

ロールアップスタートアップを取り巻く 市場環境とゲームルールの現状整理

ジャフコ グループ株式会社
領域特化投資 PJ_ロールアップチーム

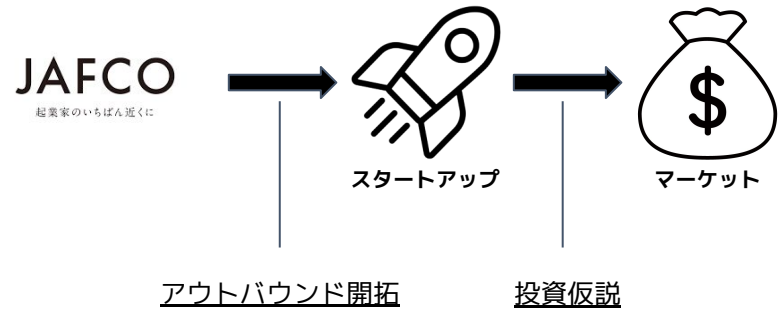
2025年5月

JAFCO

- “領域特化投資PJ”は市場理解を深め、マーケットドリブンに投資機会を創出するPJです
- 本書は、ロールアップ戦略に着目するチームによる日々の分析内容を整理/抜粋して作成されています

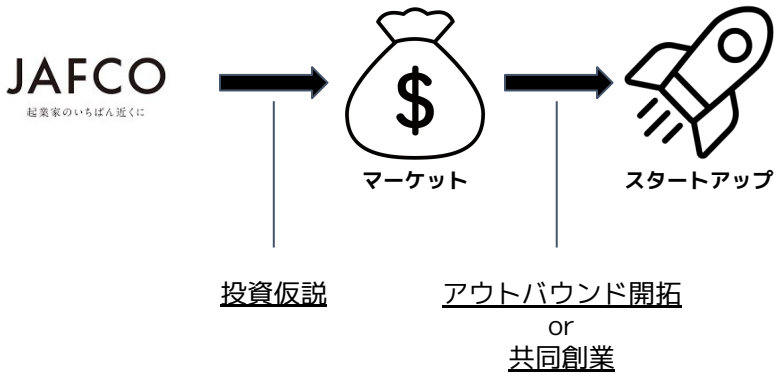
スタンダードなベンチャー投資

良いスタートアップと出会い、市場性/ニーズを見て投資を行う



領域特化投資PJのアプローチ

市場性/ニーズからの逆算で有望領域のスタートアップへ投資を行う





田中 友基（領域特化投資 PJリーダー）

慶応義塾大学卒業後、新卒でトヨタ自動車に入社。Arthur D. LittleにてPEファンド向けのBDD支援を複数経験した後、中途入社



newmo
FactBase



川島 康平

大阪大学大学院工学研究科にてAIと気象レーダを用いた三次元降水予測手法の研究開発を行った後、新卒入社



UTAITE[®]

H2 CORPORATION



堀ノ内 友馬

東京大学農学部応用生命科学課程生命工学専修卒業
UB Venturesにて学生インターンを経験した後、新卒入社



≡ **SimpleForm**



永田 大也

東京大学大学院理学系研究科卒業
ニッセイ・キャピタルにて学生インターンを経験した後、新卒入社



 **AETERLINK**

1. 市場背景

- a. スタートアップにおけるロールアップ戦略
- b. M&Aの増加
 - i. M&A件数/仲介事業者の増加
 - ii. オーナーの高齢化と事業承継意向の変化
 - iii. 低金利な日本市場
- c. スタートアップM&Aの潮流
 - i. 資金調達額の増加
 - ii. 市場マルチプルの低下
 - iii. M&A活用に向けた期待
- d. ロールアップの成功事例
 - i. GENDA
 - ii. Danaher

2. 事業領域

- a. ロールアップ戦略におけるゲームルール
- b. ①連続的なM&Aによる成長
 - i. 十分な対象企業数 (=SAM)
 - ii. 十分なソーシング企業数 (=SOM)
 - iii. 市場の契機を捉える
 - iv. 価格以外の買い手としての訴求点
- c. ②M&A後の成長
 - i. シナジーを創出する3つの買収パターン
 - ii. GENDAのケース
 - iii. Danaherのケース
 - iv. 技術承継機構のケース

3. 資金調達

- a. 創業直後の資金調達
- b. デットファイナンスの活用
- c. ロールアップ企業が目指すべき「マルチプルギャップ」

4. 個社分析

- a. 技術承継機構
- b. SHIFT
- c. GENDA
- d. ヨシムラ・フード・ホールディングス
- e. Match Group
- f. Danaher
- g. Constellation Software

5. これまでのJAFCO主催のロールアップイベントにおけるQ&A

6. イベント紹介

7. 最後に

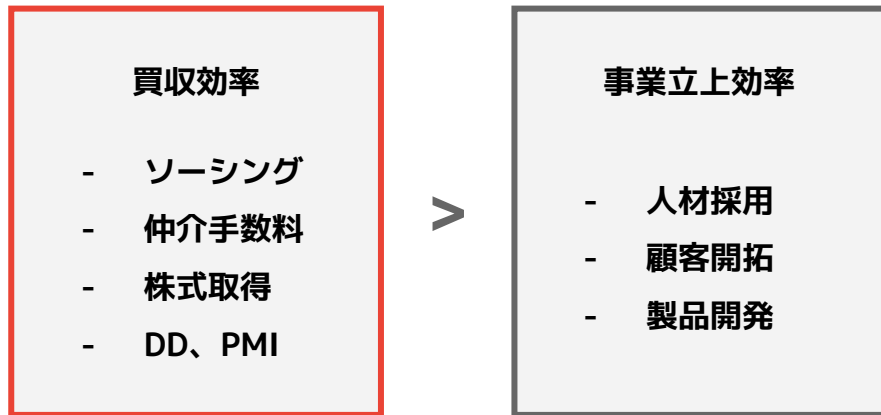
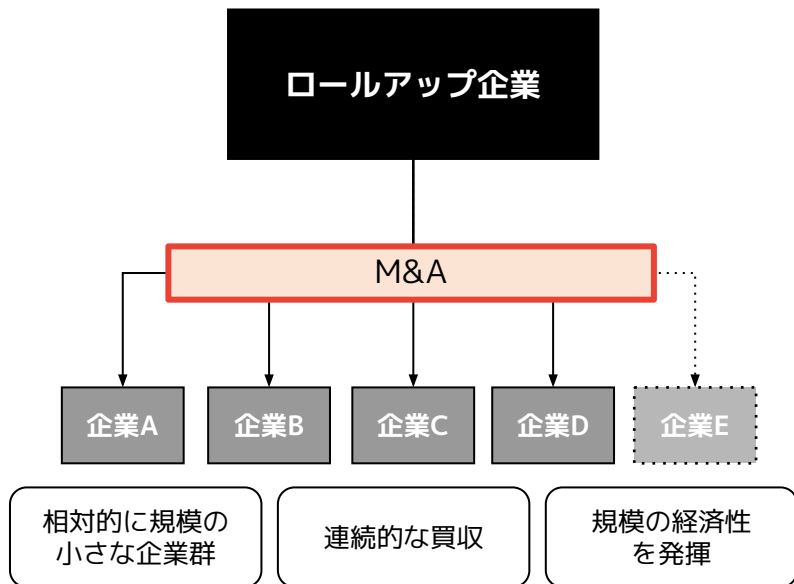
なぜいまこの記事を書いているのか

業界の細分化と非効率性が顕在化する中、ロールアップ戦略はスケールメリットを最大限に活かし、オペレーションの最適化とブランドの統合による市場支配を可能にする。加えて、デジタル化の遅れた領域ではテクノロジー導入による飛躍的な成長が見込める。資本市場の変動が続く今、統合による成長ストーリーは投資家の注目を集めやすく、マルチプルの向上やエグジット戦略の多様化にも寄与する。今こそ、ロールアップによる業界変革の好機である。

- 「相対的に規模の小さな企業群」を「連続的に買収」することにより、短期間でスタートアップに求められる「**指数関数的な事業成長曲線**」を実現する事業戦略の一つ
- 自社で同様の事業を立ち上げるよりも**M&Aの方が資本効率/時間効率が高い場合**の選択肢

ロールアップ戦略

M&Aが選択肢となるケース

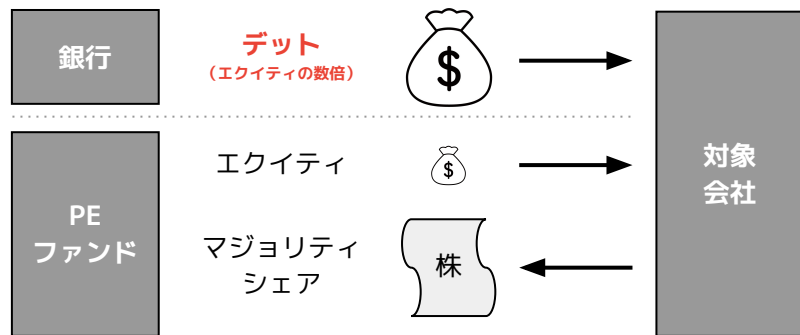


- PEファンドは出資金に対してデットレバレッジ、スタートアップは業績に対して高く株価をつけるマルチプルレバレッジをかけて投資を行う
- ロールアップスタートアップは両方の性質を持ち、最大限レバレッジをかけた事業投資が可能と思料

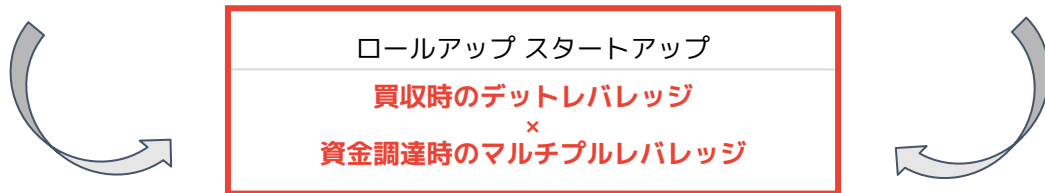
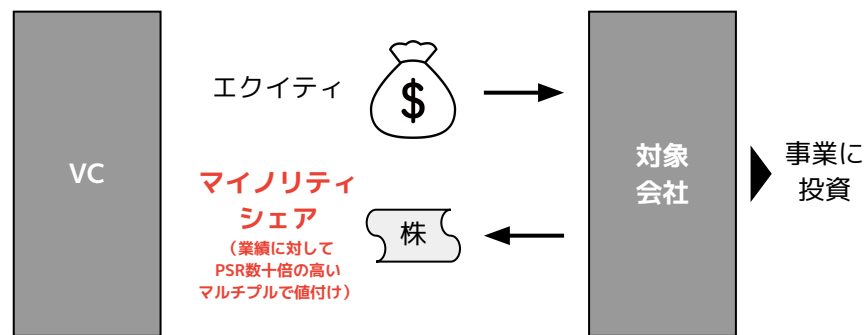
PEファンド/M&Aにおけるレバレッジ

スタートアップにおけるレバレッジ

出資金に対して、デットレバレッジをかけて企業へ投資

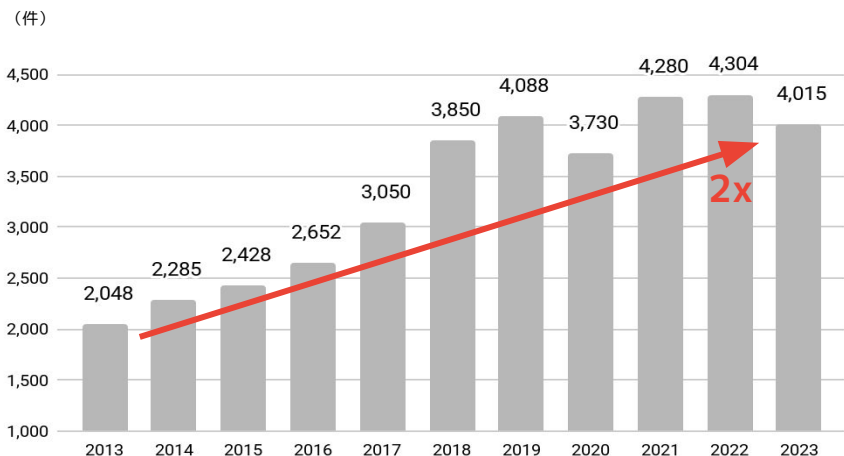


マルチプルレバレッジをかけて資金調達、事業へ投資



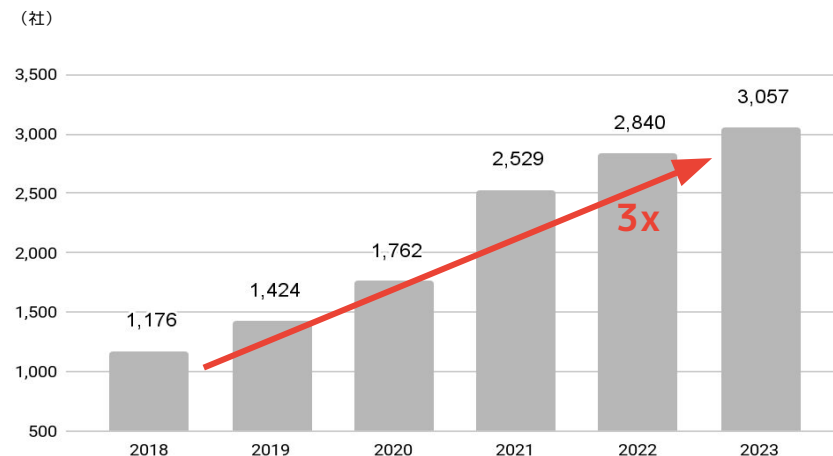
- M&Aは国内で年々活発化。開示されているだけでも、国内M&A件数は直近10年間で約2倍に増加
- 伴ってM&A仲介事業者も直近6年間で約3倍に増加しており、売り手候補企業の開拓・面取りが進展

国内M&A件数推移



公開案件に限るデータ。未上場企業同士でのM&Aは捕捉不可能な非公開案件が多く、実際のM&A件数は更に多いと推測される

国内M&A支援事業者数推移



M&A支援事業者には、金融機関や税理士などM&A支援のみを専業としていない事業者も含む

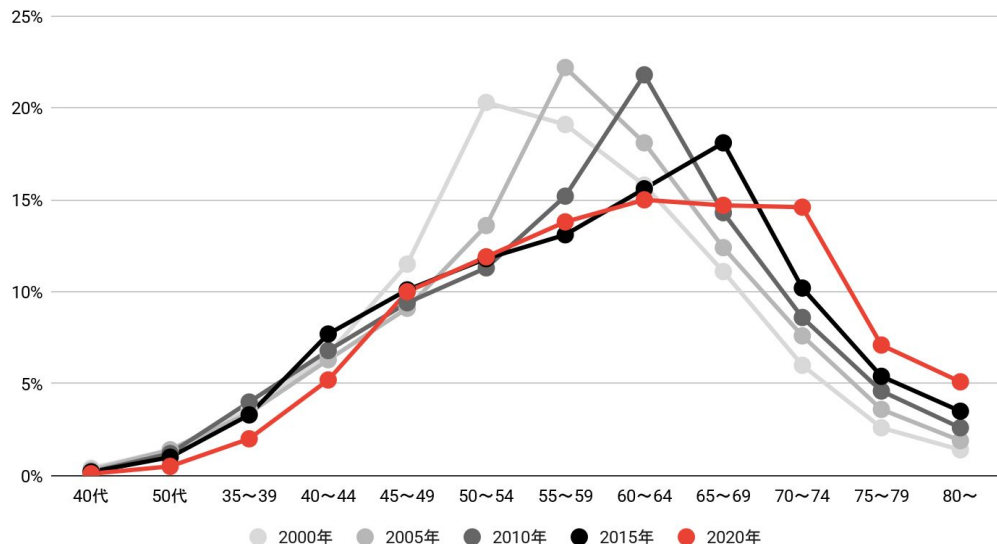
出所：M&Aバザール「M&A支援事業者は増えすぎ？5年でM&A支援事業者数は2.6倍に。一方、国内M&A件数は9%増。」PR TIMES, 2024年3月12日 よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

