

Management Insights

ロールアップ M&A 戦略

2025 年 2 月

グロービス経営大学院
テクノバート経営研究所 (TechMaRI)
副主任研究員 吉田晃宗

本レポートは、公表資料や各種出典を基に作成した。本レポートのいかなる部分もグロービス経営大学院に許可なく転載、複製、または頒布することを禁じる。

©2025年グロービス経営大学院

目次

はじめに	3
1. ロールアップの定義	3
2. 日本におけるロールアップ	4
2.1. コロナ禍以前（ロールアップ前史）	4
2.2. 注目が高まるコロナ禍以降	4
2.3. ロールアップ IPO の成功	6
2.4. ロールアップ戦略をとる企業の例	7
2.5. 制度変更の追い風（M&A 待機資金の調達）	9
3. 米国におけるロールアップ	10
4. 日本における近年の成功企業の分析	14
4.1. GENDA	14
4.2. AnyMind Group	20
4.3. 五常・アンド・カンパニー	24
5. 成功企業の共通点	27
6. 結語	30
参考文献	30

はじめに

本レポートでは、日本の資本市場・スタートアップエコシステムで注目されている「ロールアップ」買収型の成長戦略について現状を整理する。ロールアップは古くからある戦略だが、近年、ロールアップ戦略を採用して成功した海外スタートアップが出現し、日本でも大型 IPO（新規株式公開）の成功例が出てきている。日本のロールアップの現状や、米国ロールアップ IPO のパフォーマンス研究を紹介した後に、ロールアップで成功しているとされる GENDA、AnyMind Group、五常・アンド・カンパニーについて振り返り、その共通点を考えてみたい（以下、断りがない場合、データ・役職はすべて 2024 年末時点とする）。

1. ロールアップの定義

まず M&A（合併・買収）の文脈で使われる「ロールアップ」の定義を確認する。実務や学術の分野では「細分化／分散型／小規模事業者が多く存在」する業界で「同業を連続的に買収」することによって、規模の経済性を効かせ、企業価値の成長を図る戦略と定義されることが一般的である。

以下の図表1のような定義が存在する。三菱 UFJ リサーチコンサルティング（2020）の定義は実務界での認識と考えられ、三菱 UFJ 証券が主幹事を務めたポート社の新株発行時資料にも同様の定義が記載されている。一方、杉浦（2022）は日本の、Ritter（2015）は米国の学術界での定義と言えるだろう。いずれを見ても、サプライチェーンを垂直的に統合する「バーティカル」な買収や、楽天のような経済圏を構築するタイプの買収と異なることがわかる。

図表 1：各分野での「ロールアップ」戦略の定義

ロールアップ型の M&A とは、小規模事業者が多く存在する業界（いわゆる「分散型業界」）において、その業界に属する有力企業が、同業界において相対的に規模の小さい企業を連続的に買収することにより、規模の経済性を発揮して、企業価値の向上を図る M&A 戦略を指す。	三菱 UFJ リサーチ コンサルティング （2020）
（ロールアップは）フラグメンテッドな（市場集中度の低い）市場において、多数の同業を水平的に買収し、規模の経済性を効かせる戦略を取る買収行動と言える。	杉浦（2022）
ロールアップとは、成長が内部成長（オーガニック成長）ではなく、主に同業の買収によって達成される企業を指す。金融スポンサーの有無は問わない。「細分化された」業界をターゲットする場合が多い。少数の買収を計画する企業、1 件の大規模な買収を実施した企業、または追加の買収を実施する予定のない企業は除く。	Ritter（2015）

本レポートではひとまず、成長の軸として買収による外部成長を重視している企業が、小規模事業者によって細分化されている業界をターゲットとして、同業を連続的に買収していく戦略を「ロールアップ」と定義する¹。

¹ なお、M&A を繰り返すことで成長する企業を「シリアル アクワイアラー（Serial Acquiror）」と呼ぶ場合もあるが、これはロールアップ戦略以外の連続買収も包含した呼称である。

2.日本におけるロールアップ

新型コロナウイルス禍以降、日本においてロールアップ型買収戦略に対する注目が急速に高まっている。理由は大きく分けて二つ。一つは事業環境の変化であり、もう一つはロールアップ戦略を採用したスタートアップの成功だ。足元では上場企業がロールアップ戦略を取りやすくなる制度変更も出てきている。

2.1. コロナ禍以前(ロールアップ前史)²

日本のバイアウト市場が発生した 1990 年代後半頃より、プライベートエクイティ(PE)、とりわけバイアウト・ファンドによるロールアップの取り組みが存在していた。

M&A 件数が比較的多いケースで、日本での初期のロールアップ成功例として挙げられるのが、ゴルフ場運営会社を対象にしたパシフィックゴルフマネージメント(PGM)とアコーディアゴルフである。前者は外資系ファンドのローンスター、後者は外資系投資銀行のゴールドマン・サックス・グループが手掛けた案件である。いずれも、経営が悪化したゴルフ場の再生支援という形で、多数のゴルフ場運営会社を買収し、経営管理機能の集中やシステムコストの圧縮、規模の経済を迫及することで、経営の効率化を達成した。PGM は 2005 年 12 月(公開価格ベースの時価総額 1310 億円、PER44 倍)、アコーディアは 2006 年 11 月(同 2044 億円、PER20 倍)に、当時の東京証券取引所 1 部に上場した³。

上場以外の EXIT も存在し、例えば PE のアドバンテッジパートナーズが関わるファンドが投資したユナイテッドパートナーズは、2008 年 4 月にダイア管理株式会社(現コミュニティワン株式会社)を買収以降、5 件のマンション管理会社の M&A を実行した。その後、ファンドは全株式を東急コミュニティーに譲渡し、業界第 1 位のマンション管理会社グループが誕生することになった。

上場企業で、ロールアップという単語を積極的に開示資料に掲載しはじめたのはメガネスーパー(ビジョナリーホールディングス)である。2011~2013 年の 3 期連続で債務超過に陥った同社は、2012 年に創業家が経営陣から退き、アドバンテッジパートナーズを中心とする投資ファンド主導で経営再建を目指すことになった。2013 年に投資ファンドの要請で三井物産出身の星崎尚彦氏が社長に就任し、2016 年 4 月期には 9 期ぶりに営業利益が黒字化、債務超過も解消され、上場廃止を免れることになった。その後、2017 年ごろから「攻め」の施策として IR 資料に掲げられたのが、同業他社の「ロールアップ」であった。

この他にも、アドバンテッジパートナーズやアント・キャピタル・パートナーズなどの PE によって、様々な業界でロールアップが進められてきた。

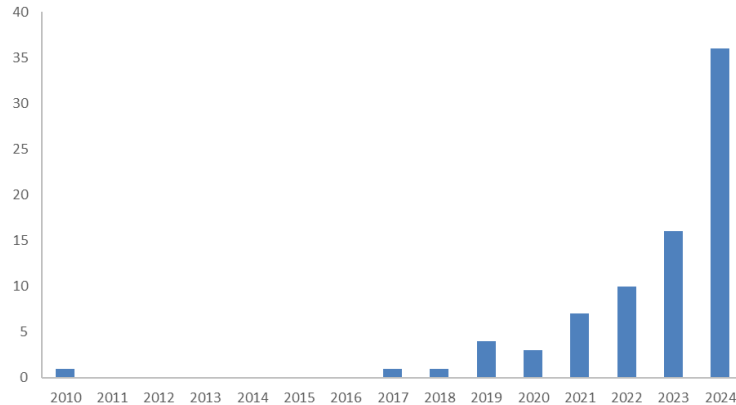
2.2. 注目が高まるコロナ禍以降

2021 年以降、開示資料に M&A の文脈で「ロールアップ」という単語を掲載する上場企業が増加している。2010 年代の日本経済は低金利(負債調達コスト)が常態化しており、マクロ経済的に M&A のための資金を調達しやすい環境であった。では、なぜ 2020 年代に入り、ロールアップへの関心が高まっているのか。この要因は大きく 2 つあると考えられる。

² 杉浦(2022)、上野(2023)、日本バイアウト研究所編(2023)を参照した。

³ 現在、アコーディアはゴルフ場運営で国内首位、PGM は国内 2 位で、両社ともに遊戯機メーカーの平和(6412)の傘下となっている。

図表2：開示資料において「ロールアップ」を明記している企業数



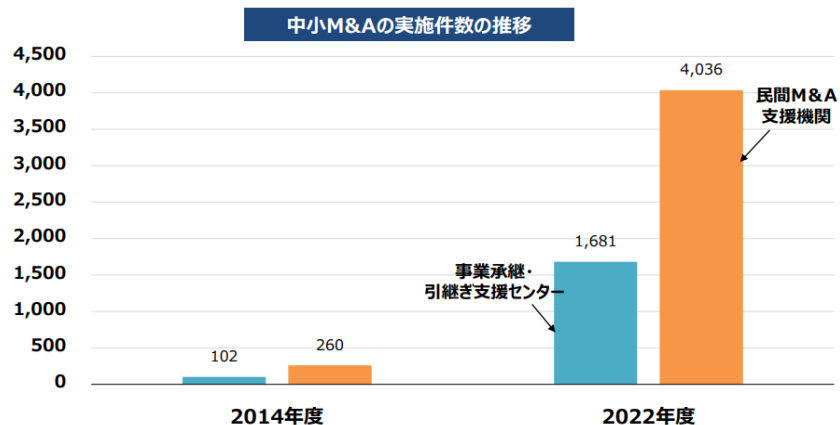
出所：開示資料から筆者作成。

注：M&A と無関係なロールアップ（ファッション関連の用語等）は除外。2000 年以降のデータを調査したが、09 年以前は対象なし。

一つは、中小企業をめぐる経営環境の変化がある。中小企業の経営者の高齢化が進んでおり、後継者不足という問題を解決するため、事業承継目的の M&A が活発化している。加えて、新型コロナ禍以降、中小企業支援策である「ゼロゼロ融資」（実質無利子・無担保）を受けた企業の多くが、返済期限を迎える 2023～2024 年に倒産を選んでいるように、資金繰り環境は悪化。インフレや人手不足も経営を圧迫している⁴。こうした環境変化を受け、事業承継や身売りを選ぶ企業の受け皿として、M&A が増加した。民間 M&A 支援企業の業績は急拡大し、複数社が上場に至るなど、M&A をめぐるエコシステムが急速に拡大している。

事業承継時に事業売却を選んだ場合、売り手は、相続税よりも相対的に低い税率（キャピタルゲイン課税の 20.3%）でキャッシュを手に入れる可能性があるため、低いマルチプル（PER＝株価収益率などの投資指標の倍率）での売却が売り手にとって正当化されることになる。もちろん買い手から見れば、低マルチプルでの買収は割安取得となる。

図表3:中小 M&A 件数の推移



（注）2014年度の民間M&A支援機関の件数は、日本M&Aセンター、ストライク、M&Aキャピタルパートナーズ、オンデック、名南M&Aの5社の成約件数。
2022年度の民間M&A支援機関の件数は、M&A登録支援制度実績報告の成約件数。

