

あの熱狂を。
もういちど。

SQUARE ENIX NEXT



それは単なる「娯楽」ではなかった。
かつて、スクウェア・エニックスが生み出したものは、
時代を動かす「文化」であり、世界を惹きつける「産業」だった。



1999年。
ドラゴンクエストVIIは
プレイステーションから。



スクエニの特別損失
221億円



しかし今、
本気で「新しい何か」を生み出せているだろうか?
直面する課題から目を逸らし、歩みを止めてはいないだろうか?





私たちは知っている。

スクウェア・エニックスにとって「課題」はいつも「チャンス」だったことを。

数々の壁を乗り越え、奇跡のような作品を世に送り出してきた、その力を。





もういちど、スクウェア・エニックスから
驚きを。感動を。そして、あの熱狂を。

世界中のゲームファンが、
そのかけがえのない体験を、ずっとずっと待ち続けている。



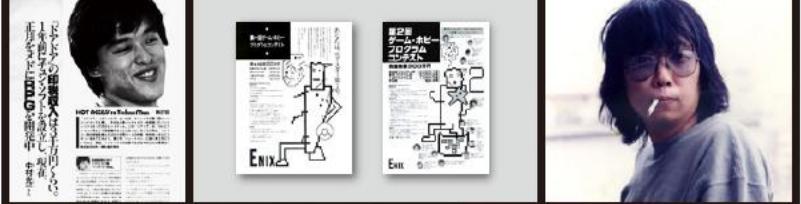
本プレゼン資料のp.93までのスライドは、2025年9月29日に当社がスクエニHDに提供した経営課題指摘資料「外部から見た貴社の経営課題について」と同一のものです。また、p.94以降のスライドは、同日に当社がスクエニHDに併せて提示した3D企業価値向上策「貴社の飛躍的な企業価値の創造のために」より一部抜粋したものです。

外部から見た貴社の経営課題について

株式会社スクウェア・エニックス・ホールディングス
代表取締役社長 桐生 隆司 様
取締役会 御中

2025年9月29日





あの熱狂を。もういちど。

それは単なる「娯楽」ではなかった。

かつて、スクウェア・エニックスが生み出したものは、
時代を動かす「文化」であり、世界を惹きつける「産業」だった。

しかし今、

本気で「新しい何か」を生み出せているだろうか？

直面する課題から目を逸らし、歩みを止めてはいないだろうか？

私たちは知っている。

スクウェア・エニックスにとって「課題」はいつも「チャンス」だったことを。
数々の壁を乗り越え、奇跡のような作品を世に送り出してきた、その力を。

もういちど、スクウェア・エニックスから
驚きを。感動を。そして、あの熱狂を。

世界中のゲームファンが、
そのかけがえのない体験を、ずっとずっと待ち続けている。

SQUARE ENIX NEXT

目次

エグゼクティブ・サマリー	P.9
Section 1：中期経営計画の課題	P.26
Section 2：売上高成長の低迷	P.49
Section 3：営業利益率の低迷	P.71
Section 4：深刻なコングロマリットディスカウント	P.94
免責事項	P.110

エグゼクティブ・サマリー

- 貴社は、『ファイナルファンタジー』や『ドラゴンクエスト』などの世界有数のゲームタイトルを保有しており、日本を代表するゲームデベロッパーとして、輝かしい歴史と卓越した知的財産を有する『国民的』な企業です
- しかし、新経営体制が発足した直近3年間では、売上高成長率および利益率が著しく低迷し、**営業利益額とROEをはじめとする稼ぐ力が顕著に低下しております**
- 特に営業利益額の減少は、HDゲーム事業¹およびSDゲーム²事業の減収および利益率低迷が主因であり、**HD/SDゲーム事業の抜本的な改善（売上高成長および収益性改善）が貴社の最重要経営課題であると思料致します**
- ゲーム事業の低迷を打破するためには、開発ポートフォリオの分散、タイレシオ低迷を招く商品設計・広告宣伝、過大な各種費用（例：開発費）といった**経営課題に対する具体的な対応策の策定とその確実な実行が不可欠です**
- しかし、貴社の現中期経営計画は、これら経営課題の解決に向けた施策の具体性、KPI・目標設定および実行計画が不十分に思われ、**経営課題の根本的な解決や企業価値の最大化の実現に確信を持てません**
- つきましては、貴社の卓越した知的財産の最大化、すなわち企業価値の最大化に向けて、**中期経営計画の抜本的な再検証を要望いたします**

貴社は、世界有数のタイトルを持つまさに「国民的」企業です

FF、DQは世界有数のタイトル

RPGタイトルグローバル累計販売本数ランキング（2024年末時点）

①	ポケモン	4.8億本
②	ファイナルファンタジー	1.9億本
③	モンスターハンター	1.0億本
④	ドラゴンクエスト	0.9億本



2025年3月 SQEX 公式HP

FF、DQは国内トップタイトル

RPGタイトル 日本国内人気ランキング

1	ドラゴンクエストシリーズ
2	ファイナルファンタジーシリーズ
3	ペルソナシリーズ
4	テイルズオブシリーズ



「RPGシリーズ」人気ランキングTOP32！ 第1位は「ドラゴンクエスト」シリーズに決定！【2022年最新投票結果】

FF、DQをはじめとする貴社
タイトルは「国民的」なIP

2021年東京オリンピックの入場曲

- 1曲目：ドラゴンクエスト
「序曲：ロトのテーマ」
- 2曲目：ファイナルファンタジー
「勝利のファンファーレ」
- +他7曲¹



貴社は、業界を代表するゲームデベロッパーとして、ゲーム開発の最先端を担ってきました

ファイナルファンタジーVII（1997年1月発売）



3Dキャラクター



フルモーションビデオ



映画的なストーリー



柔軟な戦闘力カスタマイズ

ファイナルファンタジーX（2001年7月発売）



フルボイス



3Dフィールド



高戦略性バトルシステム



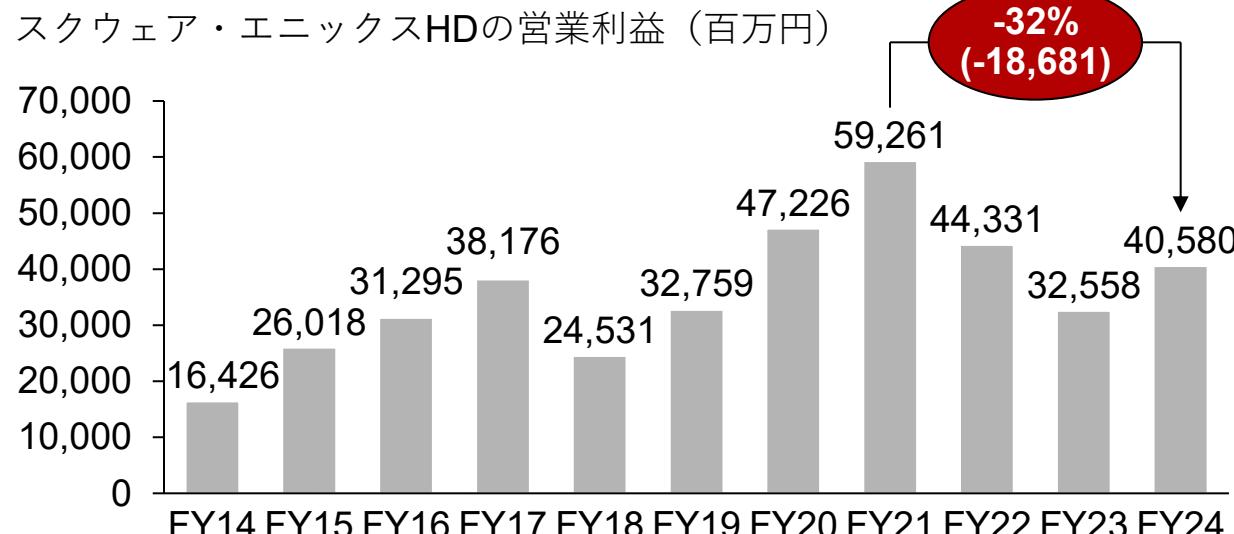
高自由度の育成システム

：革新的な要素

貴社は、世界に誇る知的財産と輝かしい歴史を有する、卓越した企業です

しかしながら、新経営体制が発足して以降、稼ぐ力が顕著に低下しております

営業利益額の推移



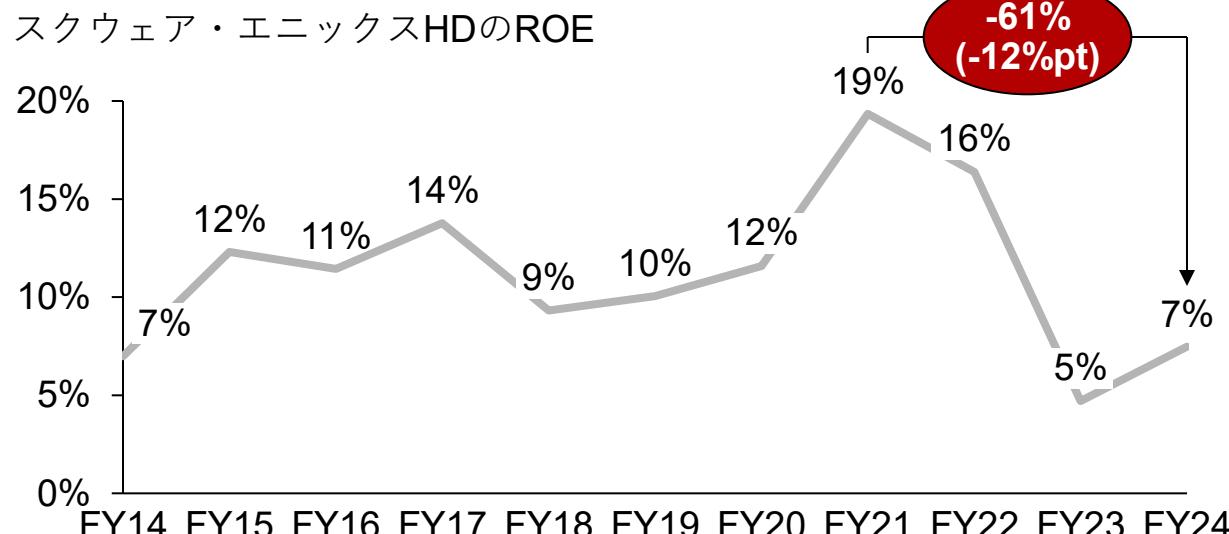
←
松田元社長の在任期間
('13年6月～'23年5月)



→
桐生社長
('23年6月～)



ROEの推移



←
松田元社長の在任期間
('13年6月～'23年5月)

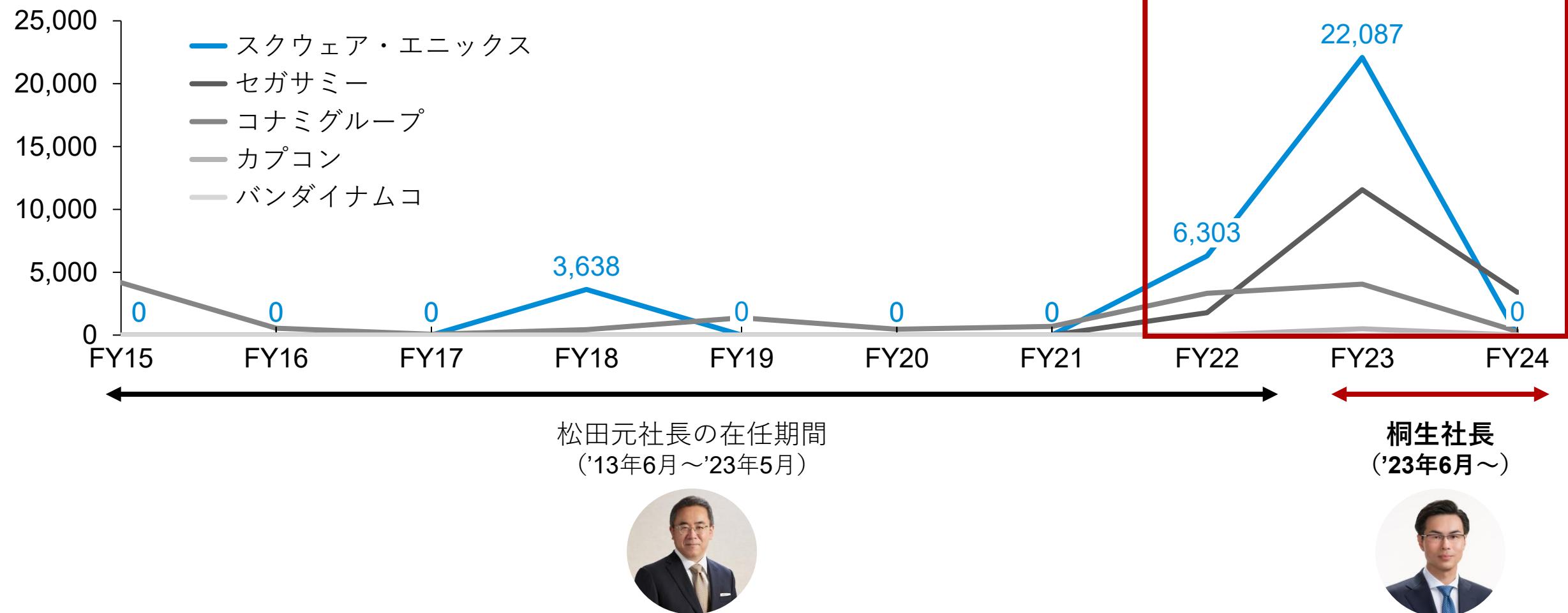


→
桐生社長
('23年6月～)



(ご参考) 新経営体制が発足して以降、開発費用の廃棄損が相次いでおります

ゲーム開発資産の廃棄損¹（百万円）



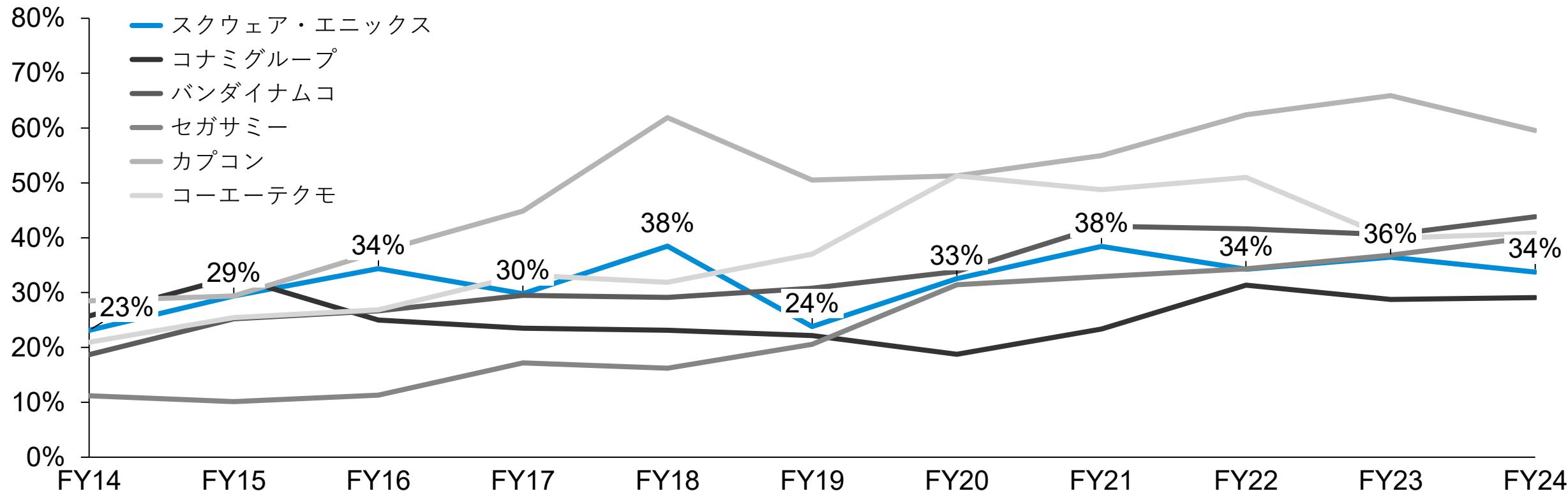
出典: 各社のIR情報

注: [1] スクウェア・エニックスはコンテンツ等廃棄損、セガサミーはゲームコンテンツの開発中止等に関連する事業再編損、コナミグループは固定資産の除売却損、カプコンは2024年3月期の事業構造改善費用をゲーム開発資産の廃棄損として表示

(ご参考) 貴社の海外売上高比率は競合に比べて低迷しており、成長も停滞しております

FY15-16時点でトップクラスに高かった海外売上高比率は、競合比で低迷しFY24時点では5番手まで落ち込んでいる

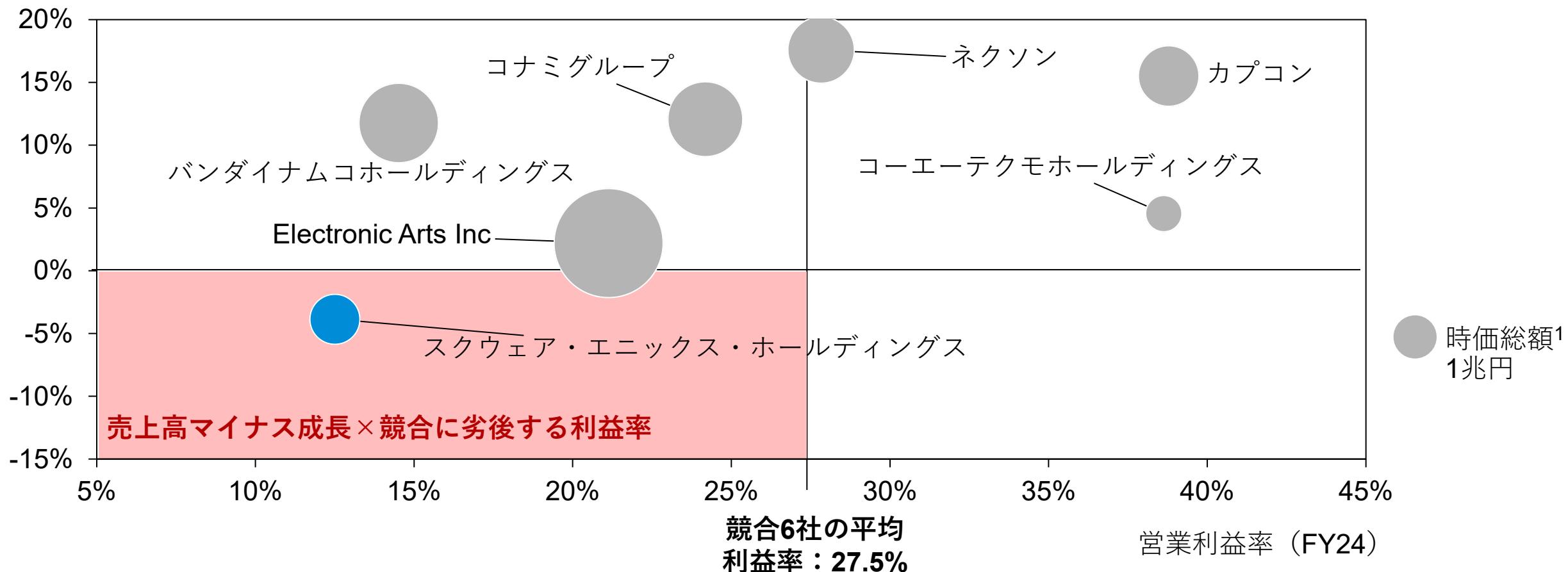
海外売上高比率



利益額の減少は、売上高の減少と低迷する利益率の両面から生じており…

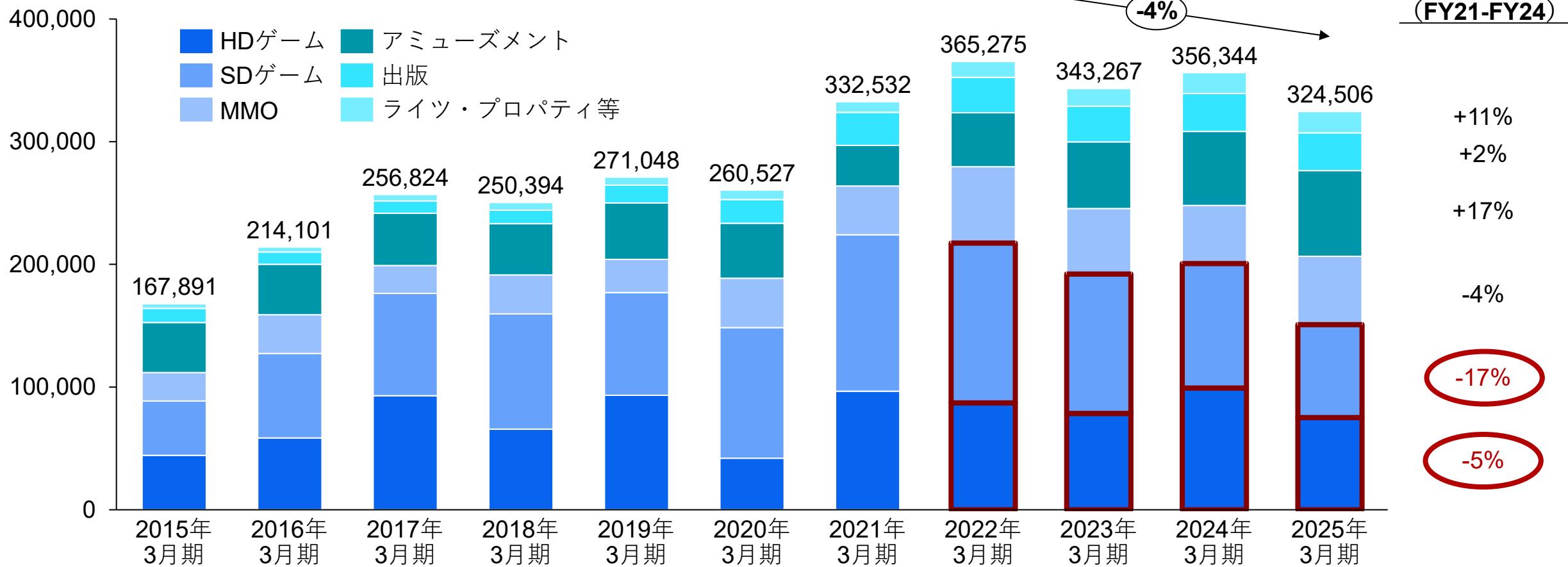
貴社は、業界内で売上高がマイナス成長している唯一の企業であり、営業利益率は競合の半分程度に留まる

売上高成長率（FY21-FY24の3ヵ年）



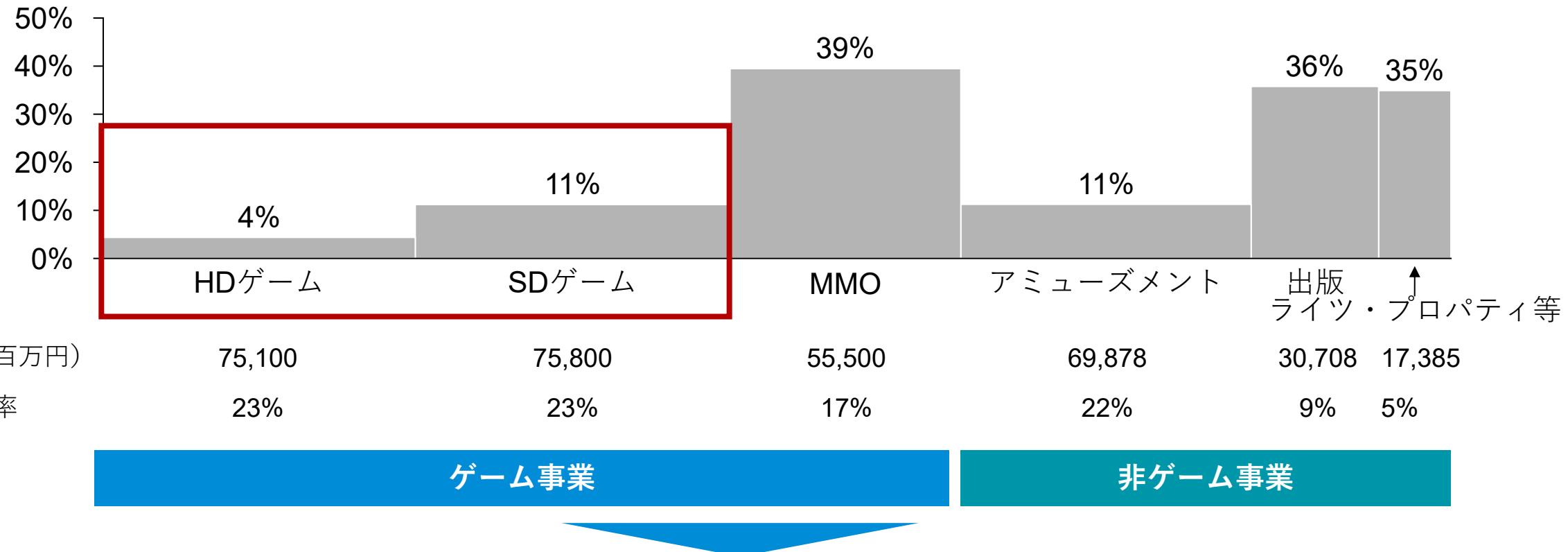
...売上高の減少は、HDゲーム事業とSDゲーム事業の減収により生じています

スクウェア・エニックスHDの売上高（百万円）



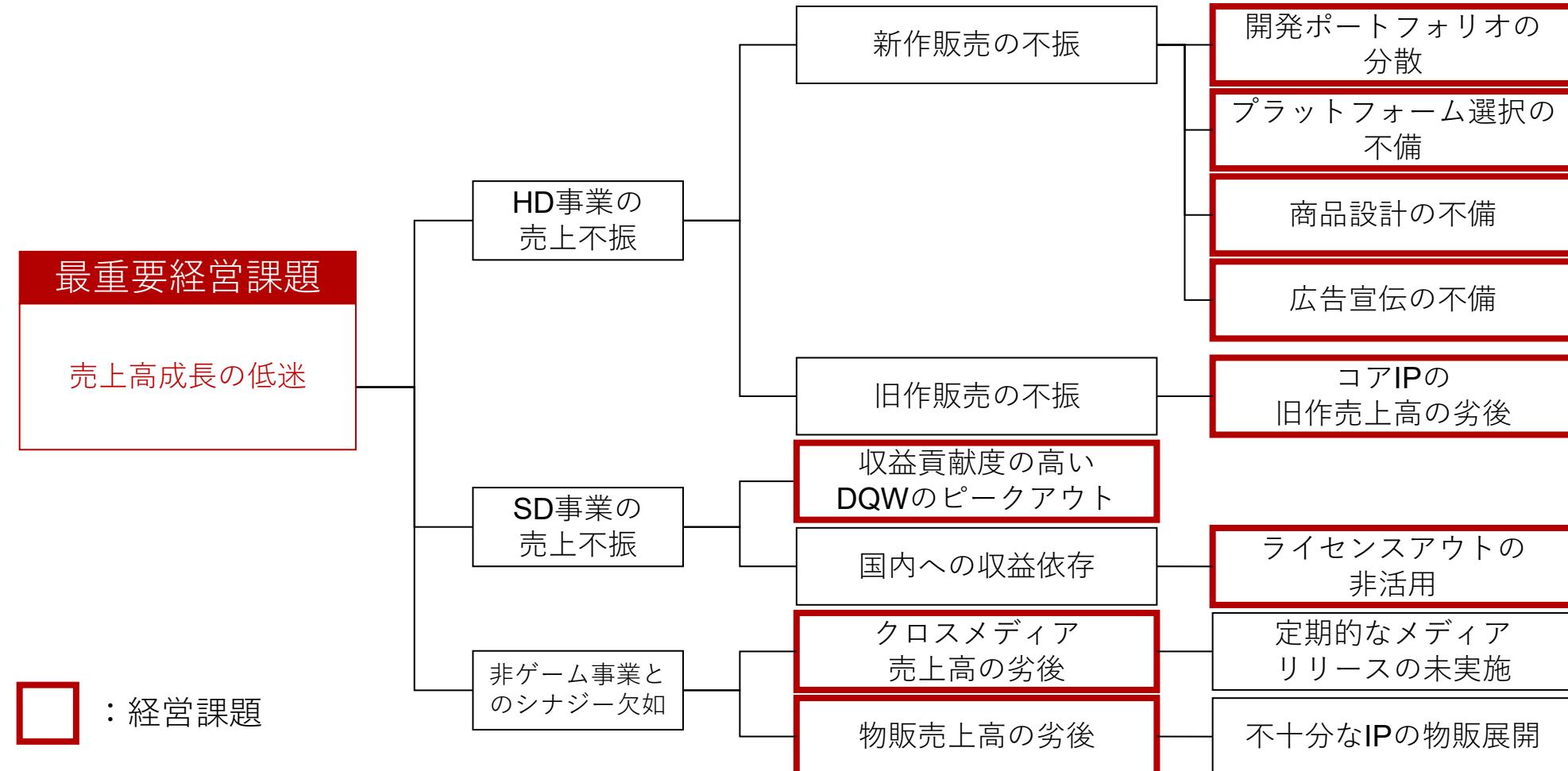
...利益率の低迷は、HDゲーム事業とSDゲーム事業の利益率の低迷により生じています

スクウェア・エニックスHDの事業別営業利益率¹（2025年3月期）

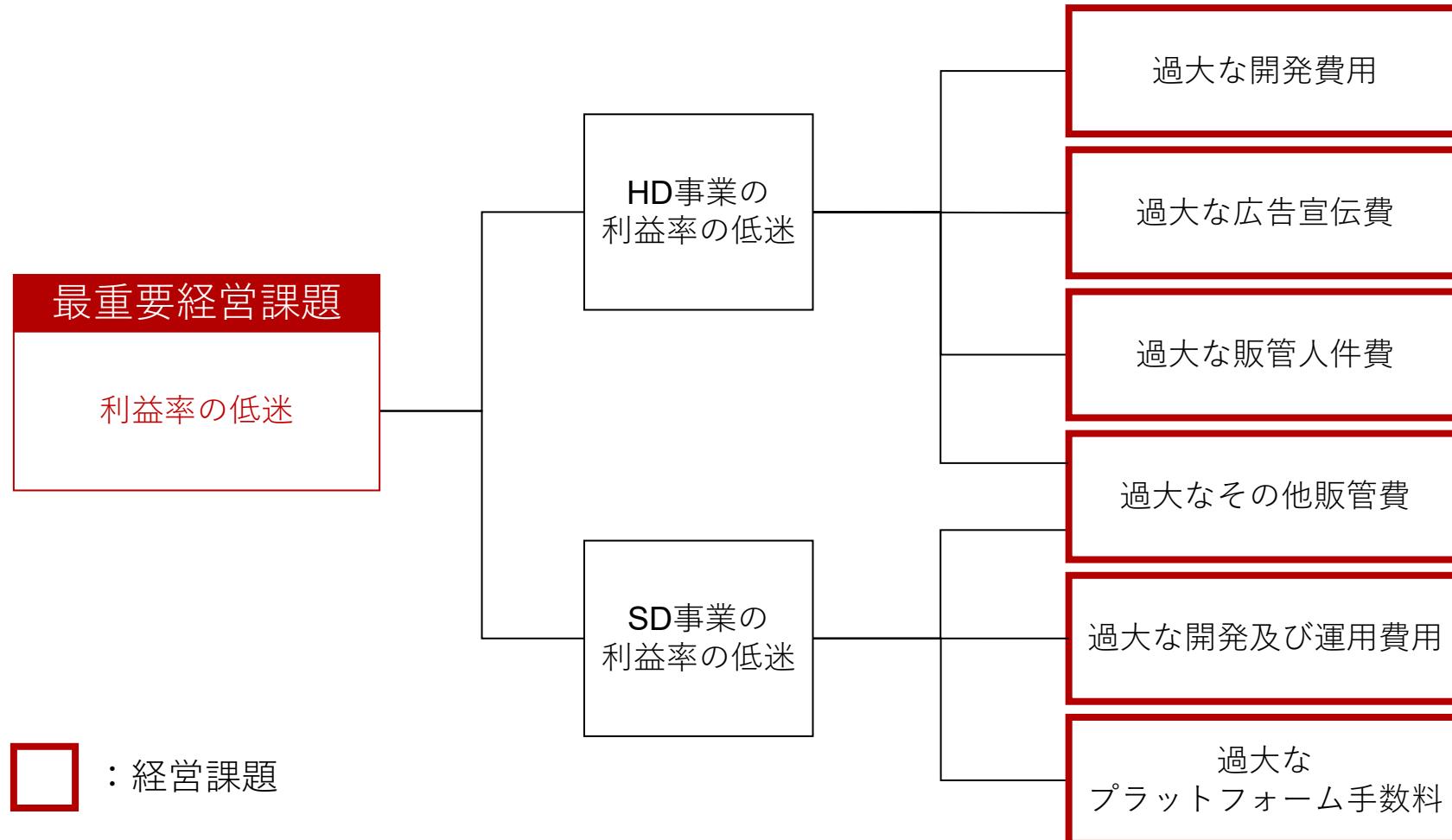


貴社が解決すべき最重要経営課題は、HD/SDゲーム事業の減収と利益率の低迷です

最重要経営課題①HD/SDゲーム事業の減収は、下記のような経営課題に細分化できます



最重要経営課題② HD/SDゲーム事業の利益率の低迷は、下記のような経営課題に細分化できます



しかしながら、貴社の現中期経営計画は、経営課題を解決できるかについて不安を覚える内容です

1

最重要経営課題の放置を 正当化しているかのような表現

- ・貴社の現中期経営計画は、「**Reboots**」という標語を用いて、**将来ビジョンを示さないままに業績の低迷を正当化しているように思われる**
 - 現中期経営計画期間を「**Reboots = 再起動の3年間**」と定義
 - 減収計画及び競合比で大幅に劣後する利益率改善目標を公表
 - 低迷の先に見据える定量的目標については非コミットメント

2

個別の経営課題に対する 具体施策の非提示

- ・貴社の現中期経営計画は、**個別の経営課題に対する解決施策の提示に至っていない**
 - 経営課題の解決施策には、「**KPI・定量目標**」、「**具体的な施策**」、「**マイルストーン**及び**具体的な実行計画**」が必要
 - 貴社の現中期経営計画は、曖昧な方針を示すのみであり、**KPI・定量目標・実行計画**に関する記載が無いため、解決施策として不十分

