応じて、「契約の意図を実行し目的を達成するために、当事者が合理的に必要なまたは望ましいと考える、あらゆる追加またはその他の行為を行う、または行わせる」ことを義務付けている<sup>61</sup>。さらに、B社が「マイルストーン支払額を減らす意図と目的を持った行動」を取ることが禁止し、補償条項も含まれている<sup>62</sup>。

これに関して裁判所の見解は、「修正契約により、B社はクロージング後にTitan『に関する全ての事項』を決定する唯一の裁量権と権限を有している(ものの)、この裁量権は、修正契約に定めるCEマーク(の取得という)マイルストーン達成に向けたB社の『商業的に合理的な努力』義務によって限定されている」<sup>63</sup>というものである。そして努力義務の条項に関しては「典型的な形式は『誠実な努力(good faith efforts)』、『商業的に合理的な努力(commercially reasonable efforts)』、『合理的な努力』、『合理的な最善の努力』、『最善の努力』を要求するものである。『実務家は、努力条項の序列について一般的な感覚を持っている』が、『判例法を調査した識者は、弁護士が描く区別をほとんど支持していない』と述べている。当裁判所は、努力条項の意味について何度も『格闘(wrestled)』し、当事者が契

---

<sup>60</sup> *supra* note 26, at 15-16.

<sup>61</sup> *Id.* at 9-10.

<sup>62</sup> *Id.* at 10.

<sup>63</sup> *Id.* at 39.

約上設定できなかった努力条項に既定の意味を付与してきた」<sup>64</sup>。そして本件の「商業的に合理的な努力」の定義を修正契約から引用している。

「買主とその関連会社（総体で）は、同様の資源と専門知識を有する医療機器業界の企業同様に、一般的な状況を考慮の上、製品開発もしくは製品寿命が同様の市場性を有する製品に関しては、行為や目的を迅速に達成するような合理的な経営判断（**business judgment**）に基づく努力と資源を配分すること」<sup>65</sup>

この定義を適用する際に考慮すべき点として、「客観的な『外向きの定義』を課し、『業界標準の要件を適用するか、業界の他の参入者に向けて、買主の精査（*diligence*）義務を定義するもの』であり、『市場で類似の立場にある企業が採用している、あるいは採用するであろう努力に基づく基準』となる」<sup>66</sup>と論じている。そうであるならば、この「商業的に合理的な努力」義務は、受託者の善管注意義務に類似する概念となるのであろうか。さらに「このような規定は、売主が買主の義務違反を主張・立証する際に、買主の主観的な意図や心境ではなく、比較可能な業界標準という客観的測定基準を示すことができるため、売主に有利な規定とみなされている」<sup>67</sup>という見解も示している。この「比較可能な業界標準という客観的測定基準」の達成度が、前述したアーンアウト・ターゲットが財務指標である場合の「業績数値によって経営の成果を比例的に評価」することに相当しよう。そしてこの「売主に有利な規定とみなされている」背景に、善管注意義務とは異なる性質、「結果債務」に類似する概念が潜在しているのではないのか。推察するに、ここに「商業的に合理的な努力」の意義があると思われる。この推定が正しいのであれば、この文言（条件）の明記こそが重要となる。それは、N社がクロージング後の対象事業の運営をB社に全権移譲するに際して、アーンアウト確保のための機能を期待した条項であったと考えられる。

#### 「商業的に合理的な努力」違反の事実の立証責任

しかしながら【判例4】では、「訴状にはその基準違反の主張を裏付ける事実が一切記載されておらず、B社と同様の経営資源と専門知識を持つ『医療機器業界の企業』も挙げられていない。また、そのような企業が『一般的に合理的な経営判断の下、製品のための迅

---

<sup>64</sup> *Id.* at 39-40.

<sup>65</sup> *Id.* at 41.

<sup>66</sup> *Id.* at 41.

<sup>67</sup> *Id.* at 41-42.

速な活動や目的を達成するために使用する』行為も特定されていない」<sup>68</sup>として売主の主張<sup>69</sup>を退けている。そして「訴状では、(中略) B 社が規制当局からの認証に関して N 社の申し出を『断り』、CE マーク申請において『検定基準対応の継続を約束』したのに『破り』、CE マーク認証過程や DQS との連絡について『N 社に知らせなかった』と申し立てている」。しかしそれは「B 社が客観的な商業的合理的努力の基準に違反したという合理的な推論を導くものではない。それらは、B 社が原告の関与を望まなかったか、B 社の(契約上権限がある)規制当局に対する対応策に原告が同意できなかったということに過ぎない。また、訴状には B 社が CE マークを適時に提出し、認証を得るために商業的に合理的な努力をしなかったと合理的に考えられる事実が記載されていない」<sup>70</sup>と指摘する。「商業的合理的努力」が「売主に有利な規定とみなされている」ものの、その具体的事実を立証できていないことから、本件においては、原告の申立ては棄却されている。

類似の事例として *Himawan, et al. v. Cephalon, Inc., et al.*, (2018)<sup>71</sup>がある。売主(原告)は、欧州と米国の両当局から、医療抗体の認証取得をマイルストーンとしたアーンアウト契約を買主(被告)と締結した。契約では買主には、抗体の開発とマイルストーンの達成のために「商業的に合理的な努力」をすることが明記されていた。原告は、買主が抗体の開発を一部取り止めたことに関し、商業的に合理的ではなかったと主張した。一方で被告は、契約では抗体の開発(経営判断)に関する裁量は買主にあることから、申立ての棄却を求めた。「商業的に合理的な努力」とは、契約では「実質的に同じ資源と専門知識を持つ会社が、問題となっている事業に必要な努力とコストの性質を考慮し、そのような努力を行い、その資源を投入すること」と定義され、裁判所はこれを「客観的な基準を示したもの」

---

<sup>68</sup> *Id.* at 42.

<sup>69</sup> 「そして Titan 同様に『開発または製品のライフサイクルの段階において、同様の市場潜在力を有する製品』を特定することもできない。特に、原告はそのような事実を結論から述べようともせず、B 社が DQS に対し、Titan が世界的な殺菌検証に成功するまで CE マークの申請を停止するよう指示したと主張するが、B 社が 6.01 の定義にある殺菌検証を推進する商業的に合理的な努力に及ばないことを示唆するものはないと主張している」(*Id.* at 42-43)。

<sup>70</sup> *Id.* at 44-45.

<sup>71</sup> 判決理由でも以下のように本事例と比較の上、引用言及されている。「本申立ては、同様の商業的に合理的努力に関する条項を解釈した *Himawan* (*Himawan*, 2018 WL 6822708, at \*34) とは対照的である。そこでは、契約時対価とクロージング後のアーンアウトが規定され、買主が対象会社の事業決定を完全に行うことができ、『商業的に合理的な努力』をすることが義務付けられていた点で修正契約と同様の形式をとっていた。原告は、契約において『商業的に合理的な努力』とは、『問題となっている事業に必要な努力と費用の性質に配慮して、(買主と)実質的に同じ経営資源と専門知識を有する会社があるような努力を行い、その資源を投入すること』であり、被告はそのような努力を行わなかったと主張し、申立ての棄却を求めた。法廷はこの申立てを棄却するにあたり、原告が契約上の商業的合理的努力規定が提供する『関連する基準』に結びつく事実を主張していたことを確認し、『(買主と)実質的に同じ経営資源と専門知識を有する複数の会社』が、同様の『事業開発に取り組んでいる』ことを指摘した。(そして)これらの主張は、わずかではあるが、契約上の基準を満たせなかったという合理的な推論を裏付けるものであると結論づけた。対照的に、本件では、原告は、修正契約の『関連する基準』を適用する努力を全く行っていない」(*Id.* at 43)。

であると判断した。さらに、契約により売主は「対象企業の事業運営について異議を唱える権利を有しない」ことから、買主が主張する「事業に関する全ての決定について完全な裁量権を有する」ことを追認した。しかしながら「原告は、立証が困難な問題に直面している」とも指摘している。そして、原告による「契約違反」としての申立ては棄却されている。

これら事例から、買主側（あるいは対象企業の経営陣）に課せられた「商業的に合理的な努力」義務の水準は、「善管注意義務」程度であることがわかる。しかしその義務違反は、「基準違反の主張を裏付ける事実」を記述することで足りる。【判例4】における「合理的な経営判断に基づく努力と資源を配分すること」の「資源配分」の程度がこれに相当しよう。しかし *Himawan (2018)* の事例は、より具体的だ。「事業に必要な努力とコストの性質を考慮し、そのような努力を行い、その資源を投入すること」であるならば、「コストの性質」と「その資源の投入」は可視化できる。このことから善管注意義務と比較して、義務違反の立証は容易ではないのか。そして、売主側がその義務違反を立証した途端、これは「結果債務」として機能する。したがって「商業的に合理的な努力」とは、「売主に有利な規定とみなされている」ことになると考えられる。

## 2 標準化されない明示的契約条項

アーンアウト条項は、この20年弱の判例蓄積の影響もあり徐々に変化してきている。それに応じて、【判例3】の2.9(h)(vii)型の規定が、「買主にとっての対象企業の企業としての存続価値」を強く意識する形で明示的契約条項として挿入されることが増えてきているようである。しかしながら、それがアーンアウトの本質的矛盾を露呈する結果となっている。そもそも、条項本文において買主側の経営に「絶対的裁量権」を認めながら、その「但し書」においては、売主側が受け取るアーンアウトに「配慮」を求める内容をいかに解釈すべきであろうか。

### 長期的企業価値と短期的アーンアウトという構図

売主・買主両当事者の思惑は、これまで必ずしも契約条項で明示的に示されることはなかった。対象企業の「長期的安定的収益構造（企業価値）の構築」は、買主側にとってはアーンアウト対価を意図的に減少・回避する行動の「隠れ蓑」となり得る。同時にこの長期的企業展望は、売主にとって直近のアーンアウト対価の最大化に「後ろめたさ」を覚えさせる要因となり得る。こうした契約時の本音と建前の交錯が、明示的契約条項の挿入を阻む原因となってきたと思われる。それゆえ【判例3】では、一応明示的なアーンアウト契約の

趣旨条項が挿入されたとはいえ、その解釈においては上の思惑の相違を完全に払拭することはできない。

### 財務指標と非財務指標の場合の経営に対する効果の相違

ここ 10 年程のアーンアウト条項のある M&A 契約では、裁判事例を見る限りにおいては、対象企業の経営陣に対する「経営努力」内容を明記する事例が増加している。【判例 3】のように、アーンアウト・ターゲットが財務指標であるケースでは、経営の裁量権を買主側に全面移譲することと引き換えに、売主側は買主側経営陣に対して、アーンアウトを「減少・回避」する行為を禁じている。それでは【判例 4】のように、アーンアウト・ターゲットが規制当局の許認可等のような非財務的指標の場合はどうか。判決理由で引用されている *Himawan* も同様であったが、売主側は買主側経営陣に対して、「商業的合理的努力」を課している。

先行研究によれば、アーンアウトの発生・履行は「取引の 90% で発生し、その内 50% が満額の履行」であり、「平均履行額は満額の 60%」である<sup>72</sup>。例えばこれは、満額履行を 1、平均履行額を 0.6 と明瞭に表記することが可能であり、0 から 1 の間のグラデーションとして可視化できる。そして、この表記はアーンアウト・ターゲットが財務指標等の数値である場合に可能な計量方法である。しかし、許認可等の非財務的指標の場合は、論理的には 0 と 1 しかあり得ないことになる。勿論、上記の先行研究の結果には、非財務指標の事例もサンプリングされていようが、非財務指標がアーンアウト・ターゲットの場合、履行額のグラデーションは形成されない。したがって、アーンアウトを「減少」させる経営は存在しないことになる。そこで「客観的な基準」を示し、「売主に有利な規定」とみなされる「商業的合理的努力」が対象企業の経営陣に課せられる結果となったのではないか。

アーンアウト条項では、その発生・履行が契約上明記されることは少なく<sup>73</sup>、買主側の「経営努力」で成果が増減する「手段債務」的側面がある。アーンアウト・ターゲットが財務指標である場合はこのように考えることができよう。しかし、非財務指標である場合は、成果の増減はなく、成否の二項しかない。そこで、【判例 4】のケースで売主は、「商業的に

---

<sup>72</sup> 第 I 部「理論編」第 3 章「5 アーンアウトの履行（支払い）状況」を参照。なお、詳細は、Kohers and Ang [2000]、及び Cain et al. [2006] を参照されたい。

<sup>73</sup> ABA ビジネス法部門の M&A 市場動向小委員会によれば、取引額 3000 万ドルから 7 億 5000 万ドルの 123 件の事例を対象とした「米国非公開企業 M&A ディールポイント調査」（2020 年から 2021 年第 1 四半期）では、92% がアーンアウトを最大化するための事業運営を買主の義務として明記されていなかったという。すなわち 8% は「アーンアウト最大化」が何らかの形で含まれていたと思われる。（ABA Private Target Deal Study 2022 : <https://www.fasken.com/en/knowledge/2022/03/key-takeaways-from-the-aba-us-private-m-a-deal-point-s-study>, 2022 年 9 月 14 日最終閲覧）。



合理的な経営努力」と明記することにより、対象企業の「経営努力」を「結果債務」化させ、アーンアウトの履行を確保しようと意図したのではないだろうか。「商業的合理的」という条項文言には、そのような機能が潜在していると思われる。

### 3 小括

本章では【判例3】と【判例4】を中心に、判決文で引用されていた過去の判例も含め、アーンアウト条項における売主・買主両当事者に課せられる「義務内容」を比較検討し考察してきた。しかし、さらに疑問の余地が残る。なぜ「アーンアウトの最大化」を義務付けた契約条項がスタンダードとされていないのか。アーンアウトとは、その最大化が売主のみならず、買主にとっても最大の利得を生じさせるという理論に立脚していると思われる。特に2000年代前半までの「経営内容」を規定していない時代のアーンアウトは、その前提に立っていたはずである。それ故、「経営内容」を規定する条項がなかったとも言える。しかし2010年代後半から事情が変化してくる。そして【判例3】の契約条項に関する解釈では、買主側の経営目的がアーンアウトを減少・回避する「唯一の意図」によるものではなくとも、「少なくとも部分的にはその意図によって動機づけられ」ていたとして、裁判所は買主が「アーンアウト目標達成の失敗を引き起こすことを知っていたと合理的に推測」した。これは我が国における「著しく不公正な方法」に関わる新株発行時の「主要目的ルール」と類似している。類推するならば<sup>74</sup>「売主のアーンアウト対価が著しく低下されることを意識しつつなされる対象企業の経営は、それを正当化させるだけの合理的な理由がない限り、契約違反に当たる」ということになる。「著しく低下されることを意識しつつ」という曖昧さ、「正当化させるだけの合理的な理由」を認定する困難さ、このあたりにアーンアウト条項の経営内容を「設計」する際の本質的な問題が潜在しているのかもしれない。

---

<sup>74</sup> 例えば、不公正な方法とされた「東京地決平元・7・251 判時 1317・28」を参照されたい。

## 第8章 アーンアウトと対象企業取締役の信任義務

### 【判例5】 *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, (2013)<sup>1</sup>

デラウェア州最高裁判所は、合併後のアーンアウト支払いの紛争において「誠実・公正な取扱いの義務 (obligation) という黙示の誓約」に違反していると主張する原告の申立てに対し、その訴えを棄却するよう求めた被告の主張を認めた<sup>2</sup>。「(両当事者の) アーンアウト最大化の合意が、契約上明らかになる必要があるが、(中略) 契約にその記述はなく、またそのように解釈することもできない」。本判決はアーンアウトに関わる訴訟の中でも大企業による M&A の事例であり、米国においてはその後 147 件の裁判で引用されている<sup>3</sup>。本事案の争点(訴因)は複数あるが、アーンアウトに関わる部分の内容は以下の通りである。

#### 〔事案の概要〕

2006年10月、MTV(音楽専門チャンネル)やパラマウント映画等を有するグローバル・エンターテインメント企業の Viacom 社(被告、買主)は、ゲーム制作会社 Harmonix 社(以下、「H社」)を買収し完全子会社とした。その際、買主は Winshall(売主側株主の代理人であり原告、売主)に対し、(1) 1億7500万ドルの現金による支払いと、(2) H社の2007年および2008年の財務業績(financial performance)<sup>4</sup>に基づき、買収後の2年間、上限無し(uncapped)の買収対価の追加支払い(アーンアウト)を売主が受取る権利を明記した「合併契約(“Merger Agreement”)」を締結した<sup>5</sup>。但し、この合併契約書には、アーンアウト

---

<sup>1</sup> 本件は *Winshall v. Viacom Int'l Inc. (Winshall Op.)*, 55A.3d 629 (Del.Ch.2011) および *Winshall v. Viacom, Int'l, Inc. (Winshall Supp. Op.)*, 2012 WL 6200271 (Del. Ch. Dec. 12, 2012) を受けてのデラウェア州最高裁による判決である。以下の〔事案の概要〕及び〔判決の要旨〕は、*Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, 76A.3d 808 (Del. 2013) の OPINION による (Jacobs [2013])。

<sup>2</sup> このような場合の棄却基準は、米国連邦民事訴訟規則第12条 防御および異議 - 訴答によるか又は申立てによるか - 訴答に基づく判決の申立て、(b) 提出方法、(6) 救済が与えられるための基礎となる請求の不記載、に明記されている。Jacobs [2013] at 9. なお、この基準は *Fortis Advisors LLC v. Stora Enso AB*, (C.A. No. 12291-VCL : Del. Ch. 2018) においても引用されている。

<sup>3</sup> データは casetext.com による (2020年12月3日最終閲覧)。

<sup>4</sup> この業績とは「製品から得られる粗利益 (Gross Profit)」であり、「純収入 (売上) - 直接可変費用」と定義されていた。

<sup>5</sup> また、両者はエスクロー契約 (“Escrow Agreement”) も締結し、原審でも争われているが、本稿では専らアーンアウトに関わる部分を検討する。なお、Viacom 社からの売主に対する合併契約(表明保証違反)上の補償請求(訴因II)、及びエスクローの保持(知財違反請求に対する訴訟費用)に起因する申立て(訴

期間中における買主による H 社の経営内容等を規定する条項や、買主が売主に対するアー  
ンアウトの支払いに尽力する旨の努力条項<sup>6</sup>は含まれていない。

2007年3月、H社は（配給販売会社である）Electronic Arts, Inc.（以下、「EA社」と）の  
間で、自社の新作ゲームソフトの販売に関する契約を結び、H社がEA社にその販売配給  
手数料を支払うことで合意した<sup>7</sup>。しかし売主によれば、買主側はその新作ゲームソフトの  
大成功が予測されたため、それによる2008年のアーンアウト支払いが急増することを懸念  
し、そのことがEA社との契約の再交渉を促進したという。2008年10月、両社は当初の  
販売契約の諸条件を再交渉することとなった。その際、EA社に対しH社は、別のゲーム  
ソフトの配給権の付与も提案した。しかしながらEA社はそのような権益を受けずに（in  
exchange for receiving other, separate benefits）、EA社が受け取る配給手数料の減額を提案  
してきた。ところがH社はその提案を受け入れず、2008年の配給手数料は維持し、EA社  
が買主の系列メディアである放送局から広告枠を購入の上、2009年以降、H社からEA社  
へ支払う配給手数料を減額することとなった。

売主は、買主とH社がEA社との契約再交渉において、2008年の配給手数料の減額を意  
図的に避け、（それにより生じる経費の低下と利益の上昇という）好機を逃し、「合併契約」下  
での「黙示の誓約」に違反したとして提訴した（訴因I）。その内容は、買主は取引先EA  
社との再交渉の際、2008年に支払う配給手数料の減額提案を受け入れ、H社の当該経費を  
引き下げることで粗利益を増やし、それにより2008年の売主へのアーンアウト支払いを増  
額させることができたはずである、というものである<sup>8</sup>。

### 〔判決の要旨〕

原審では、「合併契約」には「黙示の誓約」のような義務はなく、最高裁もその判断を踏  
襲している。「黙示の誓約とは、原告（売主）が自身の利益獲得をできなかった際に、契約  
文言を書き換えることを許可するものではない」<sup>9</sup>。そして「黙示の誓約」の適用範囲と機  
能に鑑み、売主の主張が法律問題としては扱えない（fails as a matter of law）」と述べる<sup>10</sup>。  
その理由として、第1に、売主の主張を正当化するためには、「買主とH社が、アーンアウ

---

因Ⅲ）に対する略式判決に関しても、売主は不服として控訴しているが、いずれも原審同様に棄却されて  
いる。

<sup>6</sup> このようなアーンアウト期間の努力義務条項に関しては、第2章を参照されたい。

<sup>7</sup> この配給手数料はH社の経営上、粗利益を計算する際の多額の費用に計上されるため、売主へのアー  
ンアウト支払いに大きな影響を及ぼすこととなる。

<sup>8</sup> 原審（2011）では売主のこの申立ては棄却され、本案件は控訴審である。

<sup>9</sup> （原審の引用）*supra* note 1, at 15.

<sup>10</sup> *Id.* at 15.

トを最大化するために必要な措置を講じることに同意したことが明確でなければならない。(また) 契約でそのように義務付けることもできた。(しかしながら)『合併契約』には、アーンアウト最大化のための経営(内容)に言及している部分も、それを示唆する文言もない(states, or could read to imply)<sup>11</sup>と指摘する。そして買主と EA 社による販売契約再交渉の恩恵を、売主側が受けることができなかったという主張を認めず、買主は売主との合併契約にある権利を侵害していないと認定した。つまり合併後の買主側による対象企業の経営は、売主へのアーンアウトを最大化するよう義務付けられてはいない<sup>12</sup>と断じている。そして第2に、「買主は 2008 年の配給手数料の引き下げの提案を受け入れなかった一方、当初の契約で想定されていた以上の金額に引き上げることもしなかった」という事実を指摘し、原審を引用しながら「黙示の誓約」違反を認めない理由として判示した<sup>13</sup>。

「契約が一方の当事者に裁量権を与える場合、誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約には、その裁量権を合理的かつ誠実に使用することが求められる。(但し) 一方の行為が他方の利益に制約を与える場合、その当事者が交渉した契約条項によって悪意で行動した場合には、(その行為は)認められない。(中略) 仮に買主が 2009 年に配給手数料を支払わない代わりに 2008 年に 2 倍を支払うという行為に至った場合、そのような合意は間違いなく誠実なる黙示の誓約に違反することになる。その場合は、(所定の)アーンアウト期間外に意図的にコストを移転させることで、合併契約にある売主側(Selling Stockholders)の合理的な期待(reasonable expectations)を奪うことになる。(後略)<sup>14</sup>」<sup>15</sup>。そして「再交渉により買主に与えられた利益が、売主(である旧株主)の期待する利益である商品の売上げ、すなわち 2008 年の EA 社による H 社商品の売上と引き換えにもたらされたとは認識できない」との見解を示し両取引の代替性を否定した<sup>16</sup>。「売主の主張は、デラウェア州の契約法学における『黙示の誓約』の範囲と機能に関する根本的な誤解に基づいているが故に、法律問題としては扱えない」と判示する<sup>17</sup>。

## 本判決の意義：アーンアウト期間の対象企業の経営

本件は「黙示の誓約」に関連した訴訟であるが、アーンアウト期間における対象企業の

---

<sup>11</sup> *Id.* at 15.

<sup>12</sup> *Id.* at 15.

<sup>13</sup> *Id.* at 16.

<sup>14</sup> *Winshall Op.*, 55 A.3d at 638 (footnotes omitted).

<sup>15</sup> *supra* note 1, at 16.

<sup>16</sup> *Id.* at 17.

<sup>17</sup> *Id.* at 17.