出所：中小企業庁「[事業承継・M&Aに関する現状分析と今後の取組の方向性について](#)」

⁴ 坂口(2024)、増田(2024)を参照。

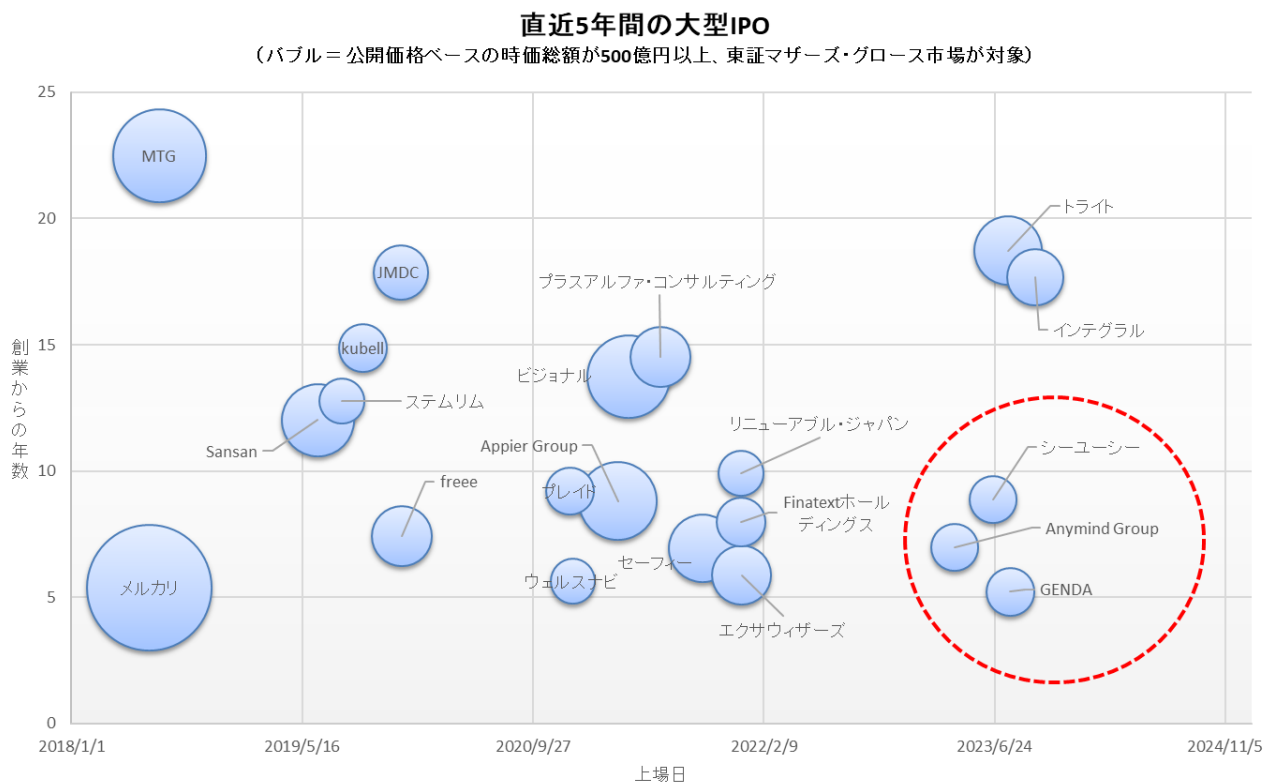
もう一つは「ロールアップ」戦略で「ユニコーン」が誕生したという、海外の成功ストーリーだ。コロナ禍以降、EC ブランドを連続的に買収しながら、マーケティング・オペレーションを効率化してさらなる成長を目指す EC ロールアップ(アグリゲーター)に注目が集まった。米国のセラシオ(Thrasio)は創業 3 年目の 2020 年 7 月、インドのグローバルビーズ(GlobalBees)は創業 9 か月目の 2022 年 1 月に、それぞれユニコーンの仲間入りをした⁵。

日本ではロールアップ戦略を採用した大型 IPO の成功例が出てきており、未上場企業でもロールアップ戦略を採用する企業が後を絶たない。上場企業でも、改めてロールアップ戦略を掲げる企業が出現している。

2.3. ロールアップ IPO の成功

東証マザーズ市場、そしてその後継として 2022 年 4 月からスタートした東証グロース市場を対象に、直近 5 年間(2018~2023 年)の公開価格時点の時価総額が 500 億円を超える IPO を「大型 IPO」とみなし、グラフ化(図表 4)したところ、ロールアップ戦略を採用している GENDA、AnyMind Groupe(以下、「AnyMind」という。)⁶、シーユーシーの 3 社が創業から短期間で大型上場を果たしていることがわかる。早期に上場前で時価総額 500 億円、上場後にユニコーンを目指す重要な経営手法であると言えるだろう。

図表4:直近 5 年(2018~2023 年)の大型 IPO



出所: 各社開示資料、トレーダーズ・ウェブに基づき筆者作成

⁵ Simran Vaswani(2022)、平川(2023)を参照。なお、セラシオは販路を Amazon に依存していたため、コロナ禍が明けて EC 需要が減速したタイミングで破産法第 11 条(チャプター11)を申請している。破産の原因として負債調達に依存していたことを指摘する声もある。

⁶ AnyMind Groupe は、広告分野における東南アジアの中小事業者を連続買収することを成長戦略の軸に据えているという点で本稿の定義に該当するため、ロールアップと定義する。AnyMind 自身もロールアップ戦略というキーワードを開示資料で使用している。

図表5:ロールアップ IPO とされる企業の一覧

企業名	創業年	ターゲット	累計 調達額 (億円)	代表者 (持株比率)	M&A 件数		上場後 PO	時価総額(億円)			
					上場 前	上場 後		公開 価格	P/E	直近	P/E
GENDA (9166)	2018	アミューズメ ント施設	26	アミューズメント施 設 運 営 の 重 鎮 (15%)と外資系 証 券 出 身 者 (6.53%)が共同 代表	11	22	有	601	16	1966	46
AnyMind Group (5027)	2015	アジアのイン フルエンサー、 マーケティン グ企業	110	アドテク・ネットマ ーケティング企業 で東南アジアを担 当していた社員が 起業(40.63%)	7	2	無	569	赤字	599	38
シーユーシー (9158)	2014	在宅介護・ホ スピス	20	エムスリー元社員 (6%)	14	3	無	557	15	509	23

出所:各社開示資料、日本経済新聞電子版に基づき筆者作成

注:P/E は会社予想 PER(直近は 2024 年末時点)

2.4. ロールアップ戦略をとる企業の例

日本では上場企業のうち、伊藤忠商事がロールアップ戦略を念頭においたグループ再編(タキロンシーアイ、大建工業の完全子会社化)を進めるなど、ロールアップ戦略を打ち出す企業が増えてきている。GENDA や AnyMind、シーユーシーなど、ロールアップ戦略を進めて大型 IPO を果たした企業も現れている。

また、未上場企業でも EC ロールアップモデルの Forest、ACROVE などが注目を浴びているように、スタートアップがロールアップの主体として現れるようになったことも大きな変化の一つと言えよう。

東京大学応用資本市場研究センターは 2024 年 10 月に公表した政策提言レポート「東証グロース市場の IPO 企業の低成長問題」のなかで、「非連続型成長を IPO 後も持続的に実現するためには、M&A の積極的な活用によるビジネスモデルの再構築や海外への事業展開が不可欠である」「M&A の戦略的活用を通じた企業成長という視点をスタートアップの起業家に広めるためのセミナーなどを積極的に企画していくことが不可欠」としている。上場か未上場かによらず、今後もスタートアップの M&A が増える可能性はあり、その戦略の一つとしてロールアップを掲げる企業が増えていくことは十分考えられるだろう。

図表6：ロールアップ戦略を掲げる上場企業の例

企業名	業種	ターゲット
Orchestra HD	デジタルマーケティング	同業
トリプルアイズ	システム開発	同業
ENECHANGE	電力・ガス切り替えサイト	同業
エニグモ	個人輸入代行・旅行サイト	海外旅行アクティビティサプライヤー
ポート	電力・ガス切り替えサイト	同業
ヤマノ HD	和洋装品・宝飾品販売	同業
伊藤忠商事	総合商社	・タキロンシーアイを完全子会社化し川下流通網・競合を買収 ・大建工業を完全子会社化し施工会社を買収
セレンディップ HD	自動車部品	自動車部品等の中堅中小製造業
SHIFT	ソフトウェアテスト	システム開発・保守
ヨシムラ・フード HD	食品製造・販売	中小食品企業
ジェイドグループ	ロコンド等の EC 運営	ファッション系 EC
ナガホリ	宝飾品大手	同業

出所：各社開示資料から筆者作成。HD はホールディングス

図表7：ロールアップ戦略とみなされる未上場企業一覧

企業名	創業年	ターゲット	調達	累計調達額	代表者
五常・アンド・カンパニー	2014	マイクロファイナンス	現在シリーズ F で、VC・金融機関のほか、投資信託からも出資あり	777 億円	早稲田大学大学院(MBA)修了。外資系証券、PE を経て創業。
Withmal	2018	動物病院	PE のキャタルトンが出資(23 年)	不明	獣医大に入学、大手 IT で新規事業に関わった後、起業
ACROVE	2018	EC	シリーズ C 時点で VC 等から累計 38 億円を調達	38 億円	AnyMind 勤務後に独立、プロテイン EC 販売からスタート
FUNDiT	2021	中小型 IT	複数の VC から調達、エアトリが出資	不明	リクルート、ジーニー勤務。個人として複数の IT 事業買収を経験
NEWMO	2024	タクシー	VC、事業会社等から 18 億円を調達、3 月に岸和田交通への出資を発表。シリーズ A で 100 億円超を調達	120 億円	グリーCFO、メルペイ代表、メルカリグループ日本事業統括

出所：Pitchbook、各社ホームページ、各種メディアから筆者作成。調達額は負債調達も含む推計金額

2.5. 制度変更の追い風(M&A 待機資金の調達)

日本証券業協会では、新株発行による資金調達時に M&A を資金使途とする際の引受規則が見直され、改正された(2023 年 2 月 8 日に公表、7 月 1 日に施行)。この見直しによって、M&A のための待機資金確保を目的とする資金調達が実質的に可能になったと言える(図表 8 参照)。

図表 9 に示した通り、この改正以降、以前はほとんど観測されなかった公募増資(PO)の資金使途に「M&A」を明記する例が出てきている(なお、以前は「M&A 調査費用」などの名目での調達は存在した)。

図表 8:M&A を資金使途とする募集の引受規則改正に関する Q&A

	見直し前の課題	見直しの概要
① M&Aの実現可能性の確認	M&Aの実現可能性の確認を求めていること(特定のM&A先の存在が前提と考えられていたこと)、また、原則として1年以内の資金充当の期限の公表要請を求めていることから、M&Aの初期段階の資金調達、中長期的なM&A計画の資金調達に対応できない	- 特定のM&A候補先が存在しない場合も踏まえ、予定しているM&Aの分野、規模、時期、発行者の成長戦略における当該M&Aの位置付け、当該M&Aの実施に係る発行者の体制及び対応状況などの合理性を確認することとする - 原則1年以内とされていた資金充当の期限を廃止¹する
② 原則1年以内の資金使途の期限		
③ M&Aが実現されなかったときの代替使途	発行者に代替使途の公表要請を求めていることから、代替使途の検討を要しないと考えられる場合であっても、代替使途の検討が義務的であると考えられていた	主幹事会員がM&Aの実現可能性が高いと判断し、発行者が代替使途を検討していない場合には代替使途の公表要請は不要とする²
④ 資金調達後の事後開示	法令・適時開示制度において発行者に公表義務が課されている事項についても、発行者に公表要請することを求めている	法令・適時開示制度において発行者に公表義務が課されている事項については、引受規則における公表要請の規定を削除する

出所：日本証券業協会「[M&Aを資金使途とする募集の引受けに係る引受規則等の改正に関するQ&A](#)」

図表9:制度変更後の公募増資例

公表日	企業名(証券コード)	記載
2023/9/19	ポート(7047)	「人材、エネルギー領域を主としたロールアップ型 M&A 資金の獲得」(出所)
2024/7/16	GENDA(9166)	「差引手取概算額 99 億円について、 <u>全額を M&A 待機資金</u> とし、2025 年7 月末までに当社ならではのエンタメ経済圏の確立を目的とした今後の M&A 資金に充当する予定」(出所)
2024/9/17	トリプルアイズ(5026)	「当該調達資金につきましては、当社 AI ソリューション事業領域(AI 開発、システム開発、AI 自社サービス領域)のロールアップ型 M&A や、(中略)当社グループとシナジーの発揮が見込めるレガシー産業領域(例えば、自動車業界、医療業界、アミューズメント業界など)の M&A に充当する予定」(出所)