1 貴社の現中期経営計画は、「Reboots」という標語のもと、最重要経営課題（ゲーム事業の減収と利益率の低迷）の放置を正当化しているように思われます

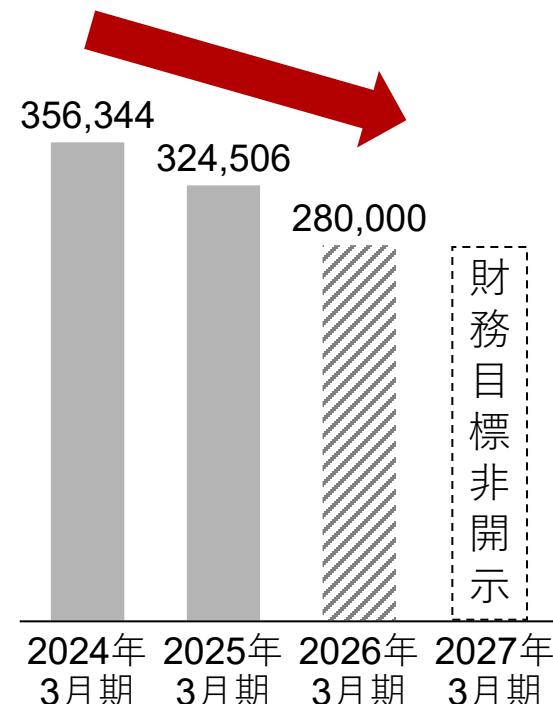
貴社の現中期経営計画のコンセプト



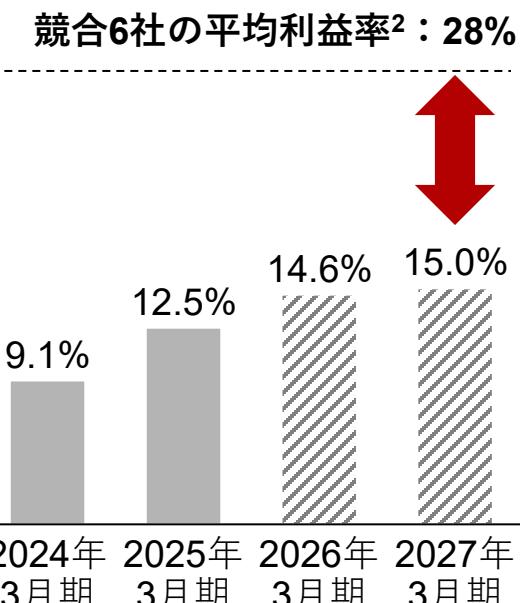
- FY24-FY26までの3ヵ年を「Reboots=再起動」の3年間と定義
- 「長期ビジョン及び新企業理念体系」は掲げているものの、FY27以降の長期的な財務目標は非開示

貴社は減収計画及び競合比で大幅に劣後する利益率改善目標を公表

SQEX¹の売上高（百万円）



SQEX¹の営業利益率



2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（1/3）

貴社の経営課題	中計の記載内容の充実度			中計（2024年5月公表）の記載内容
	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画 ¹	
HD事業の売上不振	開発ポートフォリオの分散	記載無し	内容が不十分	記載無し
	プラットフォーム選択の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	商品設計の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	広告宣伝の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	コアIPの旧作売上高の劣後	記載無し	内容が不十分	記載無し

2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（2/3）

貴社の経営課題	中計の記載内容の充実度			中計（2024年5月公表）の記載内容
	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画	
売上高成長の低迷	DQWのピークアウト	記載無し	記載無し	記載無し
	ライセンスアウトの非活用	記載無し	記載無し	記載無し
	クロスマディア売上高の不振	記載無し	内容が不十分	記載無し
	物販売上高の劣後	記載無し	内容が不十分	記載無し

2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（3/3）

貴社の経営課題	中計の記載内容の充実度			中計（2024年5月公表）の記載内容	
	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画		
HD事業の低迷率の利益	過大な開発費用	記載無し	内容が不十分	記載無し	"社内開発体制の刷新による内製開発力強化" "タイトル開発進捗管理プロセス全体の見直しによる開発投資効率向上"
	過大な広告宣伝費	記載無し	内容が不十分	記載無し	"旧BU（開発事業本部）に点在していたマーケティング機能を集約、共有知拡大と重複機能排除により効率化を推進"
	過大な販管人件費	記載無し	内容が不十分	記載無し	"ヨーロッパ、アメリカ両拠点の機能および組織構造の見直しと、それに伴うコスト最適化"
	過大なその他販管費	記載無し	記載無し	記載無し	—
SD事業の低迷率の利益	過大な開発及び運用費用	記載無し	記載無し	記載無し	—
	過大なPF手数料 ¹	記載無し	記載無し	記載無し	—

出典: 新中期経営計画（2024年5月13日）

注: [1] 「過大なプラットフォーム手数料」の略

さらに、貴社の現中期経営計画は、企業価値の最大化という観点から、
その他にも多くの課題を抱えているように思われます



全社戦略の不在

事業ポートフォリオ戦略の不在

非ゲーム事業の経営戦略の不在

ROICに基づく資本配分方針の不在



株主へのコミットメント・透明性の欠如

企業価値最大化への
コミットメントの不在

低水準な経営目標の正当化（Reboots）

販売本数を含む重要なKPIの
非開示・非コミットメント

不合理なコーポレートアクション
(自己株式取得の未実施)に対する説明不足

未達だった前中期経営計画の
具体的な振り返りの不在

貴社の現中期経営計画は、経営課題の解決および企業価値の最大化の観点から
不十分であるように思われるため、抜本的な再検証を要望いたします

Section 1：中期経営計画の課題



貴社の現中期経営計画は、経営課題を解決できるかについて不安を覚える内容です

1

最重要経営課題の放置を正当化しているかのような表現

- ・貴社の現中期経営計画は、「**Reboots**」という標語を用いて、**将来ビジョンを示さないままに業績の低迷を正当化しているように思われる**
 - 現中期経営計画期間を「**Reboots = 再起動の3年間**」と定義
 - 減収計画及び競合比で大幅に劣後する利益率改善目標を公表
 - 低迷の先に見据える定量的目標については非コミットメント

2

個別の経営課題に対する具体施策の非提示

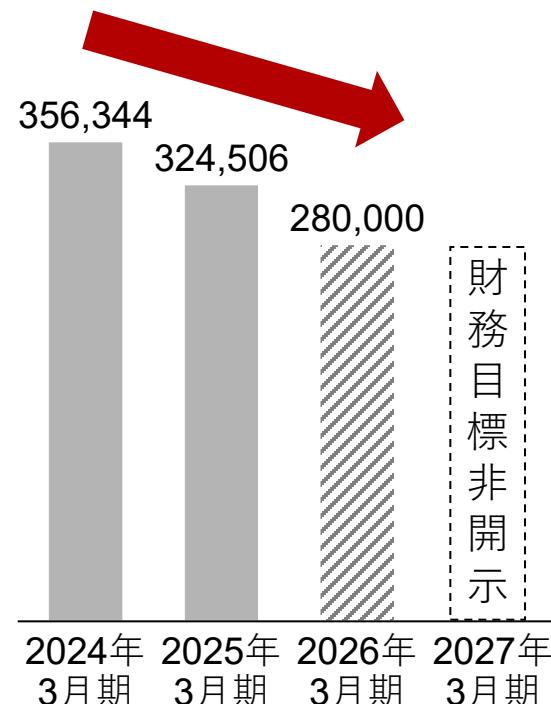
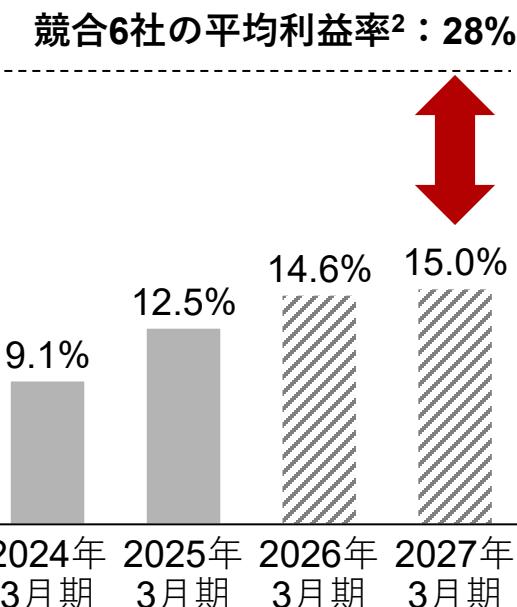
- ・貴社の現中期経営計画は、**個別の経営課題に対する解決施策の提示に至っていない**
 - 経営課題の解決施策には、「**KPI・定量目標**」、「**具体的な施策**」、「**マイルストーン**及び**具体的な実行計画**」が必要
 - 貴社の現中期経営計画は、曖昧な方針を示すのみであり、**KPI・定量目標・実行計画**に関する記載が無いため、解決施策として不十分

貴社の現中期経営計画のコンセプト



- FY24-FY26までの3ヵ年を「Reboots=再起動」の3年間と定義
- 「長期ビジョン及び新企業理念体系」は掲げているものの、FY27以降の長期的な財務目標は非開示

貴社は減収計画及び競合比で大幅に劣後する利益率改善目標を公表

SQEX¹の売上高（百万円）SQEX¹の営業利益率

△：業績予想／財務目標

2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して
曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（1/3）

再掲

貴社の経営課題

中計の記載内容の充実度

中計（2024年5月公表）の記載内容

	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画 ¹	
HD事業の売上不振	開発ポートフォリオの分散	記載無し	内容が不十分	記載無し
	プラットフォーム選択の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	商品設計の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	広告宣伝の不備	記載無し	内容が不十分	記載無し
	コアIPの旧作売上高の劣後	記載無し	内容が不十分	記載無し

"お客様に長く愛されるポテンシャルの高いタイトルに人材と開発投資を重点的に配分、各IPを支えるタイトル開発を担うコアチームの練度向上を図る"

"HDタイトルについては、任天堂プラットフォーム、PlayStation、XboxやPCを含む、マルチプラットフォーム展開を強力に推進"

"社員の想像力から生まれる独創性のコンテンツへの反映（プロダクト・アウト）と、お客様の声やマーケットトレンドへのキャッチアップ（マーケット・イン）をバランスよく開発プロセスに組み込む"

"ローンチ時のプロモーション施策におけるデジタル販売への導線強化"

"ファーストパーティデータ活用（自社保有）によるマーケティングの高度化"

"カタログタイトル拡販を通じた収益基盤の強化"

"豊富なカタログタイトルライブラリーの収益獲得機会創出"

2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して
曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（2/3）

再掲

貴社の経営課題

中計の記載内容の充実度

中計（2024年5月公表）の記載内容

	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画
SD事業の売上不振	DQWのピークアウト	記載無し	記載無し
ライセンスアウトの非活用	記載無し	記載無し	記載無し
クロスマディア売上高の不振	記載無し	内容が不十分	記載無し
非ゲーム事業とのシナジー創出	物販売上高の劣後	記載無し	内容が不十分

"クロスマディア戦略のさらなる推進による新規市場へのアプローチ"
"グローバルマーケットに特化したIPビジネス開発専門部署の新設による、
ライセンスビジネスのエリア拡大"

"IPの多面展開を推進する組織体制構築"
"ライツ・プロパティ等事業関連組織の統合によるシナジー創出"

2 貴社の現中期経営計画は、財務指標が悪化傾向にある中で、個別の経営課題に対して
曖昧な方針を示すのみであるため、施策の十分性について確信を持てません（3/3）

再掲

貴社の経営課題

中計の記載内容の充実度

中計（2024年5月公表）の記載内容

	KPI・定量目標	具体的な施策	実行計画	
HD事業の低迷率の利益	過大な開発費用	記載無し	内容が不十分	記載無し
	過大な広告宣伝費	記載無し	内容が不十分	記載無し
	過大な販管人件費	記載無し	内容が不十分	記載無し
	過大なその他販管費	記載無し	記載無し	記載無し
	過大な開発及び運用費用	記載無し	記載無し	記載無し
	過大なPF手数料 ¹	記載無し	記載無し	記載無し

出典: 新中期経営計画（2024年5月13日）

注: [1] 「過大なプラットフォーム手数料」の略

さらに、貴社の現中期経営計画は、企業価値の最大化という観点から、
その他に多くの課題を抱えているように思われます

3 全社戦略の不在

- 3-1 事業ポートフォリオ戦略の不在
- 3-2 非ゲーム事業の経営戦略の不在
- 3-3 ROICに基づく資本配分方針の不在

4 株主へのコミットメント・透明性の欠如

- 4-1 企業価値最大化への
コミットメントの不在
- 4-2 低水準な経営目標の正当化（Reboots）
- 4-3 販売本数を含む重要なKPIの
非開示・非コミットメント
- 4-4 不合理なコーポレートアクション
(自己株式取得の未実施)に対する説明不足
- 4-5 未達だった前中期経営計画の
具体的な振り返りの不在



以下、各項目について詳述いたします

事業ポートフォリオ戦略を策定・実行するうえでは、以下の3つの観点が不可欠です

戦略の要件

評価基準

- 事業ポートフォリオ戦略を策定する際の**評価基準**
 - 「収益性が資本コストを十分上回るか」、「自社がベストオーナーか」など

事業ポート フォリオ戦略

- 各事業のポートフォリオ上の位置づけ
 - 「成長事業」、「キャッシュカウ事業」、「見極め事業」など
- 複数事業の保有意義の検証

モニタリングの 仕組み・体制

- ポートフォリオ戦略を定期的に見直すための仕組み・体制
- 戦略の実行状況をモニタリングするための仕組み・体制

左記の根拠となる上場企業に対する指針

(経産省「事業再編実務指針」などより抜粋)

“多角化企業においては、事業ポートフォリオのマネジメント（見直しを含む）に関して、**資本コストを意識し、取締役会等で議論し、実践することが求められる。**”
経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」

“事業ポートフォリオを見直し、最適化を図る際、（中略）、**最も重要な視点が、その事業にとって自社が「ベストオーナー」かどうかということである**”
経済産業省「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」

“複数の事業を束ねて経営する合理的理由について、（中略）、**事業シナジーの創出等のメリットが、（中略）、複数の事業を有することにより発生するコストを上回っているかという比較衡量の視点から、（中略）、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる**”
経済産業省「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」

“経営環境の変化が激しい中、事業ポートフォリオの最適化を図るために、資本コストを意識しつつ、**自律的・主体的に事業ポートフォリオの不断の見直しを行うことが必要であり、そのための体制整備や仕組みの構築を行うことが重要である。**”
経済産業省「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」

3-1 事業ポートフォリオ戦略の不在（2/2）：

現中期経営計画には、これらの観点を体系的に示す事業ポートフォリオ戦略が明示されておりません

中計の記載内容の充実度		中計（2024年5月公表）の記載内容
評価基準	非開示	<ul style="list-style-type: none">事業ポートフォリオ戦略の「評価基準」は非開示
事業ポートフォリオ戦略	非開示	<ul style="list-style-type: none">「各事業の位置づけ」や「複数事業の保有意義」は非開示
モニタリングの仕組み・体制	非開示	<ul style="list-style-type: none">「モニタリングのための仕組み・体制」は非開示

3-2 非ゲーム事業の経営戦略の不在（1/3）：

貴社は、デジタル・エンタテインメント事業をコア事業と定義しています

過去の開示資料において、デジタル・エンタテインメント事業をコア事業であると定義



“当社のコア事業であるデジタルエンタテインメントは、もともと環境へ与える負荷が相対的に小さい業態です”

2023年3月期アニュアルレポート

2024年5月に公表した新中計において、アミューズメント事業・出版事業の方針はほとんど述べられていない

The image is a screenshot of a presentation slide from the "New Medium-term Management Plan" (Square Enix Reboots and Awakens). The slide has a white background with several sections:

- ②長期ビジョンおよび新企業理念体系**: A large box containing text about the company's long-term vision and new corporate philosophy system. It includes the text "IPをコアコンピタンスに 確かな面白さをもつパラエティ豊かなコンテンツを 世界中のお客様にお届けしていく".
- ③新中期経営計画の位置づけ**: A large box containing text about the position of the new medium-term management plan. It includes the text "確かな面白さをもつ パラエティ豊かなコンテンツを 世界中にお届けする 存在へと進化".
- HD**: A box with text: "お客様の期待を超えるタイトルローンチを 安定的・定期的に実現する開発体制の構築".
- SD**: A box with text: "既存・新規双方のお客様への継続的リーチと 新たなビジネスモデル探索による成長軌道への回帰を実現".
- MMO、出版、AM**: A box with text: "現状のモメンタムを維持、発展させ、グローバルのファン層を拡大".
- ライツ・プロパティ等**: A box with text: "ライセンスビジネスの拡大や サービスラインナップ拡充によりビジネスの面を拡大".
- 筋肉質な企業体質づくりに向けた各種経営インフラの整備**: A box with text: "筋肉質な企業体質づくりに向けた各種経営インフラの整備".
- 次世代のさらなる成長につながる新規IP・新規事業の創出、種まき**: A box with text: "次世代のさらなる成長につながる新規IP・新規事業の創出、種まき".

At the bottom left, it says "Square Enix Reboots and Awakens" and "～さらなる成長に向けた再起動の3年間～". At the bottom right, it says "14".

- 35ページにわたる新中期経営計画の中において、アミューズメント事業・出版事業の方針に触れているのはわずか2ページ
- その他のページの殆どは、デジタル・エンタテインメント事業の方針説明に割かれている

3-2 非ゲーム事業の経営戦略の不在（2/3）：

ノンコア領域の非ゲーム事業については、以下の3つの観点を網羅した経営戦略が不可欠です

戦略の要件

ノンコア事業を
保有する意義

- 経済的意義
- 戰略的意義

ノンコア事業の
経営戦略

- 経営課題
- 経営課題解決のための
アプローチ

実行計画

- KPI・定量目標
- 具体的な施策
- マイルストーン・アクション
プラン
- 実行体制 など

左記の根拠となる上場企業に対する指針

（経産省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」より抜粋）

“「ノンコア事業」とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、自社グループにとって競争優位性を有する分野でない等の理由で、自社グループ内にあっては十分なリソースが投入されにくいために、**相対的に成長可能性が低くなっている、あるいは資本コストを相応に上回る収益力が見込まれない事業分野**であり、当該事業にとって最適な成長戦略として、**独立（スピンドル等）あるいは当該事業（分野）をコア事業とする「ベストオーナー」への売却等が有効と考えられるものである**”

“こうした事業分野を自社グループとして抱え続けることは、成長につながらないにもかかわらず維持コストがかかるうえ、機を逸して赤字に転落すれば事業売却も困難となるため、**当該事業の潜在力を活かすためにも早めの判断を行い、成長資金を確保する途を拓きつつ、自社にとって優位性を活かせる部門にリソースを集中させることが重要である**”

経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針
(グループガイドライン)

2019年6月28日策定
経済産業省

3-2 非ゲーム事業の経営戦略の不在（3/3）：

現中期経営計画には、これらの観点を網羅した経営戦略が明示されておりません

中計の記載内容の充実度		中計（2024年5月公表）の記載内容
ノンコア事業を保有する意義	非開示	<p>③ 新中期経営計画の位置づけ</p> <p>確かな面白さをもつ パラエティ豊かなコンテンツを 世界中にお届けする 存在へと進化</p> <p>HD お客様の期待を超えるタイトルローンチを 安定的・定期的に実現する開発体制の構築</p> <p>SD 既存・新規双方のお客様への継続的リーチと 新たなビジネスモデル探索による成長軌道への回帰を実現</p> <p>MMO、出版、AM 現状のモメンタムを維持、発展させ、グローバルのファン層を拡大</p> <p>ライツ・プロパティ等 ライセンスピジネスの拡大や サービスラインナップ拡充によりビジネスの面を拡大</p> <p>筋肉質な企業体質づくりに向けた各種経営インフラの整備</p> <p>次世代のさらなる成長につながる新規IP・新規事業の創出、種まき</p> <p>Square Enix Reboots and Awakens ～さらなる成長に向けた再起動の3年間～</p> <p>SQUARE ENIX</p>
ノンコア事業の経営戦略	非開示	<p>コンタクトポイント（顧客接点）強化による収益獲得機会の多様化</p> <p>IPの多面展開による新たな収益獲得機会創出への挑戦</p> <ul style="list-style-type: none">クロスマディア戦略のさらなる推進による新規市場へのアプローチ<ul style="list-style-type: none">グローバルマーケットに特化したIPビジネス開発専門部署の新設による、ライセンスピジネスのエリア拡大IPの多面展開を推進する組織体制構築<ul style="list-style-type: none">ライツ・プロパティ等事業関連組織の統合によるシナジー創出 <p>SQUARE ENIX</p>
実行計画	非開示	

3-3 ROICに基づく資本配分方針の不在（1/2）：

資本配分方針を策定・開示するにあたっては、以下の3つの観点を明確化することが不可欠です

戦略の要件

資本政策

- 自社資本コストの把握
- 資本効率の目標設定

資本配分先と 配分金額

- キャッシュフローの将来予測
- 用途別・事業別の配分金額
 - 用途別：設備投資、M&A、株主還元（自社株買い・配当）

資本配分の 妥当性

- 各投資の想定投資リターン
- 各投資の判断基準となるハーダル・レート

左記の根拠となる上場企業に対する指針

（東証「コーポレートガバナンス・コード」などより抜粋）

“経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握**した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、**収益力・資本効率等に関する目標を提示**し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、**設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等**に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。”

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」

コーポレートガバナンス・コード
～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～



2021年6月11日
株式会社東京証券取引所

“価値創造的な（ROIC > WACC）投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、**価値破壊的な（ROIC < WACC）投資を行って成長しても企業価値は低下する**”

田村俊夫「第3回事業再編研究会 田村委員意見書」（第3回事業再編研究会）

“事業ポートフォリオマネジメントを行うためには、（中略）、**事業セグメント別のハーダル・レート（投資収益率）などの評価指標の設定が必要となる**”

経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」

3-3 ROICに基づく資本配分方針の不在（2/2）：

現中期経営計画には、これらの観点を網羅した資本配分方針が明示されておりません

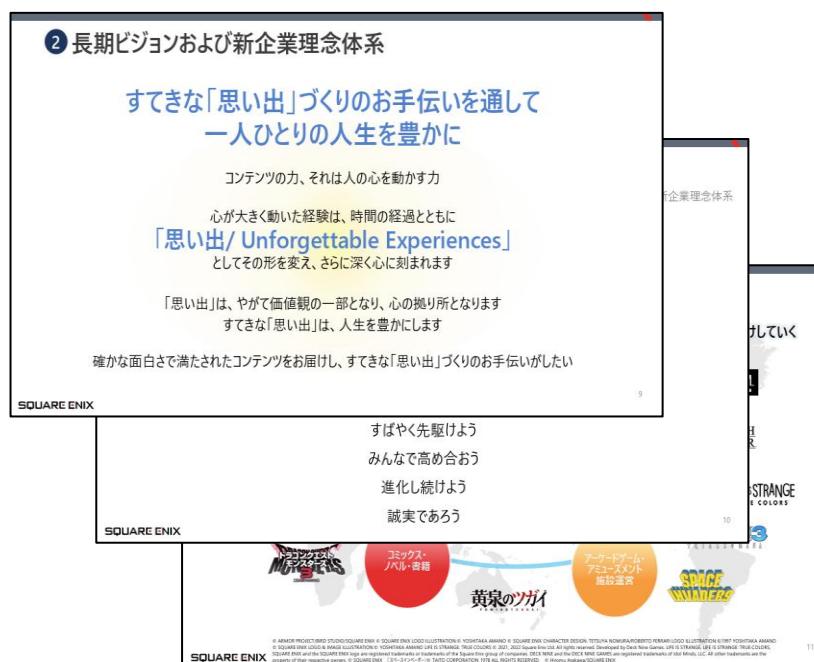
中計の記載内容の充実度		中計（2024年5月公表）の記載内容
資本政策	内容が不十分	<ul style="list-style-type: none">「ROE 10%以上」の目標は開示しているがその合理性は非開示「自社の資本コスト」は非開示
資本配分先と配分金額	内容が不十分	<ul style="list-style-type: none">「キャッシュフローの将来予測」は開示「使途別・事業別の配分金額」は非開示
資本配分の妥当性	非開示	<ul style="list-style-type: none">「各投資の想定投資リターン」は非開示「各投資の判断基準となるハードル・レート」は非開示

4-1 企業価値最大化へのコミットメントの不在：

貴社の現中期経営計画は、企業価値の最大化という視点が欠如しております

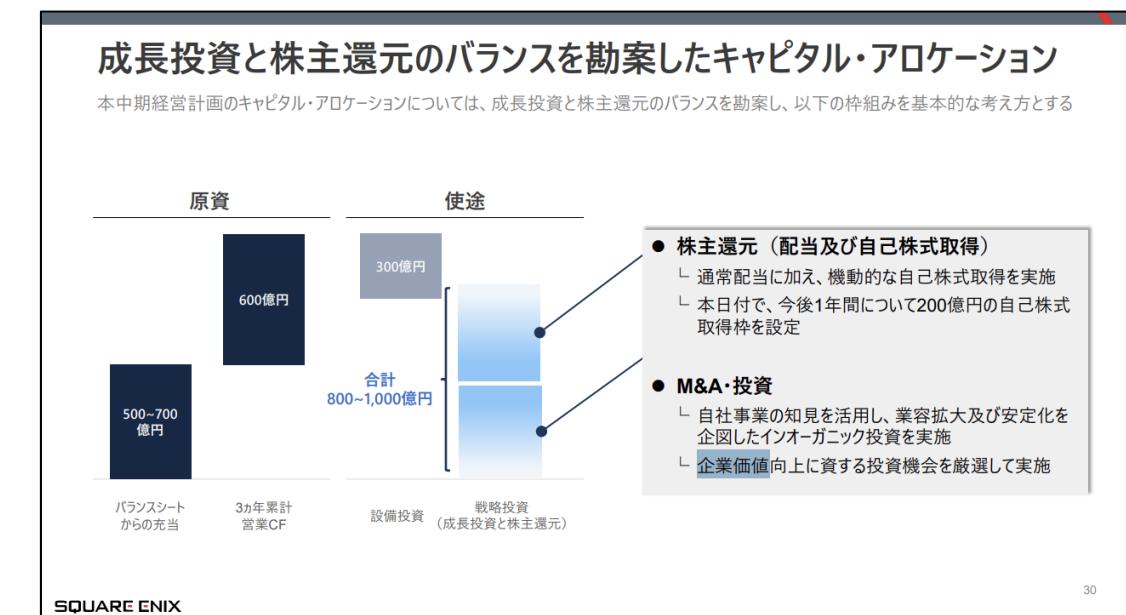
「長期ビジョンおよび新企業理念体系」：
企業価値の最大化に対する言及が皆無

- 「企業価値」という語の登場回数はゼロ



「新中期経営計画」：
企業価値の最大化に対する言及が欠如

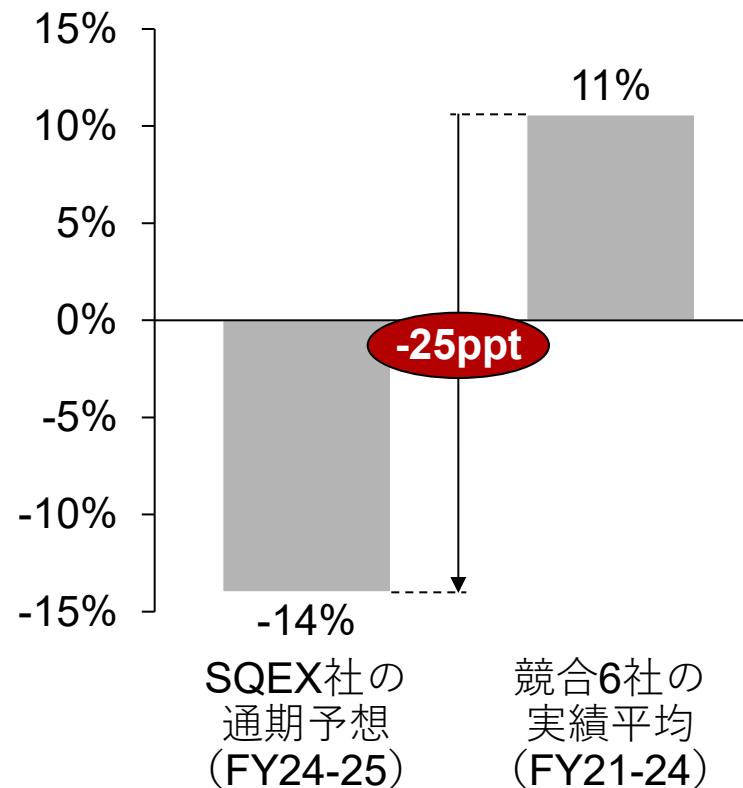
- 「企業価値」という語の登場は1回のみ
 - “企業価値向上に資する投資機会を厳選して実施”



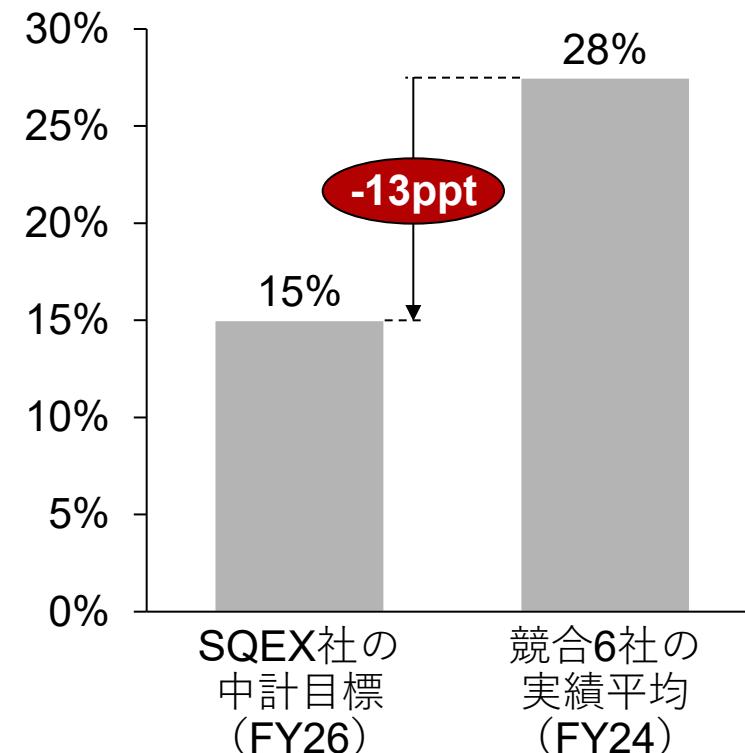
4-2 低水準な経営目標の正当化：

貴社の現中期経営計画は、競合他社¹の平均を下回る低水準な財務目標にとどまっております

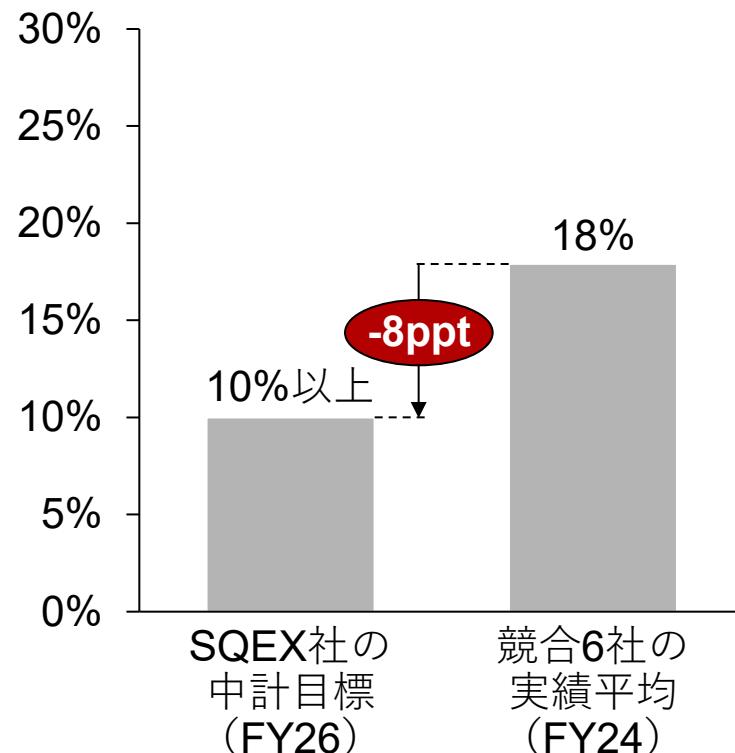
売上高成長率



営業利益率



ROE



SQUARE ENIX

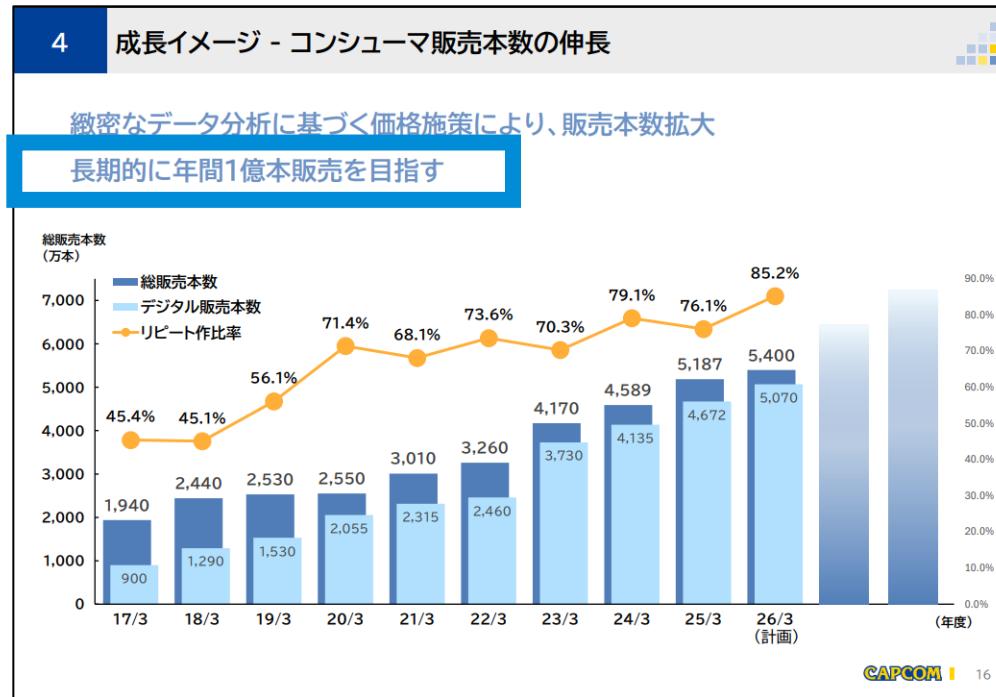
SQUARE ENIX

SQUARE ENIX

貴社の現中期経営計画は、販売本数などの重要なKPIの目標を開示しておりません

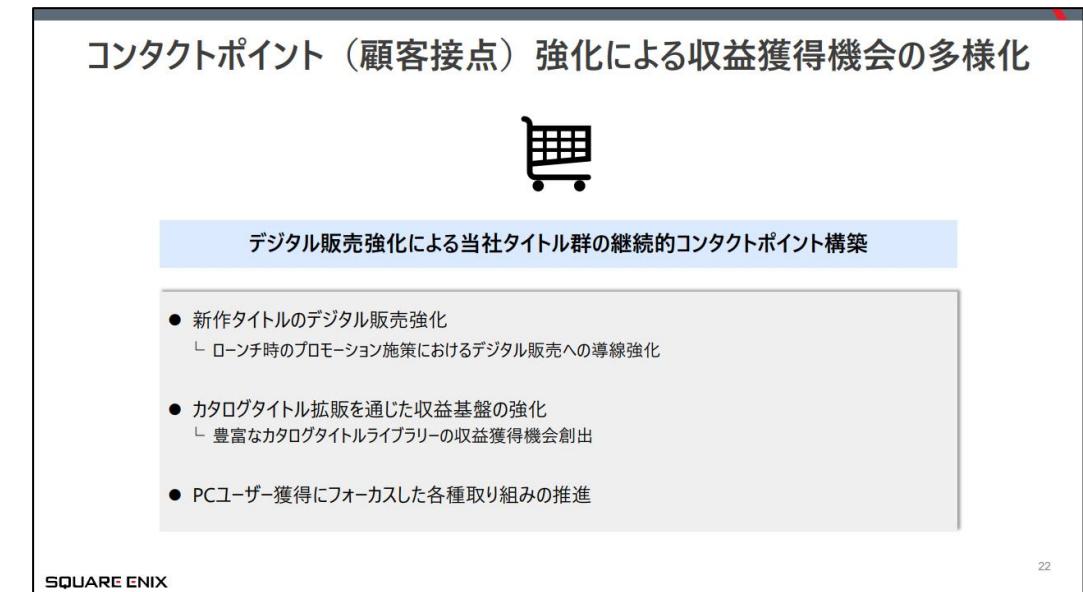
カプコンの中期経営計画（2025年5月公表）

- 財務目標（毎期営業増益10%）の達成に必要なKPIとして、「年間販売本数1億本」を開示



貴社の中期経営計画（2024年5月公表）

- 財務目標達成に必要なKPIは未開示



決算説明会資料においても、競合他社が開示している水準での販売本数データを開示しておりません

販売本数の開示状況

販売本数の定義	カプコン	SQEX
企業全体の総販売本数	新作／旧作別	○
	パッケージ／ダウンロード別	○
	地域別	○
ゲームタイトル別の販売本数	年度別	○
	累積	○

