

The Corporate Counselor

- Insights into Japanese Corporate Law -

March 2011/No.5-2

Squeezing Out Minority Shareholders— A New Beginning To An End? (Update)

Our newsletter earlier this month analyzed the important endorsement by the Japanese Cabinet of a proposal to facilitate the acquisition by a majority shareholder of all of the outstanding shares held by minority shareholders in a Japanese company. The inability to promptly and efficiently squeeze out minority shareholders has been a gapping hole in Japanese M&A, and the proposed legislation offered an important step to filling this void.

We highlighted some of the unanswered questions concerning the buy-out proposal, and our newsletter suggested answers to many of these vagaries. Since the release of the buy-out proposal, Japan's Ministry of Economy, Trade and Industry ("METI") submitted a bill to the Japanese House of Representatives for its consideration (the "Buy-Out Bill") as an amendment to the Law on Special Measures for Industrial Revitalization (sankatsu hou).

The Buy-Out Bill discloses the basic principals for a new minority shareholder squeeze-out process and we also now have answers to some of the questions we highlighted in our earlier newsletter, including:

- a "shares subject to call" process (*zenbu-shutoku-joukoutsuki-syurui-kabushiki*) can be used to squeeze-out the minority shareholders without the need to hold a shareholders' meeting;
- a bidder must first launch a tender offer and acquire 90% or more of the outstanding voting rights of the target company before it can effect a "shares subject to call" process without a shareholders' meeting;

少数株主のスクイズアウト ついに問題が解決されるか? (アップデート)

今月お送りしたニュースレターにおいて、日本の会社において過半数の株式を有する株主が少数株主が保有するすべての株式を取得することを容易にする重要な提案に関する閣議決定について検討したところである。迅速かつ効率的に少数株主をスクイズアウトできないことは、日本における M&A においていわば裂け目ともいえるものであったが、提案された立法は、この穴を埋めるための重要な一歩となるものである。

- before the launch of the tender offer, the bidder should submit a tender offer plan to the ministers of the ministries that oversee the target company's business (the "Competent Ministers") and receive the approval of the plan from Competent Ministers. The shares subject to call process also must be approved by the Competent Ministers, whose approval will be conditioned on the squeeze-out plan not violating applicable laws and regulations and the target company's articles of incorporation, and the buy-out price equaling the tender offer price—all of the foregoing being elaborated in further detail in subsequent ordinances; and
- minority shareholders would not be entitled to "put" their shares to the majority shareholder if it determines not to effect a squeeze-out (but the minority shareholders would continue to be entitled to appraisal rights if the majority shareholder effects a squeeze-out).

The Buy-Out Bill does not indicate by what date after the closing of the tender offer must the majority shareholder effect its squeeze-out under the new process (but these details presumably would be included in the squeeze-out plan submitted by the bidder to the Competent Ministers for approval and majority shareholders traditionally have a tendency to effect a squeeze-out as soon as possible after the closing of a tender offer).

The Japanese Diet may move on the Buy-Out Bill prior to the completion of its current session, which ends this June. Pending legislative approval, the Buy-Out Bill has no legal effect. We will continue to keep our readers updated on important advances concerning the Buy-Out Bill, especially if the bill becomes law.

前回、バイアウト権についての提案に関するいくつかの疑問について回答を試みた。バイアウト提案の公表後、日本の経済産業省は、衆議院における審議のためバイアウト権に関する法案(以下「バイアウト法案」という。)を、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法の改正案として提出した。

バイアウト法案は、少数株主のスクイズアウト手続きに関する基本的原則を明らかにしており、以下のとおり前回のニュースレターにおけるいくつかの疑問への回答を示している。

- 少数株主をスクイズアウトするために、株主総会を開催することなく全部取得条項付種類株式を用いた手続きを使用できる。



Nobuya Matsunami
松浪 信也

Partner
03-5562-8633
n_matsunami@jurists.co.jp



Stephen D. Bohrer
スティーブン ボーラー
Counsel—Cross-Border
Transactions—Group Leader
03-5562-8648
s_bohrer@jurists.co.jp