出所：各社開示資料に基づき筆者作成

3.米国におけるロールアップ

ロールアップ戦略は米国でも多くの企業が採用しており、トヨタの「カイゼン」を参考にしたダナハー・ビジネス・システム(DBS)で知られるダナハー・コーポレーションは代表的な例である。ダナハーは、初期は製造業を連続買収し、近年はライフサイエンス企業の連続買収にシフトしている。ダナハー以外にも、産業廃棄物サービスの Waste Management(WM)や葬儀サービスの Service Corp International(SCI)、害虫駆除の Rollins(ROL)など、長期にわたってロールアップ戦略で成長を続けている上場企業も存在する。

産業廃棄物回収とペストコントロール(害虫駆除)はともに、現場作業員が複数現場を効率的に回ることによって生産性が向上するため、規模(密度)の経済が効きやすい業界である。また、規制変更対応や技術開発(焼却炉・薬剤)なども継続的に必要であり、それを本社が一元化することによる経済性も得ることができる。

図表 10: 代表的な米国のロールアップ企業例

企業名	ロールアップ対象	EV/EBITDA(倍)	時価総額(10 億ドル)
Waste Management(WM)	産業廃棄物サービス	16	90
Service Corp International(SCI)	葬儀サービス	13	11
Rollins(ROL)	ペストコントロール(害虫駆除)	29	25
Danaher(DHR)	製造業・ライフサイエンス企業	24	146

出所: Capital Growth Strategies(2024)、日本経済新聞電子版から作成

IPO 研究を専門にしているジェイ・R・リッター教授(フロリダ大学)は、米国のロールアップ IPO(1980～2012 年、264 件)の株価パフォーマンスを調査している⁷。

リッター教授はまず、従来の研究において、PE がベンチャーキャピタル(VC)とバイアウト投資の 2 つに分類されている点から再検討している。というのも、この 2 つのカテゴリに明確に分類できない投資が相当数存在しているためだ。リッター教授は、自己資本だけでなく負債も活用し、有形資産への投資や買収を経営・成長戦略の軸とするような企業に対して、成長資本を出資する(ただし、バイアウト投資のように経営権は握らない)タイプのプライベートエクイティ投資を「グロースキャピタル(Growth Capital)」と定義し、従来の VC から切り離して分析している。

⁷ Ritter(2015)を参照。この研究におけるロールアップ IPO の定義は、IPO 時の目論見書で①「1 つの業界で複数の買収を計画している」②「その企業の事業戦略の重要な部分が①である」③「直近および計画中の買収により企業の売上が大幅な率で拡大することを示唆」の 3 点が明記されている企業としている。

図表 11: Ritter によるプライベートエクイティの分類

＜従来のプライベートエクイティの分類＞

プライベートエクイティ	ベンチャーキャピタル(VC)
	バイアウト

＜Ritter(2015)による分類＞

分類		経営に対する支配的な立場 (出資の目的)	投資先企業の経営
プライベート エクイ ティ	ベンチャーキャピタル (VC)	取らない(成長資本出資を目的に、 企業の増資を引き受ける)。	主に自己資本を使い、無形資産への投 資を経営の軸とする(例:IT テクノロジ ー、バイオテクノロジー)。
	グロースキャピタル (Growth Capital)	取らない(成長資本出資を目的に、 企業の増資を引き受ける)。	自己資本だけでなく負債も活用し、有 形資産への投資や買収を経営の軸とす る(例:各種小売店、葬儀場、病院・クリ ニック)。
	バイアウト	取る(経営権を握ることを目的に、 既存株主から株式を取得する)。	買収、事業売却、レバレッジ等を活用し ながら企業の再生を進める。

出所: Ritter(2015)を参考に筆者作成

この分類に基づき、ロールアップ IPO の上場後の株価パフォーマンスを調査した結果が図表 12 である。3 年後のスタイル調整後 BHAR(初値がついた日の終値比で 3 年間のリターンから、同規模・同 PBR 水準の企業群のリターンを控除)がプラス 3.8%となった。IPO 企業は初値以降の長期的パフォーマンスが伸び悩む傾向があるという先行研究に反し、ロールアップ IPO の長期的パフォーマンスはプラスの結果となった。

さらに、金融スポンサーありの IPO はプラス 27.4%、金融スポンサーなしはマイナス 24.0%と明確にパフォーマンスに差がついた。特に、グロースキャピタルがスポンサーとなっている IPO のパフォーマンスが突出して良い(プラス 46.1%)という結果が出た。

加えて、IT バブル期にあたる 1999～2000 年に IPO した企業群を抽出して分析したところ、グロースキャピタルがスポンサーとなっている IPO は、他のスポンサーやスポンサー無しの IPO に比べて相対的に堅調なパフォーマンスを示し、バブルの影響が限定的だったと考えられる結果も出ている。

図表 12:米国 IPO パフォーマンスの比較(1980～2012 年)

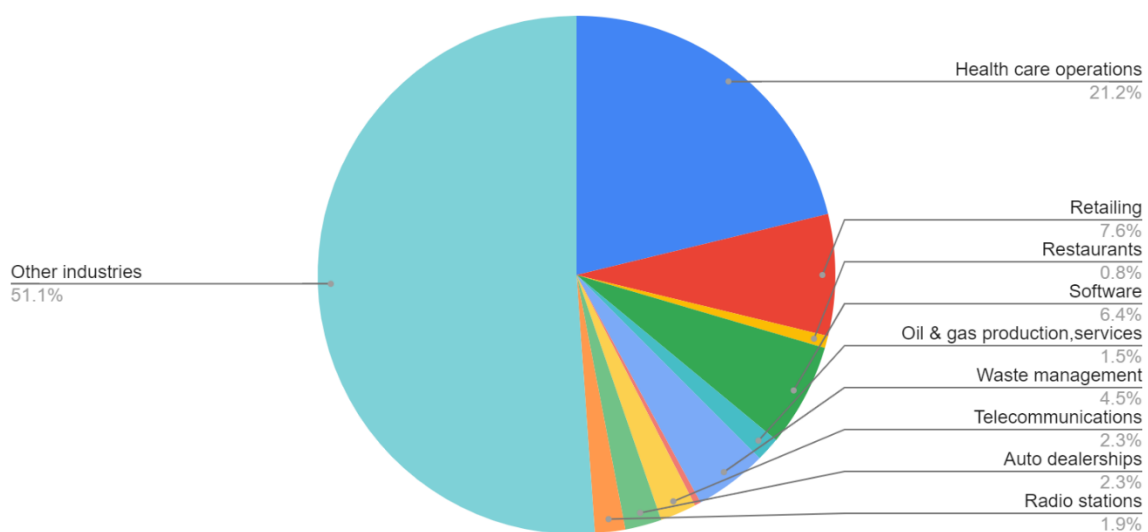
初値日終値から 3 年後平均リターン(BHAR)

	初値				
	IPO 数	上昇率	全体	市場調整	スタイル調整
Financial sponsored	3,757	22.6	27.4	-7.5	0.8
VC-backed (Growth capital 含む)	2,770	27.5	25.3	-11.2	0.9
VC-backed (Growth capital 除く)	2,426	29.4	20.2	-14.9	-2.6
Growth capital-backed	344	13.7	61.2	14.7	25.2
Buyout-backed	987	8.9	33.5	2.7	0.7
Nonfinancial sponsored	3,940	13.5	17.5	-29.6	-14.2
IPO 全体	7,697	17.9	22.3	-18.8	-6.9
ロールアップ IPO (Financial sponsored)	143	11.9	56.3	13.7	27.4
うち、Growth capital-backed	115	12.5	62.6	15.8	46.1
ロールアップ IPO (Nonfinancial sponsored)	121	12.5	-9.3	-59.8	-24.0
ロールアップ IPO 全体	264	12.2	26.2	-20.0	3.8

出所: Ritter(2015)より筆者作成

注: 初値上昇率と平均リターン(BHAR)の単位は%。市場調整は CRSP value-weighted index、スタイル調整は時価総額と簿価時価比率(PBR の逆数)でマッチングした企業群のパフォーマンスを控除。アドバイスや取締役の派遣などの経営管理とセットになった株式出資者(事業会社や CVC 除く)をスポンサーとして定義している。「VC-backed」は VC の出資を受けていることを意味する。

図表 13:米国のロールアップ IPO の業種内訳(1980～2012 年の 264 件)



出所: Ritter(2015)より筆者作成

図表 14:最近の米国のロールアップ IPO 例(2020~2023 年)

上場年月日	社名	創業	ターゲット
2020/02/07	OneWater Marine Inc	1997	水産品物流倉庫、船舶メンテナンス工場
2020/03/03	GFL Environmental Inc	2007	産廃管理、土壌改良
2021/01/15	Driven Brands Holdings Inc	1972	自動車修理・メンテ工場
2021/02/11	Apria Inc	1995	在宅医療サービス
2021/03/04	InnovAge Holding Corp	2016	高齢者ケアセンター
2021/03/26	Alignment Healthcare Inc	2013	健康保険
2021/04/15	AppLovin Corp	2011	アドネットワーク
2021/04/15	agilon health inc	2016	開業医
2021/04/23	Agiliti Inc	1939	医療機器管理
2021/06/10	LifeStance Health Group Inc	2015	メンタルヘルス外来
2021/07/23	Xponential Fitness Inc	2007	ピラティス・ヨガ等のインドアフィットネスブランド
2021/07/28	Snap One Holdings Corp	2005	リビング製品の販売・設置
2021/09/22	A.K.A. Brands Holding Corp	2010	ファッションブランド
2021/09/23	Sovos Brands Inc	2010	消費者向け食品ブランド
2023/08/30	INSPIRE VETERINARY Partners Inc	2020	獣医病院

出所:Ritter の集計データに基づき筆者作成

4.日本における近年の成功企業の分析

日本においてロールアップ戦略を採用していると明言・あるいはメディアで報じられる企業のうち、PER で 40 倍前後と上場後も高い評価を維持している GENDA、AnyMind、そして日本のユニコーン(企業価値が 10 億ドル以上の未上場企業) 予備軍として成長を続ける五常・アンド・カンパニー(以下、「五常」という。) をロールアップの成功例として、各社の開示資料や各種メディアでのインタビュー記事などに依拠し、再構成する形で特徴を整理・分析した(引用した記事は参考文献を参照)。

4.1. GENDA

GENDA は 2040 年までに「世界のエンタメ企業」になるという目標を掲げ、ゲームセンターやカラオケなどのエンタメ施設・企業のロールアップを進めている。2023 年 7 月に IPO を実施し、上場時には「ロールアップ」を最優先成長戦略として打ち出している。

共同創業者である代表取締役会長の片岡尚氏はイオンに入社後、アミューズメント施設運営のイオンファンタジーやイオンシネマ運営のイオンエンターテイメントの社長を歴任するなど、エンタメ施設運営業界の重鎮である。もう一人の共同創業者である代表取締役社長の申真衣氏はゴールドマン・サックス証券出身。エンタメ施設運営の専門家と金融専門家の専門家による共同代表チームとなっている。

GENDA はプライベートエクイティであるミダスキャピタルの出資を受け、ミダスキャピタルエンターテイメントとして 2018 年に創業。創業直後はアミューズメント施設向けの機器レンタル事業とセールスプロモーション支援を手掛けていた。現在のロールアップ戦略の主軸であるアミューズメント施設運営については、創業翌年の 2019 年に米国においてラウンドワンと合併会社 kiddleton を設立(50%出資)したところから始まった。その後、大手の一角であるセガエンターテインメントの 85.1%を取得(22 年 1 月に完全子会社化)、バンダイナムコの北米施設の譲受と、本格的にロールアップをスタートした。

図表 15:Kiddleton の施設イメージ



出所: [GENDA 開示資料](#)

2024 年末時点では上場前に 10 件以上、上場後には 20 件以上の買収を実施。既存店売上高は平均して 3 倍となり、2025 年 1 月期の店舗運営事業(エンタメ・プラットフォーム事業)のセグメント利益率は 13%となっている。時価総額は一時、2000 億円の大台を超えた。買収対象は、相乗効果のある飲食・VR といったコンテンツ、カラオケやミニロケ(スタッフの常駐しないゲームコーナー)といった隣接業態店舗に及ぶ。

