

ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社による 弊社株主提案に対する反対意見に対する見解

2025年8月
株式会社ストラテジックキャピタル
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2786号

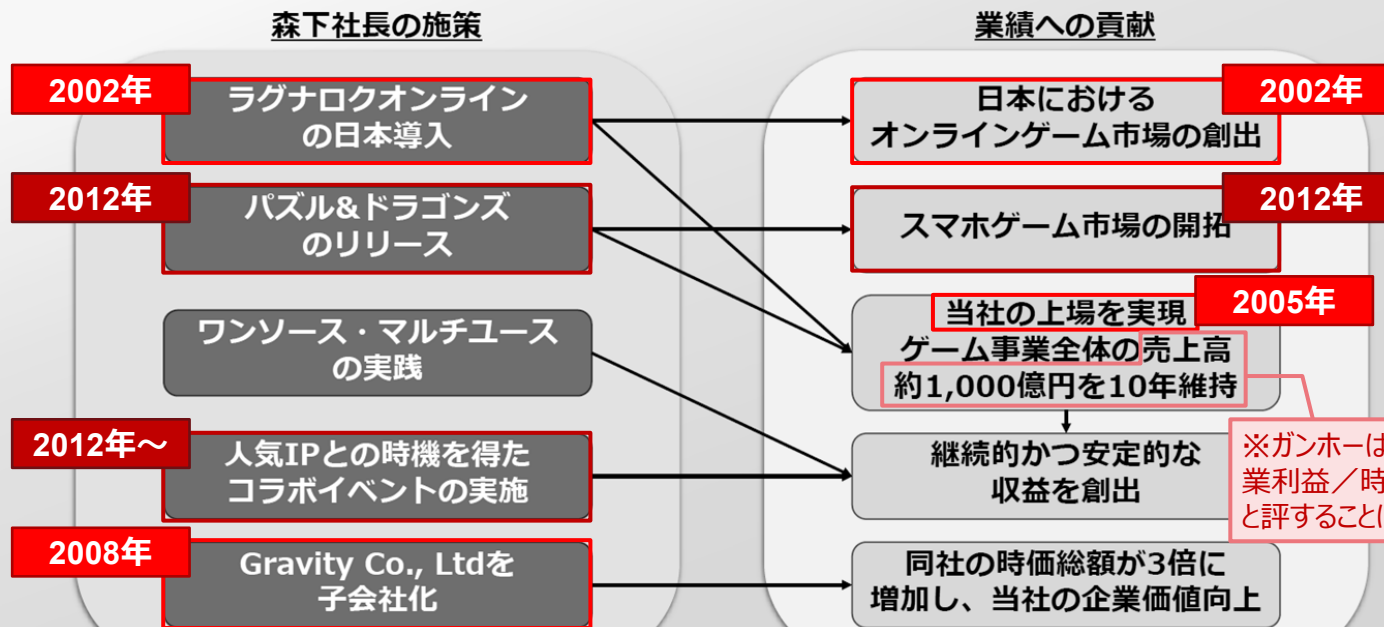
※ 株式会社ストラテジックキャピタル及び同社が運営しているファンド（以下総称して「SC」又は「弊社」と言います。）は、2025年7月31日現在、ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社（以下「ガンホー」といいます。）株式を発行済み株式総数の約8.5%を保有する株主です。弊社は2025年9月24日に開催されるガンホーの臨時株主総会の招集請求を行い、同総会において、株主提案を行っています。

※ 本資料は弊社独自の分析、アクティビスト活動を通じて得た情報及び企業等によって公表された情報のみに基づき作成されています。本資料に掲載された情報及び資料は、弊社が信頼でき、最新であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社は、明示又は黙示を問わず、その正確性、有効性又は完全性を保証するものではなく、この情報を用いて行う判断の一切について責任を負うものではありません。弊社は、本資料において提供される情報及び見解を更新する義務を負わないものとします。本資料で用いられている略語等は特に断らない限り、<https://stracap.jp/3765-GUNGHO/>にて用いている略語等と同じとします。