- 株主総会を開催せず全部取得条項付種類株式を使用するために、買取者は公開買付けを実施し、対象会社の議決権の90%以上を取得しなければならない。
- 公開買付けの開始前に、買取者は公開買付けに関する計画を主務大臣に提出し、その認定を受けなくてはならない。また、全部取得条項付種類株式を使用したプロセスについても主務大臣の認定を受けなくてはならない。その際の要件は、スクイーズアウトに関する計画が法令又は定款に違反していないこと及びバイアウトの対価が公開買付価格に相当する金額であることであり、その詳細はさらに省令に規定されるものと思われる。
- 新たな手続きのもとでは、少数株主は、買取者がスクイーズアウトを実施しないと決めた場合であっても、保有する株式を過半数の株式を有する株主に売却する権利を与えられない(但し、過半数の株式を有する株主がスクイーズアウトを実施する場合には、少数株主は引き続き

反対株主の買取請求権を行使できる)。

バイアウト法案は、過半数の株式を保有する株主が、公開買付けの終了後いつまでにスクイーズアウトを実施しなければならないかについては明記していない(しかし、これらの詳細は、買取者から主務大臣の認定を得るために提出されるスクイーズアウトに関する計画に含まれることになるのではないかと思われる、また、過半数の株式を有する株主は、伝統的に公開買付けの終了後できる限り早期にスクイーズアウトを実施する傾向にある)。

日本の国会は、本年6月に終了する通常国会の終了までにバイアウト法案を審議する可能性がある。立法府の承認が得られるまで、バイアウト法案に法的効力はない。とりわけバイアウト法案が法律として成立した場合など、バイアウト法案に関する重要な進展については、引き続き最新の状況についてお知らせする予定である。

Nishimura & Asahi

Ark Mori Building, 1-12-32 Akasaka, Minato-ku, Tokyo 107-6029, JAPAN

Phone: 81-3-5562-8500

Fax: 81-3-5561-9711/12/13/14

URL: <http://www.jurists.co.jp/en/>

西村あさひ法律事務所

〒107-6029 東京都港区赤坂 1-12-32 アーク森ビル(総合受付 28 階)

電話: 03-5562-8500(代) FAX: 03-5561-9711~9714 URL: <http://www.jurists.co.jp/ja/>

The Corporate Counselor

- Insights into Japanese Corporate Law -

March 2011/No.5

SQUEEZING OUT MINORITY SHAREHOLDERS— A NEW BEGINNING TO AN END?

M&A practitioners in Japan finally may have some good news! A proposal was recently endorsed by the Japanese Cabinet that could significantly improve the speed and ease to take a Japanese company private. If the proposal is adopted, the ability to wholly own a Japanese target company after the completion of a tender offer could be assured within a matter of days—a significant improvement over current practices in terms of timing and certainty. The ability to smoothly gain 100% control over a target company through a tender offer also could result in more take-over transactions being structured as a first-step tender offer as opposed to a long-form corporate combination (such as a merger that requires shareholder approval). The speed to announce and launch an acquisition, therefore, could be greatly enhanced. All signs point to this legislation potentially providing a long-awaited adrenaline boost to Japanese M&A.

In the June 2010 edition of *The Corporate Counselor*, we discussed the various ways to squeeze out minority shareholders in Japan. We indicated that the “shares subject to call” process (zenbu-shutoku-joukoutsuki-syurui-kabushiki) offers various advantages over other methods to take a company private; however, the “shares subject to call” process is not a panacea. In particular, this method requires (i) a somewhat bizarre re-characterization of the target company’s shares so they can be redeemed by the target company, which re-characterization requires the approval of at least two-thirds of the target company’s shareholders duly present at a shareholders meeting, and (ii) a Japanese court must approve the amount of cash consideration to be paid to the holders of the target company’s fractional shares. As a result, time and money could be lost as the target company holds its special shareholders meeting to effect the foregoing, and no assurances can be made that the particular judge would not adopt a radical view towards the cashing out of the target company’s fractional shareholders.

A New Beginning to an End?