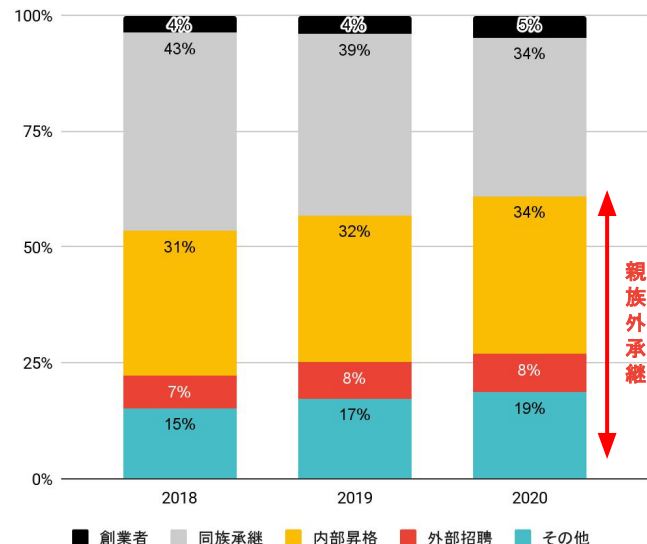
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 中小企業のオーナー・経営者の平均年齢は年々上昇しており、**世代交代のタイミング**を迎えている
- **親族外承継率が年々増加**を続けており、既に事業承継の60%以上を占めている状況

経営者平均年齢推移



経営者の就任経緯

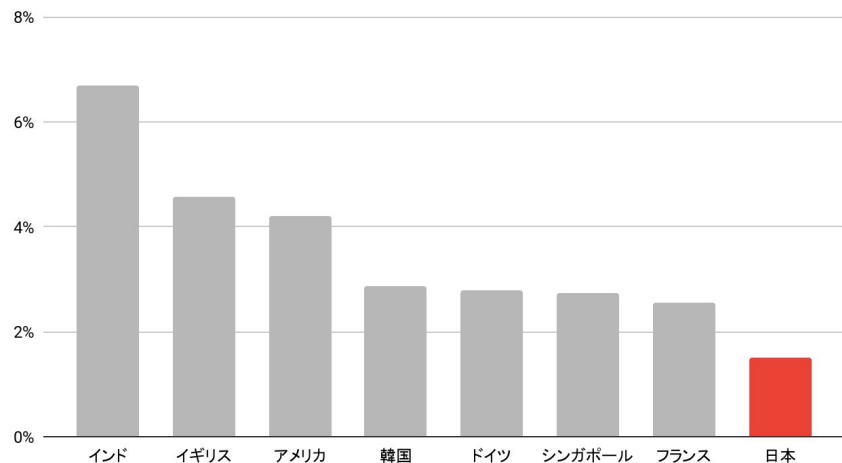


出所：（左）中小企業庁『2022年版 中小企業白書』第1-1-86図（（株）東京商工リサーチ「企業情報ファイル」を基に中小企業庁が再編加工）よりジャフコ作成、
（右）帝国データバンク『全国「後継者不在率」動向調査（2024年）』よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

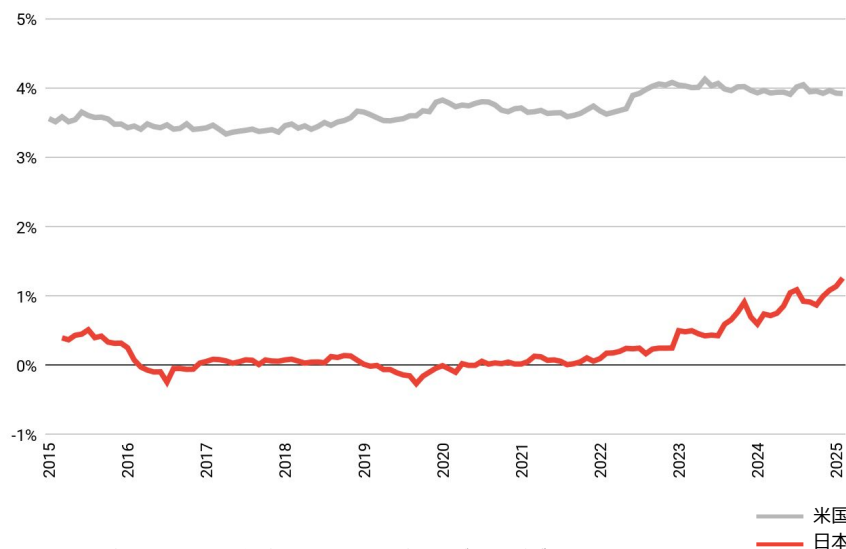
- 日本の金利水準はグローバルで比較し極めて低い水準で、長期金利は米国の1/4程度で安定推移
- **デットレバレッジを効かせる市場**として魅力的

各国長期金利比較



2025/3/1時点

日米長期金利推移比較



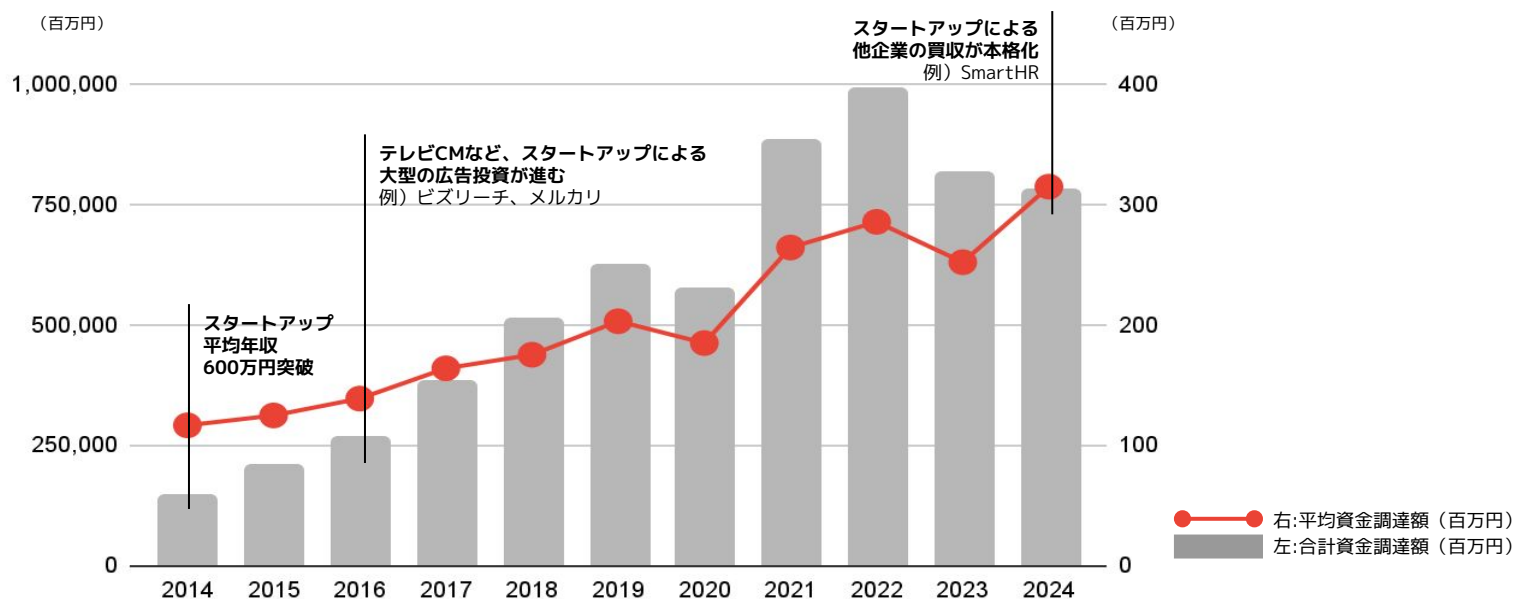
出所：OECD「Main Economic Indicators」より「日本の10年物国債利回り（IRLTLT01JPM156N）」、「米国の10年物国債利回り（IRLTLT01USM156N）」、フランス銀行（Banque de France）よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- スタートアップの資金調達額は継続的に増加しており、事業投資が積極化/多様化
- 「企業を買う」という選択肢が、スタートアップにとってより現実的になってきている

スタートアップ資金調達額の推移

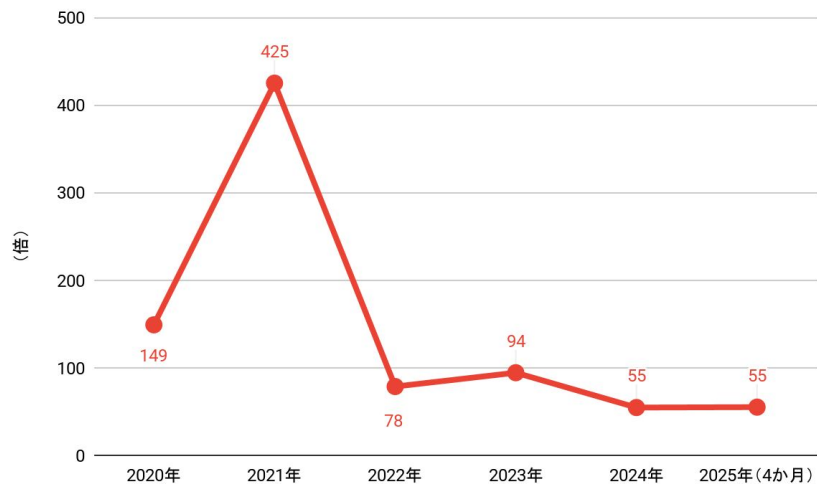


出所：スピーダ「2024年 Japan Startup Finance - 国内スタートアップ資金調達動向 -」よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 東証グロース市場の平均PERは2020年頃から約1/3に減少している。現在の相場で同程度の時価総額に到達するためには、2020年比較で**3倍前後の利益水準**を作る必要がある。
- 祖業のオーガニックの事業成長だけでなく**M&AによるPLの増強**に注目が集まっている

東証グロース市場上場企業の平均PER



2020年比
PER 1/3に減少

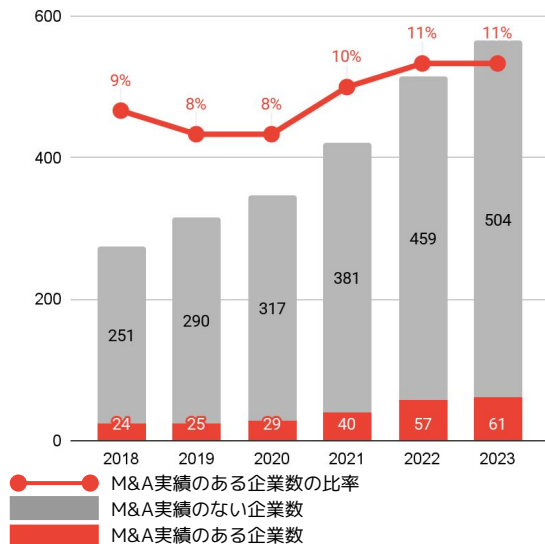
純利益 10 億円 × PER 149倍 ≡ 純利益 **27.1** 億円 × PER 55倍
(2020) (2025)

2020年と同水準の時価総額を目指すには
約3倍の純利益が必要

- 企業成長におけるM&Aの重要性は東証からも言及ある中、グロース市場のM&A実施企業比率はここ数年で微増傾向
- M&A実施企業は非実施企業と比較し、**売上高・経常利益・労働生産性の伸び率が大きい**

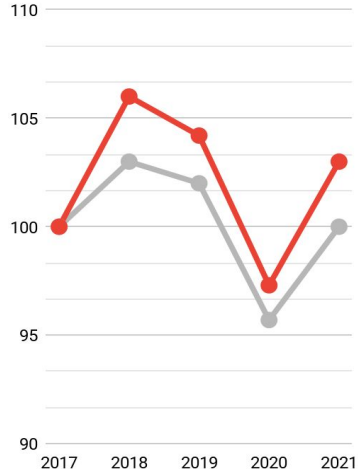
グロース市場におけるM&A動向

(社) グロース市場におけるM&A実施企業数・比率

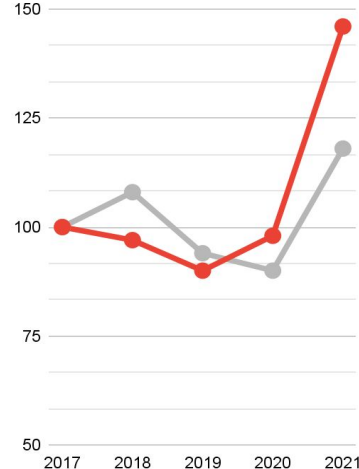


M&A実施企業/非実施企業の業績等の変化

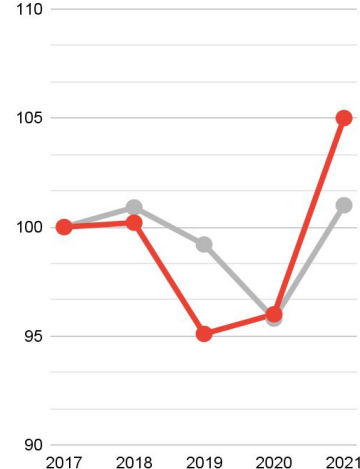
(%) 売上高



(%) 経常利益



(%) 労働生産性



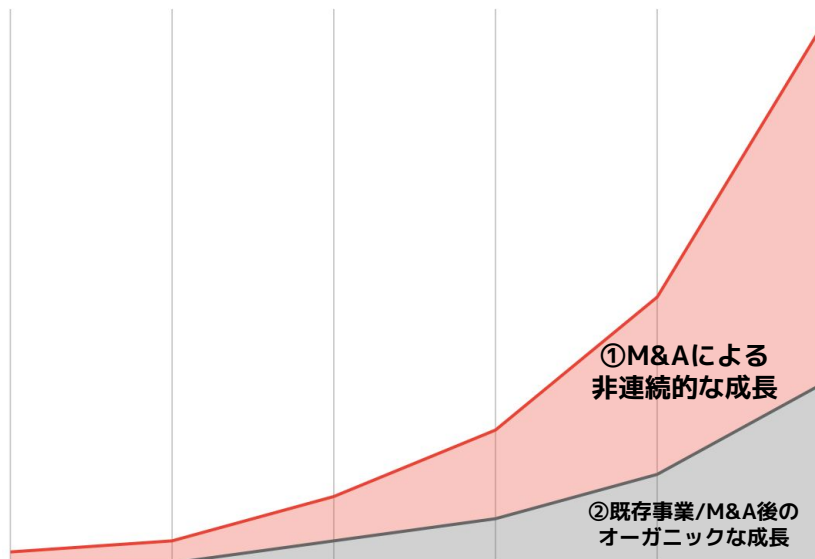
● 2017年度にM&Aを実施した企業
 ● M&Aを実施していない企業

出所：東京証券取引所上場部「グロース市場における今後の対応」2024年12月10日よりジャフコ作成

ロールアップに最適な事業領域はどこか

細分化が進み、非効率が放置された市場こそ、ロールアップによる統合の妙が活きる。規模の経済が働きやすく、テクノロジー導入による生産性向上の余地が大きい領域は特に有望だ。また、フラグメント化した市場ではブランド統一やオペレーション標準化が競争優位を生む。競合のM&A戦略や資本市場の評価も加味し、どの業界がスケールメリットを最大化できるか——ロールアップ成功の鍵を探る。

