広　告

（ガンホー・オンライン・エンターテイメント）

ガンホー、ワキタの株主価値向上に向けて

Strategic Capital

ストラテジックキャピタルは、ESG課題の解決を通じた企業価値向上を目指すアクティビストファンドです。

ガンホー・オンライン・エンターテイメント

株式会社ストラテジックキャピタル及び同社の運営するファンド（以下、「SC」といいます。）は、25年1月末現在、「パズル&ドラゴンズ」（以下「パズドラ」といいます。）をはじめとしたゲームの開発及び運営を行うガンホー・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。）の発行済株式数の約5％を保有する株主です。

「パズドラ」の成功と経営の失敗

ガンホーは、現任の森下喜代表取締役社長（以下「森下社長」といいます。）が04年から現在に至るまで代表取締役社長を務めています。12年には、森下社長の陣頭指揮のもと、ガンホーは「パズドラ」をリリースし、かつては日本のゲーム業界を牽引する存在として期待されていました。

しかし、「パズドラ」のリリースから13年、「パズドラ」に依存した森下社長の経営は失敗し、ガンホーの業績と株価は大幅に下落しました。一方で、森下社長の報酬だけは説明のつかない水準にまで上昇しました。

1.2億円から3.4億円への報酬引き上げは非常識

過去10年間で、ガンホーの時価総額／営業利益ともに70％以上下落しました。一方で、森下社長の報酬は1.2億円から3.4億円への大幅アップとなっています。

株価も業績も大幅に下落している中で、ガンホーの最高責任者である森下社長の報酬だけが大幅に引き上げられている状況は、非常識であるとSCは考えます。

「ヒット作ゼロ」の全責任は森下社長にある

ガンホーは12年の「パズドラ」リリース以降、潤沢な資金と時間を投じて、「ディズニー」や「妖怪ウォッチ」ともコラボした多くのタイトルをリリースしてきました。しかし、売上高の87％をパズドラに依存している「パズドラ以外ヒット作ゼロ」状態が続いています。

ガンホーにおいて、森下社長は開発本部長も兼任しています。つまり、森下社長は経営と開発両方において最高責任者なのです。そのため、ガンホーが1000億円超の資金と、13年の時間を費やしても「ヒット作ゼロ」の状態に陥った全責任は、森下社長にあります。

非常識な報酬制度の改革が求められる

SCは森下社長が最高責任者でありながら失敗を続けガンホーが「ヒット作ゼロ」の状態に陥った、その失敗自体を非難しているわけではありません。SCが問題視しているのは、失敗を続けている最中に最高責任者の報酬が1.2億円から3.4億円まで引き上げられたという、ガンホーの非常識な報酬制度です。

そこで、SCは報酬制度是正の第一歩として、代表取締役の報酬を変更する場合はその理由を開示すること（株主提案①）を通じて、報酬の透明性向上を求めます。そのうえで、基本報酬と業績連動報酬の是正（株主提案②）及び株価連動報酬の導入（株主提案③）を求める株主提案を行いました。SCが求めているのは、ヒット作を生み出せば報われる、ヒット作が出なければ報酬は少ない、当たり前かつ常識的な報酬制度です。

ガンホーは膨張した現金を抱えたまま沈み続けている

ガンホーの現預金は、膨張しています。「パズドラ」ヒット前は64億円しかなかった現預金は、23年末には1400億円まで増加しています。さらにここから10年、ヒット作を生まずとも全く問題が無い水準です。

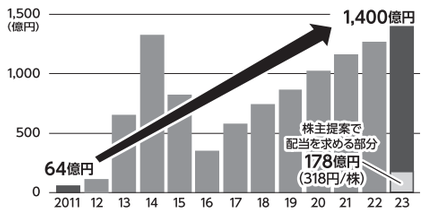
通常、ゲーム業界は浮き沈みが激しいため、このような現金の確保は、将来のヒット作の源泉であると投資家からは評価されます。しかし、ガンホーの株主価値（時価総額）のうち、75％はネットキャッシュの価値であり、ゲーム大手とは全く状況が異なります。

