

GENDA (9166 JP)

社外監査役 板垣氏と議論；M&A/PMI ガバナンスに関するテイクアウェイ

エグゼクティブサマリー

2025 年 8 月 26 日

GENDA は 4 月 25 日付で、代表取締役会長であった片岡氏が代表取締役社長 CEO に就任し、取締役 CFO 渡邊氏及び取締役 CSO 羽原氏をそれぞれ常務取締役に昇任、さらに新任の取締役・監査役を計 4 名加え、新経営体制をスタートさせた（代表取締役社長であった申氏は取締役として留任）。これら新経営体制の発表に、同社史上最大の M&A となる Player One 買収の発表が続いたこともあり、CGS では GENDA の新経営体制下でのガバナンスに関し、深く理解することが投資家にとって重要であると考えた。尚、Player One の買収 ROI 分析については、前回 2025 年 4 月 30 日発行のレポートを別途参照されたい。

CGS は、8 月 8 日に GENDA 社外監査役である板垣浩二氏と議論の機会をいただき、同社の M&A、PMI、及びアメリカ事業に関するガバナンスについて幅広くディスカッションを行った。本レポートでは、同氏との議論からのテイクアウェイを纏めている。

板垣氏との議論から、投資家視点でのテイクアウェイは以下の通り：

◦ GENDA の M&A の意思決定プロセスは、社内の投資委員会から取締役会へ直接上がる形。投資委員会での議事録は社外役員に全て開示され、意見を述べる機会が確保されている。投資委員会は、IRR に基づくバリュエーション対比でのキャッシュフロー回収に基づく規律順守を重視。事前にハードルレートを超えた案件が投資委員会に上がるため、買収 ROI は選別済みの案件が多い。

◦ 取締役会では、国内のゲームセンター・カラオケ事業のロールアップ型 M&A は型が確立しており議論は限定的な一方、他業種や海外案件では、取締役会の中で事業目的・Valuation・PMI など多角的な議論が行われる。社外取締役の中では、特に戦略コンサルティング会社出身の嶋津氏が買収意義や戦略的整合性に関する議論を主導。Valuation や PMI に関しては、社外監査役 板垣氏を中心にガバナンスをきかせている体制と CGS は判断した。

◦ アメリカ事業は大きな成長機会であると同時にガバナンス上の不透明性も内包することや、全体的な事業範囲の拡大により、PMI モニタリングが強化されている。具体的には、グループ監査役会の設置や、経理部門と監査役の定期対話により事業リスクの早期把握に努めており、地理的に管理が難しいアメリカ事業についても適切にガバナンスが強化されていると CGS は評価している。

株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

株式会社 GENDA (9166 JP)

株価（2025 年 8 月 25 日）899 円

時価総額 1,653 億円

年度(1月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
Cash EPS	49	77	122	175
Cash P/E	18x	12x	7x	5x
EV/EBITDA	8.9x	6.3x	4.5x	3.4x
P/B	2.4x	2.2x	1.5x	1.1x
配当利回り	0%	0%	0%	0%
ROE	10%	12%	16%	17%
Cash ROIC	13%	14%	14%	15%
営業 CF 転換率*	69%	61%	60%	61%
Incremental ROI**	21%	7%	17%	15%

*営業 CF 転換率 = 営業 CF ÷ EBITDA

**Incremental ROI = 営業 CF 増加額 ÷ 投下資本増加額

GENDA に M&A の進化に合わせ、ガバナンスは適切に強化されていることを確認

CGS は、8 月 8 日に GENDA 社外監査役である板垣浩二氏と議論の機会をいただき、同社の M&A、PMI、及びアメリカ事業に関するガバナンスについて幅広くディスカッションを行った。この背景として、同社の新経営体制が 4 月 25 日より発足した中で、成長戦略の軸となる M&A が、これまでと比較しより大きな規模且つ海外で実行され始めたことがある。投資家にとって、M&A を成長戦略におく上場企業のガバナンスを重視することは当然のことであり、特に同社の新経営体制下での M&A/PMI ガバナンスは、長期投資家の分析上重要な評価要素になると CGS は考えている。尚、今回議論の機会をいただいた社外監査役 板垣氏は、公認会計士バックグラウンドを持つコンサルティング会社の経営者である。取締役役と大学の同級生であった縁から、2021 年 7 月に GENDA の社外監査役に就任し、旧経営体制時から同社の M&A 戦略を見てこられた中で、今回のガバナンスに関する議論のカウンターパートとして最適と判断させていただいた。

