

第13回インターカレッジ・ネゴシエーション・コンペティション問題

(10月24日版)

1. ネゴランド国は、人口約6000万人、国土面積約50万平方キロメートルの共和制国家である。広い国土と豊かな自然に恵まれ、農業が盛んであり、農作物や農業加工品の輸出で国際的に有名である。古くからワインの生産が盛んであり、国内には高級ワインの生産地が点在している。また、自動車産業、化学産業、医薬品・化粧品産業、観光業も盛んであり、2013年のGDPは約2兆米ドルである。ネゴランド国は、16世紀から19世紀にかけて、海外進出による領土拡大と植民地の獲得に積極的であった。19世紀には世界各地に多くの植民地を有していたが、20世紀に入って国際的に民族の独立の機運が高まったこともあり、全ての植民地の独立を認めた。かつてネゴランド国の植民地であったこれらの国々の多くは、ネゴランド国と現在でも友好的で密接な関係を有しており、近年では、ネゴランド国の企業による積極的な投資やネゴランド国政府による経済的な支援もあって、着実な経済成長を遂げている国も多い。近年のネゴランド国の経済の安定した発展も、かつての植民地であった発展途上国との国々との活発な貿易が一因となっている。ネゴランド国では環境問題に対する人々の関心が高く、国際的にみても厳しい規制を導入している。最近では、企業による環境汚染に対して厳格な法令を相次いで制定している。工場等からの排気や排水に対して厳しい基準を定め、違反した企業に対しては高額の罰金を科すほか、政府からの改善指示を意図的に無視して基準を超えた排気や排水を続けた場合には、経営者を刑事罰に問うことも可能となっている。また、工場の操業などの結果、土壌が汚染された場合には、現在の所有者は土壌汚染を浄化するための費用を負担しなければならないとの法制も存在する。
2. アービトリア国は、人口約8000万人、国土面積約30万平方キロメートルの共和制国家である。主要産業は工業であり、化学、機械、自動車、電機、医薬品等の分野では、高い技術力で知られる国際的にも有名なアービトリア国企業が数多く存在している。国民の生活水準は高く、2013年のGDPは約3兆米ドルである。アービトリア国は、20世紀の初頭、領土の拡大を狙って近隣の諸国に戦争を仕掛け、武力での支配を試みたが、敗戦したという歴史を持つ。この戦争は、アービトリア国や近隣諸国に多大の損害と悲しみをもたらした。この反省から、現在のアービトリア国の憲法は平和主義をその基本原理として掲げており、戦争や国際紛争を解決する手段としての武力の行使は放棄すると規定している。最近では、アービトリア国の環境規制当局が、国内の火力発電所や大規模工場に対して、二酸化炭素排出量を2030年までに現在の水準から30%削減することを命じる新規制案を公表した。国民の約6割はこの案を支持しているが、産業界からは、アービトリア国産業に過大な負担を課し、経済の停滞を招くおそれがあるとの批判がなされている。アービトリア国の現在の大きな問題としては、少子高齢化がある。アービトリア国は2012年から人口が減少しており、国内需要の伸び悩みや労働力不足が懸念されている。
3. ネゴランド国とアービトリア国は海を挟んで5000キロメートルほど離れている。両国は良

好な関係にあり、両国間の物やサービスの取引や投資も活発に行われている。現在、両国がともに加盟する自由貿易協定や経済連携協定は存在しないが、2012年から二国間の経済連携協定の締結を目指した交渉が行われており、2015年中には経済連携協定の締結に至るのではないかとといった見方が有力である。

4. レッド社は、ネゴランド国の食品・飲料等製造・販売業者である。レッド社は、1980年にネゴランド人であるパット・レッドが創業した。パット・レッドは、ネゴランド国の大富豪の家庭の生まれである。1965年、ネゴランド国で最難関とされているネゴランド大学の農学部を最優秀の成績で卒業し、ネゴランド国の最大手の医薬品会社であるネゴランド製薬に入社した。ネゴランド製薬では研究開発部門に所属していた。しかし、1979年に両親が相次いで他界し、巨額の遺産を相続したのをきっかけに、「食べ物で人々を幸せにしたい」という学生時代からの夢を実現したいと考えるようになり、1980年、私費を投じてレッド社を設立した。パットは、自分自身がチョコレートが大好きであったことから、自分の生涯をかける食べ物としてチョコレートを選び、チョコレートの研究に取り組んだ。パットは、原料となるカカオ豆の生産から徹底的に研究した。学生時代の友人数名がパットに協力してくれた。3年後の1983年、レッド社は、とても美味しく、食べても太らないチョコレートの開発に成功し、ネゴランド国において板チョコの「Rチョコ」として売り出した。しかし、「Rチョコ」の売り上げはぱっとせず、1983年の売上枚数は100万枚であった。パットは味を改良したり、パッケージのデザインを変えたりしたが、売り上げの大幅増を実現することはできず、1984年の売上枚数は150万枚に留まった。その後も、「Rチョコ」はネゴランド国内の一部の消費者からは支持されていたものの、売り上げは150万枚から200万枚程度を推移するといった状態であった。
5. レッド社に転機が訪れたのは、1987年である。この年、レッド社に2人の新入社員が入社した。2人とも、パットのネゴランド大学の後輩であり、ひとはパットより10歳年下のジョージ・サリバン、もうひとはパットより12歳年下のカロリーナ・チェンである。チェンは、ネゴランド国の有名なパティシエのもとで修行して磨いた腕を発揮し、それまでは板チョコしかなく、味も単調であったレッド・チョコについて、味、色、形のすべてで楽しめるような芸術的なセンスを発揮した。他方、サリバンはマーケティングについて類まれな才能を発揮した。1989年、パット、チェン、サリバンは、協力して、少しずつ成分を変えた「Rチョコ・ネオ」シリーズを生み出した。「Rチョコ・ネオ」シリーズは、その効果に応じて、ダイエット効果のあるもの、勉強や仕事の際の頭の回転を速め集中力を高める効果のあるもの、ストレスを緩和する効果のあるもの、などのシリーズを展開した。その後、それぞれのシリーズについて、色々な味のチョコを作った。また、比較的安価の板チョコタイプのものから、高級な粒タイプのものまで、バリエーションを拡大した。板チョコタイプのものは一枚あたり2米ドルから3米ドル程度、粒タイプのものは1個あたり1米ドルから4米ドル程度である。高級な手作りチョコについては、「Rチョコ・プレミアム」というシリーズとして売り出した。また、ネゴランド国のみならず、アメリカや日本にも積極的に売り出すこととし、日本やアメリカのデパート等に売り込みをかけたほか、雑誌などでの広告にも力を入れた。この結果、1990年以降、「Rチョコ・ネオ」や「Rチョコ・プレミアム」は、ネゴランド国に加え、アメリカや日本で爆発的な売り上げを記録

- することとなった。その後、「Rチョコ・ネオ」や「Rチョコ・プレミアム」は、年々改良を重ねており、「Rチョコ」は国際的にも著名なチョコブランドの一つに成長してきている。
6. 「Rチョコ・ネオ」や「Rチョコ・プレミアム」の成功によって、1990年以降、レッド社は大きく成長した。レッド社は上場企業ではなく、その財務状況は公表されていないが、レッド社は高い利益率を誇っている。このような「Rチョコ・ネオ」や「Rチョコ・プレミアム」の成功で得た利益を使って、レッド社は2000年以降、様々な業界の会社を買収した。これは、事業の多角化を図ることによって、チョコレートだけに依存しない企業体質にするとともに、成長の可能性があるビジネスには積極的に投資してレッド社を成長させたいというパットの意向によるものである。具体的には、2000年に、ネゴランド国の老舗の有名ワイン業者である「ネゴ・ワイン社」を買収して100%子会社とした。「ネゴ・ワイン社」は国際的にも著名なワインの醸造及びチーズの生産を行う会社であり、この買収劇は国際的にも注目された。2003年には、ネゴランド国の大手の牛乳・乳製品の製造業者である「ネゴ乳業社」も買収して100%子会社とした。ネゴ乳業社は、ネゴランド国の牛乳や乳製品市場では20%程度のシェアを有しているが、輸出は行っていない。また、2007年にはスポーツ・ウェアやスポーツ用品のメーカーとして国際的にも有名な欧州のブランドである「スピリット社」を買収した。パットの見る目は正しく、いずれの買収も大成功であり、各社の業績は順調に推移している。レッド社グループの概要は別添1のとおりである。
 7. ブルー社は、ジョージ・ブルーが1917年に設立したアービトリア国法人であり、食品事業及び医薬品事業を手掛けている。キャラメルやビスケットの製造からスタートし、1940年には牛乳の製造販売に乗り出した。ブルー社の牛乳はアービトリア国で大人気を博し、ブルー社の成長に寄与してきた。ブルー社は1950年からスナック菓子の製造を手掛け、やはり大変好調な売り上げを記録した。また、1971年にはヨーグルト、1980年にはアイスクリームの製造・販売を開始した。ブルー社の菓子や乳製品はいずれも高い品質と低価格で、アービトリア国の消費者から広く支持されてきた。また、1990年からは、スナック菓子や乳製品事業の海外進出にも積極的に乗り出しており、アービトリア国の隣国であるアルファ国やベータ国に向けた製品の輸出や、これらの国々での一部製品の現地生産に力を入れてきている。
 8. ブルー社は、1985年にアービトリア国証券取引所に上場した。1990年には医薬品事業に参入した。医薬品事業としては、うがい薬、抗菌薬等の製造を手掛けている。また、2008年以降は、アービトリア国がジェネリック医薬品の普及に力を入れるようになったことから、ジェネリック医薬品の開発・製造に注力している。アービトリア国のジェネリック医薬品市場は競争が厳しく、ブルー社はまだ市場でメジャーな存在であるとはいえないが、少しずつ着実に売り上げを伸ばしてきている。
 9. ブルー社は、2000年から飲料事業にも参入した。飲料事業は競争が厳しく、製品の寿命も短く、なかなか安定したヒット商品を生み出せずじまい。しかし、2008年に発売したスポーツ飲料である「ブルー・エナジー」は、スポーツ時の水分やミネラル補給のための飲料として、アービトリア国内で安定した売り上げを実現している。また、2010年には、脂肪の吸収を抑えるとともに、脂肪を分解・燃焼させる効果がある清涼飲料水として、「ブルー・スリム」を販売した。アービトリア国の健康保険省は、健康に役立つことが科学的に証明

されている食品や飲料については、「健康食品」として指定する制度を有しているが、「ブルー・スリム」は2010年の発売当初から「健康食品」の指定を受け、そのこともあってか、アービトリア国では順調な売れ行きを見せている。しかし、「ブルー・エナジー」と「ブルー・スリム」以外には、ロングランのヒット商品は出ていない。

- 1 0. 「ブルー・エナジー」及び「ブルー・スリム」のいずれも、研究開発の中心となったのはボブ・オレンジ研究開発部長である。オレンジ部長はアービトリア国の名門であるアービトリア大学を首席で卒業した天才的な科学者であり、研究者肌の人物であるが、2006年にブルー社に入社した。オレンジ部長はブルー社長の大学の後輩であり、大学の同窓会を通じてブルー社長と知り合い、同郷であったこともあって、大変気が合い、かねてから個人的に親しい関係にあった。そうした関係を基礎に、ブルー社長が口説き落としてブルー社に入社させたのであった。
- 1 1. ブルー社は、2010年、菓子事業、乳製品事業、医薬品事業、飲料事業をそれぞれ分社化した。菓子事業を担当するブルー・スウィーツ社、乳製品事業を担当するブルー・デイリー社、医薬品事業を担当するブルー・メディシン社、飲料事業を担当するブルー・ドリンク社、という4つの子会社を設立し、ブルー社はこれら4つの子会社の100%の株式を保有している。なお、ブルー社は海外からの食品の輸入も手掛けているが、この輸入業務はブルー社本体で行っている。ブルー社の概要は別添2のとおりである。
- 1 2. 2011年後半から、レッド社は更なる事業拡大を検討することとなった。レッド社では、これまでM&Aによって事業を拡大してきたが、今回の事業拡大にあたっては、現在の事業とは同一ではないものの、新しいシナジー効果を生み出すことができるような事業をM&Aによって獲得することが基本的な方針とされた。この方針のもと、取引銀行でありネゴランド国の最大手銀行であるネゴランド銀行のM&Aアドバイザリー事業部のアドバイスも得ながら、レッド社内部で検討を行った結果、幾つかの候補会社があがったが、アービトリア国のブルー・ドリンク社を第一の選択肢として買収のための交渉をスタートすることとなった。これまでのところ、レッド社はブルー社と取引をしたことはなかったが、ブルー・ドリンク社が選ばれた理由としては、ブルー・ドリンク社の製品であるスポーツ飲料「ブルー・エナジー」をスポーツ・ウェアやスポーツ用品を扱うスピリット社の事業とうまく結びつけることによって、それぞれの顧客層を拡大することができると考えられたこと、また、脂肪を分解・燃焼効果のある「ブルー・スリム」が狙うターゲット層は、ダイエット効果などの健康作用をセールス・ポイントの一つとしている「Rチョコ・ネオ」シリーズの顧客層と一致することがあげられた。また、ネゴランド銀行によれば、ブルー社の4つの子会社のうち、ブルー・ドリンク社の売り上げが伸び悩んでいること、また、研究開発費がかさんでおり利益が今一つであることから、ブルー社として経営資源をより成長性のある他の3部門に集約することも考えられるのではないかとのことであった。
- 1 3. レッド社は、ネゴランド銀行に対して、ブルー社の意向を聴取することを依頼した。ネゴランド銀行はアービトリア国の支店を通じて、ブルー社にコンタクトした。ネゴランド銀行に対してブルー社は条件によってはブルー・ドリンク社を売却することを考えても良いとの返答であった。そこで、2012年1月16日、レッド社とブルー社の社長同士の間でブルー・ドリンク社の買収に関する会談が、ブルー社の本社で開かれることとなった。ブル