○ : 決算説明会資料で開示 ✗ : 決算説明会資料で非開示

カプコンの決算説明会資料（2025年3月期）

CAPCOM®

1 25年3月期 販売本数上位タイトル (千本)

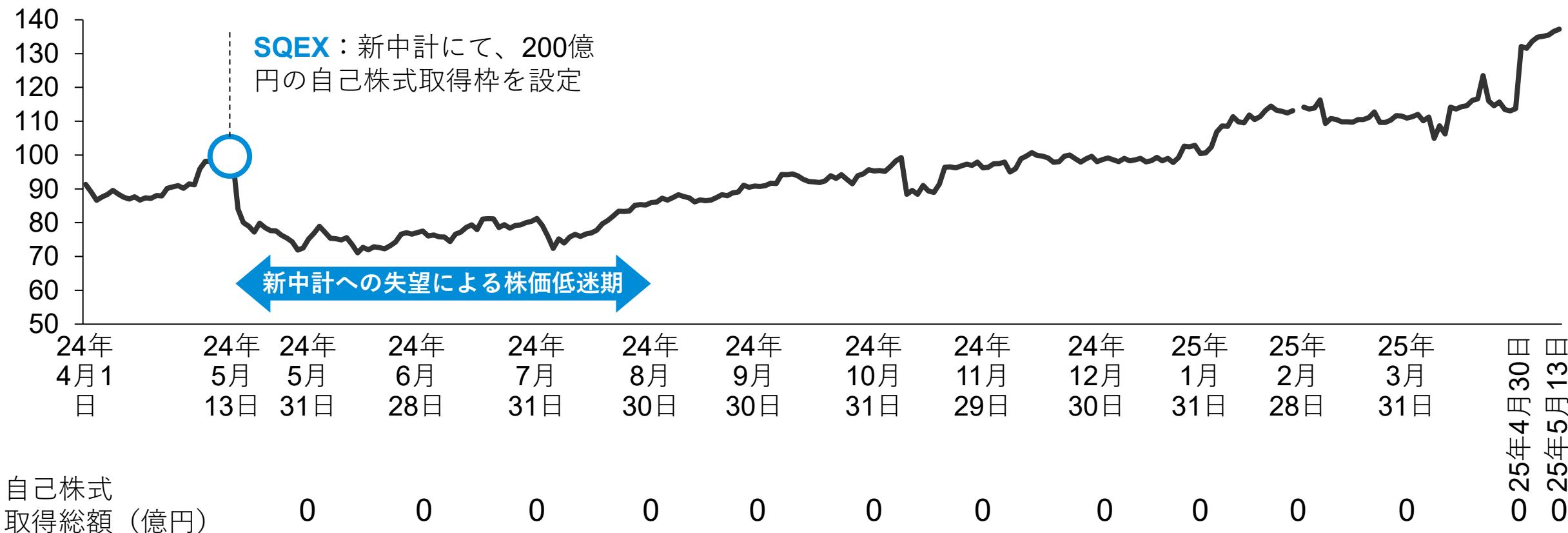
タイトル	25/3	累計
モンスターハンターワールズ	10,108	10,108
モンスターハンター:ワールド ※1	3,186	28,510
バイオハザード RE:4	2,734	9,915
モンスターハンターワールド:アイスボーン	2,608	15,209
モンスターハンターライズ	2,440	17,175
モンスターハンターライズ:サンブレイク	2,129	9,876
バイオハザード ヴィレッジ	1,502	11,305
バイオハザード RE:2	1,436	15,409
バイオハザード 7 レジデント イーピル	1,394	14,789
ストリートファイター6	1,368	4,674
デビル メイ クライ 5 ※2	1,231	9,133
バイオハザード RE:3	1,133	9,905
ドラゴンズドグマ 2	1,078	3,701

※ 上記の記載タイトル販売本数合計に移植版等の販売本数を含む
 ※1 「モンスターハンターワールド:アイスボーン マスターエディション」を含む
 ※2 25年3月期単体販売本数は「デビル メイ クライ 5 スペシャルエディション」を含む

このような不十分な開示状況において、貴社の経営状況を正確に推し量ることは困難を極めます

貴社は新中期経営計画で200億円の自己株式取得枠を設定しておきながら、一切実行しておりません

SQEXの株価指数（2024年5月13日を100とした値）



失望的な中期経営計画を受けて株価が暴落する中、自己株式取得を行わずに高ROICでの投資機会を逸した事実は、貴社の資本規律の緩みを示しています

それにもかかわらず、貴社は自己株式取得の不実施に対する説明責任を放棄しています

2024年度第一四半期決算説明会 (2024年8月)

- 自己株式の未取得の理由については、**一般論の説明に留まっている**、**実質的に何も説明していない**
 - “自己株式取得に際しては、株式市場全体や当社事業のリスク要素を勘案しながら、また一般論として、自己株式取得を発注できるタイミングにも様々な制約がある中で、適切なタイミングを検討したい”
 - “中期経営計画における戦略投資枠800～1,000億円の使途決定にあたっては成長投資と株主還元のバランスを確保することが重要と考えており、この点も踏まえて検討していきたい”

Q. 2024年5月に自己株式取得枠の設定を公表しているが、現時点で取得が実施されていない要因は何か。

A. 自己株式取得に際しては、株式市場全体や当社事業のリスク要素を勘案しながら、また一般論として、自己株式取得を発注できるタイミングにも様々な制約がある中で、適切なタイミングを検討したい。中期経営計画における戦略投資枠800～1,000億円の使途決定にあたっては成長投資と株主還元のバランスを確保することが重要と考えており、この点も踏まえて検討していきたい。

自己株式の取得状況及び取得終了に関するお知らせ (2025年5月)

- 「インサイダー取引規制への抵触を回避」との理由は、**自己株式取得発表直後の暴落時に迅速に自己株式取得を行わなかった事実**に対して、**何も弁明できていない**
 - “今回の自己株式の取得決議におきましては、インサイダー取引規制への抵触を回避する観点から、結果的に自己株式を取得することができませんでしたので、併せてお知らせいたします。”

当社は、会社法第459条第1項の規定による定款の定めに基づき、2024年5月13日開催の取締役会において決議した自己株式の取得状況について、下記のとおりお知らせいたします。

なお、2025年5月13日をもちまして、2024年5月13日開催の取締役会決議に基づく自己株式の取得は終了いたしました。

今回の自己株式の取得決議におきましては、インサイダー取引規制への抵触を回避する観点から、結果的に期間中に自己株式を取得することができませんでしたので、併せてお知らせいたします。

なぜ、「株価暴落時の高ROICでの自己株式取得」という企業価値向上の絶好の機会を逸してしまったのか、透明性を持って株主へ説明すべきです

4-5 未達だった前中期経営計画の具体的な振り返りの不在（1/3）：

貴社の前中期経営計画は、大幅な未達に終わりました

売上高（2024年3月期）

達成率

71~89%

数値

4,000~5,000億円

3,563億円

-437 ~ -1,437億円

前中期経営計画
目標値

実績

営業利益（2024年3月期）

43~54%

600~750億円

-274 ~ -424億円

326億円

前中期経営計画
目標値

実績

4-5 未達だった前中期経営計画の具体的な振り返りの不在（2/3）：

それにもかかわらず、大幅な未達に至った原因についての具体的な説明が欠如しております

貴社の中期経営計画（2024年5月公表）

① 前中期経営計画 総括（3/3）

課題

a

HD開発の収益性改善

- 数多くのタイトルをローンチするも、一部のAAAタイトルや外部開発タイトルを中心に、利益創出の観点で期待以上の成果を得られなかった

b

SDゲームの成長減速

- 日本市場の成熟化、既存タイトルの経年劣化を補填できるヒットタイトルを創出できなかった

会社全体としてのタイトルポートフォリオ管理が不十分

- ローンチスケジュールの重複による自社タイトル間のカニバリゼーションが発生

一部の経営管理基盤が未整備

SQUARE ENIX

原因についての具体性が欠如している点（例）

a HD開発の収益性改善

- 「期待以上の成果を得られなかった」という表現が抽象的であり、計画値や計画との差異が明示されていない
- 「数多くのタイトルをローンチ」と記載されているが、当該期間におけるローンチ本数、販売計画を下回ったタイトルの割合、赤字となったタイトルおよび損失額が提示されていない
- 赤字の要因について、販売計画未達とコスト超過のいずれによるもののかの区別がない。さらに背後にある要因（需要予測の誤り、コストオーバーラン、マーケティング不足等）の分析が欠如
- 上記の要因がどのような組織的課題（意思決定構造、リソース配分、プロジェクト管理体制等）に起因するのかが不明

b SDゲームの成長減速

- 「ヒットタイトルを創出できなかった」とするが、ヒットタイトルの定義、ヒット実績本数、目標本数などの情報が欠落
- ヒット創出失敗の要因が、どのKPIの未達によって生じたのかが不明（例：アクティブユーザー数、ARPU等）
- KPI未達の要因が企画・開発段階の問題なのか、販売・運営段階の問題なのかが特定されていない
- 上記の要因がどのような組織的課題（意思決定構造、リソース配分、プロジェクト管理体制等）に起因するのかが不明

4-5 未達だった前中期経営計画の具体的な振り返りの不在（3/3）：

それにもかかわらず、大幅な未達に至った原因についての具体的な説明が欠如しております

貴社の中期経営計画（2024年5月公表）

① 前中期経営計画 総括（3/3）

課題

- HD開発の収益性改善
 - ↳ 数多くのタイトルをローンチするも、一部のAAAタイトルや外部開発タイトルを中心に、利益創出の観点で期待以上の成果を得られなかった
- SDゲームの成長減速
 - ↳ 日本市場の成熟化、既存タイトルの経年劣化を補填できるヒットタイトルを創出できなかった
- 会社全体としてのタイトルポートフォリオ管理が不十分
 - ↳ ローンチスケジュールの重複による自社タイトル間のカニバリゼーションが発生
- 一部の経営管理基盤が未整備

c

d

SQUARE ENIX

7

：定量分析の不足

：オペレーション上の課題分析の不足

：組織上の課題分析の不足

原因についての具体性が欠如している点（例）

c 会社全体としてのタイトルポートフォリオ管理が不十分

- 「ローンチスケジュールの重複によるカニバリゼーション発生」とあるが、重複が発生したタイトル名および発売時期の具体例が記載されていない
- カニバリゼーションがもたらした売上減少額や利益率への影響度が明示されておらず、問題の深刻度を評価できない
- カニバリゼーションが発生した要因について、企画段階の不備なのか、開発段階の遅延によるものなのかが具体化されていない
- ポートフォリオ管理不十分の背景にある組織的要因（意思決定構造、プロジェクト管理体制等）に関する分析が欠如

d 一部の経営管理基盤が未整備

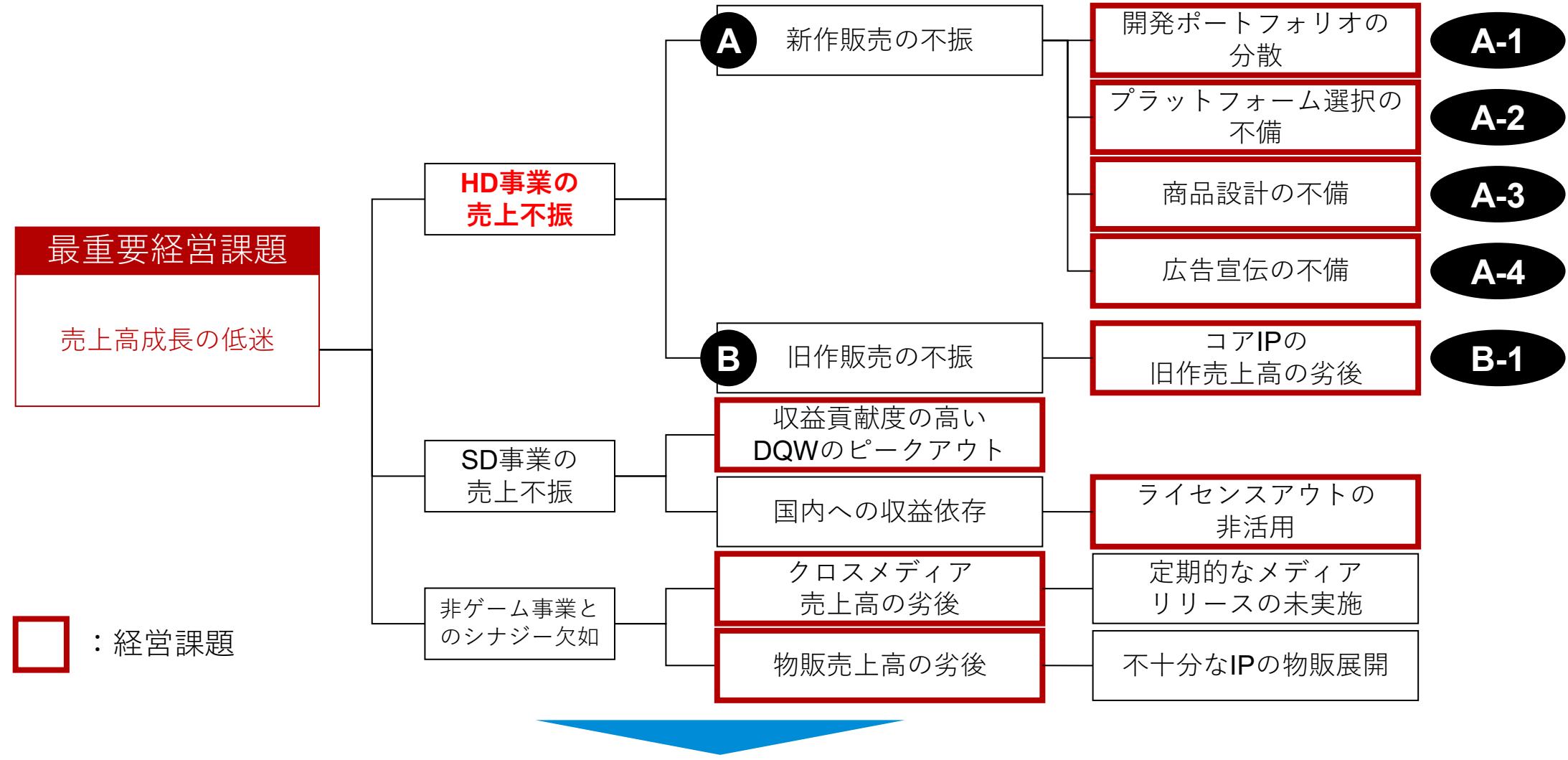
- 「未整備」との記載はあるが、対象となるKPIの具体的範囲や、未整備が生じている地域・事業単位が不明
- 未整備が収益性や計画達成率に与えた影響の定量分析がない
- 未整備に至った要因（導入計画の遅延、計画自体の不存在など）の分析がない
- 上記の事態を招いた組織的原因についての検証がなされていない

Section 2：売上高成長の低迷



売上高成長の低迷（HD事業の売上不振）

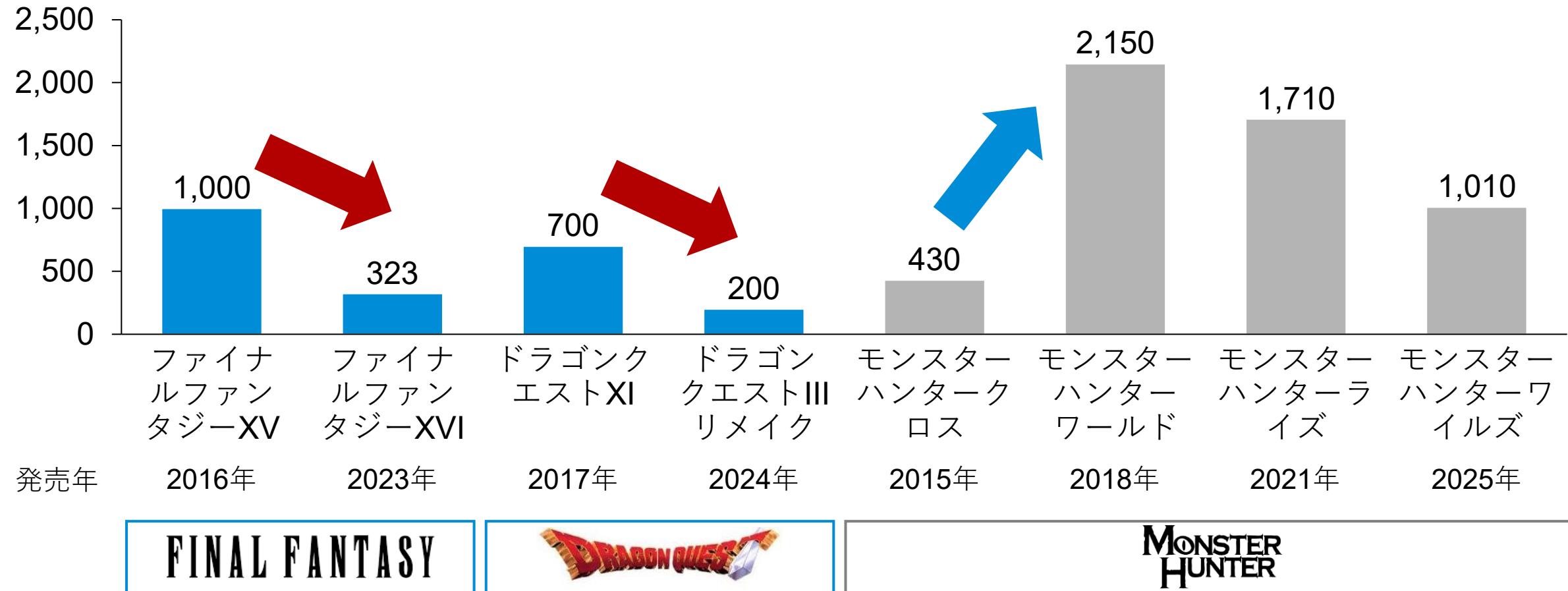
貴社のHD事業の売上不振について、下記の経営課題があると思料いたします



A

新作販売の不振は、シリーズ販売本数の急激な減少傾向から明らかです

累積販売本数（万本、2025年5月時点）¹



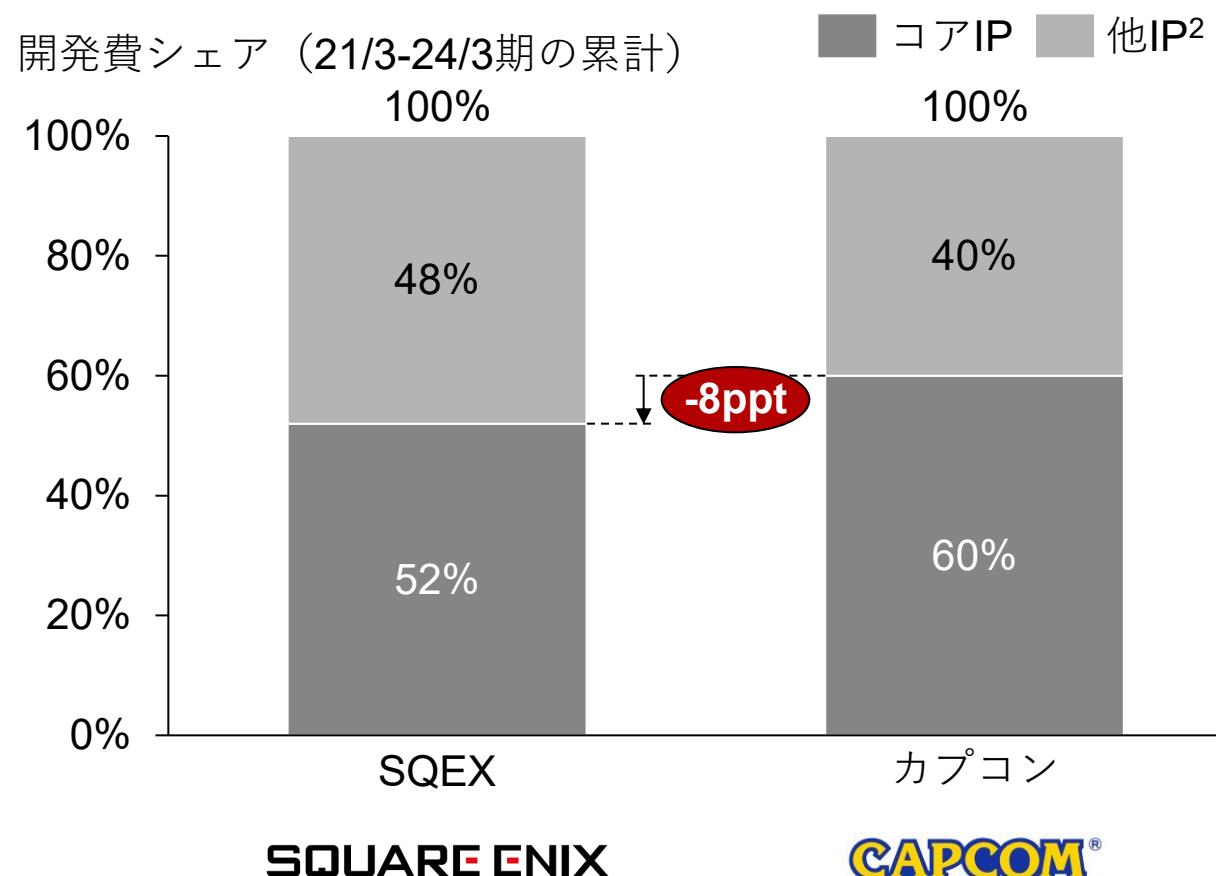
出典：文献調査；第三者調査機関；カプコンHP

注：[1] ファイナルファンタジーXVは2022年5月時点、ファイナルファンタジーXVIは2025年3月時点、ドラゴンクエストXIは2024年11月時点、ドラゴンクエストIIIリメイクは2025年5月時点、モンスター・ハンターシリーズは2025年3月時点

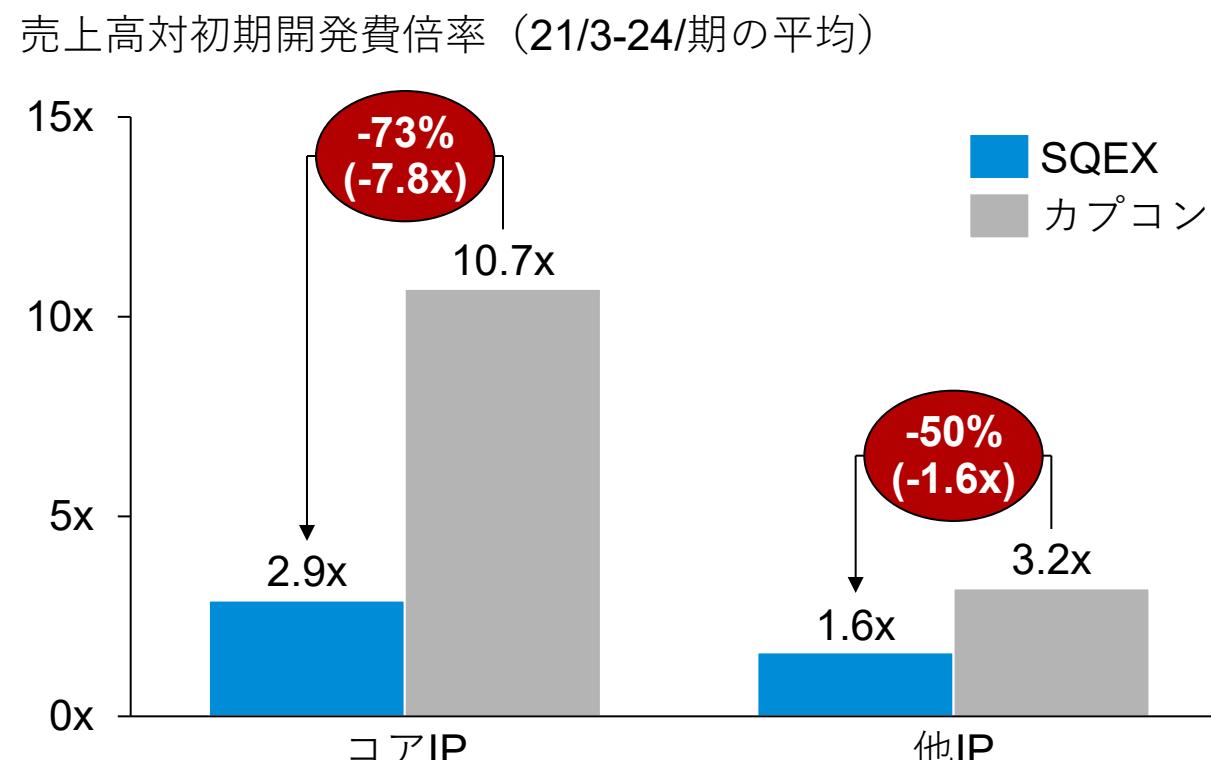
A-1 開発ポートフォリオの分散：

貴社のコアIP¹への開発費用配分は少なく、開発費に対する売上リターンも効率性に欠けます

コアIPへの開発費用の配分が競合に劣後



貴社のコアIPの開発リターンは競合に大きく劣後

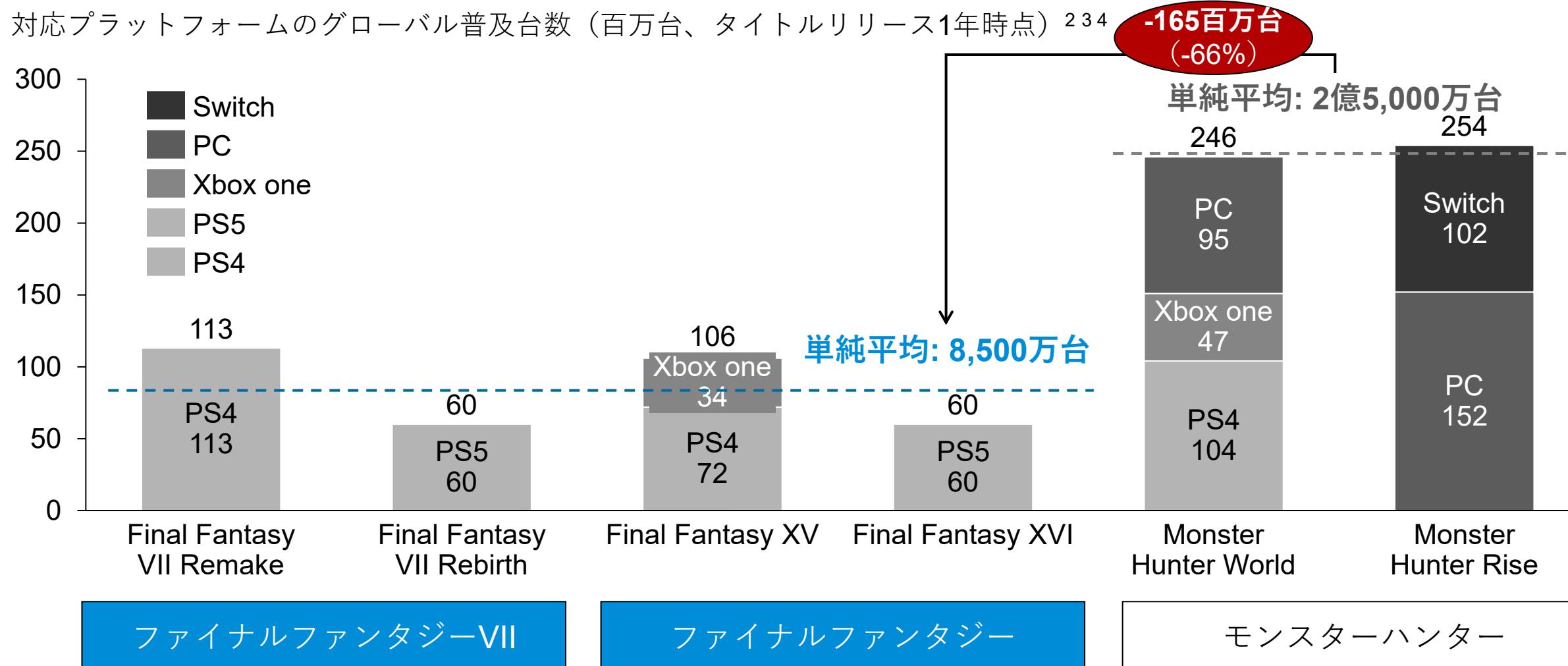


出典: 第三者調査機関; 文献調査; 有識者インタビュー

注: [1] SQEXコアIPはFF、DQ; カプコンコアIPはモンスターハンター、バイオハザード、ストリートファイターと定義。以下同様; その他IPは21/3月期-24/3月期にリリースされたその他タイトルを全て指す; [2] 第三者調査機関、有識者インタビューによつてすべてのタイトルの累積売上高と開発費用を推計してそれぞれ算出

A-2 プラットフォーム選択の不備：

貴社のAAAタイトル¹の対応プラットフォームは不合理に限定的です



出典: 各社IR; 文献調査

注: [1] AAAタイトルは、開発費用30億円以上もしくは主要IPのナンバリングタイトル (SQEX (FF VII Remake、FF XVI、FF VII Rebirth、Forspoken)、カプコン (モンスターハンターライズ・ドラゴンズドグマ2)) と定義。他を非AAAと定義。; [2] 拡張パック除く; [3] プラットフォームの普及台数は各タイトルリリースの翌年末時点の数値を使用; [4] MHライズのPS、Xbox盤は発売から約2年後であるため、当該分析の普及台数には含めず

貴社が直近発売したコアタイトルはユーザー評価が低く、商品設計に課題があります

直近発売したコアタイトルは酷評されています



ドラゴンクエストIII リメイク

時代遅れでストレスの溜まるゲーム性

“ひどすぎる！歴代最悪レベルのリメイク”

“このお粗末すぎる出来で、よく2024年に発売できたものだ。信じられない”

“数歩ごとにランダムエンカウント、超高速モードも全然速くないし、ロード時間も異常に長い……”

“とにかく退屈でストレスが溜まるゲームだ”



ファイナルファンタジーXVI

ファンの期待を裏切る低クオリティ

“ファンに長年愛されてきた「ターン制」や「アクティブタイムバトル」は姿を消し…”

“音楽も、FFシリーズならではの印象的な旋律は鳴りを潜め…”

“なぜスクウェア・エニックスはファンの声に耳を傾けないのか——それは永遠の謎だ”

“総じて、『FF16』は長年のファンにとって、本当に胸が痛む作品だ”



新規IPについても同様にユーザー評価が低く、商品設計に課題があります

新規IPも酷評されています



FORSPOKEN

(魔法アクションRPG)

魅力も没入感も無いストーリー

“価格はせいぜい20～25ドルが妥当。それ以上なら買う価値なし”

“寒すぎるセリフ、魅力ゼロの主人公、好感が持てないキャラクターたち”

“テンポの悪さ、そして凡庸でありがちなストーリー”



Babylon's Fall

(アクションRPG)

単調でやりごたえの無いゲーム性

“なんて退屈でつまらないゲームだ”

“ミッションはどれも単調で面倒だし、戦闘ももっさりしていて洗練されていない”



Marvel's Avengers

(アクションアドベンチャーゲーム)

露骨な継続課金への誘導

“これは本当につまらない。魅力も個性も感じられない”

“ライブサービス形式が物語全体に悪影響を与えている”

“まるで延命のためかと思うほど、周回プレイを強要される”