経営とアーンアウトの発生・履行という視点、すなわち①-②-② 買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題、という視点から考察したい。それは、アーンアウト条項のある M&A 契約では、アーンアウトの発生・履行を左右するクロージング後の企業経営を考慮するならば、登場人物を契約当事者である売主・買主に限定することには無理があると考えからである。特に本件のような公開会社（上場企業）が関わる取引では、会社法上の対象会社の取締役の信任義務に関連する問題を無視することはできない。

## 1. 株主（親会社）の意向と対象会社の経営

H 社の経営判断に買主の意向は影響していなかったのであろうか。2008 年、両社（H 社と EA 社）は当初の販売契約の諸条件を再交渉することとなった。その段階で H 社は買主会社の 100% 出資子会社となっているのであるから、その意向を反映した経営判断が H 社の取締役によって下されることは容易に想像できる。事実、判決でも「2008 年、Viacom と H 社は EA 社からの配給手数料の引下げ提案を受け入れなかったが、当初契約で見込まれていた以上に引き上げることも行わなかった」と買主である Viacom 社と対象会社の H 社を併記し、買主と H 社を同一視している節がある。この推定が正しいのであれば、対象会社の法人格否認という構成を取ることであり、その場合は、対象会社取締役の株主（買主会社）に対する信託義務を論じる余地はなくなろう。そして EA 社が受け取る配給手数料の減額提案に対し、H 社はその提案を受け入れず、EA 社が買主の系列メディア会社から広告枠を購入の上、2009 年以降、H 社から EA 社へ支払う配給手数料を減額することとなった。H 社は法人である買主の完全子会社である事実に鑑みれば、他の株主、殊に少数株主は存在しないことから問題とはならなかった。しかしこれは 2008 年の H 社に移転する可能性があった EA 社の減益要因を留保させ、その留保利益を買主側に振り替える効果を持っていた。そしてそれが買主から売主へのアーンアウト支払いを発生させない結果となっている。つまりこの場面は、親会社の意向や株主に対する対象会社経営者の信任義務が、場合によっては他の株主や、債権者、取引先等のステークホルダーに大きく影響することを示している。

## 2. 対象会社の業務執行責任の所在と義務の内容

第 2 は買主（親会社）の対象会社に対する法的権限の問題がある。本件のような企業買収では、対象会社の経営を株主である買主会社が直接担うわけではなく、業務執行に関し、株主は会社の経営を（当該取締役に対して）直接指図できるのかという問題が考えられる。本件でいえば、H 社と EA 社の配給手数料の改定や損益計算等、業務上の決定機能を買主である親会社が有しているわけではなかろう。したがって、買収契約上の義務の内容も買

主と対象会社の取締役とでは自ずと異なってくると思われる。要するに、この場面で考えられるのは、対象会社取締役の契約履行義務と株主に対する受託者責任の問題である。

企業、ことに株式会社の意思決定の構造は重層的である。M&A における買主・売主という両当事者の形態（法人・個人、単体・複数体等）と、買主に経営を委任された対象会社の取締役の権限の属性と責任の所在を確認し、会社法の論理でアーンアウトが対象会社の経営に与える影響を考察することが必要であると思われる。

本件は契約当事者である売主が合理的期待を奪われたと訴えた事件であったが、アーンアウト条項の存在が対象会社の経営に何らかの影響を及ぼしたことは否定できないと思われる。売主の論理を過激に発展させれば、アーンアウト期間中の配給手数料を他年度に振替えてコストを無くし、アーンアウトの支払いを最大化せよという主張にもなるが、これは全く逆の展開の想定となり、やはり対象会社の経営に与える影響は大きい。いずれにせよ、アーンアウト条項のある M&A の場合には、対象会社の経営に何らかの歪みが生じる可能性があることに留意する必要があるのではないか。

## 1 M&A の契約当事者（売主・買主企業）と対象会社の経営者（取締役）

アーンアウト条項を含む M&A の多くは、買主が公開会社（上場企業）であるのに対して、売主は非上場企業のケースで多く見られ<sup>18</sup>、本件のように買主が法人（株式会社）、売

---

18 第1部「理論編」第3章「2 アーンアウトを採用する企業の形態及び業種」、及び第4章「1 対象企業の形態及び業種」をそれぞれ参照されたい。また、対象企業の経営者（取締役等）の信任義務に関連した事例として、以下の3件を紹介する。① *American Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc* (Del.2014)：これは、ナスダック上場の投資会社 LPL Holdings, Inc（買主・被告）が、投資サービス業である American Capital Acquisition Partners, LLC（売主・原告）の子会社で、不動産投資会社である Concord Capital Partners, Inc.（対象会社）を買収した事案である。当初、買主は買収によるシナジーを見込み、その収益に対するアーンアウトを想定した契約を締結した。また買主は対象会社の経営陣を留任させ、業績向上へのインセンティブ報酬も設定されていた。しかしながら買主側が「必要な技術的支援」を行わなかったために期待していた収益を上げられず、アーンアウトの支払いが発生しなかったとして売主側に提訴された。原告には対象会社の元経営陣も加わっているが、在任中における取締役としての彼らの信任義務の対象は、買主であり 100%株式を保有する法人としての LPL Holdings, Inc であった。② *Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC, C.A. No. 9522-CB* (Del. 2015)：米国企業 iWatt の旧株主（売主・原告）が Fortis Advisors LLC を代理人として iWatt（対象会社）を吸収合併した英国の店頭登録企業 Dialog Semiconductor PLC（買主・被告）を提訴した事案である。アーンアウト条項を含む契約には、iWatt の業務運営に際し「商業上合理的最善の努力を払う」と規定されていたものの、その契約条項に違反したと主張したが、裁判所は両当事者が協議した契約文言に曖昧さはないとして「黙示の誓約」論を棄却した。クロージング後の事業運営は買主側取締役が担うことになるので、その信任義務の対象は買主である Dialog 社である。③ *GreenStar IH Rep, LLC v. Tutor Perini Corporation, C.A. No. 12885-VCS* (Del.2017)：GreenStar（対象会社）の最高経営責任者（CEO）でもあった Gary SEGAL（売主）と一部の利害関係者が訴訟を GreenStar IH Rep, LLC（原告）に代理権を与え、ニューヨーク証券取引所（NYSE）上場の Tutor Perini Corporation（買主・被告）を提訴した事案である。クロージング後のアーンアウト期間5年間の内、3年目以降の支払い分の減少につき争いになった。一方で、対象会社の CEO であった Gary SEGAL の不正確な会計によりアーンアウトの支払いが拡大したと買主から反訴さ

主が少数の株主が支配する法人（ここでは共に株式会社をモデルとする）をプロトタイプと想定して考察する。なお、買主・売主両当事者が公開会社（上場企業）の場合は、両企業の株式市場における価格（株価）に、将来価値を含むすべての情報が織り込まれているという前提<sup>19</sup>でアーンアウトは利用されていないようである<sup>20</sup>。

### 売主・買主企業と対象会社の経営者の関係

【判例5】における売主は非上場会社で、支配株主に委任された（あるいは契約した）取締役が経営を行っていた。一方、買主は上場会社であり（支配株主が存在する場合もあるが）、会社支配権は不特定多数の「株主」が想定される（図1）。買主である株式会社の取締役は、会社株主に対して信任義務を負っているから、本件では対象会社の取締役は、買主である株式会社（法人株主）に対して信任義務を負うことになる（図2）。しかしながらアーンアウト条項がその機能を発揮するのはクロージング後である。そしてその段階で対象会社の支配権は買主に移転しており、対象会社の経営を担うのは、買主に経営を委任された経営者（取締役）である。新任の場合は当然ながらも残留した取締役であっても、その信任義務の対象は売主側の旧株主から買主側の株主に移転している。したがって、会社法上は対象会社の取締役の信任義務の対象は買主側株主に対してのみであり、売主側株主に対する受託者責任を負うことはない。

---

れている。買主が対象企業の CEO を留任させたものの、同人が売主でもあったため取締役として利益相反の状態にあったと思われる。

<sup>19</sup> これはマイクロ経済学が想定する完全競争市場での均衡価格理論を前提としているが、現実の株式市場のほとんどは不完全競争市場であるため、私見ではアーンアウトはそれでも有効であると思われる。なお、完全競争市場の成立条件等については、川嶋 [2018] を参照されたい。

<sup>20</sup> 第 I 部「理論編」第 2 章を参照されたい。なお、その詳細は Dater et al. [2001] : 201-238 を参照。

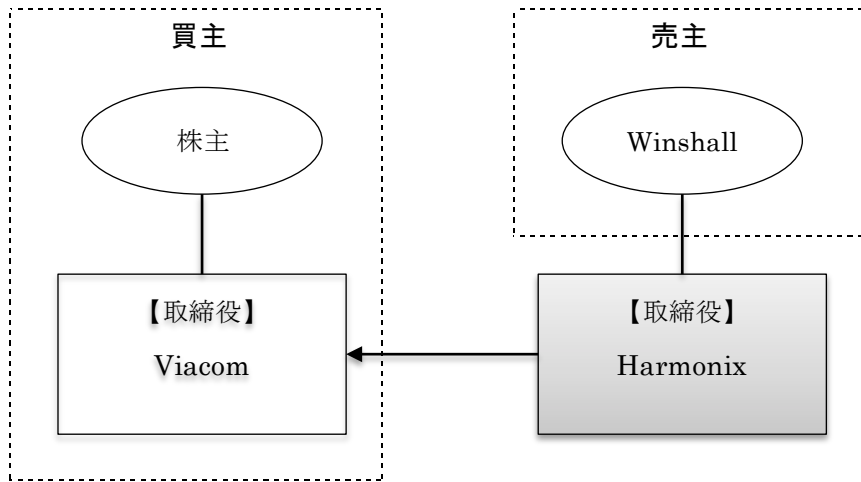


図1 M&Aのプロトタイプ

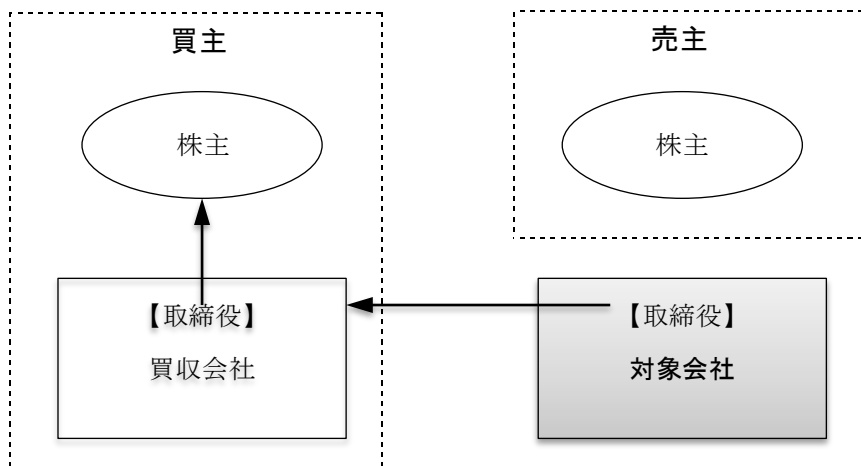


図2 買主（支配会社）と対象会社（従属会社）の取締役にかかる信任義務の方向性

## 2 対象会社の取締役の信任義務と買収契約の履行義務

様々な制度設計が可能であるアーンアウト条項の中でも、これまでの事例で売主にとって切実な問題となってきたのは、買収後の対象会社の経営権が買収側である買主に移動した状態であるにも関わらず、依然として対象会社の業績が、売主である旧株主の利害（アーンアウト）問題として継続しているということに尽きる。以下では、このような契約を締結することによって生じる問題を考察する。



## 買収契約の当事者と対象会社の取締役

第1の問題は、M&A契約の当事者は買主（買主側企業の株主および取締役）と売主（売主側企業の株主および取締役）である<sup>21</sup>。しかしながら、クロージング以降の対象会社の経営を担うのはその会社の取締役の地位にある者であり、買主側により委任（契約）された取締役がその責を担う。当然ながら、この取締役は買主である株主に対してのみ信任義務を負う。

## 対象会社の経営者（取締役）の義務

次に、対象会社の取締役の信任義務の内容が株主価値最大化にあるという前提<sup>22</sup>に立てば、クロージング後のアーンアウト期間の経営により、結果として売主に対するアーンアウトによる追加支払い額が減少する可能性も考えられる。この場合、対象会社の取締役がアーンアウト条項を認識した上での経営を行うことにより、条件成就の業務執行を推奨することとなる。その結果として、キャッシュフローが対象会社から売主側に流出することにより、当該会社の企業価値を毀損することになるのであれば、株主である支配会社（親会社）から善管注意義務違反に問われる可能性も考えられる。このことは経営判断の問題とも絡むが、本件の場合に限れば、控訴審のデラウェア最高裁も指摘するように「当該買収契約では、買主はアーンアウトの支払いの保証および支払金額最大化の義務を負っていない」<sup>23</sup>のであるから、対象会社の取締役は買主に対する信任義務を遂行すれば良いことになる<sup>24</sup>。

## 対象会社の取締役が担う売主・買主間の利益相反の問題

対象会社の経営者（取締役）によるアーンアウト条項を含む買収契約の履行は、その段階における対象会社の株主に対する善管注意義務の一部を構成するもので、当然ながら旧株主である売主には及ばない。このように法的位置付けが明確であり<sup>25</sup>、当該取締役の経営方向が予見できる場合に、アーンアウト条項のある M&A 契約が成立するのであろうか。売主である小規模企業の株主（あるいは経営者）は、以上のような対象企業の取締役に課せら

---

<sup>21</sup> 上場会社をはじめとして、中堅企業以上の規模の（公開）会社の場合には、株主は業務執行の監督権限等を経営者ないしは取締役（会）に委任している。

<sup>22</sup> これらの問題に関しては、次項と第9章で詳細に検討する。

<sup>23</sup> *supra* note 1, at 16.

<sup>24</sup> 当該取締役が旧経営陣の留任である場合、あるいは買収側企業からの転籍者ではなく、第三者として新たに任命された取締役である場合、実務上アーンアウト条項のある契約内容をどこまで認識しているかは疑問の余地もあり、アーンアウト条項を指針とした経営判断を強いられるとは限らないかもしれない。

<sup>25</sup> 本件のような買主と売主との利益相反が生じかねない場面でも、我が国もデラウェア会社法・判例法同様に、会社の取締役はその株主に対してのみ信任義務を負い（民法644条あるいは会社法330条の善管注意義務、および355条の忠実義務）、買収契約の相手方である対象会社の旧株主に対してその効力は及ばない。

れる法的義務を認識しているのであろうか。本件でも売主が「買主側が2008年のアーンアウト支払いを最大化するよう行動するという『合理的期待』を持っていた」<sup>26</sup>と主張しているが、取締役の信任義務の内容と方向性を認識していれば、その期待は不合理であり、「買収契約」に明記された条件で、アーンアウト条項のある契約を締結するであろうか。

なお、この対象会社の取締役の信任義務と買主・売主間の利益相反の問題は、本裁判の判決では言及されていない。しかし、アーンアウト条項のあるM&Aを実行するにあたり、アーンアウトという手法に内在する本質的な問題であると思われる。

### 3 受託者責任

ここで、第7章で議論した【判例4】<sup>27</sup>を「受託者責任」の側面から考察する。【判例4】はアーンアウト判例の中でも極めて特殊な事案である。両当事社の役員を兼務していた者が、APA締結の段階まで売主側として交渉に当たり、修正契約後はコンサルタントという立場に関わるものの、依然として買主側の役員でもあった。このような事実に鑑みれば、当該者の売主側企業の株主に対する受託者責任違反が認められる可能性は高い。

会社の取締役等の役員（【判例4】ではLLCであり、「マネージャー」がそれに該当する）である受託者は、「設立から解散するまでの間<sup>28</sup>、（中略）受託者責任が排除・変更されない限り、（中略）企業が永続的に存在することを前提として、長期的視野でその企業の価値を最大化するよう尽力しなければならない」とされている<sup>29</sup>。その責任は委任に関する規定に基づくことから民法上の善管注意義務、そして会社法上の忠実義務により構成され、さらには米国の判例法理である「経営判断原則」が関係してくる。これらを念頭に、【判例4】で訴因とされた受託者責任の性質について考察する。

---

<sup>26</sup> *supra* note 1, at 17.

<sup>27</sup> *Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del.2020).

<sup>28</sup> デラウェアのLLCは、設立から解散するまでの間は、「永続的に存在する（ことを前提としている）」[6 *Del C.* § 18-201(b)].

<sup>29</sup> 第9章の【判例6】を参照されたい (Laster [2019]: 41-42)。なお、ここでいう「長期的企業価値の最大化」と「株主利益の最大化」を同一視することには慎重であるべきであろう。前者の恩恵を受けるのは、その企業の利害関係者（ステークホルダー）すべてである。それに対して後者の恩恵は株主に限定される（もっとも、株主は残余財産請求権者であることから、株主の利益が最大化する以前に、他のステークホルダーの利益が最大化されているという解釈もあり得る）。そして、役員が負う受託者責任の対象は株主である。この論理から、例えば『会社』の利益とは、究極的には株主の経済的利益であり、それを最大にするべき義務であると解すべきものであろう（江頭憲治郎『株式会社法（第8版）』450頁：有斐閣[2021]）という論理展開となり、受託者責任を「株主利益の最大化」と解釈することもできよう。

## Ferrera の N 社株主<sup>30</sup>に対する受託者責任の構成

【判例 4】の事案の全ては Ferrera を軸として展開されていた。2017 年 11 月まで N 社の取締役会会長であった Ferrera は、その期間までは N 社株主に対する受託者責任を負うことになる。しかし本事例においては、退任後のコンサルタント契約期間の受託者責任も追及されている。判決理由では、一般論として「元取締役は受託者としての義務を負わないとされているが、(中略)元取締役は、委任関係終了前に開始された取引や委任期間中に得た情報に基づく取引に関与した場合、当然ながら受託者責任に違反する」<sup>31</sup>と指摘している(もっともこの指摘は、本件に関しては、アーンアウト・ターゲットである欧州での認証取得に関する責任ではなく、N 社に対する誹謗中傷による弱体化行為に限定される結果となっている)<sup>32</sup>。しかし、コンサルタント期間は委任関係ではなく契約関係である。その契約では「委任期間中に得た機密情報を使用することを禁止していた」ことから、「原告が主張する受託者責任違反のひとつの根拠となる」と裁判所は判断した<sup>33</sup>。さらに Ferrera が取締役会から「追放」されたことで、「N 社の製品開発を弱体化させる」ことや、「N 社の財務的脆弱性に関する知識を利用して N 社をさらに無力化しよう」と画策したとされることが Ferrera に対する受託者責任違反の主張の追加根拠となっている<sup>34</sup>。つまり委任関係終了後の契約期間中の契約違反行為も、委任期間中の情報を利用したことにより受託者責任違反を構成する可能性を論じている。

## アーンアウト・ターゲットに関する受託者責任の否認

Ferrera が B 社の社長兼 COO 職にありながら、N 社取締役会会長を兼任し、N 社を代表して B 社との取引に参画していたという時点で双方代理の可能性、すなわち利益相反取引の疑いが生じる。N 社が開発中の 3 製品の内、本件アーンアウト契約の対象事業となった Titan に対する事業価値を最大 1600 万ドルと想定しながらも、前金は 25 万ドルであった。残額をアーンアウトとして、規制当局の認証を条件としているが、この事業価値に対するアーンアウト比率は異常に高い。この算定には Ferrera の友人である弁護士が関わっている。これは当該事業の成長可能性を評価していたとも解釈できる<sup>35</sup>が、結果としてアーンア

---

<sup>30</sup> 【判例 4】に登場する会社は、買主側の親会社であるフランスの Balt International が S.A.S (簡易型株式会社) であるが、それ以外は全て米国の LLC である。ここでは便宜上「持分」の所持者を「株主」と名義する。

<sup>31</sup> *supra* note 27, at 26.

<sup>32</sup> *Id.* at 27.

<sup>33</sup> *Id.* at 27.

<sup>34</sup> *Id.* at 27-28.

<sup>35</sup> 例えば、【判例 1】の *Airborne Health, Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP v. Squid Soap, LP* (Del Ch. 2009, Decided C.A. No.4410-VCL) では、「売主がクロージング時に現金 100 万ドルで資産譲渡するこ

ウトが発生することはなかった結果をどう考えるべきか。

取締役会会長退任後のコンサルタント契約期間にも Ferrera が N 社に対して受託者責任を負うのであれば、B 社に権限委譲された欧州での認証取得と Ferrera の関係が問題となる。対象企業のアーンアウト期間の経営は、アーンアウト・ターゲットの達成が契約当事者に対する契約履行の目標となるが、対象会社の株主に対する受託者責任とは無関係であることがその理由である。ここで、N 社に対する受託者責任を Ferrera に追及するのであれば、一連の B 社の認証申請に参画していたことを N 社は立証しなければなるまい。しかし判決理由では「訴状には Ferrera が N 社の取締役を辞任した後、欧州での認証過程に関与したという主張は含まれていない。むしろ、Ferrera の関係者がその手続きに参加した、あるいは連絡を取ったと主張しているに過ぎない。同様に、Ferrera が B 社の Titan 発売準備に関与していたとの申立ても含まれていない」<sup>36</sup>と指摘し、Ferrera の退任前の行為については受託者責任違反を認めたが、退任後の行為については認めていない<sup>37</sup>。そしてこの「Ferrera の関係者がその手続きに参加した、あるいは連絡を取った」という部分から、Girin に対しては、対人管轄権に関する第 1 の必要条件を満たしていることを認定しているのみである。しかしこれは換言すれば、「N 社の取締役を辞任した後、(B 社側の) 欧州での認証過程に関与したという」事実を N 社側が立証できるのであれば、退任後のコンサルタント契約期間においても Ferrera が受託者責任を負う、という可能性もあろう。

### 認証取得がアーンアウト・ターゲットである場合の受託者責任

前述したように、アーンアウト期間の経営は契約当事者に対する契約履行の目標となるが、アーンアウトの発生・履行と受託者責任との関係を考えたい。ここで、アーンアウトの発生・履行は売主側株主との契約問題であり、受託者責任は買主側株主に対する委任関係の問題である（しかしながら、売主側の経営陣が対象企業に残留する場合<sup>38</sup>は、アーンアウトの

---

とに合意し、特定の目標が達成された場合 (if certain targets were achieved) には、追加で最大 2650 万ドルを支払う可能性もあった (plus the potential for earn-out payments)」というものである。

<sup>36</sup> *supra* note 27, at 34-35.