一社は、本件に関するフィナンシャル・アドバイザーとして、アービトリア国最大手の投資銀行であるアービトリア証券を選任した。

- 1 4. 2012年1月16日、ブルー社の本社でレッド社とブルー社との会談が持たれた。この会談に参加したのは、レッド社からはレッド社社長のパット・レッド、最高財務責任者のティム・ホーク、ネゴランド銀行のケイ・ノムラらであり、ブルー社側からはブルー社社長のケリー・ブルー（ジョージ・ブルーの孫である）、最高財務責任者のアリ・ダイヤモンド、アービトリア証券のユキ・オータであった。
- 1 5. 2012年1月16日の会談では、以下のようなやり取りがなされた。

レッド「このたびは、このような機会を設けて頂き、本当にありがとうございます。」

ブルー「いえ。わざわざ当社までお越し頂き、ありがとうございます。」

レッド「早速ですが、ネゴランド銀行さんを通じてお伝えしたように、当社としては貴社の子会社であるブルー・ドリンク社を買収したいと考えています。飲料事業はこれまで当社が手掛けていなかった事業ですが、当社としては、グループの発展のために事業領域を拡大したいと考えており、飲料事業はその有力な候補です。貴社グループのブルー・ドリンク社の主力商品である「ブルー・エナジー」と「ブルー・スリム」は、当社グループのスポーツ用品事業や食品事業とシナジー効果を発揮してくれると期待しています。また、これを機に貴社との取引関係も拡大していければと考えています。」

ブルー「そうですか。ネゴランド銀行さんから貴社の御意向を伺ってから、当社としても真剣に検討しました。結論からいうと、条件次第です。当社グループの飲料事業は、「ブルー・エナジー」と「ブルー・スリム」のおかげもあって、業績は堅調です。また、研究開発を進めたり販路を拡大したりすることによって、将来性も見込めると考えています。ただ、当社には他に菓子事業、乳製品事業、医薬品事業もあり、経営資源をこれらの事業分野に集中することも検討していたところです。また、仰るように、貴社にとって、ブルー・ドリンク社の買収はシナジー効果を生むことになるでしょう。その意味では、貴社の方がブルー・ドリンク社の可能性をより良く活用できるということも言えるかもしれません。」

レッド「ご指摘のとおり、当社としては、ブルー・ドリンク社は当社のグループにおいてこそより大きな価値を実現できるのではないかと感じています。先ほど申し上げたようにシナジー効果も十分見込めますし、また、ブルー・エナジーやブルー・スリムの可能性を考えるならば、ネゴランド国内の当社の工場でも生産して、より広く世界的に販売していけるのではないかと考えています。」

ブルー「そうですか。御社として、そこまでブルー・ドリンク社の可能性を評価してくださるのであれば、前向きに話を進めていくことに異存ありません。」

レッド「その点は了解しました。それでは、本件について具体的に話を進めていくということによろしいですか。」

ブルー「結構です。」

ノムラ「それでは、本件を進めることについて合意されたということで、守秘義務契約を締結の上、まずは、私どもの方からご提示頂きたい資料のリストをお示しします。」

そして、資料を検討したうえで、**Letter of Intent** を作成するということがよろしいでしょうか。」

オータ「それでは、書式や資料のやりとりの詳細などについては、当社とネゴランド銀行さんとの間で打ち合わせということにしましょう。」

16. レッド社とブルー社との間で守秘義務契約が締結された後、レッド社が提供を求める資料のリストがブルー社に対して示され、ブルー社からレッド社に対してブルー・ドリンク社に関する基礎的な資料が提供された。レッド社は提供された資料を検討した。そして、3月15日にはレッド社がブルー社を訪れ、ブルー社のダイヤモンド及びブルー・ドリンク社の社長であるルビーに対するヒアリングが行われた。提供された資料とヒアリング結果を検討したレッド社は、ネゴランド銀行と相談のうえ別添3の**Letter of Intent** のドラフトを作成し、4月16日、ネゴランド銀行からアービトリア証券に対して送付された。

17. 4月20日、アービトリア証券のオータからネゴランド銀行のノムラに対して、電話があった。

オータ「**Letter of Intent** のドラフトを頂きました。ブルー社の方々と一緒に検討いたしましたが、価格の低さに驚きました。前回のお話では、ブルー・ドリンク社の価値を相当高く評価されていたように伺いましたが、このような価格を提示されますと、以前のお話は何だったのかということになります。ブルー社としては無理に今ブルー・ドリンク社を売却する必要はないので、レッド社さんの評価がその程度であるならば、本件の成約は難しいと思います。」

ノムラ「価格については、頂いた資料を慎重に検討した結果だと思います。ただ、まだブルー・ドリンク社に関する詳細な資料を検討したわけではありませんし、交渉の余地はあると思いますので、ブルー・ドリンク社に関する詳細なデュー・ディリジェンスを行ったうえで、再度価格をご提示し、それを踏まえて相談することではいかがでしょうか。」

オータ「分かりました。それで結構です。ただ、価格については相当頑張っ頂かないと、成約は難しそうであるということは、レッド社さんにお伝えください。」

18. 5月25日から9月末にかけてデュー・ディリジェンスが実施された。レッド社は、デュー・ディリジェンスの結果を踏まえてブルー・ドリンク社の企業価値などについて検討した。それを踏まえ、10月15日、ブルー社において、レッド社とブルー社との会談が開催された。この会談に参加したのは、レッド社からはレッド社社長のパット・レッド、最高財務責任者のティム・ホーク、ネゴランド銀行のケイ・ノムラらであり、ブルー社側からはブルー社社長のケリー・ブルー、最高財務責任者のアリ・ダイヤモンド、アービトリア証券のユキ・オータであった。

19. 10月15日の会談では、以下のような会話がなされた。

レッド「デュー・ディリジェンスへのご協力ありがとうございました。」

ブルー「どういたしまして。デュー・ディリジェンスの結果、何か大きな問題は見つかりましたか。」

レッド「幸いなことに、買収の支障となるような事情は見当たらなかったとってよいと思います。デュー・ディリジェンスの結果も踏まえて、改めて検討させて頂きま

した。その結果、当社としては、買収価格として8億米ドルをご提示したいと思えます。」

ブルー「なぜ、8億米ドルなのですか。」

レッド「ディスカунテッド・キャッシュフロー法やEBITDA マルチプルなどを総合的に検討した結果です。」

ブルー「当社がブルー・ドリンク社の将来キャッシュフローに基づき、ディスカウンテッド・キャッシュフロー法で試算したところ、このまま当社が経営を継続した場合であっても、その評価が10億米ドルを下ることはないという結果でした。貴社がブルー・ドリンク社を取得し、シナジー効果が発揮されれば、ブルー・ドリンク社の価値はもっと高まるはずですよ。」

レッド「企業価値の算定は、ブルー・ドリンク社さんの中期事業計画をベースに当社が作成した別添4のような事業計画に基づき行いました。当社としては、ネゴランド国にあるネゴ乳業社の敷地内に今使用していない工場施設があるので、この工場を買い取り、ブルー・エナジーとブルー・スリムの生産用に至急改修し、ネゴランド国でも本格的に生産したいと考えています。ネゴランド国で生産するものについては、ネゴランド国や他の外国への輸出用に味や成分等を工夫したうえで、レッド・エナジー、レッド・スリムとして販売したいと考えています。」

ブルー「この事業計画では、シナジー効果が十分に考慮されていないのではないですか。」

レッド「シナジー効果がどの程度得られるかを見積もることはなかなか容易ではありませんし、見解の相違もあると思います。」

オータ「それでは、アップ・フロントで9億米ドルを支払い、contingent paymentとして、もしブルー・ドリンク社の業績が別添4の事業計画以上に収益が上がったならば、追加の支払いを行う、といったことではどうですか。」

レッド「確かに、ブルー・ドリンク社の将来キャッシュフローについてなかなか見方が一致しない以上、価格の問題についての解決策としては、そういった方法もあるかもしれません。」

ノムラ「アップ・フロントの額は9億ではなく、8億米ドルではどうですか。9億米ドルに拘るようなら、業績が悪かった場合には貴社から返金して頂くような仕組みも入れる必要があると思います。」

ブルー「分かりました。それでは、アップ・フロントの額は8億米ドルで、contingent paymentを付加するということにしましょう。」

オータ「8億米ドルはEBITDAの約8.42倍なので、2013年と2014年について、EBITDAが1億1000万米ドルを超えたら、超過額に8を掛けた額を支払うということではいかがでしょうか。」

レッド「contingent paymentの内容はそれで結構ですよ。」

ブルー「利益があがったら当社に対する支払いが増えるからといって、利益を無理に低くするような操作をしてもらっては困ります。」

レッド「そのようなことはしません。但し、ネゴランド国での新規事業に際して、相当程度の設備投資や広告費などの初期投資が必要になることは御理解ください。」

ブルー「合理的な投資は勿論して頂いて結構ですよ。」

20. 価格以外の点では、以下のような話し合いがなされた。

レッド「当社からは、ブルー・ドリンク社のボブ・オレンジ研究開発部長についてお願いがあります。マネジメント・インタビューの結果、ブルー・ドリンク社の将来にとって、ボブ・オレンジ開発部長の存在は大変大きいことが分かりました。オレンジ部長はブルー・エナジーやブルー・スリムの開発をリードされ、今も、これらの商品の改良のための研究を進められています。飲料業界の競争は厳しく、ブルー・エナジーやブルー・スリムについても改良が必要になってくると思いますし、ネゴランド国や輸出用のレッド・エナジーやレッド・スリムについて、味付けや成分を変えるといったことも必要になると思います。新製品の開発もしなければなりません。そうしたことを考えるとオレンジ部長が引き続きブルー・ドリンク社で活躍して下さることが今回の買収にとってとても重要であると考えています。研究費や研究環境については、少なくとも現状を維持し、できればより充実した研究環境を提供したいと思います。」

ブルー「オレンジ部長は私の大学の後輩であり、とても可愛がってきた人物です。私としては、オレンジ部長の意思を尊重したいと思います。もし、彼が残ることを選択したならば、ぜひ十分な研究費と研究環境を提供してあげて欲しいと思います。」

レッド「それは勿論です。」

ノムラ「レッド社さんとしては、オレンジ部長が引き続きブルー・ドリンク社で働き続けてくれることに同意してくれることをクロージングの条件としたいと考えています。オレンジ部長がレッド社に対して、継続的に働き続けることを確認するレターを予め提出して頂くことは可能でしょうか。」

ブルー「当社からオレンジ部長に意向を確認してみたいと思います。研究費と研究環境のことについては少なくとも現状より悪化することはないと伝えてよいのですね。」

レッド「はい。結構です。」

その後、ケリー・ブルーがオレンジ部長と面談し、ブルー・ドリンク社がレッド社に買収された後もブルー・ドリンク社に働き続けるつもりであるかを確認したところ、オレンジ部長は「ブルー社を去るのは悲しいですが、ブルー・エナジーとブルー・スリムはわが子のようなものです。十分な研究費と研究環境が提供されるならば、我が子をさらによいものにするため、ブルー・ドリンク社に残りたいと思います」と述べ、オレンジ部長は、買収完了後少なくとも3年間は継続的にブルー・ドリンク社で働き続けることを確認するレターに署名した。

21. 10月15日の会談の後、レッド社とブルー社との間で株式売買契約の内容についての交渉が行われた。並行して、レッド社、ブルー社社内での必要な決議を得る手続きが進められた。レッド社、ブルー社とも必要な社内手続を経て、2012年12月15日、別添5の契約書がレッド社とブルー社との間で締結された。クロージングは2013年1月15日と定められた。1月15日、ブルー社においてクロージング・セレモニーが開催され、ブルー・ドリンク社の全株式はブルー社からレッド社に移転した。

22. 2013年1月15日から、ブルー・ドリンク社は、レッド・ドリンク社と名前を改めた。ブ

ルー・エナジーとブルー・スリムについては、アービトリア国内では、そのままの名称で販売を継続し、他国ではレッド・エナジー、レッド・スリムとして販売することとなった。ネゴランド国にあるネゴ乳業社の敷地内の工場はレッド・ドリンク社に売却され、改修が行われ、4月15日からはこの新工場でレッド・エナジーとレッド・スリムの生産を開始した。レッド社は、自身が有する販売ネットワークを生かし、またスピリット社の顧客に対して働きかけるとともに、ネゴランド国では大々的な広報活動を開始した。

