

ローランド ディー. ジー. に係るMBO及びブラザーによる同意無き買収の提案/時系列表

年月日	出来事 (ローランドDG及びタイヨウ)	備考	出来事 (ローランド)
2005以前			Taiyo Pacific Partners, L.P. 及びそのグループ (総称して「 タイヨウ 」という) が、ローランド ディー. ジー. 株式会社 (「 ローランドDG 」という) の親会社であった、楽器大手のローランドと接触
2005	タイヨウが、ローランドDGの株主となる		
2014. 5. 1			タイヨウと三木純一・ローランド社長によるMBOについての賛否を問うため、ローランドの大株主であったローランド芸術文化振興財団 (現・かけはし芸術文化振興財団) が、臨時理事会を招集したが、招集手続が問題視され、理事会をやり直すこととなった。
2014. 5. 14			ローランドが、タイヨウと三木純一社長によるMBOを実施すると発表。買収期間は、5月15日から6月25日までとされたが、7月14日まで延長された。
2014. 6. 20			ローランド芸術文化振興財団 (現・かけはし芸術文化振興財団) の評議員会において、売却賛成が3分の2以上に満たないことで否決となった。
2014. 6. 27			会社側が「ローランド芸術文化振興財団 (現・かけはし芸術文化振興財団)」としての総会出席者は専務理事であるとして、同財団理事長で当社創業者の梯郁太郎氏を個人株主扱いとした。このため、株主総会でも梯郁太郎氏と三木社長がMBOの是非を巡り激しく応酬する形となった。
2014. 7. 14 までに			発行株式の約82.92%の応募があったため、上記MBOが成立。
2014. 7. 14 より後			ローランド芸術文化振興財団保有分を含む残余株式はローランドが買い取る形となった。
2014. 10			ローランドのMBO完了
2014. 10. 26			ローランド、上場廃止

2014			上場子会社であったローランドDGに、ローランドが保有するローランドDG株式の一部を譲渡し、ローランドDGを持分法適用関連会社化
2015	ローランドが、持分法適用関連会社であったローランド DG株式の一部を売却したため、ローランド DGはローランドの持分法適用関連会社ではなくなる。		
2018～2019	イノベーションが進まず、パフォーマンスが悪かった		
2019	ブラザー工業（「 ブラザー 」という）から、タイヨウが保有するローランドDG株を譲って欲しいとの申し出があった。タイヨウは、この申し出を断った。その代わりに、タイヨウは、ブラザーに、ローランドDGの経営陣を紹介した。		
2019～2023	ブラザーが、ローランドDGと協業プロジェクト（産業印刷機の共同開発）を行った。	この協業プロジェクトについて、タイヨウ（及びローランドDG）は、ネガティブに評価	
2020. 3	田部耕平氏が社長に就任。 Taiyo Pacific Partners L.P. のCEOであるブライアン・K・ヘイウッド氏（「 ヘイウッド氏 」という）が、社外取締役就任に就任。	ヘイウッド氏の社外取締役就任当時（2020年3月19日）のローランドDG株式の終値（1,046円）と2023年12月20日（タイヨウが、ローランドDGに対して同社の中長期企業価値向上に向けたパートナーシップに関する最終提案書を提出した日）のローランドDGの終値（3,705円）との比較において、3.54倍に上昇した。	
2020. 12. 16			ローランド、東京証券取引所第1部に株式を再上場 上場廃止（2014年10月27日）前の2014年3月期と2020年12月16日に東京証券取引所市場第一部に再上場を果たしたのちの通年実績である2021年12月期との比較において、ローランドの単一セグメントである電子楽器事業（当時連結子会社であったローランドDG事業を除く）の売上高は1.85倍、EBITDAは4.92倍、ROIC (Return On Invested Capital。投下資本利益率) は7.18倍となる成長を果たした。
2023. 9. 1	ブラザーが、ローランドDGに対し、1株4800円のTOBを提案。 ローランドDGにおいて、この提案の検討を開始。		
2023. 9. 8	アンダーソン・毛利・友常をLAに選任		
2023. 9以降	ローランドDG経営陣が、ブラザーを含めた第三者による非公開化での企業価値向上策の検討に入った。		
2023. 9. 20	野村證券を、FA及び第三者算定機関に選任		
2023. 9. 29	ブラザーとは継続協議を実施すること、また、当該協議と並行して、ブラザー以外の候補先として野村證券の助言を踏まえ選任したタイヨウ及びPEファンド2社に対しアライアンスの可能性についてヒアリングを行い、前向きな回答が得られた場合には 入札手続（「本入札手続」といい、かかる入札を「本件入札」という）を実施することを決定した。 なお、ブラザーについては、ブラザーの提案の内容を評価・検討し、シナジー及びディスシナジーを検討した上でローランドDGの企業価値を中長期的に向上させる取引であることが確認できた段階で、本入札手続を案内することも同日に決定した。	① 本入札手続にブラザーを参加させなかったことは許されるのか？ この点については、本書が添付資料として添付された「同意無き買収vs. MBOーローランドDG（タイヨウ）による、ブラザーの同意無き買収提案に対する対応の分析（大正製薬HDのMBOについてのコメントも添えて）」（「 本件分析 」という。本件分析において定義された用語は、本書において異なって定義されない限り、本件分析において定義されたとおりに本書において使用される）参照。 ②PEファンド2社について：特別委員会の委員長を務める笠原康弘弁護士がベイン・キャピタルの仕事にリーガル・カウンセラーとして携わっているのか、かかるPEファンド2社と笠原弁護士との間で利害相反の問題が無かったのか否かについては、公開買付届出書の中に記載すべきだったと思われる。	

