

【会社法制分野】

◆ 優 秀

「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」

王 学士（東京大学大学院法学政治学研究科博士後期課程修了）

---

企業買収（M&A : Mergers and Acquisitions）は、多くの場合に、大量の取引情報を含む非常に複雑な取引である。その中で、買収の対象は、対象会社の事業等であるため、買主および売主が、実際に会社の資本（買収後の経営権・支配権を含む）の移転を中心に「博戯」を展開する。特に、M&A において用いられる契約（M&A 契約）とバリエーションリスクという問題を考える場合に、その 1 つの具体的課題として、クロージング日時点の財務内容をきちんと反映した対価を決定するのは、その時点では難しい、または売主と買主との間で対象事業の評価に合意できないことや、買収後の対象会社の事業等に対する経営権・支配権の取り決めということが挙げられる。というのは、売主側にその対象会社（事業）の価値についての情報が偏在しており、買主側がそれについての情報のすべてを持っているわけでないという状況にあるからである。これは言い換えれば、売主が、売却価格を高くしたいというインセンティブを持っているのに対して、買主は、対象事業に過大な対価を支払うリスクを避けたいということがあるので、売主側と買主側に大きな（事前の）情報の非対称性（Information Asymmetry）が存在するため、M&A 契約の条件に満足できない場合には、取引の成立に至らないケースが多く見られる。

これらのことからみて、バリエーションリスクの緩和手法を構築することが必要となってくる。この問題について、アメリカにおいて、従来から、アーンアウト（Earn-out）条項によるクロージング段階でのリスクをヘッジできる方策として紹介されている。すなわち、M&A 契約にはアーンアウト条項が盛り込まれており、M&A を成功させるために、対象会社の事業や資産の買収取引において、クロージング後の一定の期間内に、対象会社の事業が一定の条件を達成することに義務づけ、売主と買主との間の対象事業の価値評価を間違える場合に取引を成立させるアーンアウト条項に基づくものとする方向である。言うまでもないが、日本における M&A 契約は英米のものを参考にして作成されるものが多い。今後の日本の M&A 契約の実務・解釈のあり方を考える際の参考になるため、本稿では、アメリカにおける M&A 取引において利用されているアーンアウト条項の理論的基礎とその解釈について、デラウェア州の状況を紹介するとともに、理論・判例の両面から分析を行うことによって検討し、その特質、特にアーンアウト条項の解釈および「誠実かつ公正な取扱いの黙示の誓約」（Implied Covenant of Good Faith and Fair Dealing）という規律の適用範囲など（買主はアーンアウトの支払い（Earn-out Payments）を最大化（Maximize）

する黙示の誓約（義務）を負うか否かについての問題を中心に）を明らかにしようとするものである。

本稿の構成は、次のとおりである。まず、Ⅱにおいて、アーンアウト条項の特徴などを確認し、同条項の理論的評価を明らかにする。次に、誠実かつ公正な取扱いの黙示の誓約という法的規律に関して、デラウェア州においてアーンアウト条項に関する多くの紛争の中、特にアーンアウトの支払条件が達成されなかった場合に買主は黙示の義務を負うかどうかについての近時の裁判例を分析することによって、黙示される誠実の義務の枠組み、適用範囲、すなわち買主の黙示の誠実義務の違反成否の判断の基本的骨格についての考察を通じて、黙示誓約の法的構造とアメリカ法における意義を明らかにする（Ⅲ）。そして、Ⅳでは、アーンアウト条項は複雑であり、それを利用する際にはいくつかの問題を頻繁に引き起こす可能性があるため、その周辺問題を指摘する。Ⅴが結章となる。