- ロールアップ成功のポイントは、①M&Aによる非連続な成長が見込めること、②シナジー創出によるアップサイド/買収交渉力が見込めること、の2つ
- 特に①による業績インパクトは大きく、この実現性が領域選定時の最重要ファクター



①連続的なM&Aによって非連続な成長が見込めるか

市場選定

取り組む事業領域に
十分に売り案件があるか

ソーシング

資本効率の高い価格
で買うことができるか

②既存事業のオーガニックな成長が見込めるか

シナジー

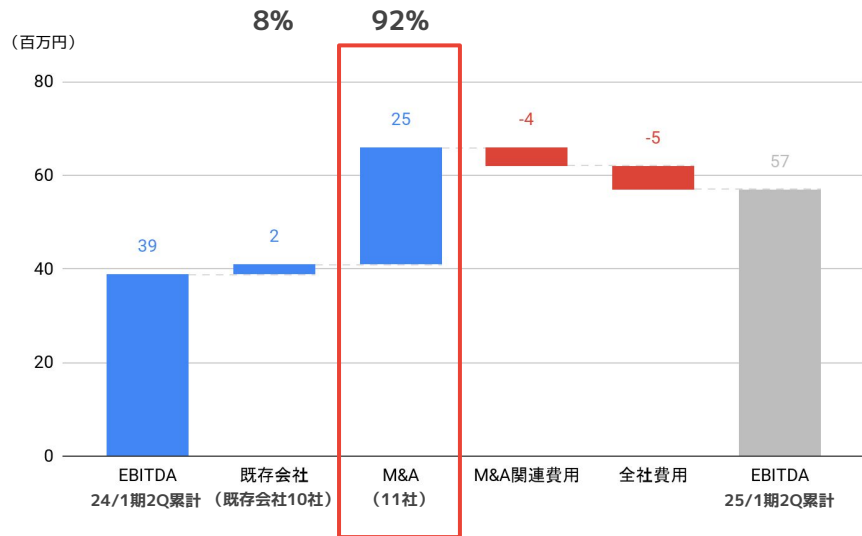
既存事業との
シナジーはどう作るか

経営改善

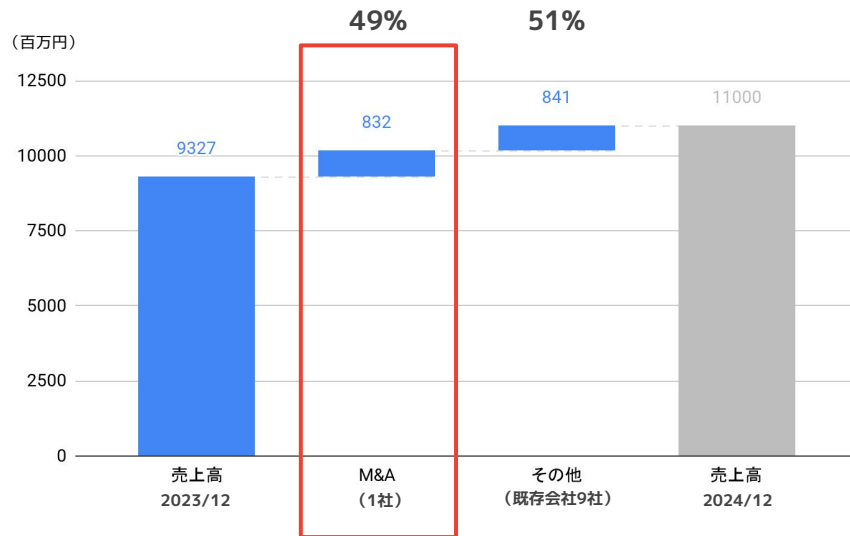
収益性の改善余地は
どれほど見込まれるか

- GENDAや技術承継機構は、**買収企業をPLに新たに取り込む**ことにより、高い業績成長率を実現
- 既存会社の成長も業績貢献しているが、1社あたりの業績成長率が全社の成長率に与えるインパクトは軽微

GENDA（EBITDA成長）



技術承継機構（売上高成長）



出所：（左）GENDA「2025年1月期 第2四半期決算説明資料」よりジャフコ作成、（右）技術承継機構「2024年12月期の業績予想について」よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 価格に妥協しないM&Aを行うためには、**十分な企業数 (=SAM) のある市場**での取組が必要
- **技術承継機構が対象とする「製造業領域」は、GENDAが対象とする市場よりもはるかに大きい**

技術承継機構/GENDAの対象企業数

技術承継機構の対象企業数

技術承継機構の対象市場

TSR中分類コード	社数
18 プラスチック製品製造業	11,030
19 ゴム製品製造業	2,649
22 鉄鋼業	4,138
23 非鉄金属製造業	3,017
24 金属製品製造業	29,467
25 はん用機械器具製造業	3,017
26 生産用機械器具製造業	22,568
27 業務用機械器具製造業	9,023
28 電子部品・デバイス・電子回路製造	7,526
29 電気機械器具製造業	15,450
30 情報通信機械器具製造業	6,313
31 輸送用機械器具製造業	10,877
合計	125,075

GENDAの対象市場

TSR細分類コード	社数
8052 遊園地	322
8053 テーマパーク	87
8065 ゲームセンター	786
8069 その他の遊戯場	1,552
8095 カラオケボックス	533
合計	3,280

年間ソーシング件数

400件

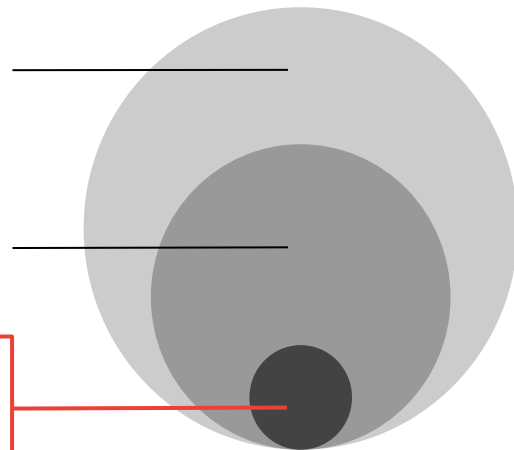
年間ソーシング件数

170件

TSRより独自算出

国内中小企業
336万社国内中小企業
のうち製造業
34万社

当社ターゲット
国内中小製造業
のうち黒字企業
12万社



IR資料より作成

出所：東京商工リサーチ（2025年3月14日取得）、技術承継機構 IR資料、GENDA IR資料よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- GENDAが対象とする「エンタメ領域」は製造業領域と比較すると対象企業数 (=SAM) が少ないが、経営陣の持つ独自のネットワーク/ソーシングルートを活用により、自社のSOMを大きく持てている

技術承継機構/GENDAのソーシング件数/成約件数

	年間 ソーシング件数	M&A件数 ※1		2024年成約率
		2023年	2024年	
SHIFT	-	11	4	-
GENDA	170	12	12	7.1%
技術承継機構	400	3	1	0.3%

※1：経営権の取得や資産譲渡等含む

GENDAのSOMと一般バイヤーのSOM

エンタメロールアップ市場のSAM

エンタメロールアップで最大で獲得できる市場

GENDAのSOM

GENDAが実際にアプローチできる市場

⇒M&A仲介経由 + GENDA独自のソーシング

一般バイヤーのSOM

一般バイヤーが実際にアプローチできる市場

⇒M&A仲介経由

- 十分な母数がある市場の中でも、特に**M&Aが起こりやすくなる市場の契機を捉える**ことが肝要
- 次項以降で、過去のロールアップ企業が捉えた市場の契機をPESTの観点で分析する

P

olitics

— 政治的要因 —

法規制、税制、政権交代

E

conomy

— 経済的要因 —

景気動向、金利、為替

S

ociety

— 社会的要因 —

人口動態、社会意識、健康

T

echnology

— 技術的要因 —

技術革新、インフラ、特許

- 市場：2010年代後半、カナダやアメリカにおける大麻規制の緩和と合法化が進展
- 契機：中小大麻ブランドの増加により各地域内での競争が激化し、利益率が低下

売り手企業
[設立年 - 買収年]

Curaleaf Holdings

- 設立：2010年
- 設立経緯：医療用大麻の栽培企業
- 時価総額：約900億円

Cura Partners [2015 - 2019]
事業：大麻オイルブランド

Grassroots Cannabis [2014 - 2019]
事業：医療用大麻の生産・販売

Alternative Therapies [2013 - 2020]
事業：娯楽用大麻の生産・販売

Green Thumb Industries

- 設立：2014年
- 設立経緯：医療用大麻の栽培企業
- 時価総額：約1,500億円

Fiorello Pharmaceuticals [2014 - 2019]
事業：医療用マリファナの生産

Dharma Pharmaceuticals [2018 - 2021]
事業：医療用大麻の生産・販売

LeafLine Labs [2014 - 2021]
事業：医療用大麻の生産・販売

Canopy Growth

- 設立：2013年
- 設立経緯：医療用大麻の栽培企業
- 時価総額：約250億円

Bedrocan Canada [2013 - 2014]
事業：医療用大麻の生産・販売

MedCann Access [2014 - 2015]
事業：医療用大麻の患者支援と供給

Mettrum Health [2013 - 2016]
事業：医療用大麻の生産・販売

1990年

2000年

2010年

2020年

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、時価総額は2025年4月16日時点

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 市場：ITバブル崩壊、コロナ禍などの経済危機/不況が発生
- 契機：単独での経営に行き詰まる企業が増加

売り手企業
[設立年 - 買収年]

IAC (InterActiveCorp)

- 設立：1986年（2004年社名変更）
- 設立経緯：テレビ放送業
- 時価総額：約3,850億円

Expedia [1996 - 2001]
事業：オンライン旅行予約サービス

Hotwire [2000 - 2003]
事業：オンライン旅行予約サービス

TripAdvisor [2000 - 2004]
事業：旅行者向けの口コミサイト

アコーディア・ゴルフ

- 設立：1981年（2002年買収）
- 設立経緯：GSの買収・事業転換
- 時価総額：約1,000億円（2022/03）

スポーツ振興 [1960 - 2005]
事業：ゴルフ場の開発・運営

オークメドウ [1990 - 2005]
事業：ゴルフ練習場の運営

日東興業 [1991 - 2005]
事業：ゴルフ場の開発・運営

GENDA

- 設立：2018年
- 設立経緯：持株会社
- 時価総額：約1,700億円

GIGO [2004 - 2020]
事業：アミューズメント施設の企画・運営

宝島 [2013 - 2021]
事業：アミューズメント施設の企画・運営

GAGA [1986 - 2023]
事業：海外映像ソフトの輸入販売

1990年

2000年

2010年

2020年

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、時価総額は2025年4月16日時点

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

IAC (InterActiveCorp)

- 上場日：1992年5月
- スピンオフ企業数：11社
- Vimeo, TicketMaster, MatchGroup等

Expedia [1996 - 2001]
事業：オンライン旅行予約サービス

Hotwire [2000 - 2003]
事業：オンライン旅行予約サービス

TripAdvisor [2000 - 2004]
事業：旅行者向けの口コミサイト

売り手企業
[設立年 - 買収年]

創業者

- バリー・ディラー（Barry Diller）：パラマウント・ピクチャーズ CEO、20世紀フォックス CEOを経て当社設立。メディア業界の経験に長けた実業家。

市場背景

- 1999年にマイクロソフトからのスピンオフで上場したExpediaは、ITバブル崩壊の煽りを受け株価が低下。多数の競合企業が存在するオンライン旅行市場では、事業拡大のための投資が急務であり、IAC傘下での成長を選択。

成長戦略

- IACの技術力・マーケティング力を活用した事業強化と、IAC傘下の旅行華憐サービスであるHotels.com、Hotwire、TripAdvisorらのグループインによる連携強化により、2005年にExpedia Groupとしてスピンオフし、再度上場。

1990年

2000年

2010年

2020年

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、スピンオフ企業数は2025年4月16日時点

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 市場：アジア等の新興国市場が急成長し、若年層が高価商品の購買層として台頭
- 契機：新興市場への参入を図る大手ブランドが新市場への参入手段としてM&Aを検討

売り手企業
[設立年 - 買収年]

LVMH

- 設立：1987年
- 設立経緯：2社の合併
- 時価総額：約41兆円

GIVENCHY [1952 - 1988]
事業：ファッションブランド

CELINE [1945 - 1996]
事業：ファッションブランド

LOEWE [1846 - 1996]
事業：ファッションブランド

RICHEMONT

- 設立：1988年
- 設立経緯：持株会社
- 時価総額：約13兆円

Cartier [1847 - 1988]
事業：ジュエリーブランド

dunhill [1893 - 1993]
事業：ファッションブランド

Vacheron Constantin [1755 - 1996]
事業：ラグジュアリーウォッチ

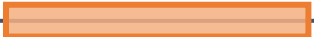
KERING

- 設立：1963年
- 設立経緯：木材商社
- 時価総額：約3兆円

GUCCI [1921 - 1999]
事業：ファッションブランド

Yves Saint Laurent [1961 - 2000]
事業：ファッションブランド

Balenciaga [1917 - 2001]
事業：ファッションブランド

1990年  2000年 2010年 2020年 →

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、時価総額は2025年4月16日時点

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 市場：Amazonなどのオンラインマーケットプレイスが急成長
- 契機：中小ECブランドの増加によって、広告競争が激化し、利益率が低下

売り手企業
[設立年 - 買収年]