「森下社長は当社の業績に大きく貢献」について

- 森下社長の施策として列挙されている主な施策はいずれも10年以上前の過去の施策であり、現在と将来のガンホーに対する森下社長の貢献は何ら示すことができていない

森下社長は当社の業績に大きく貢献



※ガンホーは、過去10年における営業利益／時価総額の減少を失敗と評することは「恣意的」と主張

2025年3月開催の当社の定時株主総会において、森下社長は取締役役に再任
このことは、森下社長の長年にわたる当社への貢献について株主の幅広い支持があることの証左

2

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社。)

「森下社長が解任された場合、企業価値毀損のおそれがある」について

- 企業価値への悪影響の主要因に掲げられた「収益の大幅な低下」は今現在ガンホーが抱えている課題であり、「森下社長解任によって起こること」ではない

森下社長が解任された場合、企業価値毀損のおそれがある



森下社長解任によって起こること

全社、特にゲーム開発における
森下社長の統率力・リーダーシップが
当社から喪失

森下社長のゲーム開発への取り組み・
姿勢によってこれまで生み出されて
きた社員への良い影響が喪失

企業価値への悪影響

過去10年で営業利益は724億円から174億円へと▲75%減益

パズドラを含む当社主要ゲーム
タイトルの収益の大幅な低下

直近の2025年1-6月期は前年同期比▲58%の大幅な減益

ゲーム開発部門に動揺・混乱が生じ、
ゲーム開発人材の流出・士気低下

ストラテジックキャピタルの提案は、森下社長解任後の経営体制や解任によって生じる悪影響への対応方法が全く示されておらず、無責任

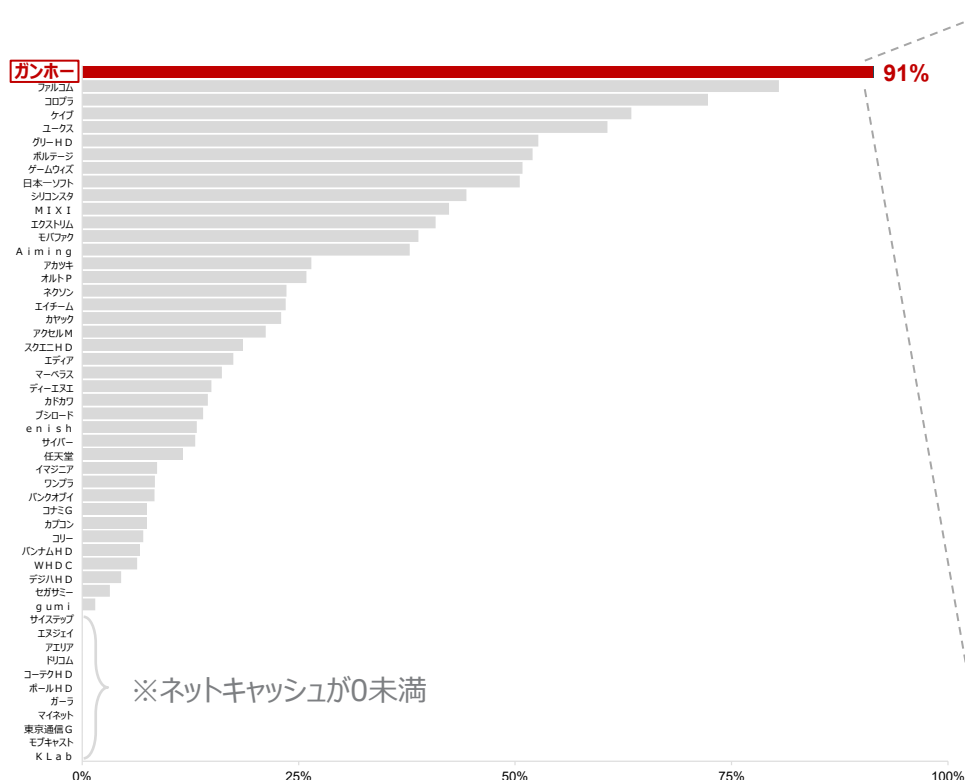
3

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

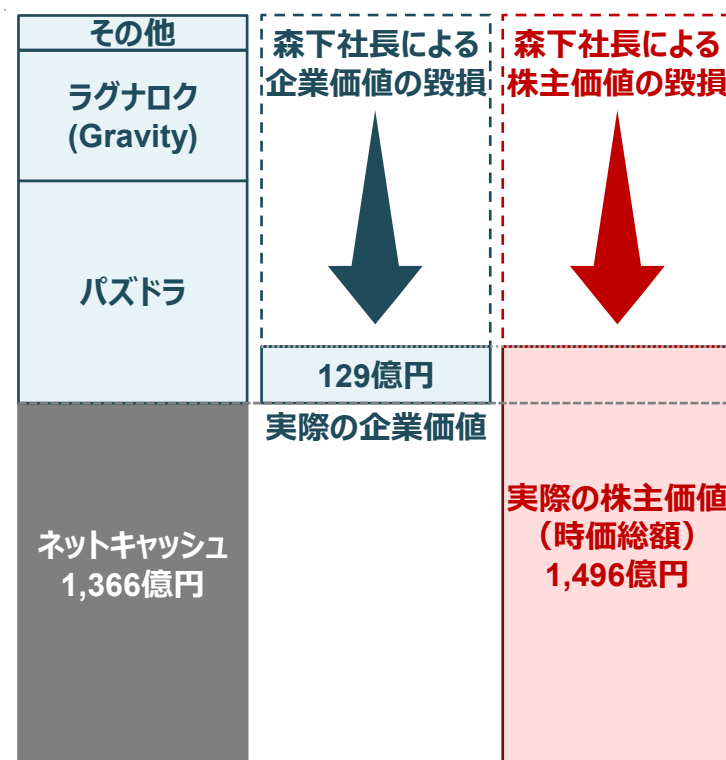
(参考) 森下社長の解任はガンホーの企業価値を毀損しない

- ガンホーは上場するゲーム企業の中で、時価総額に占めるネットキャッシュの割合が最も高く、約9割に相当する
- 森下社長がガンホーの価値を毀損した結果、今のガンホーの価値は経営者とは無関係なネットキャッシュに支えられている状況であり、森下社長の解任により企業価値が毀損されるとの指摘はあたらない