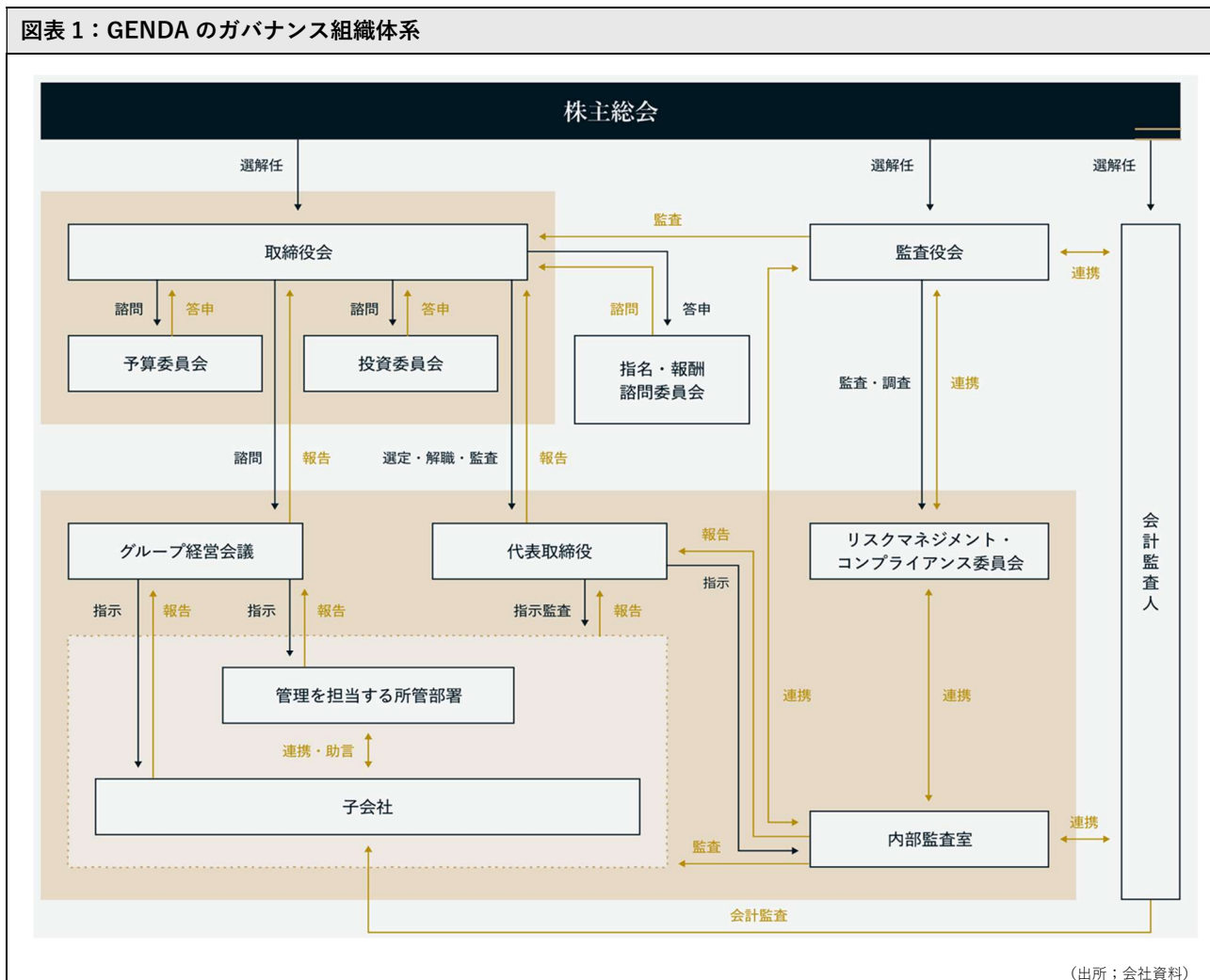
板垣氏とは、主に社外監査役からみた GENDA の①M&A 戦略のガバナンス、②PMI 戦略のガバナンス、③アメリカ事業のガバナンスについてそれぞれディスカッションを行った。以下に、各トピックのキーポイントを纏めている。**CGS では、今回の板垣氏とのディスカッションを通して、投資家にとっての不確実性が社外役員と共有されている事実を確認できたとともに、同社のガバナンス体制や仕組みが、M&A の規模・業界・地域に合わせて適切に強化されてきていると評価した。**