On February 10, 2011, the Japanese Cabinet endorsed a proposal to facilitate the acquisition of all of the outstanding shares of a Japanese target company by an acquiror (the “Buy-Out Proposal”). Precise details of the Buy-Out Proposal are currently not publicly available, but according to statements made by Mr. Banri Kaieda (the Minister of Japan’s Ministry of Economy, Trade and Industry, or “METI”), a shareholder owning 90% or more of the voting rights in a Japanese company (presumably after the completion of a tender offer bid) would be entitled to purchase the remaining outstanding shares. A shareholders’ meeting of the target company would

not be necessary to effect the buy-out right, and no mandatory interaction with a Japanese court to approve the buy-out would be required. However, shareholders would retain appraisal rights. The Japanese Diet may move on the Buy-Out Proposal prior to the completion of its current session, which ends this June.

If the Buy-Out Proposal is adopted, a bidder could acquire full control over a Japanese target company within a few days after the closing of a tender offer, as opposed to waiting approximately four months from start to finish if a “shares subject to call” process is adopted, or an indefinite amount of time if the “shares subject to call” process is challenged in a Japanese court (although we have seen few court precedents challenging this process).

The following is still unknown in light of the nascent stage of the Buy-Out Proposal:

- *At What Price Can the Bidder Acquire the Shares?* Mr. Kaieda’s statement did not include a discussion of the purchase price for the shares held by the minority shareholders. Based on a prior proposal made by METI, it is possible that the final legislation will set such purchase price equal to the higher of the tender offer price and the “fair” price for the minority shares. We note that if the tender offer price will be considered the floor for “fair” price, then the minority shareholders could be encouraged to hold out and exercise their appraisal rights, since they would be assured at least the tender offer price in the appraisal process. An understanding of the meaning of “fair” price also will be critical.
- *Use Limited to Turnaround Situations?* The Buy-Out Proposal would be included in the Law on Special Measures for Industrial Revitalization (sankatsu hou), which is administered by METI (the Ministry currently lead by Mr. Banri Kaieda, which adds further credence to his statements cited above). However, this inclusion could reduce the attractiveness of the buy-out rights because (i) the bidder would be required to submit for approval to METI a plan demonstrating how it would be able to improve the business operations of the parties if it is able to benefit from the provisions of this Law (though we note that review of a company’s plans by METI historically has not been stringent and a METI determination prior to the launch of a tender offer should be possible), and (ii) there could be a negative stigma associated with utilizing this Law given that financially weak companies were one of its original intended beneficiaries.



Nobuya Matsunami
松浪 信也

Partner
03-5562-8633
n_matsunami@jurists.co.jp



Stephen D. Bohrer
スティーブン ボーラー
Counsel—Cross-Border
Transactions Group Leader
03-5562-8648
s_bohrer@jurists.co.jp

- *No Retributive Threat?* It is conceivable that minority shareholders will be entitled to “put” rights at the tender offer price if a bidder acquires more than a supermajority ownership interest in a Japanese target after the completion of a tender offer. This would prevent an aggressive bidder from threatening to leave the minority shares outstanding without a sufficiently liquid trading market or not offering to pay the tender offer price at a later date if the minority shareholders do not tender in the initial offer.
- *When and How Can the Bidder Effect the Buy-Out?* There are few details concerning how long after the completion of the tender offer must the bidder effect its buy-out option. However, it is highly likely that the bidder would need to disclose at the launch of its tender offer that it plans to buy-out the remaining shareholders if it reaches the requisite share ownership level. It is also unclear whether the bidder would be entitled to effect its purchase rights under the Buy-Out Proposal by conducting a short-form cash squeeze out merger, exercising a statutorily-created purchase right over the remaining outstanding shares, or undertaking some other scheme.