図表 16: GENDA の主な買収・出資(上場前)

時期	イベント	戦略	ターゲット
2018 年 5 月	創業(アミューズメント機器レンタル)	-	-
2018 年 6 月	エスピーエスエス	パーティカル M&A	インスタ プロモーション
2019 年 6 月	中国に合併でマシンレンタル事業子会社設立(59%出資)	海外進出(中国参入)	-
2019 年 8 月	オンラインクレーンゲーム『LIFT る。』のサービス開始	-	-
2019 年 9 月	ラウンドワンと米国に子供向けアミューズメント施設運営の合併会社 kiddleton を設立(50%出資)	海外進出(米国参入)	-
2020 年 12 月	セガエンターテインメントの 85.1%を取得(22 年 1 月に完全子会社化)	ロールアップ M&A	国内同業
2021 年 4 月	バンダイナムコの北米施設	ロールアップ M&A	海外同業
2021 年 8 月	フクヤホールディングスと共同出資(51%)で合併会社を設立	新規参入	プライズ
2021 年 10 月	セガの台湾アミューズメント施設	海外進出(台湾参入)	海外同業
2021 年 10 月	ダイナモアミューズメントに 20.8%出資 (2023 年 9 月に完全子会社化)	出資	VR
2022 年 1 月	宝島	ロールアップ M&A	国内同業
2022 年 6 月	ハシラスに 12.5%出資	出資	VR
2022 年 10 月	スガイディノスのゲームセンター事業及びボーリング事業を取得、同映画館事業に出資	ロールアップ M&A	国内同業
2022 年 10 月	エービスのゲームセンター事業	ロールアップ M&A	国内同業
2023 年 7 月	IPO(158 億円調達)		

出所: GENDA 開示資料より筆者作成、記載がなければ完全子会社化・取得・譲受

図表 17: GENDA の主な買収・出資(上場後)

時期	イベント	戦略	ターゲット
2023 年 9 月	米合併会社 kiddleton を完全子会社化	ロールアップ M&A	海外同業
2023 年 9 月	ワズド社のスタッフ呼び出しサービス事業	バーティカル M&A	業務効率化
2023 年 9 月	ダイナモアミューズメントを完全子会社化	バーティカル M&A	VR
2023 年 10 月	レモネードレモニカの 66.0%を取得	新規参入	飲食
2023 年 10 月	アレスカンパニー	バーティカル M&A	プライズ
2023 年 11 月	GAGA の 78.05%を取得	バーティカル M&A	映画配給
2023 年 11 月	INP(日本ポップコーン)	バーティカル M&A	飲食
2023 年 12 月	中国でアミューズメント施設 1 店舗の経営権を取得	ロールアップ M&A	海外同業
2023 年 12 月	Pino Pino Zaurus	バーティカル M&A	飲食(海外)
2024 年 1 月	フクヤホールディングス	バーティカル M&A	プライズ
2024 年 2 月	シン・コーポレーションの 78.59%を取得 (「カラオケ BanBan」)	ロールアップ M&A (カラオケ参入)	国内同業
2024 年 6 月	VAR LIVE JAPAN の VR ゲーム事業	バーティカル M&A	VR
IPO~2024 年 6 月	国内アミューズメント施設・ミニロケの買収/子会社化を 6 件	ロールアップ M&A	国内同業
2024 年 7 月	シトラム	バーティカル M&A	飲食
2024 年 7 月	増資(99 億円調達)		
2024 年 8 月	音通	バーティカル M&A	カラオケ機器卸
2024 年 9 月	Cre8tFun へ出資	出資	メタバース
2024 年 9 月	アトムのカラオケ施設 1 店舗	ロールアップ M&A	国内同業
2024 年 10 月	マタハリエンターテインメントのアミューズメント施設1店舗	ロールアップ M&A	国内同業
2024 年 11 月	米ミニロケ運営の Claw Holdings(米 NEN)	ロールアップ M&A	海外同業
2024 年 12 月	カラオケの鉄人よりカラオケ 2 店舗取得	ロールアップ M&A	国内同業

出所: GENDA 開示資料より筆者作成、記載がなければ完全子会社化・取得・譲受

【なぜアミューズメント業界なのか】

GENDA は、アミューズメント業界は寡占化が進んでおらず、テクノロジーやマニュアル化を活用したオペレーションの高度化、効率化の余地が大きいと見ている。加えて、共同購買や物流の効率化による規模の経済も追及できる。また、クレーンゲームなどで景品を獲得できるタイプの「プライズ」ゲーム分野は成長期待があり、さらに日本の「kawaii」コンテンツの米国展開という成長シナリオも描けるという。

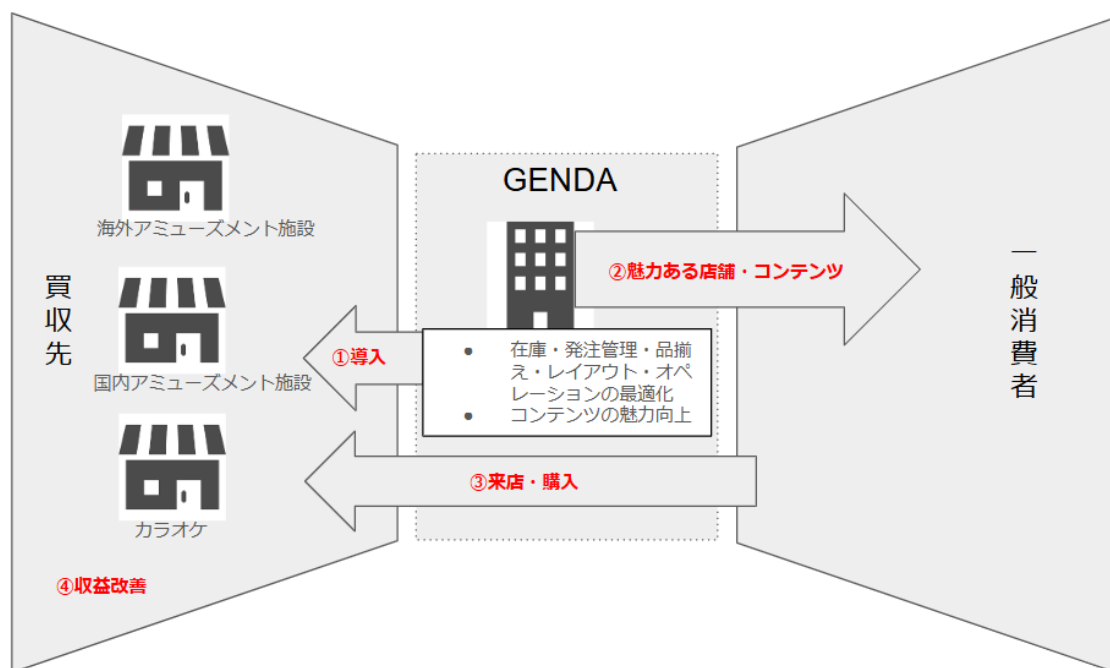
【PMI・シナジー創出】

GENDA の買収先には、ゲーム機やプライズの一括仕入れ、在庫管理や物流の効率化が「規模の経済性」として表れるのはもちろん、成長分野であるプライズゲームの比率向上やレイアウト変更、DX による業務効率の改善を通じたユーザー体験・収益の向上策を導入することで、ユーザー体験や収益向上を実現している⁸。

さらに GENDA は水平的なロールアップだけでなく、ロールアップした店舗に付加価値・競争力を与える可能性のあるコンテンツ関連の買収（プライズ、VR）や飲食系企業の買収も進めている。プライズや飲食品は、GENDA の国内外の店舗網を使って販売を伸ばせるうに、本来、外部流出していた利益を連結化して取り組むこともできている。

GENDA は店舗魅力向上のための投資を本体が集約し、買収先に展開することで、抜本的な成長・再生策を打ち出す投資余力・ノウハウ・コンテンツがなかったという買収先店舗のボトルネックを解消している。

図表 18: GENDA の中核会社としての役割(ボトルネックの解消)



GENDA の PMI (M&A 後の統合作業、ポスト・マージャー・インテグレーション) は、基本は 3 か月を目途に、フォーマット化されているという。PMI プロジェクトの立ち上げと同時に、まずステアリングコミッティ（意思

⁸ 景品の発注や在庫管理に関する課題について最適化を行うプロジェクトを通じて、発注や店舗間の振り分けの精度を上げた。

決定機関)を定め、事務局を設置し、その後、人事・総務、経理・財務、IT、購買、営業、開発といったテーマごとに分科会を設け、GENDA 側と買収先の双方から担当者をアサインする。PMI ではコンサルは使わない。多くの M&A を重ね、経験値が蓄積されているため、一連のフローが経営陣全員の頭に入っており、スピード感があるという。また、買収先の代表者には執行役員等のポジションを与え、買収先のキーパーソンを経営・執行に参加させるケースも少なくない。

【ソーシング・デューデリジェンス】

買収案件のソーシングについては、M&A 仲介会社や金融機関からの紹介もあるが、実行件数としては経営陣の人脈を使ったりファラル経由が多いという。GENDA の役員を中心に全員がソーシングにコミットし、常にアンテナを張っている。

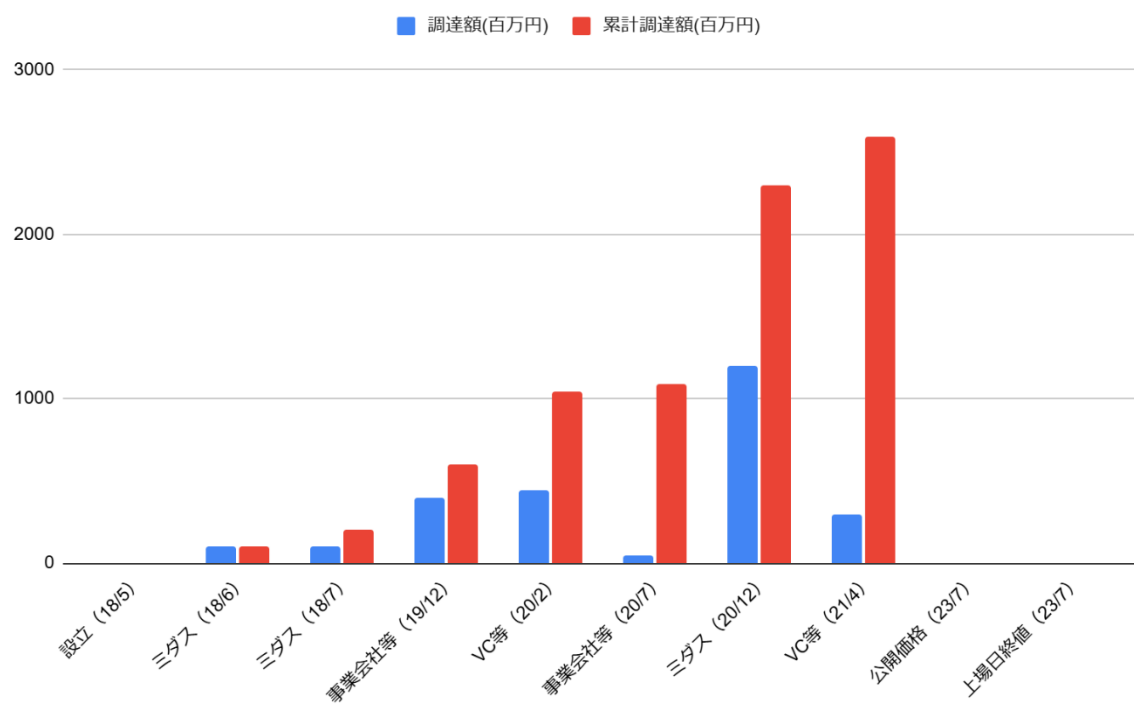
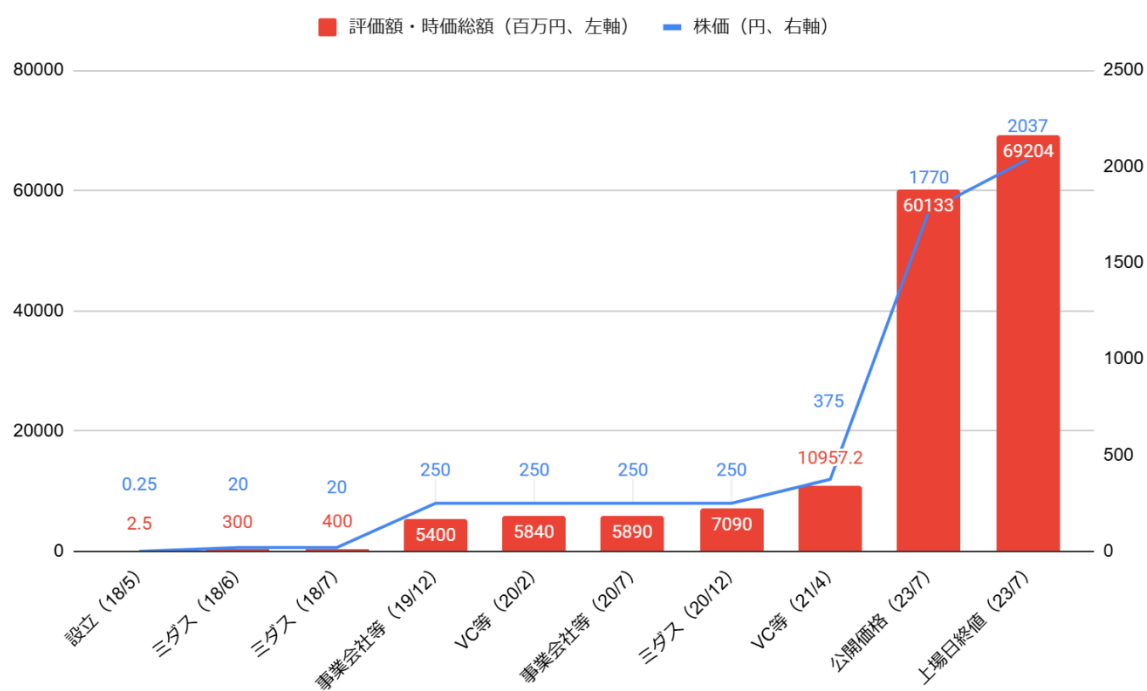
買収時には GENDA の掲げる「世界のエンタメ企業」という目標に共感してもらえるか、M&A 価格に双方が納得できるかを重視する。また、上場前から負債調達を活用した M&A を実施してきたため、キャッシュフローを生み出せる会社かどうかにも重視する。