① M&A 戦略のガバナンス

■ GENDA の M&A 意思決定プロセス

- ・ 社内の投資委員会が M&A の初期審査を担い、重要案件は取締役会へ上がる構造（グループ経営会議では M&A は審査せず、投資委員会から直接取締役会へ答申される形式）。投資委員会のメンバーと社内取締役会メンバーがほぼ同一であるため、スピード感を持った M&A 執行につながっている（図表 1 参照）。
- ・ 投資委員会の議事録は社外取締役・監査役の開示され、意見表明の機会が確保されている。投資委員会は片岡 CEO、渡邊 CFO、羽原 CSO、二宮取締役、梶原執行役員 CTO の 5 名であり、反対意見が出る案件も有意に存在。決議には投資委員会での多数決が必要である上、その後更に社外取締役及び社外監査役を含めた取締役会での多数決の決議も必要であり、片岡 CEO の意向が全て通るわけではなく牽制機能が働いている。
- ・ 投資委員会での投資判断では、対象会社は基本的に安定的なキャッシュフロー創出力がある企業であり、IRR のハードルレートに基づき買収対価対比でのキャッシュフローの早期回収可能性が中心に審議されている。
- ・ 投資委員会には事前にハードルレートを超えた案件のみが厳選される構造であるため、買収 ROI については選別済みの案件が多い（結果的に投資委員会フェーズでの案件却下はあまりなかった模様）。これまで、取締役会で M&A 案件の否決や差し戻しはなかったが、条件付与で対応する議案はあった。
- ・ 取締役会規定に掛からない小規模なロールアップ案件は取締役会に上がりず、投資委員会で完結。取締役会に上がる規模のものでも、ゲームセンター・カラオケ事業のロールアップ型 M&A は型が既に確立しており、役会での議論は限定的。一方、異業種（両替機、飲料、映画）や海外案件では、事業目的・Valuation・PMI など多角的な議論が行われる。
- ・ 大きな M&A 案件に関しては、事前に意向表明段階で取締役会に報告されているため、社外役員が決議時点で過度な情報不足に陥るリスクは小さい。

図表 1：GENDA のガバナンス組織体系



■ 社外取締役の M&A 戦略における貢献

・ 嶋津 紀子氏（社外取締役／戦略コンサルティング会社出身・サーチファンド支援会社経営）

- 株式会社ボストン・コンサルティング・グループで経営戦略立案等に従事した後、スタンフォード大学経営大学院にて MBA を取得。帰国後は、株式会社 Japan Search Fund Accelerator (JaSFA) を設立し、代表取締役社長に就任。日本初のサーチファンド・カンファレンスの開催を皮切りに、YMFG Search ファンドの運営を経て、野村グループとジャパン・サーチファンド・プラットフォーム (JSFP) を共同創設、運営中。2024 年 4 月に GENDA の社外取締役就任。
- M&A の目的・事業意義や戦略的整合性に対する本質的な議論が行っている。「なぜこの投資をするのか」「事業としての整合性はあるか」といった定性的な視点から M&A に関する議論をリード。
- Smart Exchange など、異業種領域の買収案件に対しても鋭い質問を投げかけていた。

・ 田尻 佳菜子氏（社外取締役／弁護士）

- 2008 年 12 月、森・濱田松本法律事務所へ入所。2014 年 7 月、預金保険機構に出向。2020 年 1 月、

森・濱田松本法律事務所のカウンセルに就任。2021 年 11 月、デジタルデータソリューション株式会社社外監査役に就任。2022 年 9 月、同社の社外取締役監査等委員に就任。2023 年 4 月、Nadia 株式会社監査役就任。2024 年 1 月、森・濱田松本法律事務所 パートナー就任（現任）。2025 年 4 月に GENDA の社外取締役就任。