時価総額に占めるネットキャッシュの割合



ガンホーの状況



(出所：QUICK Workstation (Astra Manager) より弊社作成。時価総額は自己株式を除く、2025年6月末現在。)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



個別論点に対する見解

ガンホー取締役会の反論①に対する見解

SCの意見

ガンホー取締役会の反論

1

時価総額・営業利益の減少や大手ゲーム企業と比較した株価パフォーマンスの劣後から明らかな、株主価値向上を失敗した責任

A

・森下社長は、当社業績に大きく貢献しており戦略的キャピタルの主張は、森下社長が当社の成長の実現に果たしてきた役割を理解しないもの

B

・戦略的キャピタルが指摘する、当社営業利益の比較や大手ゲーム企業との株価の比較は、恣意的かつ当社の事業実態に整合していない

A : 「森下社長は、当社業績に大きく貢献」

- 10年以上前の過去の話であり、現在において株主やユーザーの期待に応えられていない事実は重く受け止めるべき

B : 「当社営業利益の比較・・・は、恣意的かつ当社の事業実態に整合していない」

- 「売上高1,000億円を10年以上維持」を森下社長の業績への貢献とするならば、10年で75%減益についても評価すべき
- 森下社長はガンホーの経営者であり、ガンホーの業績が低下すればその責任を負うのは当然である

C : 「大手ゲーム企業との株価の比較は、恣意的かつ当社の事業実態に整合していない」

- 森下社長は大手ゲーム企業以上の報酬を得ており、かつ、任天堂を模倣した営業利益連動の業績連動報酬制度を導入した
- 森下社長の報酬が任天堂を模倣したものである以上、「恣意的かつ当社の事業実態に整合していない」との指摘はあたらない

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

(参考) 森下社長の報酬は“大手ゲーム企業”である任天堂を模倣

- ガンホーは事業実態に照らし模倣する価値があると判断したから、任天堂を模倣した業績連動報酬を2023年に導入しているうえ、森下社長の報酬水準は大手ゲーム企業の中でも高水準で推移する
- それにもかかわらず、業績や株価について大手ゲーム企業と比較することに対して「恣意的かつ当社の事業実態に整合していない」と反論するのは、ダブルスタンダード

