

ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社株主総会議事要旨

日時：2025年3月28日 10時00分～12時00分

場所：グランドプリンスホテル新高輪 国際館パミール

1. 監査役の監査報告
2. ナレーションとスライドによる報告事項の説明
3. 議長（森下社長）による決議事項（会社提案の議案）の説明及び株主提案に反対する取締役会意見の説明
4. ストラテジックキャピタル丸木による決議事項（株主提案の議案）の説明

<株主提案を行った背景について>

我々は、当社の企業価値・株主価値の向上の方法としては、本当は適切なパートナーと資本提携を行うことがベストであると考えています。当社には素晴らしい IP・知的財産があるが、それを生かしておらず、現在の経営を継続して価値を向上させていくのは困難であると考えからです。しかし、仮に上場を継続するのであれば、取締役報酬がバナンスの改善、規律のあるバランスシート、緊張感のある開発への取組みなどが必要であると考え、株主提案を行いました。

第3号議案から第5号議案までは、森下社長及び当社取締役の報酬に関する議案です。森下社長の報酬は過去10年間で1.2億円から3.4億円へと2.8倍となった一方、営業利益は69%減、時価総額は80%減と大幅に減少しました。招集通知に記載された議案の説明は23/12期までなので、24/12期までだと、営業利益も80%強減少しています。

株主は資産価値が1/5になった一方で、なぜ社長の報酬が2.8倍になるのか、全く理解できません。報酬とは、過去の業績に対するものではなく、現在の業績に対するものです。社長の報酬は、最低限の生活のための固定報酬以外は、業績と株価に連動したものとすべきです。

第3号議案

代表取締役の固定報酬の変更理由の開示を固定報酬支給の条件とする議案です。

業績と株価が下落し続けたにもかかわらず、森下社長の固定報酬は、2014年の1.21億円から2023年12月期には1.82億円に増加していますが、何らの合理的な説明もされていないのです。取締役会の反対意見の中でさえ、報酬を引き上げた理由について記載がなく、開示する以前の問題として、適切な議論がなされてきたのかさえ判然としません。報酬を上げたいのであれば、引き上げの妥当性を検証すべきであるし、それを株主に説明するべきであります。

第4号議案

取締役に対する業績連動報酬は、ROE10%以上かつ前年を上回らなければ発生しないものとする議案です。固定報酬の上限は現在の3億円から1.5億円に減らしますが、業績報酬の上限を1.5億円から3億円に増やします。

業績連動報酬を単に連結営業利益の0.5%とするだけでは、黒字であれば報酬が発生することになり、当社の取締役にとっては業績を向上させるインセンティブとしての効果が低いと思います。現に当社の業績は右肩下がりが続いています。しかし、招集通知24頁にある通り、2023/12期に業績連動報酬が導入されたこととたん、営業利益が横這いであったにもかかわらず森下社長に76百万円が追加で支払われることとなってしまいました。

我々の提案では、恒常的にROE10%以上の水準を維持した上で、さらにROEを高めていかなければ業績連動報酬が支払わないこととなるため、取締役の業績向上へのインセンティブが働くことになると考えています。

第5号議案

株式報酬として、年額20億円または5年間で100億円を上限とし、この間に当社の株価のパフォーマンスがTOPIXを上回れば支給されるものとする議案です。最大でも5年間で発行済株式の0.9%相当の株数ですので、TOPIXのパフォーマンスを大きく超えるのであれば株主としても許容できるものと考えます。

現在の株式連動報酬は、1円で当社株式を取得できるオプションが与えられています。1円で買える権利なので、当社の株価を上昇させるインセンティブに全くなっておらず、現に株価は下がったままです。株価のパフォーマンスがTOPIXを上回れば支給され、さらに、かつてのバズドラに匹敵する新たなゲームを開発できれば、最大で年間20億円、5年で100億円が支払われることとなりますから、取締役に株価を上昇させるインセンティブが働くものと期待できると考えております。

第6号議案

配当金を一株当たり318円から当社取締役会が決定した配当金60円を差し引いた258円を追加で支払うとの提案です。

この議案を作成した時点では単体で2023/12期の現金が889億（注：2024/12期では長期性預金400億円を含めて846億円）でした。この議案は単年度の配当ではありますが、この現金の20%を5年間にわたり継続的に配当することを求めたいと思います。当社はこれまで約13年間で1000億円を超える開発資金を投じてきましたが、全くヒット作を生み出せていないのです。現状では、当社はゲーム開発会社としての存在意義はありません。もちろん、全てのゲーム開発が上手くいくわけではなく、この業界の企業にはある程度のキャッシュが必要なことは理解しております。しかし、当社は、キャッシュが潤沢にありすぎるために甘えが生じ、他のゲーム会社ではできている規律のある開発ができていないと考えざるを得ません。緊張感のない現状を抜本的に改革するきっかけとなって欲しいと考えて提案しました。

