

The Corporate Counselor

- Insights into Japanese Corporate Law -

July 2010/No.2

THE APPRAISAL PROCESS IN SQUEEZE-OUTS— DISSENTING SHAREHOLDERS MAY HAVE THE LAST LAUGH

The appraisal process in Japan can expose an acquirer to an unexpected conundrum. The purchase price in a first-step tender/second-step squeeze-out transaction can, in most cases, conclusively serve as the purchase price offered to minority shareholders in a follow-on appraisal proceeding. While this predictability in purchase price may appear beneficial to an acquirer since it should be better able to manage the financing for the acquisition, the purchase price floor may also create financial incentives for dissenting shareholders to challenge the purchase price if they believe that they will receive no less than the purchase price in an appraisal proceeding.

In this client briefing, we focus on how a dissenting shareholder can exercise appraisal rights in a squeeze-out context, and the factors according to which a fair price is normally determined for the shares held by dissenting shareholders. In particular, we analyze appraisal rights in connection with a squeeze-out using a “shares subject to call” process (*zenbu-shutoku-joukoutsuki-syurui-kabushiki*), as this process is commonly used to squeeze-out minority shareholders and recent Japanese case law sheds light on the inner-workings of the appraisal process in this squeeze-out context. For information about the “shares subject to call” squeeze-out process, please refer to our June 2010/No.1 client briefing.

Invoking Appraisal Rights

Article 172 of Japan’s Company Law provides a shareholder who opposes a squeeze-out using a “shares subject to call” with appraisal rights, if the shareholder: (i) sends a written notice of dissent concerning the acquisition of their shares to the target company before the relevant general shareholders meeting is held to approve the redemption of the “shares subject to call,” (ii) votes against the foregoing resolution at the general shareholders meeting, and (iii) petitions the relevant court to determine the purchase price within 20 days after the aforementioned shareholders meeting. The target company is required to pay interest on the appraised value of the dissenting shareholder’s shares at a rate equal to six percent per annum (payable during the period from the date of redemption of the dissenting shareholder’s shares until the date of payment of the appraised value of the dissenting shareholder’s shares).

Please note that Japan’s Company Law also provides an appraisal remedy under other sections. While the rights, obligations and issues that arise under these appraisal sections share similar ground with Article 172, the analysis may not be completely the same and is not addressed in this client briefing.

Determining Fair Price

Recent Japanese court cases relating to appraisals under Article 172 of Japan’s Company Law provide an overall approach to determining the value of shares held by dissenting shareholders.

Rex Holdings Case. Rex Holdings was acquired through a management buy-out led by its management and a Japanese private equity house, with a tender offer bid launched on November 10, 2006 at JPY230,000 per share. The tender offer price was equal to the average market price for the one month period prior to the launch of the tender offer, plus a premium of 13.9%. The bidder acquired 91.51% of the voting rights of Rex Holdings through the tender offer, and at a subsequent Rex Holdings shareholders meeting, approved a squeeze-out using a “shares subject to call” process. The tender offer price served as the squeeze-out price. The dissenting shareholders of Rex Holdings argued, among other things, that the tender offer price was not fair because management of Rex Holdings intentionally made a public announcement of lower than expected earnings in order to lower the Rex Holdings share trading price during the period in which a share premium would be assessed for the management buy-out.

On May 29, 2009, the Japanese Supreme Court confirmed the decision of the Tokyo High Court that the price offered by the company was not fair. Based on the methodology employed by the court, we offer the following decision tree to evaluate the fairness of the price offered to minority shareholders in a squeeze-out using a “shares subject to call” process:

- **Step one—evaluate procedural aspects:** the process to determine price should be fair (e.g., conflicts of interests and extraordinary events should be addressed). If the process to determine the take-out price is fair, then Japanese courts are likely to defer to the valuation determined by the bidder and the target company. However, if the process is not fair, then the court may insert its own view as to proper valuation (as discussed below). In the Rex Holdings case, the court was skeptical of the valuation process because the representative director of Rex Holdings who negotiated the purchase price would financially benefit from a low acquisition price, and he did not appear to have aggressively negotiated the purchase price. The court also negatively viewed the aforementioned press release announcing the lower earnings, because the public announcement about the extraordinary loss did not include positive aspects of the business plan known at the time (such as the strategy to close unprofitable operations and accelerate the development of new operations).
- **Step two—if the process is not fair, then evaluate price:** when left to determine value, Japanese courts may view