<sup>37</sup> しかしアーンアウトに関する部分以外での判決理由では以下のように判示し、受託者責任違反を認める結果となっている。「Ferrera が忠実義務に違反し、不誠実に行動したと当裁判所が推測するための合理的根拠が必要となる。忠実義務違反を主張する場合、『原告は、取締役が株主の利益に反する自己の利益を画策 (harbored) し、(中略) それを促進するために、悪意を持って行動したという合理的な推論を裏付ける事実を主張することで、申立ての棄却に辿り着ける』」(*Id.* at 31) と述べる。また、「不誠実 (Bad faith) とは、『受託者が会社の最善の利益を促進する以外の目的で意図的に行動する場合、受託者が適用される法に反する意図を持って行動する場合、または行動すべき義務があることが分かっているのに意図的に行動せず、その義務を意識的に無視したことを示す場合』に現れる」と指摘する。そして「これらにより、Ferrera は『会社の最善の利益を促進する以外の目的』で行動し、忠実義務および誠実義務に違反したと合理的に考えられる」(*Id.* at 32)。

<sup>38</sup> 先行研究によれば、対象企業の経営陣が残留する割合は 80%程度であるが、詳細は第 I 部「理論編」

発生・履行は買主側株主に対する受託者責任となる)。その際、企業経営における受託者責任が善管注意義務に立脚し、「経営判断原則」が認められるのであれば、目標の達成は債務二分論における「手段債務」<sup>39</sup>ということになると思われる。

アーンアウト・ターゲットが財務指標であれば、特定の数値の達成がアーンアウト発生のトリガーとなる。その場合、目標数値の達成に至るまで、あるいは目標数値を超越した場合でも、その業績数値によって経営の成果を比例的に評価することができる。しかし、本件のように非財務指標の場合<sup>40</sup>はどうか。トリガーとなる認証取得には達成の度合いというグラデーションは存在しない。無論、その過程における「経営努力」の内容を列挙することはできても、財務指標の場合のように明瞭に可視化できるものではなく、その場合の受託者責任は、成否が明確な「結果債務」に近似していくと思われる。対象企業の役員が売主側から指名・選任された場合<sup>41</sup>でも、その受託者責任は買主側の株主に対してのみ課せられている。そこで売主側としては、受託者責任に代替する概念として「商業的に合理的な努力」義務の契約明記を求めることになったのではないか。

#### 4 小括

株式会社、特に上場企業をはじめとした大規模な公開会社では、意思決定機関（取締役会と株主総会）が複雑化し、売主と買主という民法的な発想では捉えられない事象が表面化する。会社を含む企業体の M&A では「所有と経営の分離」に代表されるように、しばしば実質的な契約主体（執行者）と法的な最終意思決定者が異なる場面に遭遇する。【判例 5】は、アーンアウト期間の対象会社の取締役がその間にいた事例である。一方において【判

---

第 3 章「6 対象企業の経営者の残留」を参照されたい。

<sup>39</sup> 潮見佳男「民法からみた取締役の義務と責任—取締役の対会社責任の構造—」32-42 頁（*商事法務 No.1740 [2005]*）を参照されたい。

<sup>40</sup> 受託者責任が訴因として争われた事例ではないが、【判例 2】*Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.* (2021) では、サイバー攻撃による被害を受けた米国人事管理局（「OPM」）、からの契約を受注した対象企業が、3 年間の契約期間（延長される場合もあり）で、データ漏洩対応サービスを提供することとなった。その後、米国議会は包括歳出法（*Consolidated Appropriations Act*）に基づき、少なくとも 10 年間、データ漏洩の影響を受ける可能性のある対象に、漏洩防止策を提供することを義務付けた。これを背景に対象企業の売主は買主に対して、OPM との 6 年以上の契約継続をトリガーとしたアーンアウト契約に合意した。しかし連邦規則の規定に基づき、OPM 契約は「業務提供（“services”）」であり「情報技術契約（“information technology contracts”）」には該当しないことから、契約は 6 年を超えることはできず、アーンアウトの発生もなかった。売主側の訴えに裁判所は「被告（買主および対象企業）が 6 年間の契約を確保できなかったことが、不誠実または合理的な努力を怠った結果であると主張していない」と述べ、原告は政府の規定を「知る由があった」としてその主張を認めていない。

<sup>41</sup> 前掲注 38 を参照。Kohers and Ang [2000] によれば、アーンアウト条項のある M&A の 85% は、対象企業の経営を売主側の経営陣が担っている。また、Dater et al. [2001] によれば、72% が売主側の経営陣が残留しているという。

例4】はアーンアウト判例の中でも極めて特殊な事案である。両当事社の役員を兼務していた者が、APA 締結の段階まで売主側として交渉に当たり、修正契約後はコンサルタントという立場で関わるものの、依然として買主側の役員でもあった。このような事実に鑑みれば、当該者の売主側企業の株主に対する受託者責任違反が認められる可能性は高い。そして、受託者責任とアーンアウトの履行が交差した希有な事例であった。もとより受託者責任は対象企業の役員の株主に対する義務であり、両者の関係は委任である。それは、忠実義務と善管注意義務に立脚し、「経営判断原則」が機能する「手段債務」である。

これらの問題は、企業経営の目的にも関連してくる事項であることから、引き続き第9章でも議論することになる。



## 第9章 アーンアウトと長期的企業価値の最大化

### 【判例6】 *Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, (2019)<sup>1</sup>

2019年2月、デラウェア州衡平裁判所は、買収会社と被買収会社の経営者（マネージャー）は、売主とのアーンアウト条項のある買収契約を意識した利益の追求よりも、被買収会社の長期的な企業価値の最大化を目指し、その方針に則った経営を行うことが社員（株主）に対す受託者責任を果たすことであり、売主との契約履行義務に優先すると判示した。

#### 【事案の概要】

被買収会社の *Glidepath LLC*.（被告。以下、「対象会社」）は、デラウェアの有限責任会社（limited liability company）であり、主に米国の空港で手荷物処理システムの設計、設置、およびメンテナンスを行っていた。本訴訟以前は世界中の空港で同様の業務を行っている *Glidepath Ltd.*<sup>2</sup>（原告。売主である親会社）の完全子会社で、その親会社の支配株主が *Stevens*（原告。売主）である。買収企業も同業の *Beumer Corporation*<sup>3</sup>（以下、「買主」）で、その親会社は *BEUMER Group*<sup>4</sup>である。空港の手荷物処理システムは、従来型と次世代型に分けることができ<sup>5</sup>、これまでは従来型システムが米国市場を席巻していた。ドイツ企業である買主の親会社は、その次世代システムのリーディング・カンパニーであったが、買主は米国空港での実績に乏しく米国市場への参入に手間取っていた。一方で対象会社は、従来

<sup>1</sup> 本件の〔事案の概要〕及び〔判決の要旨〕は、*Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, C.A. No. 12220-VCL (Del. Ch. 2019)、Laster, V.C.(February 21,2019) の MEMORANDUM OPINION (Mem.Op) による (Laster [2019])。この【判例6】の分析は、拙稿「アーンアウト条項のある買収契約と取締役の受託者責任」『法研論集』第178号31-56頁（早稲田大学大学院）[2021]を再構成したものである。

<sup>2</sup> 1972年設立のニュージーランドのロジスティックス運営企業。世界68カ国での事業実績がある。*Glidepath Ltd.*は1994年設立。2019年まではSir Ken Stevensがオーナー経営者で、現在は同業のAlstef Group（フランス）傘下（<https://glidepathgroup.com/>、2020年10月26日最終閲覧）。

<sup>3</sup> 1977年設立のBEUMER Group GmbH & Co. KG（BEUMER Group）の完全子会社で米国法人（<https://www.bloomberg.com/profile/company/6746140Z:US>、2020年10月26日最終閲覧）。

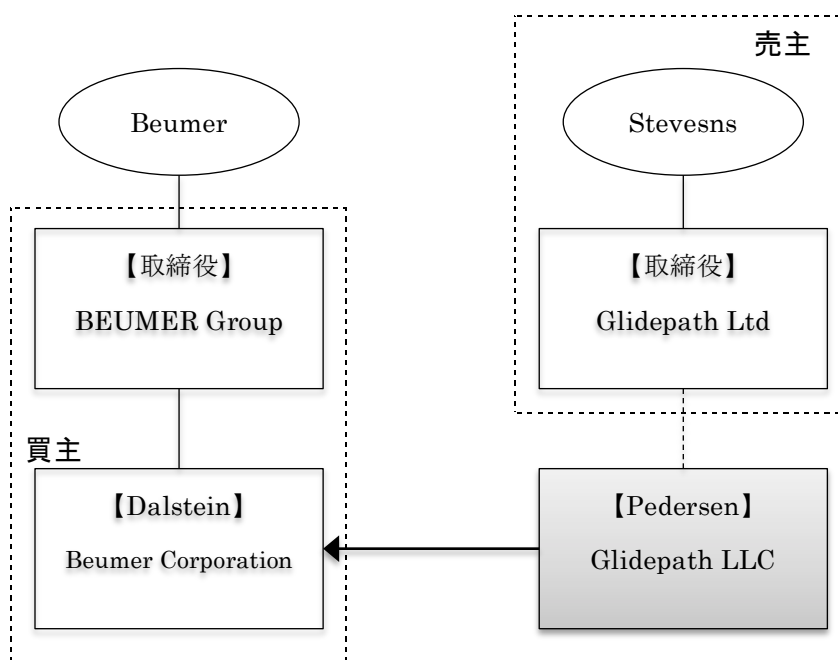
<sup>4</sup> 1935年設立のドイツのロジスティックス複合企業。売上高9億5千万ユーロ、従業員4500人、世界70カ国で事業展開（2020年現在）。非公開会社で会長兼CEOは3代目のDr. Christoph Beumer。企業グループのモットーは「短期的利益ではなく、長期的成功の追求 („We are looking for the long-term success and not for the short-term profit.“)」（<https://www.beumergroup.com/>、2020年10月26日最終閲覧）。

<sup>5</sup> 判決文によれば、「空港の手荷物処理システムは、従来型と次世代型があり、本件係争中、従来型が米国市場を席巻していた。先行投資を必要とする次世代システムの導入には時間がかかった。空港側も、数年前のデンバー国際空港での導入時のトラブルもあって、その信頼性に懐疑的であった」（*supra* note 1, at 3）。



型システムを得意とし、米国空港において主要な地位を確立していたものの、会社の財務状況は逼迫していた<sup>6</sup>。

2012年の夏、買主はオーナー経営者である売主 (Stevens) とコンタクトを取る。売主は、現金 550 万ドルでの売却を提案したが、買主の評価額はそれを下回り、その評価差額を埋めるため、買主はアーンアウトの採用を提案する。2013年1月、両者はアーンアウト条項を含む買収契約の基本合意に達し、契約書の草案を作成する<sup>7</sup>。



本件の相関図<sup>8</sup>

2013年3月末までに契約書は完成した。そしてその内容は2つの原則から成り、持分 (Membership Interest) に関する「買収契約 (Acquisition Agreement)」と経営全般に関する「運営契約<sup>9</sup> (Operating Agreement)<sup>10</sup>」で構成されていた。契約は2段階の買収計画と

<sup>6</sup> 入札では通常、業者は履行保証書 (performance bond) を預託する必要がある。対象会社は、必要な保証力を受けるための財務力に欠けていたため、受注に支障をきたしており、そこで Stevens は対象会社の売却を考えていた。

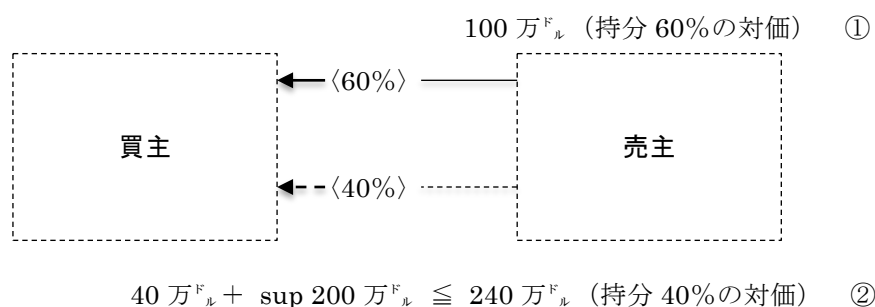
<sup>7</sup> 売主の Stevens は、彼と同様に売主 Glidepath Ltd.の大株主である Collins と共に取引と契約書作成を含む全ての事案を手がけた。一方において買主は、その最高経営責任者 (CEO) である Dalstein が取引を主導し、その親会社の最高財務責任者 (CFO) がサポートし、契約書作成草案は弁護士が主導した。

<sup>8</sup> 本判決では「売主」を対象会社の親会社とその株主とし、「買主」を買収会社としている。しかし買主にも売主同様にその支配株主である親会社を含めるべきであると考えれば、このような相関図になろう (点線内にて表示)。

<sup>9</sup> 「各州で制定された LLC 州制定法を統一するために National Conference of Commissioners on Uniform State Laws は 1996 年に Uniform Limited Liability Company Act (ULLCA) を公表した。(中

なり、「買収契約」では買主が売主から対象会社の持分 60%を取得する第 1 段階が規定されていた。「運営契約」では共同経営期間における対象会社の業務執行と、第 2 段階で残り 40%の持分を取得するスキームであるオプションの付与 (Put-Call Option) が規定されていた<sup>11</sup>。

「買収契約」では、60%の持分と引き換えに、買主は売主にクロージング時に 100 万ドルを現金で支払い、さらに 2 種類の追加支払いが明記されていた。第 1 はアーンアウト期間である「2014、2015、2016 年度」の対象会社の業績に基づく 156 万ドルを上限とした支払いで、第 2 は、同期間中の対象会社の純利益の 40%相当を支払い、最大 104 万ドルとなっていた (これを「利益分配 (Profit Distribution)」と称する)<sup>12</sup>。これらにより、売主には上限 260 万ドルの権利が付与され、アーンアウトとして 60%が買主から、そして「利益分配」として 40%が対象会社から支払われるというものであった。以上の仕組みを合わせて「条件付取得対価 (“Contingent Consideration”）」とし、「アーンアウト」と呼んでいた。



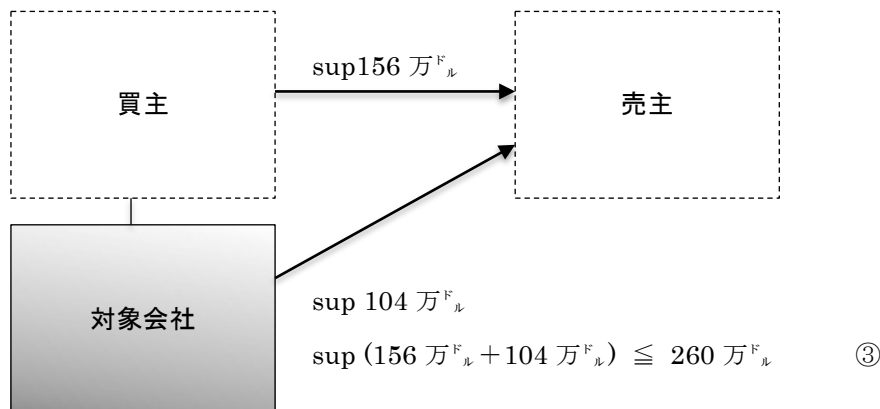
### アーンアウトの仕組み 1 : 持分の譲渡と対価

略) LLC に関する州制定法の規定は、概ね任意規定とされ、ULLCA においても、LLC の実務においては、構成員間の運営契約が重要視され、その運営契約において LLC に関する事項が全般的に規定されている。沈 律「アメリカにおける Limited Liability Company (LLC) の構成員および経営者の経営 (Management) に関する権限」『早稲田法学会誌』第 69 卷 2 号 314 頁 [2019]。「LLC の経営は、運営契約に従って行われ、構成員間の契約である運営契約は、そのほとんどが任意規定になっている LLC 州制定法よりも優先する」(沈 [2019] 326 頁)。

<sup>10</sup> 原文では “Amended and Restated Operating Agreement” とされていることから、株式会社の附属定款 (bylaws) に相当する運営契約の修正版であると思われる。持分 40% のオプション行使をはじめ、後述する対象会社の「マネージャー」、買主会社の CEO に与えられた「留保条項」、「事業計画」の更新、「諮問委員会」の規定等は全てこの「運営契約」に記載されている。

<sup>11</sup> オプション価格が対象会社の残り 40% の持分の価値を下回った場合、買主が買う権利 (Call Option) を行使し、上回った場合は売主が得る権利 (Put Option) を行使することになる。

<sup>12</sup> いずれかのオプション行使にかかわらず、支払金額は 40 万ドルの固定払いと、追加でアーンアウト期間の対象会社の業績に連動して、最大 200 万ドルの変動払いで構成されていた。売主がクロージング時に受け取る対価は 100 万ドルで、アーンアウトと「利益分配」、そしてオプション分を総計しても 600 万ドルを超えることはない (本文中の図「アーンアウトの仕組み 1・2」を参照されたい)。



$$\begin{aligned} \text{本件の買収対価 } \max \Sigma & \quad \textcircled{1} + \textcircled{2} + \textcircled{3} \leq 600 \text{ 万ドル} \\ \min \Sigma & \quad \textcircled{1} + \textcircled{2} = 140 \text{ 万ドル} \end{aligned}$$

#### アーンアウトの仕組み 2 : 業績連動の対価とアーンアウトの最大値

共同持分であるアーンアウト期間中、「運営契約」ではマネージャーが業務執行し、「対象会社の全権を掌握し」「一切の業務執行権を有する」<sup>13</sup>と記され、買主にそのマネージャーの任命権があった。また、社員はその議決権を買主である Beumer Corporation の最高経営責任者 (CEO) である Dalstein に委譲するとあり、「それをマネージャーの意思決定とも見なし、その決定は各社員、執行役、および従業員を拘束する」と記されていたことから、マネージャーへの権限委譲も可能となった。このように社員の権限を制限し Dalstein が統治する体制を「社員による権限留保条項 (Member Authorization Provision)」（以下、「留保条項」として明記した。この条項の存在によって「事業計画 (Business Plan)」の遵守という、「運営契約」にある売主保護の制限を緩和できることとなった。また「運営契約」では、マネージャーが毎年、最新の「事業計画」を作成するものとされ、その権限の範囲内で行動するものとあった。しかしながら Dalstein は「留保条項」による権限行使によりマネージャーに対して「事業計画からの大きな逸脱」を承認することが可能となっていた。

「運営契約」では年次総会の開催が要求されていたが、10%以上の持分の社員は特別総会を招集できた。それら総会は Dalstein、Dr.Beumer (買主の親会社の支配株主) を買主の代表として、Stevens と Collins を売主の代表として構成されていた。これを「諮問委員会 (Advisory Board)」と称した。「運営契約」が買主に課した義務は「対象会社の事業計画の実現のために資金保証 (bonding line) をする」というだけで、「買収契約」でもアーンアウトに関する義務は、買主にもその親会社にも課せられていなかった。

<sup>13</sup> 「経営者経営型 LLC での経営者が有する経営権限は、Corporation の代表取締役が有する経営権限には類似する」(沈 [2019] 319 頁)。

2013年春、買主は買収のための初期契約金100万ドルの調達と対象会社のマネージャーの選定ができず、クロージングを延期する。それでも買主は11月までにクロージングに必要な現金を用意し Pedersen をマネージャーとして任命し、2014年1月をもってクロージングとした。クロージング後、買主は対象会社に対し、利益率の高い大型プロジェクトを受注すべく、次世代システム構築に向けた意向を示す。同時期、カリフォルニアの空港での従来型システムによるプロジェクトにおいて、対象会社は入札準備のためのプロジェクト履行保証書（performance bond）を必要としていたが、それには買主の親会社の保証が必要であった。しかし親会社は躊躇し、「留保条項」により権限委譲されていた Dalstein は入札を一度は断念する。しかし Collins は当該プロジェクトが対象会社の得意分野であったため「それはアーンアウトに深刻な影響を及ぼしかねない」と反対する。2014年1月、Dalstein は対応を変え、親会社からの保証を得た上で、当該プロジェクトを落札した。

2014年2月中旬、Pedersen は Collins から「運営契約」が規定するマネージャー職を引き継ぐこととなった。マネージャーとなった Pedersen の最初の仕事は、「買収契約」にある「事業計画」の更新である。そこには2013年から2016年の各会計年度の計画があり、2014年度の計画では、大規模事業で2500万ドル、小規模事業で1600万ドルの受注が見込まれ、2015年度ではそれぞれ3500万ドル、1200万ドルとなっていた<sup>14</sup>。Pedersen は2014年3月、最初の諮問委員会で新しい「事業計画」を発表する。純利益は2014年に29万96ドル、2015年に208万3737ドルと予想され、その場では買収計画時よりも対象会社の長期的成長の見通しを強調した。しかし、売主はその計画に懸念を示し、2カ月後の諮問委員会でも、対象会社がこれまで受注してきた分野の事業に参入していないことに不満を抱いていたが、一方の買主側は、利益率が高く有利な条件が得られる大規模事業に注力することで、健全な経営をしていると考えていた。

2014年9月、3回目の諮問委員会において Pedersen は対象会社の年度ベースの売上高が、2400-8000万ドルになると報告した。問題はデンバー国際空港の受注に集中するために、他の入札を断念せざるを得なかったことである。この事業規模は従来型システムで6000-7000万ドル、次世代型システムで3000-4000万ドルであった。11月までに、買主と Pedersen は対象会社の収益が、売主にアーンアウトの支払いができない水準に留まると判断し、諮問委員会では現状が契約時の想定とは異なっている旨説明することになる。対象会社の2014年度の決算は156万ドルの赤字であり、それが2015年度も続く見通しであった。2016年度

---

<sup>14</sup> 付注事項として、「収益の数値は次世代型システムを想定していない」、「増収の原動力は BEUMER Group の補完的なアプリケーションによる」、「収益率は事業の選択、費用削減と運用の相乗効果、そしてサービスの混合作用で引き上げ」、最終的に「収益率の向上と損益分岐点を引き下げることで EBIT（利払い・税引き前利益）を増加させる」と記されていた。

に僅かな黒字を予想していたが、アーンアウトの期間に相応の累積利益を計上するには不十分であった。そして諮問委員会の中で売主は、アーンアウト支払いが実行される可能性が低いことを初めて知る。2015年3月、Stevensは買主との面談を求め、「アーンアウトを達成する」必要性を強調し、「Beumer Groupの実力と高評価に大いに依存していた」旨を伝えたが、翌月両者は決別した。

2015年9月、売主は買主に対する仲裁を開始するが、2016年4月、仲裁係争中に買主はコール・オプションを行使する。売主からのコール・オプション行使差し止めの申立ても、裁判所は却下する。売主は、「買収契約」、「運営契約」および誠実・公正な取引に関する黙示の誓約への違反についての修正訴状を提出し、受託者責任と民事上の共謀違反(civil conspiracy)を主張の上、アーンアウト期間の再設定を求める。2017年11月、売主は一部略式判決(summary judgment)を求め、2018年5月、契約違反の個々の申立て(specific claims)の訴状として受理される。その間に対象会社はデンバーとサンフランシスコのプロジェクを受注している。いずれかの受注がもっと早い時期であれば、アーンアウトの満額支払いが行われた可能性もあったが、それらはアーンアウト期間終了後であった。

#### 〔判決の要旨〕

売主は、買主である被告側が、売主のアーンアウトを発生させないよう対象会社の経営を行ったと主張する。そして買主側(Buyer and its representatives)が、「運営契約」の条件、誠実・公正な取扱いの黙示の誓約<sup>15</sup>、そして受託者責任の義務のそれぞれに違反する会

---

<sup>15</sup> 「黙示の誓約」については、過去の判例からの引用で判決文は構成され、本件ではその適用による違反は否定されている。また、新たな見解は示されていない。「デラウェアにおいては、想定の有無にかかわらず起こった問題を、事後に契約の一当事者に悪影響を及ぼした後の経済的利益の調整策としては(黙示の誓約の適用は)公平なものではない(*Nemec v. Shrader*, 991 A.2d 1120, 1128 (Del. 2010).)」。 「黙示の誓約は、その定義により黙示であり、契約の形式ではなく精神を保護するもので、契約自体が争点(となる内容)を明確に記述している場合には適用することはできない(*Ventures, LLC v. Segal*, 2008 (Del. 2008), *aff'd*, 984 A.2d 124 (Del. 2009).)」。 「契約に明示されていない場合でも、裁判所はこの原則を使って当事者間の契約を書き直すことはできず、(中略)この原則による保護を示唆することには慎重でなければならない(*Oxbow*, 2019, at \*19)」。 「契約当事者はどのような契約を結ぶ権利をも有し、またそれらは法的には有効である(*Nemec*, 991 A.2d at 1126 (Del.2010).)」等々過去の判例を引用し、契約の文言に両当事者の解釈のギャップ、つまりは黙示の誓約が満たすべき乖離がない以上適用できないとしている。「売主は買主が『アーンアウト条項を達成させるための最善の努力(best efforts)をする』ことを怠ったことによる誠実・公正な取扱いの黙示の誓約に違反したと主張している。売主によれば、買主は売主が受け取るアーンアウトの効力を阻害するような行為をとることによって黙示の誓約に違反したと言う。黙示の誓約を適用することは『想定外の展開を分析するためのものか、あるいは契約条項の(解釈の)ギャップを埋めるためのものか、いずれにせよ、契約の含意を理解する方法としては[慎重に取り扱うべき(cautious enterprise)](*Oxbow Carbon & Minerals Hldgs. v. Crestview-Oxbow Acq., LLC*, A.3d, (Del. 2019).)』である。」「売主は契約文言のギャップを特定していない。『運営契約』では買主に対象会社に対する広範な権利を与えている。買主が対象会社の事業と業務を統括し、付随する運用上の決定を行うマネージャーを任命する。社員はそれらに対する承認権を保持していたが、『留保条項』によりそれらに対する承認権・拒否権をDalsteinに与えた。『運営契約』の5.2.2において、売主は重大な事項に関する議決権を有していたが、その条項の非整合性を主張していない」(*supra* note 1, at 36-38)。また、「黙示の誓約」に関する詳細は、第10章を

社経営を行ったとして、買主はアーンアウトの満額支払いを損害賠償として請求するが却下される。

#### 1. 「運営契約」の条件

「売主は以下の3点が運用契約違反に当たると主張する。第1に、買主が十分な保証枠で対象会社の営業支援をしなかった。第2に、買主の対象会社に対する『技術、専門技能、履行保証』を提供するという契約文言に違反した。そして第3に、Pedersenが『買収計画 (Acquisition Plan)』<sup>16</sup>に従って対象会社を経営しなかったことが『運営契約』に違反していた<sup>17</sup>。つまり売主の主張は、買主側による契約違反への申立てである。

(1) 「アーンアウト期間、買主は自社の(担保)保証能力を持っておらず、それは親会社に依存していた。売主によれば、買主の親会社は、次世代型システム用の保証枠を確保するために従来型システム用の履行保証書の提供をしなかったという。また、買主は親会社から保証を得るための努力をすべきであったと主張する<sup>18</sup> <sup>19</sup>。しかしながら「『運営契約』によれば、親会社に保証を課す義務はなく、売主の主張は否認される。その義務は買主にのみ課せられ、親会社に積極的に働きかけるという義務もない」<sup>20</sup>。したがって「買主の親会社が特定の事業への保証提供を拒んでも契約違反とはならず、(中略)買主は自社の保証能力で対象会社を支援するだけで済んだ」<sup>21</sup>と親会社の義務を認めない。「売主の主張は、『運営契約』の2.5が買主に『買収計画』を支援し、その結果を達成することを義務付けているという前提に依存している。(しかし)2.5では『事業計画 (Business Plan)』への言及があり、そこではマネージャーに年度毎の更新を義務付けていた。その更新の過程で、対象会社は事業の方向性を、薄利である従来型システム提供会社が落札する小規模事業から、より高い利益率をもたらす次世代型システム混合型の大型事業へとシフトしていった」<sup>22</sup>。このようにマネージャーによる経営方針の更新を認め、「買主は、親会社に対して、より大きな保証枠を得るべく誠実に努め、親会社も従来型システム単体を含む複数のプロジェクト

---

参照のこと。

<sup>16</sup> 原文では大文字で“Acquisition Plan”となっているが、「買収契約」と「運営契約」を総合した「一連の計画」という概念であろうか。

<sup>17</sup> *supra* note 1, at 29.