23. レッド・エナジーとレッド・スリムのネゴランド国における販売については、この商品がネゴランド国で発売されることを知ったネゴランド国の飲料業者であるネゴ・ドリンク社から、ネゴランド国におけるレッド・エナジーとレッド・スリムの販売代理店として自社製品の販売チャネルを通じて販売したいとの申し出があった。ネゴ・ドリンク社の流通ルートを使って小売店等に卸売するほか、同社が有する自動販売機においても販売したいとのことである。ネゴランド国では、至る所に飲料の自動販売機が設置されており、消費者による飲料の購入に占める自動販売機の割合は高い。ネゴ・ドリンク社はネゴランド国の飲料販売業者としては大手であり、同社の自動販売機はネゴランド国全国各地に設置されており、自動販売機による売上高でも断トツである。但し、ネゴ・ドリンク社からは、同社をネゴランド国における唯一の販売代理店とすること（レッド社自身による直接販売はできる）、同社以外の自動販売機には提供しないこと、大量に購入するので単価を希望小売価格の40%とすること、5年契約とすること、といった条件が示された。飲料についての販売チャネルをどのように構築していくかを検討していたレッド社にとっては、このネゴ・ドリンク社からの申し出は魅力的なものであった。但し、希望小売の40%という値段ではほとんど利益が見込めず、また健康食品としての性格が強いレッド・スリムについてネゴ・ドリンク社の販売力が十分なのかがいま一つはっきりしない時点で、5年の長期契約を締結することは望ましくなく、契約期間についてはもう少し短い方がよいと思われた。そこで、差し当たり、契約年数は2年とすること、販売価格は希望小売価格の60%とすること、最低購入量として毎年50万本以上を購入することを約束すること、を提案した。ネゴ・ドリンク社は、契約年数と最低購入量については同意したが、販売価格については希望小売価格の40%とすることを譲らなかった。
24. そうしたところ、新たに、ネゴランド・ボトラーズ社から、レッド・エナジーとレッド・スリムを扱いたいとの申し出があった。ネゴランド・ボトラーズ社は、ネゴ・ドリンク社と同規模の大手飲料販売業者である。ネゴランド・ボトラーズ社はスーパーなどの小売店に優れたネットワークを有しており、飲料業界では、ネゴランド・ボトラーズの販売力はネゴ・ドリンク社とほぼ同等であると考えられていた。取引条件については、契約年数は2年とすること、販売価格は希望小売価格の50%とすること、最低購入量として毎年40万本を提案した。但し、ネゴランド・ボトラーズ社からは、最低購入量についてはもう少し譲歩する用意があるとの発言もあった。
25. ネゴ・ドリンク社、ネゴランド・ボトラーズ社ともネゴランド国内における唯一の販売代理店とすることを求めており、この点については譲歩の余地はないとしている。レッド社とレッド・ドリンク社では、両社でコンペをしてはどうかという意見もあった。しかし、結局、コンペはなされず、パット・レッドの鶴の一声によって、ネゴ・ドリンク社を販売

代理店とすることに決まった。契約条件は、販売価格は希望小売価格の40%、最低購入量は毎年50万本、契約期間は2年とされた。パット・レッドが「ネゴ・ドリンク社の社長は大学の同期で、良く知っている。彼に任せておけば大丈夫。最初の2年間の販売価格は低かったとしても、信頼できるネゴ・ドリンク社に任せて商品の知名度を上げて市場に浸透すれば、長期的な利益に繋がる。当社にとっては、その方が大切である。」と語ったのが決め手となった。

26. 2013年3月5日、レッド・ドリンク社はネゴ・ドリンク社との間で販売店契約を締結し、この販売店契約に基づき、レッド・エナジーとレッド・スリムはネゴ・ドリンク社の持つ流通ルートにある小売店及び同社の自動販売機で5月15日から販売が開始された。
27. ネゴ・ドリンク社の自動販売機の販売チャネルとしての威力と同社の販売力があって、レッド・エナジーとレッド・スリムは順調に売り上げを伸ばした。しかし、2013年10月になると成長にブレーキがかかり始めた。すると、その原因を調査していたネゴ・ドリンク社からレッド・ドリンク社に対して、レッド・エナジーとレッド・スリムの味がネゴランド国民の嗜好に少し合わないという調査結果が出たとの連絡があった。現在レッド社が行っている広告とネゴ・ドリンク社の販売網からすれば、もっと売上げが伸びてもよいところ、味がネックとなって、爆発的な人気に繋がらないというのがネゴ・ドリンク社の意見であった。確かに、レッド・ドリンク社に対しても、「味がもう少しスッキリしていればよいのに」といった声が消費者から少なからず寄せられている。そこで、レッド・ドリンク社では、2013年10月から3カ月程度をかけて、オレンジ研究開発部長を中心に、味の改善に向けた取組みを行うこととなった。
28. ブルー・ドリンク社のM&A取引をきっかけとして、レッド社とブルー社は取引関係を深めていった。その一環として、別の取引が行われることとなった。それは、レッド社のチョコレートをブルー社が輸入し、アービトリア国で販売する、というものである。既にレッド社のチョコレートはアービトリア国の情報雑誌等において紹介はされていたが、レッド社がチョコレートの販売先として日本やアメリカを主なターゲットとしていたこともあって、これまでのところ、アービトリア国内でレッド社のチョコレートを本格的に取り扱う店舗は存在しなかった。レッド社としては、チョコレートに関してもいずれアービトリア国市場にも進出することを検討していた。他方で、ブルー社の菓子類のラインナップにはチョコレートが存在せず、レッド社のチョコレートを販売しても、ブルー社の他の商品の販売と直接にはバッティングしないと考えられた。こうして、レッド社とブルー社は2013年11月より、ブルー社によるレッド社のチョコレートの輸入販売について協議を開始した。
29. ブルー社が自社の菓子類などを提供しているアービトリア国の大手デパートに打診したところ、いずれの大手デパートもレッド社のチョコレートの取扱いに関心を示し、もし間に合うならば、2014年2月のバレンタイン商戦に投入したいとの意向を示した（アービトリアには、日本と同様、2月14日に女性が男性にチョコレートを贈るというバレンタインの習慣が存在する）。この結果、2013年12月10日、時間的にはタイトではあるものの、2014年2月のバレンタイン商戦をターゲットとして、ブルー社がレッド社より1粒3米ドルから4米ドルの高級な商品を中心として、卸値で300万米ドル分のチョコレートを輸入し、それをアービトリア国内の大手デパート各社に対してバレンタイン用のチョコレートとし

て販売することが合意された。バレンタイン用の販売に十分間に合うようにするため、ブルー社は、デパート各社に対して1月31日までに納品することを約束していた。ネゴランドの首都であるネゴタウンからアーボトリアの首都であるアブアブまでは通常、船舶で15日程度を要する（ネゴタウンもアブアブも共に港に面している。）ことから、1月10日が船積期限として合意された。なお、貿易条件はCFR（インコタームズ® 2010）とされ、売買代金の決済は信用状を用いることとされた。ブルー社は取引銀行であるアーボトリア銀行に信用状の開設を依頼するとのことであった。レッド社からは、取引銀行であるネゴランド銀行を通知銀行にしてほしいとの連絡があった。ブルー社がアーボトリア銀行にその旨を伝え、アーボトリア銀行は特に希望がない場合にはネゴネゴ銀行を通じて信用状を通知しているが、ネゴランド銀行ともコレス契約があるのでネゴランド銀行を通知銀行とすると答えた。このチョコレートの販売に関するレッド社とブルー社との間の契約は別添6のとおりである。

30. レッド社はブルー社向けのチョコレートの製造を行った。このチョコレートはブルー社への輸出のためにブルー社の意向を踏まえて製造したバレンタイン用の特別仕様であり、限定生産であった。レッド社は、1月10日にネゴタウンからアブアブに向けて出航し、1月20日にアブアブ港に到着する定期船をチョコレートの輸送のために手配した。他方、ブルー社は12月19日、アーボトリア銀行に対して信用状の開設を依頼した。ブルー社は、レッド社に対してアーボトリア銀行に対して信用状の開設を依頼した旨を通知した。12月20日、アーボトリア銀行は別添7の信用状を発行し、ネゴランド銀行に対して本件信用状を通知した。ところが、ネゴランド銀行で本件信用状の通知事務を担当する部門のベテラン職員がたまたま体調を崩して休んでおり、経験不足の新人職員が本件信用状を取り扱ったが、この職員は本件信用状の関係書類を自己の机の中にしまったまま処理を失念してしまった。ちょうど、ネゴランド国では12月21日から12月26日まではクリスマス休暇であり、また、12月30日から1月3日は年末年始の休暇であったため、ネゴランド銀行において本件信用状が処理されていないことに誰も気づいていなかった。
31. レッド社は、ブルー社との契約に基づいて出荷のための準備をしていたが、1月7日になって、まだ信用状が通知されていないことに気づいた。レッド社は、1月8日、ネゴランド銀行に対して信用状が届いていないかどうかを照会した。ネゴランド銀行では、直ちに本件信用状を発見できなかったことから、1月9日、レッド社はネゴランド銀行に対して、予めブルー社から送付されていた信用状開設依頼書の写しを示して再度調査を依頼した。この結果、ようやく1月10日になって、ネゴランド銀行からレッド社に対して本件信用状が通知された。しかしながら、レッド社がどんなに手を尽くしたとしても信用状を受領してから船積みまでは2日間かかるため、レッド社が手配していた1月10日発の定期船には間に合わなかった（運賃やキャンセルコストは支払わずに済んだ）。レッド社は代替りの船舶を探したが、運の悪いことに、次のアーボトリアへの定期船で空きがあるのは1月20日発であり、1月20日発の定期船は2月3日にならないとアーボトリアに到着しないとのことであった。また、1月末までにアーボトリア港に到着するようなチャーター便を手配することもできなかった。
32. 1月11日、レッド社の本件の担当者であるスワンは、ブルー社の担当者であるエメラルド

と電話で対応を協議した。両名とも、本件に関して各社を代表する権限を有している。ブルー社はこの電話によって初めて、信用状の通知の遅延を知った。

スワン「大変困った事態になりました。信用状の通知が遅れたため、1月10日発の定期船に船積みが間に合いませんでした。一番早い次の定期船は1月20日発のもので、それだと2月3日にアーボトリア港に到着することになってしまいます。」

エメラルド「それは大変です。なぜ、もっと早く相談してくれなかったのですか。それでは、デパートへの納品は2月5日以降になってしまい、約束した期限に間に合いません。お伝えしていたように、1月31日までにチョコレートを納品できないと、デパートに対して違約金を支払わなくてはなりません。当社が違約金を払うことになったら、貴社に賠償を請求せざるを得ません。」

スワン「1月31日までに納品しないと違約金を払わないといけないといった話は契約する際に伺っていましたが、額については聞いていませんでした。違約金額は幾らになるのですか。」

エメラルド「契約では、合計で200万米ドルの違約金を支払わなければならないことになっています。」

スワン「デパートへの納期に何とか間に合わせるためには、航空便で送るしかありませんが、船舶では10万米ドルで済んだのが、50万米ドルになってしまいます。」

エメラルド「至急、航空便で送ってください。それでも貴社が200万米ドルの違約金を支払うよりはましでしょう。船積期限に間に合わなかったのは貴社の責任なので、貴社で何とかしてください。貴社が船積期限に遅れたのはネゴランド銀行のせいなので、あとで、ミスをしたネゴランド銀行に対して貴社が損害賠償請求をしたらよいのではないですか。」

スワン「そうですね。では、当社の方で至急航空便を手配します。量が多いので2便に分ける必要があります。」

エメラルド「代金は商品の受領後、送金することで良いでしょうか。」

スワン「仕方ないですね。それで結構です。」

この会話の時点で、スワンもエメラルドも別添9の裁判例の存在を知らなかった。

33. レッド社は、チョコレートの空輸のために、ネゴランド航空の貨物便2便を手配した。レッド社はネゴランド航空に運賃として合計50万米ドルを支払った。第1便は1月15日発、第2便は1月17日発であり、それぞれ150万米ドル分ずつを積むこととした。第1便の空輸や通関手続は順調に行われ、1月18日にチョコレートはネゴランド航空からブルー社に引き渡された。第2便については、1月17日、レッド社はチョコレートをネゴランド航空に引き渡し、チョコレートは一旦、機内に格納されたが、飛行機の故障のため、機体の交換が必要となり、機体から搬出されて貨物置場に保管されていた。しかし、ちょうどチョコレートが貨物置場に保管されていたときに貨物置場に落雷があり、チョコレートは全て溶けてしまい、商品としての価値がなくなってしまった。レッド社とネゴランド航空との間の運送契約は、ネゴランド国においては標準的な内容であるが、それによれば、今回のような事態ではネゴランド航空はレッド社に対して責任を負わず、また航空運賃も返金されない。また、今回のような事態をカバーする保険にはレッド社、ブルー社のいずれも加