第7号議案

当社の配当金の決定は取締役会で行われていますが、今後は原則として株主総会で決定することとする議案です。

当社は長期間にわたりヒット作が無くても問題ない過剰な、過剰過ぎる現預金を有しており、これは、配当政策に対する株主の意見が十分に反映されていなかったと考えられるためであります。

第 8 号議案及び第 9 号議案

自己株式の消却を、取締役会ではなく株主総会で決定できることとし、全ての自己株式を消却するという議案です。

この議案を提案した時点では、当社は発行済株式数の 32.8%もの自己株式を保有していました。当社はこれを将来の M&A の際の対価として使うことを想定しているようですが、これはぜひとも止めていただきたいです。理由は、①当社は、現金を浪費はしても開発はできず、それでも現金を積み上げてきたわけです。その当社が、M&A によって買収した企業の価値を向上できるとは全く期待できません。当社は買収される立場であると思います。②万一、買収する機会があるとしても、株主にとって希薄化をもたらす自己株式処分ではなく、潤沢に保有している現金を使うべきであります。

そこで、まず、株主総会で自己株式を消却できることとし、第 9 号議案をもって、自己株式を全て消却するとの提案をいたしました。

5. 質疑応答

(以下は、ストラテジックキャピタル (以下、SC) の発言及びそれに対する会社側の回答のみを記載)

我々の株主提案に対する対応について

<SC>

我々は株主提案を提出した場合、他の株主に我々の提案をお知らせするために株主名簿の閲覧謄写請求を行うのが常であります。しかし、当社にはなかなか株主名簿の閲覧謄写に応じていただけませんでした。私のこれまでの経験では、これほどまでに株主名簿の閲覧謄写に抵抗されるのは 25 年振りの 2 件目です。25 年前は、我々は裁判所に仮処分を申し立てて速やかに閲覧謄写ができました。これは会社法で認められた株主の正当な権利でありまして、近年では、どの企業も非常に円滑に株主名簿を見せていただけます。

しかし、当社は強く抵抗されたため、我々は裁判所に株主名簿閲覧謄写の仮処分を申し立てる準備をしたわけですが、結局は株主名簿の写しをいただくことになりました。何のためにこんなに時間をかけて抵抗したのか理解に苦しみます。当社の弁護士は、株主名簿閲覧謄写請求の実務慣行をご存じない経験不足の方か、または、知っていて時間を長引かせて自らの弁護士報酬を高めようとしているか、のどちらかでしかありません。

また、株主提案の第 3 号議案について、議案として取り上げるには適法性に疑義があるとのこと対応で、文言について我々が速やかに修正した後も、株主総会招集通知に掲載されるか否かが判らないという対応が長く続き、我々は裁判所に仮処分を申し立てました。結果として裁判所で審理される直前に議案として株主総会招集通知に掲載されることになりました。招集通知の 18 頁によれば「株主総会における審議の対象とすることが株主の皆様のご共同の利益に資すると考え、当社は、議案として取り上げることにした」らしいです。そうであるなら、

何のために我々の提案議案に難癖をつけたのでしょうか。これも当社側の同じ弁護士のご指導であったはずですが。

当社も弊社も時間と弁護士費用の無駄であり、当社については株主の資産である当社の財産からこのような弁護士に報酬が支払われることは大変もったいないことです。

私は、このように株主の権利行使を徒に妨害する行為に対し、怒りを禁じえません。無能な弁護士のアドバイスを聴いて、株主に嫌がらせをして、拳句の果てに株主の資産の一部から株主の権利行使を妨害した会社側の弁護士に報酬が支払われるのです。質問は、現在の弁護士を今後は使わないこととし、これからはもう少しまともな弁護士を使ってはどうでしょうか。

<吉田取締役>

株主名簿の閲覧謄写に際した、誓約書のやりとりに関するご指摘かと思います。株主名簿は重要な個人情報を含む文書であるとか、情報提供に関する誓約書への署名が必要であると判断し、貴社へご誓約を依頼させて頂いた。誓約書に関する一連のやり取りは、株主名簿の閲覧謄写に必要な手続きであると認識しておりますので、貴社からの株主名簿閲覧謄写請求に対し、弊社が徒に抵抗したという認識はございません。