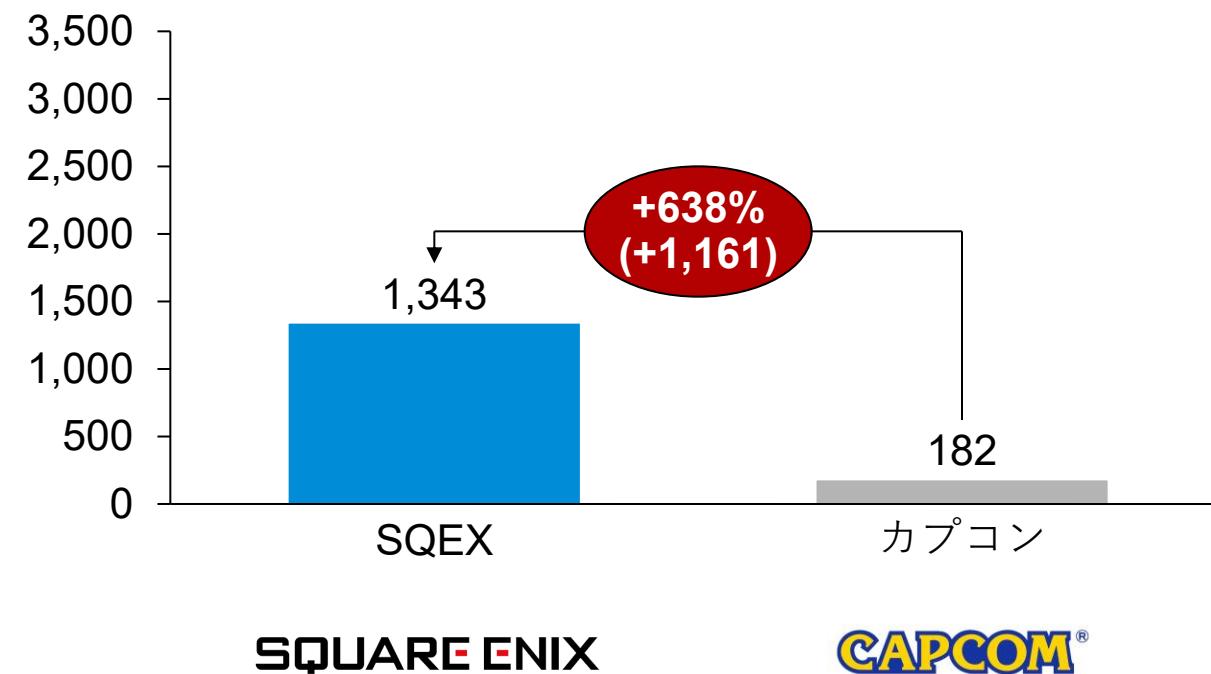


A-4 広告宣伝の不備：

貴社の新作発売時における広告宣伝費の売上リターンは競合に大きく劣後しております

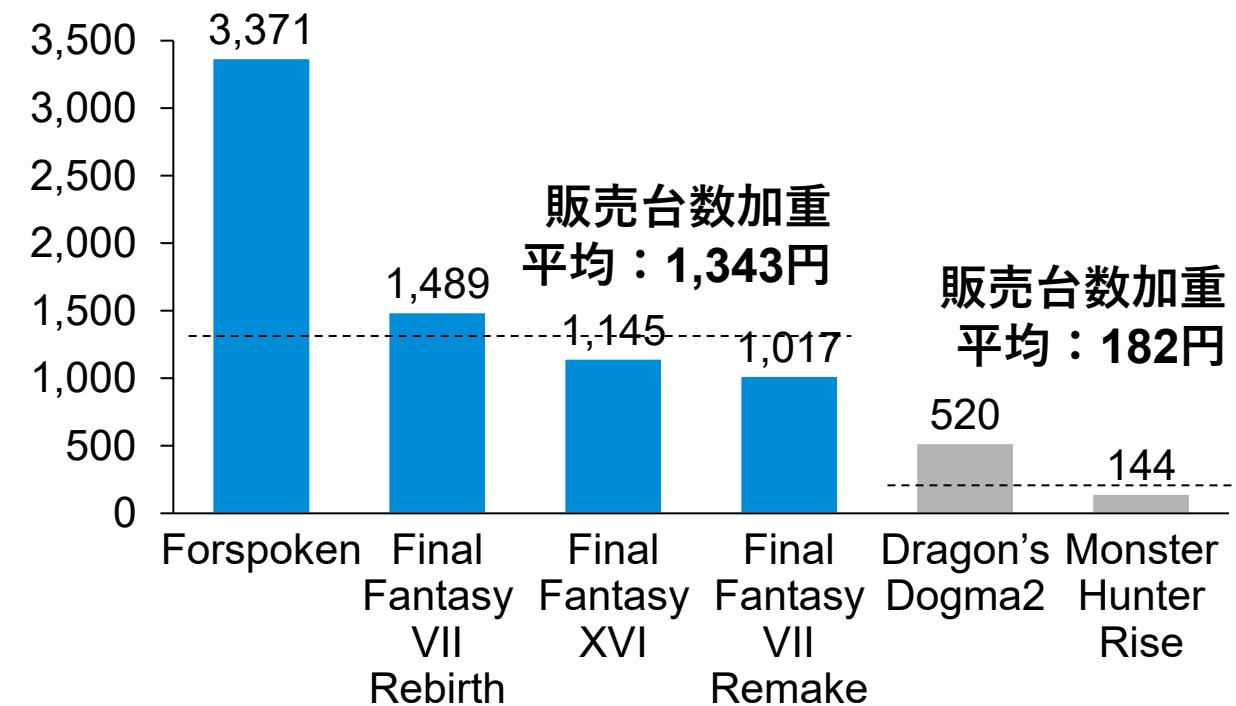
CPI（ゲーム販売1本あたり広告宣伝費）が
競合に比べて約7倍高い

CPI¹（円、21/3-24/3期の平均）



CPIのタイトル別詳細

CPI¹（円）



SQUARE ENIX

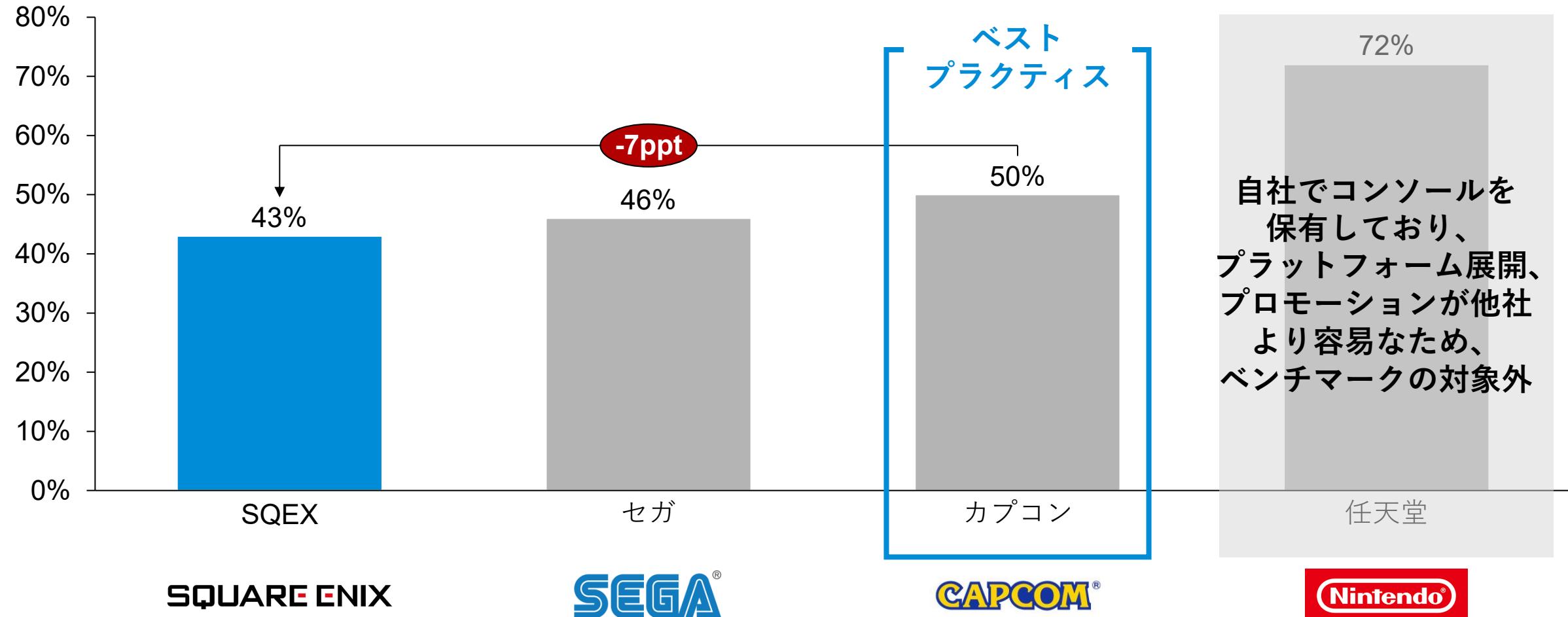
CAPCOM®

出典: Newzoo; 第三者調査機関; 各社IR; 文献調査

注: [1] 期間中にリリースされたAAAタイトルそれぞれの広告宣伝費合計（推測）をAAAタイトルそれぞれの販売本数合計（Newzoo）で除算した数値

B 旧作販売の不振は、競合と比較した旧作販売比率の低さから明らかです

HDゲーム事業の旧作販売の対売上高比率¹ (24/3期)²



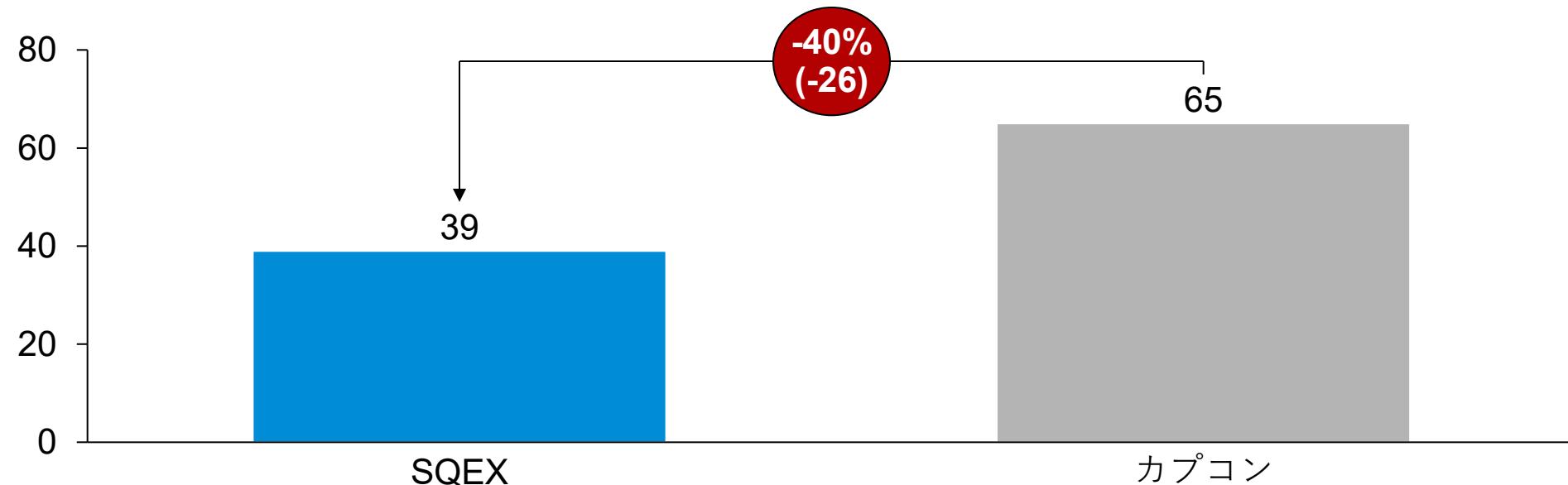
出典: Newzoo

注: [1] 旧作品は「集計期間の前会計期以前にリリースしたタイトル」と定義; [2] Newzooデータベース上のHDタイトル合計売上高に占める旧作売上高の割合(2021/3-2024/3月期の平均)の数値を使用

B-1 コアIPの旧作売上高の劣後：

旧作販売の不振は、コアIPの1タイトルあたり旧作売上高の低迷によるものです

コアIPの旧作1タイトルあたりの売上高（億円、21/3-24/3期の4カ年の累計）



コアIPの旧作タイトル数¹

38

28

コアIPのアクティブな旧作比率²

84%

82%

コアIPの旧作売上高
(億円、21/24/3期の累計)³

1,244

1,500

SQUARE ENIX

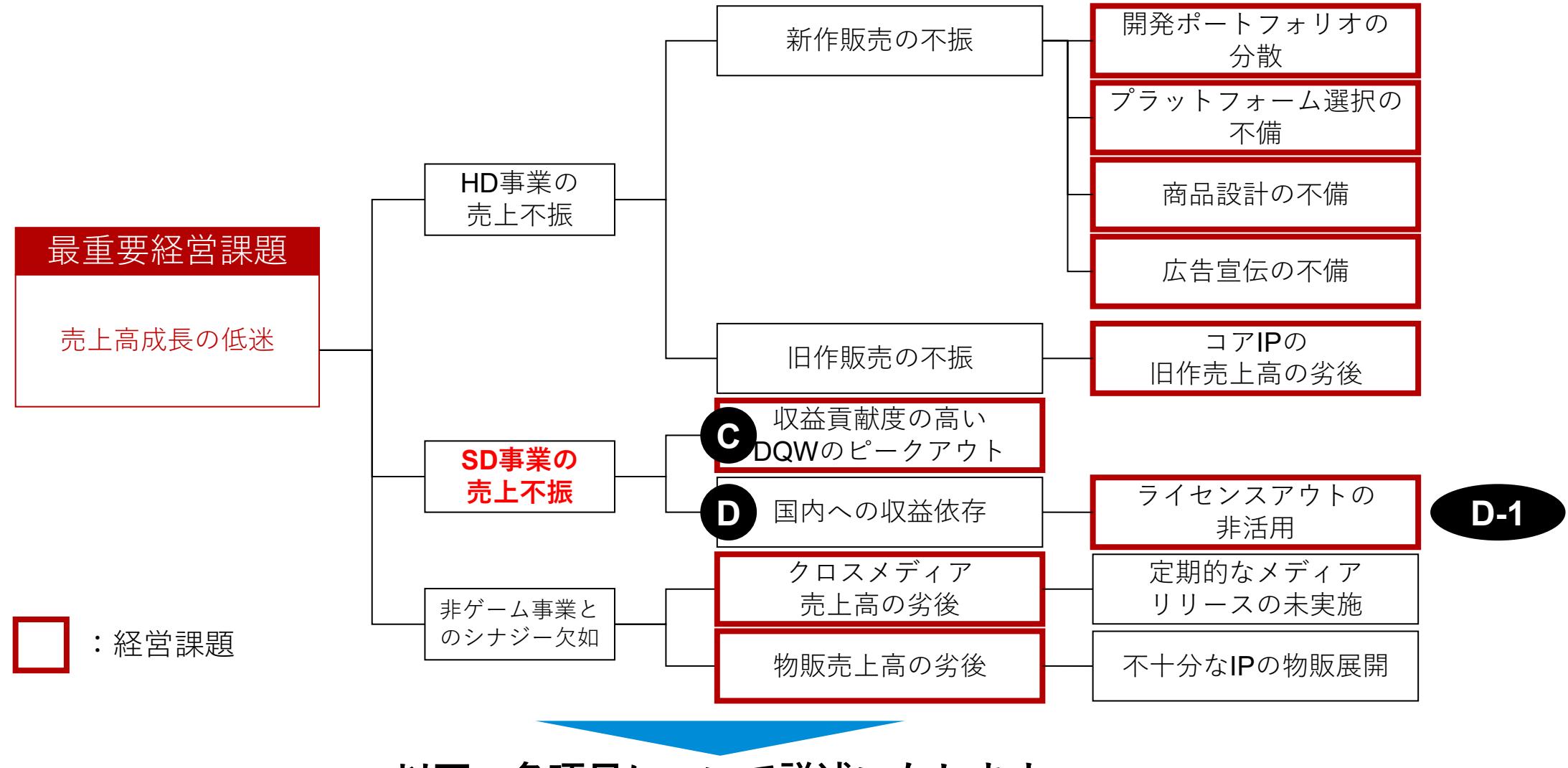
CAPCOM®

出典: Newzoo; 各社IR; 文献調査; 有識者インタビュー

注: [1] 過去10年間の作品のうち、集計期間の前会計期前にリリースしたコアIPのHDタイトルの総数; [2] 最新コンソールに対応しているコアIPのHDタイトル数 ÷ コアIPの旧作タイトル数; [3] HDゲーム売上高 × コアIP比率 × 旧作売上高比率で算出。コアIP比率と旧作売上高比率はNewzooに基づく

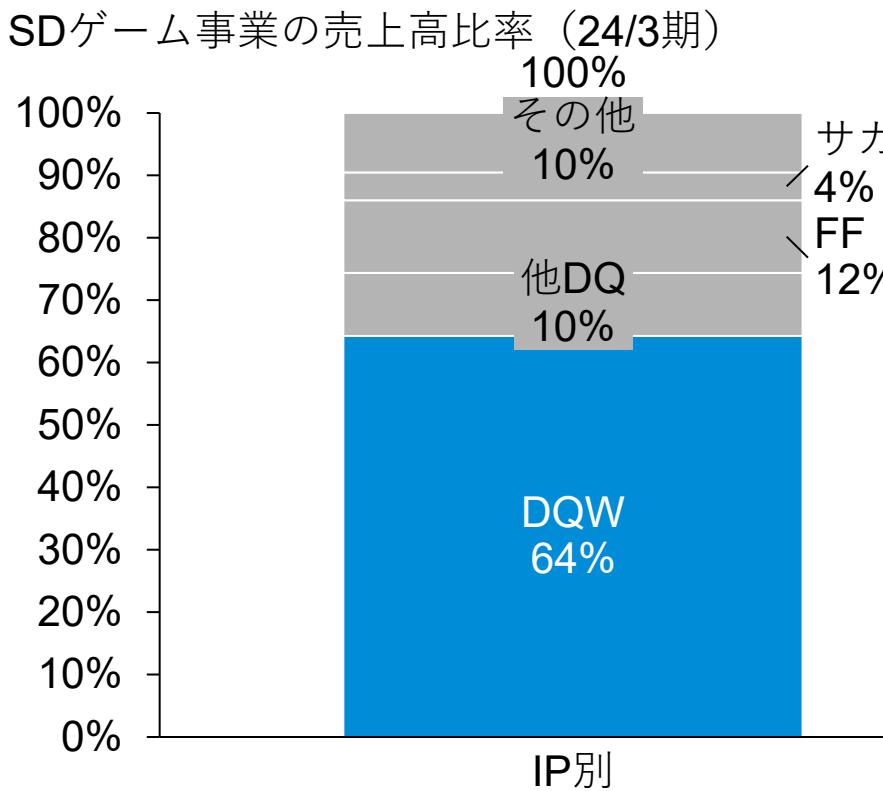
売上高成長の低迷（SD事業の売上不振）

貴社のSD事業の売上不振について、下記の経営課題があると思料いたします

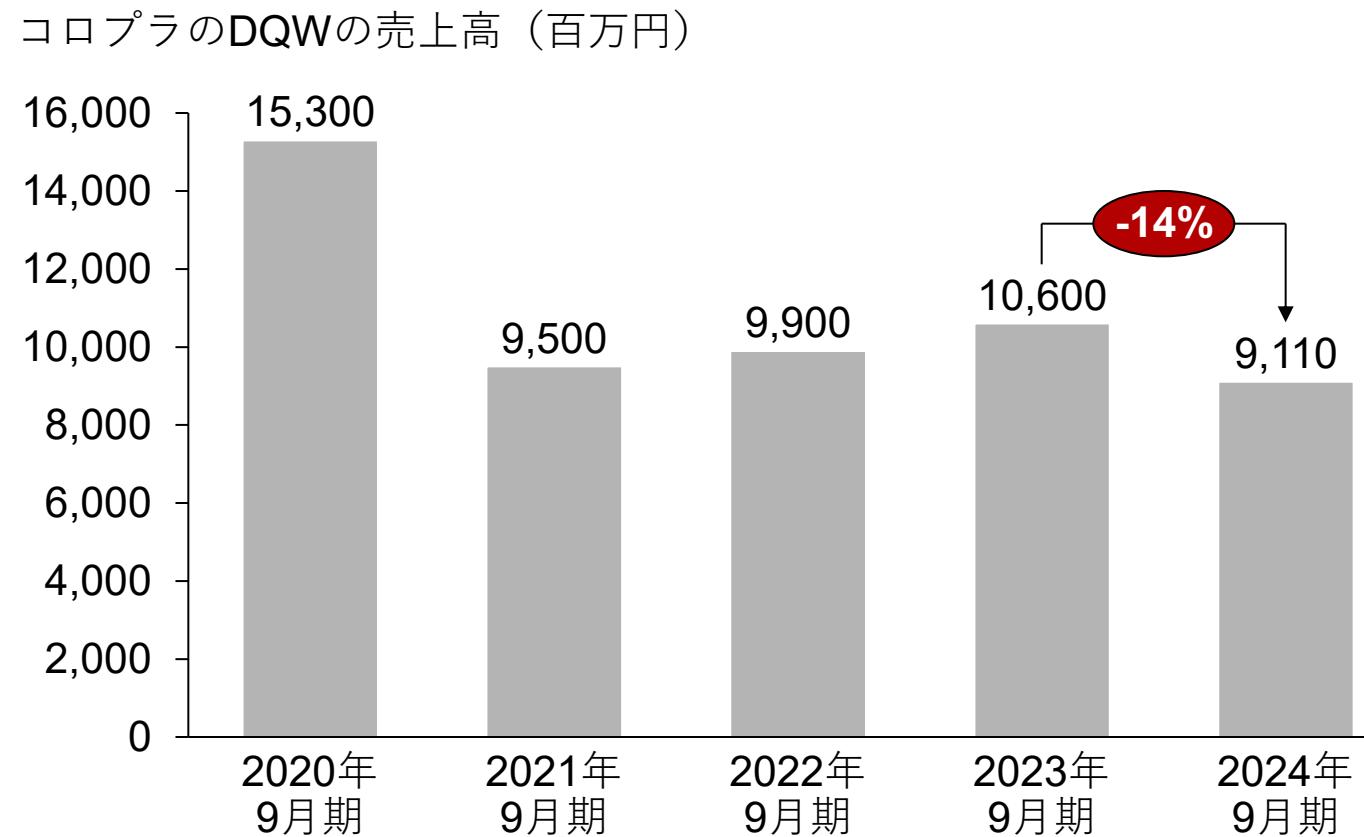


c SDゲーム事業の収益の大宗を占めるDQW¹が既にピークアウトをしていることは明らかです

SDゲーム事業の売上高の約6割強をDQWが専有



コロプラのDQWの直近期の売上高は、前年同期比14%減少

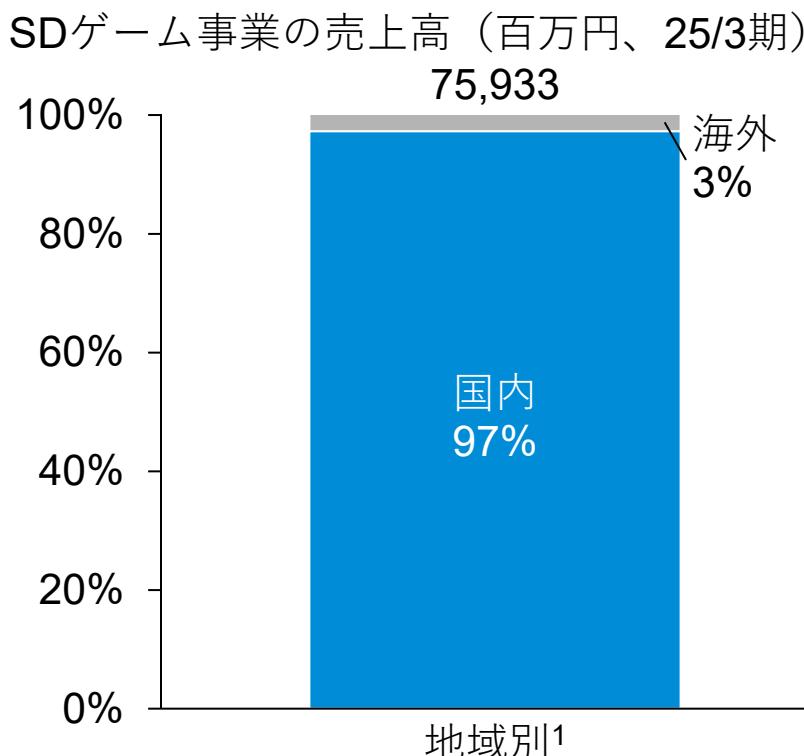


出典: 第三者調査機関; コロプラのIR情報

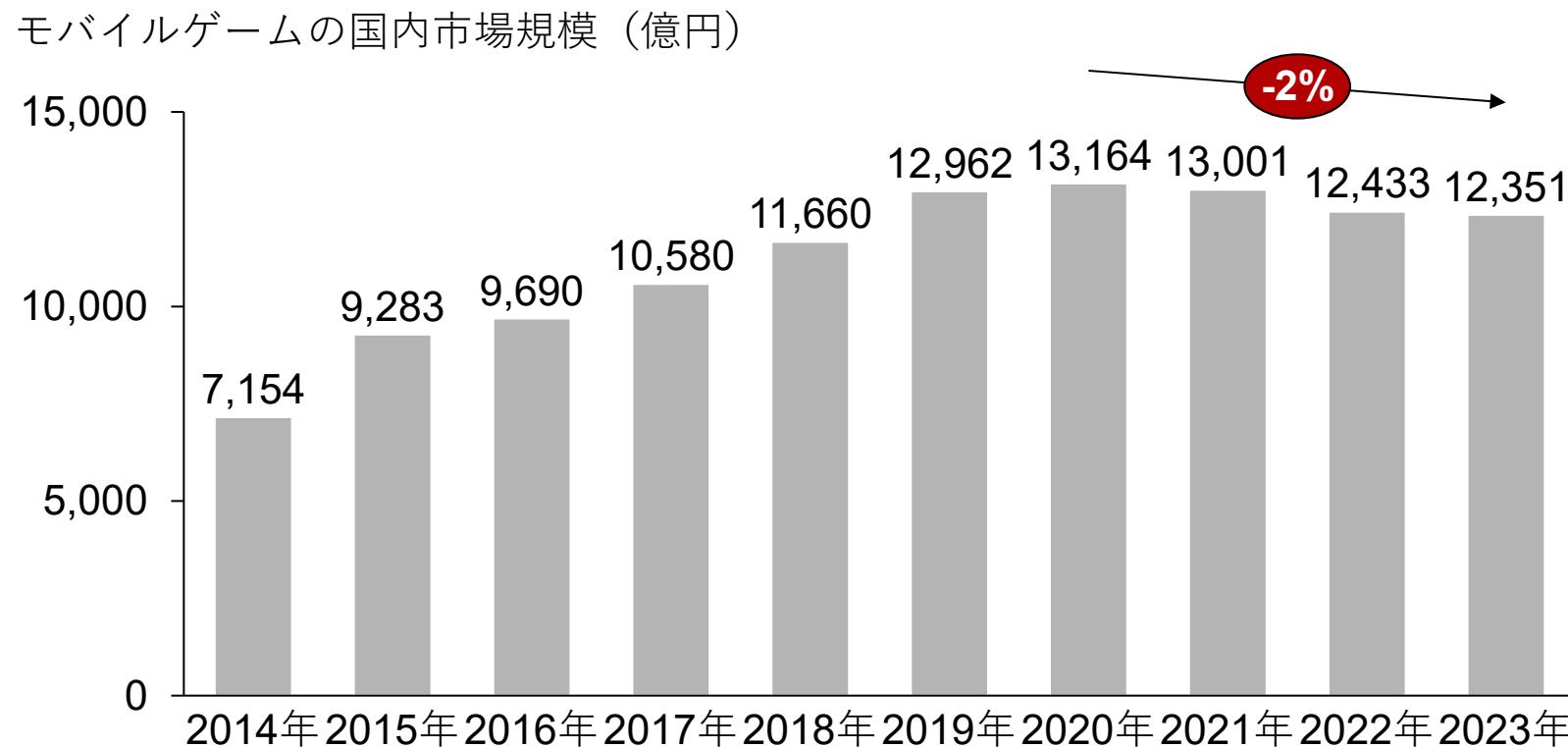
注: [1] DQWは「ドラゴンクエストウォーク」の略称

D SDゲーム事業が頭打ちの国内市場のみに依拠していることは明らかです

SDゲーム事業の売上高のほぼ100% を国内収益が占める



2020年以降、国内市場は年率2%で市場が縮小



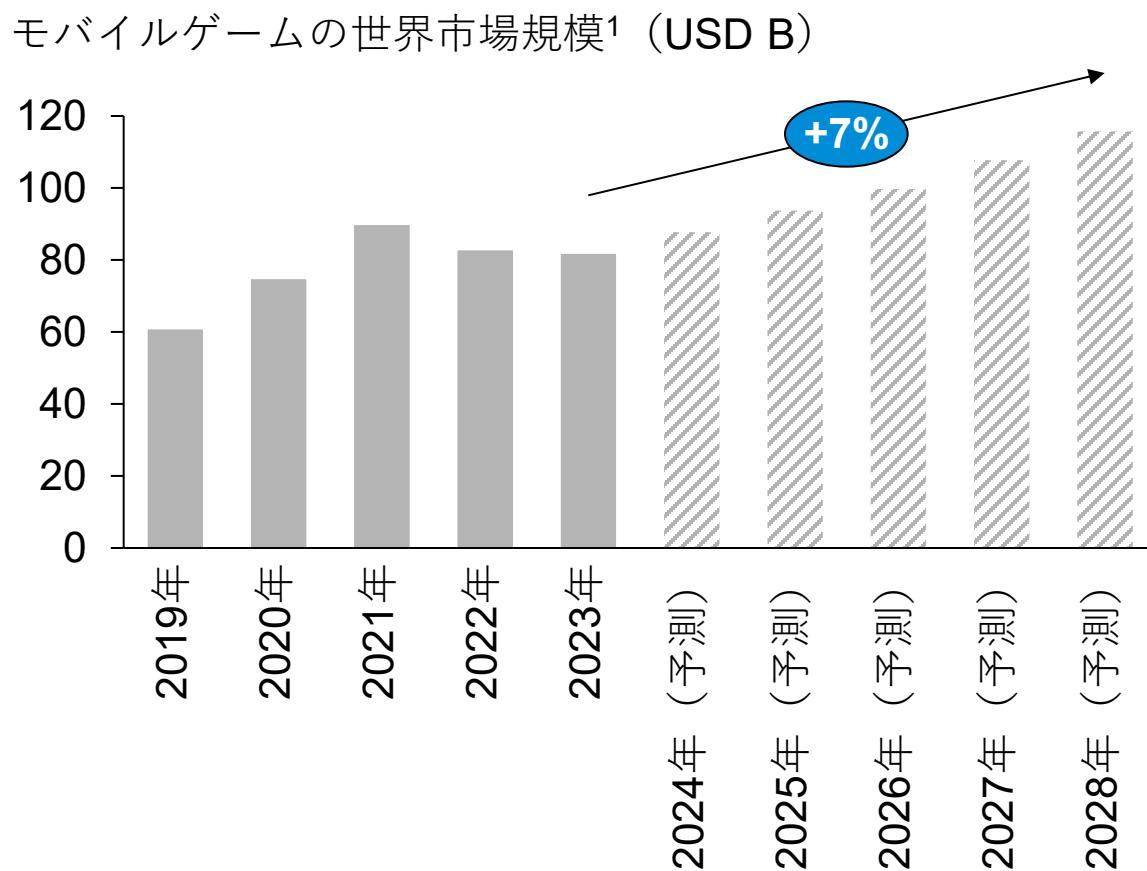
出典:スクウェア・エニックスHDのIR情報; Newzoo; ファミ通ゲーム白書; 文献調査

注: [1] SDゲーム事業の地域別売上高は、デジタルエンタテインメント事業の地域別売上高からHDゲーム事業とMMO事業の推定地域別売上高を除いて推定。HDゲーム事業の国内・海外売上高は、HDゲームの地域別販売本数（Newzoo）から推定。MMOはFFXIVオンラインとDQXの2024年4月-2025年3月までの地域別のMAUから推定

D-1 ライセンスアウトの非活用：

モバイル市場が成長しているのは海外ですが、貴社はほぼ手を打てていません

世界のSDゲーム市場は年率7%で成長する見込み



貴社は海外事業の迅速な拡大を十分に実現できていな
い可能性

FFXIV
モバイル：
テンセントへの
ライセンス
アウト

- FFXIVのモバイル版は2025年に中国でリリース
- SQEXがライセンス提供・監修を行い、テンセント傘下Lightspeed Studiosが開発を担当
- 2018年のテンセントとの戦略的提携発表からリリースまで約7年間が経過

FFVIIエバー
クライシス：
世界販売

- FFVIIエバークライシスは、2023年9月に全世界同時リリースを実施
- リリース2か月での全世界700万DLと推定累計売上2,690万ドルを達成
- しかし、売上の7割以上は日本市場が占め、海外からの売上は低迷

D-1 ライセンスアウトの非活用：

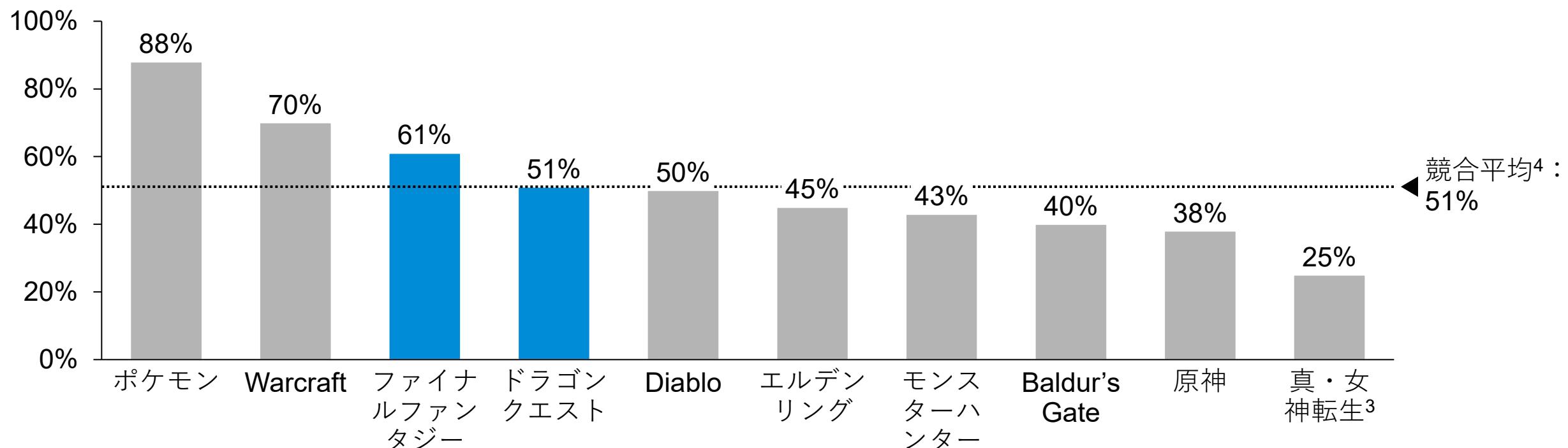
貴社IPの海外認知度¹は高いにもかかわらず、それを活用できていないことは問題です



FFとDQの北米における認知率は競合RPGを概ね上回っている

各ゲームシリーズ²において、自分で使用する目的で、あなたの認知・購入経験として最も当てはまるものをそれぞれお選びください - 「知らない」を除く回答者割合

各IPの北米での認知率

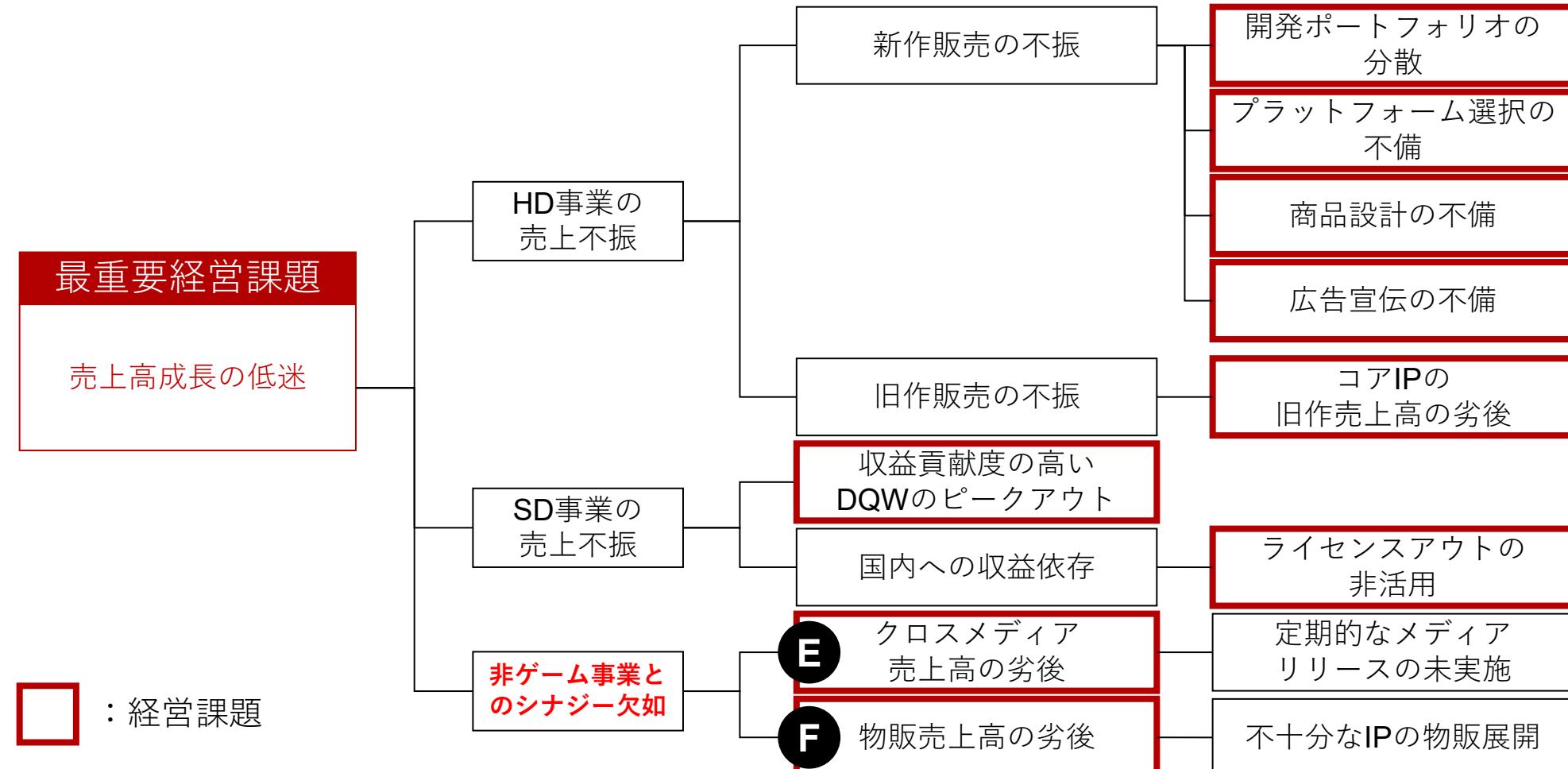


出典：日米における消費者調査(3Dが2024年11月実施、総回答数25,318、分析対象回答数1,592); Sensor Tower;

