

各位

2025年7月23日
株式会社ストラテジックキャピタル
代表取締役 丸木強
MAIL : info@stracap.jp

ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社（東証プライム：コード3765）に
対する臨時株主総会の招集請求について

弊社は、INTERTRUST TRUSTEES (CAYMAN) LIMITED SOLELY IN ITS CAPACITY AS TRUSTEE OF JAPAN-UP（以下「ファンド」といいます。）と投資一任契約を締結しており、ファンド及び弊社（以下「SC」又は「提案株主」と総称します。）は、ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社（以下「当社」又は「ガンホー」といいます。）の株式を約8%保有しています。

SCは、今般、当社に対し、臨時株主総会の招集を請求する書面を発送しましたので、本件詳細を下記のとおり公表いたします。

記

SCが提案する議題及びその概要

議題1. 定款一部変更（取締役解任決議要件を加重する条項の削除）の件

（概要）取締役の解任決議は、議決権の3分の2以上ではなく、会社法の規定どおり議決権の過半数をもって行うように定款を変更すること。

（※）定款に規定が無ければ、取締役の解任決議は議決権の過半数で行うことが可能ですが、ガンホーは定款において議決権の過半数ではなく3分の2以上に解任決議の基準を引き上げる規定を定めているため、本議案ではこの規定の削除を求めています。

議題2. 取締役森下一喜解任の件

（概要）森下一喜代表取締役社長 CEO（以下「森下氏」といいます。）を取締役から解任すること。

臨時株主総会の招集を請求する背景

問題点（1）：短・中・長期いずれにおいても一貫して業績及び株価が低迷していること

ガンホーは、過去1年、2年、3年、4年、5年、6年、7年、8年、9年及び10年のいずれの期間を基準としても、その株価パフォーマンスはゲーム大手（注）を下回ります。過去10年間だけを見ても、株価パフォーマンスはゲーム大手は+258%～+1780%であったのに対して、ガンホーは▲35%と劣後しています。

また、時価総額や営業利益も、この10年間におけるガンホーの凋落を示唆しています。

■時価総額：▲67%：4,567 億円（2015 年 6 月末）→1,496 億円（2025 年 6 月末）

■営業利益：▲75%：724 億円（2015 年 12 月期）→174 億円（2024 年 12 月期）

森下氏は、ガンホーの経営者として、ガンホーの業績及び株価の低迷に責任を負わなければなりません。

問題点（2）：森下氏はガンホーを「一発屋」たらしめた責任があること

ガンホーは「パズドラ」を 2012 年にリリースしてから 13 年にわたり次のヒット作を生み出せていない、いわゆる「一発屋」となっています。ガンホーが「一発屋」となった原因は、ガンホーの経営者である森下氏が、他のゲームクリエイターではない「一発屋」のゲームクリエイター、つまり森下氏自らにゲーム開発の全権を与えたことに起因します。

森下氏は経営者として、次のヒット作を生み出せる適切な人物にゲーム開発の権限を与えず、ガンホーをも「一発屋」たらしめた責任があります。

問題点（3）：森下氏が経営するガンホーに対して市場は期待していないこと

ガンホーの時価総額（＝株主価値）は、2025 年 6 月末時点で 1,496 億円であるのに対して、同年 3 月末時点でガンホーが保有する現預金は 1,366 億円と時価総額の約 9 割に相当します。つまり、ガンホーの株主価値のほとんどは、現在保有する現預金の価値に過ぎないのです。

株主価値は、会社が将来生み出すキャッシュ・フローに対する期待も織り込んで算定されますが、ガンホーにおいては将来のキャッシュ・フローなどほぼ存在しない、すなわち次のヒット作は生まれない「一発屋」であるということが織り込まれています。

森下氏は、ガンホーの経営者として、ガンホーに対する市場の期待を失わせ、株主価値を毀損してきた責任があります。

問題点（4）：森下氏は取締役として不適格であり代表取締役社長としても自覚に欠けること

上記に加え、以下の事実は森下氏が取締役として不適格であり、かつ、代表取締役社長としてもその責任を全く自覚していないことを示しています。

■この 10 年間で、森下氏の報酬は 2 億 1,100 万円から 3 億 2,900 万円に増額されていること（なお、任天堂の代表取締役社長の報酬は 2 億 6,300 万円）