少数株主のスクイーズアウト— ついに問題が解消されるか？

日本の M&A 関係者について朗報が届いたかもしれない。先日、日本企業の非公開化を一層迅速かつ容易にし得る提案が閣議において承認された。仮に議案が国会で承認された場合には、日本において公開買付け後の完全子会社化が数日足らずで実現できる可能性がある。これは、期間及び確実性の観点から、現在の実務を大きく改善するものである。また、公開買付けを通じて対象会社の 100%の支配権を円滑に取得することが可能となれば、企業買収に際して、株主総会の承認を要する企業結合(例えば、株主総会が必要となる合併)ではなく、第一段階として公開買付けを行う事例が増える可能性がある。その結果、企業買収の公表及び開始までのスピードが大きく早められることになり得る。今回の立法は、日本における M&A の増加に大きな弾みを付けることとなるかもしれない。

“The Corporate Counselor”(2010年6月号)において、日本における少数株主のスクイーズアウトに関する様々な方法について議論した。その中で、全部取得条項付種類株式を利用する方法が他の方法に比較して様々な面で優れていることは指摘したところである。もっとも、全部取得条項付種類株式を利用する方法も万能ではない。とりわけ、この方法によると(i)株主総会において出席株主の3分の2以上の賛成を得て、対象会社の株式を会社による取得が可能で特殊な株式へ変更することが必要となり、また(ii)日本の裁判所は端数株式を有する対象会社の株主に対して支払う金額を承認しなければならないことになる。従って、対象会社は上記の手段を実行するために臨時株主総会を開催することにより時間と費用を失う可能性があり、また、特定の裁判官が、端数株式を有する株主をキャッシュ・アウトすることについて極端な見解を採用しないという確実な保証はないことになる。

Until now, there has been no provision in Japanese law that has been solely designed to permit a bidder to cash-out minority shareholders. If a mechanism is adopted that would efficiently and fairly allow a shareholder who owns an overwhelming majority to assume full control over a target company, then this could signal a new beginning to the end of the precarious limbo that minority shareholders can create over a bidder’s desire to fully integrate a local target company into its operations. A clearer path to full ownership could allow more companies to become interested in acquiring a Japanese target company, which could lead to (i) greater competition among bidders, and (ii) higher prices offered to target shareholders. The trade-off between greater certainty and a higher price could prove to be a win-win for both bidders and shareholders.

We will monitor developments concerning the Buy-Out Proposal and keep our readers updated on important advances.

ついに問題が解消されるか？

平成 23 年 2 月 10 日、企業買収者が日本企業の発行済株式の全てを取得することを容易にする提案(以下「バイアウト法案」という。)が閣議により承認された。バイアウト法案の正確な詳細については現時点では明らかではないが、海江田万里経済産業大臣の発言によれば、(おそらく公開買付けの終了後)日本企業の議決権の 90%以上を有する株主は、残存する株式を取得する権利を与えられるであろうとのことである。バイアウト権の行使にあたっては、対象会社の株主総会は必要ではなく、また、その権利行使のために日本の裁判所に承認を求めることは要求されないと思われる。しかし、株主は株式買取請求権を有することになるであろう。バイアウト法案は、6 月末に終了する現在の会期の完了までに、日本の国会において審議される可能性がある。

仮にバイアウト法案が承認された場合には、買収者は公開買付けの終了後、数日で日本企業の完全な支配権を取得することができるようになる可能性がある。これに対して、現状、全部取得条項付種類株式の手続が採用された場合には、手続の開始から終了まで約 4 ヶ月を要し、また、全部取得条項付種類株式による手続自体が日本の裁判所で争われた場合(但し、当該手続自体の効力を争う裁判例は少ない。)にはどのくらい時間がかかるか予測が困難である。

バイアウト法案が初期の段階にあることに照らし、以下の点については依然として明らかではない。

- 買収者による株式取得価格はいくらか？
海江田経済産業大臣の発言には、少数株主が保有する株式の取得価格についての議論は含まれていなかった。経済産業省の従前の提案を参考にすると、最終的な法案において、当該買収価格は、公開買付価格と少数株式の「公正な」価格のいずれか高い額とされる可能性がある。仮に公開買付価格が「公正な」価格の下限と考えられるのであれば、株式買取請求の手続において少なくとも公開買付価格は保証されるであろう