また修正後の3号議案について、修正後の株主提案議案を総会議案として取り上げるということにつきまして、招集通知が開示されるより前に、弊社より提案株主様に連絡しなければならないという法的な義務はないと認識しております。

株主との面談について

<SC>

森下社長が開発の責任者でもあるということについてお話しする。我々は、森下社長との面談は「開発責任者を兼任しており多忙」との理由でずっと断られ続け、坂井 CFO としかお会いできていません。社外取締役との面談を希望しても宮川取締役だけとしかお会いできず、他の3名の方とはお会いできておりません。忙しいから第2位の株主と会えない。そんなことがあるのでしょうか。

当社のコーポレートガバナンス報告書の記載では、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGC」といいます。）原則5-1-①はコンプライされています。すなわち、当社は、「株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべき」という原則を遵守することになっているのです。現状は、当社のコーポレートガバナンス報告書の記載は虚偽記載状態にあります。

そもそも、株主と面談することは、取締役の業務の一部です。IRの責任者は社長なのです。時間が割けないのであれば、取締役になるべきではなりません。森下社長は、社長のみならず取締役も退任して開発責任者に専念できれば良いでしょう。

そこでお尋ねしたいのは、我々の提案の反対意見に「森下社長は業績に多大な貢献を果たしておられた」と過去のことを書かれておられた。先ほど説明した通り、ここ10年間で時価総額も営業利益も5分の1になった。開発してもヒット作が出ていないから。開発の責任者として、社長として責任は感じられておられないのか。反省点はないのか。社長の考えをお伺いしたい。

<森下社長>

社長としてというよりも、1人のクリエイターとして責任を感じています。常に反省もしています。我々がゲームを作るにあたっては、長い期間をかけて大人数で開発をしているので、スタッフのモチベーションにすごくかかわってくる。勿論、業績という側面もありますが、全てのステークホルダーから見た観点からそれぞれに対する責任を感じています。

ヒット作が出ていないという話をされていますが、そういう話で言うとヒット作はどこからがヒット作なのかとなる。パズドラがヒット作ということになってしまうと、世の中にあるものは全部失敗しているものになってしまう。そういう意味では、我々の中でパズドラというのはどうしても目立ってしまいます。野球で言うならホームランだが、ヒット・タイムリー・ツーベース・スリーベース・バントヒットもあるかもしれない。ヒットという中には、きちんと利益を上げているタイトルもある。

さらに言うならば、ラグナロクオンラインは22年間において収益の柱としてずっと成功してきました。

色々なタイトルの中で、コンソールゲーム、皆さんにわかりやすい言葉でいうと家庭用ゲームソフト、そういったものについてはシリーズがナンバリングします。1本タイトルがヒットすると2・3・4・5と、どんどんナンバリングが出ていきます。このビジネスモデルとオンラインゲームにおけるビジネスモデルは、非常に違うようで、実は同じようなものです。

ある一定期間ソフトを売って次またソフトを出すという形と、オンラインゲームの長く継続する形は異なるように見えます。ただ、我々は2・3・4というタイトルを作るのではなく、その1本のオンラインゲームを長く成功的に導くために、日々運営をしています。なのでビジネスモデルとしては違うように見えて、ゲームとしての開発・運営は続いています。常にマラソンです。終わらないマラソンをずっと続けています。パズドラで言えば、13年間。ラグナロクで言えば、20年以上。その中で開発をして、どのような新しい機能が必要なのか、お客さんはどのようなことを求めているのか、ということを常に考えています。

このような、既存価値を常に最大化していくための努力ともう一つは、新規のIPを生み出す。これは非常になかなか難しい。業界のことを皆さんはご存じではないかもしれませんが、人とお金があれば新規IPは作れるのではないか、という意見も外からは良く聞きます。お金は大事ですが、人、優秀な開発者が居れば良い、という話でもない。一人一人が人間で、一人一人が様々な感情を持っている。1タイトルを作るのに、50人、100人が関わって、それぞれが一緒にみんなで作っています。野球であれば1軍2軍も含めて、1つのチームとして本当に1つにならないと良いゲームは作れません。先ほど言った「人」、「お金」に加えて、アイデアの3つが上手くかみ合って、更に時代のタイミングがドンピシャで重なったときに初めてホームランと呼べるほどの大ヒットが出ます。