入していなかった。チョコレートはブルー社向けの特別仕様であり、レッド社には他に代替商品として1月31日までにブルー社に提供できるチョコレートは残っていなかった。この結果、レッド社からブルー社に対して150万米ドル分のチョコレートの引き渡しが行なわれず、ブルー社はデパートに対して100万米ドルの違約金の支払いを余儀なくされた（ブルー社とデパートとの契約の準拠法であるアービトリア国法上、ブルー社がこの違約金の支払いを拒否することはできない）。なお、第1便でブルー社に引き渡された150万米ドル分のチョコレート代金については、ブルー社がレッド社の銀行口座に振込んだが、第2便の分150万米ドルについては、ブルー社はこの150万米ドル分の契約の解除を主張し、ブルー社のレッド社に対する支払いは行われていない。

34. 以上のような事態を受け、ブルー社はレッド社に対して別添8のレターを送付し、ブルー社がデパートに対して支払った100万米ドルの違約金の支払いを請求した。これに対して、レッド社はブルー社に対して別添9のレターを送付し、この支払いを拒否するとともに、未払いの150万米ドル分のチョコレート代金、及び、航空輸送の手配に要した50万米ドルの支払いを求めた。これに対して、ブルー社はレッド社に対して、別添10のレターを送付している。両社は交渉による解決を模索したが決着に至っていない。この事件を「チョコレート事件」という。
35. 同じ時期、ブルー・ドリンク社のM&Aを巡っても、レッド社とブルー社との間で複数のトラブルが発生した。まず、2013年11月11日をもって、ボブ・オレンジ研究開発部長がレッド・ドリンク社に対して辞表を提出した。オレンジ部長が辞任したのは、前任の社長の体調不良により、2013年10月15日にレッド・ドリンク社の新しい社長に就任したジョー・リーとの軋轢である。ジョー・リーはずっとレッド社の人事部、営業本部、企画部といった管理部門を経験してきたエリートであり、将来は役員が確実と目されていたが、製造や営業の現場での経験は殆どなかった。オレンジ部長は、レッド・エナジーとレッド・スリムをネゴランド国の消費者の嗜好にあった味に改良すべく研究開発を行っていた。しかし、オレンジ部長が、「納得のいく味が出来るまでは何度でも実験を重ねる必要がある、そのためであれば、改良版の完成が2014年にずれ込んでも仕方がない」と主張したところ、ジョー・リー社長は、「君の方針通りにしていたのでは研究開発費が幾らあっても足りない。2014年初めには新しい味の改良版を出荷できるように何としても開発を間に合わせなければならない。完璧なものを求めていたのではきりが無い。2013年11月中には研究開発を終えるように。」と指示した。オレンジ部長は、「十分な研究開発をさせてくれるという約束だったはずだ。」と主張したが、リー社長は「そんなことは知らない。ものには限度があるのは当たり前である。子供じみたことを言うのはやめて、さっさと開発を進めなさい。」と言った。オレンジ部長は、このリー社長の発言に対して激昂し、「ブルー・エナジーとブルー・スリムがあるのは自分のおかげである。技術のことを知らない素人が何をわけのわからないことを言っているのだ」と反発した。この発言にカッと化したリー社長は、「社長は私なので、私の指示に従ってもらおう。あなたが際限なく研究開発費を使っていたから、ブルー・ドリンク社の業績は今一つでレッド社に売られることになったのだ。私の指示に従えないなら辞めてもらおうしかない。」と強い口調で述べた。これに対してオレンジ部長は、「分かった。それなら辞める。」と言い、その場で辞表を書き、リー社長に対して手渡したうえで、

会社を出て行った。それを聞いたレッド社のクレイン経営企画部長がオレンジ部長と面談して慰留した。この面談の場で、オレンジ部長は辞表を撤回する条件として、研究開発費の追加を求め、「あと2割程度研究開発費を増額してくれるのであれば、年内には満足できる成果を出す自信がある」と述べた。しかし、クレイン経営企画部長は、「既に十分な研究開発費が予算として計上されており、これ以上の研究開発費の増額は認められない」としてこの申し出を断った。クレイン経営企画部長は、現在の研究開発費を有効に使うって研究開発を続けるようオレンジ部長を説得したが、オレンジ部長の辞意は固く、結局、オレンジ部長は辞職した。この結果、レッド・エナジーとレッド・スリムの味をネゴランド国の消費者の嗜好にあうように改良するというプロジェクトは頓挫し、現在に至るまで味の改良はなされていない。これに加え、オレンジ研究開発部長の辞任というニュースが飲料業界内に知れ渡ったことによってレッド・エナジーとレッド・スリムについてのネガティブな印象が広まったこともあり、2014年になると、レッド・エナジーとレッド・スリムの売り上げは共に伸び悩んだ。なお、オレンジ部長が求めた2割の研究開発費の増加については、オレンジ氏の部下の殆どは、合理的な要求であったと証言している。

36. オレンジは、2014年1月になってアービトリア国の飲料メーカーであるアービトリア・コーヒー社に就職した。アービトリア・コーヒー社は、コーヒー飲料を製造しており、アービトリアのコーヒー飲料の製造業者としては最大手であり、2013年度の売上高は15億米ドル、資本金は2000万米ドルである。非上場会社である同社の株式の50%は同社の社長であるサム・ジャクソンの一族が保有しており、株主にブルー社と関係のある者は一人もいない。オレンジは、アービトリア・コーヒー社において、ダイエットに効果のあるコーヒーの開発に携わることとなった。ケリー・ブルーは、アービトリア国の経営者の集まりにおいてかねてからの知り合いであるアービトリア・コーヒー社の社長であるサム・ジャクソンからこの話を聞いた。その際、以下のような話し合いがなされた。

ジャクソン「当社は研究資金が豊富にあるというわけではありませんが、当社としては、ダイエットに効果のあるコーヒーはぜひ開発したいと考えており、そのためにオレンジ氏に当社に来てもらいました。また、このプロジェクトを成功させるため、追加資金が必要となるのですが、この点について貴社にご協力いただくことは可能でしょうか。」

ブルー「医療品事業を行っている当社としても、それは興味深いプロジェクトですし、私としても貴社とオレンジ氏を支援したいと思います。当社から貴社に対して、500万米ドルを出資することも可能です」

ジャクソン「それは大変助かります。新聞でも報道されているように、つい最近、海外の事業で多額の損失を被ったため、十分な研究開発が難しい状況でした。貴社からの出資があればこの問題も解決します。」

ブルー「それでは、500万米ドルの出資を検討しましょう。その代わりに、取締役を一人派遣させて頂きたいと思います。」

ジャクソン「分かりました。ぜひ宜しくお願いします。もう一点お願いがあります。当社の研究施設が整うまでの約半年間、ダイエットのためのコーヒーの研究開発のために貴社の中央研究所の施設を借りることができないでしょうか。オレンジ氏は、

新製品の開発のためには、貴社の中央研究所の最先端の施設が利用できるのが理想的だと言っています。勿論、使用料はお支払します。」

ブルー「分かりました。私としてもオレンジ氏を応援したいと思っていますので、中央研究所の施設の一部をお貸ししましょう。」

以上のやりとりの結果、ブルー社はアーボトリア・コーヒー社への500万米ドルの出資を決定・実行し株主となるとともに（ブルー社が取得した株式には、アーボトリア・コーヒー社に買戻しを請求できる条項や第三者への譲渡を禁止する条項は付加されていない）、アーボトリア・コーヒー社に対して中央研究所の施設の一部の利用を認めた（合理的な額の利用料が支払われている。また、ブルー社の社員がアーボトリア・コーヒー社の研究を手伝っているという事実は存在しない）。アーボトリア・コーヒー社は従来5名の取締役がいたが、新たにブルー社から派遣された者が社外取締役として加わった。アーボトリア・コーヒー社におけるダイエットのためのコーヒーの研究開発は、2014年2月から開始しており、約1年後の商品化を目指している。オレンジ氏はこの研究開発の中心人物の一人である。このダイエットのためのコーヒーの効能はレッド・スリムに類似したものとなり、また、価格帯も類似したものとなることが想定されていることがアーボトリア・コーヒー社の社内の資料から明らかとなっている。また、上記の面談と同時期、アーボトリア・コーヒー社が研究開発資金の融資をアブアブ銀行に対して依頼した際には、アブアブ銀行からは、「ジャクソン社長が保証人となり、担保を差し入れて頂けるならば、融資を検討致します。ただし、金利は高めになることをご承知ください」といった回答を得ていたことも明らかとなっている（ブルー社が出資したため、結局、この融資の依頼は撤回された）。

37. この事実を知ったレッド社から、ブルー社に対して別添11のレターが送付され、これに対してブルー社はレッド社に対して別添12のレターを返信した。なお、アーボトリア国会社法では、子会社は株式の過半数を保有する会社又は経営を実質的に支配している会社を指し、関連会社とは財務または事業の方針の決定に関して重要な影響を与えることのできる会社を指す。ネゴランド国会社法には子会社についてアーボトリア国会社法と同じ定義があるが、関連会社についての定義はない。なお、レッド・ドリンク社ではコーヒー飲料の生産・販売は行っていない。
38. 更に、別のトラブルが発生した。それは、アーボトリア国におけるブルー・スリムの「健康食品」の指定の取消しである。2014年4月30日、アーボトリア国健康保健省は、ブルー・スリムの「健康食品」の指定を取り消す、と発表した。指定を取り消す理由としては、「飲みすぎると胃腸の働きを阻害することが認められたため」とされている。「健康食品」の指定の取消しについては、2014年3月末にアーボトリア国健康保健省からレッド・ドリンク社に対して内々に通知があり、レッド・ドリンク社からアーボトリア国健康保健省に対しては、取消しを決定する前にレッド・ドリンク社も関与したかたちでの検証実験を実施する機会を与えてほしいとの申し入れを行ったが、アーボトリア国健康保健省はそれを認めず、指定取消しを決定・公表した。すでにこの時点ではオレンジ研究開発部長がレッド・ドリンク社を去っており、残されたスタッフではアーボトリア国健康保健省に対して説得力ある対応ができなかったことも一因であると考えられている。ブルー・スリムが「健康食品」の指定を取り消されたことによって、2014年5月以降のブルー・スリムのアービ

トリア国における売り上げは前年比の3分の2に低下した。

39. その後、レッド社が改めてレッド・ドリンク社の社員に確認したところ、次のような事態が判明した。ブルー・スリムを飲みすぎると胃腸の働きが悪くなるのではないかと、といったクレームは、2012年の初めのころから一部の消費者からブルー・ドリンク社に寄せられるようになっていた。2012年4月には、アービトリア国の健康保健省からブルー・ドリンク社に対して、一部消費者からのそうしたクレームが健康保健省に対して寄せられている旨の連絡があり、同省としても状況を注視している旨の連絡があった。ブルー・ドリンク社では、こうした通知を踏まえて、2012年4月から5月にかけて、改めてブルー・スリムの徹底した実験を行ったが、毎日相当量を飲み続けたとしても、特に胃腸に障害が生じるといった現象は確認できなかった。しかし、アービトリア国健康保健省が消費者からのクレームを重視し、胃腸への障害が生じる可能性があると考えた場合には「健康食品」の指定を取り消す可能性があるため、今後も注意していく必要があるということがブルー・ドリンク社の取締役会にも報告されていた。そして、以上のような消費者からのクレームや健康保健省からの連絡については、2012年5月から行われたデュー・ディリジェンスの過程でレッド社に対しても開示されており、レッド社のアドバイザーが作成したデュー・ディリジェンス・レポートにおいても、別添13のような記載がなされていた。レッド社がブルー・ドリンク社を買収して以降、時々、同様のクレームが消費者からなされることはあったが、健康保健省から連絡があるということにはなかった。
40. ブルー・スリムについての「健康食品」の指定が取り消されたことについて、レッド社はブルー社に対して、別添14のレターを送付したが、ブルー社はレッド社に対して別添15のレターを送付している。
41. 他方、ブルー社からレッド社に対しては、レッド社がネゴ・ドリンク社に対して2年間にわたり希望小売価格の40%でレッド・エナジー及びレッド・スリムを販売することとした点、オレンジ研究開発部長を辞職に追い込んだ点に関して、これらの行為によってレッド・ドリンク社の業績が不当に低く抑えられることとなり、株式売買契約に基づき本来支払われるべきであった contingent payment の支払いがなされなかったとして、別添16のレターが送付された。なお、2013年及び2014年のレッド・ドリンク社の業績、及び、幾つかの仮想事例の場合における予想業績は別添17のとおりである。以上の、ブルー・ドリンク社の買収に関するトラブルを「M&A 事件」という。

<ラウンドA>

42. レッド社とブルー社は、「チョコレート事件」「M&A 事件」の双方について交渉を重ねたが解決せず、双方を仲裁による解決に委ねることに合意した。チョコレート事件、M&A 事件におけるそれぞれの主張と争点は、別添18のとおりである。なお、いずれの事件についても、利息に関する請求は考慮する必要はない。レッド社とブルー社は UNIDROIT 国際商事契約原則 2010 を本件仲裁の準拠法とすることにつき合意している。