- M&A に関しては、デューデリジェンスで抽出されたリスクへの対応策を中心に議論。M&A 以外の法務リスクにも目を配り、経営陣に対して牽制機能を果たす。
- 投資委員会での反対意見の背景を取締役会で確認する役割も担う。

・林 真理子氏（社外取締役／小説家・エッセイスト）

- 1986 年 1 月、『最終便に間に合えば』『京都まで』で第 94 回直木賞を受賞。2011 年 1 月、レジオン・ドヌール勲章シュヴァリエ受章。2018 年 11 月、紫綬褒章受章。2020 年 5 月、公益社団法人日本文藝家協会 理事長（現任）。2022 年 7 月、学校法人日本大学 理事長（現任）。2025 年 4 月に GENDA の社外取締役就任。
- 出版業界など特定領域でのネットワークを使い、紹介・助言等による M&A のソーシングに対する貢献に期待。

・板垣 浩二氏（社外監査役／会計士・コンサルティング会社経営）

- 2007 年、新日本監査法人（現 EY 新日本有限責任監査法人）入所。アクセンチュア株式会社、東京共同会計事務所を経て、2017 年合同会社 Vista Plus パートナーズを設立し、代表社員 CEO に就任。財務部門を中心とするバックオフィスに対するコンサルティング経験を豊富に保有。2021 年 7 月に GENDA の社外監査役就任。
- 買収 Valuation や収益性・CF のプロジェクションに関する議論を主導。
- 取締役会での議論に積極的に参加し、牽制と実務的な視点を両立。
- 受動的な情報収集におけるリスクを認識し、能動的に情報収集を行う体制作りや助言を行ってきた。
- 経理部門との連携を通じて、減損リスクなどの財務的懸念を事前に把握・共有。

・国見 健介氏（社外監査役／会計士）

- 1999 年 10 月 公認会計士論文式試験合格。2001 年慶應義塾大学経済学部卒業後、同年 9 月に CPA エクセレントパートナーズ株式会社を設立し、代表取締役就任。2022 年 4 月に ES ネクスト有限責任監査法人社外ガバナンス委員就任。2025 年 4 月に GENDA の社外取締役就任。
- 2025 年 4 月に社外監査役就任。板垣氏と同様に、財務面から M&A 案件の妥当性をチェック。
- 新任のため、今後の監査体制強化への貢献が期待される。

・松原 由佳氏（社外監査役／弁護士）

- 2011 年、西村あさひ法律事務所入所。2019 年、株式会社三菱 UFJ 銀行へ出向し、2020 年西村あさひ法律事務所に復帰。2021 年、ひふみ総合法律事務所入所。2021 年 7 月に GENDA の社外監査役就任。
- 過去の事故やトラブルの記憶を活かし、継続的なリスク管理に貢献。
- 経験に基づく指摘が、M&A 後の PMI やガバナンス強化に貢献している。

② PMI 戦略のガバナンス

■ PMI 管理体制

- ・ PMI は社内でのリスクマネジメント・コンプライアンス委員会で進捗管理される。PMI の実務は、事業推進部門（経営企画に近い）が担当し、羽原氏の管轄下で対応している。
- ・ ロールアップ型（ゲームセンター・カラオケ）は PMI の型ができており、課題も予測可能。一方で、異業種については、PMI についても議論を深く行う傾向。

■ 情報取得とリスク管理

- ・ 買収企業の減損リスクなどは監査役が経理部門に直接確認し、半年に一度の情報取得を実施。情報の自発的取得が重要となっている。
- ・ PMI の透明性と情報共有の仕組み強化を今後進めていく。新たな取り組みとして、グループ監査役会を設置。買収先の監査役と情報共有する場が確保されつつある。特に海外案件では、地理的分散により、情報の非対称性のリスクが高いが、監査担当を置いてモニタリングを行っている。

③ アメリカ事業のガバナンス

■ 社外監査役視点でのリスクと監査体制

- ・ アメリカ事業は PMI 中で、マネジメント体制の整備が進行中。現地の監査制度が日本と異なるため、GENDA 本体の監査担当や内部監査室が出張ベースで監査。常務監査役の井畑氏が、アメリカ事業を含む現場監査・情報収集をフットワーク軽く実施している。井畑氏はイオンファンタジー出身で業界知識が豊富。現地視察を通じて PMI の実態・課題把握に努めている。
- ・ 海外案件は、情報の非対称性がどうしても大きくなるため、社外監査役としても（国内案件対比での）リスクの大きさは認識。現在は経理部からの定期的なレポートやモニタリング体制を強化中。具体的には、経理部長に監査役会へ参加してもらい、事業の状況や減損リスクについて定期的にヒアリングを実施している。