ガンホーの膨張した現預金は、13年間「ヒット作ゼロ」という異常事態に対する緊張感を麻痺させ、森下社長の報酬を2.8倍にするような、非常識な経営を生じさせた一因であると、SCは考えています。

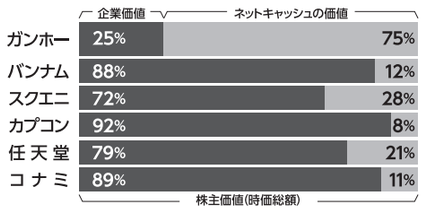
資本政策の適正化による経営の健全化が求められる

そこでSCは、現預金を徐々に減らし、経営に適切な緊張感を取り戻すために、178億円相当（318円／株）の配当を行うことを求める（株主提案④）とともに、30円固定という粗雑な配当方針の是非を株主総会で問うこと（株主提案⑤）、そして発行済株式数の30％超に達している自己株式の消却（株主提案⑥）を求めて、株主提案を行いました。

膨張した現預金は「ヒット作ゼロ」に対する危機感を喪失させた



沈み続けるガンホーと浮き沈みのあるゲーム大手では評価が異なる※2



森下社長の報酬は実績と乖離している※1

		2014/12期		2023/12期
実績	時価総額	8,720億円	▲78%	1,861億円
	売上高	1,730億円	▲27%	1,253億円
	営業利益	942億円	▲70%	278億円
	当期純利益	620億円	▲73%	164億円
	ROE	63%	▲49pt	13%
	パズドラ依存率	94%	▲7pt	87%
	1株当たり配当	30円	-%	30円
待遇	従業員の給与	631万円	+15%	730万円
	森下社長の報酬	1.2億円	+182%	3.4億円

ワキタ

SCは、25年1月末現在、株式会社ワキタ（以下「ワキタ」といいます。）の発行済株式数の8.7％を保有する株主です。SCはワキタの株式を約5年にわたり保有しており、本年のワキタの株主総会で、通算5回目となる株主提案を行う予定です。

賃貸等不動産を漫然と保有しPBR1倍割れが常態化

ワキタは24年2月末時点で、時価で約540億円もの賃貸等不動産を保有しており、この資本コストを下回るリターンしか生まない賃貸等不動産の存在が、株主価値を毀損し続けています。SCはワキタが保有する賃貸等不動産をREITに移し、不動産の開発・運営に特化すること等を提案してきましたが、ワキタは賃貸等不動産を安定収入源と位置づけ、漫然と不動産の保有を続けています。結果、ワキタのPBRは解散価値である1倍未満が常態化しています。

低すぎるROEと高すぎる自己資本比率

ワキタの24年2月期末のROEは3.2％に留まり、過去5年平均でも僅か3.6％と極めて低位に推移しています。また、上場企業に求められるROE水準は最低8％以上と言われるなか、ワキタの中期経営計画におけるROE目標は僅か5％（これさえ達成できずに後記のとおり下方修正）であり、ROEを高める意志がないようにさえ感じます。

一方で、自己資本比率は約70％と、非常に高水準です。ROEが同業他社に大きく劣る水準で推移しているのは、賃貸等不動産の保有や建機レンタル事業の利益率の低さに加え、この過大な自己資本も大きな要因となっています。

規模だけ拡大し、資本効率は更に悪化

ワキタは近年、継続的に買収を行っていることもあり、連結の売上高・従業員数の規模は拡大傾向にあります。ワキタの年度末決算の説明資料等では、主要な財務数値に加え、従業員数が増加していることをアピールしており、脇田社長をはじめとした経営陣は、会社の規模が拡大・成長していることに満足しているようです。一方で、株主価値向上のために必須であるROIC（※3）・ROEといった資本効率は悪化の一途をたどっており、投資家との認識ギャップに繋がっています。

株主・取締役会等によるガバナンスが効かず脇田社長の独裁状態

このように、ワキタが株主利益を重視しない経営方針を続けることができるのは、ワキタの株主構成も影響しているとSCは考えています。ワキタは創業家や取引先の事業法人・金融機関等の、いわゆる安定株主の比率が非常に高く、ROE・株価の低迷を放置していても経営陣が解任となる可能性が低いため、ワキタ経営陣はこの状況に胡坐をかいているように見受けられます。