ソーシングはもちろん、買収先企業との価格・条件交渉に立つ片岡氏はエンタメ業界の重鎮だ。エンタメ事業を運営する企業を探した結果、アミューズメント施設を展開するジャスコ(現・イオン)に新卒で入社する。当初はエンタメとは関係のない職場に配置されるが、家族にアミューズメント施設でパートとして働いてもらい、そこでの人脈を使ってアミューズメント事業部への異動を実現、株式会社イオンファンタジーの設立と同時に転籍を実現したというユニークな経緯がある。それだけ、アミューズメント産業への思いが強いと言えよう。また、GENDA のオペレーション担当の重要なポジションには元イオンファンタジー社員が少なくなく、片岡氏が人材のソーシングも担当していると見られる。

GENDA の代表ではないが、もうひとりのキーパーソンは、創業時以来の最大株主であるミダスキャピタル代表の吉村英毅氏だ。吉村氏のビジョンに共感して、GENDA の申氏やミダス取締役パートナーの寺田修輔氏(元シティグループ証券、じげん元 CFO)のようなプロフェッショナルが集まってきている。申氏と片岡氏を引き合わせたのもミダスの吉村氏だ。吉村氏は申氏と同じ東京大学経済学部を卒業、大学在学中に株式会社エアトリの前身の会社を起業。エアトリは 2016 年に東証マザーズ上場、17 年に東証 1 部に鞍替え、そして 18 年には DeNA トラベルを子会社化している。

ミダスキャピタル最大の特徴は、外部資本を集めず、ミダスキャピタルの関係者のみが出資する権利を持つ PE(プライベートエクイティ)ファンドである点だ。出資者を関係者に限定することにより、超長期目線の投資経営ができるようになる。さらに投資先を上場させつつも、保有株式を売り切らないことで、半永久的に複数の上場企業の筆頭株主でいることができる。こうして作り上げた「企業群」の時価総額総計を、短期的に 1 兆円、長期的に 100 兆円にするのがミダスの目標という。

図表 19: GENDA の資金調達履歴



出所: GENDA 開示資料より筆者作成

4.2. AnyMind Group

AnyMind は、ブランド企業(法人)やインフルエンサー・クリエイター(個人)向けに、企画、生産管理、EC サイトの構築・運用、マーケティング、物流管理をワンストップで支援するプラットフォームを開発・提供している。創業者である十河宏輔氏は、サイバーエージェントの完全子会社として設立されたアドテクノロジー企業であるマイクロアドに入社し、20 代半ばまでにベトナムなどアジア 6 ヶ国で現地法人を立ち上げ、その CEO として意思決定や事業運営も経験していた。

【なぜアジアの広告・EC 支援業界なのか】

2016 年にシンガポールで十河氏はシンガポールで AdAsia Holdings(2018 年に AnyMind Group へ改称)を創業。広告主向けのデジタルツール、インフルエンサーマーケティングプラットフォームなどの提供からスタートし、同年のうちにシンガポールを含めアジア 5 ヶ国での現地法人を設立した。インフルエンサーマーケティングが東南アジアで盛り上がり始めていた一方、マッチングプラットフォームはまだ存在しなかった時期だった。世界的な SNS の盛り上がりを見て、インフルエンサーがメディアになる時代を感じたが、インフルエンサーとブランド、消費者を広告でつなぐ最適な仕組みや広告ビジネスにおけるインフラ的な存在が不足しており、広告と親和性の高い相手同士をマッチングさせるプラットフォームを作れば、事業機会があると考えた。

【ソーシング・デューデリジェンス】

十河氏は、創業 1 年後の 2017 年に調達した 16 億円を成長投資として M&A に振り向けた。当時の VC の担当者が全面的に M&A を支援したという。最初の M&A を実施した頃はまだ CFO もおらず、M&A の経験もなかったため、VC の担当者が CFO 的な役割を果たし、十河社長と二人三脚でディールを進めたという。十河社長にインタビューした経験のある記者は「十河社長は人たらしというか、協力したくなるような不思議な魅力がある」と話していた。

国内外で 7 件の M&A を上場前に実施、さらに上場後に 2 社の M&A を実現している。M&A 対象企業は非技術系。現地のオペレーションと経営人材、ライセンスを獲得すること(アクハイアリング)を目指して、アジアにおける媒体支援(インフルエンサーネットワーク)企業や、広告運用代行などマーケティング支援企業、EC 支援(倉庫・物流管理含むイネーブラー)企業を上場前後で連続買収している。結果として、アジアにおけるマーケティングから EC・物流管理までを一気通貫でソリューションを提供するインフラ的なポジションを構築。日本の大手企業のアジア向け越境(クロスボーダー)案件も複数受注している。

日本の大手クライアントが東南アジア全体に広告を出したいと言ったとき、現地と連携する必要があるため、M&A でアプローチできる国を増やしていくことが非常に重要な要素となる。

買収先には、リストの優先順位に沿って、社長自ら会いに行くことが多い。先方の社長に「一緒にやるなら No.1 を目指そう」ということを伝え、No.1 を目指す覚悟、コミットメントを確認する。M&A 前から買収先の経営陣とグロースプラン、事業計画をともに考え、その計画に対してコミットメントを得て(資本関係を)スタートする。今後の成長ドライバーがどこか、勝てるケースと負けるケースの分析、KPI で顧客数やチャーンレート、解約の具体的な理由まで掘り下げ、その解約がすぐに改善できるものかどうかまで考える。

図表 20: AnyMind Group の主な買収

時期	イベント	ターゲット・戦略
2015 年 12 月	シンガポールで創業 (WEB 広告、インフルエンサーマーケティング支援)	-
2016 年	タイ、インドネシア、ベトナムに子会社設立 台湾に支店設立	海外進出
2017 年	カンボジア、日本、中国、香港に子会社設立	海外進出
2017 年 10 月	フォーエム	日本 (広告運用代行)
2018 年	マレーシア、フィリピンに子会社設立	-
2018 年 8 月	Acqua Media Limited	中華圏 (広告運用代行)
2019 年 3 月	Moindy Digital を子会社化	タイ (クリエイター成長支援)
2019 年 12 月	GROVE を子会社化 (2021 年 1 月に完全子会社化)	日本 (クリエイター成長支援)
2020 年 2 月	LYFT	日本 (D2C)
2020 年 3 月	POKKT Mobile Ads	インド (マーケティング)
2021 年 1 月	ENGAWA	日本 (マーケティング)
2022 年 2 月	IPO (50 億円調達)	
2023 年 5 月	Digital Distribusi Indonesia, PT	インドネシア (法人向け EC 支援)
2024 年 3 月	ARCHE DIGITAL SDN. BHD.	マレーシア (法人向け EC 支援)

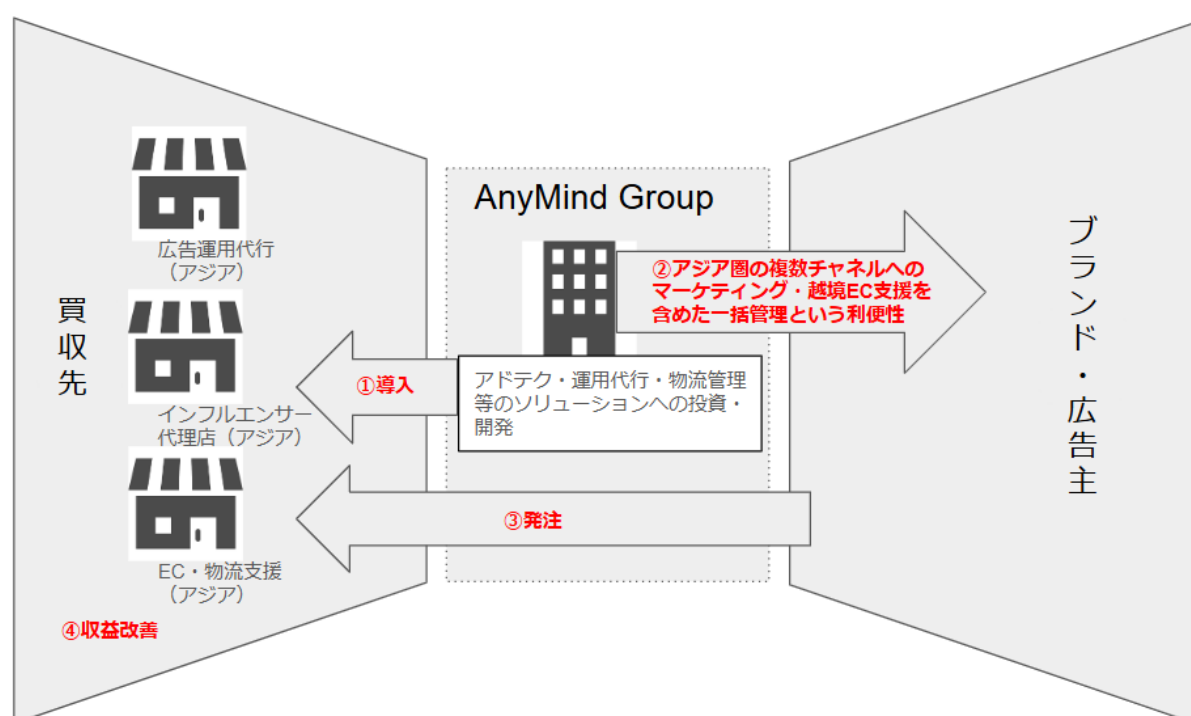
出所: AnyMind Group 開示資料より筆者作成、記載なければ社名は完全子会社化・取得・譲受