<ラウンドB>

- 4 3. チョコレート事件と M&A 事件を巡るレッド社とブルー社との仲裁は、和解により解決した。その 1 年後、パット・レッドは病気で死亡し、レッドの一人息子であるイーサン・レッドが後任の社長となった。パット・レッドが保有していたレッド社株式は全てイーサン・レッドが相続した。イーサン・レッドは、ネゴランド大学を卒業後、アメリカで教育学を学ぶために留学した。留学を終えると、ヨーロッパの玩具会社で 5 年勤務した。その後、アメリカで MBA の資格を取得し、5 年前からレッド社で財務部長として働いていた。社長に就任したイーサンは、パットの方針を引き継ぎ、無難にレッド社を経営している。しかし、イーサンの発言などから、イーサンは、将来教育事業に進出し、レッド社の事業の中心にしたいと考えているのではないかと噂が流れていた。なお、イーサンは、社長就任後間もなく、レッド社本体が行っていたチョコレート事業について、ワイン事業やスポーツ用品事業と同じように子会社化し、持株会社であるレッド社が 100%の株式を有するレッド・チョコレート社を設立した。
- 4 4. ブルー社においても、ケリー・ブルーは社長を退き、後任の社長にはラリサ・ヤングが就任していた。ヤングは、現在のブルー社が有している食料品、乳製品、医薬品 3 部門をより強化したいと考えていた。そのようなヤングにとっては、ブルー社の菓子部門が自社チョコレートを取り扱っていないのは、物足りなく思っていた。ヤングがアービトリア証券の役員と会食していた際に、ブルー社がチョコレートを扱っていないことの物足りなさについて話すと、アービトリア証券の役員であるサトコ・ホッタから「そういえば、レッド社がチョコレート部門の売却を考えているらしいという噂があります」という話があった。チョコレート事件以降もブルー社ではレッド社のチョコレートを輸入販売してはいるが、それは、あくまでブルー社の事業において補完的な性格を持つにすぎない。
- 4 5. ヤングは、ホッタに対して、レッド社に対してチョコレート部門を売却する意向があるかどうかを打診して欲しいと依頼した。そうしたところ、レッド社からは、本件についてブルー社と面談する用意があるとの返答が得られた。そこで、レッド社の本社において、レッド社とブルー社との間で、以下のような内容の会談が行われた。レッド社からは、イーサン社長、ホーク最高財務責任者、ネゴランド銀行のノムラが参加し、ブルー社からは、ヤング社長、ダイヤモンド最高財務責任者、アービトリア証券のオータが参加した。

ヤング「今回はお時間を頂き、ありがとうございます。既に、アービトリア証券さんからお聞きになっていらっしゃると思いますが、当社としては貴社のチョコレート部門に関心があります。御存じのとおり、当社の菓子部門は国際的にも一定の評価を得ていますが、残念なことにチョコレートを扱っていません。当社の菓子部門をより強化するためにも、貴社のチョコレート事業を買収したいと考えています。当社は、数年前から貴社のチョコレートの輸入販売を行っており、貴社のチョコレートを良く知っています。貴社のチョコレート事業と当社の菓子事業が一緒になることによって、菓子のワンストップ企業になることができ、また、新しい菓子の可能性も生まれる等、大きな価値が創造できるのではないかと考えています。」

イーサン「当社のチョコレート事業を高く評価して頂き、ありがとうございます。実は、

現在の当社の主力事業は乳業事業とスポーツ事業になっています。また、数年前に貴社から取得した飲料事業も更に育てていきたいと考えていますし、他に様々なビジネス・チャンスも存在します。当社にとって、チョコレート事業は父であるパットが最初に手掛けた思い入れの深い事業ではありますが、この際、チョコレート事業を売却し、その資金を他の事業分野に活用していくべきではないかと考えています。従って、条件さえ合えば、貴社に対してチョコレート事業を売却することは考えられます。」

ヤング「そうですか。そうすると、この取引は両社にとってウィン＝ウィンですね。ぜひ前向きに検討していきましょう。」

46. 以上のような会談の後、守秘義務契約の締結、書類のやりとりがなされた。そして、レッド社が保有するレッド・チョコレート社の株式全株をブルー社が現金で購入するというかたちで、レッド社がブルー社に対してチョコレート事業を売却するという大枠についての合意が整い、別添19のLetter of Intentが作成された。なお、レッド社からブルー社に対して提供されたレッド・チョコレート社の業績予測（レッド社が今のまま経営し続けるとの前提で作成されたものである）や資産状況は別添20のとおりである。
47. その後、デュー・ディリジェンスが行われた。デュー・ディリジェンスを踏まえて、株式売買契約の条件の詳細についての交渉が行われた。この交渉において、特に問題となっているのは売買価格、レッド・チョコレート社役職員の待遇、レッド・チョコレートの工場用地を巡る環境法関係の表明保証、ゼータ国との取引に関する表明保証、そして、ブレークアップ・フィーの問題である。
48. 売買価格については、ブルー社はデュー・ディリジェンスの結果も踏まえた価格として、7000万米ドルを提示した。これに対して、レッド社は1億2000万米ドルを主張している。この点について、これまでの交渉において、ブルー社からは、「別添20の業績予想や資産状況を基に、デュー・ディリジェンスの結果も踏まえ、ディスカунテッド・キャッシュフロー法やEBITDAマルチプルによる企業価値の分析を行った結果として、当社としては7000万米ドルが適切であると考えている」との説明がなされている。これに対してレッド社からは、「別添20の事業予測はシナジー効果を考慮しない控えめなものであり、シナジー効果を考えれば1年後には1億2500万米ドルの売り上げが期待でき、その後も毎年1000万米ドルずつくらいの上増は見込めるのではないか」「そのような業績の伸びを考えるならば、1億2000万米ドルが相当である。」との反論がなされている。ディスカунテッド・キャッシュフロー法によった場合、業績予測や割引率等によって企業価値がどのように変化するかを示したのが別添21である。
49. 役職員の待遇で最も問題となっているのは、ジョージ・サリバンとカロリーナ・チェンの処遇である。二人とも、レッド社の創業時からパットを支えてきたが、現在もレッド・チョコレート社の経営に引き続き携わっており、二人とも給与として年100万米ドルを受け取っている。サリバンは61歳、チェンは63歳となっているが、サリバンはレッド社の販売担当役員兼レッド・チョコレート社の社長、チェンはレッド・チョコレート社の研究開発担当役員として現役で活躍している。ブルー社は、チェンには買収後も研究開発のチーフとして買収後も活躍して欲しいと考えているが、マーケティングについてはブルー社に

優れた人材が数多くいるので、それらに任せたいと考えており、サリバンを引き続き販売担当役員として起用するつもりはないとしている。これに対して、レッド社は、レッド社の立役者であるサリバンを軽んじるようなことは認められず、チェンもサリバンと一緒にないとブルー社には移らないだろう、もし、二人一緒にないのであれば、二人ともレッド社で雇用し続けると主張し、ブルー社の提案に難色を示している。なお、アービトリア国には定年という慣行は存在しない。

50. 株式売買契約における表明保証に関しては、ネゴランド国の環境法によれば土壌汚染について土地の所有者が浄化費用を負担しなければならないとされていることから、ブルー社はレッド社に対して、レッド・チョコレート社が保有する土地（本社及び工場が建設されている）について環境汚染がないことについて表明保証し、もし汚染が発見された場合にはその時期にかかわらずレッド社が全額浄化費用を負担することを約束するよう求めている。これに対してレッド社は、当該土地は15年前に電気機械器具の製造業者から購入したものであり（この時点では厳格な環境法は存在しなかった）、レッド社の取得後は環境汚染を起こしていないことは保証できるし、購入時そして現在も土壌汚染などが発見されていないことは保証できるが、前の所有者によって隠れた土壌汚染であってこれまでの調査によって発見されていないものが存在する可能性はゼロではないとして、ブルー社が求めるような表明保証に難色を示している。過去の事例などに照らすと、万一、土壌汚染が発見された場合の浄化費用は500万米ドルから3000万米ドルの間ではないかというのが専門家の見方である。
51. 表明保証に関してもう一点問題となっているのは、ゼータ国の関係者との取引の有無という点である。ゼータ国はかつてネゴランド国の植民地であった発展途上国であるが、独立後、過激な思想を有する軍事政権が成立している。アービトリア国政府はゼータ国がテロを支援する国家であるとしており、アービトリア国法人及びその子会社（在外子会社を含む）に対して、ゼータ国やゼータ国企業、あるいは、ゼータ国・ゼータ国企業・ゼータ国人が実質的に支配する法人（これらの者をまとめて「ゼータ国関係者」という）と直接に取引したり、または、直接的にはゼータ国関係者以外との取引であっても、その後、ゼータ国関係者に商品が転売され、最終的に利益を受ける者がゼータ国関係者となるような取引（このような取引を「間接取引」という）を行ってはならないという命令を出している。仮にそのような取引が発覚した場合、かかる取引を停止しなければならず、また、悪質な場合には高額な罰金が科せられることもある。そこで、ブルー社はレッド社に対して、レッド・チョコレート社がゼータ国関係者と直接・間接に取引を行っていないことの表明を求めている。これに対して、レッド社は、アービトリア国が自国の規制をネゴランド国法人に押し付けるのは過度な域外適用であると主張している。また、レッド社は、現在、レッド・チョコレート社はゼータ国関係者との直接の取引はないが、間接取引があるかどうかまでは確認できないとして、ブルー社が求めるような表明保証に難色を示している。
52. 最後に、レッド社からは、レッド社の責めによらない事由により本件契約が解除された場合には（株式売買契約では、資金調達ができなかった場合、あるいは、取締役会の承認が得られなかった場合にはブルー社は本件契約を解除できると規定されている）、ブルー社がレッド社に対して売買価格の3%のブレイクアップ・フィーを支払う旨を規定するよう要

求がなされている。これに対してブルー社は、そのようなブレイクアップ・フィーの支払に合意することは必ずしも一般的ではないとして、ブレイクアップ・フィーについての規定を置くことに難色を示している。

53. 以上のような問題を議論するため、11月30日にレッド社の本社で交渉が行われることとなった。11月30日の交渉には、レッド社からは、副社長、最高財務責任者、法務部長などが参加し、ブルー社からは、副社長、最高財務責任者、法務部長などが参加することになっている。交渉では、以上のほか、両者のビジネスに資するような論点について議論することは排除されていないが、少なくとも上記の論点については十分議論し、合意が纏まるか交渉決裂するかのいかんにかかわらず、一定の方向性を出すことが求められている。なお、ネゴランド国の経済状況、チョコレート業界の動向について、信頼できるアナリストによって、別添22のレポートが発表されている。

(別添1)

レッド社の概要

社名：レッド社

本店所在地：ネゴランド国ネゴタウン

社長：イーサン・レッド

株式：イーサン・レッドが100%保有

(連結ベース)(百万米ドル)

グループの経営指標		2008	2009	2010	2011	2012	2013
売上高	チョコ事業	100	110	110	115	115	115
	ワイン・チーズ事業	100	100	100	100	100	100
	乳業事業	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	スポーツ事業	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
	その他	20	20	20	20	20	20
	合計	2,720	2,730	2,730	2,735	2,735	2,735
営業利益		500	550	500	450	500	500
純利益		350	360	360	320	340	330

(別添2)

ブルー社の概要

社名：ブルー社

本店所在地：アービトリア国アブアブ

社長：ラリサ・ヤング

株式：アービトリア証券取引所に上場

(連結ベース)(百万米ドル)

ブルー社の経営指標		2008	2009	2010	2011	2012	2013
売上高	菓子事業	3,100	3,300	3,600	3,800	4,000	3,900
	乳製品事業	3,350	3,700	4,500	4,700	4,900	5,100
	医薬品事業	350	400	400	450	500	550
	飲料事業	800	900	900	900	900	100
	その他	100	100	100	100	100	100
	合計	7,700	8,400	9,500	9,950	10,400	9,750
営業利益		800	900	1,000	1,050	1,100	1,000
純利益		550	580	630	675	700	700

○ブルー・ドリンク社の2012年度の業況

売上高 9億米ドル

営業利益 8000万米ドル

EBITDA 9500万米ドル

Letter of Intent (DRAFT)

The purpose of this letter of intent is to set forth certain non-binding understandings and certain binding commitments between Red, Corporation (“Buyer”) and Blue Inc. (“Seller”), the owners of 100% of the capital stock of Blue Drink Inc. (“Target”), with respect to a proposed transaction in which the Buyer, or its affiliate, will purchase all of the capital stock of the Target.

1. Subject to the satisfactory results of a due diligence by the Buyer, the ability of the Buyer to secure adequate debt financing to acquire the capital stock for the purchase price and the conditions, agreements, and undertakings referred to below in this letter of intent, the Buyer will purchase all of the issued and outstanding capital stock of the Target held by the Seller. The purchase price will be US\$700 million, which may be adjusted in accordance with the result of the due diligence.