また、ワキタは、実質的に筆頭株主である創業家の脇田社長が、取締役会及び指名・報酬委員会の議長を兼ねており、取締役会の監督機能にも疑問を持たざるを得ません。現に、ワキタは極めて低いROEが継続しているだけでなく、昨年、中期経営計画を最終年度で大幅に下方修正したにもかかわらず、取締役会は脇田社長の責任を問う姿勢を全く見せていません。

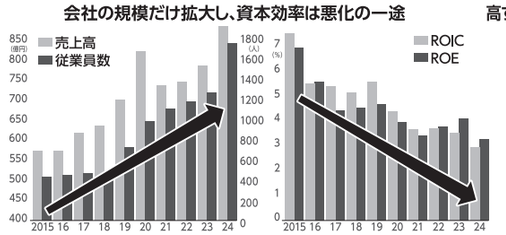
不相応な報酬水準・不透明な人事

ガバナンス不全は、脇田社長の報酬水準や人事等にも表れているとSCは考えています。報酬水準については、脇田社長はワキタより資本効率性に優れ、規模も勝る同業他社を大きく上回る水準の高額報酬を受け取っているとSCは推定していますが、ワキタは代表取締役報酬の個別開示を拒み続けています。人事については、三菱UFJ銀行と三井住友銀行の出身者が取締役をはじめとした要職に就き続けているほか、脇田社長のご子息である脇田純弘氏が、過去の脇田社長と同様に社長室長を務めながら、執行役員に昇格しており、公正な人事評価が行われたのかという点で疑問が残ります。

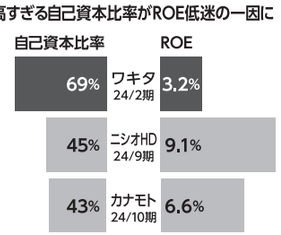
「PBR1倍割れの早期解消」か「非公開化」の決断を

脇田社長は23年の株主総会で「PBR1倍割れの解消を速やかに行いたい」と発言しましたが、実現しないまま約2年が経過しました。SCは、ワキタがPBR1倍割れを解消するためには、「不動産賃貸業の抜本改革を行うこと」又は「DOE6％、配当性向100％を株主還元方針にすること」の何れかを行うしか方法はないと考えており、ワキタに対して何度も提案してきました。ワキタは現在、次期中期経営計画の検討を行っている最中ですが、もし次期中期経営計画においても、これらの対応方針の発表を行わなければ、ワキタは上場企業でありながら、ROE・PBRを高める意志がないということであり、その場合は非公開化すべきです。ワキタ取締役会には「PBR1倍割れの早期解消」か「非公開化」の決断をしていただきたいと考えます。

会社の規模だけ拡大し、資本効率は悪化の一途



高すぎる自己資本比率がROE低迷の一因に



PBRは長期的に1倍を下回って推移

出所：QUICK Workstation（Astra Manager）及び有価証券報告書。時価は2024年12月30日現在。時価総額は自己株式を控除して算定。記載している数値は単体と記載されている場合を除き全て連結の数値を参照。

ガンホー：※1「1株当たり配当」は株式分割及び株式併合の影響を調整した後の値。「パズドラ依存率」は単体の売上高を基準に算定。「従業員の給与」は単体の平均年間給与を参照。

※2 略称はそれぞれバンナム：株式会社バンダイナムコホールディングス、スクエニ：株式会社スクウェア・エニックス・ホールディングス、カプコン：株式会社カプコン、任天堂：任天堂株式会社及びコナミ：コナミグループ株式会社。

ワキタ：※3 ROICは全事業セグメントの税引き後営業利益を調整後の事業資産で除して算出。

Strategic Capital
株式会社 ストラテジックキャピタル
https://stracap.jp
〒150-0011 東京都渋谷区東3-14-15 MOビル6F
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第2786号