ガンホー（2023年3月に導入）

業務執行取締役の
1人当たりの業績連動報酬は、
業績向上に対する意識を高めるために
連結営業利益を指標とし、
以下の算式により算出するものとする。

$$\text{連結営業利益} \times 0.5\% \div \text{各取締役のポイント} \div \text{取締役のポイント合計}$$

任天堂（2007年6月に導入）

取締役（監査等委員を除く）の
1人当たりの業績連動報酬は、
業績向上に対する意識を高めるために
連結営業利益を指標としており、
以下の算式により算出しています。

$$\text{連結営業利益} \times 0.2\% \div \text{各取締役のポイント} \div \text{取締役のポイント合計}$$

ガンホーの業績連動報酬は任天堂と同じ「営業利益の0.2%」ではなく、「営業利益の0.5%」

（出所：ガンホーは2023年12月期有価証券報告書、任天堂は2023年3月期有価証券報告書より弊社抜粋）

ガンホー取締役会の反論②に対する見解

SCの意見

2

パズドラの次のヒット作を生み出せていない「一発屋」たらしめた責任

ガンホー取締役会の反論

- ・パズドラは、13年の長期にわたり安定した人気と収益を維持する世界的にみても稀有なタイトルとして、当社の収益の柱となっており、このようなパズドラのロングヒットは、森下社長の指揮の下、絶え間なくアップデートと創意工夫を積み重ねた結果
- ・パズドラ以外のゲームタイトルも収益を確保しており、森下社長は全工程に携わる最高責任者として、ゲームタイトルの継続的な開発・リリースを実現