■ モニタリング体制

- ・ 片岡社長が毎週アメリカ子会社と面談しており、リアルタイムでの事業の状況把握に努めている。社外監査役としては、今後悪い情報が片岡氏にレポートされない可能性・リスクについても予め対応が必要と認識しており、これまで以上に積極的且つ能動的な情報取得を進め、アメリカ事業のガバナンスを強化していく。

【最後に社外監査役 板垣氏から投資家へ】

- ・ 社外監査役も投資家と同様に、M&A に関する情報の非対称性によるリスクを認識し、共有している。
- ・ 社外監査役として、投資家の立場に立ち、情報を積極的に取得・開示する役割を果たしたい。
- ・ 特にアメリカ事業など、リスクが高く情報が見えづらい領域については、社外監査役が橋渡し役となり、ガバナンスの徹底と透明性の確保にしっかりと努めていく。

CGS による業績予想モデル

	(百万円)	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E		
								Base Case	Bull Case	Bear Case
損益計算書:										
売上高		55,697	111,786	168,801	226,010	289,420	356,204	356,204	423,385	280,838
売上原価		42,738	86,328	130,263	174,283	223,017	274,277	274,277	313,305	221,862
総利益		12,959	25,458	38,538	51,727	66,403	81,927	81,927	110,080	58,976
販売管理費		7,589	17,493	27,115	33,604	36,674	39,118	39,118	46,440	35,684
営業利益		5,370	7,965	11,423	18,123	29,729	42,808	42,808	63,640	23,291
税前利益		4,414	6,690	10,331	16,386	27,347	39,782	39,782	60,246	20,947
税金		217	3,166	5,223	8,086	12,728	17,535	17,535	25,310	10,024
少数株主持ち分		18	219	0	0	0	0	0	0	0
当期利益		4,178	3,304	5,108	8,300	14,620	22,247	22,247	34,936	10,923
EBIT		5,370	7,965	11,423	18,123	29,729	42,808	42,808	63,640	23,291
減価償却費・のれん代償却		2,732	7,426	13,087	16,674	18,631	21,217	21,217	25,088	16,212
EBITDA		8,102	15,391	24,510	34,797	48,360	64,025	64,025	88,728	39,503
減価償却費		2,549	6,077	9,494	10,956	10,913	11,499	11,499	13,620	9,119
のれん代償却		181	1,349	3,593	5,718	7,718	9,718	9,718	11,468	7,093
EBITA		5,553	9,314	15,016	23,841	37,447	52,526	52,526	75,108	30,384
買収費用除くEBITA		5,652	10,471	16,016	24,841	38,747	53,126	53,126	75,708	30,984
のれん代償却前当期利益		4,359	4,653	8,701	14,018	22,338	31,965	31,965	46,404	18,016
買収費用除くのれん代償却前当期利益		4,511	5,931	9,701	15,018	23,638	32,565	32,565	47,004	18,616
希薄化後期末株式数		138.1	156.1	176.1	182.7	182.7	182.7	182.7	182.7	182.7
GAAP EPS		30	21	29	45	80	122	122	191	60
Cash EPS		32	29.8	49.4	76.7	122.3	175.0	175	254	99
買収費用除くCash EPS		33	38	55	82	129	178	178	257	102
配当金		0	0	0	0	0	0	0	0	0
Payout Ratio		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
売上高原価比率		76.7%	77.2%	77.2%	77.1%	77.1%	77.0%	77.0%	74.0%	79.0%
売上高総利益率		23.3%	22.8%	22.8%	22.9%	22.9%	23.0%	23.0%	26.0%	21.0%
売上高販売管理費比率		13.6%	15.6%	16.1%	14.9%	12.7%	11.0%	11.0%	11.0%	12.7%
売上高営業利益率		9.6%	7.1%	6.8%	8.0%	10.3%	12.0%	12.0%	15.0%	8.3%
売上高EBITDA比率		14.5%	13.8%	14.5%	15.4%	16.7%	18.0%	18.0%	21.0%	14.1%
キャッシュフロー表:										
当期利益		4,178	3,304	5,108	8,300	14,620	22,247	22,247	34,936	10,923
減価償却費・のれん代償却		2,549	7,426	13,087	16,674	18,631	21,217	21,217	25,088	16,212
運転資金増減		184	-2,130	-1,209	-3,797	-4,207	-4,429	-4,429	-5,878	-2,744
営業CF		7,602	8,890	16,986	21,177	29,043	39,034	39,034	54,146	24,391
設備投資		-5,132	-11,693	-19,412	-20,341	-20,259	-21,372	-21,372	-25,403	-16,850
FCF(営業CF-設備投資)		2,470	-2,803	-2,427	836	8,784	17,662	17,662	28,742	7,541
買収資金		-3,861	-7,019	-45,000	-40,000	-40,000	-40,000	-40,000	-50,000	-25,000
配当金支払い		0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		-2,732	-4,222	-47,427	-39,164	-31,216	-22,338	-22,338	-21,258	-17,459
自社株買い		4,084	10,053	18,500	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減		3,912	15,415	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	50,000	30,000
現預金増減		5,242	20,475	14,073	3,836	11,784	20,662	20,662	28,742	12,541
CF転換率										
営業CF/EBITDA		94%	58%	69%	61%	60%	61%	61%	61%	62%
FCF/当期利益		59%	-85%	-48%	10%	60%	79%	79%	82%	69%