MOON-X

- 設立：2019年
- 設立経緯：D2Cブランドの連続立上
- 時価総額：未上場

ケラッタ [2016 - 2022]
事業：ベビー＆マタニティブランド

太陽 [2019 - 2023]
事業：「ヒツジのいらない枕」の販売等

レバンテ [2006 - 2024]
事業：ヘルス＆ビューティーケアブランド

ACROVE

- 設立：2018年
- 設立経緯：プロテインD2C
- 時価総額：未上場

対象：Amazon・楽天に出品されるブランド
M&A件数：16件
期間：2022/06～2024/9

forest

- 設立：2021年
- 設立経緯：ECブランドの買収
- 時価総額：未上場

対象：企業規模1億～10億円の企業
M&A件数：19件
期間：2021/07～2024/12



出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、M&A件数は記載の期間内

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

MOON-X

- 設立：2019年
- 設立経緯：D2Cブランドの連続立上
- 総調達額：約115億円

ケラッタ [2016 - 2022]
事業：ベビー＆マタニティブランド

太陽 [2019 - 2023]
事業：「ヒツジのいない枕」ブランド

レバンテ [2006 - 2024]
事業：ヘルス＆ビューティーケアブランド

売り手企業
[設立年 - 買収年]

創業メンバー

- 長谷川 晋（CEO）：東京海上火災→P&G→楽天→Facebook Japan代表
- 塩谷 将史：複数社にてシステム開発→楽天→アペルザCTO

市場背景

- 資金余力の壁：売れる商品が出てきたが融資が付かず在庫を積み増せない
- 人材の壁：商品開発・マーケティング等のプロ人材・後継者の確保に苦戦
- 組織化の壁：事業や組織を継続的にスケールさせるためのリソース不足

成長戦略

- 年商数億円から数十億円規模のECブランドを連続的に買収
- マーケティング、バックオフィス、セールスなど成長に必要な機能を補完
- ノウハウを積み上げ再現性の高いプレイバックを策定、効率化を推進

1990年

2000年

2010年

2020年

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、総調達額は2025年4月16日時点

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 先行企業は買収価格以外に独自の訴求点を持っており、“買い手として選ばれる企業”になっている

技術承継機構

PEファンドと異なり、買収先を再譲渡することがないため中長期的に共に成長を描ける



エムエスシー製造
徳勝 賢治 氏

繁忙の最中、工場長が交通事故に遭遇し、少なからず“過労”も影響していると自らの責任を痛感し、オーナー単独では顧客満足の充実は勿論の事、**会社の将来と従業員の幸せを守るという責務を果たせない**と感じました

2021年8月にグループイン。
約半年間社長を継続した後、同社従業員の増山氏に社長を引き継ぎ



エアロクロフトジャパン
深津拓真 氏

「M&Aなんてありえない、自分がずっと会社を大事にしてやりきるんだ」と思っていました。ただ色んな経営者の方と出会って話す中で、「大きなグループの中に入って、何かあった時にも安心できるような環境の方が、今後を考えると従業員も幸せなのでは」と思い始め、**ずっと一緒に事業を続ける技術承継機構と一緒にやりたい**と思いました。

父から当社を継いだ後、2023年6月にグループイン

SHIFT

グループインすることで単独では実現できなかったレベルで成長
急成長と安定した経営により、従業員を以前よりも大切にできる体制に



株式会社CLUCH
杉山 康弘 氏

当時からすると**あり得ない給与の上がり方**を実現することができた。いろいろな人とコミュニケーションを取る中でSHIFTの温かみに触れることができた

2020年9月にグループイン。報酬面と労働環境面を改善



システムアイ
葛川 敬祐 氏

以前よりも社内で販管費を使うことができるようになり、バックオフィスを改めてつくり直そうとしている。
プライム顧客は**ドアノックからSHIFTの営業が取ってきてくれる**。ジョイン前は年収4桁はいなかったが、ジョインすることで**年収4桁の人も少しずつ出てきた**

2019年3月にグループイン。従前から課題であった下請け構造による単価の安さを改善

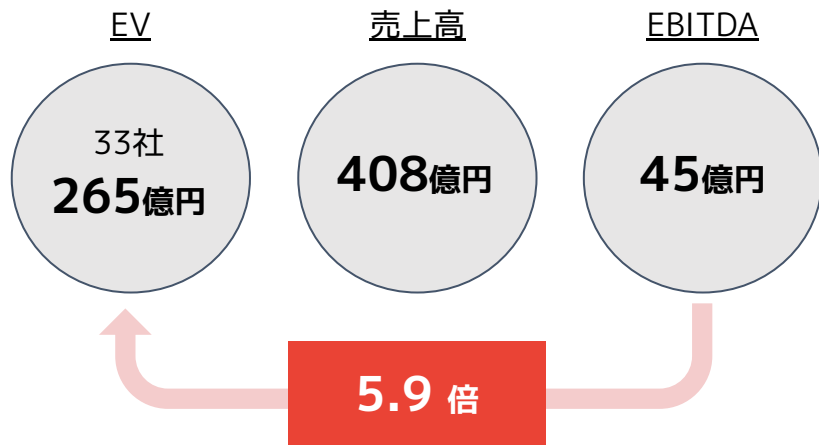
出所：（左）技術承継機構 ウェブサイト（<https://www.shift-gc.jp/portfolio/case/>）より抜粋、（右）SHIFT ウェブサイト（<https://ngt-g.com/ma/interview/>）より抜粋

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 先行企業は前項の訴求点により、実際に業界水準から低いマルチプル水準での買収が行えている

SHIFT買収企業

EV/EBITDA倍率は 5.9 倍



GENDA買収企業

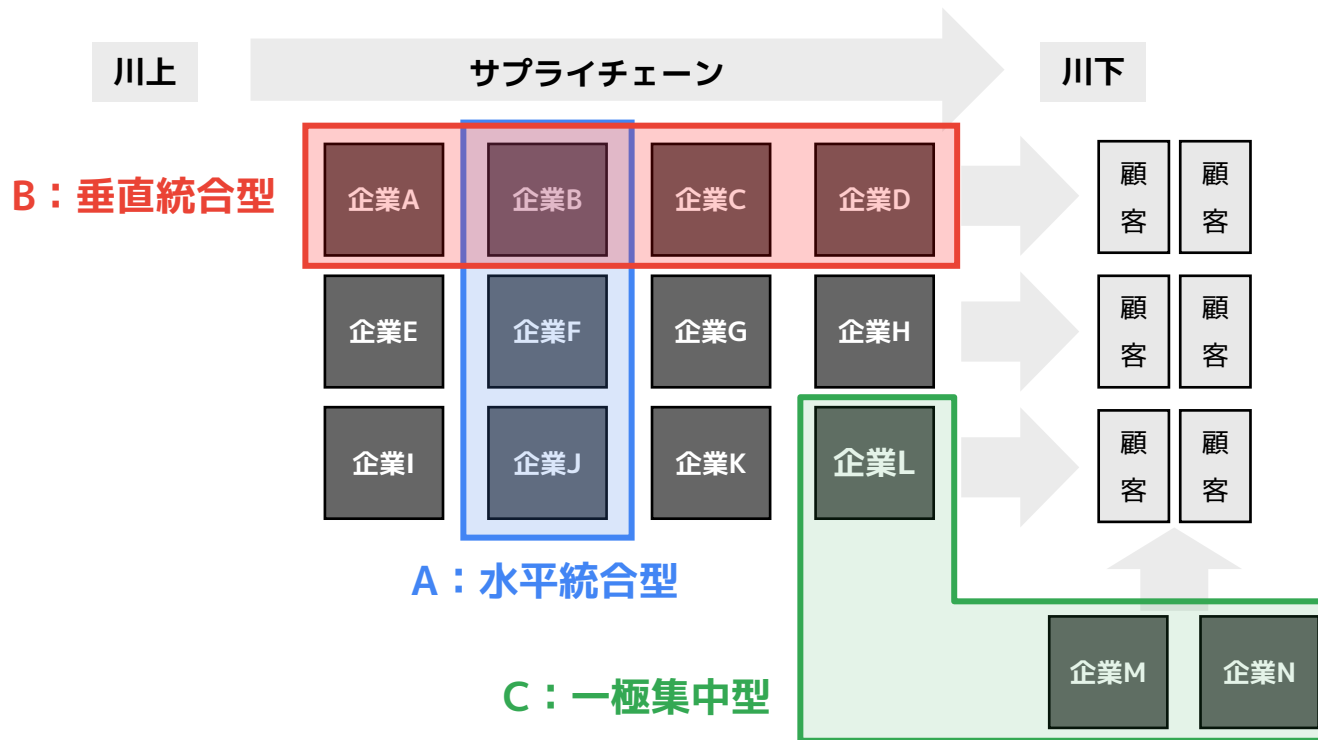
EV/EBITDA倍率は 1.8-5.8 倍

(百万円)

企業名	事業内容	買収金額	EV	EBITDA	EV/EBITDA
シン・コーポレーション	カラオケ (カラオケ BanBan)	5,108	6,500	NA	-
シトラム	お酒 (クライナー)	4,000	1,980	1,100	1.8
音通	カラオケ機器の レンタル・販売	6,700	6,300	1,080	5.8
NEN	米国拠点の ミニロケ施設	4,060	4,060	1,120	3.6

※公開されている4件のみ記載

- M&Aによるシナジー創出のパターンは大きく3つに分類できると思料
- 事業領域/市場環境に合わせたサプライチェーン上の繋ぎこみ方がポイント



- 水平統合型のポイントは、①同業種・同事業を複数運営する中でノウハウ蓄積/オペレーション効率化が図れているか、②生産量の増加に伴い、仕入先・顧客への交渉力が増しているか

A:水平統合型ロールアップ

事例



ゴルフ場

- アコーディアグループ
- PGMグループ

EC

- MOON-X
- ACROVE
- forest

食品

- ヨシムラ・フード・ホールディングス

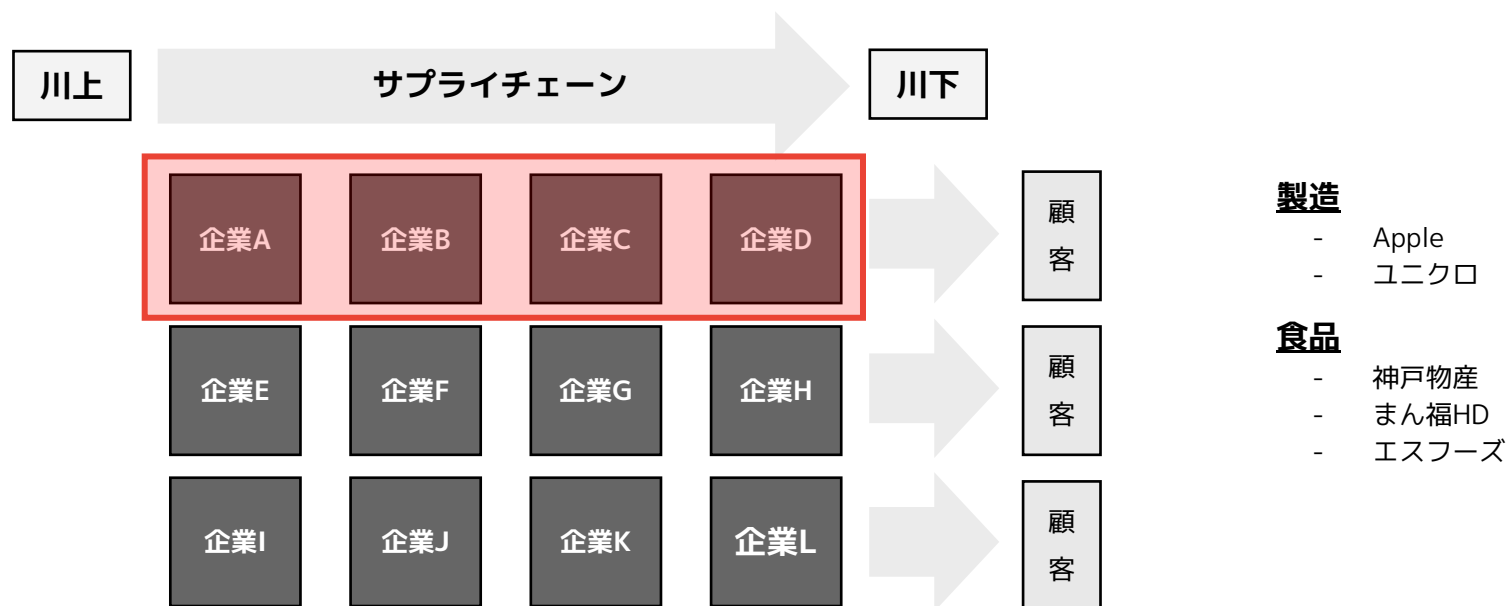
タクシー

- 第一交通産業
- newmo

- 垂直統合型のポイントは、①サプライチェーンを抑えることで仕入コストの最小化・安定化を図れるか、②異質な事業を取り扱うことによる、余分なマネジメントコストが発生していないか