<sup>18</sup> 『運営契約』の2.5には、『買主は自身の保証枠をもって経営計画を実現させることで対象会社を支援する。』とあるが、売主によれば事業受注のための十分な保証枠を提供できなかったことが、買主の条項違反であるという。より多くの保証枠があれば、対象会社はより多くの事業を受注し、アーンアウト支払いができる財務状態になっていたと主張している」(*Id.* at 30)。

<sup>19</sup> *Id.* at 30-31.

<sup>20</sup> *Id.* at 31.

<sup>21</sup> *Id.* at 31.

<sup>22</sup> *Id.* at 32.

で保証力を提供した。(中略) 買主は対象会社の保証能力を支援するという契約上の義務には違反していなかった。全ての入札に協力したわけではないが、買主にもそうする正当事由があった」<sup>23</sup>という見解を示した。

(2) そして「買主は少数のプロジェクトに専心することで『技術、専門技能、履行保証』を適切に提供した。対象会社がデンバーとサンフランシスコのプロジェクトを受注したのはアーンアウト期間が終わった後であった。タイミングが合っていれば、買主の判断は論争にならなかったかもしれない。売主が対象会社の経営判断 (business decisions) に異議を申し立てるのは結果論である」<sup>24</sup>と買主の経営姿勢を尊重する。

(3) 「売主は Pedersen が対象会社に『買収計画』を遵守させなかったために、この規定<sup>25</sup>に違反し、アーンアウトを得るに足りる経営結果を出せなかったと主張している。(しかしながら) その規定は『買収計画』にではなく、Pedersen が更新した『事業計画』に適合する必要がある。売主は『事業計画』に対しては異議を申し立てていない。また、『留保条項』により Dalstein は『事業計画』からの乖離を承認する唯一の権限を与えられていた。Pedersen は事業運営にあたっては適宜 Dalstein の了解を求めていた。売主は Pedersen が『事業計画』に準拠せず、Dalstein の承認が得られなかった行為に関しては指摘していない」<sup>26</sup>と述べ、買主の立場を容認し、売主が主張する買主側の「運営契約」違反を認めなかった。

## 2. 受託者責任

(1) 「売主は被告が『コストを増加させ、収益を低下させ、参画機会を逃し、対象会社の資源を自らの利益追求を第一とする (そして対象会社の収益機会を奪う) 次世代システムの事業に投下するという悪意ある方針』を実行することで、受託者の義務 (fiduciary duties) に違反したと主張する。対象会社はマネージャーが経営する (経営者経営型: manager-managed) LLC であった。『運営契約』では、企業経営者に受託者責任を課すという衡平性の原則が排除も変更もされていない。つまり Pedersen がマネージャーとしてその能力において受託者責任を負う。買主は支配力のある社員 (controlling member) として受託者責任を負う<sup>27</sup>。

---

<sup>23</sup> *Id.* at 33.

<sup>24</sup> *Id.* at 35.

<sup>25</sup> 「運営契約」5.1.3: 「マネージャーは常に事業計画の規定内および運営契約にある権限の範囲内で行動する」 (*Id.* at 13)。

<sup>26</sup> *Id.* at 35-36.

<sup>27</sup> ここで引用されている判例は以下の通り。 *CMS Inv. Hldgs. v. Castle*, (Del. Ch. 2015); *Feeley*, 62 A.3d at 662 (「マネージャーや業務執行社員 (managing members) は原則として受託者責任を負うが、それ以外の社員 (passive members) には受託者責任はない」); *Kelly v. Blum*, (Del. Ch. 2010) (「LLC 契約下にある当事者達は、マネージャーが会社や社員に対して負う受託者としての義務を、明示的に変更する規

Dalstein もまた、買主に影響力を持ち、『留保条項』によって授与された権限を個人的に行使したのであるから受託者責任を負う<sup>28)</sup> <sup>29)</sup>。つまり責任を負う根拠は三者三様であるものの、被告全てに受託者責任を認めている。

(2) 「通常、デラウェアの LLC は、設立から解散するまでの間は、永続的に存在する（ことを前提としている）」<sup>30)</sup>。判旨によれば、受託者は長期的視野で、その企業価値を最大化する（*maximize the value of the Company*）よう努力しなければならない、その原則は受益者との契約上の利益を最大化することではない。そして契約者としての売主の権利はその契約にのみ依存するため、受託者は契約上の請求者（*contractual claimants*）に対して義務を負うわけではない。「従って、受託者責任が排除・変更されない限り、LLC を経営する受託者は、永続的に存在する企業であることを前提として、長期的視野でその企業の価値を最大化するよう尽力しなければならない。これは企業の永続的存在を確保することとは別である。受託者は短期的な売上や方針が、長期的に見ても企業価値の最大化に資すると判断する場合もある<sup>31)</sup> <sup>32)</sup>とし、足元では会社にマイナスと思われる経営判断を下した場合でも、それが長期的企業価値に資するのであれば認められると述べる。「本件では、対象会社の受託者は、長期的に会社の価値を最大化するために誠実に行動する義務があったが、アーンアウトの最大化という契約上の請求を最大化する義務はなかった。従って、売主の主張は認められない（*fails for want of a valid premise*）。アーンアウトという契約上の請求権者という立場において、売主の権利は契約上の権利に限定される（*rely on their contract rights*）」<sup>33)</sup>。つまり、買主側（あるいは対象会社の経営者）には、アーンアウト期間中の売主に対しても受託者責任はあるものの、対象会社の社員全体（100%）に対する忠実義務が優先され、契約者としての売主に対する契約履行義務は劣後するということである。

(3) しかし裁判所はここに、アーンアウト条項のある買収契約であることを考慮したのか

---

定がない限り、拡大、制限、または排除する自由はあるものの、経営者経営型 LLC のマネージャーと支配力のある社員は、株式会社の取締役や支配株主にある伝統的な受託者責任を負う」。あるいは、*2009 Caiola Family Tr. v. PWA, LLC*, 2015 WL 6007596, at \*26 (Del. Ch. Oct. 14, 2015) (*Id.* at 39)。

<sup>28)</sup> ここでの引用判例は、*Renco Gp., Inc. v. MacAndrews AMG Hldgs.*, (Del. Ch. 2015)；*Feeley*, 62 A.3d at 670–72 (法人の支配的立場にある者は、会社資産に関わる取引に関しては、その法人に対して少なくとも忠実義務を負うことになる。)；*In re USA Cafes, L.P. Litig.*, 600 A.2d 43, 48 (Del. Ch. 1991) (Allen, C.) (「黙示または明示的な合意なしに、他者の資産を管理する者は、その資産や受益者に損害を与え、自らに利益をもたらすようなやり方で、その資産を意図的に使用することはできない」)。または *2009 Caiola Family Tr. v. PWA, LLC*, 2014 WL 7232276, at \*9 n.57 (Del. Ch. Dec. 18, 2014). を参照 (*Id.* at 39-40)。

<sup>29)</sup> *Id.* at 39.

<sup>30)</sup> *Id.* at 41.

<sup>31)</sup> ここでの引用判例は、*Res. Gp., L.L.C. v. NCT Gp., Inc.*, 863 A.2d 772, 791 n.60 (Del. Ch. 2004) (企業を独立した事業体として維持することが、その企業の価値最大化とはならないような行動を、受託者に求められる場合もある) (*Id.* at 42)。

<sup>32)</sup> *Id.* at 41-42.

<sup>33)</sup> *Id.* at 43.



「この論理 (straightforward version) で考えるならば、売主側の主張は、法律論としては受け入れられないが、本件の事情 (subtler version) に即して検討する必要がある。アーンアウトという仕組みにより、対象会社の利害 (interests) と買主側の意向 (incentives) は分離された」<sup>34</sup>と、経営権が買主側に移動した際の、対象会社マネージャー (経営者) に降りかかる利益相反という (本件のような対象会社の経営権が買主側に移動した場合の) アーンアウト特有の問題を指摘する。受託者の信任義務の対象は、対象会社とその社員 (株主) 全てに及ぶはずである。被告はクロージング後のアーンアウト期間において、60%持分の社員である買主および 40%持分の社員である売主に対する信任義務と、買主の売主に対する契約履行義務 (Buyer's competing contractual obligations) との間で利益相反に直面することとなった。「買主にはアーンアウトとプットオプションの対価を支払う義務があった。『利益分配』は、形式的には対象会社からもたらされるが、売主と対象会社を切り離すために支払われる対価でもあった。これらの支払い義務は、アーンアウト期間中の対象会社の業績を低下させることで、アーンアウトを最小化し、それ自体が (買主にとっての) 利益となることから、受託者としての買主にとって利益相反をもたらした。Dalstein は買主の受託者であるゆえ、又裂き状態 (shared the conflict) にあった。Pedersen も買主が支配する企業 (対象会社) を経営し、買主に解任権があったため、買主に恩義があり、同様の状態であった」<sup>35</sup>。つまり買主会社の CEO も対象会社のマネージャーも、受託者責任の遂行において、アーンアウト条項があるがゆえに困難に陥っているのである。「被告である受託者は (中略) 対象会社と全ての社員に対して義務を負っていた。しかし、全ての社員のために対象会社の価値を最大化する意志決定を下すに際し、被告受託者は、売主の利益と対立する契約上の義務との葛藤 (conflict) に直面した」<sup>36</sup>。

(4) 「受託者が職務に違反したか否かを判断するために、デラウェアの裁判所は、ある審査基準を適用する。通常その基準は経営判断の原則 (business judgment rule) である<sup>37</sup>。しかし、受託者が利益相反に直面し、利害を離れた独立した意志決定が下せない場合に適用される審査基準は、完全公正基準<sup>38 39</sup> (entire fairness test) である。そこでは受託者は、自

---

<sup>34</sup> *Id.* at 43-44.

<sup>35</sup> *Id.* at 44.

<sup>36</sup> *Id.* at 44.

<sup>37</sup> *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011) (*Id.* at 44) .

<sup>38</sup> 「自己取引以外に以下の場合も忠実義務違反が疑われ、完全公正基準が適用されることがある。それは、(a)取締役が、争われている取引に関して個人的に利害関係がある、または(b)取締役が利害関係ある者から独立していない場合である。「完全公正基準は取締役の忠実義務にかかわる基準であり」「完全公正基準が適用される場面とは、主として取締役の利益相反が問題となる場面である。「完全公正基準の適用要件を満たすか否かの判断においては、明確な基準は存在しないともいわれる」。「判例 (*Weinberger*, 457A. 2d 701 at 711) によれば、この公正の概念には『公正な取引』と『公正な価格』の2つの要素があり、裁判所はこれらが満たされているかを検討する。まず、前者は、『取引がいつ行われたか、それがどのよう

らの行為が『公正な取引と公正な価格に基づく』ことを『裁判所が納得するように』示さなければならない<sup>40</sup>。行為が公正であったという確信は必要ではあるが、それで十分というわけではなく、『客観的に見て、受託者としての信念とは無関係に、公正でなければならない』<sup>41</sup> <sup>42</sup>と基準としての客観的な公正性の確保を挙げる。そして「受託者責任の原則同様、完全公正基準は、企業価値を増大させる行為の過程によって検証される。本件の場合、買主、Dalstein、および Pedersen が長期的な企業価値を最大化すべく行動したかが問題となる。彼らにはアーンアウトを最大化する義務も、売主への支払いを最大化する義務もなかった。彼らに課せられた義務は、企業の長期的価値の最大化であった」<sup>43</sup>と、その目的が長期的企業価値の最大化という義務であり、アーンアウトという契約履行義務に優先することを明示した。「売主は、被告が対象会社の事業を大規模プロジェクトに集中させたことで、アーンアウトに必要な業績を達成させないように経営したと主張する。(しかし) 経営方針が健全であり、その結果が大規模プロジェクトへの資源投下であったということである。それら事業は利益率が高く、契約交渉によって事業リスクの軽減化も可能であった。また、競合企業が少なく、価格面以外で競争力を発揮できた。(さらに) これら事業には、大規模な従来型システムの事業も含まれていた。被告側はこれら事業に集中投下することで、対象会社の長期的な価値を最大化させようとしていたのであった」<sup>44</sup>。

本件のようにアーンアウト期間の対象会社の経営権が買主側にある場合、当該会社の取締役は利益相反に直面する可能性が高い。その際の受託者責任は長期的企業価値の最大化によって果たされることとなり、買主に対する受託者責任はもとより、40%の持分社員で

---

に開始され、構築され、交渉され、取締役が開示され、取締役および株主の承認が得られたか』を問うものであり、後者は『提案された合併の経済的および財務的考慮事項に関するものであり、資産、市場価値、収益、将来の見通し、および会社の株式の内在的または本質的価値に影響を及ぼすその他のすべての要素を含む』とされる。その上で、これら2つの要素はそれぞれが個別に検討されるのではなく、全ての側面を総合的に審査すべきものとされる」。和久野 藍「デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方」54、57-58頁（『広島法学』42巻4号〔2019〕）。

<sup>39</sup> 「取締役が自らの経営判断について経済的な利害関係を有している場合には、完全公正性基準(entire fairness standard)が適用される。完全公正性基準とは、利害関係のある取締役による忠実義務違反を防ぐために、当該取締役に対して、実行しようとしている判断や取引が公正であることを立証するよう求める厳格な審査基準である。完全公正性基準が適用される事案としては、取締役が問題となる取引の両側に立つ場合や、取締役会の過半数が当該取引について利害関係を有する者で占められている場合などが挙げられる。すなわち、取締役の信託義務違反を主張する原告が、これらの事実が存在することを立証できれば、経営判断原則の推定は覆され、完全公正性基準による審査が行われることとなる」。古川 朋雄「買収対象会社取締役に対する責任追及訴訟におけるデラウェア州の判断枠組み：Corwin 事件最高裁判決を中心に(1)」42頁（『大阪府立大学経済研究』63〔2018〕）。

<sup>40</sup> *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1163 (Del. 1995). *supra* note 1, at 45.

<sup>41</sup> *Gesoff v. IIC Indus., Inc.*, 902 A.2d 1130, 1145 (Del. Ch.2006) (*Id.* at 45) .

<sup>42</sup> *Id.* at 44-45.

<sup>43</sup> *Id.* at 45.

<sup>44</sup> *Id.* at 46.

もあつた売主に対する受託者責任は果たされている状態となる。一方において、契約者としての立場にも立つ売主が主張した、対象会社のアーンアウト最大化義務は否定された。

### 本判決の意義：取締役の受託者責任と契約履行義務

これまで「アーンアウト期間における買主側による対象企業の経営」が争点となった多くの判例では「誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約」の解釈とその当否に焦点が当てられてきた<sup>45</sup>。また近時の判例では、契約に明記されていない以上、対象会社の取締役に「アーンアウトを最大化する義務」が肯定されているわけではない<sup>46</sup>。対象企業の経営者による経営判断が重視された判旨から、①-②-② **買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題**、の事例である。しかし本件の新機軸は、アーンアウト条項のある買収契約にも、受託者責任が売主との契約履行義務に優先されるという法理を明確にした点にある。何よりこの視点は、アーンアウト条項という民法の契約概念を、会社法の領域に適用する際に避けることができない問題である。しかしながらその先の問題として、本件の判旨から類推するに、クロージング後の経営権が買主側に移動した場合、売主の主張に沿った経営がなされようが、あるいは買主の意向を尊重した経営判断が採用されようが、いずれにせよアーンアウト条項が対象会社の経営を歪める結果となる可能性も指摘できるのではないか。

#### 1. アーンアウト期間の買主側（買収会社とその親会社）の経営判断

「運営契約」の 2.5 には「事業計画」への言及があり、そこではマネージャーに年度毎の更新を義務付けていた。その更新の過程で、対象会社は事業の方向性を、薄利である従来型システム提供会社が落札する小規模事業から、より高い利益率をもたらす次世代型システム混合型の大型事業へとシフトしていった。これらの意思決定（経営判断）に、買主の CEO である Dalstein と、買主の株主（親会社）である BEUMER Group の意向が反映されていたことは明らかであろう。「運営契約」を基軸として、そこから派生された「事業計画」と「買収計画」というプロセスを経て、理屈の上では買主側の主張が尊重される結果となった。一連の契約プロセスに義務内容が明記されていない以上は、アーンアウト期間も買主側の経営判断が優先されるということであろう。

<sup>45</sup> 「黙示の誓約」に関する判例等は、前掲注 15、及び第 10 章を参照されたい。

<sup>46</sup> 例えば、【判例 5】 *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, 76A.3d 808 (Del.2013) を参照されたい。

## 2. 利益相反に直面した際の受託者責任の判定基準：完全公正基準

受託者が職務に違反したか否かを判断するための基準は、通常は経営判断原則である。しかし、受託者が利益相反に直面し、独立した意志決定が下せない場合に適用される判断基準は、完全公正基準<sup>47</sup>である。その基準は「行為基準 (standard of conduct) と審査基準 (standard of review)」とに分けて審査される。行為基準は「受託者 (fiduciaries) に期待される行動を示し、忠実義務と注意義務 (duties of loyalty and care) の内容によって定義される」<sup>48</sup>。そして、審査基準は「受託者が行動基準を満たしているか否かを裁判所が判断する際の基準<sup>49</sup>」<sup>50</sup>である。行為基準による忠実義務は、受託者が受益者 (beneficiaries) の最善の利益のために誠実に行動する (act in good faith) ことを要求し、受益者の利益を推進していると自ら信じる必要がある。受託者は利益相反に屈することなく受益者の利益を追求しなければならない<sup>51</sup>、その決定は、注意義務に従って慎重かつ注意深く (prudently and carefully) 下されなければならない。「受託者責任とは、会社に対する受益者の契約上の請求価値最大化を要求するものではない。請求権者のそれは契約上の権利に限られる。意思決定に際し受託者は、契約当事者への影響を検討し、その反応を考慮するものの、結果として企業と社員 (residual claimants) の双方に与える影響ゆえに、特定の行動を選択しないこともある<sup>52</sup>」<sup>53</sup>。つまり「受託者は契約上の請求権者へは義務を負っていない」<sup>54</sup>が、

<sup>47</sup> 前掲注 38、及び 39 も参照されたい。

<sup>48</sup> *supra* note 1, at 40.

<sup>49</sup> 判決文の引用判例として、*In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17, 35–36 (Del. Ch. 2013) (*Id.* at 40)。

<sup>50</sup> *Id.* at 40.

<sup>51</sup> ここでは以下の判例が引用されている。*Stone ex rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006) (「誠実とはされない行動は、例えば、受託者が会社にとっての最善の利益を追求するという目的以外で意識的な行動をする際に見られる場合がある」)。( *In re Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, 906 A.2d 27, 67 (Del. 2006)からの引用); *Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 A.2d 1049, 1051 n.2 (Del. Ch. 1996) (Allen, C.) (「不誠実 (“bad faith”)」な取引とは、「会社の厚生を促進させる目的以外で是認される行為、あるいはしかるべき実定法に反する行為と認識されるもの」と定義される); *In re RJR Nabisco, Inc. S'holders Litig.*, (Del. Ch. 1989) (Allen, C.) (経営判断の原則は「会社にとっての最善の利益の追求以外の理由で(例え当人に金銭的関心がなかったとしても)何らかの取引を実行するような受託者」を保護しない、と言える) (*Id.* at 41)。

<sup>52</sup> *Orban v. Field*, (Del. Ch. 1997) (Allen, C.) (「特定の状況下では取締役会が(契約上の損害賠償に応じること条件に)契約上の義務を否認することを選択し、それが結果として会社に利益をもたらす場合もある」) (*Id.* at 42)。

<sup>53</sup> *Id.* at 42.

<sup>54</sup> アーンアウト条項のある M&A において、この点を明確に判示したことは本判決の白眉のひとつであると思われる。なお、判決文中で引用されている判例は以下の通りである。*Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 303 (Del. 1988) (「転換社債〔新株予約権付社債〕は、債務の返済に対する契約上の権利を表し、受託者責任と両立する信頼関係を与えるような、発行会社の正当な利益を表すものではない」); *Wolfensohn v. Madison Fund, Inc.*, 253 A.2d 72, 75 (Del. 1969) (「優先株式と引き換えに社債や幾分か普通株式を受け取った者は、債券保有者としてその立場において受託者責任を負うことはなく、債権者としての契約上の権利を有するのみである」); *Fletcher Int'l, Ltd. v. ION Geophysical Corp.*, (Del. Ch. 2010) (「優先権

「受託者が受益者の犠牲の上に、自らの契約上の利益を最大化しようとするならば、行為基準に反することとなる」<sup>55</sup>ということである。

## 1 受託者責任と長期的な企業価値の最大化

### 対象会社経営者のインセンティブの歪み

本件におけるアーンアウト期間の持分比率は買主が60%、売主が40%であった。対象会社の経営権は買主側に移動しており、その経営者に課せられる受託者責任は買主売主両当事者に及ぶ。そして持分40%の社員であり、買収契約当事者でもある売主に対する対象会社の経営者（を含む買主側）の受託者責任は、売主との契約履行責任に優先することが示された<sup>56</sup>。この部分が明確になっていなければ、対象会社の経営者は買主と売主との間の利益相反に直面し、企業経営に対するインセンティブが歪み、長期的な企業価値を損ねる可能性が本判決でも指摘されている<sup>57</sup>。

本件の対象会社の形態はLLCであり、資本多数決である株式会社とはその持分の性質が異なることから、このケースを一般化して議論することには限界があろう。しかし、クロージング後に株式が100%買主に移転し、売主と対象会社が契約関係のみに帰しているという通常のアーンアウト条項のある買収契約の場合、その売主の法的な立場は、本件判旨に照らせば一層厳しい状態に置かれることがわかる。

### 本件における「企業価値」

本判決で幾度となく言及される企業価値、「永続的な存続が期待され得るような、長期的な会社の価値の最大化（maximize the value of the Company over a long-term horizon, as warranted for an entity with a presumptively perpetual life）」<sup>58</sup>とは具体的にどのような状態を意味するのであろうか<sup>59</sup>。「株主利益の最大化」を取締役の信任義務の目的としてきた

---

を有する証券などから生じる権利は、純粹に契約上の権利であるため優先権のみが付与され、受託者責任を負うことはない)；*MCG Capital Corp. v. Maginn*, (Del. Ch. 2010)（「取締役は、優先株式の株主の（契約上の）権利に対しては、いかなる受託者責任をも負うことはない」）（*Id.* at 42-43）。

<sup>55</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Hldgs.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986)（レブロンを取締役会は、債券保持者を優先することで〔受託者としての〕誠意を示すために必要なことができず、株主に対する忠実義務をないがしろにした）（*Id.* at 42-43）。

<sup>56</sup> *Id.* at 40.

<sup>57</sup> *Id.* at 41-43.

<sup>58</sup> *Id.* at 41.

<sup>59</sup> 実務上の考え方としては例えば、「企業価値の算出は様々な方法がある。代表的なのは上場企業の時価総額で、1株あたりの価格とは行済み株式数を掛け合わせる。（中略）未上場企業の場合は株式市場での売買がない。そのため株価を測りにくく、資金調達時の価格を使うことが多い。資金調達時の株価は経営

デラウェアの判例法理<sup>60</sup>から推察するに、それは「時価総額の最大化」あるいは「配当（インカム・ゲイン）や株価の上昇（キャピタル・ゲイン）」を含めた総合的な期待収益率（資本コスト）の最大化と解されようが、本判決文にその定義はない。しかし本判決文を書いた Laster は 2013 年の論文<sup>61</sup>で、デラウェアにおける取締役の受託者責任を次のように論じている。すなわち、受託者責任には注意義務と忠実義務があり、注意義務は取締役に対して「注意深く慎重な人物が対処するような行動をとる」ことが求められる。また忠実義務も同様の基準に立つ<sup>62</sup>。しかし忠実義務はさらに、誠実に行動し、企業経営において取締役は「株主の利益のために企業の価値を促進」しなければならない<sup>63</sup>。その際、「慈善的寄付や高い賃金の支払いなど、現在の（株主）利益を最大化しないような措置を講じることがあるが...そのような行為は長期的には、大きな利益を生み出すよう合理化されているものである」<sup>64</sup>。そして、これは残余財産請求権者のために義務を負っていることにつながると論じる<sup>65</sup>。しかし、ここでは「長期的」という測定方法（判定基準）が明確ではなく、現在の株主に対してのみならず、将来の株主（広く一般の投資家）に対しても信認義務を負うという解釈は、現行のデラウェア法理では取り得ない。また本件の場合は、会社形態が LLC であるゆえ、「長期的」が「設立から解散まで（exists perpetually—from formation until cancellation）」<sup>66</sup>と明示できることと比較して、株式会社における「長期的」がどのような状態（時間軸や株主構成等）であるのかも正確に定義すべきであろう<sup>67</sup>。その結果によっては、本判決の意

---

者と出資を検討するベンチャーキャピタルの間で交渉して決める。例えば、あるスタートアップがファンド A に第三者割当増資を 1 株 10 万円で引き受けてもらう場合、発行済株式数が 1 万株なら企業価値は 10 億円になる」（「きょうのことは 企業価値」日本経済新聞朝刊東京本社版 2020 年 11 月 29 日、3 面）。

<sup>60</sup> 「短期的」あるいは「一回限り」という静学的視点で考えれば、「レブロン義務」がこれに相当しよう。（*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*, 506 A.2d 173 [Del. 1986]）。例えば、「企業買収のうちの一定の場合には、対象会社の取締役は、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務を負い（レブロン義務）、この義務を果たすべく合理的に取締役が行動したか否かをもってその義務違反の判断基準（レブロン基準）とされている。これは、株主がその時点で受け取ることのできる対価という、短期的な利益に着目することを要求する制度であるように思える」飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務 —買収対価の適切性について—」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 27 年第 1 号（通巻第 121 号）2015 年 3 月 [2015]）。

<sup>61</sup> Laster, J. T. "Revlon Is a Standard of Review: Why It's True and What It Means," *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 19 No. 1 : 5-55 [2013] .