【PMI・シナジー創出】

本社は技術とソリューションの開発、買収先の各国の現場はオペレーションと、明確に役割を分けることで、事業シナジーを描きやすくしている。現状、アジアは給与水準が低いことが影響しており、SaaS を使わなくても BPO である程度何でもできてしまうことが多いため、現時点では SaaS のみのビジネスモデルではなく、SaaS+BPO のモデルを選択している。ソフトウェア開発は本社で、BPO 部分については M&A でグループを拡大し、クロスセルで売り上げを上げていくという構想だ。基本的にプロダクトやビジネスモデルは世界共通で、本社にはプロダクトチームやグローバルでの事業管理チームが存在する。

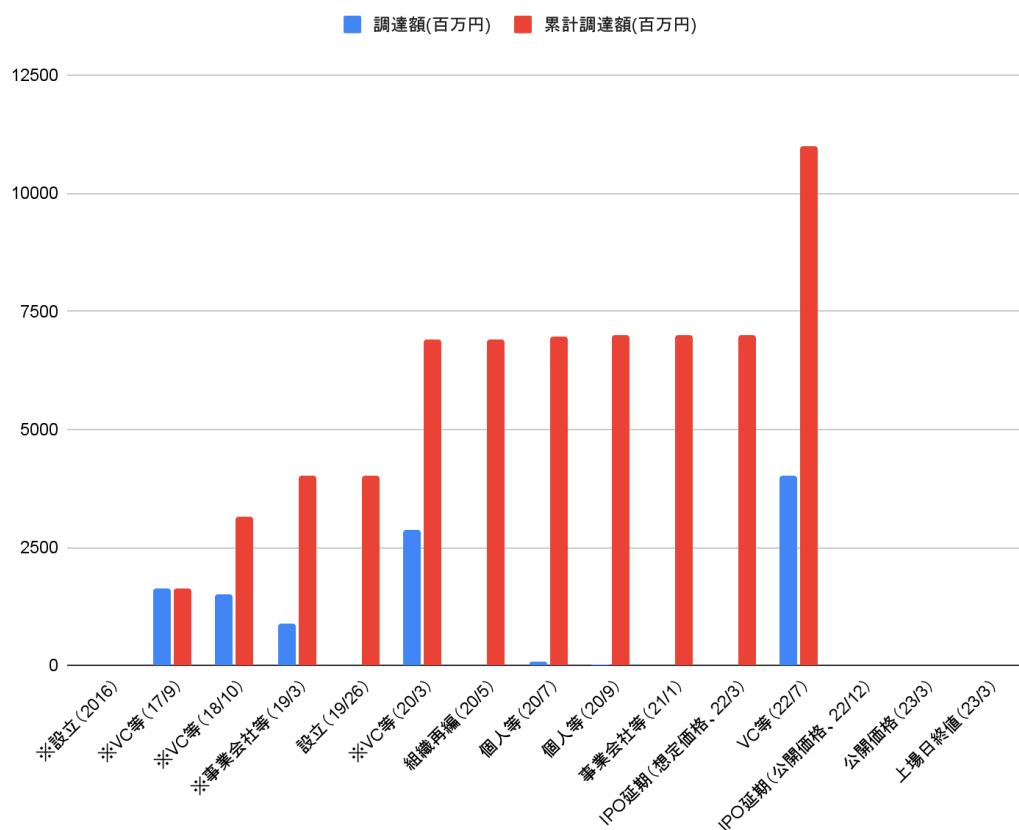
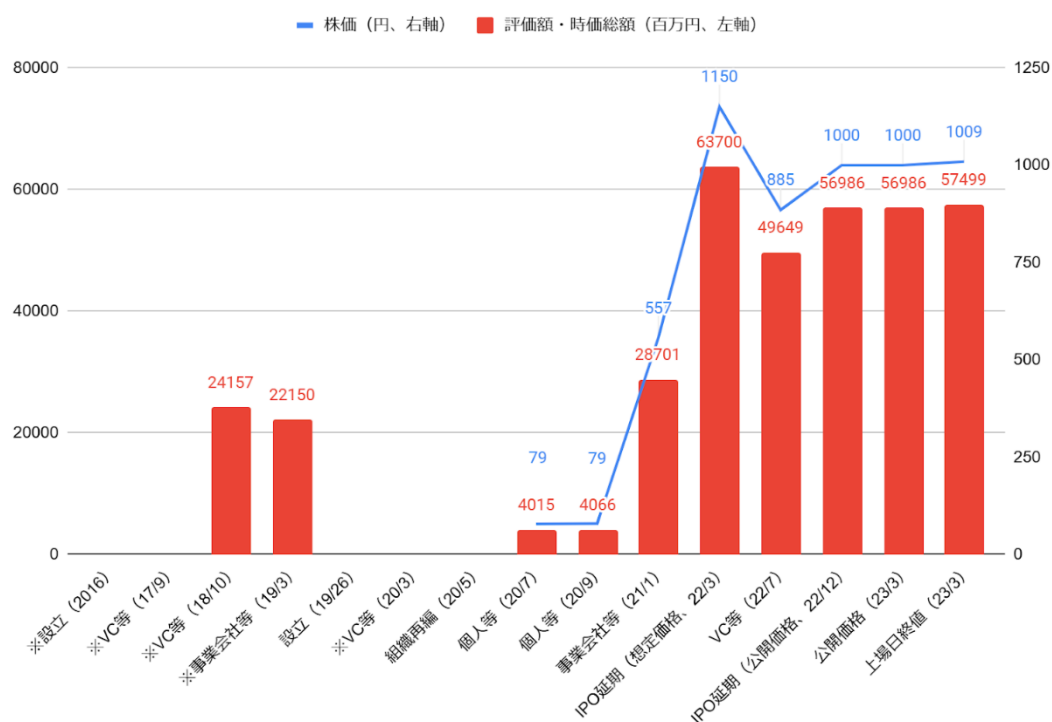
AnyMind は、ブランドや広告主と、各国現場オペレーション(インフルエンサー、EC・物流支援の BPO)をつなぐ SaaS を顧客に提供することで、アジア圏への発注のハードルを下げるという役割を提供していることになる。SaaSの開発は本体で実施し、オペレーションを買収していく戦略だ。

図表 21: AnyMind の中核会社としての役割(ボトルネックの解消)



M&A 後の会社の社長は基本的に変えない。本社側から PMI 担当を送らず、レポートラインを本社の代表とし、不足しているリソースを補うよう代表自らが動く。ストックオプションや株式交換の手法を使うなど、インセンティブの設計にも気を配る。

図表 22: AnyMind Group の資金調達履歴



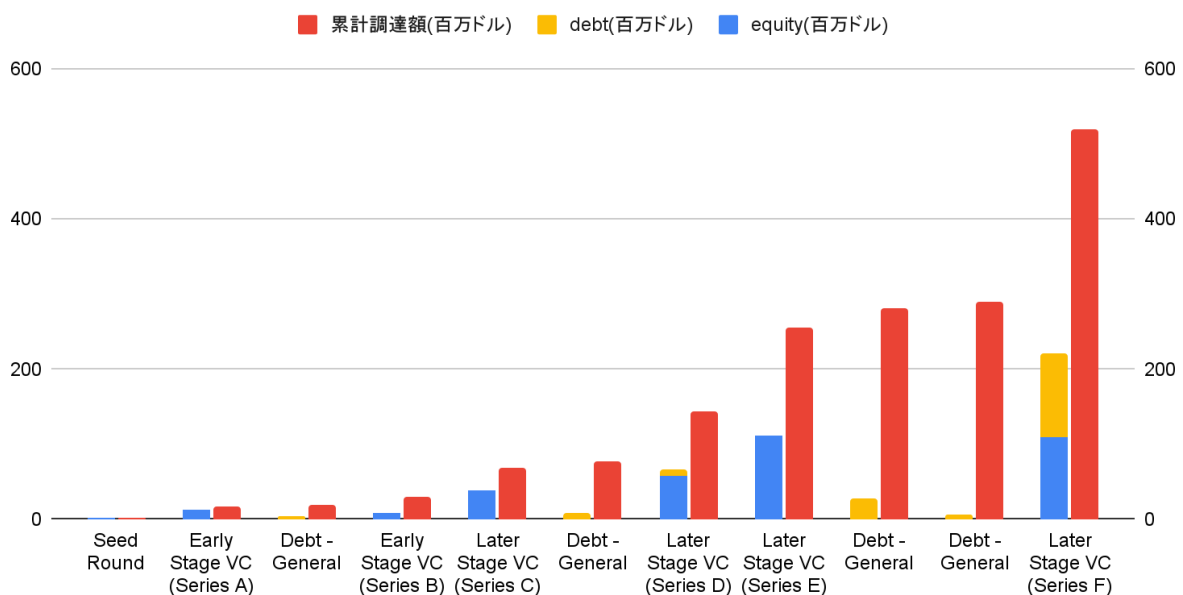
出所: AnyMind Group 開示資料より筆者作成

4.3. 五常・アンド・カンパニー

2014 年創業の五常は、5 カ国（インド・カンボジア・スリランカ・ミャンマー・タジキスタン）9 社のグループ会社を通じて、発展途上国で中小零細事業向けの小口金融サービス（マイクロファイナンス）を展開する持株会社である。グループ会社の多くは買収によるものであり、同社はロールアップ戦略で成長をしているスタートアップの代表例の一社と言える。現時点の累計資本調達額が 465 億円、評価額が約 1200～1400 億円と、日本のユニコーン予備軍としてみなされている。

同社は金融包摂を世界中に届けることをミッションとして設立され、低価格で良質な金融サービスを 2030 年までに 50 カ国 1 億人以上に届けることを目指す。2024 年 3 月末時点で 1 万人を超えるグループ従業員を擁し、融資顧客数は 219 万人（女性比率 96%超）、連結融資残高は 1200 億円を突破している。直近のシリーズ F ラウンドでは、資本調達だけでなく、三井住友銀行など 6 社の国内金融機関より、計約 159 億円のデット（負債）調達も実現した。

図表23：五常・アンド・カンパニーの資金調達履歴



出所：Pitchbook から筆者作成、シリーズ F は 2024 年 10 月時点

【なぜアジアのマイクロファイナンスか】

創業者の慎氏は、ダボス会議を見て、民間版の世界銀行を作りたいと考えたという。金融サービスはどの国にも歴史的に存在していた産業で、世界中どこでも人々の金融行動は似ているが、各国の規制・当局対応が必要な商売で、グローバルプロダクトにできないサービスと言える。一方、より抽象度を高めたレベルの仕事の部分（たとえばガバナンスなど）でノウハウを積み上げ、それを各国の制度やインフラによって調整をしていけば、グローバル展開の意味が生まれると考えた。

マイクロファイナンスはグローバル展開しているプレイヤーが少なく、規模の経済を狙えるという利点が見えているという。加えて、日本は調達コストが低いという仮説もあった。最大市場のインドで成功するためのプロ

セスを徹底的に考えると同時に、時差がマネジメント負荷を高めることを考慮し、日本に近いところから徐々に西へ進出するという方針のもと、最初の進出先(カンボジア)を決めた。

【ソーシング・デューデリジェンス】

投資チームを中心に、経営陣ほぼ全員で取り組んでいる。自分たちの「目利き」力を使い、外部コンサルは利用せず、わからないものは買わない。とりわけ COO は複数のリテール金融機関の経営経験があり、支店のオフィス・デザインまで自分で描くことができる解像度をもって調べている。買収先の経営陣のクオリティとマクロの状況が事業の成否のほとんどを決めるといい、具体的には、経営陣の「言動が首尾一貫しているか」「お金の使い方」「自分よりも立場が弱い人に対する振る舞い」の 3 つを見るという。