パズドラに匹敵するゲーム開発が出来ていないという論点については、ごもっともだと思います。ですが、そういったものを作り出していくための開発体制、また開発の人員とのコミュニケーション。例えば、一人一人の開発者に対して、業務上でないプライベートの問題についても、相談に乗り、解決してモチベーションを落とさないようにしている。こういったことが日々大事なんです。先ほど言ったパズドラに関しても、リリース当初に社会現象を起こすということがありましたが、長期的に遊んでいただけるようにしていく。

そういった意味では、新規のホームランはまだちょっと出せていないが、ヒットは確実に出ている。海外も含めて、

実績はきちっと出てきています。我々として責任、やっぱりクリエイターとしてヒットが出ないことはショックです。長い期間やってきたこと、考えてきたこと、長いこと一緒にやってきた仲間のことを考えると、うまくいかないことについてはショックであり、責任を感じます。ただし、従業員にその責任を転嫁することは一切ないです。そういう責任感をもってゲームを作っています。

もうひとつ言うと、ゲームを作るということが非常に難しい。ゲームは絶対に作り上げられるわけでもない。我々としては、できる限り、まずは自信をもってゲームを出していける開発体制、開発の人員との人間関係、これらをきちっと構築して、皆さんが心配ないように取り組んできたいと考えています。

またお会いしていない、という点については、決算説明会には出席していて、株主様のご質問等にも応じています。なので株主様との対話に応じていないわけではない。ただ先ほど申し上げた開発体制の関係で、開発にハンズオンで取り組んでいる関係で、投資家との面談に割ける時間が極めて限られてしまっています。あくまでも当社の外国の機関投資家を中心に、多数の機関投資家との IR・SR 面談を実施しています。その対話に要する時間が問題となることから、坂井 CFO や、IR の専門部署が中心となって対応しているのが実情です。

原悦子社外取締役への質問

<SC>

まだたくさんお話ししたいことがあるが、いくつか簡単に意見をして、最後の質問をいたします。先ほどから森下社長の話を聞いていますと、開発チームの皆さんに対する思いなど、色々お考えになっていることは伝わってくるが、株価が下がっていることについての言及はなく、非常に残念であります。やはり開発に専念していただいて、取締役会はその結果を評価するという形の方が良いのではないかと。社外取締役の皆さんにもぜひ検討していただきたい。昔から言われている通り、社長を交代できるのは社外取締役であります。

最後の質問をさせていただきます。我々の株主名簿閲覧謄写請求にて抵抗し、我々が提出した議案の適法性に疑義があると当社にアドバイスしたのは、アンダーソン・毛利・友常法律事務所であったと理解しています。当社の常勤の役職員は必ずしも会社法の専門家ではないかもしれませんが、法令を遵守するために必要なアドバイスを得たのであれば株主としても文句を言う筋合いではありません。しかし、明らかに不要な時間稼ぎ＝弁護士自身の利益の最大化、のためとしか考えられません。私は 25 年投資運用をやっているが、こういうことを株主総会で言うのは初めてです。それぐらい酷いと思います。

質問は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、原取締役が所属しておられる事務所ですが、私が指摘した、株主の権利行使を不当に妨害して株主の資産から報酬を得る弁護士・及び弁護士事務所についてどうお考えになりますか。また原取締役は何故、我々との面談を拒否されたのでしょうか。今後会っていただける可能性はあるのでしょうか。

<森下社長>

吉田取締役から回答をお願いします。

<SC>

回答は自由ですが、吉田取締役には聞いていません。

<吉田取締役>

1つ目の権利行使の妨害をしているのはアンダーソン毛利か、という質問については、そのような事実はございませんので私から回答させていただきます。2つ目以降のご質問に関しましては、議長に戻します。

<森下社長>

原取締役からよろしくお願いします。

<原取締役>

株主の権利行使については、先ほど社長からお答えした通りでございます。私は社外役員として独立性・客観性を持った立場から取締役会で発言をさせていただいておりまして、客観性・透明性のある手続きに従って取締役会の運営に貢献しています。

<SC>

今後会っていただく可能性はありますか。

<原取締役>

お会いできていないということにつきましては、スケジュールの問題という風に考えておりますが、株主様との対話は非常に重要であるという風に認識しておりますので、今後適切に対応させていただきたいと考えている。

5.我々の議決権行使について

弊社の議決権行使基準に基づき、第1号議案に反対、第2号議案から第9号議案までに賛成する。

6.採決

第1号議案から2号議案まで可決、第3号から8号議案は否決。第9号議案は8号議案が否決されたので採決されず。

以上