B:垂直統合型ロールアップ

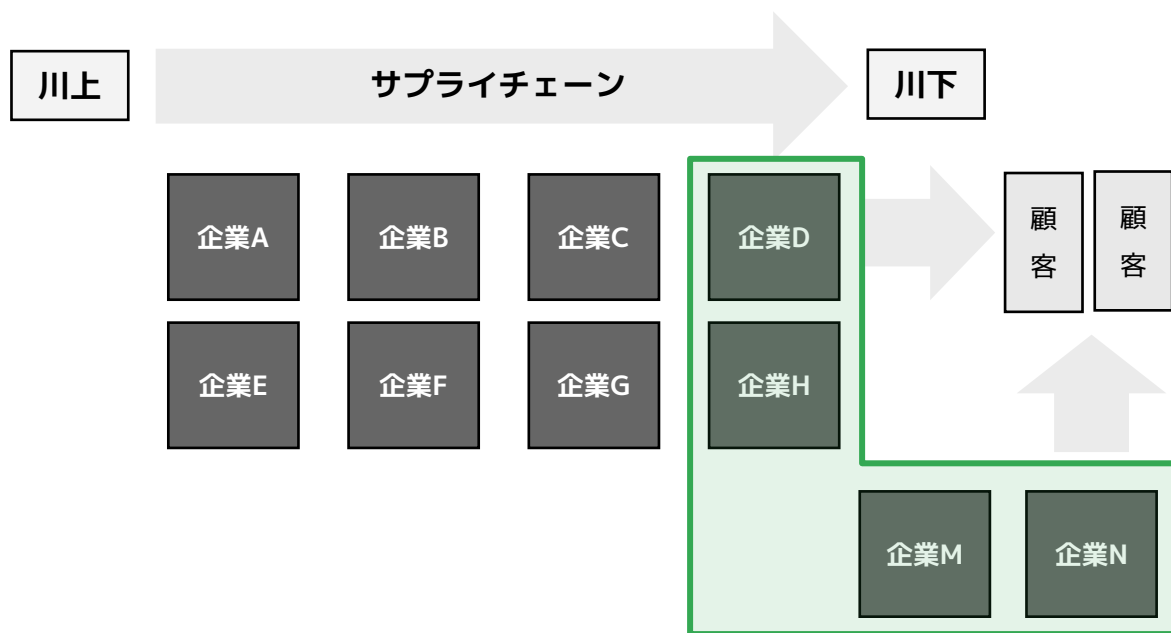
事例



- 一極集中型のポイントは、①顧客の共通化・既存顧客へのクロスセルができるか、②顧客のグリップ力が向上するか

C:一極集中型ロールアップ

事例

エンタメ

- GENDA

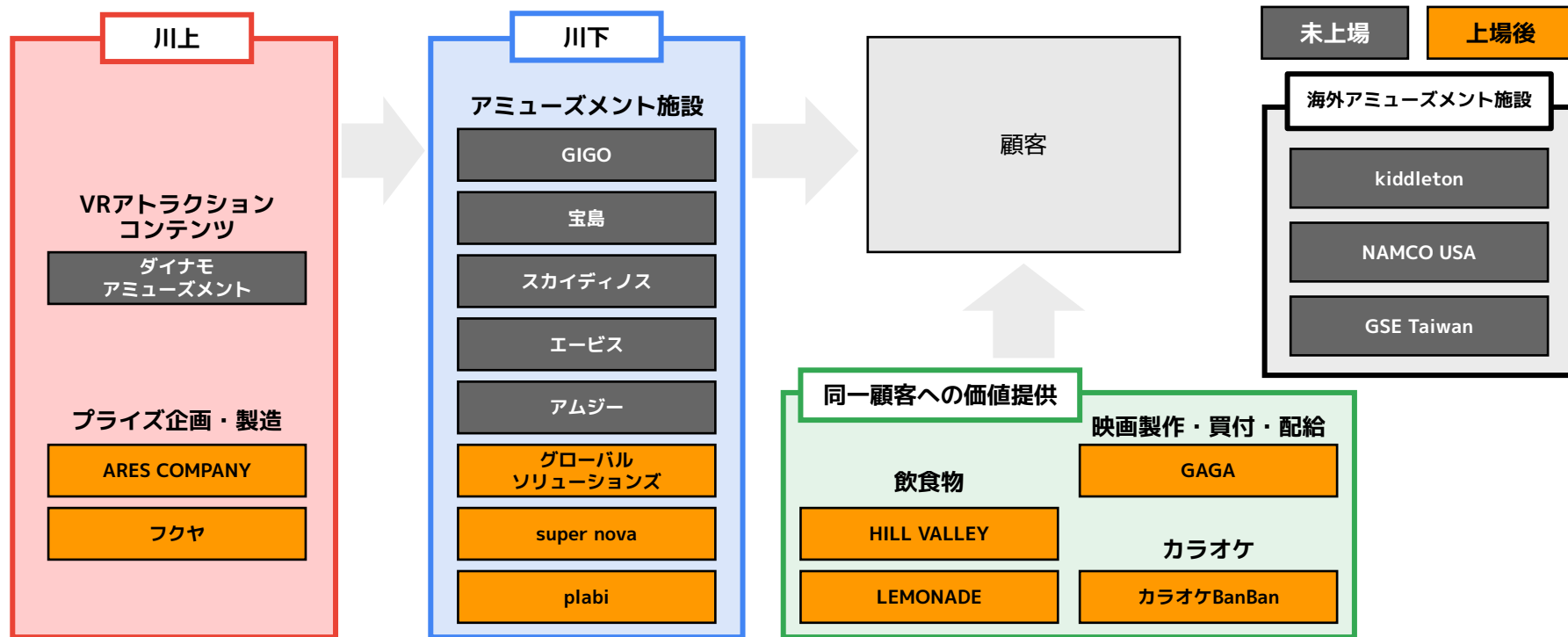
IT (B2B)

- SHIFT

IT (B2C)

- 楽天
- リクルート

- GENDAは、創業当初はアミューズメント施設の領域で**水平統合型**のロールアップを開始
- 上場後は**垂直統合型・一極集中型も組み合わせたフルスケールのロールアップ戦略**を取っている



- GENDAはそれぞれのパターンでシナジーを創出しており、実際に買収企業の業績は伸びている

買収企業のシナジー創出事例とM&A前後の売上高・償却前営業利益の変化率

買収企業	売上高	償却前営業利益	事業内容	シナジー類型	シナジー創出事例
フクヤホールディングス	 210% 663百万円→1,394百万円 ※買収前後3ヶ月累計	 242% 100百万円→242百万円 ※買収前後3ヶ月累計	アミューズメント用景品の企画販売	B:垂直統合型	・ プライズ企画機能取得によりGiGOの業容拡大に加え、Kiddleton/NEN（米国で約8,000箇所以上のアミューズメントマシンを設置）を通して日本のKawaii商品を販売、取引量が飛躍的に上昇 ・ 商品ごとの売れ行きを適時共有することで、細かい軌道修正が可能
アレスカンパニー	 135% 1,139百万円→1,534百万円 ※買収前後6ヶ月累計	 405% 19百万円→79百万円 ※買収前後3ヶ月累計	雑貨、プライズ景品、ノベルティの企画製造	B:垂直統合型	・ ゲームセンターとカラオケの双方のテナント情報を集めることで、店舗開発を一体化し店舗開発能力が向上 ・ 既存店でも、カラオケ単体ではスペースが広すぎる店舗をゲームセンターに変えて収益性を改善
カラオケBanBan	 112% 4,615百万円→5,172百万円 ※買収前後3ヶ月累計	 185% 336百万円→677百万円 ※買収前後3ヶ月累計	全国約360店のカラオケ店運営	A:水平統合型	・ レモネード/クライナーをカラオケに提供 ・ カラオケ機器の流通を行う普通との取引高が向上
				B:垂直統合型	・ 映画配給会社GAGAの配給映画の映画のキャラクターの部屋や飲食物を用意しクロスセルを訴求 ・ ゲームセンター/カラオケ等別業態間で店舗立地が重複している地域では、両者の割引クーポンを配布して新規の来客を喚起
				C:一極集中型	

出所：GENDA「GENDA 2025年1月期 第1四半期決算説明資料」及び各種プレスリリースよりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- Danaherは環境規制や医療規制等の規制強化に着目し、**水平統合型**・低マルチプルでの買収に注力
- PMIにおいては、独自の経営管理・改善フレームワークDBSを活用する点が特徴

買収対象

「グローバルニッチトップ」が狙える企業

- 高度な技術や専門知識を保有しており、高い参入障壁を築いている企業
- 環境規制や医療規制などの規制強化が成長ドライバーとして見込める市場
- これにより短期間で高い利益率改善が見込める

適正価格で買えばDBSで「必ず収益化できる」企業

- 創業家・オーナーがエグジットを検討するタイミングを狙い、低マルチプルで買収
- DBSに基づいたシミュレーションにより、収益性の改善余地を高精度に分析したうえで買収

DBS（Danaher Business System）とは

- トヨタ生産方式をベースとして、企業全体の経営管理・成長加速システムに発展させたもの
- 8つの主要KPIに基づき、生産性の改善と連続的な成長投資による事業成長を実現させる

財務基準	中核事業の成長
	営業利益の拡大
	CF/WC（運転資本利益率）
	ROIC（投下資本利益率）
顧客対応基準	デリバリー (納入希望タイミングを基準に測定)
	外部品質 (顧客体験を多面的に測定)
社員対応基準	社内補充率 (社内候補者で補充した管理職の割合)
	定着率

出所：Strategy&「ダナハーはどのように成長を実現したのか」を参考にジャフコ作成

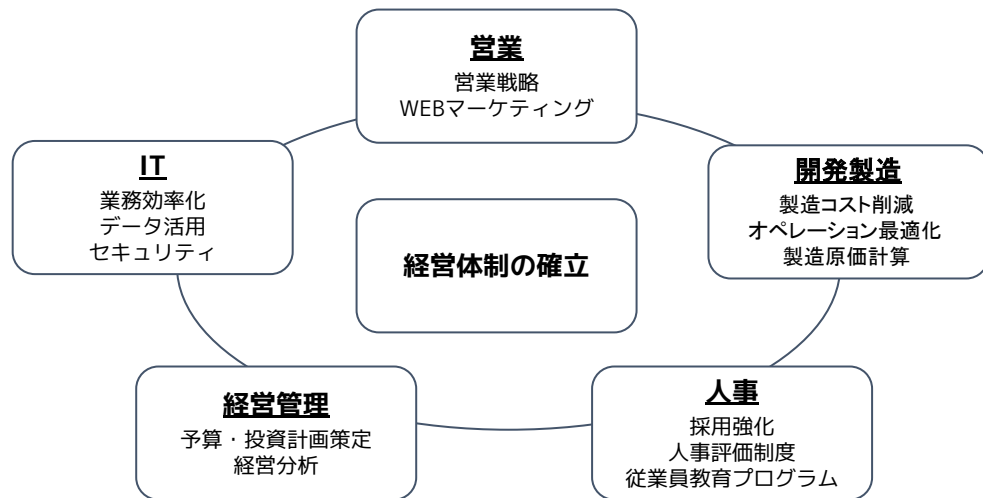
本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 技術承継機構は、**水平統合型**のM&Aが基本だが、製造業の中で領域・分野を問わず承継することにより、特定業界の浮き沈みに影響を受けにくい構成
- 米国Danaher社を参考にしたPMIの型化（Ngtg Growth Program）を行っている

買収先一覧

企業名	事業内容	主要顧客の業界
豊島製作所	薄膜材料開発製造及び冷間鍛造	超電導、電池、自動車部品
東洋マーク	樹脂プリント及び加工	アミューズメント、交通、住宅
FAシンカテクノロジー	自動はんだ付け装置の開発製造	FA機器、通信
エスエムシー製造	シート材・コイル材切断機の製造	プレス機械等各種装置
篠原製作所	高機能フィルムの巻取機の設計製造	光学フィルム、セパレーターフィルム
京和精工	各種産業機器・機械の部品の製作加工	産業機器
キンボームテック	板金及び金属箔加工	工作機器、電車車両等
エアクラフトジャパン	炭素繊維強化プラスチック製品の製造	レーシング（二輪・四輪）等
天鳥	各種産業機器・機械の部品の製作加工	電気電子・半導体
ティオック	工用保安機器の製造	工事施工業者

Ngtg Growth Program（NGP）



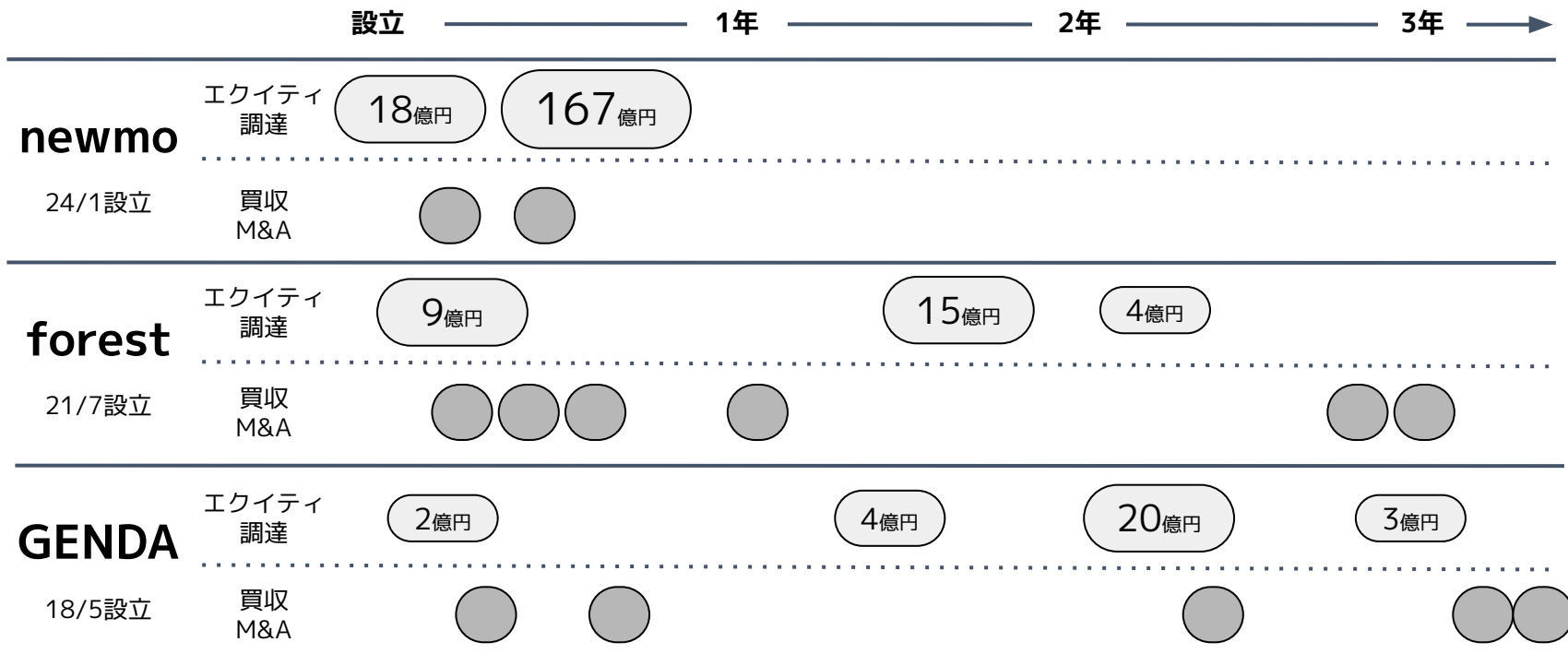
出所：（左）技術承継機構ウェブサイトよりジャフコ作成、（右）技術承継機構「NGTG Growth Program」よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

ロールアップ企業のファイナンス戦略とは

継続的なM&Aをするロールアップ企業の成長は、資金調達戦略と表裏一体の関係にある。特に、キャッシュフローの最適化や負債活用の巧拙が、次のディールの成否を左右する。市場の流動性と資本市場の動向を見極め、継続的な資金調達を軸にした拡大戦略を描くことこそが、ロールアップを持続的な成長モデルへと昇華させる鍵となる

- ロールアップスタートアップでは創業初期にVC等の投資家からエクイティ調達を行うケースが一般的
- 買収資金についても、最初の数件は借入を使わず、エクイティ資金のみで工面するケースが多い