<sup>62</sup> (*Schoon v. Smith*, 953 A.2d 196, [Del.2008]) (*Id.* at 26-27) .

<sup>63</sup> (*eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 [Del. Ch. 2010]) (*Id.* at 27) .

<sup>64</sup> (Leo E. Strine, Jr., "Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Firms Seek Profit", 47 *WAKE FOREST L. REV.* 135, 147 n.34 [2012]) (*Id.* at 27) .

<sup>65</sup> *Id.* at 28.

<sup>66</sup> *supra* note 1, at 41.

<sup>67</sup> ミクロ経済学では、少なくとも 1 つの固定的生産要素が存在する期間を短期 (short-run)、すべての生産要素が可変的となる期間を長期 (long-run) と定義する。またマクロ経済学では、技術革新・国際的資本移動等 50-60 年周期をコンドラチェフ長期循環 (Kondratieff Cycles) とし、40 ヶ月前後の在庫変動を基準としたキチン循環 (Kitchen Cycles) を短期循環と考える。

義を別の局面から検証することも可能となると思われる。

## 2 アーンアウト（短期）と企業価値（長期）のトレードオフ

### 企業経営における時間軸の問題

問題の本質は対象企業の経営において、平均で3年弱のアーンアウト期間と長期的企業価値の最大化が両立可能であるかということである。例えば、【判例3】の *SRS LLC v. Albertson's* (2021) においては、契約上買主側に認められていた「絶対的経営権」と、契約文言にはない売主側の既存業態の維持を前提とした合理的期待との関係を考える。「売主は、アーンアウトのトリガーである収益は『対象企業の過去の業績と将来予測に基づいており、これまでの経営路線を継続した場合、目標を容易に達成できると合理的に期待していた』と主張している」<sup>68</sup>。そして買主は、EC事業を支援すればアーンアウトの水準を大きく上回る業績が見込めるという認識を持ちながら、実店舗での販売を推し進め、それが「アーンアウト目標達成の失敗を引き起こすことを知っていたと合理的に推測される」<sup>69</sup>ことから、「アーンアウトを回避する意図があったとする合理的な推論」を裏付けたとして、売主側の主張を認めている。すなわちこれは、買主が対象企業の「長期的な利益を優先して、短期のアーンアウト・ターゲットを回避した」<sup>70</sup>という論理構成<sup>71</sup>であり、これまで多くの判例で認められてきた買主側経営陣の「経営判断」<sup>72</sup>は、本件では結果として「アーンアウトの履行」に劣後している。

### アーンアウトのパラドクス

本件においても、企業経営に携わる経営者の義務の目的を「長期的な企業価値の最大化」と判示し、「アーンアウトの最大化という契約上の請求を最大化する義務はなかった」ことにより「契約上の請求権者という立場において、売主は契約上の権利に限定される」と論

---

<sup>68</sup> SLIGHTS [2021] : at 20.

<sup>69</sup> *Id.* at 20.

<sup>70</sup> 原文は “but rather that Albertsons intended to avoid short-term Earnout targets in favor of long term gains.” (*Id.* at 21)。

<sup>71</sup> しかしながらこの論理は慎重に対処すべき内容である。「短期のアーンアウト・ターゲットを回避するために、長期的な利益を優先した」と解釈すべきであろうが、「長期的な企業価値」と「(短期的)アーンアウト契約の履行」の問題は、終章の「3 残余コントロール権による『長期的企業価値最大化』問題への対応」においても検討する。

<sup>72</sup> 本件で引用されている判例では、【判例1】*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP*, 984 A.2d 126, 147 (Del. 2009)、あるいは【判例5】*Winshall v. Viacom Int'l, Inc.*, 55 A.3d 629, 636–37 (Del. 2011) 等がある。それら多くの判例では、アーンアウト不履行に対する買主側の「経営判断」を容認しているが、それら事例には本件のような買主側経営陣の「経営努力」や「アーンアウトの履行(義務)」等に関する条項が存在していない。

じている。ここに、アーンアウトの本質的な問題が潜在している可能性がある。アーンアウトはM&Aを促進する短期間の契約である。M&Aの入口においては有効であっても、その出口以降には問題を抱えた条項となり得る。例えば、対象企業の経営を売主側・買主側のどちらが担う場合でも、アーンアウトの履行、あるいはその最大化を優先し、3年弱の短期間に経営資源を集中投下することで、長期的な企業経営の成果を損なう可能性もあり得る。その結果、企業価値を棄損する事態も想定され、その時点で対象企業の（おそらくは少数）株主が、アーンアウト期間の経営陣を提訴した場合にはどのような判断が下されるのであろうか。M&Aの場面でのアーンアウトとは、理論的研究成果とは異なり、判例を研究する限りにおいては決して手放しで称賛すべき手法ではなく、その採用に際しては「慎重な対処」<sup>73</sup>に留意すべき手法であると思われる。

### 3 アーンアウト・スコア（判例編によるモデルの修正）

第6章から第9章まで、アーンアウトの判例を詳細に議論してきた。ここで、これらの判例で問題となっていたアーンアウトのエレメントを考慮し、加重平均にて表示する修正モデルを提示する。第II部「判例編」において明らかになった問題は、対象企業の経営を買主側が担う場合に発生する。それは、経営者の「経営努力義務」の水準の明記であり、その履行に関するものである。また関連して、その際の経営者の受託者責任が、買主のみに方向付けられているというものであった。それ以外のエレメントは「判例編」では争点となっていない。従ってここでは、「対象企業の経営」を以下のように修正する<sup>74</sup>。

なお、エレメントを算術平均から加重平均に修正する部分以外は全て、第I部「理論編」第4章「6 アーンアウト・スコア（理論編によるモデルの試作）」と同じ設定である。

#### 修正アーンアウト・スコア

##### ■対象企業の経営（MIND）

- ▶ 対象企業の経営陣が留任 = 1×3
- ▶ その他 = 0

<sup>73</sup> *supra* note 1, at 24. *Oxbow Carbon & Minerals Hldgs. v. Crestview-Oxbow Acq., LLC*, A.3d, 2019 WL 237360, at \*19 (Del. 2019).

<sup>74</sup> ここでのアーンアウト・スコア（修正モデル）の詳細は以下の通り。

$$ES = \left\{ \frac{(\text{PRIVCD} + \text{HITEK} + \text{FOCUS} + \text{NV} + \text{ET} + \text{EP}) + 3(\text{MIND})}{6+3} \right\} \quad (2-4-1)$$



第 I 部で、参考として Quinn [2013] が引用している *Squid Soap, LP* (2009) の事例に、各エレメントを算入するとアーンアウト・スコア (ES) は 0.5 であった。しかし、修正モデルでの ES は 0.37 となる。以下に、第 II 部で詳細に議論した 7 つの判例の ES の試算結果を表示する。

【判例 1】	0.37
【判例 2】	0.46
【判例 3】	0.61
【判例 4】	0.53
【判例 5】	0.56
【判例 6】	0.54

以上は、全て裁判となった事例であることから、これらの結果は当然であると思われる。しかしながら、この修正モデルによる結果は参照値ではあるものの、アーンアウト条項の設計において、何らかの示唆を与えてくれるかもしれない。更なる研究を進めて、この修正モデルの精緻化は必須であるが、今後の研究課題としたい。

## 第10章 アーンアウト判例による「黙示の誓約」

アーンアウトを争点とした多くの判例において、買主側のアーンアウトの不履行に対して、売主側は契約上の一般原則<sup>1</sup>である「誠実<sup>2</sup>・公正な取扱いに関する黙示の誓約 (implied covenant of good faith and fair dealing)」違反を訴因として申し立ててきた。しかし米国(主にデラウェア州)の裁判所は、ほぼ同様の判決を下している。その主旨は、「アーンアウトに関する契約条項の文言や設定事項が曖昧で、双方に解釈の余地が残り、クロージング後のアーンアウト期間の買主側により執行された行為(経営)が悪意であり、その結果、売主側のアーンアウトによる対価の支払いが減少した、あるいは回避された場合に限り、この法理の適用が認められる」ということになる。

これは、アーンアウトに関する裁判が顕在化され始めた2000年代前半から現在に至るまで顕著に見られる傾向であるが、思うに「契約の不完備性」に由来する問題であろう<sup>3</sup>。これまで議論してきたように、アーンアウトに関連する契約内容(契約文言等)に争いがある場合、アーンアウトの履行を求める当事者(主として「売主」であり、原審では「原告」)は、契約違反、不実開示、契約外の不開示、詐欺誘引行為、そしてこの「黙示の誓約」違反を訴因として申し立ててきた。本章ではこれまで取り上げてきた判例を中心に、デラウェア裁判所による「黙示の誓約」に対する論理を確認する。

### 1 「黙示の誓約」の導入とその機能

#### 法的規律としての導入

この「観念は、1950年代の終わりから判例法上認められるようになってきたものであり<sup>4</sup>、「その起源は責任保険に関するものであった」<sup>5</sup>とされる。「デラウェア州の判例は、契

---

<sup>1</sup> 「誠実・公正な取扱いに関する黙示の誓約が、すべての契約に組み込まれているのは事実である」<sup>5</sup> Williston, *Contracts* § 670 (3rd Ed.1969); *Gilbert, et al. v. The El Paso Company, et al.*, Del.Ch., 490 A.2d 1050 (1985). 「この義務は、契約関係にある当事者が、契約の相手方が契約の成果を受け取ることが妨げる効果のある恣意的または不合理な行為を抑えることを要求する」*Restatement (Second) of Contracts* § 205 (1981). *Wilgus v. Salt Pond Inv. Co.*, 498 A.2d 151 (Del. Ch. 1985).

<sup>2</sup> 悪意と過失の相違を定義することで「誠実 (good faith)」に関する解釈を示した判例としては、*SIGA Technologies, inc., v. Pharmathene, inc.*, (Del. 2015) を参照。

<sup>3</sup> この「契約の不完備性」を取り込んだ方策は、終章で議論する。

<sup>4</sup> 王 学士「M&A取引におけるアーンアウト条項の理論的基礎とその解釈(中)」『NBL』No.1135 79頁

約上の誠実原則を強行法的原則（義務）（Restatement (Second) of Contracts, § 205）として肯定してきたとみられる。具体的に問題となった局面としては、アーンアウト条項との関係等が挙げられる。アメリカでは、統一商事法典（Uniform Commercial Code）や『契約法リステイメント（第二版）』（Restatement of the Law, Second, Contracts）が契約当事者に契約上の義務の履行および信義誠実（Good Faith）の義務を課している。この誠実義務は契約を書き換えるものではなく、契約締結時に予測もできない方法で機会主義的な（Opportunistic）利得を得ないことという黙示の誓約を示す文言であり、契約を補充する手段と解されている<sup>6)</sup> <sup>7)</sup>。しかしながら、この法理はデラウェア州法において「存在自体については一般的に認められているが、その正確な内容は確立していない<sup>8)</sup> <sup>9)</sup>とされる。

### 「黙示の誓約」の機能

上述の通り「契約を補充する手段」であるならば、その機能はどのようなものなのか。飯田 [2017] によれば、「契約当事者が想定しなかった状況を当事者がもしも予測していたならば合意したであろう契約条項を推認するための、限定的な穴埋めの道具である（a limited gap-filling tool）<sup>10)</sup> <sup>11)</sup>。この「穴埋めの道具」をどう解釈すべきであろうか。例えば、王 [2018] は、この「義務の観念は、特に M&A 契約において当事者間の情報の非対称性の是正の手段の一環として判例上認められるようになってきたものである<sup>12)</sup>。（中略）買収対象事業に対する価値評価についての情報の非対称性や逆選択などという問題が生じ、この黙示の誓約条項を利用することにより、（中略）その買収取引についての期待リターンを得る機会が奪われたり、損なわれたりした場合には、この黙示の義務違反としてそれが契約違反または不法行為を構成し得る。したがって（中略）契約上の黙示の誠実義務という判例法理を確立した」と言う<sup>13)</sup>。つまりこの「黙示の誓約」は、契約一般はもとより、ア－

---

（商事法務 [2018]）。

<sup>5)</sup> 山下友信「不当な保険金支払拒絶についての保険者の責任－アメリカ法を中心として－」『保険学雑誌』494号12頁 [1981]。

<sup>6)</sup> The American Law Institute, Restatement of the Law Second, Contracts 2d Volume 2, § § 178-315, 100 (St. Paul, Minn, American Law Institute Publishers, [1981] ) .

<sup>7)</sup> 王 [2018] 78頁。

<sup>8)</sup> *E. L. DuPont de Nemours & Co. v. Pressman*, 679 A. 2d 436, 443 (Del. 1996).

<sup>9)</sup> 飯田秀総「アーンアウト条項のある M&A 契約の解釈と誠実・公正な取扱いの黙示の誓約」49頁（商事法務 No.2123 [2017]）。

<sup>10)</sup> *In re Encore Energy Partners LP Unitholder Litigation*, C.A. No. 6347-VCP, 2012 WL 3792997, at\*12 (Del. Ch. Aug. 31, 2012).

<sup>11)</sup> 飯田 [2017] 49-50頁。

<sup>12)</sup> Shannon, Kevin R. & Reilly, Michael K., “Closing Adjustment Provision in M&A Transactions : Avoiding Common Disputes,” (Potter Anderson & Corroon LLP. [2010] ) .

<sup>13)</sup> 王 [2018] 78頁。

ンアウト条項のある契約における情報の非対称性の問題を緩和する、法学上の解決策という位置付けであろうか。あるいはこの法理により、契約当事者の不誠実な行為に一定の歯止めをかけることを期待してのことであろうか。しかしながらアーンアウトは、契約前の両当事者間にある「情報の非対称性」に対処する機能を有し、それにより円滑な M&A を促進するという機能を有していたはずである<sup>14</sup>。それが「契約」という形で実行された結果、再度現出した「情報の非対称性」の解決策として「黙示の誓約」に依存することになることは、これはやはり「アーンアウトという手法」の問題というより、「契約」というものの不完備性に由来する問題であると思われる。

## 2 デラウェア裁判所による「黙示の誓約」論の考察

### 初期の事例：【判例1】*Squid Soap* (2009)

ここではまず、この法理の一般論を披瀝している。「(黙示の誓約は) デラウェア州法を準拠とする全ての契約に内在し、『契約関係にある当事者は、相手方が成果を得ることを妨げようとする恣意的または不合理な行為を控えることを要求する』というものである<sup>15</sup>」<sup>16</sup>。この概念は、「争点が契約上明示的に示されている場合には適用されない<sup>17</sup>と同時に、契約とは当事者の合理的な期待を満たすために存在し、黙示の義務は全体として契約の条件と一致している必要がある<sup>18</sup>」<sup>19</sup>。また「その適用は、『契約に明示されている条件を交渉した当事者が、事後的に黙示の誓約に反すると主張することを禁ずることに同意していたか否か』に依存する<sup>20</sup>」<sup>21</sup>。「それは慎重に対処すべき法理 (doctrine) であり<sup>22</sup>、契約がそのために安易に起草された可能性がある場合、裁判所は契約上の保護を示唆することについては細心の注意が必要である<sup>23</sup>」<sup>24</sup>。そしてこれまでの判例を引用した上で、この論理を適用

<sup>14</sup> 第I部「理論編」第2章、及び第5章を参照。

<sup>15</sup> *Dunlap v. State Farm Fire Cas. Co.*, 878 A.2d 434, 442 (Del. 2005).

<sup>16</sup> Laster [2009] *supra* note 22, at 32.

<sup>17</sup> *Dave Greytak Enters., Inc. v. Mazda Motors of Am., Inc.*, 622 A.2d 14, 23 (Del.Ch. 1992), *aff'd*. 609 A.2d 668 (Del. 1992).

<sup>18</sup> *Alliance Data Sys. Corp. v. Blackstone Capital Partners V L.P.*, 963 A.2d 746, 770 (Del.Ch. 2009) (「黙示の誓約は、契約書が争点に関わる特定の文言を欠いており、契約の明示的な文言に示されている目的と矛盾しない限りにおいて、促進させるよう裁判所に求められる義務である。」), *aff'd*, 976 A.2d 170 (Del. 2009).

<sup>19</sup> Laster [2009] : 32-33.

<sup>20</sup> *Katz v. Oak Indus., Inc.*, 508 A.2d 873, 880 (Del.Ch. 1986).

<sup>21</sup> Laster [2009] : 33.

<sup>22</sup> *Cincinnati SMSA Ltd. v. Cincinnati Bell Cellular Sys. Co.*, 708 A.2d 989, 992 (Del. 1998).

<sup>23</sup> *Allied Capital Corp. v. GC-Sun Holdings, L.P.*, 910 A.2d 1020, 1035 (Del.Ch. 2006).

して以下のように判示する。

「両当事者は、APA 6.3における買主の表明に合意していた（のであるから）、本件ではこの法理は適用できず、（中略）黙示の誓約は契約を書き直す手段ではない」<sup>25</sup>。マーケティング等販売促進にその資金を費やすことが買主の義務であると売主は主張するが、APAにはそのような買主の義務を示す文言は含まれていない<sup>26</sup>。「但し、双方が合意した明確な財務目標（financial targets）はあるので、売主は狭義の意味において黙示の誓約違反を主張できる。買主は支出を恣意的に拒否することはできないのであるから、売主のアーンアウトへの見込みを奪うことはできない」<sup>27</sup>と経営権が買主に移動した後の売主の「合理的期待」には一定の配慮を見せている。「契約が一方の当事者に裁量権を与える場合、黙示の誓約は、裁量権が合理的かつ誠実に利用されることを要求する」が「売主は買主が恣意的、不誠実にあるいは理由なく事業を成功させなかったと主張しているわけではない。売主の反訴は、買主がその中核事業で危機に見舞われ、その一環で、販売促進に費用を費やさなかったと明確に主張している。売主は、当時の買主が法的な対応と経済的負担、そして連鎖的な経済危機に見舞われていたことを明確に認識していた故、買主が契約上の裁量を悪意で行使したという売主の主張は認められない」<sup>28</sup>。売主は買主に対して、販売促進費の支出等何らかの努力義務を契約上で課すこともできたし、取引に関しては有能な弁護士も参画していた見識ある当事者であったのであるから、買主の営業姿勢を拘束する条項を主張すべきであった<sup>29</sup>。APAの資産返還により、売主が別の提携先を見つけることは理に適っていたし、買主も Squid Soap を成功させる強いインセンティブがあったのだから、両者の利害は概ね一致していた<sup>30</sup>。

すなわち【判例1】の事例では、買主の努力義務を規定するような条項のないアーンアウト契約を締結し、「黙示の誓約」違反によって、売主が成果を奪われたわけではないとの判断から、売主の申立ては棄却され、買主を支持する判断を示している<sup>31</sup>。

#### 中期の事例：【判例5】 *Viacom (2013)*

「黙示の誓約」違反を成立させるためには、買主側が「アーンアウト対価を最大化する

---

<sup>24</sup> Laster [2009] : 22, at 33.

<sup>25</sup> *Id.* at 33-34.

<sup>26</sup> *Id.* at 34.

<sup>27</sup> *Id.* at 34.

<sup>28</sup> *Id.* at 35.

<sup>29</sup> *Id.* at 36.

<sup>30</sup> *Id.* at 36.

<sup>31</sup> *Id.* at 36.

ために利用可能で必要なあらゆる手段をとることに合意したことが、APA から明らかになる必要がある。売主は、そのような義務を契約上設けることができたはずだが、そうしなかった。契約には、売主へのアーンアウトを最大化するために、買主側（経営陣）がクロージング後（アーンアウト期間）の事業を運営しなければならないとする記述はなく、またそのように解釈することもできない<sup>32</sup>と判示し「黙示の誓約」違反は認められていない。

また、同時期<sup>33</sup>の *Lazard Technology Partners, LLC v. Qinetiq North America Operations LLC*, (2015)<sup>34</sup>のケースでは、契約に「アーンアウトの支払いを減少または削減する意図を持った行動を買主が取ることを制限する」という条項があったものの、原審ではその「減少または削減する意図」の立証責任を原告である売主に負わせている。そして控訴審では「アーンアウトの支払いを減少または削減する意図で買主が行動しない限りは、クロージング後の事業の運営は買主の自由に任せている。したがって、買主が売主からアーンアウトの支払いを奪う意図で行動していない限り、『黙示の誓約』は買主の行動を禁止するものではないと結論づけた原審は正しい」として売主側の控訴を棄却している。

#### 直近の事例：【判例3】*Albertson's* (2021)

数多の判例蓄積を経て、契約の不完備性が緩和されてきたであろう直近の判例においても、これまで同様に「黙示の誓約」違反は認められていない。契約条項の 2.9(h)(vii) に対する買主の契約違反認定は、契約の文言上「してはならぬことをした」ということであった。いわばフラットな状態を前提とするならば、マイナス方向の行為に対する違反認定である。しかし売主が買主側の経営に対して一定の水準を求めるのであれば、つまりプラス方向の行為を期待していたのであれば、それに関しても契約文言に入れる必要があるということが判決の主旨である。売主が「対象企業の経営陣に特定レベルの経営管理の維持を希望するのであれば、その権利について交渉することが可能であり、そうすべきであった<sup>35</sup>にも関わらず、「交渉では、買主が『アーンアウトを減少または回避する意図を持って』行動してはならない、というだけであった<sup>36</sup>」ことを問題視し、「裁判所は、売主のアーン

---

<sup>32</sup> Jacobs [2013] : 15.

<sup>33</sup> 例えば、*American Capital Acquisition v. LPL Holdings* (Del. 2014)、*Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*, C.A. No. 9522-CB (Del. 2015)、あるいは *GreenStar IH Rep, LLC v. Tutor Perini Corporation*, (C.A.No. 12885-VCS: Del. 2017) 等も中期の判例と位置付けられるが、これらも「黙示の誓約」違反は認定されていない。

<sup>34</sup> 「黙示の誓約」に関しては、【判例1】*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009) の「1. 本判決の意義」及び、*Lazard Technology Partners, LLC v. Qinetiq North America Operations LLC*, 114 A.3d 193 (Del.2015) を解説した、飯田 [2017] も参照されたい。

<sup>35</sup> *Id.* at 25.

<sup>36</sup> *Id.* at 25.

アウトの確保を強化するために、黙示の誓約自体に力を与えることで、交渉で定められた条項を覆すことはない<sup>37</sup>と論じている。その理由は「当事者が『交渉の場で確保できなかった』契約上の保護を提供する手段として（「黙示の誓約」が）機能することはない<sup>38</sup>からである。この事実は「契約の不完備性」の程度とは無関係にデラウェアの判定基準を明示している。換言するならば「契約の客観的理論」が「黙示の誓約」違反を否認する理論的支柱となっているのではないか。

### 3 アーンアウトの主要判例と「黙示の誓約」

以下に「黙示の誓約」違反が争われたこの20年弱のアーンアウト契約を、各判例で引用されていた事例からランダムに取り上げ、その原因と結果を概観する<sup>39</sup>。これまで議論してきたように、この法理は契約内容の曖昧さと契約履行者の悪意が認定されない限りデラウェアでは認められていない。

#### 「黙示の誓約」が訴因となった割合

アーンアウトに関する判例を①から⑩まで年代順に列挙する<sup>40</sup>。○数字の判例が「黙示の誓約」等が争われた事例であり、7割方（14件）がこれに相当する。

- ① *O'Tool v. Genmar*, 387 F.3d 1188 (10th Cir. 2004) [31]
- ② *Cambers v. Genesee & Wyoming Inc.* (Del. 2005) [16]
- ③ *Fireman v. New America Marketing In-Store* (2005) (Dist. Ct. Mass., applying NY law)
- ④ *William J. LaPoint v. AmerisourceBergen Corp.*, 2007 (Del. 2007) [2] · (2009) [110]
- ⑤ *Comet Sys. v. MIVA, Inc.*, 980 A.2d 1024 (Del. 2008) [26]
- ⑥ *Aveta Inc. v. Bengoa*, 986 A.2d 1166, 1173 (Del. 2009) [27]
- ⑦ *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (Del. 2009) [80]
- ⑧ *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, 76A.3d 808 (Del.2013) [148]
- ⑨ *American Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc* (Del. 2014) [6]
- ⑩ *Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*, (Del. 2015) [37]

---

<sup>37</sup> *Id.* at 25-26.