*注：GENDAは2025年3月31日に1株を2株に分割する株式分割を実施。過去（2023年度、2024年度）の株式数についても分割を反映済。

CGS による業績予想モデル（続き）

	(百万円)	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	Base Case	28年度E Bull Case	Bear Case
貸借対照表:										
現金		12,379	25,649	39,722	43,558	55,342	76,004	76,004	87,318	62,559
売掛債権		3,689	7,021	8,086	10,827	13,864	17,064	17,064	20,282	13,453
在庫		4,374	8,235	9,513	12,728	16,287	20,030	20,030	22,881	16,202
流動資産		23,567	45,646	62,063	71,854	90,234	117,839	117,839	135,221	96,955
有形固定資産		12,581	31,466	63,884	93,269	122,616	152,490	152,490	175,358	118,987
長期投資		135	769	769	769	769	769	769	769	769
無形固定資産		5,698	21,290	45,822	60,104	92,386	122,668	122,668	149,918	81,793
固定資産		28,574	68,722	125,672	169,339	230,968	291,124	291,124	341,242	216,746
総資産		52,141	114,368	187,735	241,193	321,202	408,963	408,963	476,464	313,701
短期有利子負債		7,620	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424
買掛債務		3,213	5,253	6,387	8,546	10,935	13,449	13,449	15,363	10,879
流動負債		16,892	39,770	40,904	43,063	45,452	47,966	47,966	49,880	45,396
長期有利子負債		11,370	30,861	73,861	116,861	159,861	202,861	202,861	230,861	150,861
固定負債		15,585	38,907	81,907	124,907	167,907	210,907	210,907	238,907	158,907
総負債		32,477	78,677	122,811	167,970	213,359	258,873	258,873	288,787	204,303
純資産		19,664	35,690	64,924	73,223	107,843	150,090	150,090	187,677	109,398
負債純資産合計		52,141	114,367	187,735	241,193	321,202	408,963	408,963	476,464	313,701
CCC										
売上債権回転日数		19	17	17	17	17	17	17	17	17
在庫回転日数		28	27	27	27	27	27	27	27	27
買掛債務回転日数		20	18	18	18	18	18	18	18	18
運転資金日数(CCC)		28	26	26	26	26	26	26	26	26
Cash ROIC		25%	17%	13%	14%	14%	15%	15%	18%	11%
ネット有利子負債/EBITDA		0.7	1.0	1.6	2.1	2.3	2.1	2.1	1.7	2.5

*注：GENDA は 2025 年 3 月 31 日に 1 株を 2 株に分割する株式分割を実施。過去（2023 年度、2024 年度）の株式数についても分割を反映済。

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものでもありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。