



**Corp.** **Supreme Court Decision on Share Price in Minority Shareholder Cash Out Transactions**

On July 1, 2016, the Supreme Court (first petty bench) issued a decision (the “Decision”) that may have a material impact on Japanese M&A practice with respect to the determination of the price for callable shares (*zembu shutoku joko tsuki shurui kabushiki*) redeemed by a target company to cash out minority shareholders after a tender offer by an acquirer.

In this case, minority shareholders who did not tender their shares in a tender offer and were forcibly cashed out by the redemption of callable shares subsequently complained about the redemption price for the shares, which was equal to the tender offer price, and then filed a petition with the Tokyo District Court to determine a “fair” redemption price. (Before the enactment of the amended Companies Act in May 2015, a method whereby the target company converts its common shares into callable shares and forcibly redeems the callable shares was frequently used to cash out minority shareholders.)

In the decision issued by the Tokyo High Court on October 14, 2015, the court held that the redemption price should be determined by taking into account share price movements in the overall market following the announcement of the tender offer up until the redemption date. Accordingly, the Tokyo High Court rejected adopting a price equal to the tender offer price as the redemption price and determined the redemption price by using a method of share price regression analysis. However, detractors criticized the original decision on the grounds that, if the price may be adjusted retroactively due to an increase in share prices in the overall market, then (i) shareholders may selectively enjoy the benefits of the share price increase without being exposed to the risk of a share price decrease after the announcement of a tender offer and thus the

High Court’s decision incentivizes shareholders to take speculative actions and (ii) it would be difficult for an acquirer to accurately calculate the amount necessary for the acquisition of a target company and thus the High Court’s decision harms the predictability of such transactions.

In the Decision, however, the Supreme Court determined that if a tender offer is conducted through generally accepted fair processes, such as through seeking opinions from an independent committee and professionals, and the target company thereafter redeems the callable shares at a price equal to the tender offer price, such redemption price will generally be deemed appropriate unless there are special circumstances where fundamental facts regarding the transaction have unexpectedly changed. Based on the framework of the Decision, as long as procedural fairness in a tender offer is ensured, the courts, in principle, would determine the redemption price for callable shares as the tender offer price. Therefore, the Decision dispels the concerns about speculation and predictability, and should increase procedural stability in cash out transactions.

After the enactment of the amended Companies Act in May 2015, rather than using callable shares, the primary methods used for cash out transactions have been: (i) demands for the sale of shares (in cases where an acquirer holds 90 percent or more of the total voting rights of the target company) and (ii) reverse share splits (in cases where an acquirer holds less than 90 percent of the voting rights). The framework of the Decision will most likely apply also to the determination of the share price in cash out transactions using the two methods above, and thus we believe that the resulting increase in predictability and procedural stability in cash out transactions will have a material impact on the M&A practice in Japan.

**Tax**

**Amendment of Administrative Guidelines for Transfer Pricing, etc. (June 28, 2016):** The National Tax Agency amended the administrative guidelines for transfer pricing concerning, among other things, its audit policy, in association with the development of transfer pricing documentation pursuant to the 2016 Tax reform. Simultaneously, new guidelines concerning administrative matters such as audits and APAs (advance pricing agreements) relating to the taxation of foreign corporation income attributable to its permanent establishment were introduced.

**Corp.**

**Signature Certificates of Foreigners Attached to Commercial Registration Application (July 1, 2016):** The Ministry of Justice announced that, starting June 28, 2016, the signature certificates of foreigners attached to commercial registration applications may be those prepared by the “authorities of the country of nationality” (e.g. consul) of the relevant foreigner, located in the country where such foreigner has residence; whereas, before the announcement, only signature certificates prepared by “authorities of the country of nationality” of the foreigner located in the country of nationality of such foreigner or located in Japan could be used. As of June 28, 2016, the Ministry of Justice has issued a circular notice addressed to the Directors of the Legal Affairs Bureau and Local Legal Affairs Bureau outlining this change.



## JAPAN LEGAL UPDATE

Corp.

### 少数株主のキャッシュ・アウトにおける株式取得価格に関する最高裁決定

最高裁判所（第一小法廷）は、平成 28 年 7 月 1 日、公開買付け後に少数株主のキャッシュ・アウトのために行われた全部取得条項付種類株式の取得の価格決定につき、実務上大きな影響を与える決定（以下「本決定」といいます。）を下しました。

本件は、公開買付けに応じず、その後、全部取得条項付種類株式の取得によって強制的に株式を取得された少数株主が、公開買付価格と同額とされた当該株式の取得価格につき不満を示し、裁判所に対し、公正な取得価格の決定を申し立てた事案です（平成 27 年 5 月の改正会社法施行前において、普通株式を全部取得条項付種類株式に転換した上でこれを強制的に取得するという手法が、少数株主のキャッシュ・アウトのための手段として頻繁に使用されていました）。

原審（東京高等裁判所平成 27 年 10 月 14 日決定）は、公開買付け公表後取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして取得価格を算定すべきであると判断し、公開買付価格を取得価格として採用することなく、株価の回帰分析の方法等に基づく算定を行いました。かかる原審の判断枠組みに対しては、市場全体の株価の上昇に応じて事後的な補正を行う余地を認めると、①株主は公表日以降の株価下落リスクを一切負うことなく株価上昇の利益のみを享受することになり、株主の投機的行動を著しく助長することになる旨、②買収者にとっては、買収に必要な資金額

の見込みを立てることが困難となり、取引の予測可能性を害する旨の指摘等がなされていました。

これに対し、本決定は、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなどの措置を講じ、一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われ、その後に対象会社が公開買付価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合、当該取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式の取得価格を公開買付価格と同額とするのが相当であると判示しました。本決定の判断枠組みによれば、公開買付けにおける手続的公正性が確保されていれば、裁判所は、原則として、公開買付価格と同額を全部取得条項付種類株式の取得価格として決定することになります。したがって、上記の原審の判断枠組みに対するような懸念は払拭され、今後はキャッシュ・アウトにおける手続的安定性が増すものと考えられます。

なお、平成 27 年 5 月の改正会社法施行後は、全部取得条項付種類株式の取得に代わり、買収者が対象会社の議決権の 90%以上を保有している場合には株式等売渡請求が、90%未満の場合には株式の併合が、それぞれキャッシュ・アウトの手法として多く用いられています。しかし、本決定の判断枠組みについては、これらの手法によるキャッシュ・アウトに伴う取得価格の決定の場面においても同様に妥当するのではないかと考えられており、本決定によるキャッシュ・アウトの予測可能性と手続的安定性の高まりが日本における M&A の実務に与える影響は大きいと考えます。

Tax

**移転価格事務運営要領の改正等（平成 28 年 6 月 28 日）** 国税庁は、平成 28 年度税制改正により移転価格税制に係る文書化制度の整備が行われたこと等に伴い、移転価格の調査の方針等に関する事務運営要領を改正しました。また、同日付で、外国法人の恒久的施設帰属所得に関する調査又は事前確認審査等に係る事務運営要領が制定されています。

Corp.

**商業登記の申請書に添付する外国人の署名証明書について（平成 28 年 7 月 1 日）** 法務省は、平成 28 年 6 月 28 日以降、商業登記の申請書に添付する外国人の署名証明書について、これまで当該外国人の国籍国又は日本に所在する「当該外国人の本国官憲」が作成したものでなければならなかったところ、当該外国人が居住する国等に所在する「当該外国人の本国官憲」（領事等）が作成したものであっても差し支えないことを発表しました。同取扱いについては、平成 28 年 6 月 28 日付で、法務局長及び地方法務局長宛てに法務省より通達が発令されています。