<sup>38</sup> *Id.* at 24-25.

<sup>39</sup> サンプル数が限られるため、これによって実証分析の結果を示すものではないが、ビジュアルとしてもアーンアウトと「黙示の誓約」の関係性はある程度把握できると思われる。

<sup>40</sup> 各判例最後の〔数字〕は、2020年12月31日現在における、他の裁判による判例としての引用回数である。

- ⑪ *Lazard Technology Partners, LLC v. Qinetiq North America Operations LLC*, 114 A.3d 193 (Del.2015) [7]
- ⑫ *Haney v. Blackhawk Network Holdings, Inc.*, C.A. No. 10851-VCN (Del. 2016) [\*]
- ⑬ *Exelon Generation Acquisitions, LLC v. Deere & Co.*, 176 A.3d 1262 (Del. 2017) [19]
- ⑭ *Chicago Bridge & Iron Company N.V. v. Westinghouse Electric Company LLC*, 166 A.3d 912 (Del. 2017) [26]
- ⑮ *GreenStar IH Rep, LLC v. Tutor Perini Corporation*, C.A. No. 12885-VCS (Del.2017) [8]
- ⑯ *Fortis Advisors LLC v. Stora Enso AB*, (C.A. No. 12291-VCL : Del. 2018) [4]
- ⑰ *Himawan, et al. v. Cephalon, Inc., et al.*, C.A. No. 2018-0075-SG (Del. 2018) [5]
- ⑱ *Edinburgh Holdings, Inc. v. Education Affiliates, Inc.*, C.A. No. 2017-0500-JRS (Del. 2018) [6]
- ⑲ *Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, C.A. No. 12220-VCL (Del. 2019) [6]
- ⑳ *SRS LLC v. Albertson's Companies*, (Del. 2021)

#### 判例の争点

次に、これら判例を裁判の争点によってマトリクス表示する<sup>41</sup>。設定される争点は以下の通りである。

- A : アーンアウト条項に設定された契約事項・内容に対する売主・買主双方の解釈に相違が生じた場合の紛争 : 契約内容・アーンアウト指標の明確性の問題
  - B : アーンアウト期間における対象企業の経営を買収側が担う場合、あるいは買主側に課せられる経営努力の内容やレベルに関する契約上の紛争、
- そして、ABの混合型の事例

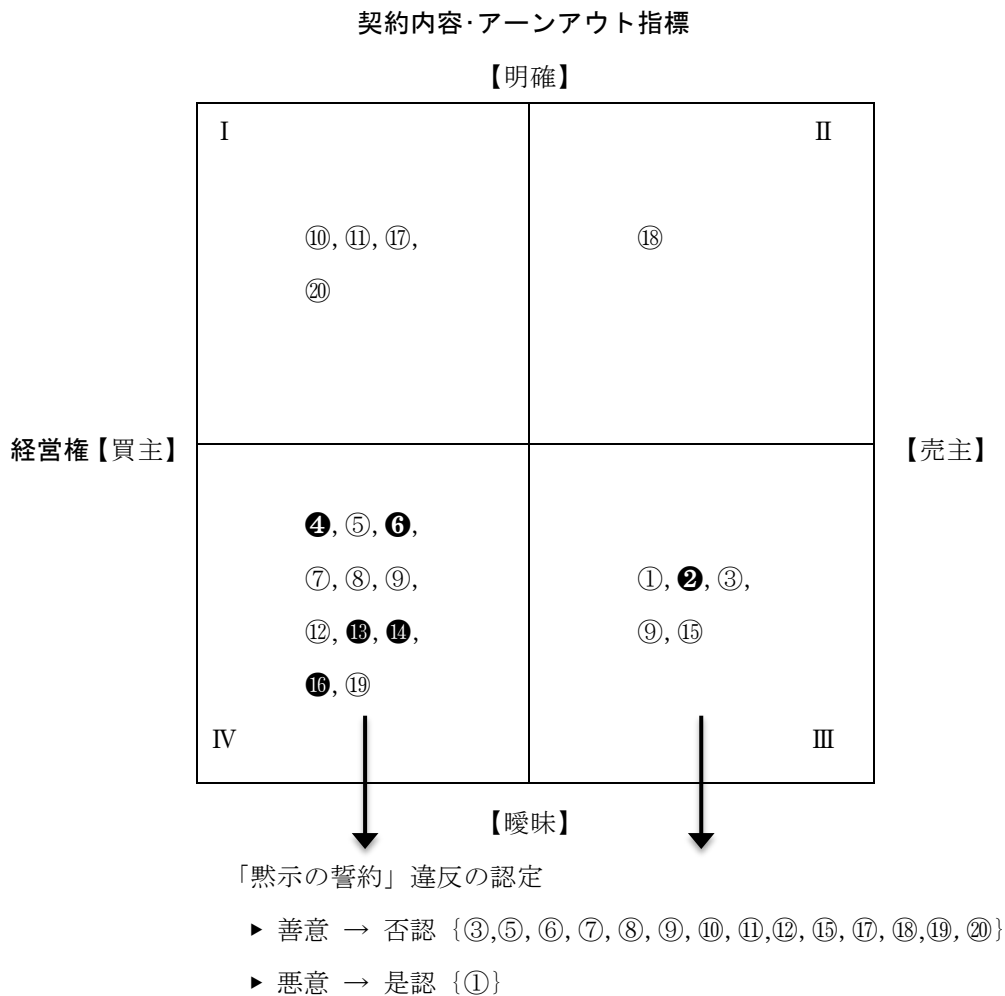
縦軸 A は契約事項・アーンアウト指標の明確性を示す。ここで第 I・II 象限は【明確】であり、換言すれば買主・売主という両当事者間の争いの可能性が低いということになる。一方で、第 III・IV 象限は【曖昧】と表記するが、これは両当事者にとって拡大解釈の余地が大きいこと、あるいはアーンアウト・ターゲットの買主による算定結果の操作性の余地が大きいことを表す。横軸 B は対象会社の経営者の属性を示し、第 I・IV 象限は買主側にある場合、

---

<sup>41</sup> Lexis によると、「Earnout」でヒットする判例は 1500 件超、Casetext では 1000 件弱である。また、Westlaw で「Earnout」、「implied covenant earnout」を検索するとそれぞれ 164 件、146 件が該当する。それら全てが本稿で検討した「アーンアウト」に相当する判例とは思われないが、米国ではそれなりの判例蓄積がなされていることがわかる。したがって、ここで取り上げた判例は標本数としては必要十分数を満たしていないが、いずれも米国法曹界が何らかの形で取り上げている事例であり、アーンアウトの現況（問題点）を把握するには、それなりの傾向を示唆していると思われる。



第Ⅱ・Ⅲ象限は売主側にある場合をそれぞれ表しているが、いずれの場合も実質的「経営権」は買主側にあることに留意されたい。売主側の指名による経営者が残留する場合も、クロージング後は大株主である買主が経営権を保持しているからである。なお、各象限内での位置による各程度の濃淡は無差別・同一である。



このマトリクスが示すように、アーンアウト条項のある企業買収等で争いとなるのは、第1に、〈A：契約内容・アーンアウト指標〉に両当事者間の解釈の余地（ギャップ）が存在する場合である。これはM&Aに限らず広く契約固有の問題であり、そこで持ち出されるのが「黙示の誓約」という概念である。そしてその概念の是認の成立要件は、買主側が悪意であった場合であり（①）、しかもその立証責任は売主側にある（例えば、⑫は明確に判示している）というのがこれまでの判例法理である。本稿の研究で「黙示の誓約」が是認された事例は1件（7%）しかない。第2に、〈B：経営者の属性〉であるが、これは一般的なM&Aの事例と同様に、多くの場合（第IV象限：11件、55%）が買主側による指名・任命者

が経営を担う。しかし、アーンアウト条項のある M&A の場合は、第 I 部「理論編」で指摘されているように、アーンアウトを成功させるために、対象会社の経営を担ってきた売主側の指名による経営陣がそのまま残留する事例（第Ⅲ象限：5 件、25%）も見られる。しかしその場合も依然として経営権は買主側にあることから、その買主側の経営に対する「努力義務」の内容やレベルが争点となってきたことがこれまでの事例であった。

以上の事例からわかることは、アーンアウト条項は可能な限り具体的かつ明確に記述されなければならない。そして対象企業の経営権を持つ買主は、契約履行に努力義務を負わなければならないということである。しかし、問題の本質は別のところにある<sup>42</sup>。

---

<sup>42</sup> 終章の「アーンアウト条項への不完備契約理論によるアプローチ」を参照。



## 終章 アーンアウト条項への不完備契約理論によるアプローチ

企業間の契約は M&A 契約を筆頭に、多岐にわたり非常に複雑なものとなる。第 II 部で議論してきたように、アーンアウト条項に関する事例での争点は、アーンアウトが満足に履行されなかった際、売主側から買主側への契約違反、不実開示、詐欺誘引行為、「黙示の誓約」違反等が代表的な訴因となっていた。

Hart [1995]<sup>1</sup>によれば、契約は不完備 (incomplete contracts) であるがゆえに、事後的なパワー (power)<sup>2</sup>ないしはコントロール権の配分が重要になる。つまり、契約締結後の契約履行時 (クロージング後のアーンアウト期間) において、その契約文言等に対する両当事者の解釈に相違が生じた場合、その解釈の決定権限をどのように配分するかということである。例えば、所有権が設定されている物件の賃貸契約を考える。ここで所有権者と使用権者の決定的な違いは、契約に明記されていない状況下での決定権をどちらが持つのかということである。これは所有権者にあるとするのが合理的な考えであろう。それによって所有権者には、その物件を生産的に使用し続けるようなインセンティブが付与され、その物件の健全な存続 (有限資源の効率的活用) が期待できるからである。この考え方は、アーンアウト判例のひとつの分水嶺に位置付けられると思われる【判例 6】*Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, (2019) の判旨と整合的である。それは「長期的企業価値の最大化という企業経営の目的、あるいはその場合の取締役等の役員 (経営者) に課せられる受託者責任は、アーンアウト発生・履行に優先する」というものである。

以下では、M&A におけるアーンアウト契約も不完備契約であることを前提として議論を進める。不完備契約理論から、アーンアウト判例で争点となった事項に対応し得る可能性のある理論を引用し、その理論のアーンアウト契約への適用を試みる。全体を通して、契

---

<sup>1</sup> 終章は、Hart, O. *Firms, Contracts, and Financial Structure*, : Oxford university press. [1995] (鳥居昭夫訳『企業 契約 金融構造』慶應義塾大学出版会、2010 年に所収。以下、引用等の参照頁は日本語版による) を基にしている。

<sup>2</sup> これは「相手側が期待される行動をとらないとき (たとえば、機会主義的に行動したとき) の双方の形勢を、おおよそ示している言葉である」(注 1 : 5 頁)。しかしながら、Hart も言及しているように、この「パワー」という概念は、経済学の理論では標準的ではない。例えば、一般均衡理論では、その前提に完全競争市場が置かれているため、参加者は均衡価格を所与として自由に取引し、何人もその価格には影響を与え得ない。したがって、そこでは各参加者にパワーという概念を付与することは意味を持たない。「最適な契約は『完備な (comprehensive)』契約であることになる。(中略) しかしこの場合もやはり、パワーという概念は意味を持たない。なぜなら、最適化された完備契約は不履行となることはなく、再交渉されることもないからである」(同 6 頁)。

約が不完備である場合の重要な概念は、「残余コントロール権 (residual control rights)」<sup>3</sup>である。これは、契約に明記されていない状況下において配分される権限であり、以下ではその機能を念頭に議論を進めて行く。

なお、本文は不完備契約に関連する理論を、第Ⅱ部の「判例編」で議論した問題に応用すべく「翻訳」したものであり、数式を用いることなく説明している。しかし各理論は数理モデルであることから、対応する部分をそれぞれ脚注に記載した。論理構成を確認される場合は、必要に応じて適宜参照されたい。

## 1 インセンティブ・アプローチによる「契約文言等の解釈」問題への対応

ここではインセンティブ・スキームを用いることにより、アーンアウトにおいて対象企業の経営者を買主側が任命する場合の、売主の利得との関係を説明する<sup>4</sup>。第Ⅱ部「判例編」の第1章から第4章までで議論したように、紛争となるアーンアウト事例の多くは、対象企業の経営者<sup>5</sup>が買主側から指名・選任された場合である。そこで問題となっていた争点は、アーンアウトの発生・履行の源泉となる対象企業の経営に関連する事項であった。主に2010年頃までは、売主の想定していなかった経営結果に対して<sup>6</sup>、そして経営者の「努力義務」が契約に明記されはじめた2010年代以降は、その義務違反が争点となってきた(①-② 契約文言の解釈に関する問題)<sup>7</sup>。これが第1の問題点である。

アーンアウト期間の対象企業の業績、あるいは経営による成果は、主に経営者の努力水

---

<sup>3</sup> 「残余コントロール権」に関しては、以下のような説明が付されている。「標準的には、所有権は、残余コントロール権ではなく、資産から発生する残余所得を確保する権利として定義される」。例えば、「私があなたに6ヶ月間自動車を貸し、その間あなたはCDプレーヤーを是非とも取り付けたくなくなったと考えよう。もし契約に何も明記されていなければ、私に取り付け許可を願わなければならないということは、当然として一般に受け入れられる考え方であろう。すなわち、車の内装を変えるという残余権は所有者である私に帰属するものであって、借り手であるあなたに帰属するものではない。さらに、もしたとえCDプレーヤーの場合には契約に明記してあったとしても、契約に明記されておらず私の許可を得なければならぬ事項や行為は他に多くあるだろう」(同41頁)。「もちろん、私の車の借り手として、あなたは一定の残余コントロール権を持っている。たとえば、あなたがどこに運転していくか、助手席に誰を乗せるかなどについて、もし契約に明記されていなければ、自由に決定することができる。このことは広く理解されているだろう(しかし、もし車をサファリに使うとすれば、たぶん私の許可を願わなければならないだろう)。所有者が残余コントロール権をすべて持つわけではなく、所有者は残余コントロール権のうち経済的に最も重要なコントロール権を持つ(以下、略)」(同42頁、注5)。

<sup>4</sup> Hart [1995]: “Established Theories of the Firm (既存の企業理論),” 23-37頁。

<sup>5</sup> ここで「経営者」とは、株式会社等における取締役等の役員、LLCにおけるマネージャーを指すが、その職務内容に関しては、執行と監督を明確に区別していない。

<sup>6</sup> 第Ⅱ部で詳細に検討してきた事例では、【判例1】*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009) と【判例5】*Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, (2013) がこれに相当する。

<sup>7</sup> 同様に、【判例3】*SRS LLC v. Albertson's Companies*, (2021) と【判例4】*Neurvana Medical, LLC v. Balt USA, LLC*, (2020) がこれに相当する。

準に左右される<sup>8</sup>。また同時に他の要因、例えば買主に対する信任義務にも影響を受けると仮定する (1.1)<sup>9</sup>。しかし売主は、対象企業の株式 (持分) をクロージング時に買主に譲渡するため、その経営者の努力水準やその他の要因の影響を観察することはできなくなる。そしてクロージング以降、売主はアーンアウトによって追加的に対価を得ることを期待 (予定) している。この時、売主が経営者の努力 (内容) を観察でき (observable)、その水準を立証できる (verifiable) とすれば、アーンアウト条項は「対象企業の経営者が、規定された努力水準を実行することを条件に、本契約を締結し、当初の買収対価を決定し、アーンアウトによる追加的な対価を設定する」ことができることになる (1.2)<sup>10</sup>。しかしながら、売主が経営者の努力水準を観察できないと、この契約は実現できないはずである。なぜならば、契約を強制的に執行できないからである。この時、経営者に売主の期待を実現させる努力を促すためには、観察可能な業績の実現値に対応したボーナスを売主が支払うことが考えられる。すなわち、売主が得るアーンアウトの最大化は、対象企業の経営努力の最大化に等しく (1.3)、経営努力の最大化は、売主が経営者に支払うボーナスに等しい (1.4) とするならば、アーンアウトの最大化は、経営者に支払うボーナスと等しくなるインセンティブ・スキームを提示することになる (1.5)<sup>11</sup>。

以上の理論に基づけば、売主側が対象企業の経営努力を観察でき、買主側もその水準を立証できるとしたらアーンアウト契約は容易に成立するかもしれない。しかしこの理論で

<sup>8</sup> アーンアウト・ターゲットが財務指標等の場合は対象企業の業績が、監督官庁の許認可等の非財務指標の場合は製品開発等の成果が、それぞれアーンアウト発生のトリガーとなる。

<sup>9</sup> 対象企業の品質 (業績)  $q$  は、経営者の努力水準  $e$  に依存し、同時に他の要因 (買主への信任義務)  $\varepsilon$  にも影響される：

$$q = H(e, \varepsilon). \quad (1.1)$$

<sup>10</sup> 業績  $q$  の水準は観察可能 (observable) であり、法廷で立証可能 (verifiable) でもある。しかし売主は、経営者の努力水準  $e$ 、及び他の要因  $\varepsilon$  の水準を観察することはできない。さらに経営者の性向は努力コスト関数  $H(e)$  によって表される。売主はアーンアウトによって追加的に  $r(q)$  の対価を得るものとする。売主が  $e$  を観察でき、その水準を立証できるとすれば、アーンアウト条項は「対象企業の経営者が努力水準  $e^*$  を選択する限りにおいて、本契約を締結し、当初の買収対価を  $P$  とし、アーンアウトによる追加対価を  $r(q^*)$  とする」となるであろう。その場合の売主が期待する買収対価は以下に表せる。

$$P + r(q^*). \quad (1.2)$$

<sup>11</sup> しかしながら、売主が  $e$  の水準を観察できないと、この契約は実現できないはずである。なぜならば、契約を強制的に執行できないからである (売主は経営者が  $e=e^*$  という契約を遵守したか否かを知る術はない)。そこで経営者に努力させるためには、観察可能な業績  $q$  の実現値に応じたボーナス  $b$  を売主が支払うことになる。すなわち、売主は売却企業の経営者にインセンティブ・スキーム  $b = b(q)$  を提示することになる。

$$\max r(q) = \max H(e), \quad (1.3)$$

$$\max H(e) = b = b(q), \quad (1.4)$$

$$\therefore \max r(q) = b(q). \quad (1.5)$$

は、売主側がその水準を観察できないと、契約は実現できないことになる。それでも判例から判断するに、2000年代までは「努力水準」の設定すらしないアーンアウト契約が多く見られた。そして2010年代以降は、売主側が観察も立証もできない「努力水準」を設定したアーンアウト契約が締結されてきた<sup>12</sup>。ここに「契約文言等の解釈」が争点となったアーンアウト事例の問題の本質があると思われる。観察・立証が不可能な条項内容、そしてその契約を締結した帰結が「黙示の誓約」違反という形で現出したのではないだろうか。

もっともこのインセンティブ・スキームは、多くのアーンアウト事案がそうであるように、対象企業の経営者が残留する場合、あるいは小規模企業で、売主が対象企業の経営者である場合であれば理解しやすい。現に、アーンアウトにはそのようなインセンティブが機能として内在しているからである<sup>13</sup>。しかし、買主側から経営者が指名・選任された場合には、このスキームは使えない。例えば、売主が受け取るアーンアウトの一部を、経営者に対するインセンティブ報酬とすることになるのであろうか。法的には経営者は買主側と委任（契約）関係にある。そして、この問題が解決可能であるとしても、ここまでの（1.2）から（1.5）の議論には、他の要因（すなわち、前述した買主への信任義務）が組み込まれていないことに注意しなければならない。インセンティブ報酬が経済学的に有効であったとしても、株主に対する受託者責任はデラウェアの判例法理である。この会社法に関わる、殊に公開会社に課せられている法学的な責務は重く、M&Aにおけるアーンアウトの設計では軽視することができない前提である。

従って、アーンアウト契約において、買主側が対象企業の経営を担う場合、この理論から導かれる重要性は、契約条項を「売主が経営者の努力（内容）を観察でき、その水準を立証できる」内容に設定するという点にある。

## 2 不完備契約理論の所有権アプローチ<sup>14</sup>

Hartによれば、現在まで所有権アプローチの有効性を厳密に検証する方法は存在しない。しかし、その理論から示唆される命題として、「他の事情が同じならば、ある主体が重要な

---

<sup>12</sup> これらの具体的事例は、第Ⅱ部「判例編」の「第7章 アーンアウト条項：売主買主のアーンアウトに対する義務内容」を参照されたい。

<sup>13</sup> Kohers and Ang [2000]によれば、アーンアウト条項のあるM&Aの85%は、対象企業の経営を売主側の経営陣が担っている。また、Dater et al. [2001]によれば、72%が売主側の経営陣が残留しているという。また、多くは対象が閉鎖型企業であり、「オーナー企業」のように対象企業の経営者と売主が同一である場合である。先行研究もその状態を前提として、売主の価値（であるアーンアウト）を最大化するインセンティブを付与することに意義を見出している。

<sup>14</sup> Hart [1995] . “Further Issues Arising from the Property Rights Approach（「所有権アプローチの諸問題」：75-96頁）,” による。

投資決定を行う立場にあるとき、その資産を所有している可能性が高い<sup>15</sup>。つまり、利用する者が所有することが効率的であり、「他の誰かに所有権ないしはコントロール権を与えても、利用者のインセンティブを削いでしまうだけである。この他者は資産価値に何らの影響も及ぼさないだろうから、見合うだけの利益もない」<sup>16</sup>。インセンティブ・アプローチで議論したモデルで考えれば、生産コストがゼロの場合には、買主に全ての所有権を与えるということになる<sup>17</sup>。

第2の命題としては、高度に補完的な資産は同一の所有権に帰属しているはずである、ということである<sup>18</sup>。そしてこの論理に関連して、規模の経済性の存在は、大企業の形成に寄与していると指摘する。なぜならば、規模の経済性が支配している状況では、1つの大規模な資産は、半分の規模の資産を2つ合わせた時よりも生産的となるからである<sup>19</sup>。また、補完性はシナジーを生み出すものとしても知られており、理論では、補完性の下では統合が生じやすいと結論付けている<sup>20</sup>。

#### 非人的資産の役割と権限の特性<sup>21</sup>

非人的資産としては、機械・建物等の「有形」資産、または、特許・顧客名簿・ブランド等の「無形」資産が考えられる。例えば、企業1が、人的資産のみで構成されている企業2

---

<sup>15</sup> 同 67 頁。

<sup>16</sup> 同 68 頁。

<sup>17</sup> この理論と整合的な事実として、会社の従業員など下部組織に属する者に、所有権やコントロール権を与えて動機付けしても、生産性を増大させるという目的においては多くを期待できない（モデルでは  $R$  ないしは  $|C|$  が小さい場合に相当する）。希少な資源である所有権は、幹部社員に割り当てた方が合理的である（同 68 頁）。

<sup>18</sup> 事例として、鍵と錠、エンジンと車体、顧客の氏名リストと住所リスト等を挙げている（同 69 頁）。

<sup>19</sup> もっともここで重要な前提は、「規模の経済性が支配している状況」下にある、ということであろう。さもなければ、市場において、本来の企業価値以下の評価しか得られないという「コングロマリット・ディスカウント」を説明できない。また「この議論を企業の形成に適用できるかどうかは明らかではない」（同 69 頁）。「初期には、一定の操業を1つの企業内で行うに際して、平均費用が低下していく。しかし、ある水準以上に企業規模が大きくなると、資産間のシナジーが低下する。（中略）1つの企業内で操業することに対する平均費用は増大し始める」（同 74 頁）。

<sup>20</sup> 「独立な資産は個別に所有されるべきであるという考え方を応用することによって、多数の売り手と多数の買い手からなる標準的なスポット市場について、理解を含めることができる。そのような市場では、通常、非統合が効率的であると考えられている。（中略）統合されていない代表的な買い手  $M1$  と、統合されていない代表的な売り手  $M2$  を考えよう。たとえば、 $M1$  はオクスフォード大学であり、 $M2$  はアップル・コンピュータであると考えてもよい。アップルはオクスフォードにコンピュータを納入しているとする。もしオクスフォードとアップルがコンピュータの価格と品質について合意に達することができなければ、それぞれ容易に別の取引相手にスイッチすることができる。すなわち、 $R(i) \approx r(i; a1)$  であり、 $C(e) \approx c(e; a2)$  であって、非統合が最適であると言ってもおおよそ間違いではなかろう。これに対して、もしオクスフォードがアップルを買収したとしたら、オクスフォードはアップルの経営者による（そして可能性としてはアップルの従業員による）革新的行動から発生する利益を、いくらかでも吸い上げてしまうことがあるかもしれない。そうすると、アップルは、革新的な新機軸への投資を控えてしまうだろう（ $|c(e; \emptyset)|$  は  $|C(e)|$  より大分小さくなるだろう）」（同 70-71 頁）。