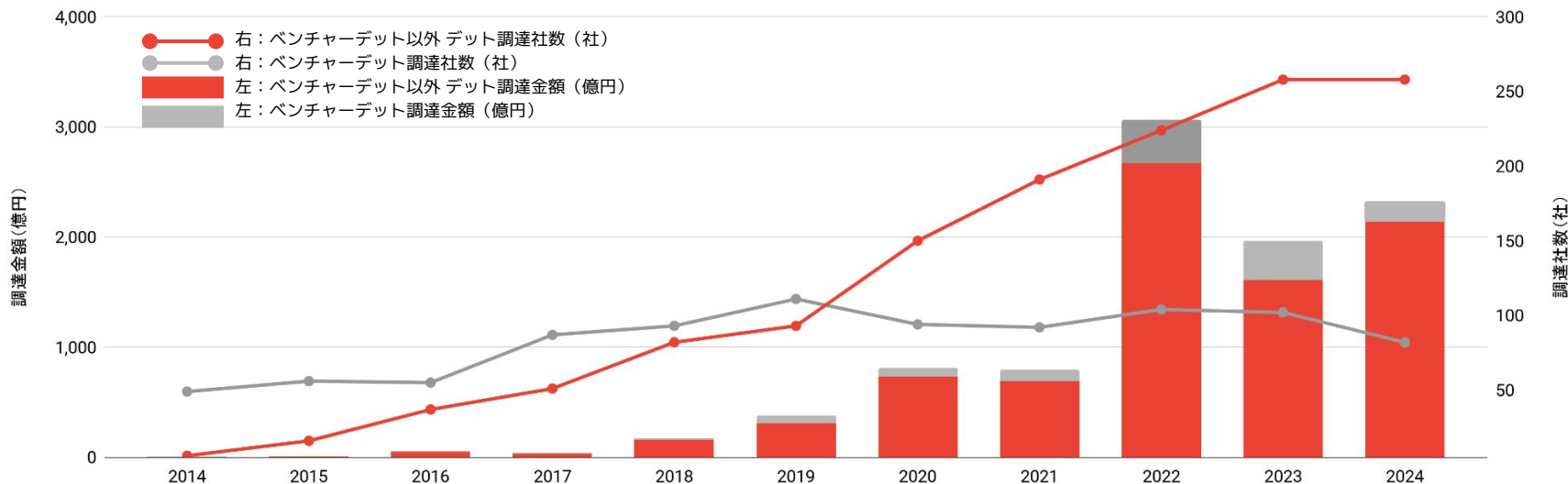


出所：各種プレスリリースよりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
 また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- スタートアップにおけるデットファイナンスの総額は年々増加傾向
- SO付/転換社債等のエクイティの性質も合わせ持つ“ベンチャーデット”の比率は低く、通常のローン（コーポレートローン/LBOローン等）を活用するベンチャー企業が急増しており、**ある程度のCF/純資産があればM&Aにも活用が可能**と思料

スタートアップにおけるデットファイナンスの調達金額と調達社数



出所：スピーダ「2024年 Japan Startup Finance - 国内スタートアップ資金調達動向 -」よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- ロールアップ企業は創業直後だけでなく、上場後も含め**継続的な資金調達が必須**
- 自社マルチプルが買収対象/業界水準より高いほど、**レバレッジの効いた資金調達/買収が可能となる**

GENDAと同業界企業のマルチプル比較

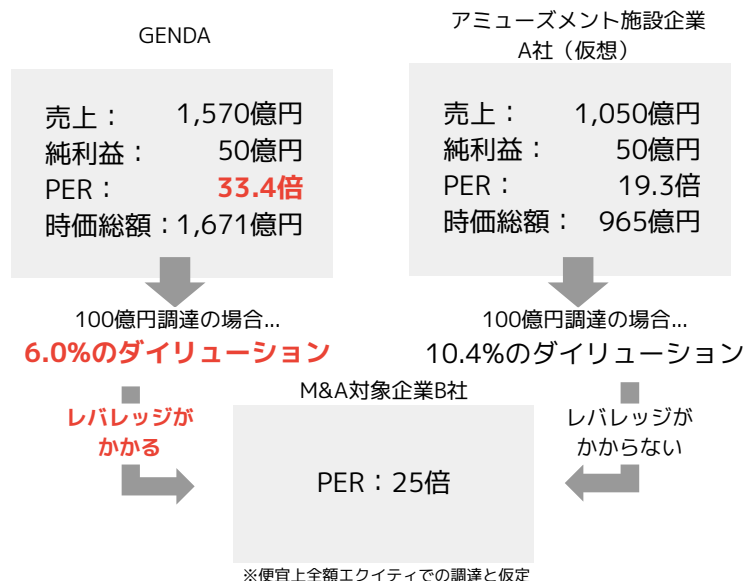
ロールアップ企業として評価されているGENDAは類似企業と比較して高マルチプル

				(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(倍)
証券コード	社名	決算					※2025年4月21日	
		決算期		売上	営業	純利	時価総額	PER
9166	GENDA	実績	2025/01	111,786	7,965	3,304	167,052	50.56
		会社予想	2026/01	157,000	10,500	5,000		33.41
4680	ラウンドワン	実績	2024/03	159,181	24,195	15,666	248,070	15.83
		会社予想	2025/03	171,310	25,700	17,000		14.59
7832	バンダイナムコ ホールディングス	実績	2024/03	1,050,210	90,682	101,493	3,258,420	32.10
		会社予想	2025/03	1,230,000	180,000	128,000		25.46
6460	セガサミーホール ディングス	実績	2024/03	467,896	56,836	33,055	675,925	20.45
		会社予想	2025/03	425,000	46,000	37,500		18.02
							3社平均	PER
							実績	22.80
							予想	19.36

※2025年4月21日時点

※2025年4月21日時点

高マルチプル企業による低マルチプル企業の買収

GENDAは対象会社/業界他社とのマルチプルのギャップを生かし、
ダイリューションを抑えて/レバレッジをかけて買収が可能

出所：各社有価証券報告書よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

個社事例から見える成功の本質

戦略論だけでは実際の効果は見えてこない。市場を席卷したロールアップの事例を通じて、成功要因と潜むリスクが明らかになる。どの業界での統合/集約が効果的だったのか、どの施策が競争優位性を生んだのか。買収戦略やシナジー創出、バリューアップの実態に迫り、再現可能な成功パターンを探る。ロールアップが機能する市場の特徴とは——成功事例を深掘りし、その本質を解明する。

設立年

2018 年

関係会社数（2024/12期）

15 社

売上高（2024/12期）

111 億円

時価総額（2025/3/27時点）

447 億円

創業者・経営メンバー

- 新居 英一（代表取締役）
 - 筑波大学附属駒場高等学校卒業、東京大学経済学部卒業。みずほ証券にてメザニン投資に従事した後、産業革新機構（INCJ）に参画。その後、1年半の世界一周を経て技術承継機構を設立

市場背景・追い風

- 日本の中小企業336万社、その内黒字の製造業は12万社
- 労働人口の減少により、採用が困難になり社内リソースが足りていない場合が多い
- 黒字企業の承継に当たり社長は、会社と社員の存続を重視。再譲渡を行わないロールアップ戦略が訴求力となっている
- 製造業の社長の平均年齢は61.3歳。承継問題が深刻な分野の一つ

買収・成長戦略

- 高い技術・技能を持つ製造業および製造関連企業を承継
- 製造業の中で幅広い分野へ分散させ特定の業界の浮き沈みに影響を受けにくい構成にする
- 譲受企業の望まないブランド変更や会社合併、リストラは行わない方針。社長続投や退任もニーズに合わせて調整
- Danaher社のPMIモデルであるDanaher Business System（DBS）を参考に作成した、独自のバリューアッププログラム

組織体制

- 従業員数は単体8名、連結556名（2024/11/30時点）
- 単体8名は、主に譲受先支援、新規譲受実行に従事。投資銀行、ファンド、監査法人出身者が多数を占めるファイナンスに強い会社

出所：技術承継機構「2024年12月期 有価証券報告書」及び各種決算説明資料より作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

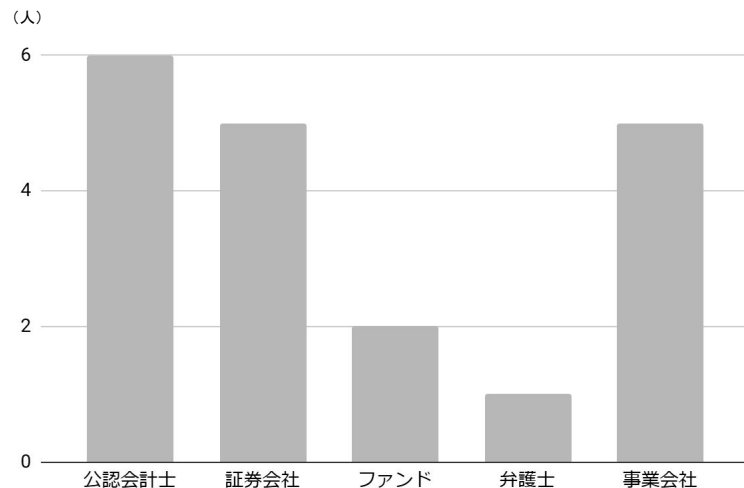
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 同規模の企業をM&Aターゲットにしている企業と比較して、**利益率の高い会社をスピーディーにグ
ループイン**できている
- 金融/事業会社出身者がバランスよく揃っており、両方の目線から有望企業を見極め

類似上場ロールアップ企業との比較

	セレンディップ・HD	技術承継機構
買収領域	中小製造業	中小製造業
創業年月	2006年8月	2018年7月
実績PER (2025年3月27日時点)	16.9	47.7
時価総額 (2025年3月27日時点)	8,804百万円	42,991百万円
関係会社数	(24/3期) 9社	(24/3期) 15社
売上高	(24/3期) 19,787百万円	(24/3期) 11,051百万円
純利益	(24/3期) 519百万円	(24/3期) 901百万円
純利益率	(24/3期) 2.6%	(24/3期) 8.2%

メンバーの出身業界



ウェブサイト記載の全メンバーの出身業界を集計 (2025年3月末時点)

出所: (左) 各種株価データよりジャフコ作成 (2025年3月取得)、(右) 技術承継機構ウェブサイト (<https://ngt-g.com/>) よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

2005 年

関係会社数（2024/8期）

40 社

売上高（2024/8期）

1,106 億円

時価総額（2025/3/27時点）

3,306 億円

創業者・経営メンバー

- 丹下 大（創業者/代表取締役社長）
 - 京都大学大学院 工学研究科機械物理工学修了。株式会社インクス（現 SOLIZE株式会社）に入社。2005年9月、コンサルティング部門 マネージャーを経て、株式会社SHIFTを設立
- 佐々木 道夫（取締役会長）
 - 1982年リード電気株式会社（現：株式会社キーエンス）に入社し、2000年に同社代表取締役社長に就任。2018年11月よりSHIFTの社外取締役役に就任し、2020年11月、取締役副社長としてSHIFTに参画

市場背景・追い風

- 高齢化進んでいて、事業承継案件を中心に安く買える領域
- 多重下請け構造なのでSHIFT等の元請け側に買われるメリットが大きい
- エンジニアの採用ができていない会社が多い

買収・成長戦略

- 上場前（～2014）に2社、上場後に27社のM&A
- SHIFTグループがもつミッション・ビジョンを共有でき、SHIFTで提供可能なサービス領域の保管・増強になる会社であれば、規模に関わらず買収対象
- 中長期計画の3本の柱の一つにM&Aを据えている

組織体制

- グループ経営推進部のもとに、M&A推進室・PMI推進室を組成しており、M&A時の交渉やDD（デュー・デリジェンス）であがった課題をPMIで速やかにフォローしたり、あるいは、PMIでの課題をM&Aのエクゼキューションで活かせる体制を築いている
- 社内に10名程度のソーシング専門部隊を保有。アウトバウンド開拓に加え、HPからのインバウンドやセミナーを通じたナーチャリングによる案件創出も行うことで、独自案件発掘を働きかけている

出所：SHIFT「2024年8月期 有価証券報告書」及び各種決算説明資料より作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

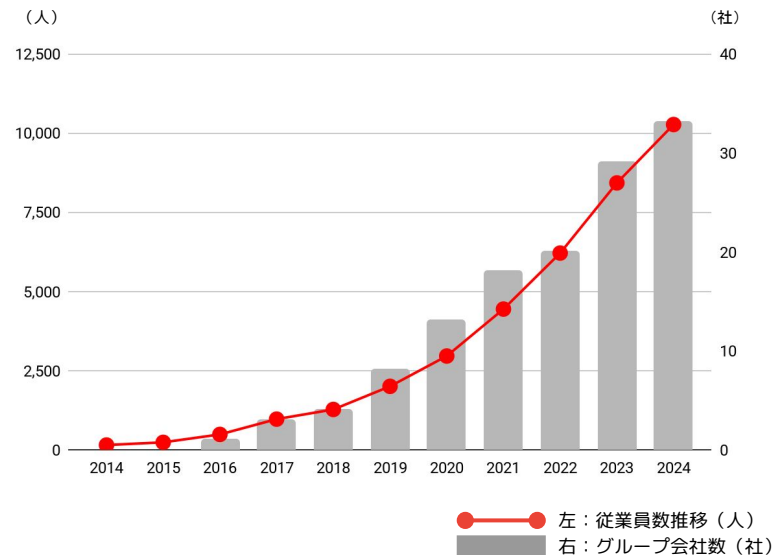
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- M&A/PMI機能子会社であるSHIFTグロースキャピタルを設立し、投資の意思決定を迅速化
- SHIFT本体の採用力とM&Aによる受入キャパシティの拡大により、グループ社数/従業員数が急拡大

M&Aエグゼキューションのスケジュール



グループ会社数・従業員数推移



出所: SHIFTグロース・キャピタル ウェブサイトよりジャフコ作成。

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

2018 年

関係会社数（2024/1期）

17 社

売上高（2025/1期）

1,118 億円

時価総額（2025/3/27時点）

2,192 億円

創業者・経営メンバー

- 片岡 尚（代表取締役社長）
 - 慶應義塾大学経済学部卒。1995年ジャスコ（現・イオン）入社。イオンファンタジーに転籍後、2013年代表取締役社長に就任。2017年よりイオンエンターテイメント代表取締役社長を兼務
- 申 真衣（取締役）
 - 東京大学経済学部経済学科卒。2007年ゴールドマン・サックス証券入社。金融法人営業部で金融機関向け債券営業に従事。2016年4月金融商品開発部部長、2017年マネージングディレクターに就任

市場背景・追い風

- ゲームセンター・アミューズメント施設は安くM&Aできる可能性がある市場
 - 倒産・休廃業解散件数は2021年から2年連続で増加
 - 小規模事業者による運営が多く、電力料金の引き上げや硬貨の両替手数料によるコストの増加などが経営を直撃
 - ゲームセンターの店舗数は2005年の8,000店舗から2021年には4,000店舗ほどに縮小

買収・成長戦略

- アミューズメント施設を中心としつつ、カラオケ、飲食物、キャラクターMD、コンテンツ配信・プロモーションなど、エンタメ領域の幅広い企業を対象
- 「M&Aにより獲得したキャッシュフロー総額が、支払ったM&A対価を上回ることを」を原則とし、生れたキャッシュフローを更なる買収資金に充てる

組織体制

- ドメインエキスパート
 - ゲームセンター・アミューズメント私設、・コンテンツ・プロモーション、キャラクターMD等各領域のドメインエキスパートが役員
- M&A/ファイナンス
 - 投資銀行・監査法人出身者で、M&A・経営管理の体制を構築
- PMI/DX
 - 開発経験を持つ役員+リファラル採用によるエンジニア採用
 - （株）GENDAの105名のうち71名がテック人材