A : 「パズドラのロングヒットは、森下社長の指揮の下、絶え間なくアップデートと創意工夫を積み重ねた結果」

- 森下社長は3億円超の報酬を得るガンホーの経営者であり、「パズドラ」をロングヒットさせた功績は、ガンホー全体の低迷に対する免罪符とはならない

B : 「パズドラ以外のゲームタイトルも収益を確保」

- パズドラの減速に加え、「パズドラ」以外の収益が十分ではないからガンホーの業績は低迷しているのであり、ガンホー経営者として森下社長には責任がある

C : 「森下社長は全工程に携わる最高責任者として、ゲームタイトルの継続的な開発・リリースを実現」

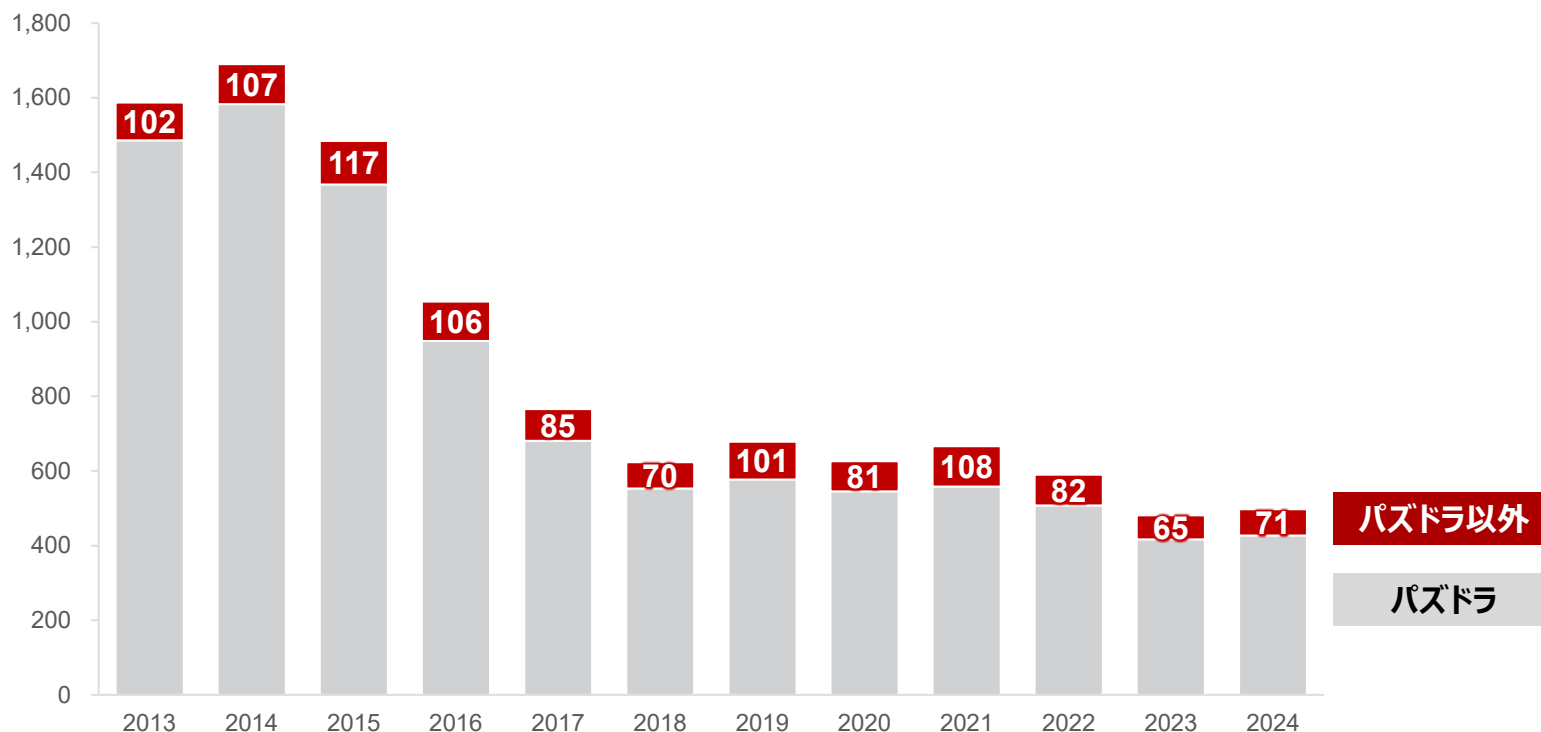
- クリエイターとしての仕事をこなしていることは森下社長の経営者としての責任を免れる理由にはならない

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

(参考)「パズドラ」以外の収益は僅か

- ガンホーの収益は「パズドラ」依存の状態が続いており、「パズドラ」以外のタイトルからの収益は僅か

ガンホー単体の売上高推移（億円）



(出所：QUICK Workstation (Astra Manager) 及び有価証券報告書より弊社作成)

ガンホー取締役会の反論③に対する見解

SCの意見

ガンホー取締役会の反論

3 当社の時価総額の水準は、森下社長が市場から評価されていないことを示している

A
・ 森下社長は、2025年3月の定時株主総会で取締役に再任されており、株主の幅広い支持を得ている

A : 「定時株主総会で取締役に再任されており、株主の幅広い支持を得ている」

- SCの意見はガンホーの株主価値を論じるもので、取締役会の意見は反論になっていない
- 問題はガンホーの株主ではない投資家を含む市場からの評価が低いことである
- 市場において、ガンホーにはネットキャッシュ程度の価値しかなく、将来に期待できないとの評価がなされている事実を受け止めるべき

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

ガンホー取締役会の反論④i/ii対する見解

SCの意見

ガンホー取締役会の反論

4

森下社長は、以下の理由から取締役として不適格

- i. 報酬の増額
- ii. 「サモンズボード」・「ニンジャラ」がヒット作であると主張
- iii. ストラテジックキャピタルとの面談を拒否
- iv. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関して、具体的な対応方針を開示していない

- いずれもストラテジックキャピタルの独自見解にすぎない
- i. 森下社長の業績への貢献から、**森下社長の報酬金額は十分に合理性があり、報酬決定方法も透明性を確保**
- ii. **ゲームタイトルの価値を短期的な業績への寄与からのみ判断するのは、当社の事業方針・経営戦略を正しく理解していない**
- iii. 森下社長及び当社は、当社内の役割分担に基づいて株主様及び投資家様との対話を実施している（**ストラテジックキャピタルとは、坂井CFOや社外取締役が複数回面談実施**）
- iv. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」において、具体的な対応方針の開示を行わないのは、当社の業界特性によるものであり、**当社は資本コストを取締役会で議論し、これを上回る資本効率性の実現を目指している**