注: [1] 認知度は、選択肢「知らない」を除いた選択肢の全回答者を占める割合（北米の消費者によるもの）; [2] 分析対象は、①国内RPGの内、過去5年間の累積販売本数上位5フランチャイズ、②海外RPGの内、過去5年間の累積販売本数上位3フランチャイズ (FF・DQ及び非ゲーム発IPを除く); [3] 真・女神転生はペルソナシリーズを含む; [4] 競合平均値はポケモン、原神、モンスターハンター、真・女神転生、エルデンリング、Warcraft、Diablo、Baldur's Gateの平均値

売上高成長の低迷（非ゲーム事業とのシナジー欠如）

貴社の非ゲーム事業とのシナジーの欠如について、下記の経営課題があると思料いたします



以下、各項目について詳述いたします

E

ゲームIPのクロスメディア戦略の根幹はタイトルリリースと絡めた適時の映画への展開です

クロスメディア展開の根幹

映画

- ・ ゲームの世界観やキャラクターを映像として視覚的に体験できるメディア
- ・ ストーリーの完全再現、スピノフ、前日・後日譚、または新解釈などの形式が一般的
- ・ モンスターハンター 映画版 (2020)
- ・ ソニック・ザ・ムービー (2020)

約40%

アニメ

- ・ ゲームのストーリーやキャラクターを豊かに描写するのに適したメディア
- ・ 多くの場合、ゲームの設定を忠実に再現し、視覚的な魅力を強調
- ・ ドラゴンクエスト ダイの大冒険 (2020-2022)
- ・ ポケモン (1997-現在)

約20%

漫画・小説

- ・ ゲームでは描ききれない背景やキャラクターの内面を補完する形で展開されることが多い
- ・ 読者に新たな視点を提供
- ・ ゼルダの伝説 (漫画シリーズ)
- ・ ファイナルファンタジーXV: Dawn of the Future (ラノベ)

約15%

音楽

- ・ ゲームのサウンドトラックやライブコンサートをアルバムとして提供

約25%

← 過去3年間の国内主要ゲームIP¹のクロスメディア売上高をグロースベースで集計し、各メディアの売上高が総額に占める比率を算出 →

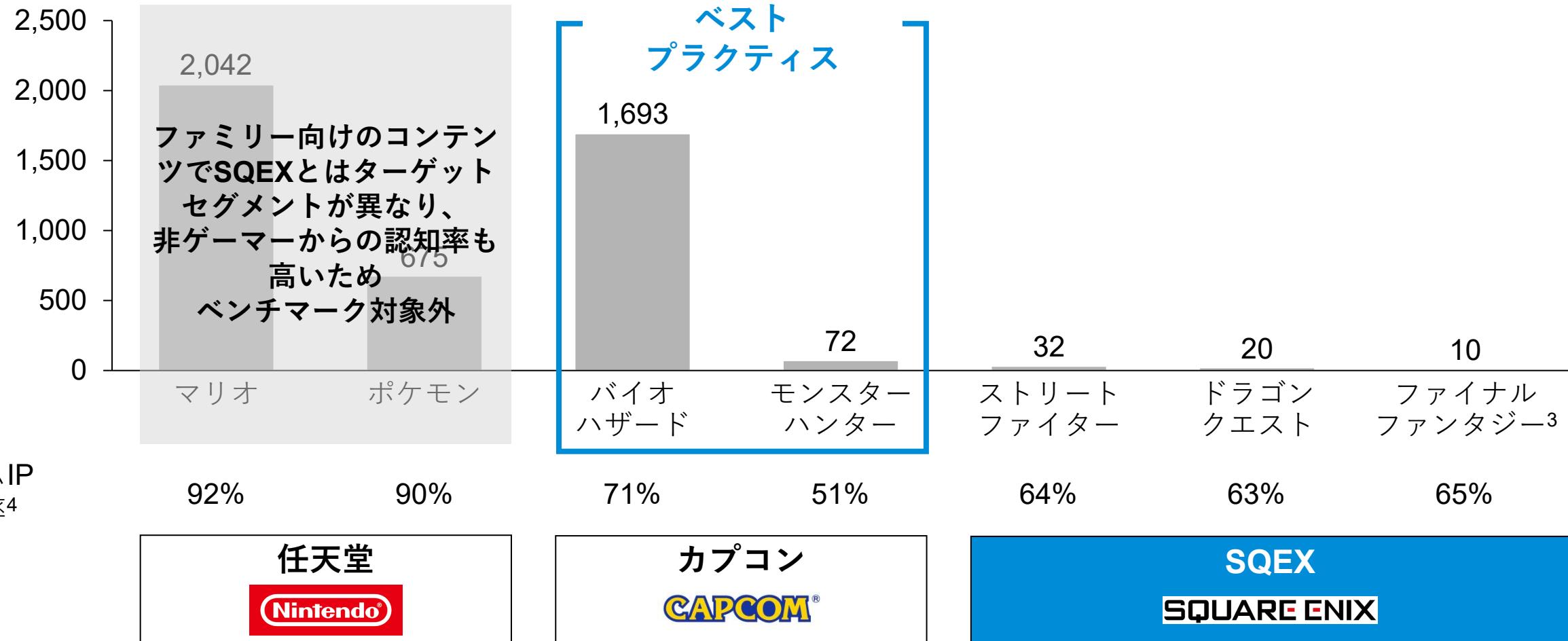
出典:文献調査; 第三者調査機関

注: [1] 主要IPはFF、DQ、ゼルダの伝説、スーパーマリオ、ピクミン、どうぶつの森、モンスターハンター、ストリートファイター、バイオハザード、悪魔城ドラキュラ、遊戯王、サイレントヒル、エルデンリング、ペルソナを対象とし、5%のライセンス手数料を前提として算出

E

貴社のコアIPの映画展開は遅れしており、クロスマスメディア戦略は不十分です

ゲームIPの新作映画累積興行収入¹（億円²、2005-2024年の累積）

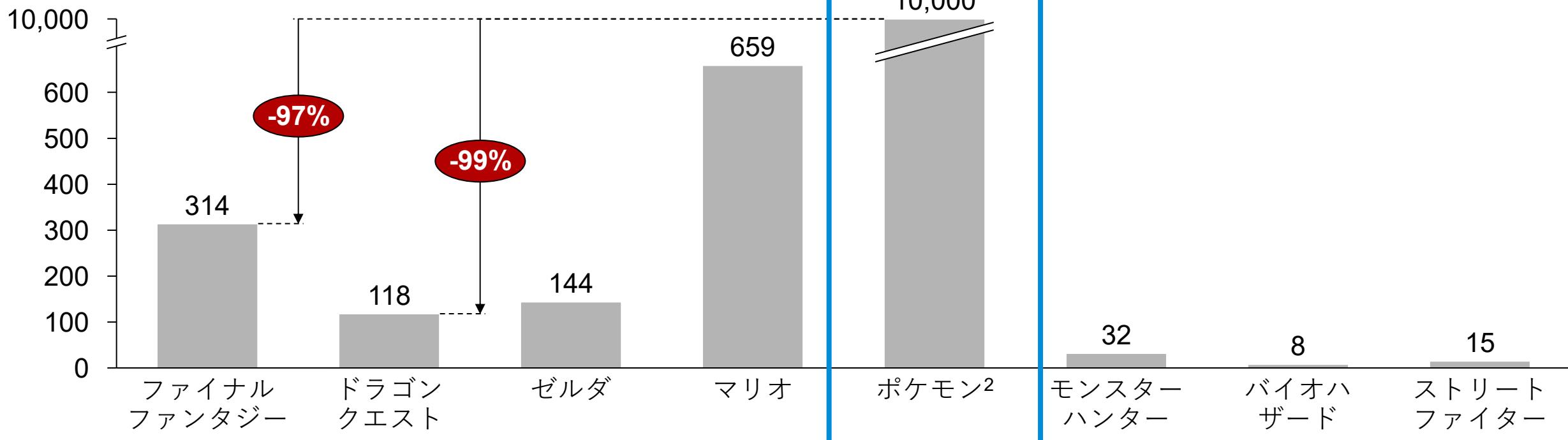


出典：日米における消費者調査 (3Dが2024年11月実施、総回答数25,318、分析対象回答数1,592); 文献調査

注: [1] 過去20年間において、映画館での上映が行われた映画の累積興行収入を算出; [2] 1米ドル=150円為替を使用; [3] ファイナルファンタジーVII・アドベントチルドレンの新作映画は映画館でのリリース無し; [4] 認知率は日本・米国の加重平均を使用

貴社コアIPの物販売上高は、ベストプラクティスに大幅に劣後しており改善の余地があります

日本・米国のIP別グロス物販売上高¹（億円、2024年3月期）



出典: 第三者調査機関; TitleMax 「The 25 Highest-Grossing Media Franchises of All Time」; 有識者インタビュー

注: [1] ポケモンを除くIPのグロス物販売上高は第三者調査機関による調査値; [2] ポケモンの物販売上高については第三者調査に基づくマリオの物販売上高を約15倍することで推定 (TitleMaxに基づくと、ポケモンの累計物販売上高はマリオの物販売上高の約15倍であるため)

Section 3：営業利益率の低迷



営業利益率の低迷（HD事業の利益率低迷）

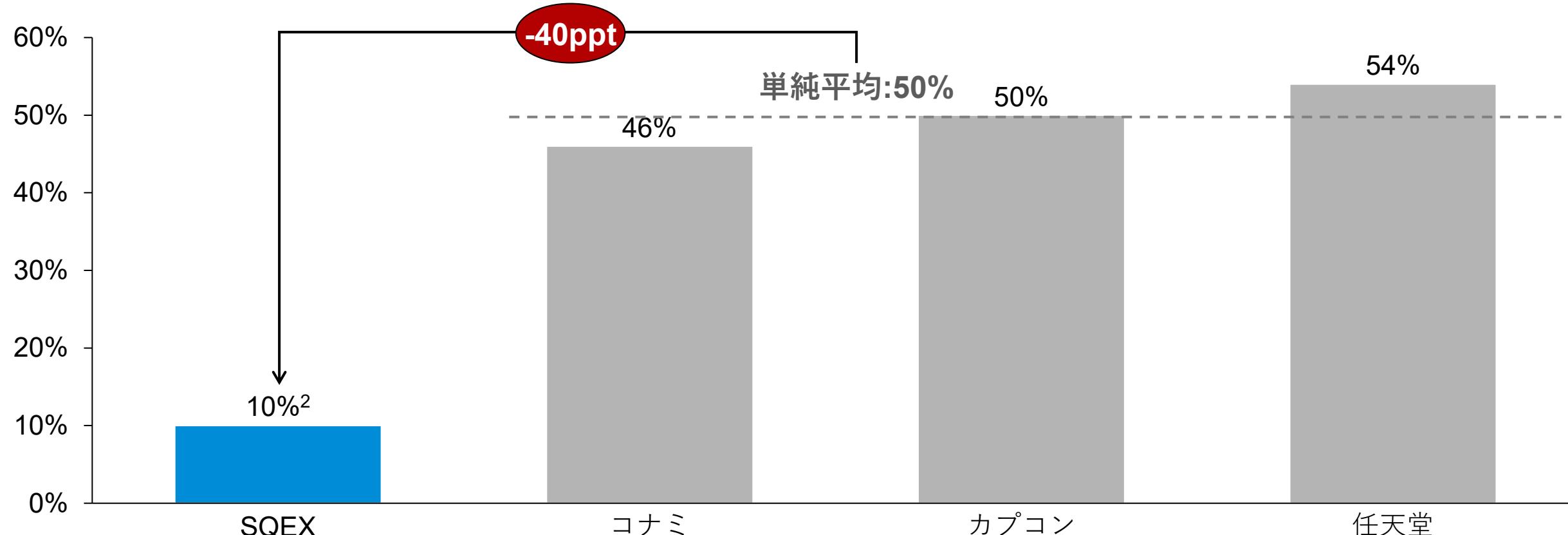
貴社のHD事業の利益率の低迷について、下記の経営課題があると思料いたします



G

貴社のHDゲーム事業の利益率の低さは、競合比で明らかです

HDゲーム事業の調整後営業利益率¹ (24/3期)



SQUARE ENIX

KONAMI

CAPCOM®



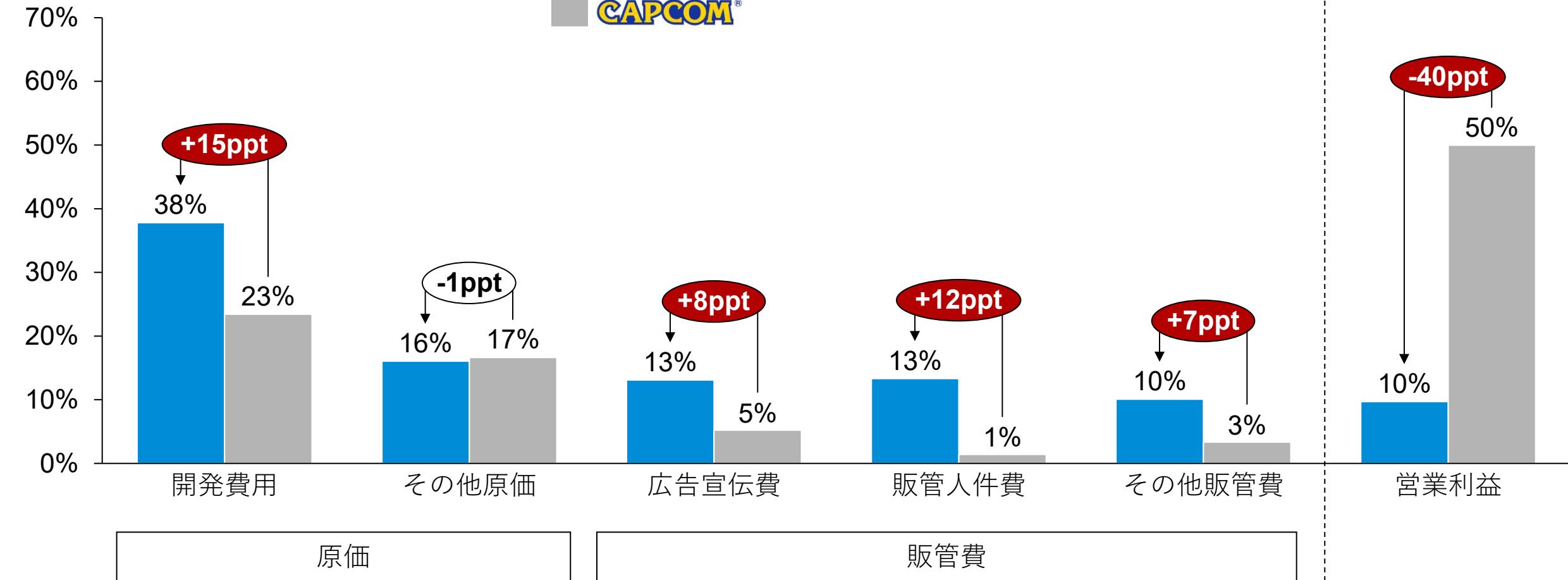
出典: 第三者調査機関; 帝国データバンク; 有識者インタビュー

注: [1] 対売上高比率は、売上高からプラットフォーム手数料を除いた「調整後売上高」を分母として計算; [2] SQEXの調整後営業利益率は、営業利益（86億円）÷調整後売上高（887億円）で試算。営業利益は、会社公表値▲81億円に、原価計上されたコンテンツ制作勘定の評価損167億円（第三者調査機関による推定）を加算し、86億円と調整。調整後売上高は、会社公表の売上高992億円からプラットフォーム手数料105億円（第三者調査機関による推定）を控除し、887億円と推定

G HDゲーム事業の利益率の低迷は、ほぼすべての費用項目の高止まりにより生じています

HDゲーム事業の対売上高比率¹ (24/3期)

SQUARE ENIX
CAPCOM®



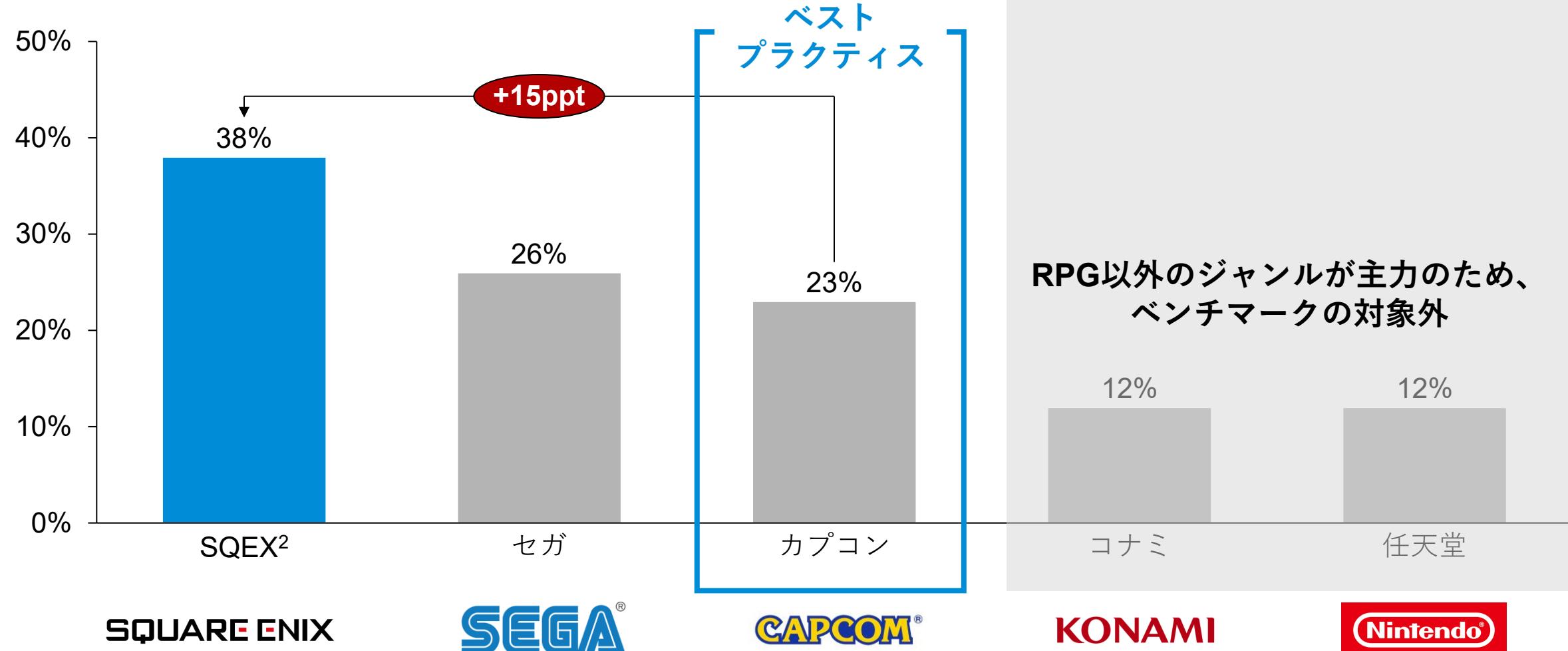
出典: 第三者調査機関; 帝国データバンク; 有識者インタビュー

注: [1] 対売上高比率は、売上高からプラットフォーム手数料を除いた「調整後売上高」を分母として計算

G-1 過大な開発費用（1/3）：

貴社のHDゲーム事業の開発費率は、ベストプラクティス企業より約15ppt高い水準です

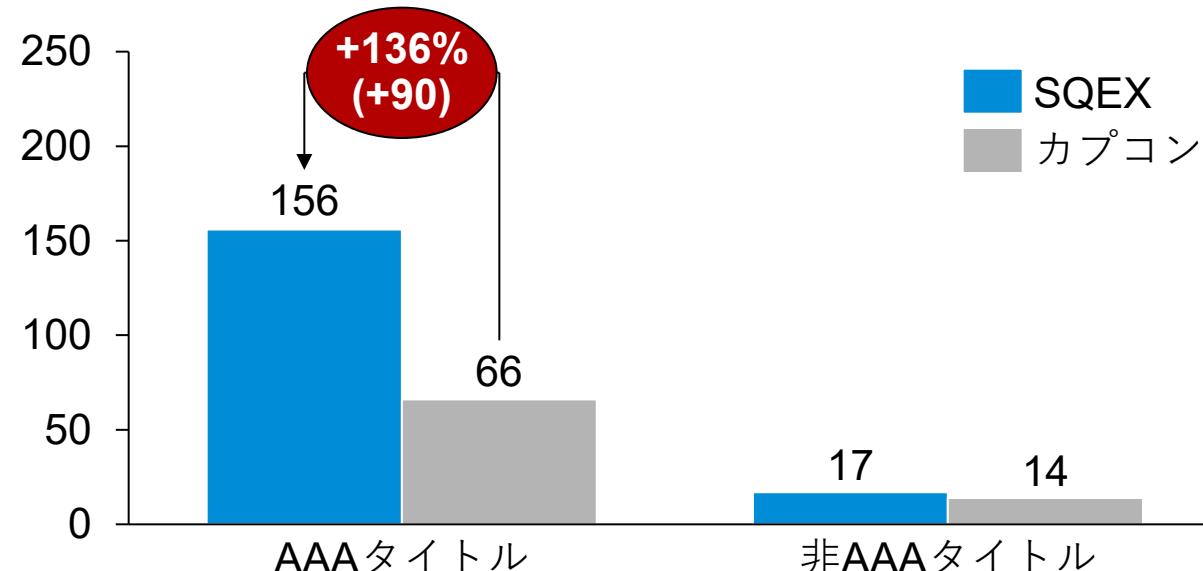
HDゲーム事業の開発費用の対売上高比率¹（24/3期）



G-1 過大な開発費用（2/3）：開発費率が高い要因は、貴社のHDタイトル、特にAAAタイトルの開発費用が競合他社に比べて極めて高いためです

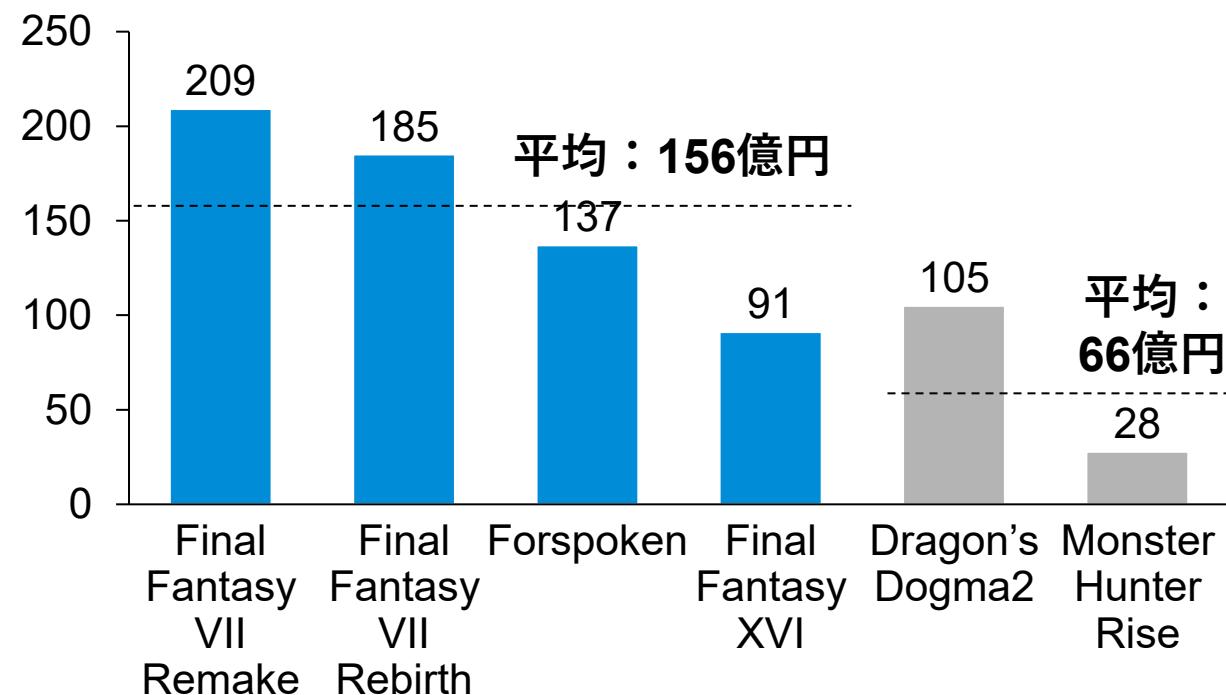
HDタイトルあたり開発費

RPGゲームタイトルあたり開発費¹
(億円、20/3-24/3期に発売されたタイトルの平均)



AAAタイトルの開発費詳細

RPGゲームタイトルあたり開発費（億円）

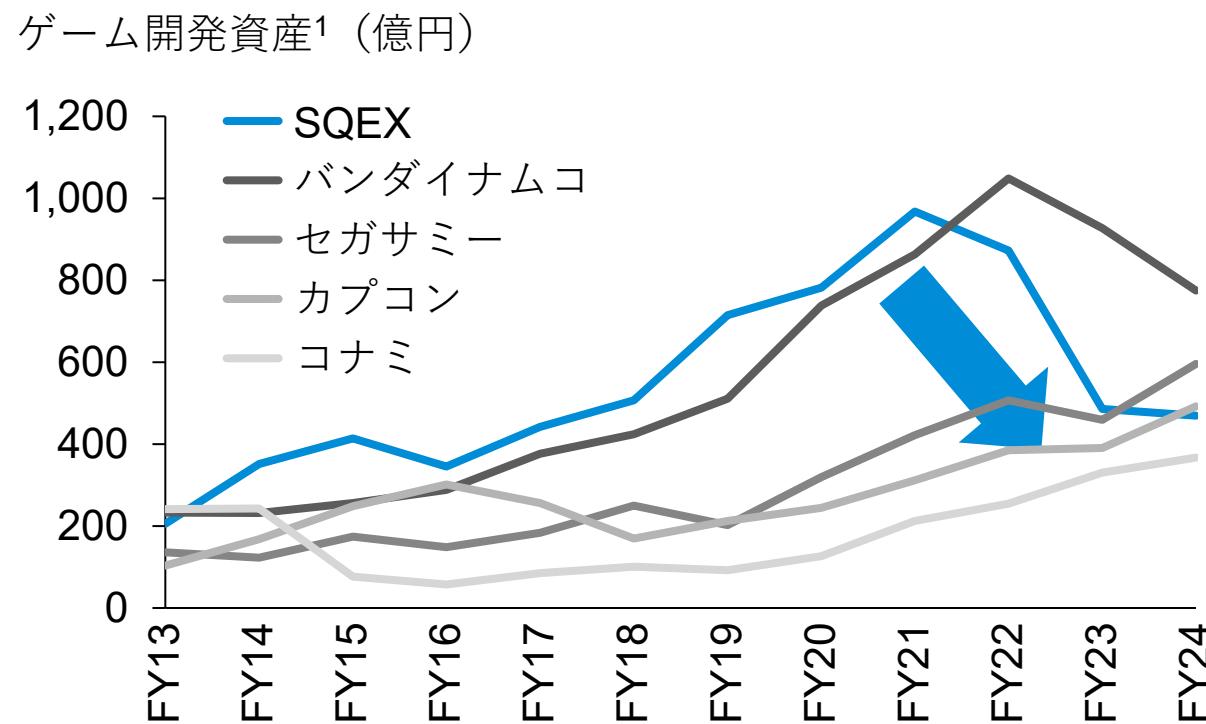


SQUARE ENIX

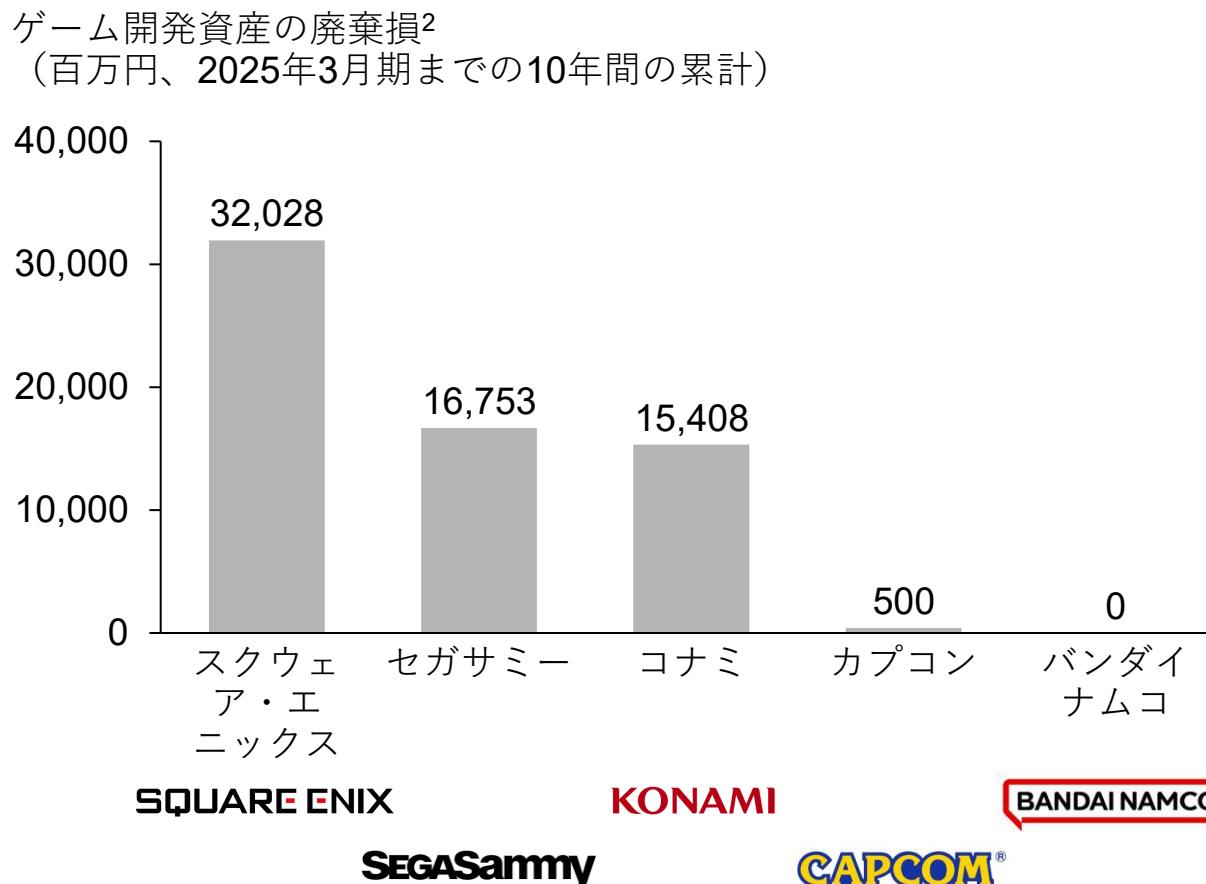
CAPCOM®

G-1 過大な開発費用（3/3）：また、多額の開発費の廃棄損が発生していることからも、開発費用を効率的に活用できていないことは明らかです

競合各社がゲームコンテンツ開発資産を拡充している
中、貴社は業界内で唯一大幅に減少



貴社は、同業企業の中で最大の廃棄損を計上



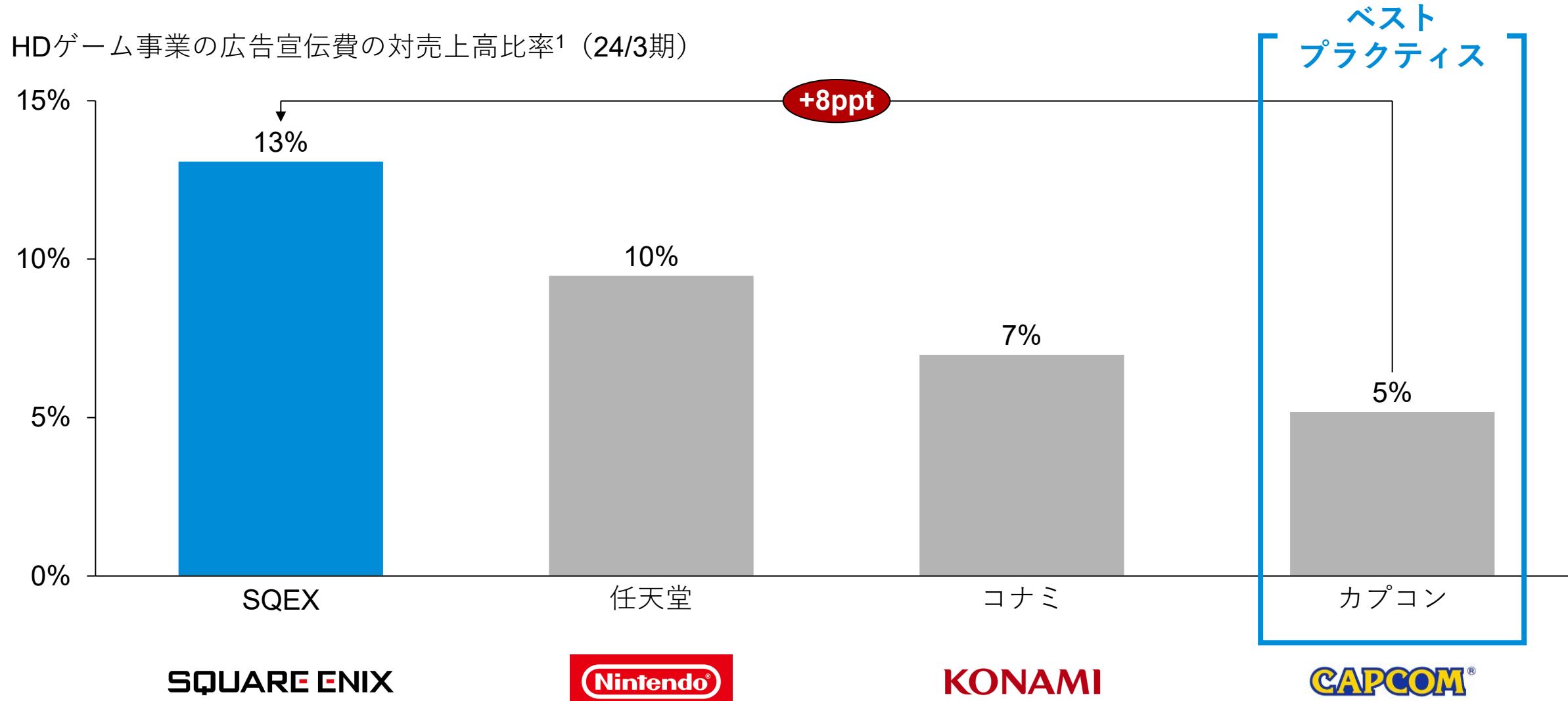
出典: 各社のIR情報

注: [1] SQEXはコンテンツ制作勘定、セガサミーとバンダイナムコは仕掛品、カプコンはゲームソフト仕掛品、コナミは開発資産をゲーム開発資産として表示; [2] SQEXはコンテンツ等廃棄損、セガサミーはゲームコンテンツの開発中止等に関連する事業再編損、コナミグループは固定資産の除売却損、カプコンは2024年3月期の事業構造改善費用をゲーム開発資産の廃棄損として表示