	ローランドDGは、野村証券を通じてPEファンド2社にヒアリングを行った。	その後、ヘイウッド氏は、ローランドDGの取締役会におけるMBOに係る検討には一切参加しなかった。 時系列で見ると、ヘイウッド氏は、ローランドDGのLA、FA及び第三者算定機関の選任に関わっていたように思われる。	
2023. 10. 2	ローランドDGは、タイヨウに初期的な検討依頼を行った。		
2023. 10. 5	ローランドDGは、野村証券を通じてタイヨウにヒアリングを行った。		
2023. 10初旬まで	3社とも前向きに検討する旨の初期的な回答を受領した		
2023. 10初旬から	当該3社に対する本入札手続を実施		
2023. 10中旬から下旬	3社との面談等を行った		
2023. 10下旬から 2023. 11上旬	ローランドDGの中長期的な企業価値向上に向けたパートナーシップに関する初期的提案書を3社から受領した		
2023. 11. 6	初期的提案書における提案価格が最も高い1社に加え、対象者（Roland DG。以下同様）に対する理解、対象者の中長期での企業価値向上を見据えた戦略及び施策の観点で評価できた1社を選任し、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである野村証券を通じて、優先的な協議を進める候補先としてタイヨウを含む2社を本取引の実施に向けたデュー・ディリジェンスのプロセスに招聘した	ローランドDGの経営は、タイヨウによる影響を相当程度受けており（タイヨウがローランドDG株式の19.41%【注】を保有）、そのローランドDGが選任した野村証券が本件入札の2次選考に残る2者を選任することに関わらせたことが合理的であったか、疑問が残る。 【注】：この所有割合は、発行済株式総数(12,319,911株)から自己株式数(518株)を控除した株式数(12,319,393株)に対する割合を意味する。	
2023. 11中旬から 2023. 12中旬まで	デュー・ディリジェンスが実施された		
2023. 12. 17	Taiyo XYZ Group, L.P.（ケイマン諸島リミテッド・パートナーシップ）（「 本ファンド 」という）設立。タイヨウが本ファンドの運営管理を行っている。	タイヨウは、本件入札の結果が出ない段階で本ファンドを設立しているが、自分が選ばれることが分かっていた（ローランドDGをタイヨウが支配しているため）からそのようにしたのであるか、それとも、単に、そのような事態に迅速に対応できるようにそのようにしたのであるか？	
2023. 12. 20	タイヨウを含む2社から、対象者の中長期的な企業価値向上に向けたパートナーシップに関する最終提案書（かかる最終提案のうち、タイヨウからのものを「 タイヨウ提案 」という）を受領した。 タイヨウ提案において、公開買付価格は5035円とされた。	タイヨウ提案は、MBOをタイヨウだけでなく、田部耕平氏と共に行うという提案が含まれていた。それを受けて、田部氏は、それを検討することにした。	

2023. 12. 21	<p>受領した2社からの提案書を比較・検討する中で、タイヨウが他の候補先(ブラザーを除く)と比較して、提案価格及び本取引(ローランドDG株式の全て(但し、ローランドDGが所有する自己株式を除く)を取得し、ローランドDG株式を非公開化することを目的とする、MBOのための一連の取引)成立に向けた蓋然性、中長期での企業価値向上を見据えた戦略・施策のいずれの観点からも優れていると考え、MBOの手法によりローランドDG株式の非公開化を行う、タイヨウ提案がローランドDの中長期的なさらなる成長及び企業価値向上の実現に貢献するという考えに至った。</p> <p>特別委員会設置：メンバーは、3名の独立社外取締役。委員長の笠原康弘弁護士は、長島・大野・常松のパートナー弁護士(ベイン・キャピタルの業務に外部のレギュラー・カウンセラーとして関与されてきたようである)。独自のFA及びLAの選任権(FA及びLAの報酬は、ローランドDG負担)は付与されていた。</p> <p>2023年12月下旬から2024年2月上旬の期間で、タイヨウ・パシフィック・パートナーズとの間でMBOに係る取引の実施に向けた協議を行うこととした</p> <p>ブラザーについて：ディスシナジーの発生可能性が払拭できていなかったことから、ブラザーの提案を評価・検討するために、ブラザーとの協議を引き続き継続していくことを確認した</p>	<p>田部氏は、2023年12月21日に実施された最終候補者の選定に係る取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、同日以降、ローランドDGの立場において本取引に係る議案の審議及び決議は一切参加せず、ローランドDGの立場においてタイヨウとの協議及び交渉にも一切参加していない。</p> <p>しかし、逆に言えば、田部氏は、2023年12月21日より前の時点においては、ローランドDGの立場において本取引に係る議案の審議及び決議に参加しており、ローランドDGの立場においてタイヨウとの協議及び交渉にも参加していたので、このことが法的に問題が無いのか明確にすべきではないかと思われる。</p>	
2024. 1. 16	ローランドDGが、タイヨウに公開買付価格の引き上げを要請		
2014. 1. 19	<p>タイヨウが、ローランドDGに、公開買付価格の引き上げの意向は無い旨回答</p> <p>XYZ株式会社(以下「XYZ」という)設立。本ファンドが、XYZの100%株主となった。</p>		
2024. 2. 6	ブラザーが、ローランドDGに対し、1株4850円のTOBを提案		
2024. 2. 9	<p>「ディスシナジー(マイナス効果)の懸念」発生による対象者製品の競争力低下及びこれによる中長期的視野での企業価値低下の蓋然性が払拭できない状況に変わりはなかったため、2024年2月9日開催の対象者取締役会において、ブラザーの提案に関する検討を中止するという従前の方針に変更がないことを確認</p> <p>上記の旨をブラザーに伝達</p> <p>XYZが、公開買付の開始に関するお知らせを公表</p> <p>ローランドDGが、MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせを公表</p>	<p>公開買付価格を5,035円とする旨の価格提案の妥当性を特別委員会においても確認</p> <p>5035円が少数株主保護の観点から妥当であると考えた理由：</p>	