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

the fair price for the shares of the minority shareholders being squeezed-out as being equal to the “objective share value” for the securities, plus a “premium,” with

- “objective share value” equaling the average trading price for the target company’s shares during a period of time immediately prior to the launch of the tender offer, absent special circumstances that may indicate that the average share trading price is not representative of the fair price for the shares (e.g., market rumors, earnings announcements or other factors that could cause a temporary fluctuation in the share price of the target company). In the Rex Holdings case, the court believed that six months prior to the deal’s announcement was the appropriate share trading price window under the circumstances.
- a “premium” being offered in order to compensate for the loss of potential increases in the share price of the target company. In the Rex Holdings case, the court determined that a 20% premium was reasonable based on its understanding of market practices for analogous transactions at such time.

The Cybird Holdings case provides a good example of a Japanese court employing the analysis adopted in the Rex Holdings case.

Cybird Holdings Case. Cybird Holdings Co., Ltd. was acquired through a management buy-out led by its management and a private equity firm, with a tender offer bid launched on October 31, 2007 at JPY60,000 yen per share (which represented a premium of 13.4% over the closing price on JASDAQ on October 30, 2007 and a premium of 40.8% over the average closing price for the prior three month period). On September 18, 2009, the Tokyo District Court delivered a decision regarding the fairness of the squeeze-out price paid to the minority shareholders. The court concluded that the price paid to the minority shareholders was fair and rejected their request for additional compensation because the court believed that the tender offer price was determined as a result of arm’s-length negotiations between the bidder and the target company. The court cited various reasons supporting this determination,

スクイーズアウトにおける株式買取請求権の行使- 最後に笑うのは反対株主か?

日本における株式買取請求権(又は裁判所に対する取得価格決定申立権。以下、本書では、株式買取請求権と総称する。)のプロセスにより、買収者は予期せぬ難問に直面するかもしれない。第一段階の公開買付け、及び第二段階のスクイーズアウト取引における買収価格は、結果として、それに続く株式買取請求権の行使手続きにおいて少数株主に対して提供される買収価格とされることが多い。このように買収価格を予測できることは、買収者にとっては買収における資金調達をより良く管理できることになるため魅力的であるように思えるが、これが買収価格の下限となり、反対株主が株式買取請求権の行使によってより多くの対価を得られると考えた場合には、財務的には買収価格に反対するように動機付けられることになるかもしれない。

本書においては、スクイーズアウトにおいて反対株主がどのよ

including: (i) Cybird’s board obtained advice from financial advisors when determining whether to approve the transaction; (ii) a committee consisting of four persons independent from Cybird was formed to assist in the acquisition negotiations (the committee consisted of two outside directors, one outside lawyer, and one outside businessman); (iii) Cybird disclosed sufficient information to the minority shareholders; (iv) Cybird obtained a valuation report from its independent financial advisor; and (v) the representative director of Cybird Holdings negotiated forcefully against the bidder to raise the tender offer price.

We note that the Cybird decision has been appealed, so Japanese higher courts may offer new insights.

* * * * *

The appraisal process in Japan could inadvertently encourage shareholders from a financial point of view to challenge an acquisition and seek appraisal rights even when a deal is equitably run and managed, as (i) the tender offer price is frequently used by Japanese courts as the floor value when determining fair price, and (ii) dissenting shareholders may obtain tax benefits when exercising their appraisal rights (as the company would redeem the shares of the dissenting shareholder in an appraisal process). However, not all shareholders may benefit from Japanese courts’ deference to the tender offer price. On March 30, 2010, the Osaka District Court approved an appraisal value below the tender offer price in the Daiwabo Information System Co., Ltd. going private transaction, as the court did not believe it was necessary to defer to the tender offer price in a scenario where the dissenting shareholder acquired its target shares after the tender offer closed and the share-for-share exchange agreement was executed. Accordingly, except in circumstances similar to the Daiwabo case or other extreme scenarios, stockholders owning a significant amount of shares to justify the upfront expense to initiate an appraisal proceeding could be perversely motivated to assert their appraisal rights even in well-run deals on the belief that, except for transaction costs and loss of time value, they will receive in the appraisal process at least the same price offered in the tender offer (and possibly more).

