

**Delusions of Hostility:
The Marginal Role of Hostile Takeovers in Japanese
Corporate Governance Remains Unchanged**

Dan W. Puchniak *

- I. Introduction
- II. The Impact of *Failed* Hostile Takeovers is Limited to Increasing Ex Ante Threat
- III. Failed Hostile Takeovers Did Not Increase Ex Ante Threat Because They Were Not a Novel Feature of the Lost Decade Recovery
- IV. The Continued History of Failed Hostile Takeovers During the Lost Decade Recovery Reconfirmed Their Marginal Role in Japanese Corporate Governance
- V. The Increase in Japanese Takeover *Bids* is Not Evidence of an Increase in the *Ex Ante* Threat of Hostile Takeovers
- VI. Japanese Managers Did Not React Swiftly to the Purported Threat of Failed Hostile Takeovers
- VII. Japan's "Barriers" to Hostile Takeovers Began to Rebuild During the Lost Decade Recovery
- VIII. Conclusion

[p. 89-121]

SUMMARY

For decades, a cadre of Japanese corporate governance experts has perpetually claimed that Japan would inevitably develop a vigorous US-style market for hostile takeovers. Recently, this rhetoric has increased as a number of luminaries in the field have drawn

* This is an updated and condensed version of an article that was first published in the Berkeley Business Law Journal. I would like to thank the Berkeley Business Law Journal for their permission to reprint the article and excellent work editing the original published version. See, D.W. PUCHNIAK, The Efficiency of Friendliness: Japanese Corporate Governance Succeeds Again without Hostile Takeovers, in: Berkeley Business Law Journal 5 (2008) 195. I would like to thank Kyushu University and the Japanese Government for supporting the research for this article. Thanks also to John O. Haley, Kent Anderson, Leon Wolff, Luke Nottage, Tom Ginsburg, Kenichi Osugi, Mitsuhiro Kamiya, Michiaki Abe, Caslav Pejovic, Mark Fenwick and Hyeok Joon Rho for providing comments on earlier drafts. Special thanks to Harald Baum for excellent comments and editing. To my wife and best friend, Norah, thank you for being you.

strained comparisons between the *de minimis* effect that repeated *failed* attempted hostile takeovers had during Japan's lost decade recovery (2002-2007) with the dramatic effect that the vigorous hostile takeovers market had on restructuring corporate America in the late 1980s. The myopic focus on predicting the arrival of hostile takeovers in Japan and straining to find comparisons with the evolution of American corporate governance has distorted the literature by creating the false impression that hostile takeovers have become an important mechanism in Japanese corporate governance. They have not.

This article aims to correct this distortion. It exposes, with the aid of case studies and empirical evidence, the fundamental flaws in claims by numerous Japanese corporate governance experts that hostile takeovers played a significant role in the lost decade recovery. The conclusion reached is that there is no credible evidence that hostile takeovers played anything more than a *de minimis* role in the recovery. This should not surprise. Hostile takeovers have consistently played only a marginal role in postwar Japanese corporate governance.

The conclusion reached in this article provides a caution against blindly attempting to understand the development of Japanese corporate governance by assuming that it inevitably will evolve towards the American model of corporate governance. It also provides a timely understanding of the marginal role played by hostile takeovers in Japan's lost decade recovery as other countries increasingly scrutinize Japan's lost decade in their attempts to respond to the global financial crisis.

ZUSAMMENFASSUNG

Die meisten Unternehmensrechtler und Ökonomen mit einem Interesse an der Art und Weise, wie die Corporate Governance in Japan strukturiert ist, gehen davon aus, dass sich unvermeidlich (auch) in Japan ein Markt für Unternehmenskontrolle durch feindliche Übernahmen nach US-amerikanischen Vorbild entwickeln wird. Diese Annahme hat jüngst erneut Auftrieb erfahren, als eine Reihe prominenter Experten fragwürdige Vergleiche zwischen der von ihnen behaupteten Rolle, die feindliche Übernahmeveruche bei der Erholung der japanischen Wirtschaft zwischen 2002 und 2007 nach dem sog. „verlorenen Jahrzehnt“ gespielt haben sollen, und derjenigen, die feindlichen Übernahmen zweifelsfrei bei der wirtschaftlichen Restrukturierung in den USA gegen Ende der 1980er Jahre zukam, aufgestellt haben. In der einschlägigen Literatur ist durch die rätselhafte Fixierung auf die Vorhersage feindlicher Übernahmen für Japan und die schiefen Vergleiche, die zu deren Begründung herangezogen wurden, der Eindruck erweckt worden, diese wären inzwischen zu einem wichtigen Instrument (auch) der japanischen Corporate Governance geworden. Das Gegenteil ist indes der Fall, diese spielen in Japan nach wie vor fast keine Rolle.

Der Beitrag versucht, die so entstandene Verfälschung zu korrigieren. Er deckt anhand von Fallstudien und empirischen Nachweisen die fundamentalen Irrtümer auf, die der vorstehend geschilderten Annahme zugrunde liegen. Als Ergebnis zeigt sich, dass feindlichen Übernahmen bzw. Übernahmeversuche allenfalls eine marginale Bedeutung zukam. Das sollte eigentlich keine Überraschung sein, denn im Japan der Nachkriegszeit haben diese im Rahmen der Corporate Governance noch nie eine wesentliche Rolle gespielt.

Die Schlussfolgerungen, die sich aus diesem Beitrag ergeben, legen eine Zurückhaltung bei dem Versuch nahe, die Corporate Governance in Japan unter der Annahme einer zwangsläufigen Konvergenz mit dem US-amerikanischen Modell zu interpretieren. Die daraus abzuleitende Skepsis mag für andere Staaten hilfreich sein, die mit Blick auf die japanischen Erfahrungen versuchen, die Folgen der aktuellen Finanzkrise zu bewältigen.

(Dt. Übers. durch d. Red.)