ことから、少数株主により株式買取請求権が主張され、行使されることが促される可能性があると言える。「公正な」価格の意義についての理解もまた重要になるであろう。

・ 経営再建の状況下に利用が限定されるか？

バイアウト法案は、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(以下「産活法」という。産活法は、海江田氏が現在大臣を務めている経済産業省の所管であり、そのことが上記の彼の発言を一層信用性のあるものとしている。)に規定される予定である。しかし、このことはバイアウト権の魅力を減殺する可能性がある。なぜならば、(i)経済産業省による承認を得るため、買取者は、当該法律により恩恵を受けることができた場合に当事会社の事業活動がいかに改善できるかを示す計画を提出することを求められるであろうし(但し、経済産業省による会社の計画の審査は従前厳しいものではなく、また公開買付け開始前の経済産業省による決定は可能であると思われる。)、また、(ii)もともと財務状況が脆弱な会社が産活法の恩恵を受ける対象の一つとして想定されていたため、当該法律を活用することにより消極的な印象を与える可能性が全くないわけではないからである。

・ 報復のおそれがないこととなるか？

仮に公開買付け終了後に、買取者が日本企業の3分の2以上の株式を取得する場合には、少数株主が公開買付価格にて株式を会社に売却する権利を与えられることが考えられる。このことにより、攻撃的な買取者が、取引市場において十分な流動性がない状態で少数株式を流通させたままにするおそれや、少数株主が最初の買付けに応じなかった場合に、後日公開買付価格を支払わないことを防ぐことになるであろう。

・ 買取者はいつ、どのようにバイアウトを実現するのか？

公開買付け終了後、いつまでに買取者がバイアウト権を行使しなければならないかに関する問題がある。しかし、バイアウト権の行使に必要な割合の株式を取得した場合に、残存株主から株式を買取することを予定している場合、買取者は公開買付けの開始時点でその旨を公表することを求められる可能性が高い。買取者がバイアウト法案において買取権を行使する際に、株主総会の承認を要しない交付金合併を行うか、残存株式に対する法定の買取権を行使するか、又はその他の方法によるかもまた明らかではない。

現在まで、買取者が少数株主をキャッシュ・アウトすることのみを目的とする規定は日本の法律には存在しない。過半数を大幅に超える株式を保有する株主が、対象会社の完全な支配権を効率的かつ公正に取得することを認める仕組みが承認された場合には、買取者が対象会社をその事業に完全に統合できるか否かが、少数株主の存在により不確実・不安定とされることがなくなる可能性がある。完全な支配権の取得に向けたより明確な道筋を示すことにより、より多くの会社が日本企業の買取に興味を抱く可能性があり、その結果、(i)買取者間の競争がより活発化し、(ii)対象となる株主に対してより高い買取価格が提案される可能性がある。このような確実性の増大と価格の上昇の間のトレードオフは、買取者と株主双方に利益をもたらす結果となる可能性がある。

我々はバイアウト法案に関する進展を見守り、重要な進展があった場合には今後も読者にお伝えすることにする。

Nishimura & Asahi

Ark Mori Building, 1-12-32 Akasaka, Minato-ku, Tokyo 107-6029, JAPAN

Phone: 81-3-5562-8500

Fax: 81-3-5561-9711/12/13/14

URL: <http://www.jurists.co.jp/en/>

西村あさひ法律事務所

〒107-6029 東京都港区赤坂 1-12-32 アーク森ビル(総合受付 28 階)

電話: 03-5562-8500(代) FAX: 03-5561-9711~9714 URL: <http://www.jurists.co.jp/ja/>

The Corporate Counselor

- Insights into Japanese Corporate Law -

June 2010/No.1

SQUEEZING OUT MINORITY SHAREHOLDERS— WHO'S REALLY BEING SQUEEZED?

A purchaser often will desire to acquire full control over a target company in order to maximize various efficiencies. Gaining complete control over a Japanese target company can reap many benefits to a purchaser, such as: (i) streamlining the corporate governance of the target company since with only one shareholder, an extraordinary shareholders resolution can be obtained by written consent in as little as one day (as opposed to an approximate two-month period if the shares of the target company are publicly traded); (ii) providing the purchaser with the full benefit of increases in the target company's value; (iii) eliminating conflicts of interest issues and fiduciary duty concerns for the majority shareholder and its director nominees; and (iv) dispensing with the need to comply with Japanese insider trading regulations and the need to prepare and file periodic securities reports (if the target company is a publicly traded company in Japan).