うに株式買取請求権を行使できるかや、反対株主によって保有されている株式の公正な価格が通常どのような要素を考慮して決定されているかについて論じることとする。とりわけ、全部取得条項付種類株式を使用する方法は、少数株主をスクイーズアウトする方法として一般的に使用され、また、近時の日本の裁判例はスクイーズアウトにおける株式買取請求権の行使について論じているため、ここで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おける株式買取請求権について分析することにする。

全部取得条項付種類株式を使用したスクイーズアウトのプロセスに関しては、2010年6月付ニュースレターNo.1を参照されたい。

株式買取請求権の行使手続き

会社法第172条は、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反対する株主に株式買取請求権を与えている。その際、株主は、(i) 全部取得条項付種類株式の取得について承認する株主総会に先立って、全部取得条項付種類

株式の取得に反対する旨を当該会社に対して通知し、(ii)当該株主総会において、当該取得に関する議案に反対し、更に(iii)裁判所に対し、当該株主総会から 20 日以内に取得価格の決定を申し立てる必要がある。対象会社は、裁判所が決定した価格に対し、反対株主が保有する株式の取得の日から裁判所が決定した価格の支払いの日までの期間について年 6 分の利率により算定した利息を支払わなくてはならない。

なお、会社法には、他にも株式買取請求権に関する規定がある。そのような株式買取請求権における権利、義務、及び問題点は第 172 条における場合と類似しているが、全く同様の議論があてはまるわけではなく、本稿においては議論の対象外とする。

公正な価格の決定

会社法第 172 条に基づく株式買取請求権について、昨今の裁判例は、反対株主によって保有される株式の価値を決定するための考え方について論じている。

レックスホールディングスに関する件 本件では、レックスホールディングスは、その経営陣と日本のファンドにより行われた MBO を通じて買収されている。その際の公開買付けは 2006 年 11 月 10 日に 1 株あたり 23 万円にて開始されている。公開買付価格は、公開買付け開始前の 1 か月間の平均市場価格に 13.9% のプレミアムを加算した価格であった。公開買付者は、公開買付けを通じ、レックスホールディングスの議決権の 91.51% を取得している。そして、その後のレックスホールディングスの株主総会において、全部取得条項付種類株式を使用したスクイーズアウトが承認された。スクイーズアウトにおける取得価格は、公開買付価格と同一とされた。レックスホールディングスの反対株主は、レックスホールディングスの経営陣が MBO における株式の対価を算定するための期間における市場価格を減少させるために、決算の下方修正を意図的に公表したため、公開買付価格は公正ではなかったなどと主張した。

最高裁判所は、2009 年 5 月 29 日、会社により提供された価格は公正ではなかったとする東京高等裁判所の決定を支持している。裁判所が採用した方法に基づき、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おいて、少数株主に対して提供される価格の公正性を評価するための考え方を以下説明する。

- ・ **第一ステップ - 手続的側面の評価:** 価格決定のプロセスは公正でなくてはならない(例えば、利益相反や特別な事情は考慮されなくてはならない)。もしも、価格を決定するプロセスが公正であれば、日本の裁判所は買収者と対象会社が決定した株価評価を尊重する可能性が高い。しかし、もしもそのプロセスが公正でなければ、以下で述べるように裁判所は何が公正な評価であるかについて独自にその見解を決定する可能性がある。レックスホールディングスの件では、価格を交渉したレックスホールディングスの代表取締役が、低い取得価格により利益を受けること、及び取得価格について激しく交渉したとは認められなかったことを理由に、裁判所は株価評価のプロセスについて疑念を抱いていた。更に、裁判所は上記の業績の下方修正に関するプレスリリースについて否定的な評価を行った。これは、特別損失に関する

当該プレスリリースが、当時判明していた事業計画の積極的な側面(例えば、採算の取れていない事業を閉鎖し、新規の事業の開発を加速するという戦略)について触れていなかったためである。