2. The current CEO and Director of Corporate Planning of the Target will resign at the closing of the transaction and will be replaced by members of the Buyer. The current employees of the Target will be retained on the current terms, if they wish to remain.

...

ブルー・ドリンク社の事業計画

<基本方針>

- ・ブルー・エナジー、ブルー・スリムという2つのロングラン商品を中核にしつつ、今後の中核商品となり得るような新商品の開発にも取り組む。
- ・ブルー・エナジー、ブルー・スリムについては現在の商品性を維持しつつ、品質等の改良も行う。また、2013年度半ばからは、ネゴランド国やその他の国での販売に取り組む。
- ・アービトリア国では、ブルー・エナジー、ブルー・スリムの供給を継続するが、ネゴランド国やその他の国への輸出用としては、味や成分等をネゴランド国や輸出先国にフィットしたものに改良するよう工夫したうえで、ブランドとしては、レッド・エナジー、レッド・スリムとして販売する。
- ・ネゴランド国にあるネゴ乳業社の敷地内にある、現在使用されていない工場施設を購入・改築し、レッド・エナジー、レッド・スリムの生産設備とする。改築には2カ月程度を要する見込みである。ネゴランド国の新工場での生産分は、主としてネゴランド国や他の国々への輸出用とする。
- ・ネゴランド国や日本、米国といった主要市場では、テレビ、新聞、イベントなど多角的に大々的な広告キャンペーンを行い、一気に知名度をあげて市場に浸透することを狙う。

<業績見込み>

- ・アービトリア国では今後も安定した売り上げが見込まれる。
- ・2014年春以降、ネゴランド国や輸出による増収が見込まれるが、ネゴランド国の工場の整備及びネゴランド国における販売管理ための設備投資、また、大々的な広告キャンペーンなどに費用がかかるため、最初の1、2年は営業利益は見込めるもののキャッシュフローはそれほど増加しない。
- ・ただ、3年目以降は、ネゴランド国市場やアメリカ、日本などでも知名度が向上し、大幅な増収増益が予想される。

(百万米ドル)

	2013	2014	2015	2016
アービトリア国での売上げ	900	900	1,000	1,000
ネゴランド国での売上げ	300	500	600	800
輸出分	100	300	500	700
E B I T D A	100	110	120	130

STOCK PURCHASE AGREEMENT

This Stock Purchase Agreement is made as of December 15, 2012 by and between Blue, Inc., a corporation organized and existing under the laws of Arbitria (“BLUE”) and Red Corporation, a Negoland corporation, a corporation organized and existing under the laws of Negoland (“RED”).

WITNESSETH:

WHEREAS, the entire issued and outstanding capital stock of Blue Drink, Inc., an Arbitrian corporation, (“TARGET”) consists of one Thousand (1,000) shares of stock (the “Stock”) and BLUE is the sole shareholder of TARGET; and

WHEREAS, RED and BLUE (each a “Party”, collectively the “Parties”) have agreed that BLUE shall sell, and RED shall purchase from BLUE, the Stock as provided below in this Agreement.

NOW THEREFORE, the Parties hereto agree as follows:

ARTICLE 1. Sale and Purchase.

Subject to the terms and conditions set forth herein, on January 15, 2013 (the “Closing Date”), BLUE shall (a) sell to RED, and RED shall purchase from BLUE, the Stock, and (b) deliver to RED the original share certificate(s) representing the Stock (the “Share Certificates”), together with any other instruments (if any) necessary for the sale and purchase of the Stock in exchange for the payment by RED to BLUE of the Purchase Price. (The sale and purchase of the Shares set forth in this Article shall be hereinafter referred to as the “Transaction”).

ARTICLE 2. Purchase Price.

1. The purchase price for the Stock shall be US\$800,000 per share and an aggregate purchase price (the “Purchase Price”) shall be US\$800,000,000.
2. In case the EBITDA of the TARGET in the fiscal year of 2013 and/or 2014 exceeds US\$110,000,000, RED shall pay to BLUE the amount equals (EBITDA – US\$110,000,000) × 8 as the contingent payment of additional purchase price within three (3) months after the end of the fiscal year.

ARTICLE 3. Closing Location; Payment.

1. The consummation of the Transaction as contemplated in Article 1 (the “Closing”) shall take place at the office of BLUE at 10:00 a.m.; provided that consummation of the Transaction shall be subject to the completion of the conditions set forth in Article 6 hereof.
2. On the Closing Date, the Transaction is to be consummated through the following actions by parties at the same time:
 - (i) BLUE shall deliver the Share Certificates to RED without any security interest or other limitation of the right thereon;
 - (ii) RED shall effect payment of the Purchase Price by paying such amount to the bank account designated by BLUE by bank remittance to BLUE and delivering a document certifying the payment of the Purchase Price by RED pursuant to the terms and conditions set forth in Article 2 above; and
 - (iii) BLUE shall deliver accurate copies of documents which are adequate to certify the completion of internal procedures required for the Transaction, such as an accurate copy of minutes of the Board of Directors’ meeting of BLUE in which the Transaction was approved.

ARTICLE 4. Representations of BLUE.

1. BLUE hereby represents and warrants to RED the correctness of the matters described in the items below as of the execution of this Agreement, except as set forth in the notice delivered by BLUE to RED on the date hereof. Unless otherwise notified by BLUE in writing, BLUE shall be deemed to have represented and warranted that the matters described in the items below are correct as of the Closing Date.
 - (i) (Incorporation and Valid Legal Existence) TARGET is a corporation duly organized and validly existing under the laws of Arbitria and has all requisite power and authority to own, lend, borrow and manage properties and Schedule1 is a bona-fide and accurate copy of the articles of incorporation of TARGET;
 - (ii) (Execution of and Performance under this Agreement) BLUE is a corporation duly organized, validly existing and in good standing under the laws of Arbitria and has all requisite corporate power and authority to enter into this Agreement and to consummate the Transaction;

- (iii) (Validity and Enforceability of this Agreement) The execution of this Agreement by BLUE will have been duly and effectively authorized by all requisite corporate action, and this Agreement has been duly executed and delivered by BLUE and constitutes the legal, valid and binding obligation of BLUE, enforceable in accordance with its terms;
- (iv) (Ownership Interests in TARGET) All of the Stock is owned, of record and beneficially, by BLUE, free and clear of and otherwise unaffected by any lien, adverse interest, charge, claim, restriction on transfer, mortgage, pledge, security interest, title retention agreement, voting rights agreement, conditional assignment, put, call or other encumbrance, agreement or commitment of any kind or nature whatsoever (hereinafter collectively “Liens”), and, against payment therefor on the Closing Date pursuant to the terms of this Agreement, BLUE will transfer to RED, and RED will acquire from BLUE, valid title to the Stock, free and clear of and otherwise unaffected by any and all Liens. All of the Stock is validly issued, fully paid and nonassessable. Other than the Stock, there are no other shares of capital stock or other equity securities of TARGET outstanding; there are no outstanding options, warrants or other rights to purchase or acquire any shares of capital stock or other equity securities of TARGET, and no shares of capital stock or other equity securities of TARGET are reserved for issuance for any purpose; and there are no contracts, commitments, agreements, understandings, arrangements or restrictions of any kind by which TARGET is bound to issue any additional shares of capital stock or other equity securities or, other than this agreement, by which BLUE is bound to sell any of the Stock in TARGET or cause TARGET to issue any of its shares of capital stock or other equity securities. The Share Certificate(s) are true and authentic and duly represent the Stock;
- (v) (Filings and Approvals) No approval, authorization, consent or order or action of or filing with any court, administrative agency or other governmental or regulatory authority is required for the execution and delivery by BLUE of this Agreement or the consummation by BLUE of the Transaction;
- (vi) (No Breach or Violation) The execution, delivery and performance of this Agreement and the consummation of the Transaction will not (a) violate any provision of the articles of incorporation or other charter or company formation documents of BLUE, (b) violate, conflict with or result in a breach of or default under any contract or agreement to which BLUE is a party or by which it or any of its assets or properties is bound, (c) violate any order, judgment, injunction, award or decree of any court, arbitrator or governmental or regulatory authority against or binding upon BLUE, (d)

violate any statute, law or regulation of any jurisdiction as such statute, law or regulation relates to BLUE, or (e) result in the creation or imposition of any Lien upon any of the assets or properties of BLUE;

- (vii) (Financial Statements) BLUE has delivered to RED true and complete copies of the balance sheets and profit and loss statements (hereinafter collectively “Financial Statements”) of TARGET as of the end of the each of TARGET’s last five (5) fiscal years and as of December 31, 2011. The Financial Statements have been prepared from and are in accordance with the books and records and fairly present the financial position of TARGET as of the respective dates thereof, and the related results of operations and changes in financial position, all in accordance with generally accepted accounting principles in Arbitria consistently applied throughout the periods involved, except as may be otherwise indicated therein;
- (viii) (Taxes and Tax returns) All necessary taxes and other returns and reports respecting taxes required to be filed prior to the Closing Date by TARGET have been properly filed with the appropriate authorities and each such return and report was complete, true and correct at the time of filing;
- (ix) (Undisclosed Liabilities) TARGET has no liabilities or obligations, whether accrued, absolute, contingent or otherwise including but not limited to guaranty for any liability or obligation of any third party.
- (x) (Labor Unions and Labor Relationships) There are no union activities or collective bargaining agreements involving TARGET or any of the employees of TARGET. There is no pending, threatened strike, picketing, work stoppage, work slowdown or other similar labor trouble, claims, or complaints with respect to the employees of TARGET.;
- (xi) (Key Employees) All of the key directors and employees as listed in Schedule 2 (the “Key Employees”) has agreed to continue to work for TARGET even after the Closing Date under the same terms and conditions as currently applied to each individual;
- (xii) (Actions and Proceedings) There are no (i) outstanding orders, judgments, injunctions, awards, decrees of any court, governmental or regulatory body or arbitration tribunal against or involving TARGET or (ii) claims, actions, suits or legal, administrative or arbitration proceedings or investigations against TARGET. There is no basis for any such action, suit, proceeding or investigation;

- (xiii) (No Adverse Change) Since December 31, 2011 there has been no adverse change on the condition, financial or otherwise, of TARGET or its business or the assets of TARGET, and no such change is threatened to TARGET or its business; and
 - (xiv) (Full Disclosure) None of the written information or documents which have been furnished by BLUE to RED in connection with the Transaction is false or misleading or contains any misstatement of fact or omits any fact necessary to be stated in order to make the statements therein not misleading.
2. In the event that RED raises a written claim against BLUE, for reason of a violation of the representations or warranties set forth in Paragraph 1 hereof, which reasonably specifies the contents of claim, BLUE shall bear the responsibilities for such violation of the representations and warranties only for three (3) years from the Closing Date; provided, however that BLUE shall bear the responsibilities for such violation of the representations and warranties set forth in item (iv) of the preceding paragraph indefinitely.

ARTICLE 5. Representations of RED.

1. RED hereby represents and warrants to BLUE the correctness of the matters described in the items below as of the execution of this Agreement. Unless otherwise notified by RED in writing, RED shall be deemed to have represented and warranted that the matters described in the items below are correct as of the Closing Date.
- (i) (Execution of and Performance under this Agreement) RED is a corporation duly incorporated and validly existing under the laws of Negoland and has all requisite corporate power and authority to enter into this Agreement and to consummate the Transaction; and
 - (ii) (Validity and Enforceability of this Agreement) The execution of this Agreement by RED will have been duly and effectively authorized by all requisite corporate action, and this Agreement has been duly executed and delivered by RED and constitutes the legal, valid and binding obligation of RED, enforceable in accordance with its terms.
2. In the event that BLUE raises a written claim against RED, for reason of a violation of the representations or warranties set forth in Paragraph 1 hereof, which reasonably specifies the contents of claim, RED shall bear the responsibilities for such violation of the representations and warranties only for three (3) years from the Closing Date.

ARTICLE 6. RED's Conditions to Closing.

The obligation of RED to consummate the Transaction at the Closing is subject to the completion of all of the following events:

- (i) the completion of all of BLUE’s internal procedures such as approval of the Board of Directors’ meeting regarding the Transaction, etc;
- (ii) the representations and warranties by BLUE set forth in Article 4 hereof being true and correct in all material respects when made and as of the Closing Date as if made thereon; and
- (iii) execution and delivery by all of the Key Employees of a letter providing that they will continue to be employed by the TARGET for at least three (3) years from the Closing Date.

ARTICLE 7. BLUE’s Conditions to Closing.

The obligation of BLUE to consummate the Transaction at the Closing is subject to the completion of all of the following events:

- (i) the completion of all of RED’s internal procedures such as approval of the Board of Directors’ meeting regarding the Transaction, etc; and
- (ii) the representations and warranties by RED set forth in Article 5 hereof being true and correct in all material respects as of the Closing Date as if made thereon.

ARTICLE 8. RED’s Covenants.

RED shall not operate, instruct, influence or exercise its voting right of the TARGET in such manner as may materially harm the interest of BLUE in the additional payment as stipulated in Article 2; provided, however, that RED may make any reasonable business judgment to operate the TARGET after the Closing Date.