また、海外での M&A はライセンス(事業免許)を買うという側面が強いという。金融業で、外国企業がゼロから免許を取得するのは時間とコストがかかるためだ。

図表24: 五常・アンド・カンパニーの主な買収・出資履歴

初回出資	社名	国	持分比率
2014 年 8 月	MAXIMA Microfinance	カンボジア	61.6%
2015 年 2 月	Sejaya Micro Credit	スリランカ	100.0%
2015 年 8 月	Microfinance Delta International (MIFIDA)	ミャンマー	85.7%
2018 年 2 月	Ananya Finance for Inclusive Growth	インド	76.9%
2018 年 7 月	SATYA MicroCapital	インド	70.7%
2019 年 8 月	AVIOM India Housing Finance	インド	19.9%
2019 年 12 月	Loan Frame Technologies	インド	26.3%
2021 年 9 月	CSJC MDO Humo	タジキスタン	97.0%
2022 年 5 月	MyShubhLife	インド	19.9%
2023 年 6 月	CHAMROEUN MICROFINANCE(リネットジャパン G より)	カンボジア	99.9%

出所: 五常・アンド・カンパニー開示資料より筆者作成

【PMI・シナジー創出】

慎氏が「買ってから会社(買収先)のことを理解して何をするかを考えるようだと確実に手遅れ」とインタビューで語るように、代表が PE 勤務時代に培った PMI プロセスの抽象的な「仕組み化」と、現場実務の専門家の知見を活用し、プレイブックを作り、それに従い買収直後から行動する。売り手が納得しなければ、五常のトラックレコードに基づいた将来のユニットエコノミクスを見せ、データで説得する。初の買収先は代表自身で経営、PE ファンド時代の経験を活かし、社員全員のインタビューからスタートしたという。

買収先の社名もロゴも変えず、各国のローカルルールを尊重。リーダーは現地であり、本社はあくまでサポート役という関係性を意識し、子会社扱いはしない。そのためには多様性を担保する組織構造や人事が重要だと考え、それを創業時から貫いてきた。

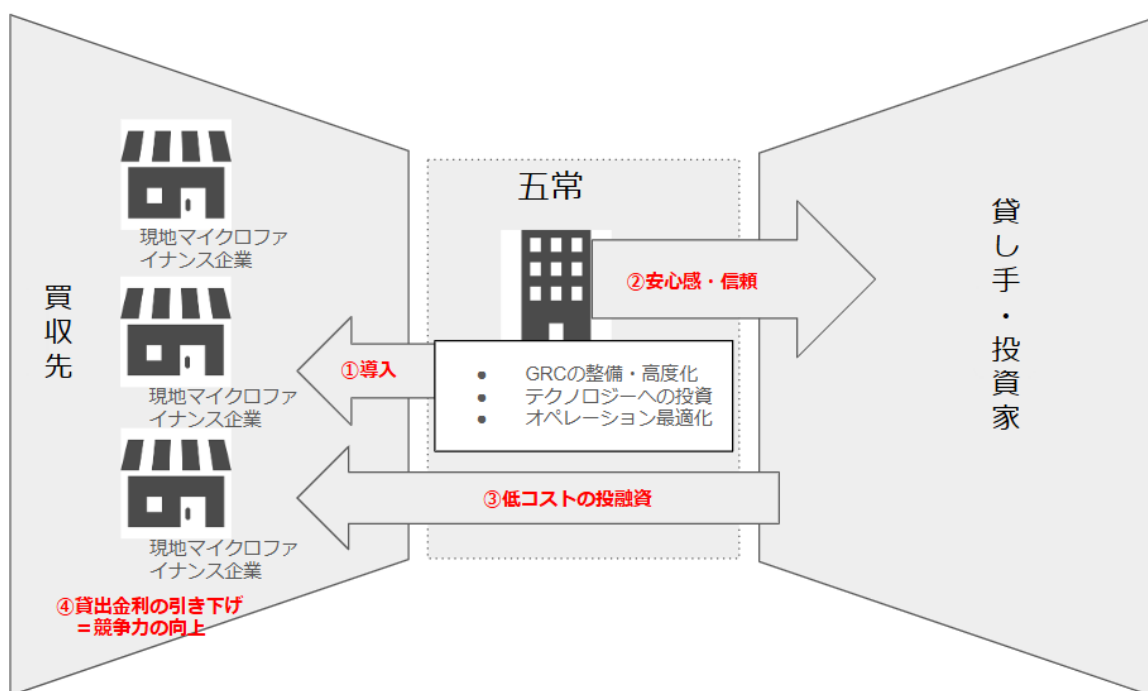
また、グループ代表自ら、現地に足を運び、顔を合わせたコミュニケーションをとることを重視している。買収後の経営陣とは価値観の共有を最優先とし、現地の経営陣が完全に五常の経営方針を理解し、自分たちでできるのがベストケースだが、そうでない場合はハンズオンとなり、経営陣が交代するタイミングで人材を探す。創業者が経営している場合はその持ち分を残すことや、ストックオプションを付与するケースもある。買収先の規模などに応じて、段階的に持分比率を引き上げるケースもある

シナジー創出のポイントは五常が資本を投下して、適切なテクノロジーを活用し、出資先のオペレーション、ガバナンスやリスク管理、内部統制・内部監査などのコンプライアンス(いわゆる「GRC」)の最適化・高度化をサポートすることによって、先進国の投資マネーを呼び込むことだ。マイクロファイナンスは融資の元手を、資金提供者である先進国のレンダー(貸し手)から借りなければならない。そこで五常が出資し、不確実性を軽減することで「五常のグループ会社だったら安心して貸せる」という状態にし、資金調達コストを最適化することで、収益性の向上、お客様に対する提示金利の引き下げなど、より利便性の高い金融サービスを届けることにつながる。マイクロファイナンスは、顧客と営業職員との信頼関係が、規律ある借入の返済に寄与しているため、各国の慣習に沿った透明性の高い人事制度や最適なトレーニングも提供する。

テクノロジーを導入し、デジタル化を進め、現金を使わないようになれば、①従業員 1 人あたりの顧客訪問数が増えて生産性が上がる、②審査を本店に集約できるため規律が効き、貸倒れが減る、③現金を使わないので不正が起きにくい、という 3 点がデフォルト率やトラブル率、リテンション、生産性に効き、ユニットエコノミクス(単位あたりの経済)が改善する。加えて信頼性の向上は、前述のように資金調達コストが低下する。規模が小さいとテクノロジー投資のハードルは高くなるため、五常はグループ全体のスケールメリットを活かして積極的なテクノロジー投資や業務のデジタル化を進めている。

また、グループ全体のスケールメリットとリスクの地域分散を効かせることで、グループ会社各社が個別に資金調達をするよりも資金調達コストを最適化することができる。

図表 25: 五常の中核会社としての役割(ボトルネックの解消)



5.成功企業の共通点

GENDA、Anymind、五常の共通点をまとめてみたい。

各社ともに「規模の経済性」が効く事業領域・業界を見極めたうえで、オペレーションを担当する企業のロールアップを進める一方、各業界のボトルネックとなっている部分を解消するターンアラウンドソリューションの企画・投資を中核企業が一元化するという役割分担を徹底している点がうかがえる。共通するのは、ビジネスモデルやソリューション、テクノロジー投資はグローバル本社で統一し、ローカルかつリアルなオペレーションやネットワークを連続買収するという構図だ。

GENDA はアミューズメント施設店舗という固定資産を連続買収し、プライズ在庫や機器など「モノ」の管理・流通の効率化という「規模の経済性」を追及する典型的なロールアップ戦略と言える。一方、店舗の魅力を引き上げる新商品の開発・技術投資・M&A を中核企業が一元的に実施し、買収店舗でのクロスセルを意識している点では「範囲の経済性」も活用していると言えよう。

AnyMind は、本社で開発した商材・プラットフォームを複数地域で展開する点において、規模の経済性を効かせていると言えそうだ。先進国の顧客に対するソリューションを本社が一括で開発し、現地の物流等のオペレーション企業を買収ターゲットとしている。本社が開発した多様な商材をクロスセルすることで、範囲の経済性も活用していると言える。

五常は「モノ」ではなく、マイクロファイナンス事業の資金調達に規模の経済性が効くことを見出し、ロールアップを進めている。地域分散が効けばリスクは低減するというファイナンス理論や、デジタル化、GRC 領域の整備による投資家側の信頼性向上という、先進国の金融業界では半ば常識的とも言える観点を、新興国のマイクロファイナンスにおける資金調達に応用している。GRC 領域の整備は五常本体の「ケイパビリティ」や「コアコンピタンス」の移植と言えよう。

シナジー創出という点では、各社ともに、買収でオペレーションを買い、規模の経済性を追及しつつ、本社は範囲の経済性やオペレーションの効率化、ケイパビリティ・コアコンピタンスの移植といったシナジー部分に注力するという構図が見えてくる。各社、負担の大きい IT 投資・開発投資を、技術・資金調達面で優位な中核企業が一元化する体制となっている。これは海外のロールアップ企業でも共通している。PMI についても、統合前から始まる自社独自の PMI マニュアル(プレイブック)を整備している点が共通している。新規分野・地域への参入や出資比率については、参入の難易度や経験蓄積の程度を見極めつつ、自社拠点の設立から、少額出資・段階的買収、完全子会社化と柔軟に使い分けている(ウプサラモデル)ことがわかる。

ソーシングやデューデリジェンスでは、3 社ともに自社のノウハウを活用し、経営陣が他者任せにしない姿勢が浮かび上がる。代表レベルの人間が、ロールアップ対象とする業界への知見・ネットワークが豊富であることも見逃せない。さらに 3 社ともに買うものが明確である。いずれも経営・オペレーション人材を買う「アクハイレッシング」の観点を意識しており、さらに GENDA は「(再生後の)キャッシュ」、五常と AnyMind は「ライセンス」を買いに行くという点を重視している。

企業価値評価という観点では、GENDA、AnyMind とともに 30～40 倍と高い PER を維持しており、PMI 後の被買収企業の利益マルチプルが、中核企業の高いマルチプルにサヤ寄せされる点も、ロールアップ戦略の成否を測る際に重要な要素となる。アミューズメント業界は経営者の高齢化が進み、事業承継のタイミングが訪れているほか、人口等の理由で見れば全体の成長期待が高まりにくい側面もある。アジアの広告事

業も、ブランド企業から見れば魅力ある領域だが、本命となる企業がおらず BPO 中心であり、投資先・発注先として評価が難しい業界だったと言えるのではないかと。また、五常は未上場企業であるが、五常のグループに入ることにより、投融資元から見た買収先の信頼性が五常本体にサヤ寄せされることを意識している点は、類似した工夫と言えよう。

以上をロールアップ戦略の成功条件として整理したものが以下の表である。

図表 26: ロールアップ戦略の成功条件

ロールアップ戦略の成功条件	
買収対象	✓ 規模や範囲の経済性・シナジーの出る業界をターゲットとする ✓ 完全買収にこだわらず、合併や少額出資、直接展開を使い分け(ウブサラモデル) ✓ 買収対象企業の選定に軸を持つ 例) 優れたオペレーション・人材を買う(アクハイアリング)、ライセンスを買う、再生後のキャッシュ創出が見通せる
PMI シナジー	✓ 統合前から始まる PMI マニュアル(プレイブック)の整備 ✓ 対象業界のボトルネックを解消し、再成長期待を醸成するターンアラウンドソリューションを中核企業が提供(テクノロジー等の活用や開発・投資の一元化)
企業価値	✓ マルチプル(EBITDA 倍率や PER 等の投資指標倍率)アービトラージの成立 = 低い倍率で買収し、統合後、買収元の高い倍率を適用することで評価額を高める <アービトラージを成立させる条件> ・ 何らかの理由で低成長あるいは低評価の業界が対象である ・ 売り手の売却事情(高齢を理由にした事業承継等) ・ 買い手企業の大義に売り手が共感している(売り手の納得感) ・ 買い手が投資企業ではなく、シナジーと成長を生み出す存在と認識される