		<p>(i)・取引条件の公正性を担保された措置が講ぜられた ・特別委員会の関与の下、XYZとの間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格 ・タイヨウ提案が最も高い提案価格である</p> <p>(ii)・野村証券の株式価値算定書のうちの、市場株価平均法及び類似会社非核法の各レンジの上限値を上回り、DCF法のレンジの中央値（4867円）を上回り、その範囲内に収まっている ・野村証券の株式価値算定書的前提は、2023.11.9付の事業計画 ・特別委員会は、野村証券の助言を踏まえつつ、ローランドDGから事業計画についての説明を受け、当該事業計画に作成過程及び内容に不合理な点は無いと考える</p> <p>【注】：事業計画の作成に、田部氏及びヘイウッド氏は関与しなかった 【留意点】：ローランドDGの経営におけるキーマンであるヘイウッド氏と田部氏の関与無しで事業計画が作成されたこと自体に疑問が残る。利益相反の問題を考慮してそのようにしたと思われるが、キーマン2人を関与させずに作成された事業計画がローランドDGが作成できる最高レベルのものではないと思われるので、そのような事業計画を前提として作成された野村証券の株式価値算定の結果を重視することには慎重でなければならないのではないかと思われる。このような点も考慮すれば、フェアネス・オピニオンも作成せずに、この5035円の公開買付価格フェアネス・オピニオンも受領せずに、この5035円の公開買付価格が妥当であると結論づけたことが合理的と言えるのかという点について疑問が残る。</p> <p>キーマン2人を関与させた形で事業計画を作成させたうえで、その妥当性をフェアネス・オピニオンの中で判断させるのが筋だと思われる。</p> <p>(iii)プレミアム： ①終値：29.27%（公開価格）vs. 45.85%、45.59%（プレミアム水準の平均値・中央値） ②直近1ヶ月間の終値の単純平均値：32.85% vs. 48.76%、49.41%（プレミアム水準の平均値・中央値） ③直近3ヶ月間の終値の単純平均値：36.97% vs. 52.45%、53.69%（プレミアム水準の平均値・中央値） ④直近6ヶ月間の終値の単純平均値：42.55% vs. 54.16%、55.78%（プレミアム水準の平均値・中央値） 【注】：この公開価格5035円のPBRは、5035円÷2,953.97円（2023年12月31日現在の1株当たり純資産）≒1.7045である。</p> <p>(iv)特別委員会も妥当と判断</p>	
2024.2.13	XYZが、ローランド DGを対象者として公開届出書を提出（TOB価格：5035円） ローランド DG、意見表明報告書提出（応募を推奨）		
2024.3.13	ブラザーが5200円での対抗TOB開始を予告		
2024.3.22	特別委員会が、西村あさひをLAに選任		
2024.3.27	取締役会：タイヨウの買付には賛同するが、応募については、推奨を撤回し、中立の立場を採る旨届出		
2024.4.19	ヘイウッド氏がメディアでMBOの意義を語る		
2024.4.26	タイヨウがTOB価格を5370円に引き上げ ローランドDGの小川和宏常務が緊急会見で「ディスシナジー」の内容を開示		
2024.4.30	取締役会：タイヨウの買付には賛同するが、中立の立場を撤回し、推奨に変更することにする旨届出		

	テレビ東京「ワールドビジネスサテライト」にローランドDGの田部耕平社長が出演		
2024. 5. 9	ブラザーがTOB価格を引き上げないことを発表		
2024. 5. 15	タイヨウによるTOBが成功		
2024. 5. 16	ブラザーがTOB開始予告を取り下げ		