■業績貢献に乏しく株主価値向上に寄与していないタイトルについて、採算やユーザー獲得の観点からヒット作であると主張していること

■開発に専念するため、との理由で第 2 位の株主である SC との面談を拒否し続けていること

■「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、具体的な対応方針を開示していないこと

問題点（5）：森下氏は、真に独立性のある社外取締役の数（2 名）を全取締役数（10 名）の 3 分の 1 未満とした取締役会構成に対して責任があること

森下氏は指名・報酬委員会委員長（当時）として、以下の社外取締役 2 名を指名し、真に独

立した社外取締役が不足する取締役会としたことに責任があります。

■田中晋氏：任天堂において要職を歴任しました。ガンホーは任天堂とコンシューマゲームの開発・販売許諾に関する契約を締結するなど、ガンホーにとって任天堂は取引金額が僅少であっても重要な取引先であるため、真に独立性があるとはいえません。

■原悦子氏：アンダーソン・毛利・友常法律事務所（現アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業）（以下「AMT」といいます。）のパートナー弁護士です。AMTはガンホーにおける重要な意思決定に過去複数回関与しており、真に独立性があるとはいえません。

また、ガンホーは「第28期定時株主総会招集ご通知」において、任天堂とガンホー、AMTとガンホーの関係性について重要な情報を記載せず、森下氏には、社外取締役の独立性に関する重要な情報を株主に提供しなかった責任もあります。

（注）ゲーム大手は、カプコン、コナミグループ、任天堂、バンダイナムコホールディングス、ソニーグループ及びスクウェア・エニックス・ホールディングス（会社法人種別の記載は省略）。

各議案の詳細な説明は、後日開設予定の特設サイトをご参照ください。

以上

（添付資料）SCが提案する議題の内容（全文）及び理由（全文）

第1 株主総会の目的である事項

議題1

定款一部変更（取締役解任決議要件を加重する条項の削除）の件

議題2

取締役森下一喜解任の件

第2 議案の要領

各議案において記載する会社数値は（単体）と記載がない限りは全て連結計算書類に基づいている。会社名を記載する場合、会社法人種別の記載は省略している。

第1号議案（議題1にかかると議案）

定款一部変更（取締役解任決議要件を加重する条項の削除）の件

現行の定款の第21条を以下のとおり変更する。（下線は変更部分を示す。）

現行定款

（選任および解任）

第21条 （略）

2. （略）

3. 当社の取締役の解任決議は、議決権を行使することができる株主の議決権の3分の1以上を有する株主が出席し、その議決権の3分の2以上をもって行う。

変更案

（選任および解任）

第21条 （略）

2. （略）

（削除）

第2号議案（議題2にかかると議案）

取締役森下一喜解任の件

取締役森下一喜を解任すること。なお、第1号議案が可決された場合、第2号議案については、普通決議によって可決されることとなる。

第3 提案の理由

1. 第1号議案について

本議案は、当社における取締役解任決議の要件を、現在の特別決議から普通決議に変更することを求める議案である。

(1) 取締役の保身につながる事

取締役解任について、会社法は普通決議によるものと定め、ただし、定款において要件を加重することができるとしているところ、当社は取締役解任決議の要件を定款によって加重し、特別決議によるものとしている。しかし、このような加重された決議要件は、過半数の株主が特定の取締役の解任に反対した場合でもなお、当該取締役が取締役としての地位を維持し続けることを意味しており、現任取締役の保身につながるため、会社法の定める原則である普通決議の要件に戻すべきである。

(2) 株主による追加の取締役選任を困難にしている事

2025年6月末現在、当社取締役会は、定員10名に対して現任が10名となっている。したがって、現任取締役の任期中に臨時株主総会の招集請求などを通じて株主が追加で取締役の選任を求める場合は、定款変更又は現任取締役の解任といういずれも特別決議を要する議案を上程する必要があり、株主による追加の取締役選任を困難にしている。

(3) 結論

取締役の解任に特別決議を要する旨の定めは、当社のガバナンスの改善及び株主価値向上の妨げとなるのみであるため、定款から削除し、取締役の解任は普通決議によって行うことを求める。

2. 第2号議案について

本議案は、当社代表取締役社長兼CEOである森下一喜氏（以下「森下氏」という。）の解任を求める議案である。

(1) 森下氏は当社の株主価値向上に失敗した責任がある事

森下氏は上場企業の代表取締役社長として、当社の株主価値向上に最大の責任を負う。しかし、当社はこの10年間で時価総額は4,567億円（2015年6月末）から1,496億円（2025年6月末）へと約67%下落し、営業利益は724億円（2015年12月期）から174億円（2024年12月期）へと約75%の減益となった。