G-2 非効率的な広告宣伝費（1/2）：

貴社の広告宣伝費率は競合比で高く、ベストプラクティス企業より約8ppt高い水準です

HDゲーム事業の広告宣伝費の対売上高比率¹（24/3期）



SQUARE ENIX

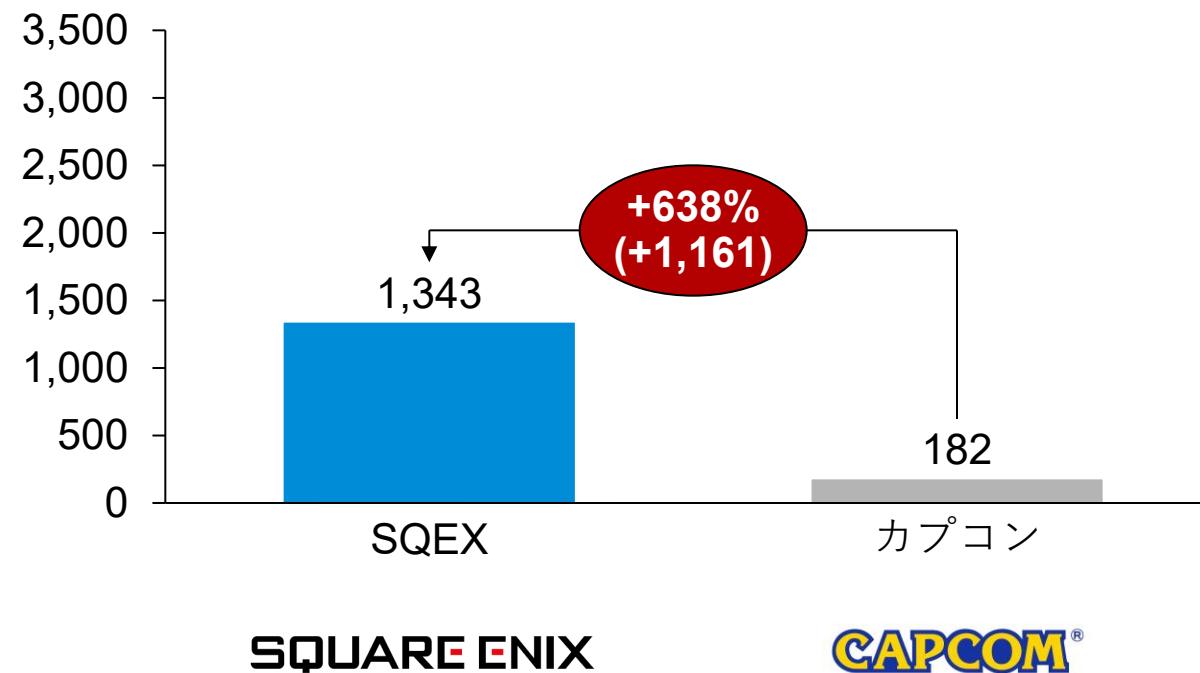


KONAMI

CAPCOM®

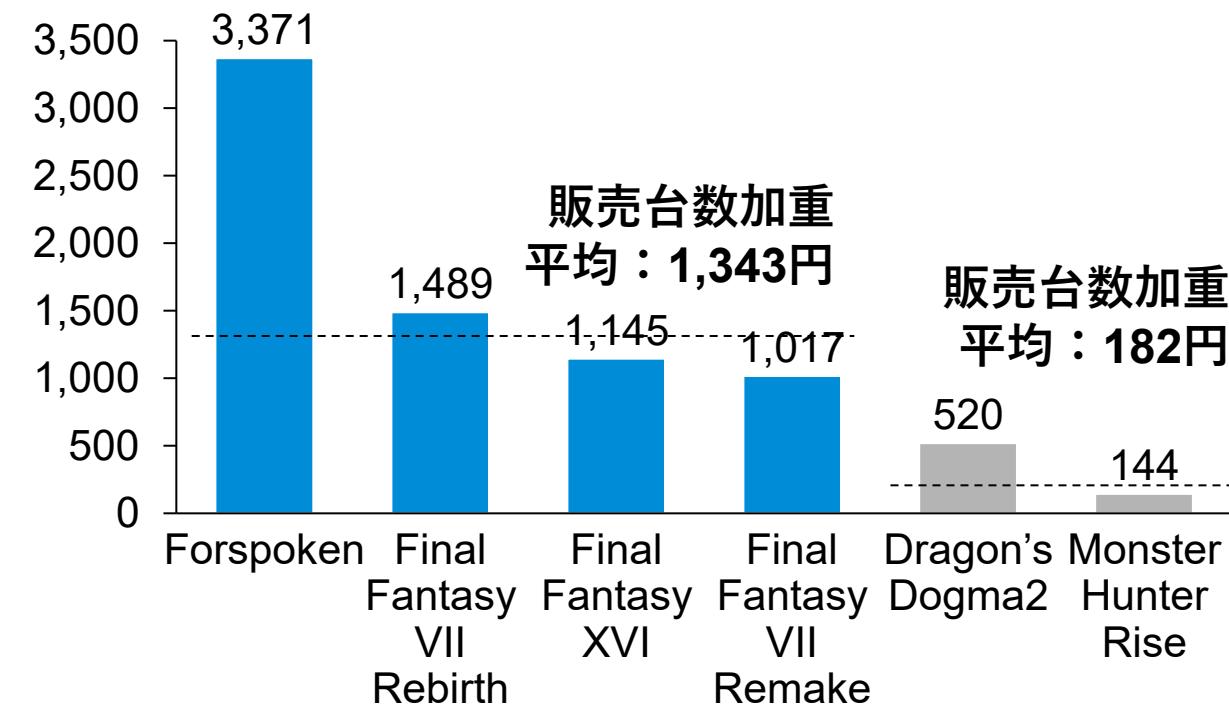
CPI（ゲーム販売1本あたり広告宣伝費）が
競合に比べて約7倍高い

CPI¹（円、21/3-24/3期の平均）



CPIのタイトル別詳細

CPI¹（円）



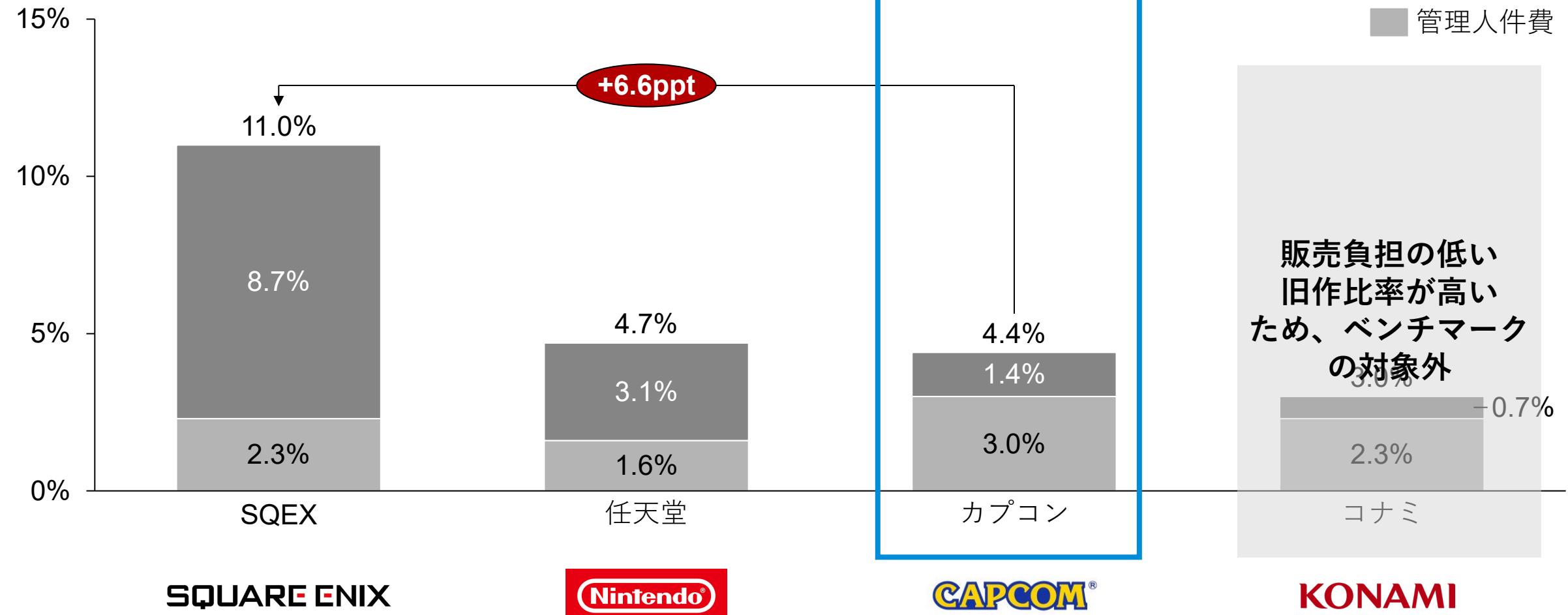
SQUARE ENIX

CAPCOM®

G-3 過大な販管人件費 (1/3) :

貴社の販管人件費率は競合比で高く、ベストプラクティス企業より約7ppt高い水準です

ゲーム事業 (HD + SD) の販管人件費の対売上高比率 (24/3期)



G-3 過大な販管人件費（2/3）：

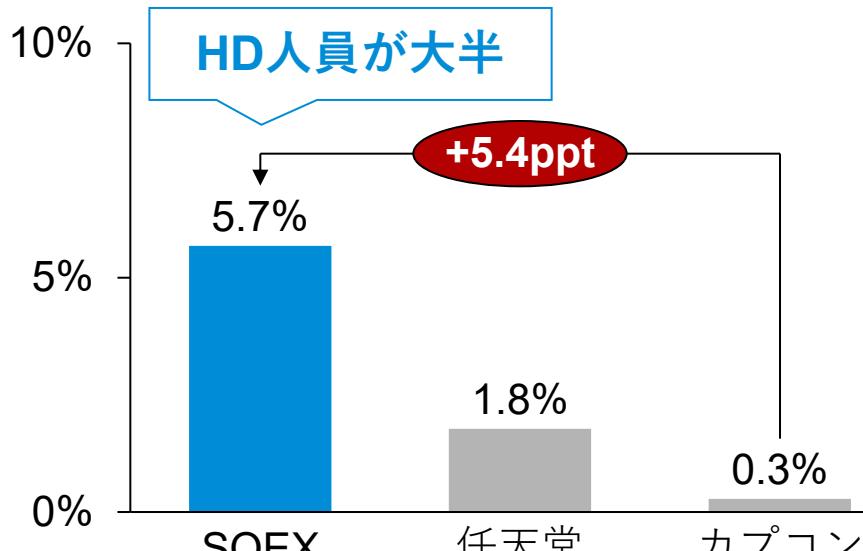
貴社の高い販管人件費率は、高い営業人件費（主にHD人員）¹が主因です

販売人件費率

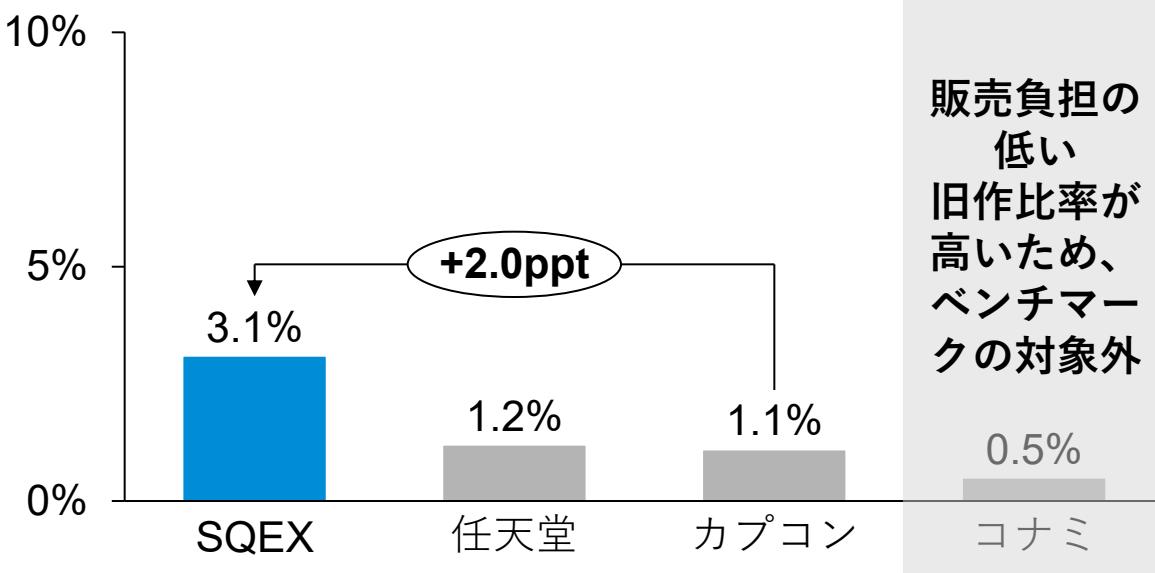
営業人件費率

マーケ人件費率

ゲーム事業（HD + SD）の
営業人件費の対売上高比率（24/3期）



ゲーム事業（HD + SD）の
マーケ人件費の対売上高比率（24/3期）



SQUARE ENIX



CAPCOM®

KONAMI

SQUARE ENIX



CAPCOM®

KONAMI

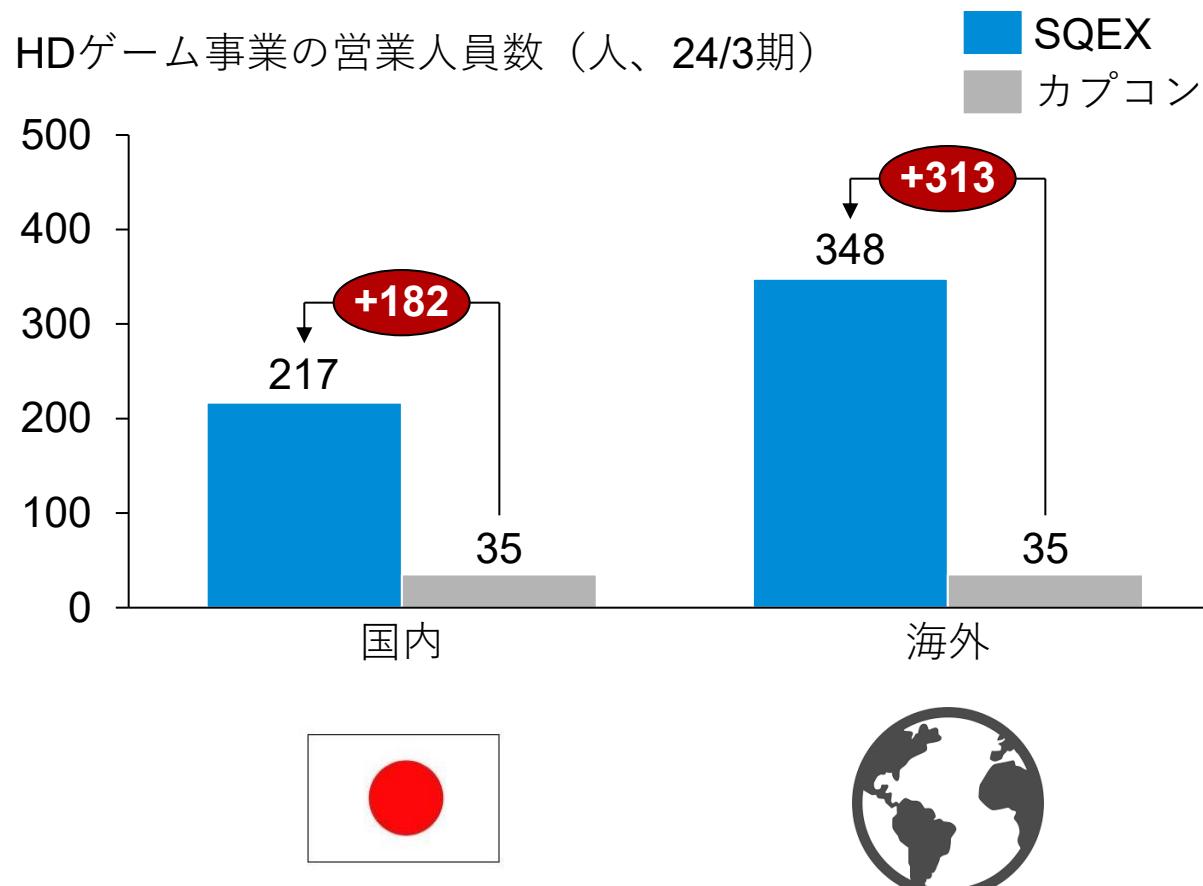
出典: 第三者調査機関; 各社のIR情報; 文献調査

注: [1] 営業人員は、小売営業とEC販売人員（マーケティング人員は除く）。営業人員には外注営業人員含む

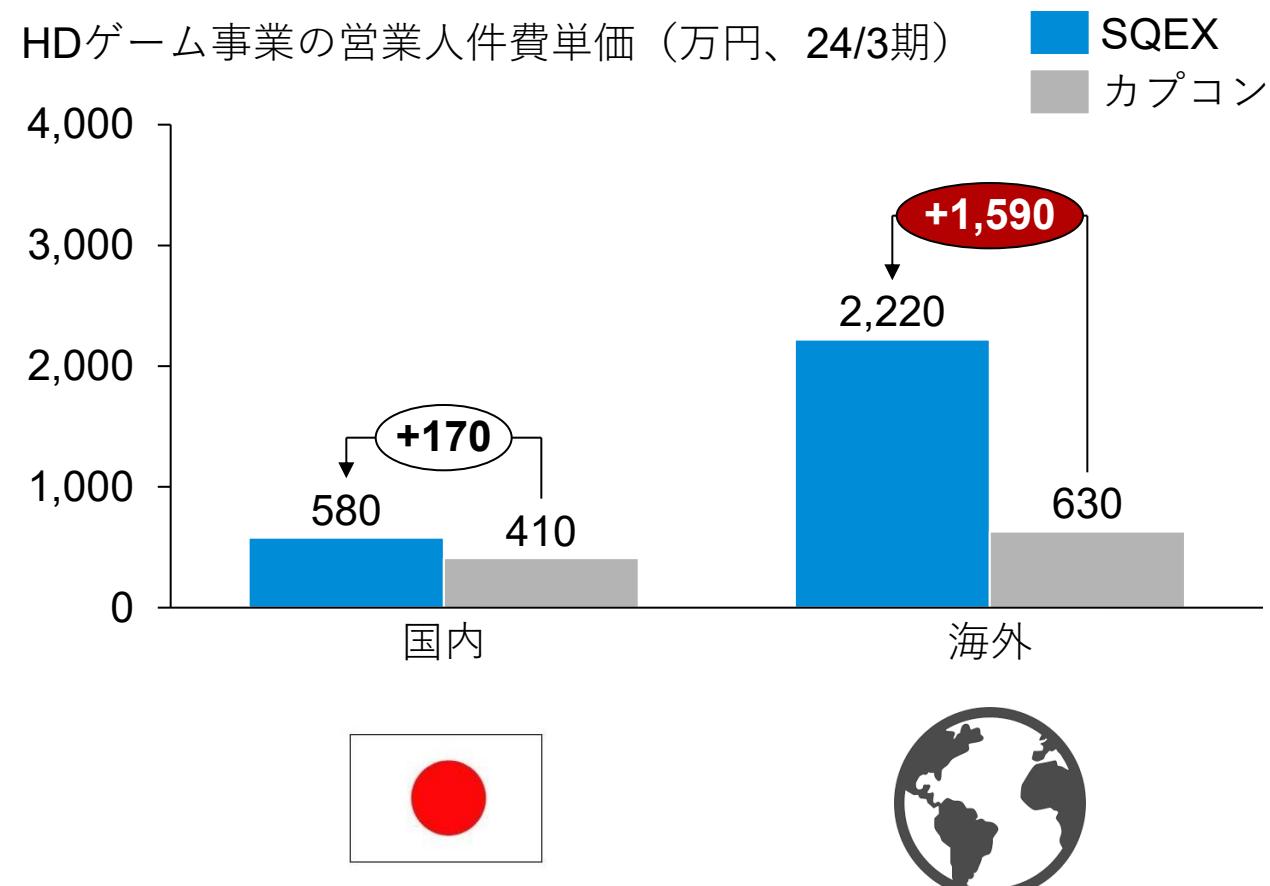
G-3 過大な販管人件費（3/3）：

HD事業の高い営業人件費は、国内外の営業人員数の多さと海外の営業人件費単価の高さに起因します

営業人員数（HDゲーム事業）

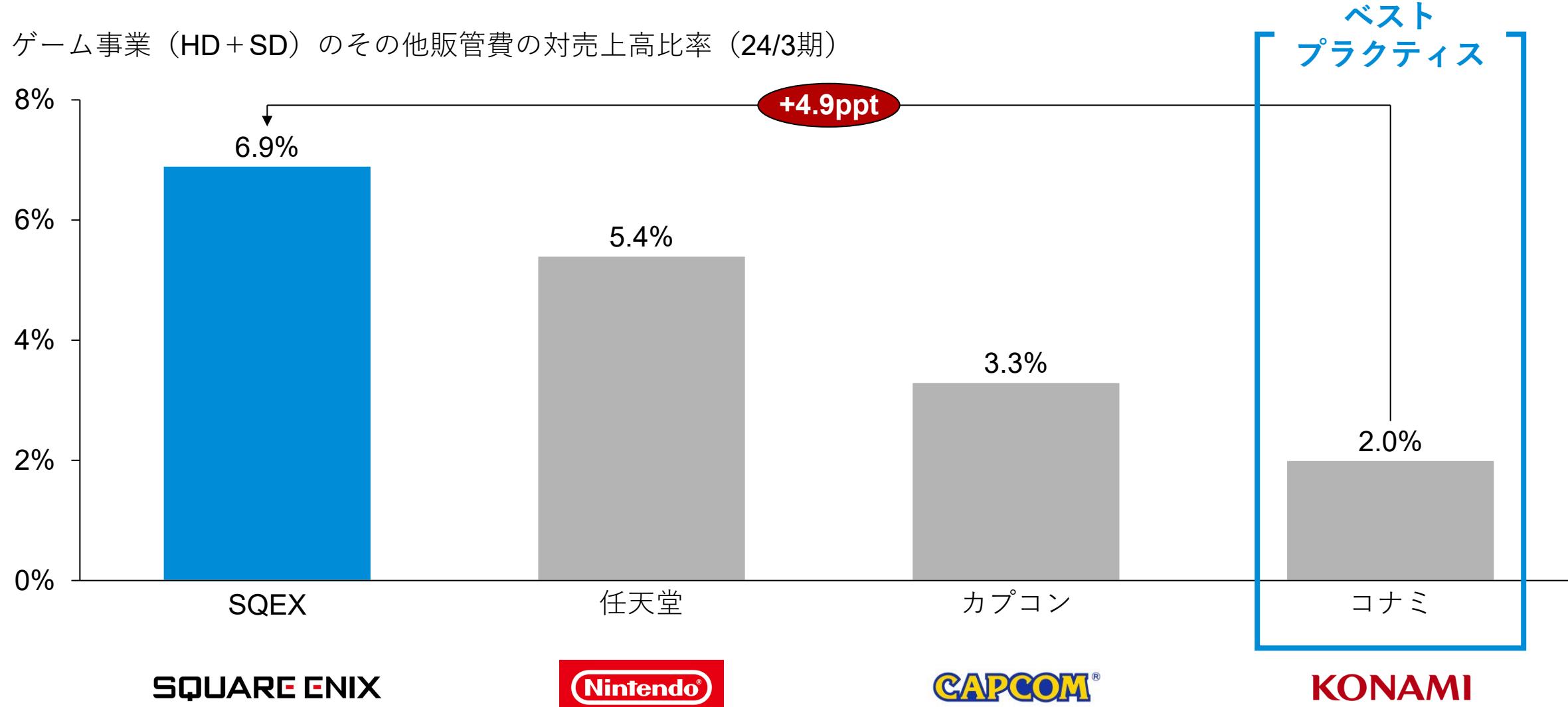


営業人件費単価（HDゲーム事業）



G-4 過大なその他販管費 (1/2) :

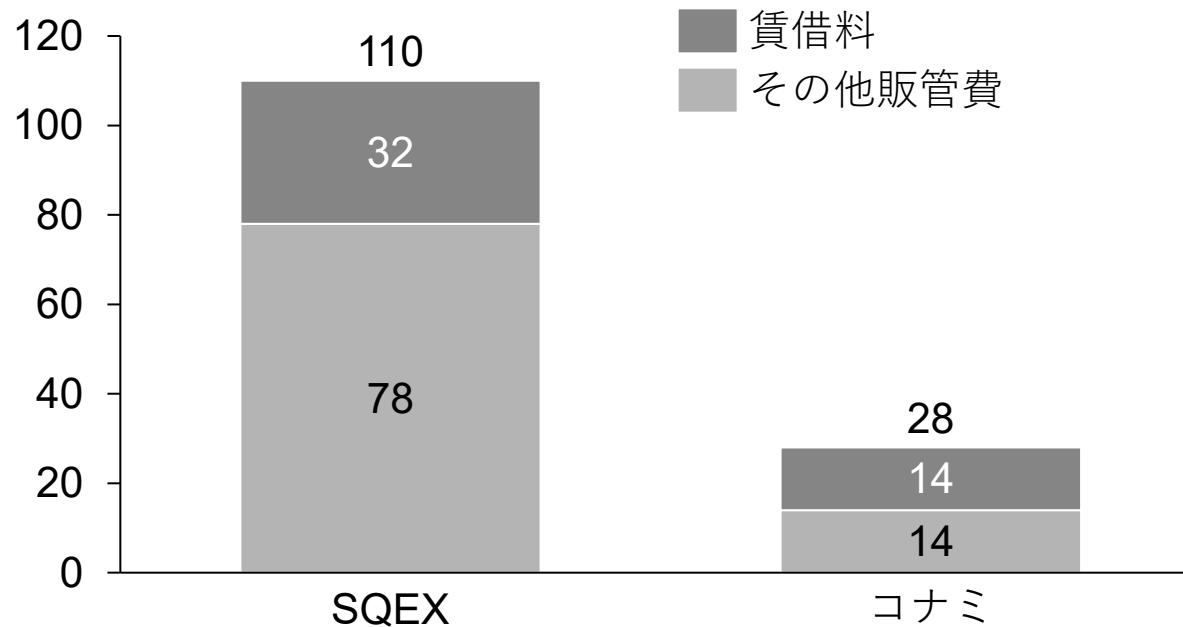
貴社のその他販管費は競合比で高く、ベストプラクティス企業より約5ppt高い水準です



G-4 過大なその他販管費（2/2）：貴社の過大なその他販管費は、
一人当たり賃借料と一人当たりその他販管費（賃借料除く）の双方に起因します

その他販管費の内訳

ゲーム事業（HD + SD）のその他販管費（億円、24/3期）

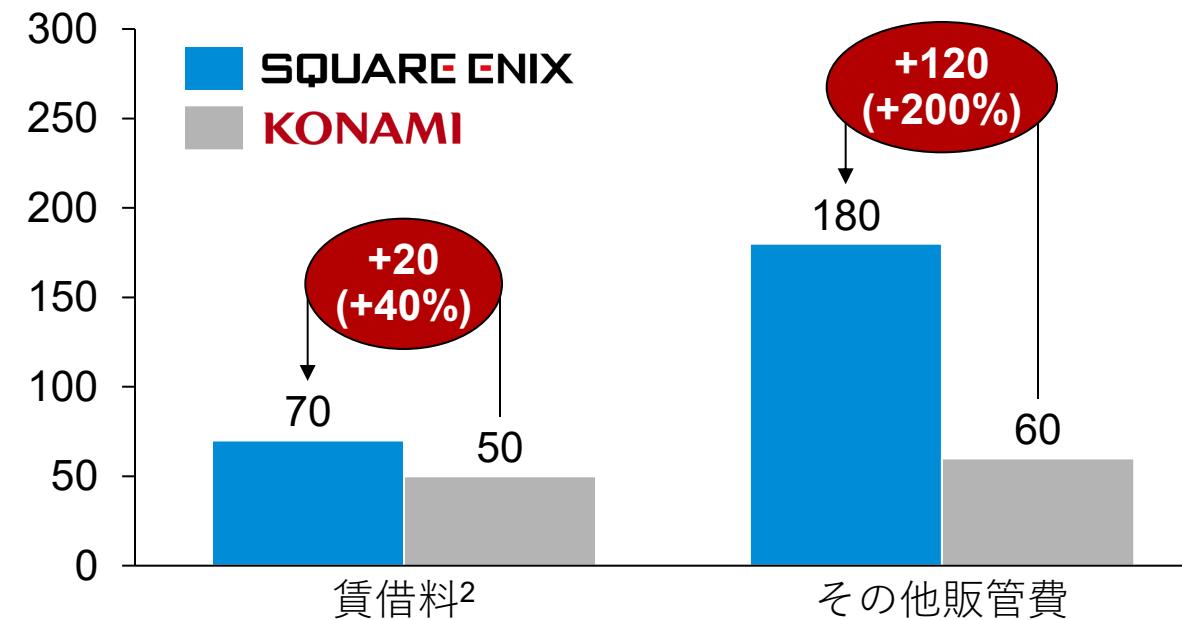


SQUARE ENIX

KONAMI

一人当たりその他販管費

ゲーム事業（HD + SD）の
従業員一人当たりその他販管費¹（万円、24/3期）



+120
(+200%)

+20
(+40%)