<sup>21</sup> 同 75-84 頁。



を買収する状況を想定する。企業 2 は建物などの物的資産を所有せず、従業員は全員テレワークで勤務し、退職することも自由であるとする。この状況下で、企業 1 が、企業 2 を買収する経済的意味があるとすれば、従業員の人的資産に匹敵するか、あるいはそれ以上の価値を企業 2 が持っていることになる。つまり、企業の非人的資産とは、企業を企業であるようにつなぎ止めておく「接着剤」のようなものを表している<sup>22</sup>。

非人的資産という考え方から、権限 (authority) という概念も導かれる。それは、「非人的資産の支配は、人的資産の支配をもたらす」という命題である。所有権アプローチの理論は、所有者支配<sup>23</sup>の非公開会社がモデルケースとすることがわかりやすいが、大規模公開会社でも有効である。公開会社の株主が権限を経営者に委譲するように、経営者もまたその権限を下部に委譲する。権限の概念を定義することが困難であるがゆえ、完備契約の世界ではこのような過程に意味を持たせるのは難しい。不完備契約の枠組みにおいてこそ、権限という概念の分析が可能となる。不完備契約の立場から、Aghion and Tirole [1995]<sup>24</sup>は、実質的権限と形式的 (法的) 権威を区別した。そこでは、情報の非対称性をあえて取り込むことによって、下部の者がパワーを行使し、投資を行うことで所有者に利益をもたらすと論じている。

この概念から、公開会社によるアーンアウトに対して何らかの示唆は得られないであろうか。現代の企業には、例示された企業 2 のように建物などの物的資産を所有せず、従業員の能力だけで高付加価値を生み出している米国の大手プラットフォーム等の事例もある。M&A において、これら企業の人的資産そのものを対象とすることはできない。そこで買主としてはそれら人的資産を繋ぎ止めておくことが必須となる。Hart によれば、企業の非人的資産がその役割を果たすという<sup>25</sup>。また、不完備契約の状態であり、情報の非対称性があることで権限移譲が可能となり、それが所有者の利益になるという。その理由は、そこに「残余コントロール権」の発生する余地がある、という論理である。この指摘には、イン

---

<sup>22</sup> これを前章までの理論で説明する。「企業 2 が非人的資産 a2 と従業員 W2 で構成されているとする。従業員 W2 は非人的資産 a2 を利用すると 1 年間に 30 万ドル稼ぎ出せるが、この資産を利用できないと 20 万ドルしか稼げないとする。さらに、この資産の利用方法を知っているのは W2 だけであり、a2 の売却価値は 0 であるとする。この時ナッシュ交渉解を仮定すると、企業 2 を買収する者にとっての資産 a2 の価値は 5 万ドルである。なぜなら、買収者は W2 に a2 の利用拒否をもって脅すことにより、W2 が追加的に得られる 10 万ドルの半分を獲得することができるからである」(同 77 頁、注 5)。

<sup>23</sup> ここで、所有者支配とは資産を所有する者が、その資産に対する「残余コントロール権」を行使する状態にあるということである (同 83 頁)。

<sup>24</sup> Aghion, P., and Tirole, J. [1995] . “Formal and Real Authority in Organizations,” Mimeo, Oxford University.

<sup>25</sup> この価値の源泉は、従業員同士が接触する場所の提供かもしれないが、業種によって様々な非人的資産が考えられる (前掲注 1 : 76-77 頁)。

センティブ・スキームとは異なった意義があると思われる<sup>26</sup>。

また、所有権アプローチの理論が、所有者支配の非公開会社がモデルケースとするところは、M&Aにおけるアーンアウトの対象企業と同様である。しかし、大規模公開会社にもこの理論は拡張可能のようである。これは対象企業が公開会社である場合にも、応用可能かもしれない。アーンアウトは売主・買主両当事者だけの、民法的世界であれば理解しやすい。しかし両当事者のどちらかが公開会社であったり、また支配株主でもある親会社が登場してくると話は複雑になってくるからである。

アーンアウトを採用した M&A では、対象企業の経営者に売主側の人材を留任させる方策として、インセンティブとしてアーンアウト対価を設計することがある<sup>27</sup>。しかし、経済的なインセンティブの枠外にある、これら「非人的資産の役割」と「権限の特性」の意義は意外な論理である。それは、非人的資産から権限の概念を導き、不完備契約から実質的権限が発生し、非対称情報により残余コントロール権が機能する、という展開である。

### 3 残余コントロール権<sup>28</sup>による「長期的企業価値最大化」問題への対応

ここでは、所有権アプローチから導かれる「残余コントロール権」を援用して、アーンアウトにおいて、対象企業の経営を買主側が担う場合の第2の問題点（①-②-② 買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題、その1）を検討する。

一般に所有権を持つことの本質は、資産に帰属する残余所得に対する権利と理解されていると思われる。しかしながら残余所得という概念は、厳密に定義されて理論的分析の対象となり得る概念とは言えない。例えば、ある当事者が、特定の資産に対して残余請求権を有している場合、残余コントロール権も同時に保持しているとは言えない。この2つの権限は1対1に対応しているわけではないものの、なぜ両権限が同時に観察されるのかを理論的に説明する。

まず、M1が資産 a1 に対する決定権を持ち、M2が残余所得請求権を持っている（所得は立証可能）場合を考える。この場合、追加的利益は M2に帰属するため、M1は資産 a1 を利用して利益をもたらすインセンティブを持たない。M2も資産 a1 の活用方法を M1 と

---

<sup>26</sup> 第I部「理論編」で議論した Ragozzino and Reuer は、組織論として Hart [1995] を引用し、これらの点を指摘している (Ragozzino and Reuer [2009] : 858)。

<sup>27</sup> 「対象企業の経営者が、アーンアウト期間に企業に留まるとは限らないことから (Hart, O. and J. Moore, "A theory of debt based on the inalienability of human capital," *Quarterly Journal of Economics*, 109 : 841-879 [1994])、残留させる契約上の手段として、アーンアウトが用いられることもある」(Cain et al. [2006] : 168)。

<sup>28</sup> 以下は、Hart [1995] 85-89 頁による。

交渉しなければならないので、同様である。つまり、コントロール権と所得請求権は補完的であるゆえ、同一の主体に帰属させることが合理的な措置となる。

次に、資産についての収益の流れを常時、計測（立証）することができないことがある。例えば、収益が2つの部分で構成され、現在の事業により「短期」の所得が、そして資産価値の変化により「長期」の所得が発生するものとする。この場合、コントロール権を持つ者が、資産譲渡等を決定できるのであるから、おそらくは長期所得はコントロール権を持つ主体に帰属することとなる。ここで短期所得を、資産を使用する従業員に「強い」インセンティブ契約として分与したならば、その従業員は資産の長期的価値の保持を考慮せず、その時点での産出を最大化しようとする。一方で「弱い」インセンティブを与え、短期の所得請求権をコントロール権と組み合わせれば、現在の産出水準の増大を図るための労働と、資産の再販売価格を引き上げるための労働をバランスさせるかもしれない。

なぜ、残余コントロール権と残余所得請求権とが組み合わせられることが多いのか。この2つを切り離してしまうと、企業の支配権市場が非効率になってしまうからである。企業買収において、企業価値を下げてしまうが「私的利益」<sup>29</sup>を大きく獲得する買収者が、企業価値を高めるが私的利益は大きくない買収者に勝つことができるようになってしまう。不完備契約の下では、残余コントロール権を持つ者が利益を誘導できるので、企業利益を受け取る傾向がある<sup>30</sup>。

この理論（論理）を対象企業の経営権が、買主側に移動した場合のアーンアウト期間の経営に拡張すると、以下のような展開が可能になると思われる。

まず第1に、買主（M1）が対象企業（a1）に対する経営権（コントロール権）を持ち、売主（M2）がアーンアウトによる追加的買収対価の権利を持っている（対象企業の業績は立証可能である）。この時、買主は対象企業について利益をもたらすような、新規の活用方法を考案し、開発するインセンティブをほとんど持たない。なぜなら、追加的利益のほとんど（とは限らないが）は、売主に帰属してしまうからである。残余コントロール権と所得請求権は高度に補完的であるゆえ、同一の主体に帰属させることが合理的な措置となる。

そして第2に、企業収益が短期と長期の2つの部分で構成されているとする。すなわち、現在の事業によりアーンアウト（短期）の所得が、そして資産価値の変化によって企業価値

---

<sup>29</sup> 「私的利益」の例としては、世間からの連続起業家（シリアル・アントレプレナー）の称号等、付随する役得等をイメージすれば良い。

<sup>30</sup> 「その結果、企業Aが企業Bを買収していれば、企業Aの所有権を持つ経営者が、企業Aと企業Bの利益の両方を獲得する。その場合には、利益のシェアリングが可能となる。それに対して、企業が互いに独立のままであるとすれば、企業Bの利益はBの所有権を持つ経営者が操作し獲得できる。この場合、利益のシェアリングについてあらかじめどのような合意が形成されていたとしても、実際にはそのようなシェアリングは実現されないであろう」（前掲注1：89頁）。

(長期)を形成する所得が発生するものとする。この場合、企業価値(長期所得)は残余コントロール権を持つ買主に帰属することになる。ここで前者の利益、アーンアウト期間の所得が、対象企業の経営者に「強い」インセンティブ契約の一部として分与されたとしよう(実際の残余コントロール権を持つのは、買主である株主である)。そうすると、経営者は対象企業の長期価値の保持に配慮せず、その時点での産出を最大化しようとするだろう<sup>31</sup>。もたらされる結果は、買主にとって非効率なものであろう。一方で、経営者には「弱い」インセンティブを与えて、短期の所得請求権を残余コントロール権と組み合わせる方向を選んだ方が適切かもしれない。そうすればその経営者は、少なくとも、現在の企業価値(産出水準)の増大を図るために費やす経営努力と、長期的企業価値(資産の再販売価格)を引き上げるために使う経営努力とを、バランスさせることを受け入れようとするかもしれない<sup>32</sup>。

#### 4 物的資本への投資理論<sup>33</sup>による「受託者責任」問題への対応

ここでも引き続き、所有権アプローチから導かれる「物的資本への投資」理論を援用して、アーンアウトにおいて、対象企業の経営を買主側が担う場合の第2の問題点(①-②-②)買主側の新任経営者による経営への売主側の充足度の問題、その2)を検討する。

所有権アプローチの理論は、物的資本の形で体化される場合にも拡張可能である<sup>34</sup>。対象

<sup>31</sup> この仮説は、「インセンティブ・スキーム」が、売主にとっては有効ではあっても、買主にとっては問題となる可能性を示唆している。

<sup>32</sup> 同様のことが、企業内で弱いインセンティブを付与される傾向にある従業員でも考えられる。すなわち、大きく生産性を上げて、そこから得られる利益の一部しか得られない。しかしそれゆえ、同僚を手助けすることができる。しかし、強いインセンティブが付与されていれば、できるだけ自分の実績にしようとして、協力しないかもしれない(前掲注1:95頁)。つまり、企業内での全体の効率性が損なわれる可能性がある。

<sup>33</sup> 以下は、Hart [1995] 91-93頁による。

<sup>34</sup> 単一の資産  $a^*$  があり、M1とM2という2人の主体が存在する。M1は  $i$  だけの費用をかければ、 $a^*$  の価値を  $R$  だけ高めることができ、同様にM2は  $i^*$  だけの費用をかければ、 $a^*$  の価値を  $R^*$  だけ高めることができる(観察可能であるが立証不可能であるとする)。さらに、 $R > i$  及び  $R^* > i^*$  を想定し、ファースト・ベストでは、どちらの投資も実行されるべき状態を想定する。

ここでM1が  $a^*$  を所有しているセカンド・ベスト(すなわちM1が資産  $a^*$  の全ての価値を獲得することができる)を考える。この時、M1は  $R$  という価値の増大を全て確保できるので必ず投資を実行する。一方でM2は、価値の増大分の全てがM1に帰属してしまうので、投資を行わない。同様にM2が  $a^*$  を所有する場合は、M1は投資を行わない。

この場合、両当事者が拒否権を持ち、ナッシュ交渉下で価値の増大分が50:50に分配される共同所有が事態の改善策となる。したがって両当事者が共に投資をするための必要十分条件は、

$$\begin{aligned} 1/2 R &\geq i, \\ 1/2 R^* &\geq i^*, \end{aligned}$$

である。もし  $R$  と  $R^*$  が大きければ、これらの不等式も成立し、共同所有は単一主体による所有よりも効率

企業に対し、買主と売主が存在する。買主は一定のコストをかければ、対象企業の価値を高めることができ、売主も同様であるとする<sup>35</sup>（観察可能であるが立証不可能であるとする）。さらに、両当事者はコスト以上の企業価値を得ることを想定し、ファースト・ベストでは、どちらの投資も実行されるべき状態を想定する。

ここで買主が対象企業を所有しているセカンド・ベスト（すなわち買主が対象企業の全ての価値を獲得することができる状態）を考える。この時、買主は企業価値の増大を全て確保できるので必ず投資を実行する。一方で売主は、価値の増大分の全てが買主に帰属してしまうので投資を行わない。同様に売主が対象企業を所有する場合も、買主は投資を行わない。

この場合、両当事者が拒否権を持ち、価値の増大分が折半される共同所有（50：50）が事態の改善策となる。もし両当事者が獲得する企業価値が、投下コストよりも大きければ、共同所有は単一主体による所有よりも効率的な状態となる。

この理論を援用して、以下ではアーンアウト期間の対象企業の持分に関して考察する。通常の M&A と同様に、アーンアウト条項のある取引も、クロージング時に対象企業の株式（持分）は、売主から買主に譲渡される。これまで議論してきた事例の多くは、買主側により指名された経営者による対象企業の運営であった。アーンアウト期間は、対象企業の持分は買主側にあり、経営者（取締役）は買主に対する受託者責任を担う。一方において、経営者にとって売主は、対象企業の契約上の対象であり、契約に明記された内容の履行義務を負うに過ぎない<sup>36</sup>。この法的位置付けに由来する問題が「判例編」の争点の過半を占めていた。

現行のアーンアウト契約の手法では、所有権アプローチの理論により、その帰結はセカンド・ベストとなる可能性が高い。しかしここでは、所有権アプローチを株式（持分）まで拡張すれば、両当事者にとってファースト・ベストの成果を得ることができる可能性が示唆されている。通常の M&A とは異なり、アーンアウトの期間中、売主の対象企業から得られる経済的利得の帰結は、専ら対象企業の経営に依存することになる。それにも関わらず、売主は対象企業の経営に（会社法的には）何ら権限を有していない。そこで、アーンアウトがクロージング時の対価とアーンアウト対価による複数回支払いで構成されていることに鑑みれば、アーンアウト期間中の持分を共同所有（50：50）にする設定も考えられよう。この構成比では、株主総会の特別決議はもとより、普通決議においても両当事者は拒否権を持つことになる。通常、これは「デットロック」と呼ばれる状態であるが、理論的には

---

的な状態となる。

<sup>35</sup> アーンアウト期間中に、売主が対象企業の少数株主（持分 40%）であった事例がある。詳細は、【判例 7】 *Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, (2019) を参照されたい。

<sup>36</sup> アーンアウト契約とは、設定されたアーンアウト・ターゲットが達成された場合に、アーンアウト対価が発生・履行されるに過ぎないことに留意されたい。

単一主体による所有よりも効率的な状態となっている。そして、アーンアウト期間終了時に、売主の持分（50%）を買主に譲渡するという複数回譲渡の適用が、両当事者の経済厚生を改善する可能性がある。それが所有権アプローチ理論によるひとつの帰結である。

## 5 結論（不完備契約理論からのアーンアウト設計への示唆）

### アーンアウトの意義と不完備契約理論

第Ⅰ部「理論編」では、この20年程の米国のファイナンス系研究者による先行研究を中心に、アーンアウトに関する実証分析を通して、その理論的背景を議論してきた。そこではアーンアウトという契約条項には、M&A 契約を促進させる機能の存在が共通項として明確に論じられている。またその機能に関しては、一部の研究（Quinn [2013]）では反論があるものの、概ね「情報の非対称性」への対応、すなわち「逆選択問題」への対処というコンセンサスがあった。この意義は、「レモン」である対象企業を所有する売主は、アーンアウト条項を受入れることができないというものである。

第Ⅱ部「判例編」では、ここ数年の米国デラウェア州裁判所の判例を中心に、アーンアウトに関連する訴訟の法的背景を詳細に分析してきた。そこでは第Ⅰ部の理論では想定されていなかったアーンアウト条項の問題点が議論されていた。確かに、アーンアウトの採用で、売主・買主両当事者にとって引受けるリスクが限定され、対象企業の不確実性への対応が期待できる。しかしながら、アーンアウトが契約条項として採用された後に、その契約内容の解釈等を巡って紛争になってきた。これは「契約」の不完備性に由来する問題である。また、これは契約内容の解釈とも関連するのであるが、対象企業の経営に関する紛争があった。アーンアウトは M&A の場面で多用されているにもかかわらず、会社法、殊に公開会社の利用を前提として設計されていないことに由来する問題であると思われる。

想定し得る事項と、その際の各当事者が果たすべき義務を全て契約に書き込むことができるならば（完備契約）、どのような状況下でも当事者は契約に則って解決することとなる。そして、紛争が発生する余地は限りなく小さくなる。そこで第Ⅱ部で議論したような問題が実際に生じている現実を受けて、終章ではここまで「契約の不完備性」を前提とした理論を援用しながら、契約内容の問題、そして公開会社を想定した受託者責任の問題を検討してきた。

### 企業法としてのアーンアウト条項

M&A におけるアーンアウトは、Gilson [1984] から推察するに1980年前後には実務上利用されていたようである。しかしアカデミアにおける先行研究は、Kohers and Ang [2000]

に始まり、Quinn [2013] により拡張したのではないだろうか。これらの研究成果において、アーンアウトの意義には相違があるものの、M&A を促進するという点において意見は一致している。しかし 2000 年以降から顕在化してきたアーンアウト関連の裁判では、前述したように、これまで大きく分けて 2 つの争点があった。

第 1 の争点は、2000 年代の「契約内容の解釈」の問題である。2000 年代の頃まで、アーンアウトの発生・履行は、売主・買主両当事者にとっては「暗黙の前提」であったと思われる。売主は対象企業の将来性には一定の自信があり、「買主がうまくやってくれるはず」と考えていた。一方で買主は「うまくいけばいいが、ダメならアーンアウトは発生しないだけ」と考えていたかもしれない。無論、両者は悪意ではないと思われる。これは多くの判例を研究してきた上での仮定であるが、これが正しいのであれば、その状況下では両当事者にとって、ある種のモラルハザードが発生していたと考えられる。そしてその歪みがアーンアウトの不履行となり、それらの取引の何割かが裁判化したということである。これは、アーンアウト裁判の多くが「黙示の誓約」違反を訴因としてきたこととも平仄が合う。しかし、第 I 部「理論編」で議論してきたように、アーンアウトとは売主・買主両当事者のインセンティブに働きかけるメカニズムであり、「黙示の誓約」を巡る議論になること自体、設計のどこかに問題があるのではないか。売主にとってアーンアウトは、その成功を「強い」前提として契約されていた。一方において、買主にとってその成功は「弱い」前提であったことは否めない。そして売主の前提が崩れた事例の頻発で、契約条項に「経営努力」の内容が明記されるようになったと考えられる。

2010 年代からは、この「経営努力」の内容と履行が争点となる。そして第 2 の争点として、2010 年代後半からは、この経営問題との関係で、対象企業の経営者に課せられている株主（あるいは親会社）に対する「受託者責任」の問題が顕在化してきた。ここで言う受託者責任とは、【判例 6】の判旨に鑑みれば、企業の長期的価値の最大化であり、それは買主の利得でもある。一方で売主が期待するアーンアウトの発生は、短期的な企業価値の成果に左右される。これが「アーンアウト・パラドクス」である。アーンアウトの発生・履行は「経営努力」の結果と相関関係にはあったとしても、因果関係にはない。アーンアウト・ターゲットを達成すべく、契約通りに「経営努力」をしたが、経営は「手段債務」であり、その法的責任の方向性は株主に向かう。アーンアウトが不履行となっても、それが悪意でない限り、買主（経営者）は契約を履行したと主張できる。この場合、法的にはアーンアウトの履行は買主の義務であるはずがない。アーンアウトが発生しなかったとしても、「経営努力」の契約は履行された。これが現在までの多くのアーンアウト判例の結論であると思われる。

それでは現行のアーンアウト設計のどこに問題があるのか。これまでの議論を踏まえ、

結論としての私論を提示したい<sup>37</sup>。

### (1) 対象企業の経営者による「経営内容（努力義務）」の問題への対応

「インセンティブ・アプローチ」で議論したように、契約を強制的に執行可能とするための必要条件がある。それは、契約に書かれる対象企業の経営の「努力義務」の水準は、売主にとっても観察可能であり、法廷でも立証可能でなければならないということである。この論理の帰結は、契約に明記した「経営努力の水準」を、売主も観察可能な状態にする、ないしはその状態に近づけるということである。

通常のアーンアウトでは、クロージング時に、対象企業の株式（持分）が売主から買主に譲渡され、その後のアーンアウト期間の対象企業の業績等、アーンアウト・ターゲットがアーンアウト発生・履行のトリガーとなる。その期間、売主は法的には契約の相手方であり、会社法上は対象企業にコミットすることはできない。従って、買主側経営者によるその「努力義務」の履行は観察不可能となる。

例えば、トリガーとなるアーンアウト・ターゲットを財務指標としていた【判例3】SRS

---

<sup>37</sup> 結論を、インセンティブ・アプローチで用いた数理モデルにて説明する。

対象企業の品質（業績） $q$ は、経営者の努力水準 $e$ に依存し、同時に他の要因（買主への信任義務） $\varepsilon$ にも影響される：

$$q = H(e, \varepsilon). \quad (1.1)$$

業績 $q$ の水準は、「物的資本の投資理論」により、売主にとっても観察可能であり、法廷で立証可能でもある。この時、経営者の性向は努力コスト関数 $H(e)$ によって表される。売主はアーンアウトによって追加的に $r(q)$ の対価を得るものとする。売主が $e$ を観察でき、その水準を立証できるとすれば、アーンアウト条項は「対象企業の経営者が努力水準 $e^*$ を選択する限りにおいて、本契約を締結し、当初の買収対価を $P$ とし、アーンアウトによる追加対価を $r(q^*)$ とする」となるであろう。その場合の売主が期待する買収対価は以下に表せる。

$$P + r(q^*). \quad (1.2)$$

ここで経営者には「物的資本への投資理論」により、売主に対しても信任義務 $\varepsilon^*$ という関数が与えられる。すなわち、

$$q = H(e, \varepsilon, \varepsilon^*). \quad (1.1^*)$$

観察可能な業績 $q$ の実現は、対象企業の経営者の受託者責任となる。すなわち、売主もアーンアウト期間には、買主と同等の法的地位を得ることになることから、

$$\max r(q) = \max H(e), \quad (1.3)$$

$$\max H(e) = \max H(e, \varepsilon, \varepsilon^*), \quad (1.4^*)$$

$$\therefore \max r(q) = \max H(e, \varepsilon, \varepsilon^*). \quad (1.5^*)$$

が得られる。



*LLC v. Albertson's Companies*, (2021) では、買主に対して対象企業の「絶対的経営権」を認めながらも、アーンアウトの発生を妨げる行為も認めていない。また、アーンアウト・ターゲットを非財務指標である規制当局の許認可としていた【判例4】*Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, (2020) では、経営を担う買主には、アーンアウトの発生・履行のための「商業的に合理的な努力」を義務付けていた。しかしこれら買主側（経営者）に契約上課せられていた義務内容は、契約の相手方となった売主にとっては観察不可能である。

そこで、この義務内容を観察可能とするには、「物的資本への投資理論」を援用することが考えられる。アーンアウト期間も引き続き一定の持分（50%）を売主側にも所有させるということである。これはアーンアウト期間の売主にも経営参画の権利、すなわち監督権（議決権）を買主と同様に付与するというに等しい。これによって売主は、対象企業のインサイダーに留まることができ、買主同様に対象企業の経営に参画することが可能となるはずである。これにより、売主も対象企業の経営者に課せられた義務内容を、買主同様に「可視化」できることとなり、売主側のモラルハザードの発生を制御できるかもしれない。これが不完備契約理論から導かれる「経営内容（努力義務）」の問題への対応である。