A purchaser ordinarily will launch a tender offer as the first step to acquiring a control over a publicly traded target company. Typically, not all of the target company's shareholders will tender their shares in the offer, leaving a minority shareholder base (which thwarts a purchaser's ability to achieve the benefits discussed above). Squeezing out minority shareholders in Japan, however, normally requires prudent planning in light of the current legal uncertainties associated with this process. Experienced advisors should be retained early in the process to evaluate proposed squeeze out structures and assess timing and market reaction. Public relation concerns also should be factored into the decision making process, as poor publicity can sap economic benefits gained from the integration.

Background. There are a variety of ways in Japan to potentially squeeze out minority shareholders, including:

- share-for-share exchanges or triangular share-for-share mergers or exchanges, in which the shares of the purchaser (or its ultimate parent company) are exchanged for the shares of the target company;
- cash-for-share exchanges or mergers, or triangular cash-for-share mergers, in which cash is exchanged for the shares of the target company (typically set at the tender offer price if such process was effected within a reasonable time period before the cash exchange or cash merger);
- direct share purchases from the minority shareholders; or
- a "shares subject to call" (*zenbu-shutoku-joukoutsuki-syurui-kabushiki*) process (as explained below).

The selection of which squeeze out method to adopt is highly fact driven, and we do not try to list all of the pros and cons of each method in the abstract. However, we note that the delivery of shares of a publicly traded company in Japan in a share-for-share exchange may make compliance with this scheme difficult for many purchasers, and Japanese corporate tax concerns at the target company level may reduce the attractiveness of cash-for-share exchanges or mergers and cash mergers. Direct share purchases from minority shareholders can be cumbersome and inefficient due to the potentially large and diverse pool of sellers and the lack of assurance that all of the minority shareholders will agree to sell their shares (let alone without seeking an exorbitant hold-out price). Furthermore, if the target company is a publicly traded company, then making direct share purchases in order to acquire control over the target company would require the purchaser to launch a tender offer, but launching a tender offer doesn't assure the purchaser that it will be able to gain complete control over the target company because some of the minority shareholders may determine not to tender their shares in the offer (as mentioned above). We note further that despite widespread press coverage that the 2006 revisions to Japan's Company Law permitting triangular mergers or exchanges would allow foreign companies to use this squeeze-out technique, to date we are aware of only Citibank utilizing a triangular share-for-share exchange to complete an acquisition in Japan (this technique was used by Citi in its 2008 squeeze-out of the minority shareholders of Nikko Cordial Corp).

A better approach to squeeze out minority shareholders? A "shares subject to call" process, which was developed as an outgrowth of the 2006 revisions to Japan's Company Law, can be an effective squeeze-out method and warrants special attention due to its somewhat bizarre process. A "shares subject to call" squeeze out is ordinarily effected as follows: (i) the common shares of the target company are re-characterized as shares that can be called/redeemed by the target company (*ergo* the name "shares subject to call"), which re-characterization requires the approval of at least two-thirds of the target company's shareholders duly present at a shareholders meeting (which vote can include the target company shares owned by the purchaser) in order to amend the target company's Articles of Incorporation to provide for the re-characterization as the "shares subject to call," (ii) the target company obtains shareholder approval to redeem the "shares subject to call" and instead of paying cash, the target company uses another class of its shares as consideration for the redemption (we note that the requirement to obtain shareholder approval to re-characterize common shares as the "shares subject to call" and to redeem the "shares subject to call" can be obtained in one shareholders meeting, rather than two separate meetings), (iii) the exchange ratio for the number of the target company's other class of shares that can be received in



Nobuya Matsunami
松浪 信也

Partner
03-5562-8633
n_matsunami@jurists.co.jp



Stephen D. Bohrer
スティーブン ボーラー
Counsel - Cross-Border
Transactions Group Leader
03-5562-8648
s_bohrer@jurists.co.jp

exchange for the target company's "shares subject to call" is set so the minority shareholders are entitled to receive only a fractional share (i.e., less than a whole share), and (iv) upon receiving court permission, the target company sells the total of the fractional shares to the purchaser and distributes the proceeds to the minority shareholders on a *pro rata* basis (the sales prices ordinarily would be the tender offer price), thereby eliminating the share ownership of the minority shareholders in the target company.