営業利益率の低迷（SD事業の利益率低迷）

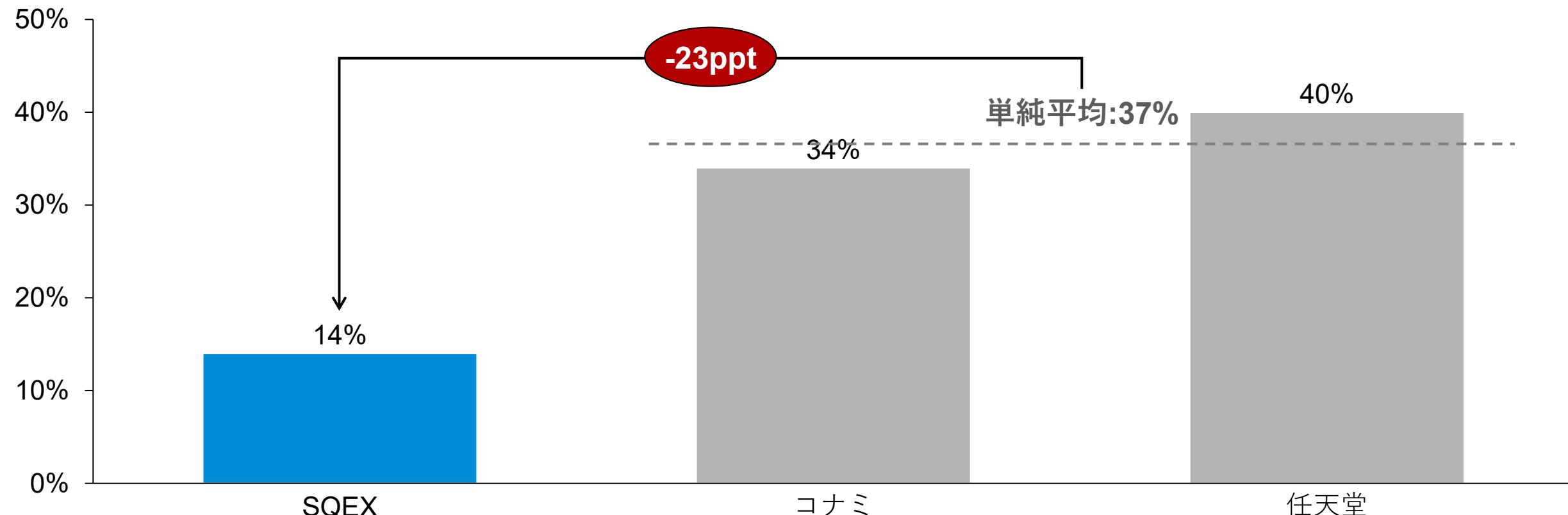
貴社のSD事業の利益率の低迷について、下記の経営課題があると思料いたします



H

貴社のSDゲーム事業の利益率の低さは、競合比で明らかです

SDゲーム事業の営業利益率（24/3期）



SQUARE ENIX

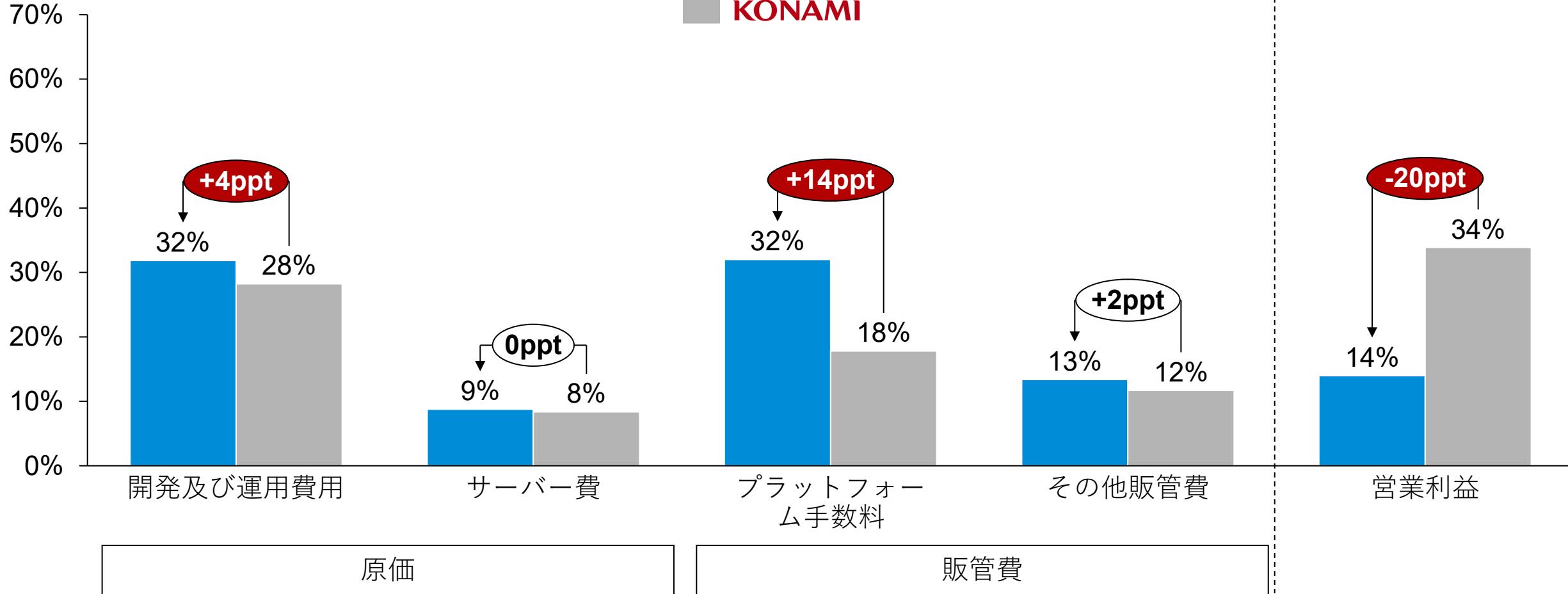
KONAMI



貴社のSDゲーム事業の競合比で高いコスト項目は、開発及び運用費用とプラットフォーム手数料です

SDゲーム事業の対売上高比率（24/3期）

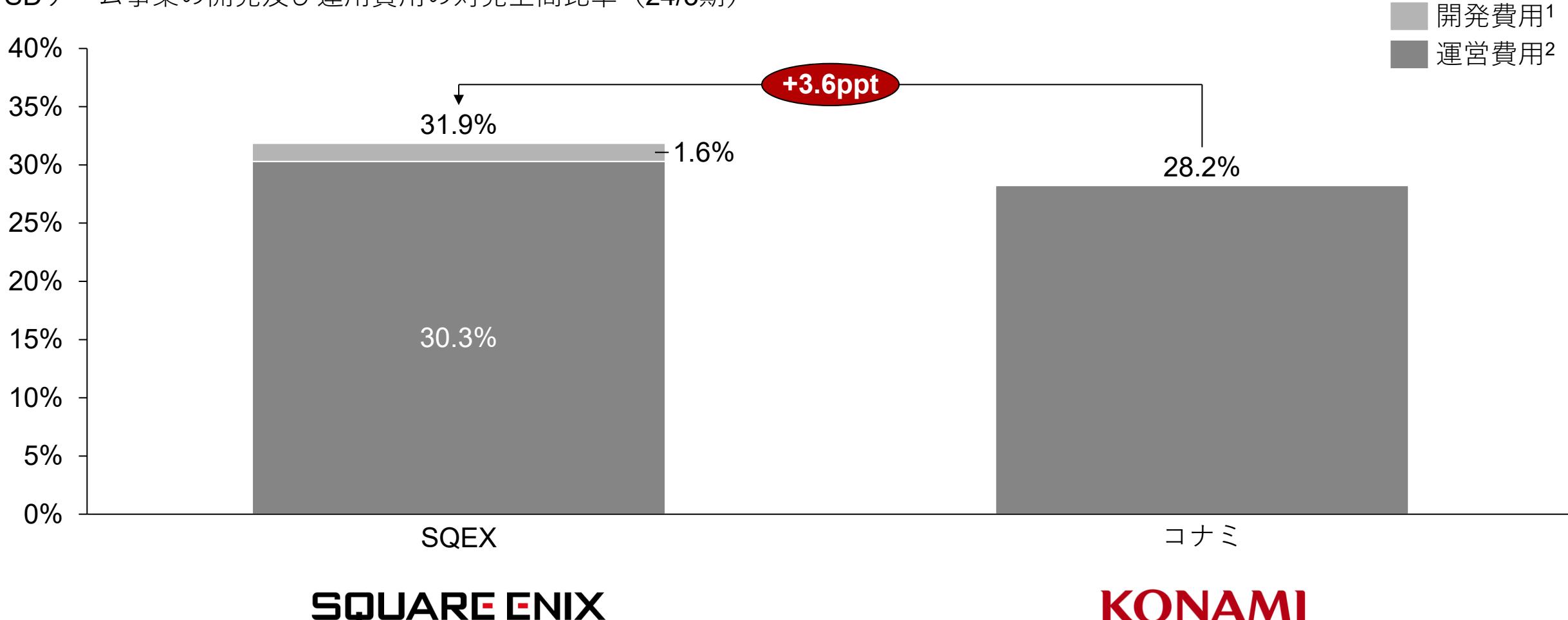
SQUARE ENIX
KONAMI



H-1 過大な開発及び運用費用（1/2）：

貴社のSDゲーム事業の開発及び運用費用率は、ベストプラクティス企業より約4ppt高い水準です

SDゲーム事業の開発及び運用費用の対売上高比率（24/3期）

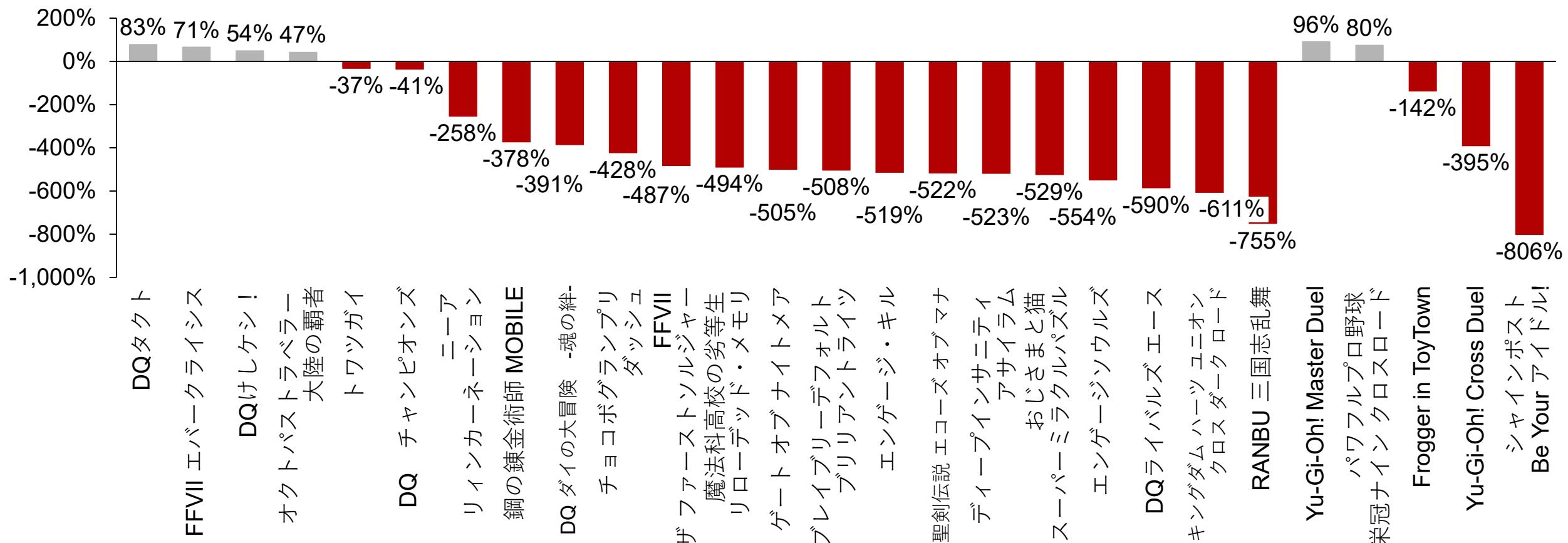


出典: 第三者調査機関

注: [1] 開発費用には、開発償却費（初期開発のみ）を含む; [2] 運営費用には、開発償却費（アップデート）、ゲームメンテナンスコスト、プロフィットシェアコストを含む

H-1 過大な開発及び運用費用（2/2）：開発及び運用費用率が高い原因是、初期開発費と累積運用コストを回収できていないタイトルが大量に存在することです

SDタイトルの粗利率¹（21/3-24/3期にリリースした作品）

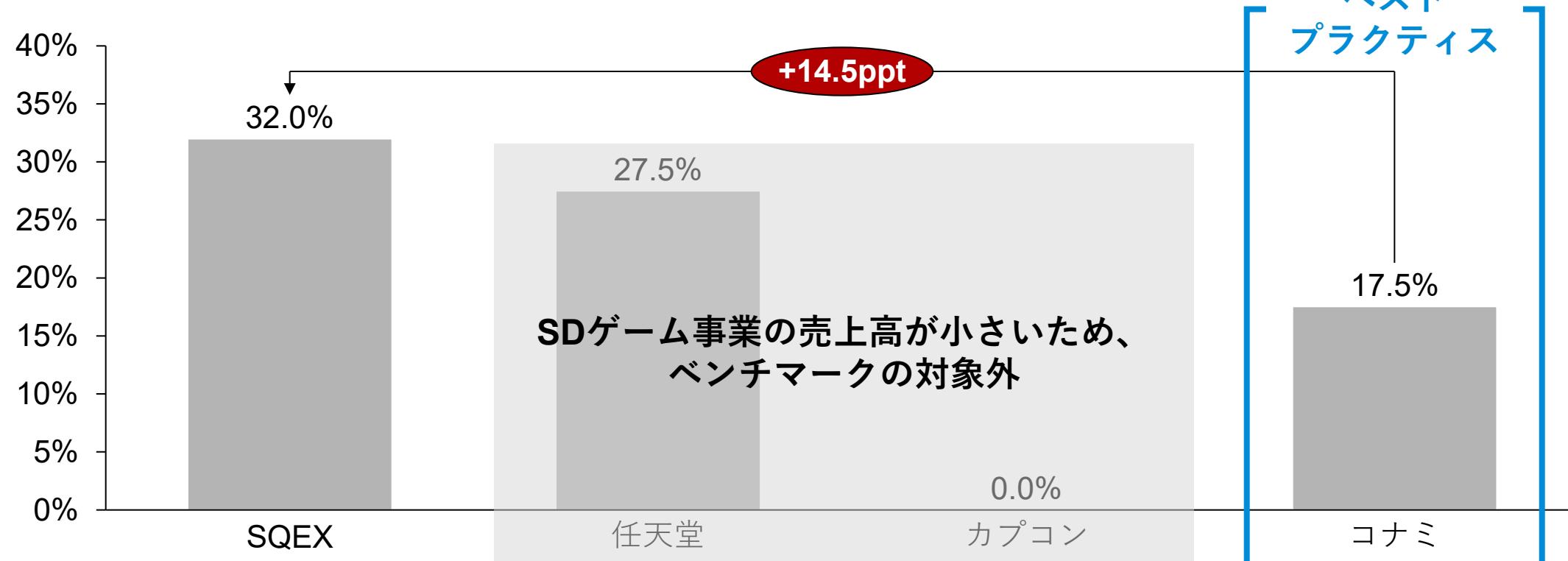


SQUARE ENIX (赤字タイトルの割合：82%)

KONAMI (60%)

H-2 過大なプラットフォーム手数料（1/2）：貴社のSDゲーム事業のプラットフォーム手数料率は、
ベストプラクティス企業より14.5ppt高い水準です

SDゲーム事業のプラットフォーム手数料の対売上高比率（24/3期）



SD事業売上高
(億円、24/3期)

SQUARE ENIX



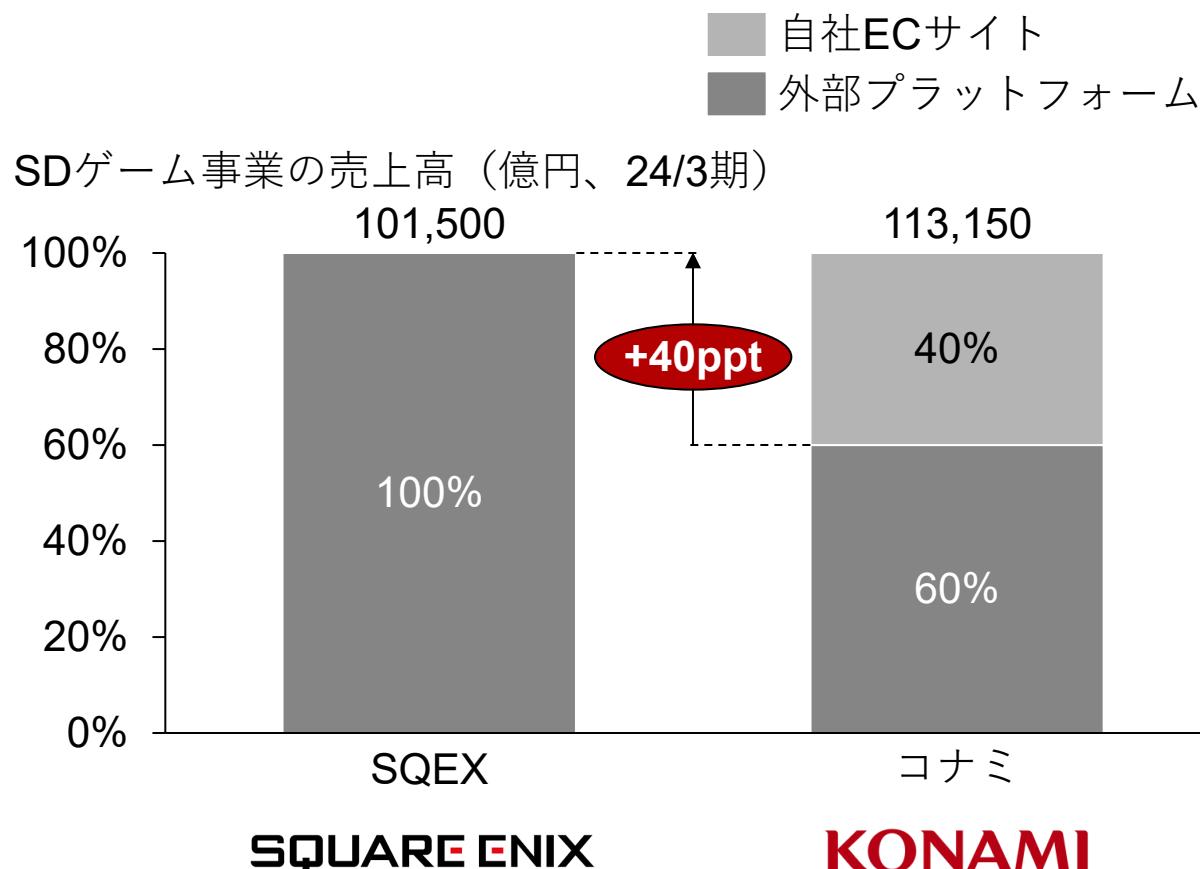
CAPCOM®

KONAMI

H-2 過大なプラットフォーム手数料（2/2）：

プラットフォーム手数料が高い要因は、外部プラットフォーム向け売上高比率が高いためです

外部プラットフォーム向け売上高比率



コナミの自社ECサイト「Konami Games ストア」の詳細

タイトル別に
専用ストアを
提供



各ストア内で
課金アイテムを
販売



決済代行会社と
提携して決済
手段を提供

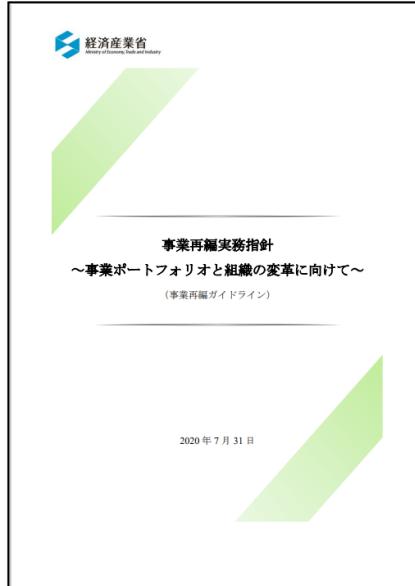
専用ストアを提供している主要
タイトル: eFootball、eFootball
ウイコレ CHAMPION SQUADS、
Jリーグクラブチャンピオンシッ
プ、実況パワフルプロ野球、
プロ野球スピリッツA、パワフル
プロ野球 栄冠ナインクロスロード、
eBaseball: MLB PRO SPIRIT、
麻雀格闘倶楽部Sp

- 決済代行会社の例：SB Payments Service 等
- 代行会社への手数料がかかる
(例：取引高の約5%)

Section 4：深刻なコングロマリットディスカウント



事業ポートフォリオは、取締役会が主導する形で、定期的に、事業間のシナジーの十分性や、自社がベスト・オーナーであるかという視点から検証すべきとされています



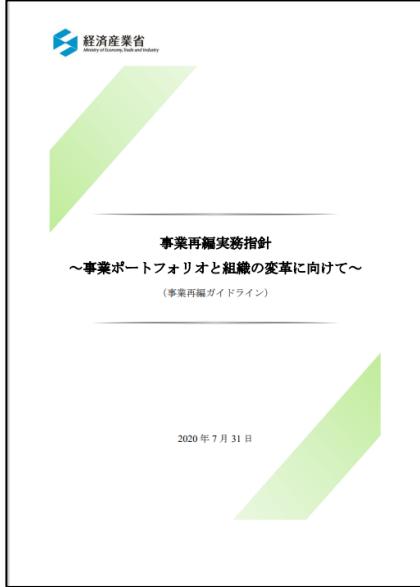
“それぞれの事業のポテンシャルを最大限発揮させるため、**祖業やかつての本業も含めて聖域を設けずに**、常に将来志向で、自社がベストオーナーかどうかという観点から、柔軟かつ大胆に取り組むことが重要”

“仮に一定以上の利益を上げ、**資本収益性が資本コストを上回っているとしても、同業他社との比較において**、又は自社の今後の経営戦略に照らして、**自社が「ベストオーナー」とはいえなくなった場合には、早期の売却によりキャッシュ化して、自社が競争優位性を有する分野への成長投資に振り向けていくという発想が望まれる”**

“仮に資本コストを上回る資本収益性が確保されている場合であっても、各事業を有することが自社の中長期的な経営戦略に合致するかという観点から、**事業ポートフォリオについて検討を行うことが必要である”**

事業再編実務指針

その際、コングロマリット・ディスカウントの問題を意識すべきとされています



“特に複数の事業を有する場合、「コングロマリット・ディスカウント」の問題も意識して、複数の事業を有する合理的な理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と整合的なものになっているかという観点から、投資家等に対しても説明できるよう、明確化しておくことが求められる。”

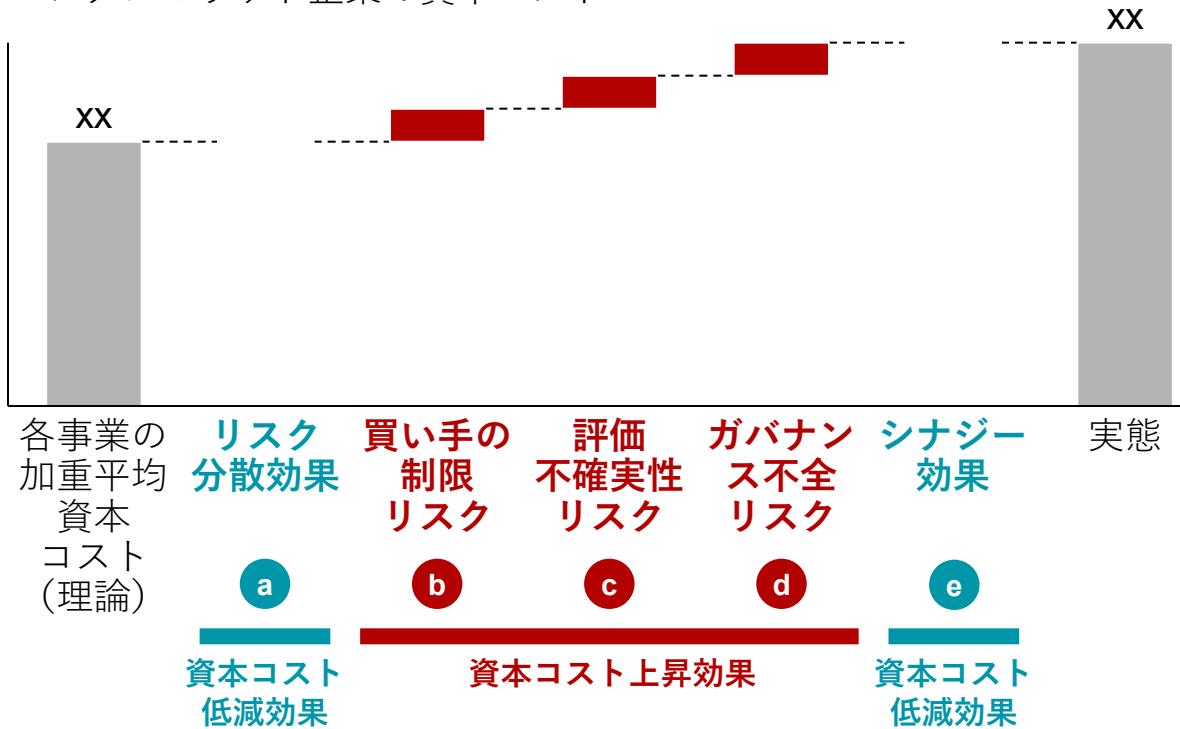
事業再編実務指針

理論上、シナジーの不足する異なる事業を有する場合、資本コストの上昇によって過小に全体が評価され、事業ごとの積上げ価値に対して常にディスカウントが働きます

再掲

資本コストの上昇メカニズム

コングロマリット企業の資本コスト



各効果・リスクの詳細説明

- a 効率的市場仮説に基づけば、**複数事業保有によるリスク分散効果は働かない**ので、資本コストは低減されない
 - 分離定理：投資家は市場ポートフォリオと無リスク資産の組合せで望むリスクを調整できるため、企業が事業を組み合わせても資本コストは低減しない
 - CAPM：企業が事業ポートフォリオを構築した場合、その β は各事業の加重平均にすぎない
- b 複数セクターの事業を有することは、**買い手層を狭めるため、買い手間の競争が緩和され、資本コストが上昇**
- c 複数事業の併存は、**投資家から見て、業績の予見性が低下するため、投資家は資本コストに評価不確実性リスクプレミアムを上乗せする**
- d **以下のガバナンス不全リスクから、投資家はガバナンス・リスクプレミアムを上乗せする**
 - 稼ぐ事業から稼げない事業への資金移転
 - 各事業での固有の資本コストを無視した単一ハードルレートの誤用
- e **b c d による資本コストの上昇分を補うシナジーが得られない場合、例外なく企業価値が棄損される (=シナジー不足)**

事業ポートフォリオの最適化の検証プロセスは、複数の事業を有する企業においては、ほぼ例外なく必要となるプロセスです

貴社においては、デジタル・エンタテインメント事業がコア事業、アミューズメント事業・出版事業がノンコア事業に位置付けられます

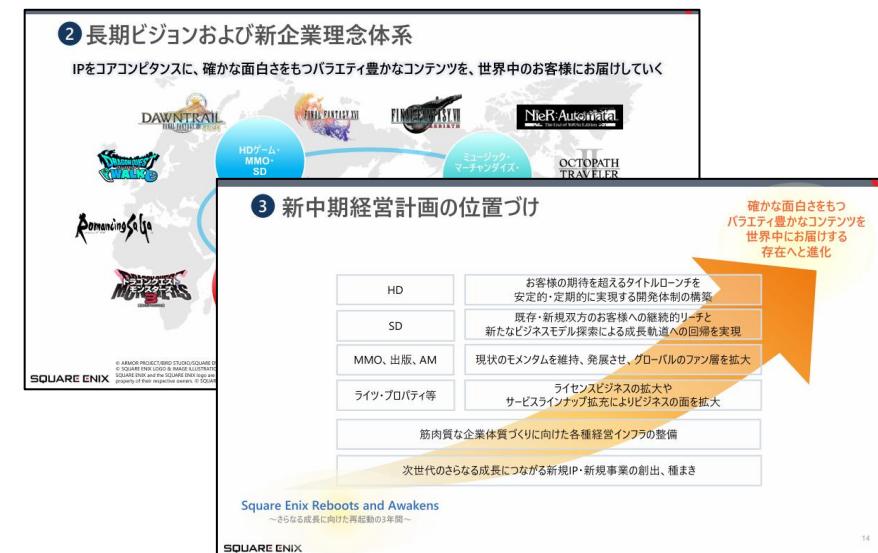
過去の開示資料において、デジタル・エンタテインメント事業をコア事業であると定義



“当社のコア事業であるデジタルエンタテインメントは、もともと環境へ与える負荷が相対的に小さい業態です”

2023年3月期 アニュアルレポート

2024年5月に公表した新中計において、アミューズメント事業・出版事業の方針はほとんど述べられていない



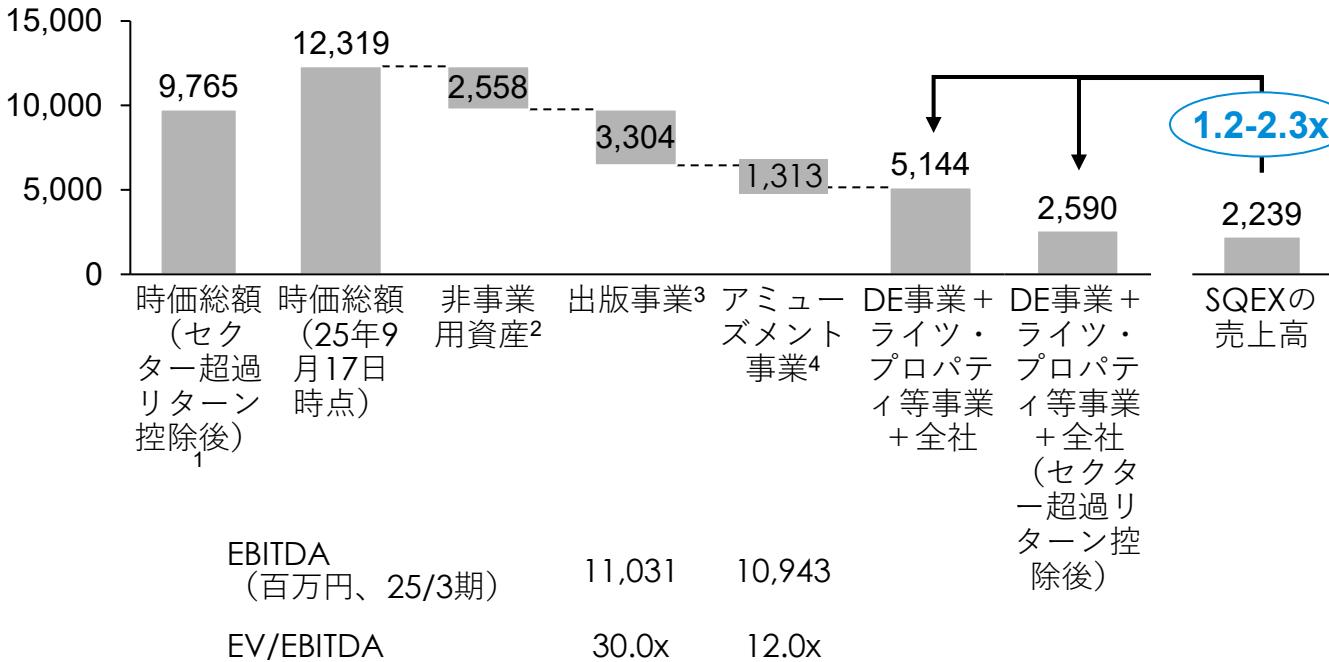
- 35ページにわたる新中期経営計画の中において、アミューズメント事業・出版事業の方針に触れているのはわずか2ページ
- その他のページの殆どは、デジタル・エンタテインメント事業の方針説明に割かれている

貴社のゲーム事業は、市場で著しく低く評価されております

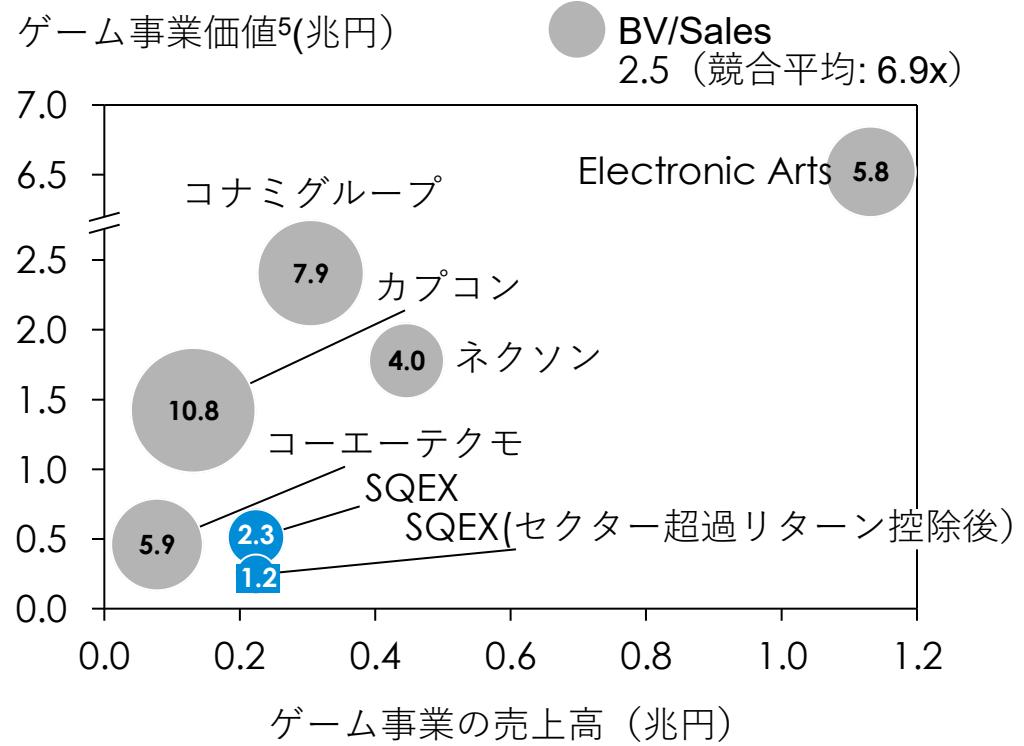
再掲

貴社のゲーム事業は、市場にてBV/Sales 1.2-2.3xで評価されています

SQEXの時価総額から
ゲーム事業価値への推移（億円）



競合のゲーム事業について、市場は、
BV/Sales 4-11x（平均7x）で評価しています



ゲーム事業の著しい低評価=深刻なコングロマリット・ディスカウントの存在は明確であるため、
貴社においてその解消に向けた取り組みは必須です

出典: Bloomberg; 各社IR資料 注: [1] 当社が大量保有報告を提出した2025年4月25日のSQEX社の株価に、競合5社の2025年4月25日から2025年9月17日までの株価成長率（14.7%）を乗じて推定; [2] ネット・キャッシュ・非支配株主持分; [3] EV/EBITDAマルチプルは、インフォコムの買収事例において非漫画事業に13倍をつけた場合の、漫画事業のEV/EBITDAを逆算して参照; [4] EV/EBITDAマルチプルは、GENDAの現在のマルチプルを参照; [5] ゲーム事業の事業価値(BV)は、「連結ベースの企業価値 - 非事業用資産 - 非ゲーム事業の事業価値の合計」で算出。BV/EBITDAマルチプルは、出版事業は30.0x、アミューズメント事業は12.0x、バシンコ事業は6.0x、玩具事業は7.5x、フィットネス事業は8.5x、その他事業は5.0xで推定

客観的な分析に基づけば、貴社のコア事業とノンコア事業との間には、大きなシナジーが発生しておらず、コングロマリット・ディスカウントの存在を追認しています

再掲



売上 シナジー

DE事業×アミューズメント事業



想定されるシナジー

1

- ・ ゲーム向けの技術開発の試験場としてアーケード機を活用

現状

- ・ 家庭機のスペック向上により、当該役割は喪失



DE事業×出版事業

想定されるシナジー

2

- ・ ゲームIPの出版事業への活用

現状

- ・ 主な共同事業は攻略本の出版のみ
- ・ ゲームIPの出版物化は相乗効果が生じづらい

- ・ 出版IPのゲーム事業への活用

- ・ 出版IPのゲーム展開は相乗効果が生じづらい
 - 制作に一定の成約が生じ、ゲームの面白みに欠けやすいため

コスト シナジー

- ・ 顧客・販売チャネルの共有による販売効率向上

- ・ 流通経路が異なるため、シナジー効果は限定的

- ・ 顧客・販売チャネルの共有による販売効率向上

- ・ 流通経路が異なるため、シナジー効果は限定的

- ・ コスト・資産の共有による開発・運営効率向上

- ・ サプライチェーンが異なるため、シナジー効果は限定的

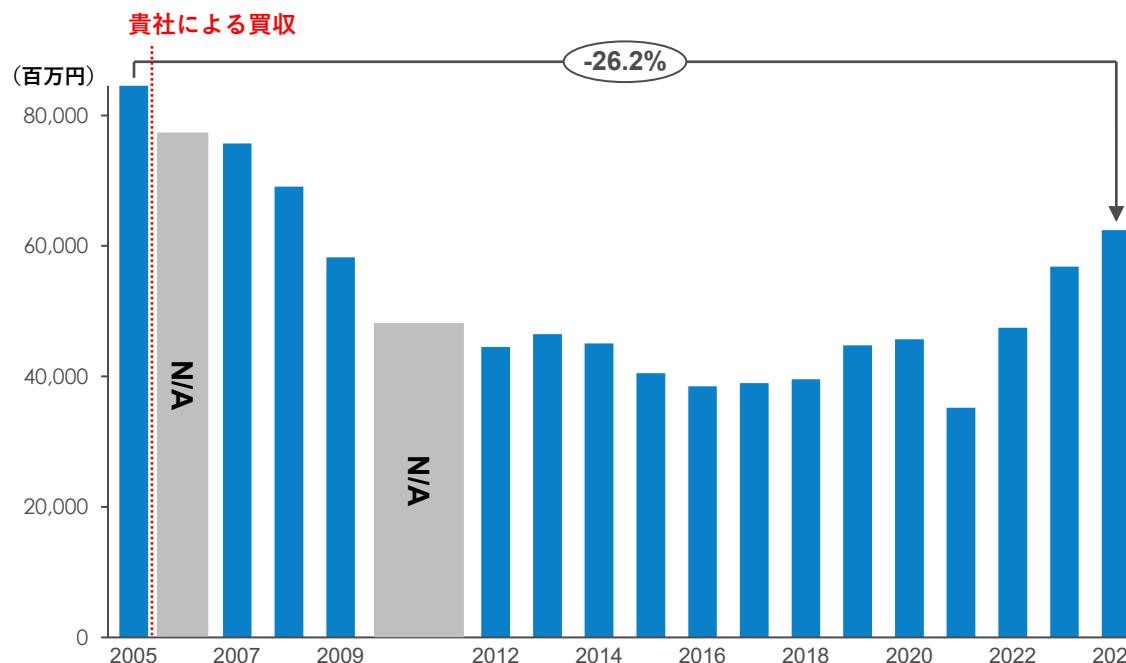
- ・ コスト・資産の共有による開発・運営効率向上

- ・ サプライチェーンが異なるため、シナジー効果は限定的

① アミューズメント事業：貴社による買収後、アミューズメント事業の売上はほとんど成長しておらず、ゲームセンターを本業とする競合と比較すると、売上高成長率は大きくアンダーパフォームしています