## (2) 対象企業の経営者が担う受託者責任の問題への対応

受託者責任とは、対象企業の経営を株主に委任された取締役（経営者）の株主（買主）に対する義務である。通常のアーンアウトでは、クロージング時に対象企業の株式（持分）が売主から買主に譲渡されることから、それ以降、対象企業の経営者は、元株主となる売主に対する受託者責任を担うことはない。しかし経営者の受託者責任は、その退任後も引き続き課せられる場合がある。例えば【判例4】*Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, (2020) では、「元取締役は受託者としての義務を負わないとされているが、（中略）元取締役は、委任関係終了前に開始された取引や委任期間中に得た情報に基づく取引に関与した場合、当然ながら受託者責任に違反する」と指摘していた。元株主に対する受託者責任はないものの、元取締役は、在任中の行為に関しては受託者責任を負う可能性を論じていた。

また、クロージング時に売主から買主にその持分が全て譲渡されていない事例もあった。【判例6】*Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, (2019) では、アーンアウト期間の持分は買主が60%、売主が40%という構成であった。この状態では「残余コントロール権」は買主側にあったと思われる（買主はアーンアウト期間の最終年度にコール・オプションを行使し、売主側の持分40%を取得している）。裁判所は、「対象会社の受託者は、長期的に会社の価値を最大化するために誠実に行動する義務があったが、アーンアウトの最大化という契約上の請求を最大化する義務はなかった。（中略）アーンアウトという契約上の請求権者という

立場において、売主の権利は契約上の権利に限定される」<sup>38</sup>と論じている。しかし同時に、アーンアウト条項のある買収契約であることを考慮したのか「(通常の) 論理で考えるならば、(アーンアウトの履行を求める) 売主側の主張は、法律論としては受け入れられないが、本件の事情 (アーンアウト契約) に即して検討する必要がある」<sup>39</sup>と、経営権が買主側に移動した際の、対象会社のマネージャー (経営者) に降りかかった利益相反の問題を指摘する。受託者の信任義務の対象は、対象会社とその社員 (株主) 全てに及ぶはずである。このマネージャーはクロージング後のアーンアウト期間において、60%持分の買主および40%持分の売主に対する受託者責任と、買主の売主に対する契約履行義務との間で利益相反に直面することとなった。

それではここで、経営者に売主に対しても買主と同等の受託者責任を負わせるとどうなるか。「物的資本への投資理論」によれば、売主・買主両当事者による共同所有 (50 : 50) により、買主単独による所有よりも効率的な状態となる。例えば、クロージング時に対象企業の持分を共同所有とし、アーンアウトの発生・履行に応じて、売主の持分を買主に移動させることも考えられる。アーンアウトの発生・履行が満足に行われなかった場合、売主は少数株主として対象企業に留まるのか、あるいは買主に対しての「株式買取請求権」を付与することになるのだろうか。しかしアーンアウト契約は、アーンアウトの発生・履行を買主が担う債務ではないことから、このスキームは不適切であろう。アーンアウトの発生・履行に関わらず、アーンアウト期間終了時点で、売主が所有する持分の全ては買主に譲渡されるべきである。これにより、アーンアウト期間も対象企業の経営者は、売主に対しても買主に対するのと同様の受託者責任を負うことになる。そうすればその経営者は、少なくとも、現在の企業価値の増大を図る (≒短期的なアーンアウトの最大化) ために費やす経営努力と、長期的企業価値を引き上げる (≒長期的企業価値の最大化) ために使う経営努力とをバランスさせることを受け入れようとするかもしれない。またこの時、売主・買主両当事者は、対象企業の経営者が担う受託者責任である「長期的企業価値の最大化」を共有し、支持している状態でもある。論理的にはこれで、アーンアウト・パラドクスは解消されるはずだ。

### (3) 残された問題

それでは「物的資本への投資理論」による以上の解決策を採用した場合、アーンアウト期間の「残余コントロール権」は売主と買主のどちらに帰属するのか。それは買主側であ

---

<sup>38</sup> Laster [2019] : 43.

<sup>39</sup> *Id.* at 43-44.

ろう。上述したスキームで、アーンアウトの発生が不履行となったとしても、アーンアウト期間終了時に、売主側の持分は全て買主側に譲渡されることになる。おそらくは長期所得はコントロール権を持つ主体に帰属することとなるからである。前述したように、残余コントロール権とは、契約に書かれていない事態が発生した場合の決定権である。しかし、(1)の結論により、売主も買主同様に、対象企業の経営者の「努力義務」の水準は観察可能となる。そうであるならば、売主はそれを前提に考えられる事態の全てを契約に書き込めば良いことになる。

例えば、「黙示の誓約」違反を訴因とした【判例1】 *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (2009) では、「売主は買主に対し、契約上で販売促進に関する努力義務を明確に規定できたであろうし、買主の営業姿勢を拘束する条項を主張すべきであった」<sup>40</sup>と指摘していた。同様に【判例5】 *Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, (2013) のケースでも、「買主とH社が、アーンアウトを最大化するために必要な措置を講じることに同意したことが明確でなければならない。(また)契約でそのように義務付けることもできた。(しかしながら)『合併契約』には、アーンアウト最大化のための経営(内容)に言及している部分も、それを示唆する文言もない」<sup>41</sup>と指摘している。これらは、契約書に経営の「努力義務」等の記載がない事例であった。そしてこれら事例を経て、経営の「努力義務」が契約書に記載されるようになった。しかし、「努力義務」等が詳細に記載されていた【判例3】 *SRS LLC v. Albertson's Companies*, (2021) でも、売主側にとって、その水準の観察は不可能であった。

残余コントロール権が買主側に帰属することを前提に、売主は契約書を作成すれば良い。アーンアウト期間の持分を共同所有するという「物的資本への投資理論」によって、売主側は買主側(経営者)の「努力義務」の水準が観察可能となる。これによって、アーンアウトに対する買主側のモラルハザードの問題はクリアされている。同様に、残余コントロール権の帰属が買主側にあることを前提に、売主は契約書を作成するならば、その時点で売主側のモラルハザードの問題も解決する。そして「黙示の誓約」違反を訴因とする訴訟は、意味をなさないことになる。

---

<sup>40</sup> Laster [2009] : 36.

<sup>41</sup> Jacobs [2013] : 15.

### 【既発表の論文等の業績】

- 川嶋一真「金融商品取引法における『投資者保護』の概念 — 『公正な価格形成』と『効率的な資源配分』の関係に関する覚書 —」『法研論集』第 165 号 84-87 頁（早稲田大学大学院）[2018]
- 川嶋一真「アーンアウト期間における対象企業の経営に関する契約条項の考察」『法研論集』第 184 号 145-168 頁（早稲田大学大学院）[2022]
- 川嶋一真「アーンアウト条項のある買収契約と取締役の受託者責任」『法研論集』第 178 号 31-56 頁（早稲田大学大学院）[2021]

### 【参考文献】

- Akerlof, George A, “The Market for ‘Lemons’ : Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” 84 *Q. J. ECON.* 488, [1970] .
- Altman, Paul M., & Srinivas M. Raju, “Delaware Alternative Entities and the Implied Contractual Covenant of Good Faith and Fair Dealing Under Delaware Law,” 60 *Bus. Law.* 1469, 1480-81 [2005] .
- Arrow, K, “Essays in Theory of Risk-Bearing,” 121-43 [1971] .
- Amit, R., Glostien, L., and Muller, E. “Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing,” *Management Science*, 38 : 1232-45 [1990]
- Antle, R., and G. Eppen. “Capital Rationing and Organizational Slack in Capital Budgeting,” 31 *Management Science* 163-174 [1985] .
- Balakrishnan, S., & Koza, M. P. “Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20 : 99-117 [1993] .
- Barbopoulos, Leonidas G. “The real effects of earnout contracts in M&As,” *Journal of Financial Research*, 44 : 607-639 [2021]
- Barbopoulos, L. and Sudarsanam, S. “Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidders value gains,” *Journal of Banking & Finance*, 36 : 678-694 [2012] .
- Bebchuk, L. A., Brav, A and Jiang, W. “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism,” 115 *Colum. L. Rev.* 1085. [2015] .
- Bruner, R. F., *Applied Mergers and Acquisitions*, 609-615 ( John Wiley & Sons, Inc. [2004] ) .
- Cain, Denis, D. J., and Denis, D. K. “Earnouts : A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements,” *Journal of Accounting and Economics*, 51 : 151-170 [2006] .
- Capron, L. “The long-term performance of horizontal acquisitions,” *Strategic Management Journal*, 20 :

- 987-1018 [1999] .
- Datar, S., Feltham, G., and Hughes, J. “The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues,” *Journal of Accounting and Economics*, 14: 3-49 [1991] .
- Dater, S., Franke, R., and Wolfson, M. “The Effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques,” *Journal of Law, Economics, & Organization*, 17 : 201-238 [2001] .
- Downs, D.H., and Heinkel, R. “Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues,” *Journal of Finance*, 37 : 1-10 [1982] .
- Esty, B. C. “The information content of litigation participation securities : The case of CalFed Bancorp,” Working paper. Boston. Harvard Business School. *Journal of Financial Economics*, 60 : 371-399 [2001] .
- Gilson, Ronald J. “Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing,” *94 YALE L. J.* 239, 241-47 [1984] .
- Gompers, P. “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital,” *Journal of Finance*, 50 : 1461-1490 [1995] .
- Gompers, P. “Ownership and Control in Entrepreneurial Firms : An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments,” working paper, Harvard University [1997] .
- Hannan, M., and Freeman, J. “Organizational Ecology,” Cambridge, MA : Harvard University Press [1989] .
- Hansen, Robert S., “Do investment banks compete in IPOs? The advent of the 7% plus contract,” *Journal of Financial Economics* ,59: 313-346 [2001] .
- Hart, O., “*Firms, Contracts, and Financial Structure*,” Oxford university press. [1995] (鳥居昭夫訳 『企業 契約 金融構造』慶應義塾大学出版会、2010年)
- Hennart, J.-F., and Reddy, S. “The Choice of between Mergers/Acquisitions and Joint Venyures : The Case of Japanese Investors in the United States,” *Strategic Management Journal*, 18 : 1-12 [1997] .
- Holmstrom, B. “Moral Hazard and Observability,” *Bell Journal of Economics*, 10: 74-90 [1979] .
- Jensen, M., and Mecking, W. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360 [1976] .
- Kaplan, S. and P. Stromberg, “Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts,” *Review of Economic Studies* ,70 : 281-316 [2003] .
- Knight, Frank H. “Risk, Uncertainty, and Profit,” 1-10 [1921] .
- Koh, J., and Venkatraman, N. “Joint Venture Formations and Stock Market Reactions : An Assessment in the Information Technology Sector,” *Academy of Management Journal*, 34 :

869-892 [1991] .

Koehrs, N., and Ang, J. "Earnouts in Mergers : Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay," *Journal of Business*, 73 : 445-476 [2000] .

Laster, J. T. "Revlon Is a Standard of Review: Why It's True and What It Means," *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 19 No. 1 : 5-55 [2013] .

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Lelander, A.; and Vishny, R. "Legal determinants of external finance," *Journal of Finance* 52: 1131-1150 [1997] .

Leland, H., and D. Pyle. "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32: 371-387 [1977] .

Leo E. Strine, Jr., "Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Firms Seek Profit" , 47 *WAKE FOREST L. REV.* 135, 147 n.34 [2012])

Lerner, J. "The Syndication of Venture Capital," *Financial Management*, 23 : 16-27 [1994] .

Matthews, S., and Postlewaite, A. "Quality Testing and Disclosure," *Rand Journal of Economics*, 16: 328-340 [1985] .

Montgomery, C. A., and Hariharan, S. "Diversified Expansion by Large Established Firms," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 15 : 71-89 [1991] .

Myers, S., and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have," 13 *Journal of Financial Economics* 187-221 [1984] .

Officer, Micah S., "Collars and renegotiation in mergers and acquisitions," *Journal of Finance* , 59 : 2719-2743 [2004] .

Prendergast, C., "The provision of incentives in firms," *Journal of Economic Literature*, 37: 7-63 [1999] .

Quinn, Brian J. M. "Putting Your Money Where Your Mouth Is : The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions," *University of Cincinnati Law Review*, 81 : 127-172 [2013] .

Ragozzino, R. and Reuer, J. F. "Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets," *Journal of Management*, 35 : 857-879 [2009] .

Ravenscraft, D. J., and Scherer, F. M. "Life after Takeover," *Journal of Industrial Economics*, 2 : 147-156 [1987] .

Reuer, J. J., and Koza. M. P. "Asymmetric Information and Joint Venture Performance : Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures," *Strategic Management Journal*, 21 : 81-88 [2000] .

Rhodes-Kropf, Matthew and S. Viswanathan, "Market valuation and merger waves," *Journal of Finance* , 59: 2685-2718 [2004] .

Schaller, H. "Asymmetric Information, liquidity Constraints, and Canadian Investments," *Canadian*

- Journal of Economics*, 26 : 552-574 [1993] .
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny, “Stock market driven acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 70: 295-311 [2003] .
- Slovin, M. B., M. E. Sushka, and K. W. L. Lai. "Alternative Flotation Methods, Adverse Selection, and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the U.K.," *57 Journal of Financial Economics* 157-190 [2000] .
- Shannon. Kevin R. & Reilly. Michael K., “Closing Adjustment Provision in M&A Transactions : Avoiding Common Disputes,” (Potter Anderson & Corroon LLP. [2010] )
- Stiglitz. Joseph, E. [1993] . *Economics*, W.W. Norton & Company, Inc. (藪下史郎他訳『ミクロ経済学』東洋経済新報社)
- The American Law Institute, Restatement of the Law Second, Contracts 2d Volume 2, § § 178-315, 100 (St. Paul, Minn, American Law Institute Publishers, [1981] )
- Verrecchia, R. “Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, 5 : 179-194 [1983] .
- Williamson. O, “Markets and Hierarchies : analysis and antitrust implications,” 21-23 [1975] .
- 飯田秀総 「企業買収における対象会社の取締役の義務 —買収対価の適切性について—」 (財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 27 年第 1 号 (通巻第 121 号) 2015 年 3 月 [2015] )
- 飯田秀総 「アーンアウト条項のある M&A 契約の解釈と誠実・公正な取扱いの黙示の誓約」 49 頁 (商事法務 No.2123 [2017])
- 江頭憲治郎『株式会社法 (第 8 版)』 450 頁 : 有斐閣 [2021]
- 小山浩・三木翼・山田彰宏 「アーンアウト条項付の株式譲渡について、譲渡代金のうち当該条項の対象となる部分の収入時期を株式の引渡時期であると判断した裁決」『TAX LAW NEWSLETTER』 32 号 (森・濱田松本法律事務所 [2018])
- 佐々木琢也・高橋真吾 「アーンアウト条項を考慮した医薬品市場における M&A 契約の評価」 : 早稲田大学社会シミュレーション研究所 (第 8 回社会システム部会研究会) [2015]
- 潮見佳男 「民法からみた取締役の義務と責任—取締役の対会社責任の構造—」 32-42 頁 (商事法務 No.1740 [2005])
- 山内 暁 「条件付対価の認識にともない発生する条件付暖簾に係る検討」、『会計学研究 37』 65-99 頁、専修大学会計学研究所 [2011]
- 藤田友敬 編著『M&A 契約研究 理論・実証研究とモデル契約条項』 (有斐閣 [2018])
- 古川 朋雄 「買収対象会社取締役に対する責任追及訴訟におけるデラウェア州の判断枠組み : Corwin 事件最高裁判決を中心に (1)」 42 頁 (『大阪府立大学経済研究』 63 [2018] )

本部勝大「アーンアウトの課税に関する一考察」『税法学』(日本税法学会 [2019])

馬 宏宏「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-」(埼玉大学大学院人文社会科学部研究科) [2018]

松浪信也「アーンアウト条項における検討事項」(商事法務 No.1917 [2010])

沈 律「アメリカにおける Limited Liability Company (LLC)の構成員および経営者の経営 (Management) に関する権限」『早稲田法学会誌』第 69 卷 2 号 314 頁 [2019]

藪下史郎『金融論』ミネルヴァ書房、196-197 頁 [2009]

山下友信「不当な保険金支払拒絶についての保険者の責任-アメリカ法を中心として-」『保険学雑誌』494 号 12 頁 [1981]

和久野 藍「デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方」54、57-58 頁 (『広島法学』42 卷 4 号 [2019])

王 学士「M&A 取引におけるアーンアウト条項の理論的基礎とその解釈 (中)」『NBL』No.1135 79 頁 (商事法務 [2018])

日本経済新聞「きょうのことは 企業価値」日本経済新聞朝刊東京本社版 2020 年 11 月 29 日、3 面

#### 【参照判例】

*AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels & Resorts One LLC* (Del. Ch. Nov.30, 2020)

*Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP* (Del Ch. 2009)

*Allied Capital Corp. v. GC-Sun Holdings, L.P.*, 910 A.2d 1020, 1035 (Del.Ch. 2006)

*Alliance Data Sys. Corp. v. Blackstone Capital Partners V L.P.*, 963 A.2d 746, 770 (Del.Ch. 2009)

*American Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc* (Del.2014)

*Amirsaleh v. Bd. of Trade*, (Del.Ch. 2008)

*Aspen Advisors LLC*, 861 A.2d at 1260; *Sheth v. Harland Fin. Sols., Inc.*, 2014 WL 4783017, at \*5 (Del. Super. Ct. Aug. 28, 2014)

*Aveta Inc. v. Bengoa*, 986 A.2d 1166, 1173 (Del. Ch. 2009)

*Black Horse Cap., LP v. Xstelos Hldgs., Inc.*, 2014 WL 5025926, at \*22 (Del. Ch. Sept. 30, 2014)

*Bay Center Apartments Owner, LLC v. Emery Bay PKI, LLC*, (Del.Ch, 2009)

*BelCom, Inc. v. Robb*, 1998 WL 229527, at \*3 (Del. Ch. Apr 28, 1998)

*Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*, 2005 WL 583828, at \*7 (Del. Ch. Feb. 4, 2005)

*Bloor v. Falstaff*, 44 ST.LOUIS U.L.J. 1465, 1476 (2000)

*Cambers v. Genesee & Wyoming Inc.* (Del. 2005)

*Chamison v. HealthTrust, Inc.*, 735 A.2d 912, 922 (Del.Ch. 1999)



*Cincinnati SMSA Ltd. P'ship v. Cincinnati Bell Cellular Sys. Co.*, 708 A.2d 989, 992 (Del. 1998)

*Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1163 (Del. 1995)

*Collab9, LLC v. En Pointe Technologies Sales, LLC*, C.A. No. N16C-12-032 (MMJ) (CCLD) (Del. Super. Sept. 17, 2019)

*Comet Sys. v. MIVA, Inc.*, 980 A.2d 1024 (Del. 2008)

*CMS Inv. Hldgs. v. Castle*, (Del. Ch. 2015)

*In re Cornerstone Therapeutics Inc. S' holder Litig.*, 115 A.3d 1173, 1179–80 (Del. 2015)

*Coverdale v. State*, 531 A.2d 1235 (Del. 1987)

*Dave Greytak Enters., Inc. v. Mazda Motors of Am., Inc.*, 622 A.2d 14, 23 (Del.Ch. 1992)

*Dunlap v. State Farm Fire Cas. Co.*, 878 A.2d 434, 442 (Del. 2005)

*eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 [Del. Ch. 2010]

*Edinburgh Hldgs., Inc. v. Educ. Affiliates, Inc.*, 2018 WL 2727542, at \*9 (Del. Ch. June 6, 2018)

*E. L. DuPont de Nemours & Co. v. Pressman*, 679 A. 2d 436, 443 (Del. 1996)

*In re Encore Energy Partners LP Unitholder Litigation*, C.A. No. 6347-VCP, 2012 WL 3792997, at\*12 (Del. Ch. Aug. 31, 2012)

*Fletcher Int'l, Ltd. v. ION Geophysical Corp.*, (Del. Ch. 2010)

*Fortis Advisors LLC v. Dialog Semiconductor PLC*, (Del.2015)

*Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 A.2d 1049, 1051 n.2 (Del. Ch. 1996)

*Gesoff v. IIC Indus., Inc.*, 902 A.2d 1130, 1145 (Del. Ch.2006)

*Glidepath Ltd. v. Beumer Corp.*, C.A. No. 12220-VCL (Del. Ch. 2019)

*GreenStar IH Rep, LLC v. Tutor Perini Corporation*, C.A. No. 12885-VCS (Del.2017)

*Gilbert v. El Paso Co.*, 490 A.2d 1050, 1055 (Del.Ch. 1984)

*GRT Inc. v. Marathon GTF Tech., Ltd.*, 2011 WL 2682898, at \*12 (Del. Ch. July 11, 2011)

*Himawan, et al. v. Cephalon, Inc., et al.*, (2018)

*Interim Healthcare, Inc. v. Sherion Corp.*, 2003 WL 22902879, at \*6 (Del. Ch. Nov. 19, 2002, revised Dec. 1, 2003)

*Katz v. Oak Indus., Inc.*, 508 A.2d 873, 880 (Del.Ch. 1986)

*Kelly v. Blum*, (Del. Ch. 2010)

*Lazard Tech. P'rs, LLC v. Qinetiq N. Am. Operations LLC*, 114 A.3d 193, 195 n.8 (Del. 2015)

*MCG Capital Corp. v. Maginn*, (Del. Ch. 2010)

*Nemec v. Shrader*, 991 A.2d 1120, 1128 (Del. 2010)

*Neurvana Medical, LLC v Balt USA, LLC*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del.2020)

*Obsidian Fin. Grp. v. Identity Theft Guard Sols.* C.A. No. 2020-0485-JRS (Del. 2021)

*Orban v. Field*, (Del. Ch. 1997)

*O'Tool v. Genmar*, 387 F.3d 1188 (10th Cir. 2004)

*Oxbow Carbon & Minerals Hldgs. v. Crestview-Oxbow Acq., LLC*, A.3d , (Del. 2019)

*Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011)

*Renco Gp., Inc. v. MacAndrews AMG Hldgs. LLC*, 2015 WL 394011, at \*6 (Del. Ch. Jan. 29, 2015)

*Res. Gp., L.L.C. v. NCT Gp., Inc.*, 863 A.2d 772, 791 n.60 (Del. Ch. 2004)

*Reylon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Hldgs.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986)

*In re RJR Nabisco, Inc. S'holders Litig.*, (Del. Ch. 1989)

*Sparton Corp. v. O'Neil*, 2017 WL 3421076, at \*5 (Del. Ch. Aug. 9, 2017)

*Shareholder Representative Services LLC v. Albertson's Companies, C.A. No. 2020-0710-JRS* (Del. June 7, 2021)

*Sheth v. Harland Fin. Sols., Inc.*, (Del. Super. 2014)

*Schoon v. Smith*, 953 A.2d 196, [Del.2008]

*SIGA Technologies,inc., v. Pharmathene,inc.*, (Del. 2015)

*Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 303 (Del. 1988)

*Stone ex rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006)

*SV Inv. Prs, LLC v. Thoughtworks, Inc.*, 7 A.3d 973, 992 (Del. Ch. 2010)

*3M Co. v. Neology, Inc.*, 2019 WL 2714832, at \*11 (Del. Super. Ct. June 28, 2019)

*In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17, 35–36 (Del. Ch. 2013)

*TRS Institute, LLC v. Transcend Services, Inc.* (M.D.N.C., C.V#00362, Filed. 2010)

*2009 Caiola Family Tr. v. PWA, LLC*, 2015 WL 6007596, at \*26 (Del. Ch. Oct. 14, 2015)

*In re USA Cafes, L.P. Litig.*, 600 A.2d 43, 48 (Del. Ch. 1991)

*Ventures, LLC v. Segal*, 2008 (Del. 2008)

*Virtus Capital, L.P. v. Eastman Chem. Co.*, 2015 WL 580553, at \*13 (Del. Ch. Feb. 11, 2015)

*Wilgus v. Salt Pond Inv. Co.*, 498 A.2d 151 (Del. Ch. 1985)

*William J. LaPoint v. AmerisourceBergen Corp.*, 2007 (Del. 2007.2009)

*Winshall v. Viacom Int'l Inc.*, 76A.3d 808 (Del. 2013)

*Windy City Invs. Hldgs., LLC v. Tchrs. Ins. & Annuity Ass'n of Am.*, 2019 WL 2339932, at \*10 (Del. Ch. May 31, 2019)

*In re Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, 907 A.2d 693, 658 (Del. Ch. 2005)

国税不服審判所裁決平成 29 年 2 月 2 日  
東京地決平元・7・251 判時 1317・28