



Strategic Capital

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

広告

(ガンホー・オンライン・エンターテイメント)

ガンホーの株主価値向上に向けて

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（SC）は、26年1月末現在、「パズドラ&ドラゴンズ」（パズドラ）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（ガンホー）の発行済株式数の約9%を保有する株主です。

短期・中期・長期にわたり毀損される株主価値

この10年間、日本のゲーム企業を含む多くの上場企業の株価は大きく上昇しました。しかし、ガンホーの株価は、対TOPIXで10年：マイナス69%、5年：マイナス45%、3年：マイナス36%、1年：マイナス38%と、どの期間でも大きく劣後しており、低迷を続けています。これは一時的な不振ではなく、26年1月31日まで22年にわたり代表取締役社長であった森下氏の経営下で長期間にわたり企業価値が毀損されてきた結果です。

利益水準は「パズドラ」全盛期をピークに長期的に低下し、直近では単体ベースでほとんど利益が出ていない水準にまで落ち込んでいます。一方で自己資本は積み上がり、直近のROEは3.6%にまで低下しました。

1351億円規模の開発投資―累計売上高は88億円

ガンホーは「パズドラ」に続く収益源を求め、13年以上にわたる100億円規模の開発投資を継続してきました。しかし現在に至るまで、「パズドラ」に代わる安定的な収益源は確立されていません。「ニンジャラ」「LEETIDE」「INFERNO」はその象徴です。大手評価サイトMetacriticの評価は「54」と、25年のPCゲーム3599本中356位という低い水準であり、25年を代表する失敗作となりました。

市場が下した評価：ガンホー＝現金の塊／ゲーム企業

現在、ガンホーの時価総額に占めるネットキャッシュの割合は99%に達しています。つまり、市場はガンホーを「ゲーム企業」ではなく、「現金の塊」として評価しているのです。ガンホーが低い評価を与えられてもおお改善の兆しが見えない背景には、森下氏のワンマン経営と、それを支える存在があります。

「安定株主」が経営に緊張感を与えない

ガンホーの元取締役である孫泰蔵氏は、議決権の約22.1%（1200660個）を保有する筆頭株主です。その賛否は、多くの株主総会議案の結果を左右し得る影響力を持ちます。しかし孫泰蔵氏は、会社提案に賛成・株主提案に反対する「安定株主」として行動してきました。SCは、このような安定株主の存在が、失敗続きの現状に対する危機感を喪失させていると考えています。

過剰な現金が放漫経営を許している

ガンホーは12年の「パズドラ」のリリース以降現金同等物を積み上げ続け、25年9月末時点で約1360億円の現金同等物を保有しています。これは今後10年以上にわたって現在の放漫経営を続け、資金を浪費し続けても枯渇しない過剰な水準です。「現金があるから大丈夫」という状態が、危機感を奪い、改革を遅らせている―それが現在のガンホーの姿ではないでしょうか。

社長交代後も続く「高報酬会長」体制

ガンホーは26年2月1日付で、森下氏が代表取締役社長から取締役会長に、坂井也取締役CFOが代表取締役社長に就任する人事を発表しました。しかし、会長である森下氏の報酬が社長である坂井氏の報酬を大幅に上回ることが前提とされていました。森下氏が代表取締役社長より高報酬の会長として残る体制は、経営体制の抜本的改革による再起を目指すものではなく、経営の責任を曖昧にしただけと評価せざるを得ません。

以上の問題を是正するため、SCは、今般、ガンホーに対し、来る3月開催予定の定時株主総会において株主提案権を行使しました。

SCが提案する議題及びその概要

【議題1】特定の株主からの大口株式取得の件

（概要）ガンホーの大株主である孫泰蔵氏が、SON Financial合同会社及び株式会社エフエーエイチを通じて保有する全てのガンホー株式保有議決権数1200660個、議決権割合22.1%を、他の株主に対して特に有利とならない価格で大口株式として取得すること。

【議題2】剰余金処分の件

（概要）24年12月期末現在の現金同等物（単体の残高846億円の20%に相当する剰余金1株当たり3.11円）の配当を行うこと。

【議題3】剰余金の配当の決定機関に係る定款変更の件

（概要）期末配当の決定に当たっては、原則として株主総会の決議を経るよう定款を変更すること。

【議題4】取締役会議長の選任に係る定款変更の件

（概要）原則として取締役会議長を社外取締役から選任するよう定款を変更すること。

【議題5】取締役会長の選任に係る定款変更の件

（概要）取締役会会長を社外取締役から選任するよう定款を変更すること。

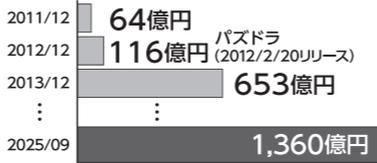
【議題6】タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件

（概要）重要性が高いゲームタイトルについて、原則として売上高を開示するよう定款を変更すること。

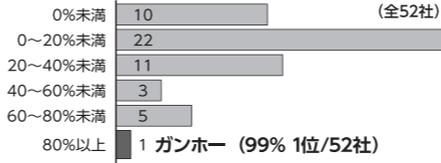
新報酬制度における想定報酬の金額（万円）

	取締役会長 森下氏	代表取締役社長 坂井氏
固定報酬	8,400	> 6,500
業績連動報酬	8,500	> 4,000
株式報酬	8,500	> 4,000
総額	25,400	> 14,500

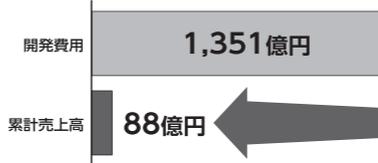
現金同等物の推移



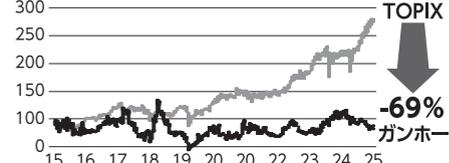
時価総額に占めるネットキャッシュ割合の分布 (全52社)



新作に投じた開発費用と累計売上高



過去10年間の株価パフォーマンス



(出所: QUICK Workstation(Astra Manager) 及び有価証券報告書。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。) ※1 ガンホー株価及びTOPIXについて、各期間の起算日(2015年12月30日、2020年12月30日、2022年12月30日、2024年12月30日)の終値をそれぞれ100として算出。いずれも配当込み指数を用いている。 ※2 2025年9月末現在。ROEは直近4四半期の当期純利益の合計値を、同期間の平均自己資本で除して算出。 ※3 新規タイトルのリリースに費やした費用は、2013年以降のガンホー単体の販売費及び一般管理費のうち、人件費の20%、広告宣伝費の50%、業務委託費の100%並びにその他費用の50%及び減損損失の100%を合算して推定。新規タイトルの累計売上高は、2012年を基準としたパズドラ以外単体売上高の累積増分累計額をSCにて試算。 ※4 出所: Metacritic。アクセス日2026年1月26日。54はメタスコア。359本は評価対象となったゲームのうち実際にメタスコアが付与されたものに限る。 ※5 ネットキャッシュは2025年9月末時点の実績値を用いて算定。時価総額は2025年12月末。 ※6 出所: 2025年12月5日付変更報告書。 ※7 現金同等物＝現金＋有価証券(流動資産)＋長期性預金。 ※8 改訂後の報酬制度において、親会社株主に帰属する当期純利益200億円以上、比較成長率(3年間の当社TSR成長率を3年間の配当込みTOPIXの成長率で除して100をかけて算定した数値)100%を達成できた場合。



https://stracap.jp

〒107-6403 東京都港区赤坂2-17-22 赤坂トラストタワー3階

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