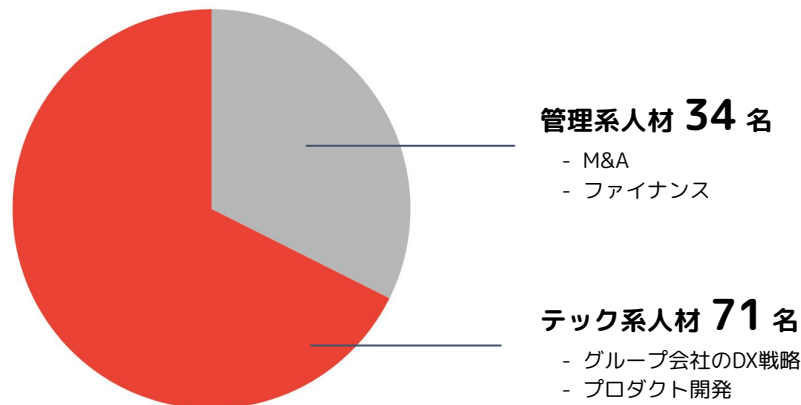
出所：GENDA「2024年1月期 有価証券報告書」及び各種決算説明資料より作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

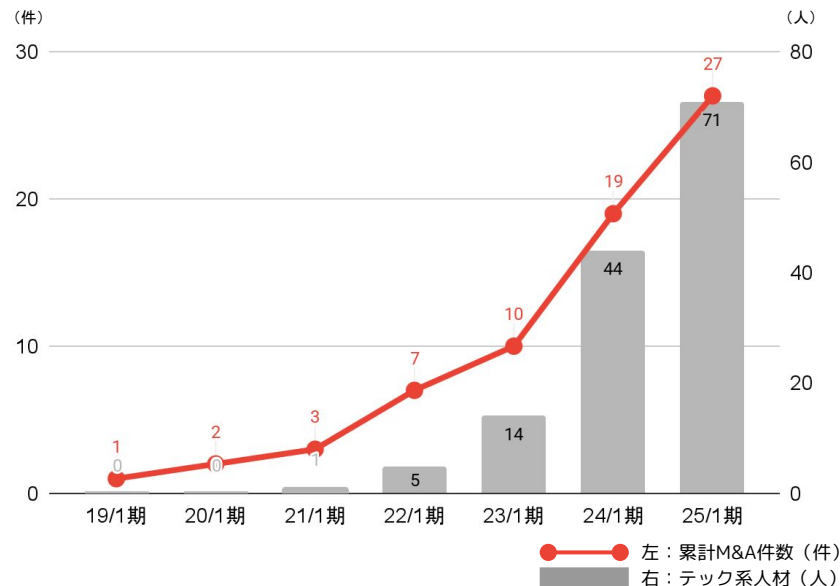
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 純粋持株会社である株式会社GENDAは管理系の人材が約3割、テック系の人材が約7割
- テック系人材は主にPMI機能を担っており、グループインした会社に一定期間出向→PMI完了後に次のグループ会社に出向するというサイクルを繰り返す

約7割がテック系人材



創業来の累計M&A件数とテック系人材数



出所：GENDA「2025年1月期 第2四半期決算説明資料」及び各種プレスリリースよりジャフコ集計

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

2008 年

連結子会社数（2024/2期）

35 社

売上高（2024/2期）

497 億円

時価総額（2025/3/27時点）

247 億円

創業者・経営メンバー

- 吉村元久（代表取締役CEO）
 - 北海道函館市出身。1988年一橋大学卒業後、大和証券入社。1994年ペンシルバニア大学大学院ウォートン校を修了しMBA（経営学修士）を取得。1997年モルガン・スタンレー証券入社。2008年に食品の製造・販売を行う中小企業の支援・活性化を目的としてヨシムラ・フード・ホールディングスを設立、代表取締役CEOに就任

市場背景・追い風

- 中小食品企業は安くM&Aできる可能性がある市場
 - 当時の日本食品業界では、少子高齢化による後継者不足や競争激化により、経営継続が困難な中小企業が増加
 - 事業承継や経営再建の手段として、適切な買い手を求めているものの、中小食品企業は大企業が受け皿となるには規模が小さいことが多く、投資ファンドの投資対象になりにくい。こうしたことから事業承継の担い手が圧倒的に不足している売り手市場にあった

買収・成長戦略

- 買収対象の条件は財務状況が健全であり、確固たる事業基盤を持つ企業
 - 独自の技術や商品力、確立されたブランド力、高い市場シェアなどを有する企業。ニッチな市場で高いシェアを持つ企業や、今後の市場拡大が見込まれる分野の企業
- 経営者との信頼関係
 - 経営はできる限り事業会社の経営者に委ねるスタンス。CEOの役割は戦略を練ることや資金の配分を決定することであり、それ以外のことは基本的に口を出さない

組織体制

- セールス・マーケティング、商品開発、生産管理等の中小企業を支援できる機能をホールディングス本社に保有
- 自社で保有できない機能に関しては外部と提携
 - 物流機能に関しては国分グループと、共同研究では外部の研究室（東京大学大学院・八木研究室）と提携

出所：ヨシムラ・フード・ホールディングス「2024年2月期 有価証券報告書」及び各種決算説明資料より作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 投資回収において、①買収後のシナジー創出に高い期待値をおくケース、
②単体でも高付加価値であり高収益/回収を目指していくケースの2軸でのロールアップを行う

①買収後のシナジー創出に高い期待値

- 日本の水産物輸出品目の中でホタテは1位（全体の18%）
- 下記2社を軸に北海道の水産企業をM&Aによりグループ化する構想を2023年7月に発表

- マルキチ
- ホタテの加工販売
 - 2022年12月に2,186百万円で買収
 - 2025年2月期 3Q売上：4,134百万円

- ワイエスフーズグループ
- ホタテの加工販売
 - 2023年8月に6,060百万円で買収
 - 2025年2月期 3Q売上：8,122百万円

②高付加価値であり高収益/回収を目指していく

(百万円)					
企業	事業内容	有名商品・ポイント	買収時期	買収時 通期売上	買収時 営業利益
小田喜商店	栗及び和洋菓子向けの栗加工品・製菓原料等の製造、販売	栗の生産量日本一を誇る茨城県笠間産の栗菓子「ぎゅ」、「栗の甘露煮」	2022年4月	352	-
林久右衛門商店	最中のお吸い物や削り節、だし等の製造・加工・販売	明治18年創業。鹿児島県枕崎市で水揚げされた良質な鰹を用いた鰹節、年間約300万個製造されている最中お吸物	2022年11月	1,185	58
十二堂	「梅の実ひじき」等の製造・販売	「九州福岡おみやげグランプリ（西日本新聞社主催）」の食品部門を2年連続で受賞した「梅の実ひじき」	2021年12月	680	70
丸太太兵衛 小林製麺	生麺（ラーメン）や餃子の皮の製造・販売、たれ等調味料	北海道内外のラーメン店への卸売販売	2022年11月	637	73
富強食品	中華料理材料等の製造販売	1958年に操業。日本で初めて春巻きの皮を製造化した企業。著名な高級中華料理店やホテル、高級スーパーに販売	2024年12月	510	35

出所：ヨシムラ・フード・ホールディングス各種プレスリリースよりジャフコ集計

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

1995 年

提供サービス数（2024/12期）

15 サービス

売上高（2024/12期）

\$3,479M

時価総額（2025/3/27時点）

\$7,929M

創業者・経営メンバー

- Gary Kremen（Match.com創業者）
 - 1985年ノースウェスタン大学卒業。1993年当社創業、1996年退社
- 当社は1999年にIACにより買収後2015年にNASDAQに上場
- 2025年2月よりHotwire.comの共同創業者である、Spencer Rascoff氏がCEOに就任

市場背景・追い風

- マッチングアプリの起原であるオンラインデーティングサイトは1995年にアメリカでスタートし2022年の世界市場規模は49.4億ドル
- 2023年の各国の利用率はアメリカ22%、イギリス19%に対して、日本では10%、インドでは6%等国によって利用率が異なり開拓の余地がある

買収・成長戦略

- 自社でのサービス立ち上げに加えて、世界各国のマッチングアプリを買収。ステージや地域によってポートフォリオを分散させつつバランスの良い経営を行う
- アーリー期はユーザー基盤の獲得を、成熟期にはマネタイズを重視

組織体制

- 1999年にIACにより買収。その後IAC内のインキュベーター内で「Tinder」を立ちあげ後、2015年にNASDAQに上場
- 2015年のエウレカ（Pairs）の買収など世界各国でM&Aを実施
- 現在はTinder、Hinge、E&E、Match group Aisa等それぞれのプロダクトでCEOを設置

- エリア×ターゲット毎にサービスが細分化する市場の中で、自社にない領域に張っているマッチングサービスをM&Aによって獲得

沿革

1995年4月	米国で「Match.com」を設立し、サービスを開始
1999年5月	InterActiveCorp (IAC) がMatch.comを買収 ※
2009年2月	IACがMatch Groupを設立 Match.comや他のデーティングサイトを統合
2012年8月	Hatch Labs内で「Tinder」を立ち上げ Hatch LabsはIACのインキュベーター
2015年11月	NASDAQ上場
2020年7月	IACから分離・独立

※IAC：米国本社のインターネットメディア複業企業。150ものメディアブランドを傘下に収め、Match Group以外にも旅行サイトのエクスペディア等は当社からスピンアウト

過去の買収例

買収年	企業名	地域	事業内容	買収金額 (\$/M)	目的
2009年2月	Meetic	フランス	欧州を中心とした婚活サイト	-	欧州市場での地位を強化するため
2011年2月	OkCupid	アメリカ	アンケートによるマッチングを特徴とする デートアプリ	50	若年層や技術志向のユーザーを取り込むため
2015年5月	エウレカ(Pairs)	日本	日本およびアジア市場で人気の高いマッチングアプリ	-	アジア市場への進出と拡大を目指して
2015年7月	Plenty of Fish	カナダ	無料で利用できる掲示板型のマッチングサービス	575	大量のユーザー基盤とフリーミアムモデルを自社の戦略に組み込むため
2018年6月	Hinge	アメリカ	真剣な交際を求めるユーザー向けのマッチングアプリ	-	カジュアルな出会いから真剣な交際まで、ユーザーの多様なニーズに応えるため
2019年8月	Harmonica (現Hawaya)	エジプト	ムスリムコミュニティ向けの出会い系アプリ	-	ムスリム市場への参入と多様な文化的背景を持つユーザーへの対応
2021年2月	Hyperconnect	韓国	「Azar」:1対1のライブ配信の要素を持つビデオチャットアプリ 「Hakuna Live」:ソーシャルライブストリーミングサービス	1,725	ソーシャルメディアとライブストリーミング技術の強化

出所：Match Groupウェブサイト (<https://mtch.com/ourcompany/>) 及び各種公開資料を参考にジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 海外企業であるMatch Groupに対してエウレカが売却提案を行うなど、**ストロングバイヤーとしての強烈な第一想起**が取れている
- **水平統合型の中でも買収スコープを局所化**することでシナジー創出力を高め、グループ会社の飛躍的な事業成長を実現

エウレカ創業者のインタビュー

エウレカ創業者
赤坂 優 氏

アジアに拠点を持ちたいタイミングだろうと考えて、こちらからIACに連絡を取りました。**事業領域が絞られていて、オンラインデーティング業界においても世界的に一強と言える企業**でした。

その上、僕らが連絡したとき、彼らは子会社であるMatch GroupがNASDAQにて上場するタイミングだったので、そのアセットを使ってP/Lを作りたい時期でもありました。そのすべてのタイミングがぴたりと重なったのが、2015年5月だったんです

ポートフォリオ間の4つのシナジー

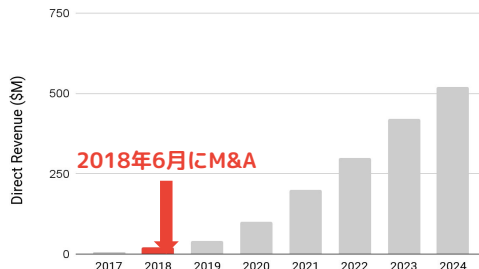
①バックオフィス機能の統一
販費費のコストをカット

②CRM・CS・請求機能等を統一
原価のコストをカット

③ユーザーがMatchGroup間をシームレスに移動できるように
収益を増加

④データを統合しAIで分析
ノウハウを共有

HingeのDirect Revenueの推移



真剣な交際を求めるユーザー向けのマッチングアプリHingeを2018年6月にM&A。2024年には\$500Mを超える規模にまで成長

出所：（左）STARTUPS JOURNALインタビュー「「Pairs」売却からエンジェル投資へ。赤坂優が語る起業家の選択」
（右）Match Group「Match Group 2024 Investor Day December 11, 2024」よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。
また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

1984 年

子会社数

135 社

売上高（2024/12期）

\$23,875M

時価総額（2025/3/27時点）

\$152,090M

創業者・経営メンバー

- Rainer M. Blair（社長）
 - マサチューセッツ大学アマースト校で学士号、ボストン大学で修士号を取得。退役軍人
 - MAPEI Americasの社長兼CEOを務め、BASFグループのエリアマネージャーを経て、2010年に当社に参画。
- Mitchell P. Rales（共同創業者、執行委員会会長）
- Steven M. Rales（共同創業者、取締役会長）

市場背景・追い風

- 買収対象市場に追い風が吹いているのではなく、追い風が吹いている市場を探して買収するスタイル
- ライフサイエンス・医療機器・環境ソリューションの市場では、環境規制や医療規制などの規制強化が成長ドライバーとして見込める場合が多い

買収・成長戦略

- 高度な技術や専門知識を保有しており、高い参入障壁を築いている「グローバルニッチトップ」が狙える中大型企業が買収対象
- DBS（Danaher Business System）と呼ばれるトヨタ自動車のカイゼンノウハウを改良した独自のPMIシステムを有しているのが特徴
- 成熟後に一部事業のスピンオフも行う想定

組織体制

- 市場ごとに設置されている15以上の事業部が、PMIや経営支援を行っていく
- グループ全体で63,000人を超える社員を抱える

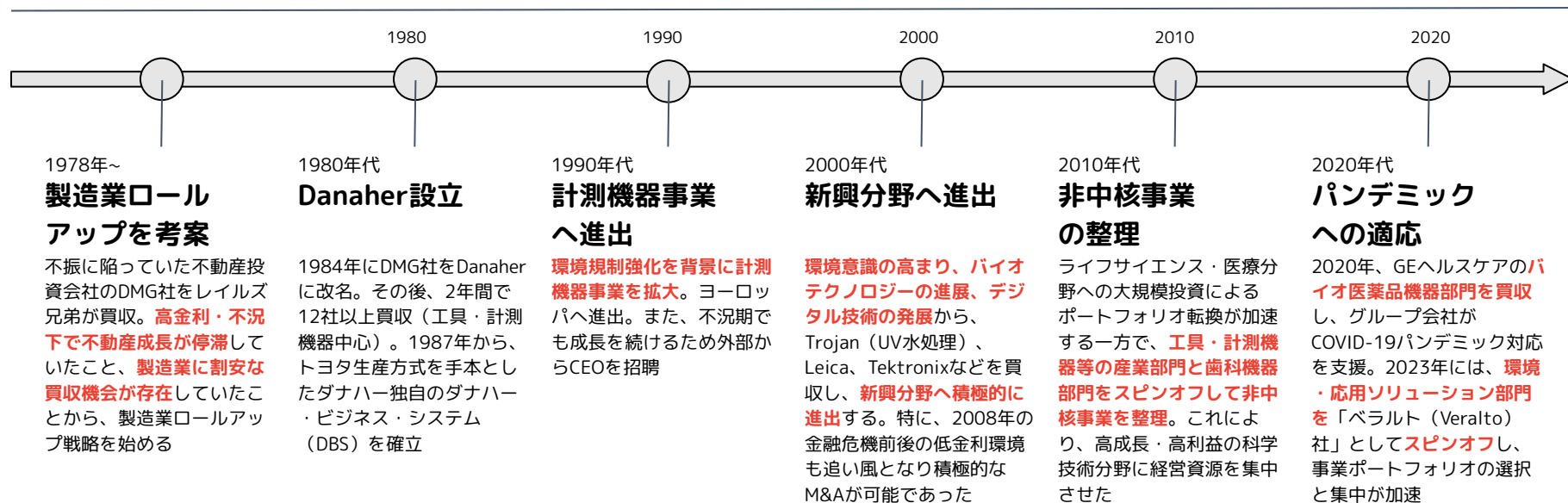
出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成、子会社数は、Fintel.io掲載のSEC提出資料（Form 10-K, Exhibit 21.1, 2024年2月21日付）より抜粋