世界のゲーム市場は10年間で4倍以上に成長し、ゲーム業界にとっては飛躍の機会であった。実際に、同期間の国内の大手ゲーム企業の株価パフォーマンスは、当社を除き以下のとおり、良好であった。

- ・当社：▲35%
- ・カプコン：+1780%
- ・コナミグループ：+721%
- ・任天堂：+693%
- ・バンダイナムコホールディングス：+473%
- ・ソニーグループ：+352%

・スクウェア・エニックス・ホールディングス：258%

(注：過去10年の代わりに、過去1年、2年、3年、4年、5年、6年、7年、8年及び9年のどの期間の株価パフォーマンスを用いても、上記の会社に対して当社は劣後している。)

つまり、森下氏は、業界全体が安定して高い成長を続けた極めて恵まれた環境において、当社の株主価値を毀損してきたのである。

したがって、森下氏は当社の代表取締役社長として、当社の株主価値向上に失敗し、当社を衰退させた責任を自覚し、本来は取締役の職を自ら辞すことによって、代表取締役の座を降りるべきである。

(2) 森下氏は経営者としての役割を果たせず当社を「一発屋」たらしめた責任があること当社が株主価値向上を実現できない最大の理由は、当社がパズル&ドラゴンズ（以下「パズドラ」という。）を2012年にリリースしてから13年にわたり、次のヒット作を生み出せていない、いわゆる「一発屋」であることに帰結する。

そして、当社が「一発屋」へと凋落した原因は、代表取締役社長である森下氏が、「一発屋」のゲームクリエイター、つまり森下氏自らに、ゲーム開発の全権を与えたことにある。実際に、当社は有価証券報告書において、「新規ゲーム開発にあたって、同氏（森下氏）が企画・開発・監修まで全ての行程に携わる最高責任者であることから、同氏（森下氏）への依存度は高い」と開示している。

もっとも、森下氏がゲームクリエイターとして「一発屋」であることそれ自体よりもさらに大きな問題は、森下氏が代表取締役社長として、自分自身という「一発屋」のゲームクリエイターにゲーム開発の権限を集中して与えた結果、当社をも「一発屋」と評価される状態に陥らせたことである。

森下氏は経営者である以上、適切と信じた人物に当社の事業の根幹であるゲームの企画・開発・監修を任せて失敗した場合に責任を負う立場にある。そして、当社においては、森下氏は経営者として、自らがゲームの企画・開発・監修の任に当たり、その結果13年にわたり失敗を続けているのであるから、経営者としての責任を免れることはできない。

以上のとおり、森下氏が当社を「一発屋」たらしめた責任者である以上、森下氏は当社の取締役として不適格であり、森下氏を取締役から解任し、取締役としての地位を前提とする代表取締役社長の立場からも退かせるべきである。

(3) 当社及び森下氏は市場の信頼を失っていること

当社は、有価証券報告書において「同氏が当社グループでの事業推進が困難となった場合、当社グループの経営成績、財政状態及び今後の事業展開に影響を与える可能性がある」として、森下氏が当社の株主価値向上に大きな貢献をしているかのように記載している。

しかし、当社に対する市場の評価は、森下氏が株主価値向上へ何ら貢献していないことを示している。当社の時価総額、すなわち株主価値は、2025年6月末時点で1,496億円

であるのに対して、同年3月末時点で当社が保有する現預金は1,366億円と時価総額の約9割に相当する金額に達しており、当社の株主価値のほとんどは、現在保有する現預金の価値である。これは、市場において、当社に対して次なるヒット作は全く期待されていないことを意味するのであって、森下氏が当社の株主価値向上に大きな貢献をしているかのような有価証券報告書の記載は誤りである。

市場参加者が、ゲームクリエイターとしての森下氏を、次なるヒット作を生み出せない「一発屋」として評価し、またこのような「一発屋」にゲーム開発の権限を集中させている経営者としての森下氏の能力も信頼していない以上、森下氏の取締役退任によって当社の株主価値が毀損されるおそれはない。むしろ「一発屋」である森下氏の影響力を低減させることは、当社への信頼を取り戻す可能性を高めるものである。

(4) 森下氏は取締役として不適格であり代表取締役社長としても自覚に欠けること
森下氏がこの10年間で当社を衰退させたことは上述のとおりであるが、以下の事実は森下氏が取締役として不適格であり、かつ、代表取締役社長としてもその責任を全く自覚していないことを示唆する。