- ・ **第二ステップ - プロセスが公正でない場合は、独自の価格評価を行う:** 株価を決定する必要がある場合は、日本の裁判所はスクイーズアウトされる少数株主の株式に対する公正な価格を、「株式の客観的な価値」に「プレミアム」を加えた額と認定することになる。
 - ここに「株式の客観的な価値」とは、平均株価が株式の公正な価格ではないと考えるべき特別な事情(例えば、市場における噂や利益の公表、又は対象会社の株価の一時的な変動をもたらすべきその他の事情)がない限り、公開買付けの開始直前の一定の期間における対象会社株式の平均市場価格となる。レックスホールディングスの件では、諸般の事情を考慮し、取引の公表前 6 か月間を株価の参考にすべき適切な期間であるとした。
 - 「プレミアム」は対象会社の株価の上昇可能性がなくなることを補償するために提供されるものである。レックスホールディングスの件では、裁判所は、当時の類似の取引における例を参考に、20% のプレミアムが合理的であると判断した。

サイバードホールディングスの件 は、日本の裁判所がレックスホールディングスの件において採用した評価方法を採用した例といえる。

サイバードホールディングスの件 サイバードホールディングスは、その経営陣とファンドによって行われた MBO を通じて取得された。その際の公開買付けは 2007 年 10 月 31 日に 1 株あたり 6 万円(これは、JASDAQ における 2007 年 10 月 30 日の終値に 13.4% のプレミアムを加えた価格であり、過去 3 か月間の平均株価の 40.8% のプレミアムを加えた額に相当する)にて実施された。2009 年 9 月 18 日に東京地方裁判所は、スクイーズアウトにおいて少数株主に支払われた価格の公正性に関する決定を行った。裁判所は、少数株主に対して支払われた価格が公正であり、公開買付価格が独立当事者間の交渉の結果決定されたことを理由に、少数株主による対価を増額する旨の申し立てを拒否した。裁判所は、本決定を支持する様々な理由を述べている。例えば、(i)サイバードの取締役会は本取引を承認するか否かを決定する際に、財務アドバイザーから助言を得ており、(ii)サイバードから独立した 4 名の委員から成る委員会(当該委員会は 2 名の社外取締役、1 名の社外の弁護士、及び 1 名の社外の実務経験者から構成されていた)を組成し、買収に関する交渉を補助させ、(iii)サイバードは、少数株主に対して十分な情報を開示し、(iv)サイバードは、独立の財務アドバイザーから株価算定書を取得し、(v)サイバードの代表取締役は、公開買付価格を上昇させるために買収者と激しい交渉を行ったとされた。

なお、サイバードにおける決定に対しては上訴がなされており、控訴審における決定は、新たな知見を提供するかもしれない点には留意が必要である。

公開買付価格は、(i)裁判所により決定される公正な価格の下限になり、また、(ii)株式買取請求権の行使により、(会社が反対株主が保有する株式を取得するため)反対株主は課税上のメリットを享受できる可能性があるために、取引が公正に実施されたとしても、日本における株式買取請求権の行使手続きにおいては、株主は、財務的な観点から当該取引に反対し、株式買取請求権の行使を行うように動機付けられる結果となる可能性がある。しかし、すべての株主が、裁判所が公開買付価格を尊重することによる利益を受けられる訳ではない。大阪地方裁判所は、2010年3月30日、ダイワボウ情報システム株式会社の非公開化案件において、公開買付価格を下回る価格を取得価格として認めている。これは、反対株主が、公開

買付けが終了し、株式交換契約が締結された後に対象となる株式を購入した場合には、公開買付価格を基準とする必要はないと裁判所が判断したことによるものである。従って、ダイワボウ情報システムに類似する状況又は他の極端な場合を除き、株式買取請求権に関する手続きを開始するために必要な事前の出費を正当化するだけの多数の株式を保有している株主は、取引における費用と金銭の時間価値の消失を考慮しなければ、少なくとも公開買付けにおいて提示されたのと同じ(若しくはそれ以上の)価格を株式買取請求において取得できると考え、適切に実施された取引においても株式買取請求権を主張するように動機付けられることになる可能性がある。

(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/>