A "shares subject to call" process can be beneficial to a purchaser because the purchaser does not need to be a company organized under the laws of Japan in order to utilize this method, more than one major shareholder in the target company can remain after completing the process (if desired by the purchaser), and taxation of unrealized gain at the target company normally should not occur. Since the target company will offer a new class of shares, the deal team should be sensitive to whether the securities laws of other nations will apply if minority shareholders reside outside of Japan.

少数株主のスクイズアウトー誰が絞られている (Squeezed)のか？

買収者はしばしば様々な効率性を最大化するために対象会社の完全な支配権を取得することを希望する。日本の対象会社を 100% 支配することができれば、買収者は、(i)対象会社のコーポレートガバナンスを整理することができ(株主が一名となると、臨時株主総会の決議を書面により一日で取得できるのに対し、対象会社の株式が上場されている場合は、約 2 ヶ月の期間を要する)、(ii)買収者が、対象会社の価値の増加による利益をすべて得ることを可能となり、(iii)大株主とその指名する取締役の利益相反や、善管注意義務に関する懸念を排除することができ、(iv)(もしも対象会社が日本の上場会社である場合は)日本のインサイダー取引規制に従う義務がなくなり、定期的な有価証券報告書の提出義務の免除を受けることができるなど、多くの利益を得ることができる。

上場会社の支配権を取得するための第一段階として、買収者は、通常公開買付けを行うことになるが、公開買付けにおいて対象会社のすべての株主が応募するわけではなく、少数株主が残存することになるのが通常である(その結果、買収者は、上記の利益が得られないことになる)。しかしながら、日本における少数株主のスクイズアウトは、その法的手続きに際して予測が困難な面があるため通常慎重な計画と実行を要する。そこで、アドバイザーの助力を得て、スクイズアウトの方法やタイミング、市場の反応を評価する必要がある。意思決定の過程においては、パブリックリレーションにも配慮し、不用意な公表が統合により生じる経済的な利益を損なわないようにしなくてはならない。

バックグラウンド 以下のとおり、日本においては少数株主をスクイズアウトするための様々な方法がある。

- ・ 株式交換又は三角合併若しくは三角株式交換 この場合、対象会社の株式は買主(又はその究極の親会社)の株式と交換されることになる。
- ・ 現金株式交換、現金合併又は現金三角合併 この場合、対象会社の株式に対して現金が交付される(現金株式交

* * * * *

Japanese law and case precedents do not provide a single cure-all approach on how to eliminate the share ownership position of minority shareholders. A "shares subject to call" process, therefore, should not be considered a panacea. For example, if this process is utilized the dissenting shareholders may exercise appraisal rights, a potentially time consuming and expensive process that provides the minority shareholders with the opportunity to obtain a higher purchase price than the price paid in the prior tender offer. This potential price disparity could create incentives for a minority shareholder to undertake substantial maneuvering.

We will discuss in a subsequent client briefing the appraisal process in connection with a squeeze-out using a "shares subject to call" process, and the issues to consider and traps to avoid when an appraisal is initiated in this context.

換又は合併が、公開買付けの後合理的な期間内に行われる場合、現金対価は、通常、公開買付け価格と同額に設定される)。

- ・ 少数株主からの株式の直接買取り。
- ・ 全部取得条項付種類株式を使用する方法(以下を参照)。

スクイズアウトの方法の選択は個々の事実に左右されるので、ここではそれぞれの方法の利点及び欠点を抽象的に論じることはしない。しかし、日本の上場会社の株式を株式交換において交付することは、多くの買収者にとっては困難である可能性があり、法人税法に基づく対象会社における課税のために現金株式交換及び現金合併は魅力的ではないかもしれない。