A：「森下社長の報酬金額は十分に合理性があり」

- 大手ゲーム企業である任天堂を模倣した営業利益連動の業績連動報酬制度は「恣意的かつ事業実態に整合していない」ものであり、かつ、実際の報酬の支給状況を見る限り単なる報酬の増額に過ぎないため、合理的ではない

B：「ゲームタイトルの価値を短期的な業績への寄与からのみ判断する」

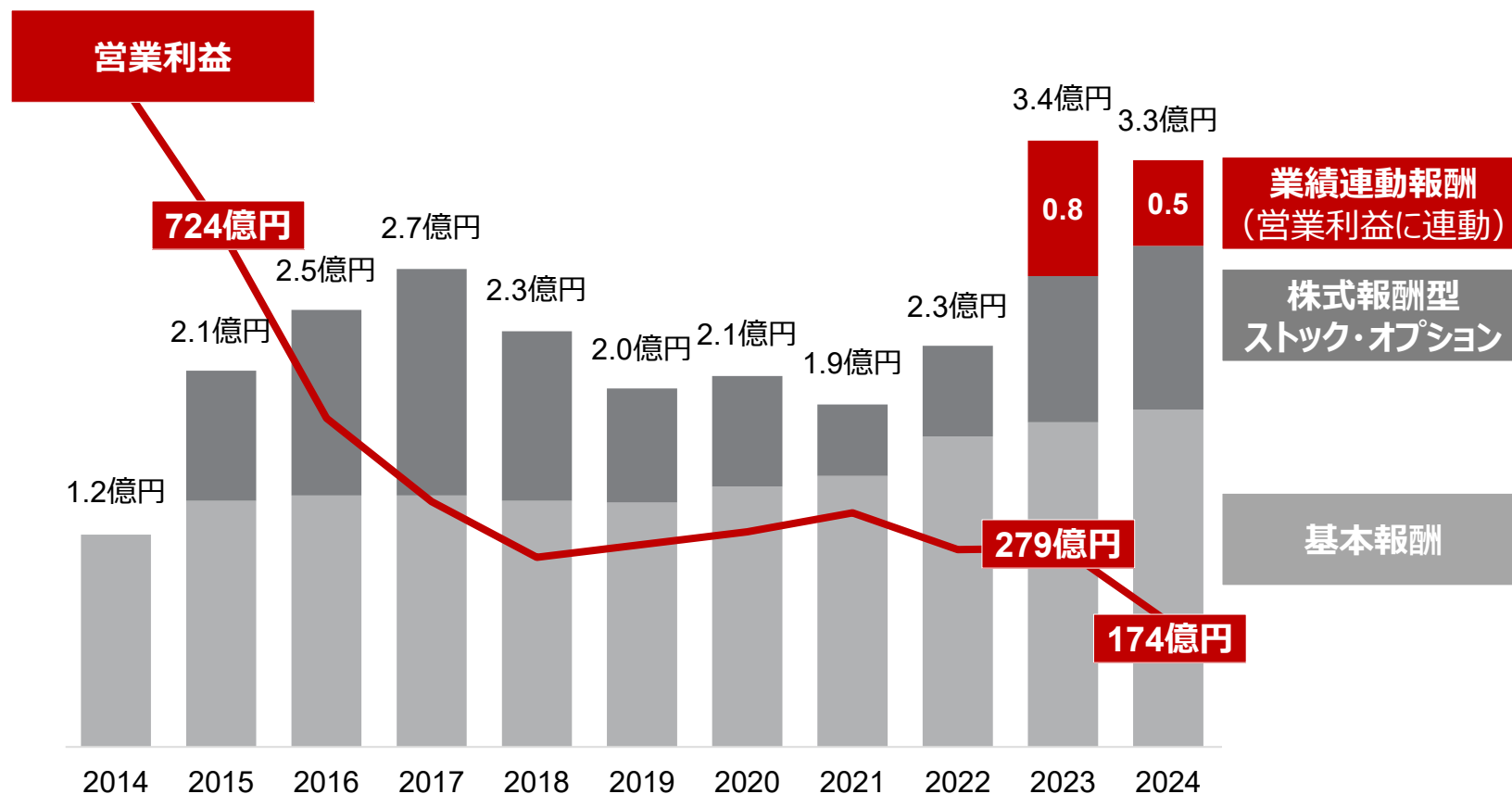
- SCがこれらタイトルをヒット作ではない、と判断しているのは、これらタイトルの業績への寄与が僅かという現状が今後も続くと市場に認識されて、ガンホーの株主価値向上に貢献していないからである