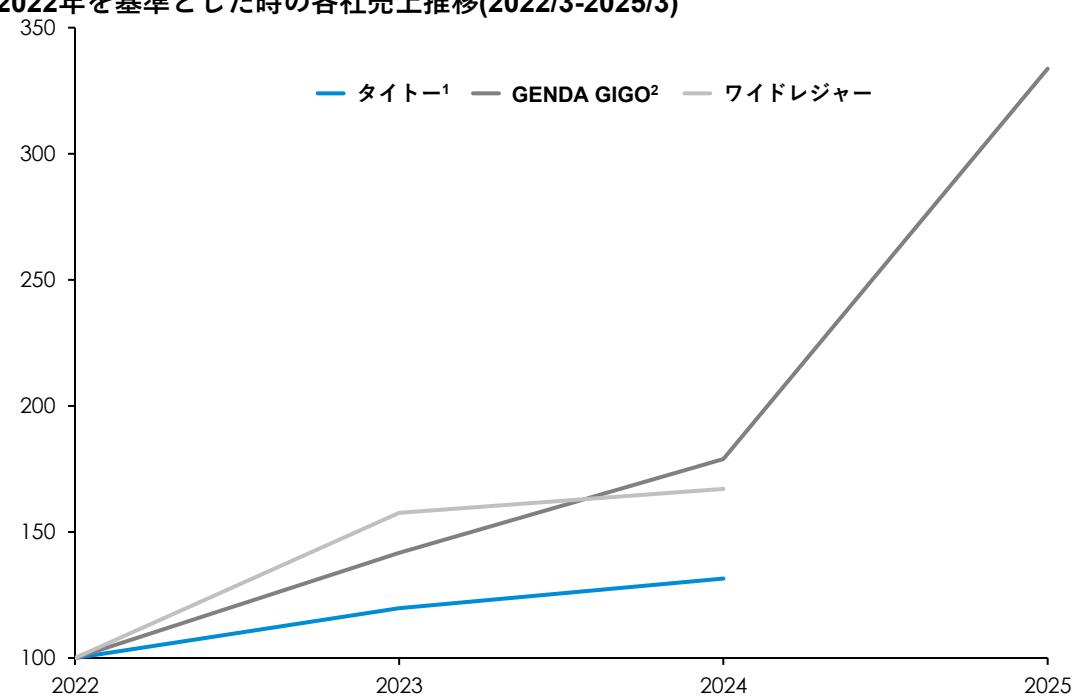
貴社による買収後、タイトーの売上高は大きく減少

タイトーの売上高¹推移(2005/3-2024/3)



コロナ後の売上高成長率は、ゲームセンターを本業とする競合を大きくアンダーパフォーム

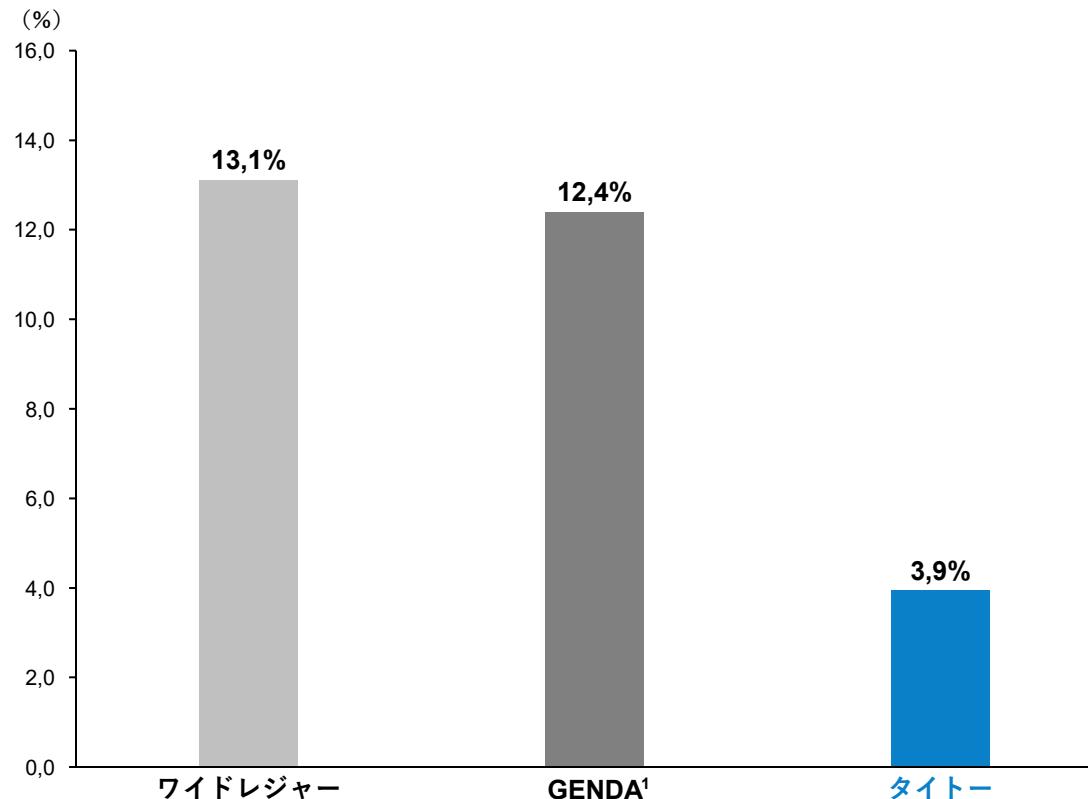
2022年を基準とした時の各社売上推移(2022/3-2025/3)



① アミューズメント事業：また、営業利益率についてもゲームセンターを本業とする競合を下回っています

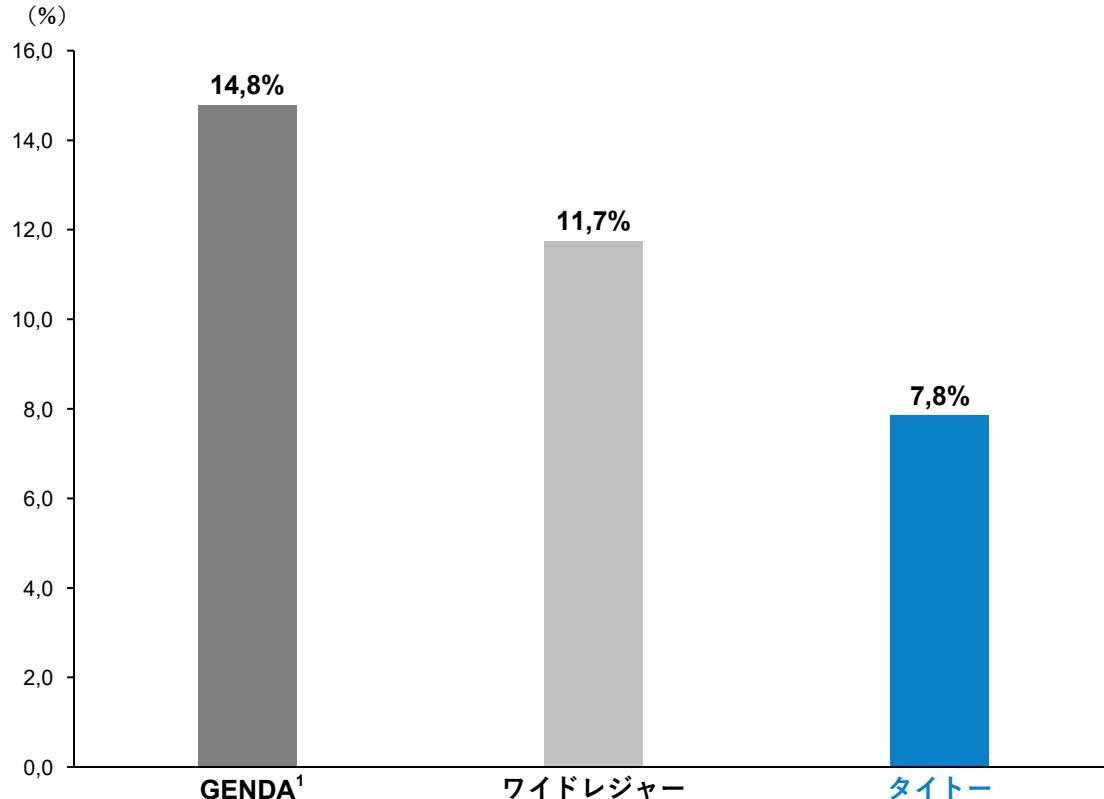
過去3年間の平均営業利益率の比較

各社の直近²過去3年間平均営業利益率



直近営業利益率の比較

各社の直近²営業利益率



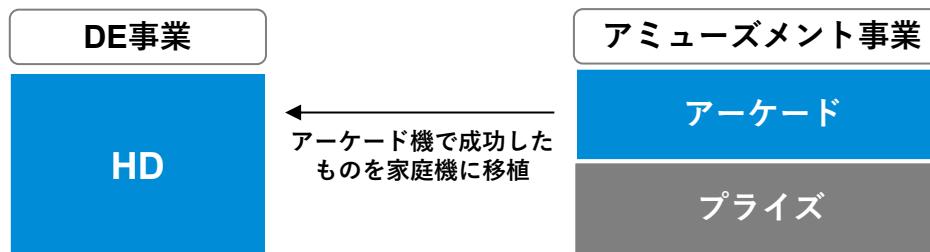
出典: 貴社IR資料、GENDA IR資料、電子公告、帝国データバンク

注: [1]2023年以降はGENDAのエンタメ・プラットフォームセグメントの業績開示を使用; [2]各社の直近決算期はタイトー、ワイドレジャーで2024年3月期、GENDAで2025年1月期

① アミューズメント事業：コアであるDE事業とのビジネスモデル上のシナジーもすでに消失しています

過去にはアーケード機から家庭用機へのシナジーが存在

- 家庭用機のスペックが低かった時代は、まずはアーケード機に最新技術が投入され、家庭機導入前の試験的な役割を担っていた
- アーケード機で成功したものを、家庭機に移植することが成功の方程式であり、アミューズメント事業がDE事業の収益最大化に貢献していた

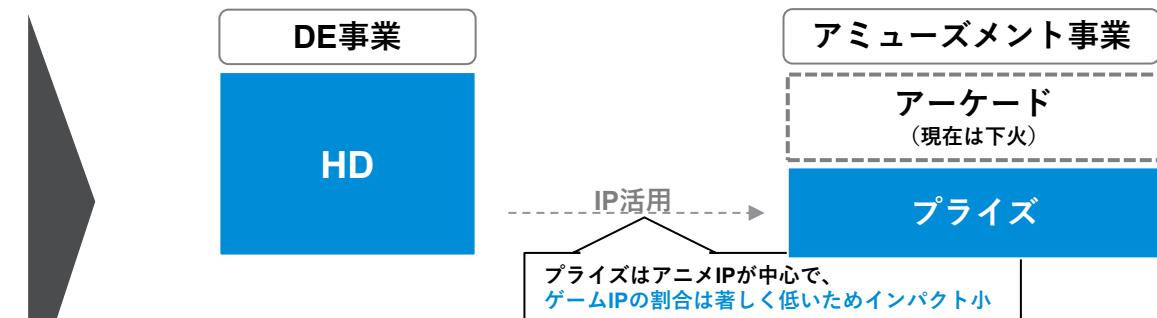


“家庭機のスペックが低かった時代は、まずはアーケード機に最新技術が導入され、家庭機導入前の試験的な役割を担っていた。アーケード機で成功したものを、家庭機に移植することが当時の収益を最大化するうえでの黄金ルートであった”

— [REDACTED] 元従業員

しかし現在において、当該シナジーは消失

- 現在においては家庭機のスペック向上、スマホゲームの進化によりアーケード機は家庭機の試験場としての役割を喪失
- また、ゲームセンターにおいてはプライズが中心となっているが、ゲームIPのプライズの割合は小さく、シナジーは限定的



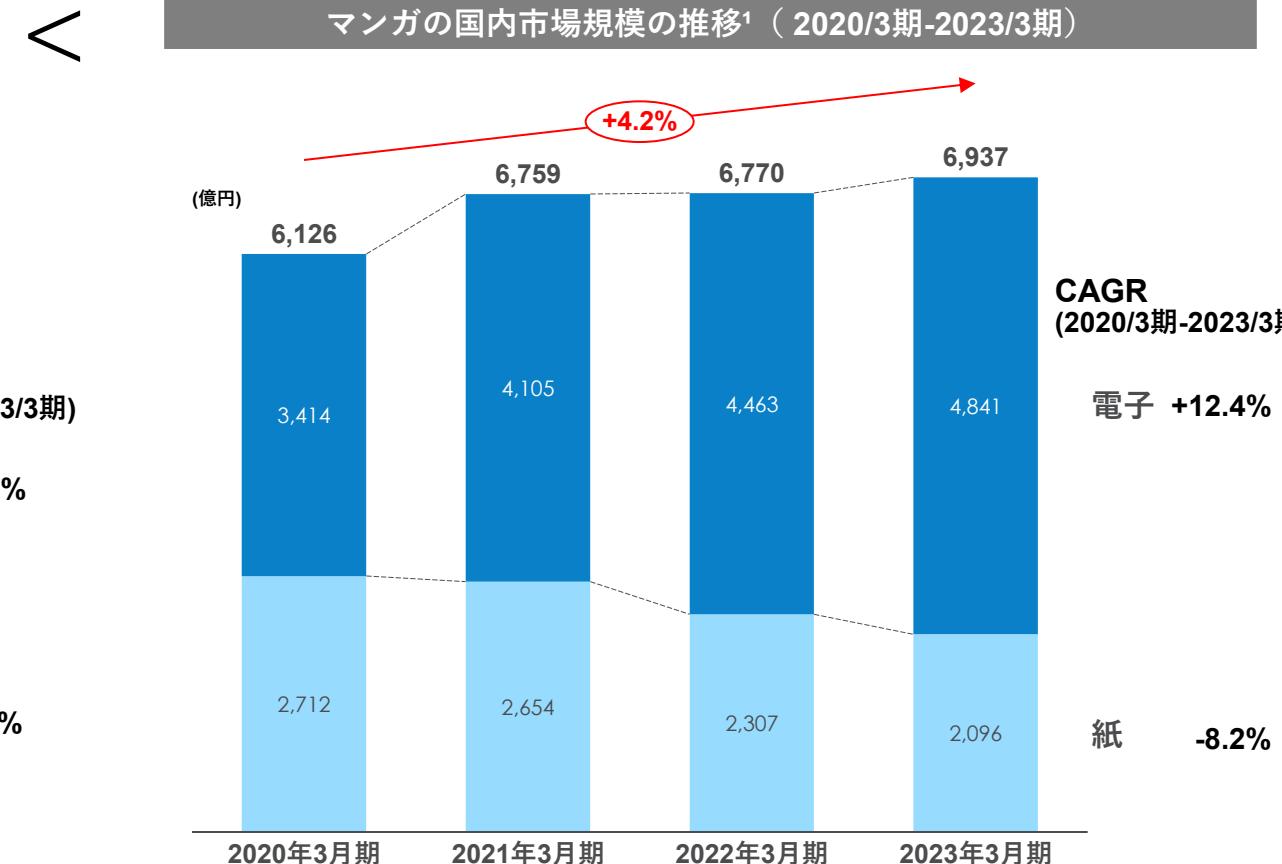
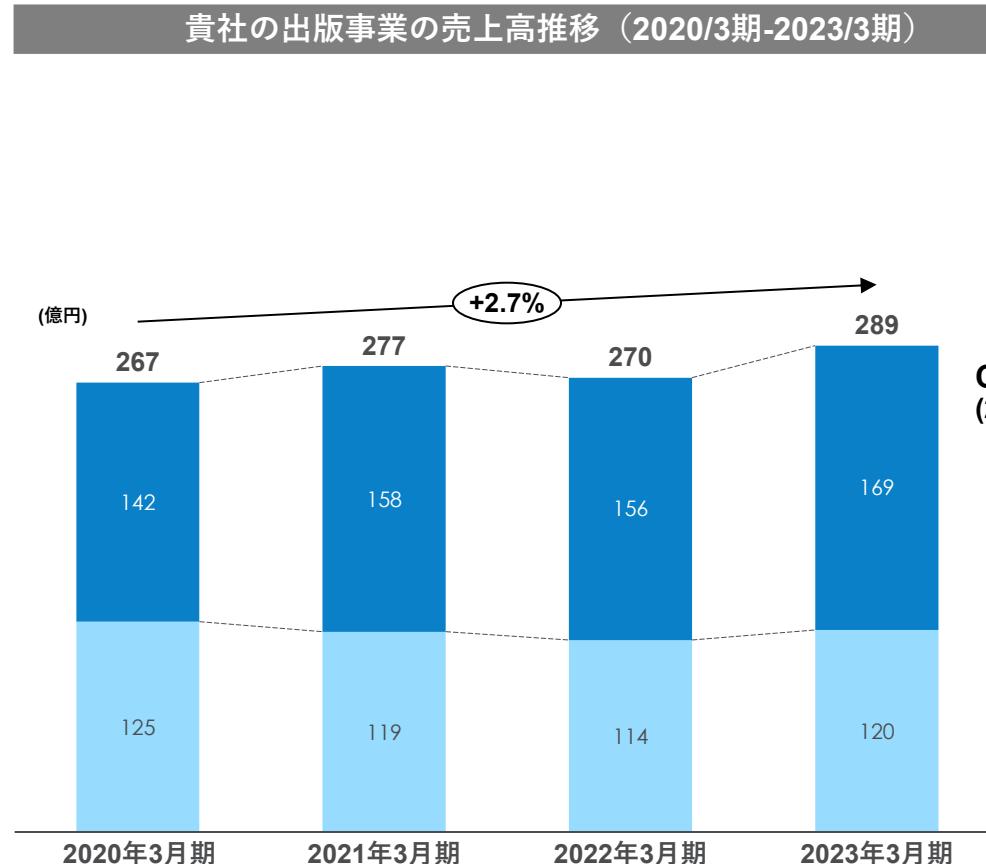
“しかし、現在では家庭機のスペックが向上したこととスマホゲームの進化によりアーケード機がすたれ、ゲームセンターにおいてはプライズが中心となっており、シナジーはほぼなくなっている。ゲームIPのプライズ展開という方向性もあるが、現状アニメのプライズがほとんどであり、ゲーム由来のものは極めて小さい”

— [REDACTED] 元従業員

シナジーは明らかに乏しく、資本コストの上昇による価値毀損の補填には至らないものと考えます

出版事業：直近の出版事業の成長は、市場成長に依拠したものであり、
貴社傘下にいることによって実現されたものではありません

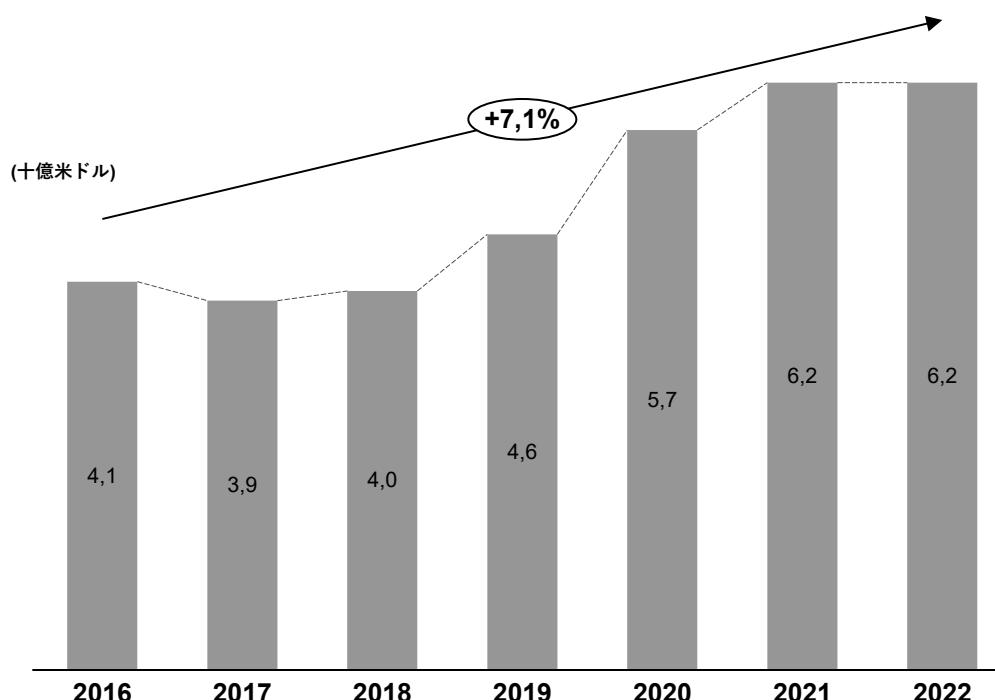
コロナ以降の出版事業の成長率は、市場全体の成長率を下回っている



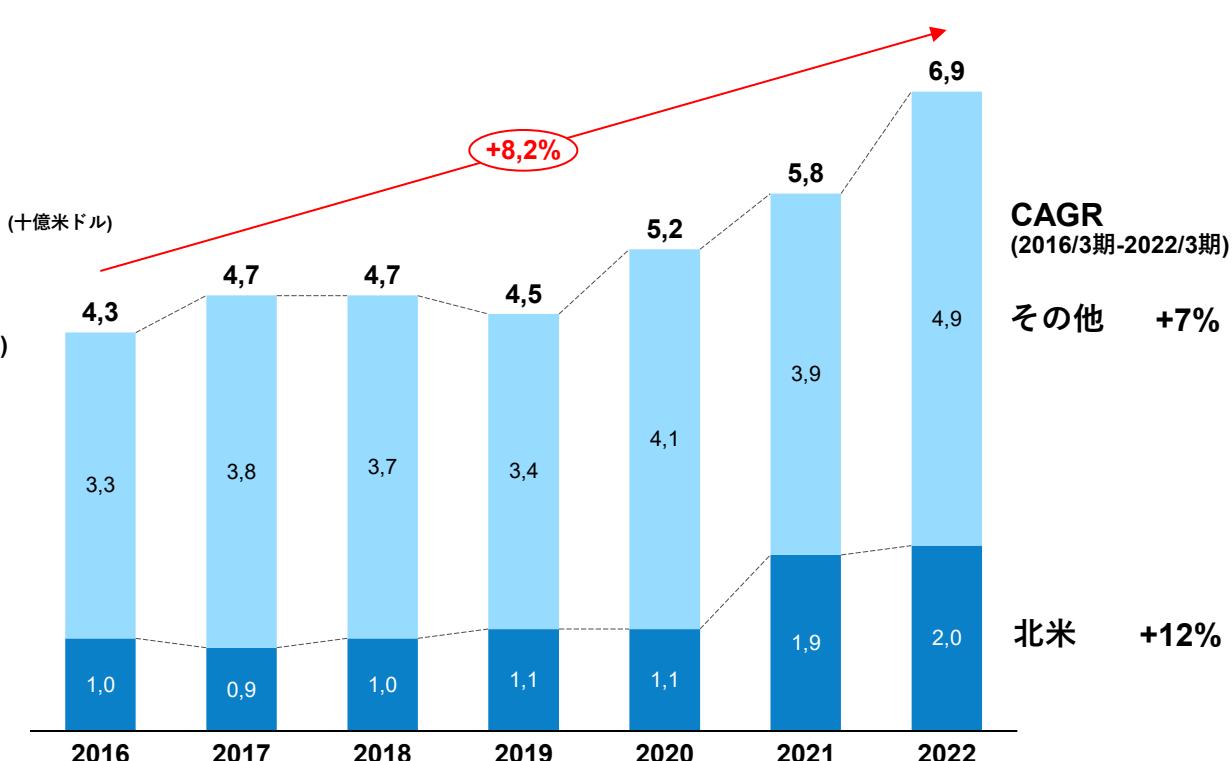
②出版事業：また、明確な成長ドライバーである海外展開におけるケイパビリティを有しておりません（1/4）

海外市场は国内市場よりも高い成長率を実現し、規模も国内を上回っており、海外展開は成長における重要なドライバーとなっている

国内のコミック市場規模¹推移（2016/3-2022/3）



海外のコミック市場規模¹推移（2016/3-2022/3）

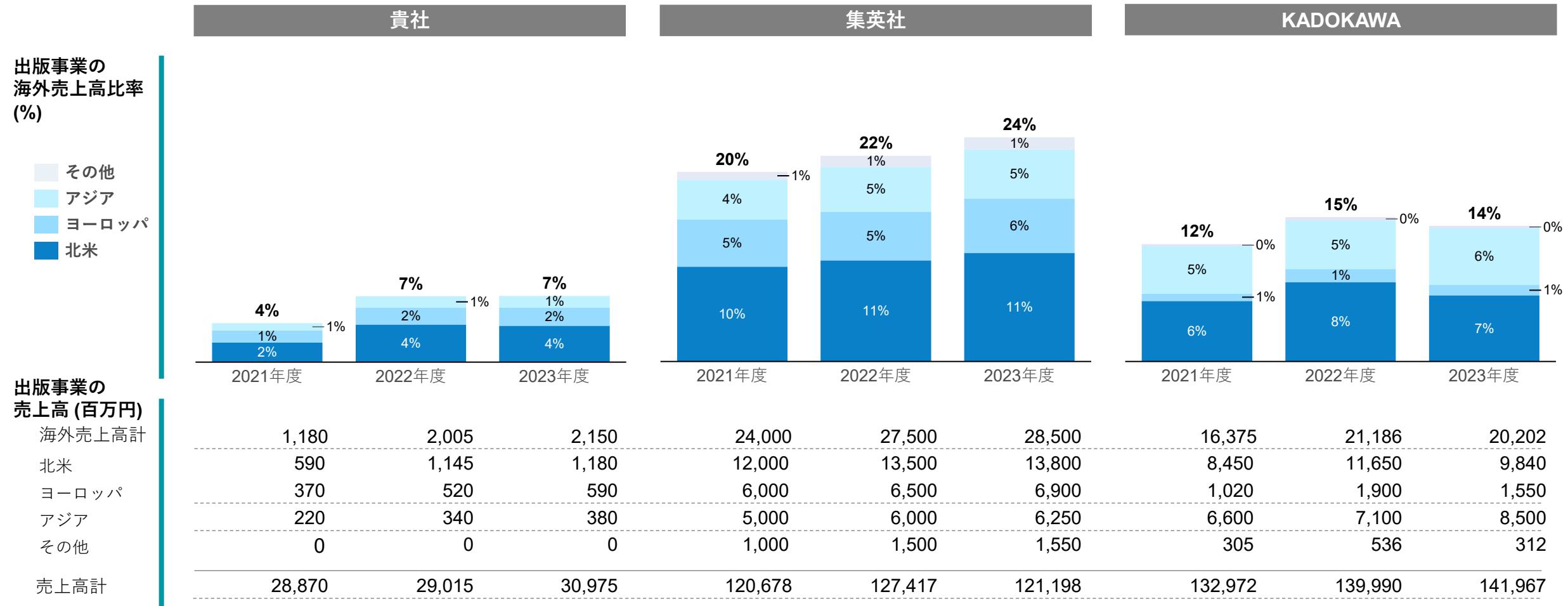


出典: JETRO 「プラットフォーム時代の韓国コンテンツの産業振興策および事例調査」（2022年3月31日）、出版指標年報、ICv2、有識者ヒアリング

注: [1] 市場規模数値は複数のレポートから算出した推定値となる。JETROレポートよりグローバルの市場規模数値を取得し、出版指標年報・ICv2のそれぞれから日本・米国の市場規模数値を取得し、残りをその他として算出

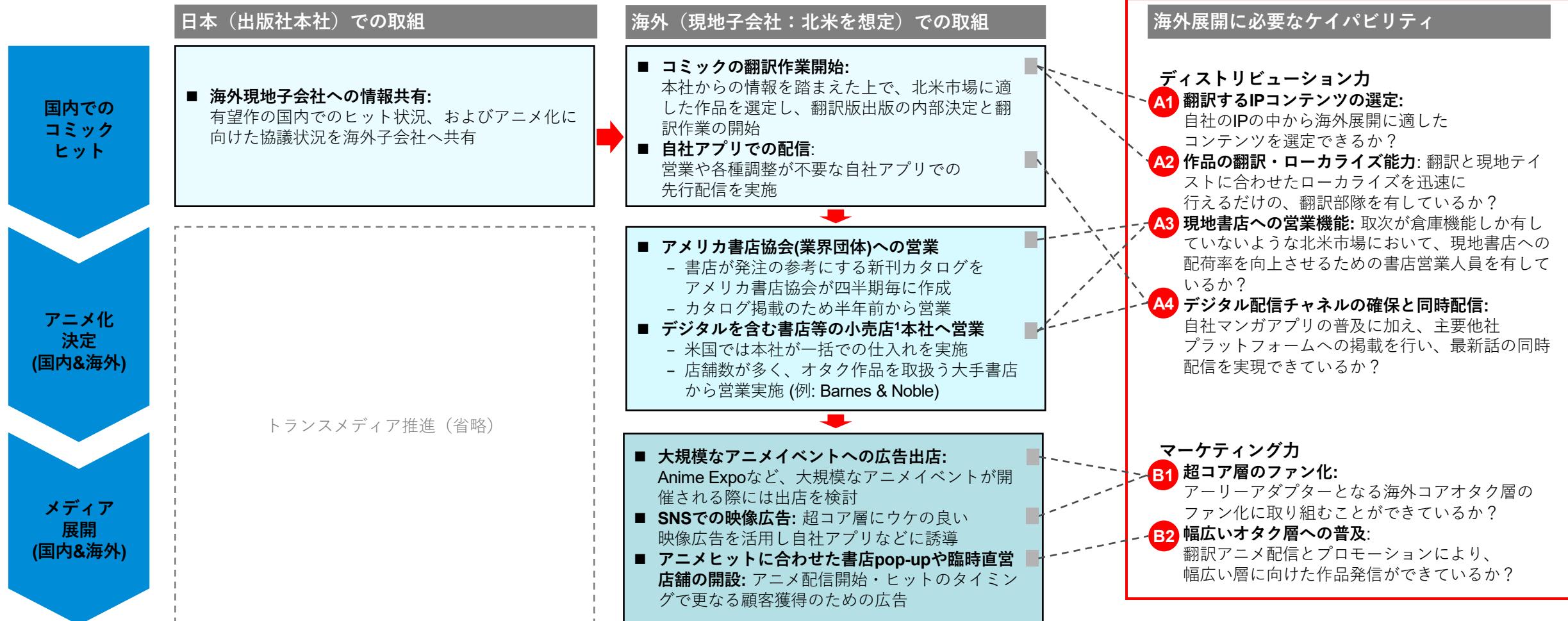
②出版事業：また、明確な成長ドライバーである海外展開におけるケイパビリティを有しておりません（2/4）

貴社の海外売上高比率は競合と比べても低く、海外展開余地は大きい



②出版事業：また、明確な成長ドライバーである海外展開におけるケイパビリティを有しておりません（3/4）

海外展開にあたって行うべき取組と、そのために必要なケイパビリティは以下の通りですが…



出典: 有識者ヒアリング

注: [1] デジタルチャネルとしてはKindleやRakuten Koboが想定され、書店以外の小売り実店舗としてはスーパー・マーケットが北米では有力チャネルとなる

②出版事業：また、明確な成長ドライバーである海外展開におけるケイパビリティを有しておりません（4/4）

しかし、海外展開に必要なケイパビリティを有しておらず、貴社傘下では将来的な海外展開も望めません

	海外展開に必要なケイパビリティ	業界ベストプラクティス	貴社
ディストリビューション	A1 翻訳するIPコンテンツの選定	■ 自社の現地法人によるIP選定、および海外をターゲティングしたIP制作	↔
	A2 作品の翻訳・ローカライズ能力	■ 作品の人気度に応じた翻訳水準の判断 ■ (低優先度作品では) AI翻訳の活用	↔
	A3 現地書店への営業機能	■ 主要な書店に加えてグロサリーストアへの流通確保	↔
	A4 デジタル配信チャネルの確保と同時配信	■ 主要なデジタルチャネルをカバー ■ 日本語最新話と翻訳版作品を同時配信	↔
マーケティング	B1 超コア層のファン化	■ 宣伝イベントの開催 ■ SNSでの映像広告で自社アプリへ誘導	↔
	B2 幅広いオタク層への普及	■ 翻訳アニメの配信とその広告: Crunchyrollと提携を行いアニメ化推進	↔

②出版事業：コアであるDE事業とのビジネスモデル上のシナジーはほぼ発揮できておりません

唯一、IP資産の相互融通によるシナジーが考えられます...

- DE事業と出版事業の間にはIP資産の融通によるシナジーが想定される

"IP資産を利用する点で類似性があり、ゲーム事業と出版事業で相互にIPを融通することによる収益機会の拡大がうかがえる"

— [REDACTED] 元従業員

- しかし、上記以外の売上シナジーやコストシナジーは望みにくい

"出版とゲームそれぞれのエンドユーザーは類似しているものの、直接顧客に営業や販売をしているわけではないので、クロスセルなどで売上シナジーを出すのは難しい"

— [REDACTED] 元従業員

"出版事業とゲーム事業の間でサプライチェーンの類似性は低く、コストシナジーも見込めない"

— [REDACTED] 元従業員

ゲームと出版の間でIP活用の相性は悪く、大きなシナジー効果は期待できません

- ゲームIPの出版事業への活用機会は限定的

"スクエニは（中略）ゲームと出版の間のシナジーがあるようには見えない。それそれが独立したビジネスとなっており、（中略）シナジーがあるとすれば、攻略本の出版くらい"

— [REDACTED] 元従業員

"ゲームIPを出版物化する場合、ゲームの構成要素のうちキャラクターと世界観ぐらいしか活用できない。もし出版物化しても売れるかどうかは結局作家の腕次第で、人気ゲームのIPだから売れるということはないだろう。"

— [REDACTED] 元従業員

- 出版IPのゲームへの活用機会も限定的

"出版IPのゲーム展開も大成功するのは難しく、ファンコンテンツとしての立ち位置しか期待できない（中略）のは、原作者との兼ね合いに問題があるから。出版IPは原作にストーリーが付与されており、外れることが許されないので自由度が低く、ゲームとしての面白みに欠けやすい。出版IPのゲーム展開の成功のためには原作者の切り離しが重要だが、契約上極めて難しい。"

— [REDACTED] 元従業員

"出版IPをゲームに活用しようにも、世界観とキャラの絵柄ぐらいしか転用できるものもなく、ゲームとして大事な要素が足りない。ゲームはゲーム体験がよいから売れるのであって、人気キャラが登場するから売れるということではない。"

— [REDACTED] 元従業員

シナジーは明らかに乏しく、資本コストの上昇による価値毀損の補填には至らないものと考えます

免責事項



免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、株式会社スクウェア・エニックス・ホールディングス（以下「スクウェア・エニックスHD」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte. Ltd.は、スクウェア・エニックスHDの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、スクウェア・エニックスHD 並びにその子会社及び関連会社（以下「スクウェア・エニックスHD」とあわせて「スクウェア・エニックス・グループ」）の事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte. Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte. Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、スクウェア・エニックスHDの株主総会における議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte. Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、スクウェア・エニックスHDの株主が保有する議決権の行使につき、スクウェア・エニックスHDの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、スクウェア・エニックス・グループの事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他のスクウェア・エニックスHDの株主を通じて、スクウェア・エニックスHDの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、スクウェア・エニックス・グループの事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品を購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人も依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案、もしくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報及びインタビュー結果（いずれも3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実に厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠するべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

免責事項

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されているスクウェア・エニックス・グループ及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます。）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます。）の全部もしくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人にも通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（以下「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

3DIPは、インタビューにおける回答及び外部調査会社から取得した情報を前提とする一定の推定、仮定及び想定に基づいて、スクウェア・エニックス・グループに関する3DIPの分析結果を記載していますが、当該回答及び情報の真実性及び網羅性について確認することはできず、それについて一切の表明を行わず、責任を負うことありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

3DIPは、現在、スクウェア・エニックス・グループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、スクウェア・エニックス・グループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、スクウェア・エニックス・グループの財政状態及び戦略的方向性、スクウェア・エニックス・グループとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、スクウェア・エニックス・グループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます。）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（スクウェア・エニックス・グループの有価証券を含みます。）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、スクウェア・エニックス・グループに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。