- ・この10年間で、森下氏の報酬は2億1,100万円から3億2,900万円に増額されていること（なお、任天堂の代表取締役社長の報酬は2億6,300万円である。）
- ・業績貢献に乏しく株主価値向上に寄与していない「サモンズボード」や「ニンジャラ」といったタイトルについて、採算やユーザー獲得の観点からヒット作であると主張していること
- ・コーポレートガバナンス・コード原則5-1（株主との建設的な対話に関する方針）をコンプライしている一方で、森下氏は開発に専念するため、との理由で第2位の大株主である提案株主との面談を拒否し続けていること
- ・「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、具体的な対応方針を開示していないこと

(5) 森下氏は当社取締役10名中、真に独立性のある社外取締役が3分の1未満となる2名に留まる取締役会構成に対して責任があること

2025年6月末現在、当社取締役会は10名で構成され、うち社外取締役は4名であり、全員が東京証券取引所及び当社の定める独立性に関する基準（以下「独立性基準」という。）を満たす独立役員として届出されている。しかし、うち2名については、以下に記載するとおり、真に独立性があるということとはできない。

① 社外取締役（田中晋氏）の独立性に疑義があること

田中晋氏は、任天堂において取締役、上席執行役員及び業務本部長といった要職を歴任した。

一方で当社と任天堂は、ゲーム業界におけるユーザーとプラットフォーマーの関係であり、コンシューマゲームの開発・販売許諾に関する契約を締結している。そして、当社は任天堂

のプラットフォームであるNintendo Switchにおいて、3タイトルをリリースしており、任天堂は、当社にとって重要な取引先である。なお、独立性基準においては、任天堂との取引金額が少ないことを根拠に任天堂を重要な取引先ではないと判断しているが、これは前述の3タイトルともに収益貢献が乏しいという当社の悲惨な結果を示しているに過ぎない。

したがって、任天堂の要職にあった田中晋氏については、真に独立性があるということではできない。

② 社外取締役（原悦子氏）の独立性に疑義があること

原悦子氏は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所（現アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業）（以下「AMT」という。）のパートナー弁護士として、AMTと深い関係を有する。

一方で当社は、AMTと法律顧問契約を締結している。また、AMTは、以下の事例に代表されるとおり、当社における重要な意思決定に関与してきた実績を有する。

- ・2013年のソフトバンクモバイルによる当社株式に対する公開買付けにおける当社の法務アドバイザー
 - ・2014年に当社がGGF B. V. の全株式をソフトバンクに譲渡した際の当社に対する法的助言
 - ・2015年の当社による自己株式の公開買付けにおける当社のリーガル・アドバイザー
- したがって、AMTのパートナーである原悦子氏については、真に独立性があるということではできない。

森下氏は代表取締役に加えて、2025年2月14日まで、指名・報酬委員会委員長も兼任していた以上、このような真に独立性があるということではできない候補者を社外取締役として指名したこと及び真に独立した社外取締役が不足する取締役会の構成としたことについて責任を負っている。

（6）森下氏は社外取締役の独立性に関する重要な情報を株主に提供しなかった責任があること

当社の「第28期定時株主総会招集ご通知」において、田中晋氏と任天堂の関係及び原悦子氏とAMTの関係については開示がなされているものの、当社と任天堂、当社とAMTの関係については、個別具体的な取引が記載されていないだけでなく、有価証券報告書や独立役員届出書には記載している重要な契約の存在さえも記載されていない。「第28期定時株主総会招集ご通知」では、両氏の独立性について「特別の利害関係はありません」と記載されたのみである。

森下氏は、当社の指名・報酬委員会委員長（当時）兼代表取締役社長として、社外取締役の独立性に関する重要な情報を株主に提供しなかったことに対して、責任を負っている。

第4 招集の理由

前記第3のとおり、森下氏は取締役として不適格であることから、取締役の解任を株主総会の普通決議によって実施できるようにしたうえで、森下氏を取締役から解任すべきである。現在も衰退を続ける当社にとって、ガバナンスを是正し、森下氏の解任を一刻も早く実行することが、株主価値のさらなる毀損を防止し、株主価値向上を実現するために必要不可欠である。

したがって、次回定時株主総会において、取締役の選任議案が諮られる前に、臨時株主総会の招集を請求する。

以上