少数株主から直接株式を購入することは、多数かつ多様の株主が存在するかもしれない、(過大な対価を提供しないことは当然のこととして)少数株主のすべてがその株式を売却することを保証できないことからすると手間がかかり、非効率的になるかもしれない。更に、対象会社が上場会社である場合、直接株式を購入することにより対象会社の支配権を取得するために、買収者は、公開買付けを行わなければならない。しかし、公開買付けの実施は、対象会社の完全な支配権を取得することを買収者に保証するものではない。なぜなら、少数株主のうちの一部は、上記のとおり、公開買付けにおいてその株式を売却することを申し出るとは限らないからである。更に、2006年の会社法の改正により、三角合併及び三角株式交換が可能となり、外国の会社がこの方法でスクイズアウトを実施することが可能となったが、現在までシティバンクが三角株式交換を使用して日本において買収を行ったこと(シティは 2008 年に日興コーディアル証券の少数株主をスクイズアウトしている)が知られているのみである。

少数株主を排除するためのより良い方法？ 全部取得条項付種類株式を使用する方法は、2006年の会社法の改正により導入されたものであり、スクイズアウトのために効果的な方法であるが、特殊なプロセスを伴うため特に注意を要する。全部取得条項付種類株式を使用したスクイズアウトは、通常以下のとおり行われる。(i)対象会社の普通株式は、対象会社によって取得することができる株式(すなわち、全部取得条項

付種類株式)に変更される。そのためには、対象会社の株主総会において、全部取得条項付種類株式への変更を可能とする定款変更が、その出席した株主の少なくとも3分の2の賛成(買収者によって保有されている対象会社の株式に基づく投票を含む)により、承認されなければならない。(ii)対象会社は、株主総会の承認を得て、全部取得条項付種類株式を取得する。その際、対象会社は、現金を支払う代わりに他の種類の株式をその取得の対価として交付する(なお、普通株式を全部取得条項付種類株式に変更するための議案、及びこれを取得するための議案は、二度の株主総会ではなく、一度の株主総会において承認することが可能である)。(iii)全部取得条項付種類株式の取得の対価として、対象会社のその他の種類の株式を交付する際の交換比率は、少数株主が株式の端数(すなわち1株未満)のみを取得することができるように設定される。(iv)裁判所の許可を得ることにより、対象会社は株式の端数の合計を買収者に売却し、その対価を少数株主にその持分比率に応じて分配する(その売却価格は通常公開買付価格と同額となる)。これにより、対象会社における少数株主の株式保有が排除される。

全部取得条項付種類株式を使用するプロセスは、買収者が日本の法律により設立された法人である必要がなく、(買収者が希望する場合は)プロセスの終了時点において対象会社の複数の大株主が残存できること、対象会社における含み益に対

する課税が通常行われないことから、買収者に有利である。なお、対象会社は、新しい種類の有価証券を交付することになるため、少数株主が日本国外に存在する場合には、他国の証券法の適用がないか留意する必要がある。

日本の法律及び裁判例は、少数株主の株式保有を排除するため、一つですべて解決するような方法を提供しているわけではない。従って、全部取得条項付種類株式を使用する方法は万能薬ではない。例えば、もしもこの方法が使用された場合には、反対株主は、株式買取請求権を行使することができるが、これは時間と費用を要するプロセスとなる可能性があり、少数株主に、先行する公開買付けにおいて支払われた金額以上の価格を取得する機会を与えることになる。このように価格の差異が生じる可能性があるために、少数株主は実質的に「操作」を行うように動機付けられるかもしれない。

次のニュースレターにおいては、全部取得条項付種類株式を使用したスクイーズアウトに関する株式買取請求権のプロセスと、このような場合に株式買取請求権が行使された場合に留意すべき事項や避けるべき点について説明することにする。

(表現を整えるため、本ニュースレターの日本語版には英語版の逐語訳ではない部分があります。)

Nishimura & Asahi

Ark Mori Building, 1-12-32 Akasaka, Minato-ku, Tokyo 107-6029, JAPAN

Phone: 81-3-5562-8500

Fax: 81-3-5561-9711/12/13/14

URL: <http://www.jurists.co.jp/en/>

西村あさひ法律事務所

〒107-6029 東京都港区赤坂 1-12-32 アーク森ビル(総合受付 28 階)

電話: 03-5562-8500(代) FAX: 03-5561-9711~9714 URL: <http://www.jurists.co.jp/ja/>