以上の内容は、本稿では深く取り上げなかった SHIFT(3697)社の買収戦略でも共通する部分が多い。SHIFT は IT 受託型の中小企業を買収ターゲットとしているが、IT 業界は多重下請け構造という業界要因のため、二次・三次請けの中小企業ではエンジニアの単価が上がりにくいという課題があった。だが SHIFT が買収することで、被買収企業のリソースが一次請けである SHIFT の営業網で提案されることになり、単価が一次請け価格に引き上げられる。PMI も SHIFT は豊富なノウハウを横展開しており、M&A と PMI 業務を主力事業とする子会社 (SHIFT グロース・キャピタル) も設立した。企業価値という点でも 30~40 倍と高い PER を維持する SHIFT のマルチプルにサヤ寄せされることになる⁹。

もっとも、振り返ってみれば、上記は基本的な経営手法の組み合わせとも言える。この基本的な戦略を遂行するための組織能力という観点で、3 社の共通点を整理したものが以下の表となる。グロービス経営大学院が考える経営資源のカテゴリ別に特徴を整理した。

⁹ なお、SHIFT は 2024 年 8 月期第 3 四半期の連結決算が予想に反して減益となったため、翌営業日の株価がストップ安水準まで下落した。減益の理由は、積極的な M&A 推進による一過性のコストと、本業であるソフトウェアテスト事業の成長鈍化であった。当然ながら、株価の安定には、連続買収戦略が収益成長につながることを示し続けることが重要である。

図表 27: ロールアップ戦略に必要な能力

ロールアップ戦略に必要な能力	
ヒト	✓買収先のキーパーソンを見抜き、適切に処遇・受け入れる力・組織風土 ✓PMI・ソーシング能力を内製できる組織能力 ✓創業者・トップ・経営陣の持つ業界ネットワーク・知見
チエ	✓ロールアップが効果を生む市場・会社を見抜く調査力・業界経験・解像度の高さ ✓既存ビジネスモデルのボトルネックを解消し、シナジーを生み出す企画力・技術力
カネ	✓ソーシング・買収価格交渉力 ✓レバレッジをかけた固定資産の買収・再生ノウハウ(=PE ノウハウ) ✓資本市場と適切に対話できる IR 能力
志	✓ヒト・チエ・カネの各プロセスのプロフェッショナル・キーパーソンをつなぎとめ、コミットさせる経営陣・組織の魅力 ✓売り手に売却を納得させ、かつ、資本市場から単なる投資企業(あるいはコングロマリットディスカウント)として見なされない「大義」「未来」を語る力。

対象業界に対する解像度、買収先の人材に対する理解度、ボトルネックを解決する企画力、PMI ルールを遂行するオペレーション力、投融資元を説得しつつ適切な価格で買収するファイナンス力など、いずれも基本的ではあるが、ロールアップ戦略を遂行するにおいていずれも必須となる能力と言える。

加えて重要なのは、最後の「志」ではないかと考える。

ロールアップ戦略の内容自体はオーソドックスな戦略の組み合わせであるが、それをすべてのプロセスで遅滞・失敗なく実行することは、経営の実践上、困難と言える。各プロセスの専門家が、コミットメント高く参加していることが、ロールアップ企業の真の成功要因と言えるだろう。

また、マルチプルのアービトラージを成功するためには、売り手が割安な価格でも売りたいと思えること、そして買い手が高いマルチプルを維持することが条件となる。事業承継等に絡む税制の観点から、売り手が割安な評価額で売却することが正当化されるとはいえ、その価格での売却を売り手が決断するには、それ相応の理由や、売却先企業への共感が必要となる。一方、買い手が高いマルチプルを維持するには、買収を進める中核企業が資本市場から「投資会社」と認識されないことも必要となる。上場する金融業種の平均 PER は 15 倍程度、アセットマネジメント・PE 業種で見ても多くは 15 倍前後で推移している。一方、GENDA はレジャー業種、AnyMind は広告業種と見られ、PER も 30～40 倍である。

つまり、売り手や資本市場、各プロセスの執行専門家やキーパーソンを引き付け、かつ事業会社として長期的に成長することを信じさせるような大義と未来を語る、経営陣の魅力(ストーリーテリング力)がポイントとなってくる。GENDA、五常、AnyMind、いずれも代表が人間的に魅力があり、自らの言葉で会社と業界の未来を雄弁に語れる人物であると評価されていることは、その証左とも言えよう¹⁰。

¹⁰ 先述の GENDA・片岡氏のエンタメ業界に対する思いや、五常・慎氏の新興国の金融包摂にかける思いなども、その魅力の一つと言えよう。

6. 結語

周辺分野への示唆をいくつか記載することで結語に変えたい。

まず、GENDA や AnyMind の IPO 結果を見てわかるように、ロールアップは上場前で時価総額 500 億円規模、そして上場後にユニコーンを目指しうる重要な経営手法である。日本においては、低金利、中小企業の経営環境変化、そして IPO 成功例の登場といった背景により、関心が高まっている。

本稿で取り上げた 3 社ともに IT・サービス開発投資を一元化し、既存産業の成長期待につなげていることから分かる通り、ロールアップは IT や DX を既存産業に適用し、イノベーションを生み出すための有力な手段である。業界によっては、スタートアップがゼロからシェアを取りに行く、あるいは破壊的なイノベーションを起こすよりも、効率的にグロースできる手段と言えるかもしれない。

また、近年、VC や機関投資家の間で「クオリティ・グロース」企業への関心が高まっている。クオリティ・グロース銘柄のクオリティとは一般的に「リスクが低い」「利益や配当がしっかりと出ている」ことを意味し、グロースとは「成長性が高い」ことを意味する。

ロールアップは固定資産の連続買収が戦略の軸であるため、比較的収益が見通しやすい（不確実性が限定的）と言える。短期間で大きな成長を見込めるにも関わらず、テクノロジースタートアップが陥る「死の谷」を回避できるという点で、ロールアップはクオリティ・グロースの一つの類型と言えそうだ。

ロールアップは固定資産を買収し、再生するという点で、従来は PE の領域であった。だが、ロールアップの主体としてスタートアップが多く現れ、そこに VC が出資・支援するケースが増えるなか、PE が VC の競合として存在感を増していると言えるのではないかと考える。VC がロールアップ戦略をとるスタートアップを支援するためには、PE のファイナンスや事業再生、リストラクチャリングのノウハウを取り込む必要があるかもしれない。一方、アクハイアリングのような無形資産・人的資本への投資に関する知見は、スタートアップ出資、とりわけシード出資を主戦場としてきた VC に一日の長があるのではないかと考える。経営陣やオペレーションといった「人的資本」をロールアップするという側面で、VC はその強みを磨き上げていくべきではないか。

参考文献

- Capital Growth Strategies(2024)「GENDA(9166 JP)強い CF 創出力を誇る、質の高い M&A 巧者」
<https://buffett-code-archives.s3.ap-northeast-1.amazonaws.com/research-reports/9a4f1f4968f484406b54fa.pdf> (2024 年 10 月 24 日閲覧)。
- Ritter, Jay R. (2015). Growth Capital-Backed IPOs. *The Financial Review* 23: 1-20.
- Simran Vaswani(2022)「ソフトバンク出資のインド企業 GlobalBees、創業 9 カ月でユニコーン化」
<https://forbesjapan.com/articles/detail/45198> (2024 年 9 月 30 日閲覧)。
- 上野善久(2023)『成熟産業の連続 M&A 戦略: ロールアップ型産業再編の手引き』、中央経済グループパブリッシング。
- 坂口孝則(2024)「年間倒産件数が 1 万件を超える恐れ、コロナ後の新型倒産に備えよ」
<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/column/18/01268/00110/> (2024 年 9 月 30 日閲覧)。
- 杉浦慶一(2022)「ロールアップ戦略に関する一考察」『東洋大学大学院紀要』58、193-207。
- 日本パイアウト研究所編(2023)『続・事業承継とパイアウト-ロールアップ編- (日本企業のパイアウト)』、中央経済社。
- 寺田修輔(2023)「週末企業分析【番外編】GENDA の IPO に寄せて～ミダスキャピタルグループの投資戦略～」

<https://note.com/shusuketerada/n/n5a7953f57d38> (2024 年 9 月 30 日閲覧)。

- 東京大学応用資本市場研究センター(2024)「東証グロース市場の IPO 企業の低成長問題～ハンズオン投資家主導による M&A 活用を軸としたスタートアップ成長支援～」 <https://utcmr.jp/publications/report-2024-10-11> (2024 年 12 月 27 日閲覧)
- 平川凌(2023)「Thrasio(セラシオ):EC ブランド再生で史上最速の黒字ユニコーンが破産へ」 <https://newspicks.com/news/9227071/body/> (2024 年 9 月 30 日閲覧)。
- 増田和史(2024)「「コロナ関連倒産」がいまだに減らない明白な理由、夏場過ぎにも累計 1 万件突破か」 <https://diamond.jp/articles/-/345381> (2024 年 9 月 30 日閲覧)。
- 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング(2020)「Post コロナ時代を見据えた M&A 戦略」 https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2020/06/cr_200630_3.pdf (2024 年 9 月 30 日閲覧)。
- 各社開示資料(上場時目論見書、決算説明会資料、インパクトレポート、オウンドメディア記事等)

各社インタビュー記事(主要なものは以下、いずれも 2024 年 9 月 30 日閲覧)

<GENDA>

- 怒涛の M&A を可能にする秘訣 GENDA×スガイディノスに見るハイペース PMI の舞台裏 https://journal.macloud.jp/posts/article_0070
- M&A 駆使し時価総額 1900 億円超 GENDA 申社長が語る「ゲーセンの勝ち筋」 <https://business.nikkei.com/atcl/seminar/19/00030/102100593/>
- 創業 5 年で時価総額 940 億円超。急成長エンタメ企業の躍進を支える存在とは <https://forbesjapan.com/articles/detail/65300>
- シナジー創出で、世界一のエンタメ企業へ GENDA 片岡尚・代表取締役会長、申真衣・代表取締役社長に聞く <https://talent.midascapital.jp/interview/interview-04/>
- 40 人のベンチャーが 4000 人のセガ子会社の株式を取得。「企業群構想」を掲げる PE ファンドの正体 <https://liiga.me/columns/681>
- GENDA:M&A 事例 <https://genda.jp/ma/>

<AnyMind>

- クロスボーダー M&A でグローバル No.1 を目指す AnyMind Group の PMI https://journal.macloud.jp/posts/article_0069
- 上場会社トップインタビュー「創」AnyMind Group 株式会社 <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/interview/detail/5027.html>
- 【直撃】AnyMind トップ、上場延期と急成長を語る <https://newspicks.com/news/6818667/body/>
- M&A を 7 社実行済み、AnyMind のアジア戦略「経営人材の獲得で地域ナンバーワンを目指す」 <https://diamond.jp/articles/-/334089>

<五常>

- 複雑なスキーム、為替の影響…それでも海外企業の M&A を続ける理由 ～海外急成長スタートアップが語る世界基準の M&A 戦略【前編】 https://journal.macloud.jp/posts/article_0079
- もはや「上場してから海外へ」では遅い クロスボーダー M&A の最前線 ～海外急成長スタートアップが語る世界基準の M&A 戦略【後編】 https://journal.macloud.jp/posts/article_0080

- 民間版世界銀行を目指す、五常・アンド・カンパニー 創業と成長の軌跡～慎泰俊氏
<https://globis.jp/article/9ynqu4tlqn58/>
- “機会の平等”を世界に行き渡らせるために 民間版の世界銀行を目指す
<https://forbesjapan.com/articles/detail/44115>
- 【慎泰俊】社名は二宮尊徳の教え 世の不条理をビジネスで解決するネクストユニコーン
<https://globe.asahi.com/article/14414881>
- 創業 5 年で世界 2,500 人を束ねる組織の作り方とは 五常・アンド・カンパニー 慎泰俊社長(第 4 話)
<https://dimension-note.jp/articles/interview/5317/>
- 「首尾一貫」「真善美」をリーダーが体現し続ける 五常・アンド・カンパニー 慎泰俊社長(第 5 話) <https://dimension-note.jp/articles/interview/5320/>
- 「民間版の世界銀行」として世界中の人に金融アクセスを 五常・アンド・カンパニー 慎泰俊社長(第 6 話)
<https://dimension-note.jp/articles/interview/5333/>