ARTICLE 9. No Competition.

- 1. BLUE covenants and agrees that, for a period ending on the 5th anniversary of the Closing Date, BLUE shall not and BLUE shall not allow its affiliates to:
 - (i) directly or indirectly own, manage, operate, control, participate in, perform services for, or otherwise carry on, a business similar to or competitive with the business

conducted by the TARGET in Arbitria or Negoland ; or

- (ii) induce or attempt to persuade any employee, agent or customer of the TARGET to terminate such employment, agency or business relationship in order to enter into any such relationship on behalf of any other business organization in competition with the business conducted by RED or the TARGET on the date hereof.

2. In the event BLUE violates any of its obligations under this Article 9, RED or the TARGET shall be entitled, in addition to other remedies that it may have, to a temporary restraining order and to preliminary and final injunctive relief against BLUE or such affiliate of BLUE to prevent any violations of this Article 9. In addition, RED is entitled to request BLUE to pay US\$500,000 as liquidated damages.

ARTICLE 10. Confidentiality.

The parties hereto shall keep the contents of the Transaction and this Agreement, such as the Purchase Price, confidential for five (5) years after the Closing Date, except for the cases as (i) disclosure of such information required by any laws, regulations, or rules of a securities exchange, or at the direction of public authorities concerned or a securities exchange; (ii) disclosure required in the procedure of a lawsuit or arbitration; or (iii) disclosure agreed upon in writing by the parties hereto.

ARTICLE 11. Arbitration.

Any disputes related to this Agreement or the Transaction shall be finally settled by arbitration in Tokyo, in accordance with UNCITRAL Arbitration Rules.

ARTICLE 12. Governing Law.

This Agreement shall be governed by and construed in accordance with UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts (2010).

ARTICLE 13. Expenses.

Except as otherwise specifically set forth in this Agreement, the Parties hereto shall bear their respective expenses incurred in connection with the preparation, execution and performance of this Agreement and the Transaction, regardless of whether the Closing shall occur hereunder.

IN WITNESS WHEREOF, this Agreement has been duly executed and delivered by the duly authorized officers of RED and BLUE as of the day and year first above written.

RED: Red Corporation

BLUE: Blue, Inc.

By _____

By _____

Name:

Name:

Title:

Title:

[Schedule 1 is omitted.]

Schedule 2

Bob Orange

CONTRACT

THIS CONTRACT is made as of December, 10, 2013 by and between Red Corporation (“Seller”) and Blue, Inc. (“Buyer”).

THE SELLER AND BUYER AGREE AS FOLLOWS:

Article 1 GOODS

The Seller shall sell and deliver to the Buyer, and the Buyer shall purchase from the Seller the Chocolate (“Goods”) produced by the Seller whose details are as specified in Exhibit 1.

Article 2 PAYMENT

The Buyer shall pay to the Seller US\$3,000,000. for the Goods by a letter of credit issued by a first ranked bank in Arbitria for the benefit of the Seller.

Article 3 TRADE TERMS AND SHIPPING

1. The trade term is CFR (Incoterms ® 2010), Port of Abab.
2. Shipping shall be made by the Seller by January 10, 2014 at the Port of Negotown.
3. Time of shipment or delivery is of the essence of this Contract.
4. Partial shipment is not allowed. Transshipment is not allowed.

Article 4 WARRANTY

The Seller makes no warranty or condition, expressly or impliedly, including without limitation warranty as to the fitness of the Goods for any particular purpose or the merchantability thereof.

Article 5 INCREASED COST

Any new, additional or increased freight rates, surcharges, taxes, custom duties, export or import surcharges or other governmental charges or insurance premium or any other reasonable costs incurred by the Seller with respect to the Goods after the conclusion of this Contract, shall be for the account of the Buyer and shall be reimbursed to the Seller by the Buyer within a reasonable

time after demand.

Article 6 FORCE MAJEURE

Neither party shall be liable for failure to perform or delay in performing any obligation hereunder to the extent that such failure or delay is attributable to force majeure. The term force majeure shall mean such acts, happenings, causes or circumstances as, including, but not limited to, war, civil disturbance, labor difficulties or direction of a governmental authority which are beyond the reasonable control of the party affected.

Article 7 GOVERNING LAW

This contract shall be construed in accordance with and governed by UNIDROIT Principles for International Commercial Contracts 2010.

Article 8 ARBITRATION

Any dispute arising out of or under this contract shall be settled by arbitration in accordance with UNCITRAL Arbitration Rules, in the edition current at the date of this contract, such Rules forming part of this contract and of which both parties hereto shall be deemed to be cognizant.

Article 9 ENTIRE AGREEMENT AND MODIFICATION

This Agreement sets forth the entire agreement between the parties hereto with respect to the subject matter hereof and is intended to supersede all prior negotiations, understandings and agreements. No provision of this Agreement may be waived or amended, except by a writing signed by the parties hereto.

Red Corporation
By _____

Blue, Inc.
By _____

[Exhibit 1 is omitted.]

(別添7)

FROM ARBITRIA BANK, INTERNATIONAL BUSINESS OPERATION DEPT

DATE: DECEMBER 20, 2013

IRREVOCABLE DOCUMENTARY CREDIT NO 123456

ADVISING BANK: NEGOLAND BANK, HEAD OFFICE

BENEFICIARY: RED CORPORATION

APPLICANT: BLUE, INC.

DATE OF EXPIRY: JANUARY 30, 2014

AMOUNT: USD 3,000,000.00

PARTIAL SHIPMENT NOT ALLOWED

TRANSSHIPMENT NOT ALLOWED

SHIPMENT FROM PORT OF NEGOTOWN TO PORT OF ABAB NOT LATER THAN JANUARY 10, 2013

CREDIT AVAILABLE BY NEGOTIATION BY ANY BANK AGAINST PRESENTATION OF THE DOCUMENTS DETAILED HEREIN AND OF YOUR DRAFT AT SIGHT FOR 100 PCT OF INVOICE VALUE DRAWN ON US.

SIGNED COMMERCIAL INVOICE IN 3 COPIES INDICATING L/C NO.

PACKING LIST IN 3 COPIES INDICATING QUANTITY AND PACKING CONDITIONS.

FULL SET OF ORIGINAL CLEAN ON BOARD OCEAN BILLS OF LADING ISSUED TO ORDER AND BLANK ENDORSED MARKED "FREIGHT PREPAID" AND "NOTIFYING BLUE, INC".

DESCRIPTION OF GOODS: RED'S CHOCOLATE

TERMS OF DELIVERY: CFR PORT OF ABAB

. . .

EXCEPT SO FAR AS OTHERWISE EXPRESSLY STATED THIS CREDIT IS SUBJECT TO THE UNIFORM CUSTOMS AND PRACTICE FOR DOCUMENTARY CREDIT (2007 VERSION) ICC PUBLICATION NO.600.

THIS IS AN OPERATIVE INSTRUMENT NO MAIL CONFIRMATION TO FOLLOW.

PLS ADVISE THIS CREDIT TO THE BENEFICIARY WITHOUT ADDING YOUR CONFIRMATION.

(別添 8)

2014 年 4 月 5 日

レッド社御中

ブルー社

貴社及び当社間の 2013 年 12 月 10 日付の売買契約によれば、貴社は当社に対して貴社製のチョコレート 300 万米ドル分を 1 月 31 日までに引き渡す義務を負っているところ、150 万米ドル分については引き渡しが出来ませんでした。大変残念な事態です。この結果、当社はアービトリア国のデパート各社に対して、合計で 100 万米ドルの違約金の支払いを余儀なくされました。この 100 万米ドルの違約金の支払いは貴社の上記売買契約の債務不履行により生じたものですので、速やかに当社に対して 100 万米ドルをお支払いくださいますようお願い申し上げます。

以上

(別添9)

2014年4月15日

ブルー社御中

レッド社

貴社からの2014年4月5日付のレターを拝見しました。今回の事態は不幸な出来事が重なった結果であり、大変遺憾に思っています。レターを頂き、当社でも弁護士を交えて検討しましたが、貴社からご請求のあった100万米ドルは、当社としては支払うべき法的義務を負っておりません。

当社は、もともと契約で定められた期限である1月10日の船積みに間に合わせるために、出荷の準備を完了していました。それにも拘わらず、通知銀行であるネゴランド銀行のミスにより信用状が通知されなかったため、船積みができなかったものです。我が国の確定した裁判例によれば、「売主と買主との間で売買代金の決済方法として信用状を用いることが合意された場合、売主は、特約がない限り、信用状の通知を受けるまでは自己の債務の履行を拒むことができる」とされており、当社には何の不履行もありません。また、航空便での輸送についても、当社は運送人に対して荷物を引き渡しており、当社としてなすべき義務は履行しています。したがって、当社には債務不履行はなく、貴社が被った損失は貴社が負担すべきものであり、そのうえで、貴社がネゴランド銀行に対して訴訟を提起する等により回収すべき損失です。

なお、当社は第1便で届けられたチョコレート代金の150万米ドルは受け取りましたが、第2便分の150万米ドルについては未だ貴社から支払いを受けていません。速やかに150万米ドルをお支払いください。また、当社としては、航空運賃50万米ドルについては、貴社の特別の依頼に基づいて航空便を手配したものですので、貴社にお支払い頂きたく、支払いを請求いたします。

以上

(別添10)

2014年4月25日

レッド社御中

ブルー社

4月15日付のレターを拝見しました。残念ながら、貴社のご主張を受け入れることはできません。そもそも、今回の事態の発端は、貴社が主張した決済方法である信用状を利用したところ、貴社が指定した通知銀行であるネゴランド銀行が重大なミスをしたために生じたものです。ネゴランド銀行のミスにより生じた損失（当社が支払った違約金と航空運賃50万米ドル）は貴社が負担すべきものです。なお、航空運賃50万米ドルについては、貴社自身がネゴランド銀行に請求すると仰っていましたので、いずれにせよ、今になって当社に対して請求することは許されません。

また、貨物置場における落雷は、貴社がリスクを負担すべき事柄であるというのが当社の理解です。

以上より、当社の4月5日付のレターにありますように、100万米ドルをお支払いくださいますよう重ねてお願い致します。

以上

(別添11)

2014年2月15日

ブルー社御中

レッド社

既にご存知の通り、レッド・ドリンク社の元研究開発部長であったボブ・オレンジ氏が同社を退職し、アーボトリア・コーヒー社に入社されました。アーボトリア・コーヒー社においては、ダイエット効果のあるコーヒー飲料の開発を手掛けるとのことでした。そして、貴社がアーボトリア・コーヒー社に500万米ドルの出資を行い、取締役1名を派遣したという報道に接しました。また、貴社がアーボトリア・コーヒー社に対して中央研究所の施設の利用を許可していることも判明しています。

当社は、こうした出資等により、オレンジ氏あるいはアーボトリア・コーヒー社がダイエット効果のあるコーヒー飲料の開発を手掛けることを支援することは、株式売買契約書第9条に基づき貴社が負っている競業避止義務に違反する行為であると考えています。ついては、直ちに、アーボトリア・コーヒー社への出資を引き上げるとともに、同社への中央研究所の施設の利用を許さないことを求めます。また、株式売買契約書第9条に基づき、損害賠償として50万米ドルをお支払いください。

以上

(別添12)

2014年2月20日

レッド社御中

ブルー社

2月15日付のレターを拝見しました。当社はアーボトリア・コーヒー社に500万米ドルを出資しましたが、アーボトリア・コーヒー社は当社とは別法人であり、また、当社の子会社でもありません。さらに、レッド・スリムとコーヒー飲料とは事業分野が異なり、競業避止義務の対象とはならないと考えています。

したがって、貴社の2月15日付のレターでのお申し出については、理由がなく、応じることができません。

以上

デュー・ディリジェンス・レポート (抜粋)

3.5 ブルー・スリムの健康食品指定に関するリスク

現在、ブルー・スリムはアービトリア国健康保健省によって「健康食品」の指定を受けており、このことが、ブルー・スリムのアービトリア国内における堅調な売上げを支える要因の一つとなっている。

しかし、2012年の初めから、ブルー・スリムを飲みすぎると胃腸の調子が悪くなる、といったクレームが消費者からブルー・ドリンク社やアービトリア国健康保健省に寄せられるようになってきている。さらに、2012年4月には、アービトリア国健康保健省からブルー・ドリンク社に対して、同省としても状況を注視しているとの連絡があった。仮に、同省がブルー・スリムに問題ありと判断した場合には、「健康食品」の指定が取り消される恐れがある（「健康食品」指定の取り消しは同省が裁量により判断することができる」とされている）。

この点について、ブルー・ドリンク社では、2012年4月から5月にかけて、改めて徹底した実験を行ったが、指摘されるような飲み過ぎによる胃腸への障害という現象は見られなかったとのことである。

(別添14)

2014年6月10日

ブルー社御中

レッド社

レッド・ドリンク社は、2014年4月30日、アービトリア国健康保健省より、ブルー・スリムの「健康食品」の指定を取り消す、との通知を受けました。この指定の取り消しの原因となったのはブルー・スリムの飲み過ぎによる胃腸への障害とされていますが、かかる事例は、2012年4月頃から既に貴社が了知していたものであることが判明しています。