（出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

(参考) 業績連動報酬は実質的な報酬増

- 2023年に導入された「業績連動報酬」は、実質的に業績を無視した報酬の増額として機能している

森下社長の報酬の推移



(出所：有価証券報告書より弊社作成)

ガンホー取締役会の反論④iii／ivに対する見解

SCの意見

4

森下社長は、以下の理由から取締役として不適格

- i. 報酬の増額
- ii. 「サモンズボード」・「ニンジャラ」がヒット作であると主張
- iii. ストラテジックキャピタルとの面談を拒否
- iv. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関して、具体的な対応方針を開示していない

ガンホー取締役会の反論

- ・ いずれもストラテジックキャピタルの独自見解にすぎない
- i. 森下社長の業績への貢献から、**森下社長の報酬金額は十分に合理性**があり、報酬決定方法も透明性を確保
- i. ゲームタイトルの価値を短期的な業績への寄与からのみ判断するのは、**当社の事業方針・経営戦略を正しく理解していない**
- iii. **A** 森下社長及び当社は、当社内の役割分担に基づいて株主様及び投資家様との対話を実施している **(ストラテジックキャピタルとは、坂井CFOや社外取締役が複数回面談実施)**
- iv. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」において、**B** 具体的な対応方針の開示を行わないのは、**当社の業界特性によるものであり、当社は資本コストを取締役会で議論し、これを上回る資本効率性の実現を目指している** **C**

A : 「森下社長及び当社は、当社内の役割分担に基づいて株主様及び投資家様との対話を実施している」

- ガンホーがCGコードをコンプライしており、かつ、SCがCGコードに沿って合理的な要望をしているにもかかわらず、森下社長及び社外取締役の一部についてはSCとの面談を拒否していることが問題である

B : 「具体的な対応方針の開示を行わないのは、当社の業界特性によるもの」

- ゲーム業界においても対応は分かれており、業界特性は対応方針の開示をしない理由にならない

C : 「当社は資本コストを取締役会で議論し、これを上回る資本効率性の実現を目指している」

- 資本コストや目指すべき資本効率性の水準をどのように達成するのか、具体策を開示しない理由にはならない

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）

ガンホー取締役会の反論⑤⑥に対する見解

SCの意見

ガンホー取締役会の反論

5

真に独立性のある社外取締役が2名しかいない

・ 当社の社外取締役4名は、**A 全員が東証及び当社の独立性基準を満たしている**

6

社外取締役の独立性に関する重要な情報を提供していない

・ **B 法令上の規定に基づき、社外取締役の独立性に関する情報を適切に開示**

A : 「全員が東証及び当社の独立性基準を満たしている」

- 東証の独立性基準では「真に」独立性があるか判断するのに不十分だと考えたガンホーが独自基準を策定したのと同様に、SCは、東証の独立性基準とは関係なく、一部の社外取締役は個別具体的な事情に照らして「真に」独立性があるとは言えないと判断
- 基準を満たしていることは、個別具体的な独立性に対する懸念への反論となっていない

B : 「法令上の規定に基づき、社外取締役の独立性に関する情報を適切に開示」

- 法令上の規定は、違反したら直ちに法令違反となる最低限度の水準を示しているに過ぎない
- 従って、法令上の規定に基づいた「最低限度」の開示を根拠に「適切」性を主張することは、不適切である

(出所：ガンホー「臨時株主総会の第2号議案に係る当社見解に関する説明資料（要約版）」（2025/8/15）より弊社抜粋。赤字／赤線は弊社）