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- PESTの変化を捉えた上で、製造業のみならず時代の変化を捉えて新しい分野に進出
- 非中核事業はスピンオフし成長分野に特化する「選択と集中」を行う

Danaher年表 ※担当チームの解釈



出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

設立年

1995 年

関連会社数（2025/4/21時点）

約800社

売上高（2024/12期）

\$10,066M

時価総額（2025/3/27時点）

\$69,728M

創業者・経営メンバー

- Mark Leonard（社長）
 - 11年間のVCを経て、当社を設立。グエルフ大学で理学士号、ウェスタン オンタリオ大学でMBA 取得
- Bernard Anzarouth（CIO）
 - IBM、Ascom Inc.を経て当社に1995年に参画。マギル大学で工学士号、INSEADにてMBA を取得

市場背景・追い風

- Vertical SaaSは、収益性が高いが、TAMの大きさがネックになって事業成長率を維持できない
- 上場以外のExitの手段が未だ限られている中で、既に黒字化している未上場 Vertical SaaS企業が増えてきている

買収・成長戦略

- 高い粗利率で顧客の業務フローに不可欠なサービス（解約率も低い）ビジネスを買収し続け、それらが生み出し続けるフリーキャッシュを再投資していく
- 平均\$2M~\$4Mの評価額（比較的小規模）の企業を数多く買収し、その価格はおおよそ年間売上高の0.8倍程度
- 「独立した経営権」やインセンティブプランを武器に買収Dealを実現

組織体制

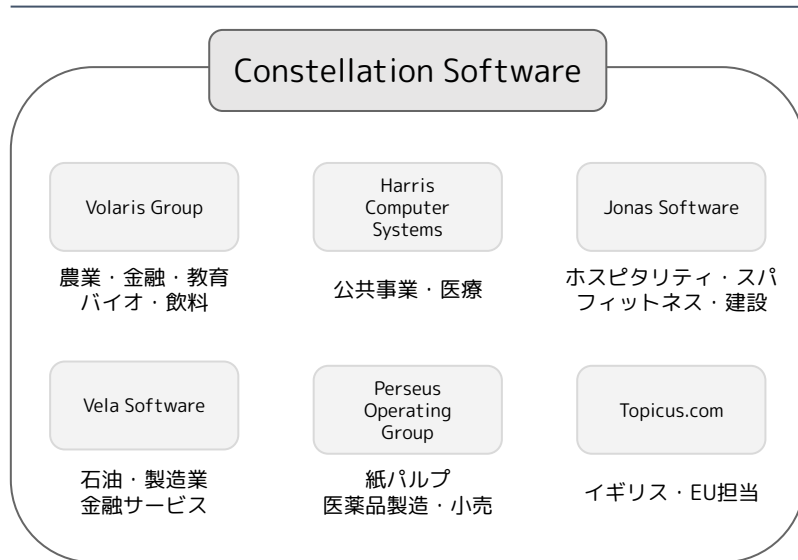
- 6つのオペレーティンググループに分化し、それぞれの特徴を生かしながらある程度独立した形で投資権限が与えられ、互いに競争しながら自律的な運営
- 買収後は各グループ会社の経営者は引き続き経営主体として、自由と裁量を持った状態で当社にグループインする

出所：各種公開資料を参考にジャフコ作成

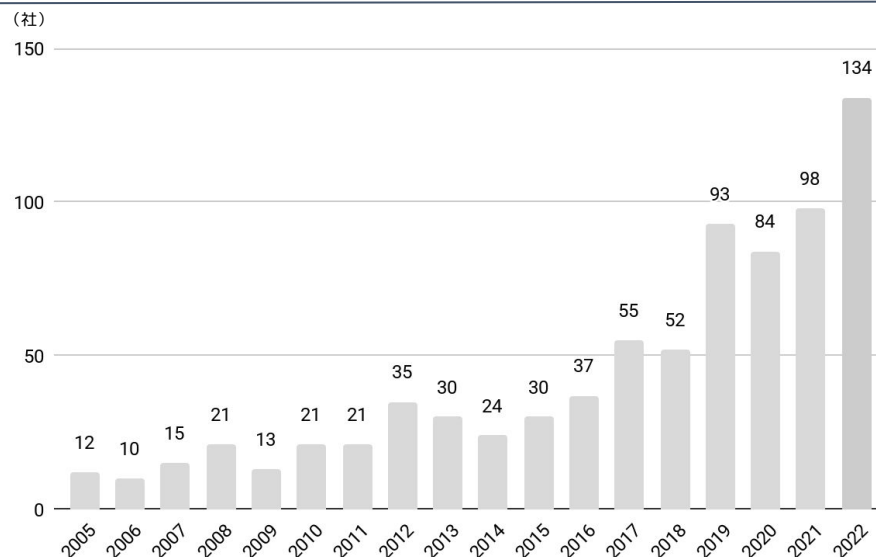
本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

- 6つのグループに分化し、独立した投資権限が与えられ、自律的な運営がなされている
- グループ会社の豊富なフリーキャッシュフロー（24/12期連結で\$3,763M）を原資としてM&Aを行っており、年々買収スピードは加速傾向。2022年には134社を買収（週3社のペース）

組織体制



年間買収社数



出所：（左）Danaher ウェブサイト（<https://danaher.com/>）よりジャフコ作成、

（右）Colin Keeley「Mark Leonard & Constellation Software Operating Manual」(<https://www.colinkeeley.com/blog/mark-leonard-constellation-software-operating-manual>)よりジャフコ作成

本資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを保証するものではありません。

また記載した見解は、必ずしも会社の立場・戦略・意見を代表するものではありません。掲載された内容によって生じた直接的、間接的な損害に対しては責任を負いかねますのでご了承ください。

質問	回答
ロールアップ戦略ならではのDDの視点をお伺いしたいです。	まとめてお答えします。前提として、最終的な事業投資先が近いことから、ロールアップスタートアップへの出資はPEファンドへのLP出資に性質が近いです。そのため、出資者からすると「PEファンドにLP出資するよりも投資妙味があるか」がロールアップスタートアップへの投資判断の大きな要素となります。
ロールアップスタートアップがVCから資金調達する際のバリュエーションの付け方をお伺いしたいです。	スタートアップは上場市場/M&A市場と比較してHighマルチプルでの資金調達を行うため、単にLP出資を行う場合と比較すると、ディスレバレッジがかかる形となります。この短期的なディスレバレッジを許容できるほど、将来市場で唯一絶対のポジショニングを築き、投資家に高リターンをもたらすと考えられた企業であれば、VCから優位な条件で調達を行えると考えます。
ロールアップ戦略を取り得る起業家はGENDA片岡さんのようなトラックレコード保有者に限定されるイメージだが、起業家に求められる資質とはなんだと思われますか？	こちらまとめてお答えします。ロールアップ戦略のゲームルールである、①M&Aによる非連続な成長が見込めること、②シナジー創出によるアップサイド/買収交渉力が見込めること、の2つに対し、投資家が「実現できる」と信じられる経営チームであることが必要です。
ロールアップ戦略を推進にあたって、どういう経営チームの組成をお勧めしていますか？	必ずしも同業でのトラックレコードがある方や、外資系投資銀行出身者やPEファンド出身者が必須とは考えておらず、市場へのフィッティングがあり、資金調達を行いながら適正価格で連続的にM&Aを行うことができる経営チームであることが重要だと考えています。
成功例につきご教示いただきましたが、ロールアップがうまくいかない・スタートアップの成長に繋がらないパターンがありましたらご教示ください。	成功企業が口を揃えて言っているのが「スタンドアローンで回収できる価格で買収せよ」だと思っています。逆に言うと、買収後のバリュアップに過度に期待し、「実際に買ってみたら業績が上がらなかった」ということにならないようにしたいところです。
IP/エンタメセグメントのロールアップについてはどう思われますか？	自社立ち上げよりM&Aの方が資本効率が高く、自社がバイヤーの中で「最も優位な買い手」を目指すことができる市場であれば、どの領域においても可能性があると考えています。
エクイティファイナンスする際の資金使途がM&Aによる事業拡大資金であってもベンチャーキャピタルは投資をするのでしょうか？具体的な買収候補が決まっていなくても資金出せるのか、具体的な先が決まっている場合なら出せるのか、ご教示いただけますか？	はい、資金使途がM&Aであっても、また具体的な買収先が確定していなくても出資を行います。ただし、M&A戦略そのものへの深い納得感や、買収先が見つからなかったときの事業投資先/プランBがあることが前提になるかと思います。
企業数が多いと、PMI・経営管理/ガバナンス維持にリソースが非常にかかりそうですが、ポイントがあればお伺いしたいです。	ロールアップ戦略におけるPMFは①M&Aによる非連続な成長、②シナジー創出の2つを型化するのだと考えております。そのため、「リーンのPMI・経営管理/ガバナンス維持を行うための具体的な方法を組織に定着させる」ということを目指し、1件目のM&Aから取り組む必要があります。一方、自社事業の立ち上げよりも上記コストが重いということであれば、そもそもM&Aを行うこと自体が戦略上合わないということだと考えています。具体施策は業界によって異なるため、またの機会にまとめていきたいと思っています。

質問	回答
最初の1社の選び方のコツ、注意点をお伺いしたいです。	初期にグループインする会社は、外部に対して「こういう方針で本当にロールアップをやっていく」という明確な意思表示の意を持ちます。そのため、自社の戦略やストーリーに合う企業を買収することが重要であり、「とりあえずお試し」という形で判断基準を緩めて買収することはおすすめ出来ません。
GENDAにおけるミダスキャピタルの様に、ロールアップ戦略をスタートアップが行っていくためには、二人三脚で事業を作っていける投資家を見つけることが重要なのでしょうか	はい、投資家を1社に絞る必須性はないと考えますが、同じ方向を向くエクイティ投資家の連携は必須だと考えております。VCを活用する場合、ある程度ファンドサイズ/出資余力のあるファンド1-3社程度をリード投資家として迎える形だと資本構成として強いと考えています。
シナジー創出にA、B、Cの三つの型がある中で、スタートアップとして取り組みやすい型や、取り組むべき順番などございましたら伺いしたいです。	スタートアップだからという理由ではありませんが「実際に買ってシナジーを作れる」という前提が重要です。そのため、例えばB:垂直統合型でサプライチェーンを繋ぐ買い方をしようとする場合、「上流から下流までそれぞれ十分な企業数があり、買収後に容易にグループ会社間でサプライチェーンを繋ぐことができるか」という問いを持つべきです。
M&Aを多く行くと、のれん償却費がかさみ、純利益が小さくなると思いますが、上場後に時価総額が下がらないようにする工夫はありますか	大きく2つあると思っています。1つ目が日本会計基準（JGAAP）ではなく国際会計基準（IFRS）を使う方法です。IFRSであればのれん償却費は発生しないため、JGAAPよりも純利益が高く算出されます。一方、連続的なM&Aを行いつつ四半期で連結決算を出す場合、新たにグループインする企業をJGAAPからIFRSに再計算する必要があり、手間がかかります。実際にGENDAは上記の理由から、IFRSへの変更を2027年以降にする旨、公表しています。2つ目が、「のれん償却前純利益」や「のれん償却後PER」などの指標をIRなどで独自に訴求し、通常と異なる計算式での企業価値評価を投資家に求めるやり方です。こちらはどこまで投資家が想定通りに評価を行うかわからないものの、会計工数は下がるというメリットがあります。

- 領域特化投資PJ主催の “**ロールアップ交流会**” を**2025/6/10（火）**に開催します！！
- ロールアップ戦略やM&A戦略に関心のある方、起業家仲間や新しいメンバーを探している方、大歓迎！当日は、ジャフコのキャピタリストも参加。事業アイデアの雑談から、最近注目の業界の話まで、ざくばらんに語りましょう。



↓ 申し込みはこちらから ↓



https://client.eventhub.jp/ticket/ETmC_3dKz2

- 領域特化投資PJ主催の “**ロールアップ検討会 第3回**” を2025/6/22（日）に開催します！！
- 起業家/起業検討中の方を対象に、ご自身の取り組む事業領域におけるロールアップ戦略検討における論点やNext ActionをJAFCOのロールアップチームと一緒に整理/検討するイベントです
- 当日はスペシャルゲストが来るかも...？

↓ 申し込みはこちらから ↓

会社買収を本格検討しているスタートアップ 向け
第3回

ロールアップ検討会

presented by JAFCO

スタートアップのM&Aやロールアップ戦略について
ジャフコのキャピタリスト・ゲストの専門家・起業家らと
濃密にディスカッションしませんか？

日時：6/22(日) 15:00-17:00
場所：ジャフコオフィス (@虎ノ門ヒルズ)
人数：10名程度 (抽選制)
申込：6/16(月) 17:00 〆切



<https://client.eventhub.jp/ticket/I9mkixSDkm>

- 領域特化投資PJ主催の “**ロールアップ検討会 第4回**” を2025/7/6（日）に開催します！！
- 起業家/起業検討中の方を対象に、ご自身の取り組む事業領域におけるロールアップ戦略検討における論点やNext ActionをJAFCOのロールアップチームと一緒に整理/検討するイベントです
- 当日はスペシャルゲストが来るかも...？

↓ 申し込みはこちらから ↓

会社買収を本格検討しているスタートアップ 向け
第4回

ロールアップ検討会

presented by JAFCO

スタートアップのM&Aやロールアップ戦略について
ジャフコのキャピタリスト・ゲストの専門家・起業家らと
濃密にディスカッションしませんか？

日時：7/6(日) 15:00-17:00
場所：ジャフコオフィス (@虎ノ門ヒルズ)
人数：10名程度 (抽選制)
申込：6/30(月) 17:00 〆切



<https://client.eventhub.jp/ticket/CE2uWo-KPN>

- お気軽にご連絡ください！！



田中 友基



堀ノ内 友馬



川島 康平



永田 大也