しかし、2012年12月15日付の株式売買契約書に添付されたブルー社からレッド社に対する通知事項には、上記の胃腸への障害に関する事情は一切記載されていません。

これは、貴社による2012年12月15日付株式売買契約書第4条における表明保証に違反があったことを示すものであり、当社は、同契約に基づき、これにより被った損害の賠償を請求する権利を有します。当社は、「健康食品」への指定が取り消されたことにより、少なくとも3億米ドルの売上げ減となりました。これにより、当社は3000万米ドルの利益を失いました。従って、貴社に対して、3000万米ドルの損害賠償を請求致します。なお、今後、当社の損害額が拡大した場合には、改めてご請求申し上げます。

以上

*注：3億米ドルの売上げがあったならばレッド社は3000万米ドルの利益を得ていたはずであることについては当事者間に争いがない。

(別添15)

2014年6月20日

レッド社御中

ブルー社

6月10日付のレターを拝見しました。ブルー・スリムについて「健康食品」の指定が取り消されたことは大変残念に思います。もし、貴社が、「健康食品」への再度の指定を目指されるのであれば、当社として可能な限りでの協力は惜しみません。

しかし、本件に関して、2012年12月15日付株式売買契約に基づき当社に損害賠償義務があるとの御主張には同意できません。ブルー・スリムの飲み過ぎによって胃腸の働きが悪くなったという消費者からのクレームがあったという事実は、確かに契約書に添付された通知事項には記載されていませんが、貴社は株式売買契約締結時に了知済みでした。また、2012年5月時点において、この事実は、ブルー・ドリンク社の営業に重大な悪影響を与える事実ではありませんでした。

以上から、当社は損害賠償義務を負いません。

以上

(別添16)

2014年10月30日

レッド社御中

ブルー社

株式売買契約書第2条2項によれば、レッド・ドリンク社の2013年度、2014年度におけるEBITDAが1億1000万米ドルを超えた場合には、レッド社はブルー社に対して、当該超過部分に8を乗じた額を、追加の株式売買代金額として支払う旨が規定されています。2013年度のEBITDAは1億米ドルであり、また、2014年度は8000万米ドルと予想されています。この結果、2013年度については契約書第2条2項に基づく追加の株式売買代金額の支払いは行われず、また、2014年度についても行われたい見通しです。

しかし、2013年度、2014年度において営業利益の額が伸びなかったのは、貴社が株式売買契約書第8条に違反して、ネゴ・ドリンク社に対して過度に安価な価格での販売を行ったこと、また、オレンジ氏を不当に処遇することによりレッド・ドリンク社から追い出したこと等、不合理な経営を行ったことに起因しています。これらの貴社の行為がなければ、2013年度及び2014年度の営業利益の額がより多額なものとなり、2013年度のEBITDAは1億2000万米ドル、2014年度のEBITDAは1億2500万米ドルとなったであろうことは、争いのない事実です。

従って、当社は、2013年度及び2014年度について、貴社の不合理な経営がなければ当社が受け取ることができたであろう追加支払額、すなわち、2013年度について8000万米ドル、2014年度について1億2000万米ドルを株式売買契約書第2条2項に基づき、当社に支払うよう要求致します(2014年度については、額が確定した時点で、改めて請求します)。

以上

レッド・ドリンク社の業績及び業績予測

*以下の表に記載された仮定事例における数値や 2014 年度の数値の正当性については当事者間に争いが無い。

レッド・ドリンク社の業績について(百万米ドル)

2013 年	予 測	実 績	ネゴ・ドリンク社ま たはネゴランド・ ボトラーズ社に定 価 50%で販売
アービトリア国での売上	900	900	
ネゴランド国での売上	300	300	
輸出分	100	100	
EBITDA	100	100	+20

2014 年	予 測	実 績	ネゴ・ドリンク社ま たはネゴランド・ ボトラーズ社に定 価 50%で販売	オレンジ辞職 せず	健康食品の 指定取消しな し
アービトリア国での売上	900	600			+300
ネゴランド国での売上	500	300		+200	
輸出分	300	200		+100	
EBITDA	110	80	+15	売上が 100 増加すると EBITDA は 5 増加する	

*表の上段に記載されている事情があったとしたら、EBITDA が実績値に比べて幾ら増加したかを示すものである。

*諸般の事情から、ネゴ・ドリンク社に定価 50%超で販売することは考えられない。

○チョコレート事件

<当事者の主張>

ブルー社の主張

レッド社はブルー社に対して、100万米ドルを支払え。

レッド社の主張

ブルー社はレッド社に対して、200万米ドルを支払え。

<争点>

1. レッド社はブルー社に対して、レッド社とブルー社との間の契約に基づき、ブルー社がデパートに対して支払った違約金100万米ドルを賠償する義務を負うか。
2. ブルー社はレッド社に対して、レッド社とブルー社との間の契約に基づき、未払いのチョコレート代金150万米ドル、及び、レッド社がネゴランド航空に対して支払った航空運送に要する費用50万米ドルを支払う義務を負うか。

○M&A事件

<当事者の主張>

レッド社の主張

- ・ブルー社はレッド社に対して、3050万米ドルを支払え。
- ・ブルー社は、アービトリア・コーヒー社に対して行った500万米ドルの出資を引き揚げるとともに、アービトリア・コーヒー社に対してブルー社の中央研究所の施設を利用させてはならない。

ブルー社の主張

レッド社はブルー社に対して、2億米ドルを支払え。

<争点>

1. ブルー社は2012年12月15日付株式売買契約書第4条に定める表明保証に関する義務に違反しているか。

2. ブルー社は2012年12月15日付株式売買契約書第9条に定める競業避止義務に違反しており、レッド社に対して50万米ドルを支払う義務を負うか。ブルー社はアービトリア・コーヒー社に対して行った500万米ドルの出資を引き揚げねばならず、また、アービトリア・コーヒー社に対してブルー社の中央研究所の施設を利用させてはならないか。

3. レッド社は、ブルー社に対して、2012年12月15日付株式売買契約書第2条2項に従い、株式売買代金の追加額の支払いを行う義務を負うか。支払い義務を負う場合、その額は幾らか(2014年度については、現時点での予想額に基づき弁論を準備して差支えない)。

Letter of Intent

The purpose of this letter of intent is to set forth certain understandings between Blue, Inc. (“Buyer”) and Red Corporation (“Seller”), the owners of 100% of the capital stock of Red Chocolate Co. (“Target”), with respect to a proposed transaction in which the Buyer, or its affiliate, will purchase all of the capital stock of the Target. All terms set forth herein are legal non-binding except those provided in Clause 4, 5 and 6.

1. Subject to the satisfactory results of due diligence by the Buyer, the ability of the Buyer to secure adequate debt financing to acquire the capital stock for the purchase price and the conditions, agreements, and undertakings referred to below in this letter of intent, the Buyer will purchase all of the issued and outstanding capital stock of the Target held by the Seller. The purchase price will be determined in the purchase agreement to be mutually agreed upon by the parties.

2. The parties will negotiate the terms and begin preparation of the purchase agreement and other necessary agreements (collectively “Definitive Agreements”) that will govern the Buyer’s proposed acquisition of the capital stock. To the extent appropriate for transactions of this type and size, the Definitive Agreements will contain customary representations, warranties, covenants, indemnities, and other agreements of the parties.

3. The Definitive Agreements shall include customary conditions precedent generally applicable to an acquisition of the nature and size of the transactions contemplated by this letter of intent, each of which must be satisfied prior to the consummation of the transactions contemplated thereby.

4. From the date of acceptance by the parties of the terms of this letter of intent, until the negotiations are terminated, the TARGET will give the BUYER and the BUYERS’s management personnel, legal counsel, accountants, and technical and financial advisors full access and opportunity to inspect, investigate, and audit the books, records, contracts, and other documents of the TARGET as it relates to TARGET’s business and all of TARGET’s assets and liabilities. The TARGET further agrees to provide the BUYER with such additional information as may be reasonably requested pertaining to TARGET’s business and assets to the extent reasonably necessary to complete the Definitive Agreements.

5. Each party will keep each other confidential information strictly secret and will not reveal the existence of this letter of intent to any third party without the other party’s approval in advance.

6. Any party to this letter of intent may unilaterally withdraw from negotiation or dealing at any time

for any or no reason at the withdrawing party's sole discretion by notifying the other party of the withdrawal in writing.

RED CORPORATION

BLUE, INC.

By:

By:

レッド・チョコレート社の状況について

レッド・チョコレート社の事業予測

(千米ドル)	当年度	1 年後	2 年後	3 年後	4 年後	5 年後
売上高	115,000	120,000	125,000	130,000	135,000	140,000
原価	66,700	69,600	72,500	75,400	78,300	81,200
管理費	40,250	42,000	43,750	45,500	47,250	49,000
営業利益	8,050	8,400	8,750	9,100	9,450	9,800
法人税	2,415	2,520	2,625	2,730	2,835	2,940
税引後利益	5,635	5,880	6,125	6,370	6,615	6,860
減価償却費	1,691	1,764	1,838	1,911	1,985	2,058
設備投資額	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
フリー・キャッシュフロー	5,526	5,844	6,163	6,481	6,800	7,118

レッド・チョコレート社の資産状況(百万米ドル)

資産の部			負債の部		
流動資産	現預金	95	流動負債	買掛金	50
	売掛金	337		未払金	40
	その他	50		その他	50
	合計	482		合計	140
固定資産	建物	100	固定負債		60
	機械・装置	100	資産の部	資本金	100
	土地	100		剰余金	110
	その他	50		利益剰余金	422
	合計	350		合計	632
資産合計		832	負債・資本合計		832

* 有利子負債は 30 百万米ドルである。

(別添 2 1)

Table A (US\$1,000)		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Terminal Value		Total	
Free Cash Flow		5,844.0	6,162.5	6,481.0	6,799.5	7,118.0	1%	2%	1%	2%
Discount Rate (WACC)	10%	5,312.7	5,093.0	4,869.3	4,644.1	4,419.7	45,090.1	51,228.5	69,428.9	75,567.4
	9%	5,361.5	5,186.9	5,004.5	4,816.9	4,626.2	53,583.4	61,844.5	78,579.4	86,840.5
	8%	5,411.1	5,283.4	5,144.8	4,997.8	4,844.4	64,720.0	76,254.3	90,401.6	101,935.8
Table B (US\$1,000)		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Terminal Value		Total	
Free Cash Flow		6,162.5	6,799.5	7,436.5	8,073.5	8,710.5	1%	2%	1%	2%
Discount Rate (WACC)	10%	5,602.3	5,619.4	5,587.2	5,514.3	5,408.5	55,178.0	62,689.8	82,909.7	90,421.5
	9%	5,653.7	5,723.0	5,742.3	5,719.5	5,661.2	65,571.6	75,680.9	94,071.3	104,180.6
	8%	5,706.0	5,829.5	5,903.3	5,934.3	5,928.2	79,199.8	93,314.6	108,501.1	122,615.9
<p>*Table Aは別添20の業績予測、Table Bはレッド社が主張するシナジー効果を織り込んだ業績予測に依った場合である。</p> <p>*割引率(WACC)は8%、9%、10%のいずれかしかありえないという点では関係者の見解は一致している。</p> <p>*Terminal Value(継続価値・残存価値)を計算する際の6年目以降のキャッシュフロー成長率は1%あるいは2%のいずれかしかありえないという点では関係者の見解は一致している。</p> <p>*Total欄の数字がDCF法によった際の企業価値を表している。</p>										

経済アナリスト・レポート

<ネゴランド国経済の一般的な状況について>

ネゴランド国経済は、中核となる農業、自動車産業、化学産業、医薬品・化粧品産業、観光業が堅調であり、今後も、年2%程度の成長を続けることが予想される。旧植民地であった国々については今後も着実な経済成長が見込まれ、これらの国々との貿易の伸びが見込まれることも、ネゴランド国経済の安定した発展の一因である。しかし、国際的な経済危機等が生じた場合には、ネゴランド国経済も無縁とはいえず、世界経済の抱える各種のリスクが顕在化した場合には、ネゴランド国経済も相当の悪影響を受ける可能性がある。

<チョコレート業界の動向>

ネゴランド国のチョコレート市場は、既に相当程度成熟しており、ここ数年、国内各社の売上高はほぼ一定である。今後についても、国内での需要が大きく増加することは見込まれない。但し、景気や社会状況に応じて各社が適切に対応してきたこともあり、業界全体としては不景気の影響を受けにくい。

・・・

レッド社のチョコレート事業は、安定した推移を見せているが、ネゴランド国内のチョコレート需要の増加が見込まれないことから、今後の発展のためには、海外市場における売上高をどれだけ伸ばすことができるかが鍵である。レッド社は、国内外の競合他社に比べて、最近では画期的な新製品を発表できていないといった見方もあり、国内外での更なる成長のためには、消費者の心をとらえる新製品の発表が必要であるといえよう。