

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：2026年3月30日 10時00分～12時15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（坂井社長）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

第4号議案

本議案は、当社の大株主である孫泰蔵氏が保有する株式を、会社が自己株式として取得することを求めるものです。

現在、泰蔵氏は当社の議決権の2割以上を保有しており、その賛否によって多くの株主総会議案の結果が左右され得る状況にあります。しかし同氏は取締役を退任した後も、長年にわたり会社提案に賛成し、株主提案に反対するいわゆる安定株主として行動してきました。その結果、経営陣に対する株主からの健全な監督や緊張感が十分に働いていない可能性があります。

例えば、昨年9月の臨時株主総会において、森下氏の社長解任議案は否決されましたが、泰蔵氏が株主提案に賛成していれば、可決していたわけです。

また、泰蔵氏は過去に当社株式を断続的に売却しており、保有株式を大幅に減らしてきましたが、将来も残りの株式が市場に放出される可能性もあります。このような状況は株価形成に不透明感を与え、株主価値を損なう要因となり得ます。

そこで本議案では、泰蔵氏が保有する株式を会社が取得し、株主構成の歪みを是正することを提案しています。これにより、経営陣が一般株主の意見により耳を傾けるようになることを期待しております。

第5号議案

本議案は、当社取締役会が決定した配当金90円に221円を追加で支払うことを求め、結果として年間の配当金を一株当たり311円とするものです。

当社の単体の2024/12期末の現預金及び長期性預金の残高は846億円、終わった2025/12期末でも670億円にのぼります。このとおり、当社は多額の現預金を保有しており、今年2月に公表した100億円を株主還元を使うこと及び配当基準であるDOE4%は、その規模に対して株主還元としては不十分と言わざるをえません。

2月13日の終値は2,588円であったところ、引け後の株主還元方針の発表後、2月18日の終値は

2,406 円まで落ち込み、2 月 13 日比で約 7%も下落しました。報酬制度の改訂、社長交代、増配などをご決断いただいたにもかかわらず、このような株価推移となったのは、ガンホーはここまでしかできないのかと投資家が絶望したからであるという他ありません。

当社はこれまで約 14 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おりません。それにもかかわらず、経営陣は膨らみあがった現預金の上に胡坐をかいて、全く緊張感を持った経営を行っていないのが実情です。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当然のように行われている規律のある開発が、まったくできていないのです。

そこで、当社が単体で保有する現預金の約 20%を配当することを求めることで、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本議案を提案しました。

第 6 号議案

本議案は、期末配当の決定を原則として株主総会の決議事項とするよう求めるものです。先に述べたとおり、当社は 2 月に株主還元方針を公表したにもかかわらず、株価は上昇するどころか、2,406 円まで下落しました。株価の下落は、投資家の失望を如実に表しています。このように、当社の取締役会では株主の意見が全く反映されていません。議決権行使を通じて当社の配当政策に対する株主の意見を可視化することを求めます。

第 7 号議案

本議案は、取締役会の議長を原則として社外取締役から選任するよう求めるものです。現在の当社では、取締役社長が取締役会の議事運営を主導しております。しかし取締役会は、本来、経営執行を監督する役割を担う機関です。監督される側の経営トップが議事運営を主導する体制では、取締役会が経営を十分に監督できないおそれがあります。

実際、当社では長期的な業績・株価低迷や資本効率の悪化、ヒット作の不足などの重大な問題が顕在化しているにもかかわらず、株主が納得のいく形での抜本的な改革はなされていません。これは、取締役会が執行側を全く監督できていないからであります。当社に潤沢に積みあがった現預金を失敗作の開発にじゃぶじゃぶ使っていく執行陣の軽率な行動を速やかに止め、規律あるゲーム開発の基準を導入していかなければならないはずで

す。

また、我々は、当社の株主価値向上のためには、資本及びビジネスのパートナーと組むなどの企業再編がベストではないかと考えております。そのためにも、業務執行取締役ではなく、企業再編の議論を一般株主の利益の観点から進めることができる社外取締役が取締役会議長を務めることが望ましいと考えております。

そこで、取締役会議長を社外取締役とすることで、経営執行から独立した立場で取締役会を運営し、監督機能を強化することを提案しています。

第 8 号議案

本議案は、取締役会長を原則として社外取締役から選任するよう求めるものです。当社は今年 2 月付で、森下氏が会長に就任されました。異動の理由として、森下氏が「ゲーム開発の指揮統括により一層専念するた

め」と書かれていました。しかしながら、本議案の取締役会反対意見には、会長は、(i)当社の「顔役」としての対外活動、(ii)当社の主要取引先などとの関係構築、(iii)社長等の役職員に対する助言・支援の役割を担う、とされており、森下氏の異動が「ゲーム開発の指揮統括により一層専念」する目的であるにもかかわらず、森下氏にこのような会長としての重い役割をいくつも課す当社の体制を変えなければなりません。

取締役会長を選任するのであれば、業務執行から独立し、経営陣から距離を保った立場の者が就任すべきです。

第9号議案

本議案は、重要なゲームタイトルについて売上高を開示するよう求めるものです。当社は現在、パズドラ及びラグナロクオンライン関連タイトル以外のタイトルから得られた売上については、開示をしていません。当社は、『ニンジャラ』などのゲームタイトルについて、成功作だと位置づけていますが、客観的に見ても当社がパズドラ以来ヒット作を生み出していないことは明らかです。成功作であるというのであれば、その根拠として売上高を開示すればいいのです。それにもかかわらず、当社は「売上を開示するとゲームの人气が実態以上に低下している印象を与え、ユーザー離れを招くおそれがある」などとしてタイトル別の売上高開示に反対しています。我々からすると、経営の失敗を隠蔽しようと必死になっているとしか思えません。

是非、ゲームタイトルごとの個別の売上高を開示していただき、投資家・株主に対して当社を正しく評価するための有益な情報提供をしていただくべきです。

5. その他提案株主による決議事項（株主提案の議案）の説明

6. 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）

新体制について

<SC>

2月13日に「新経営体制における経営方針」をご発表されました。その中で、坂井社長からのメッセージとして「これまで以上にリーダーシップを発揮し、より株式市場との対話を意識した経営の実現に尽力」するとありました。ヒット作を生み出せない当社への失望は、まさに株価の低迷という形で現在表れております。先ほど坂井社長からも、今後の会社の成長プランとしては、新しいゲーム作品をヒットさせることというお話もありましたが、今後森下氏がゲーム開発責任者としての適性がないと判断した場合には、坂井社長がリーダーシップをもって、ゲーム開発責任者を交代させる、森下氏をゲームプロデューサーから降板させる、そういったご判断をしていただけると期待してもよろしいでしょうか。

<坂井社長>

ただ今のご質問は、2月13日に新経営体制における経営方針を発表したが、ヒット作を出せない当社への失望が株価に表れている。今後、森下氏に開発者としての適性がないと判断した場合には、私がリーダーシップを執って開発体制を変更するかというご質問だと認識しました。

私から回答させていただきます。私としては、もちろん今までもずっと森下が最高開発責任者を担っています。実際、私は創業の頃から関わっていますが、最初の『ラグナロクオンライン』の開発体制は、海外、韓国で開発したものを、日本の総代理店として、日本の総販売代理店としての契約を勝ち取ると。そして、森下氏がそのマーケットを広めてきた。そういうのを見てきています。

そして、『パズドラ』も生まれた。2012年の2月にiOS、そして2012年の9月Android。その時に、非常にもう『ラグナロクオンライン』を超える売り上げになってきた時に、大変なタイトルが出てきたなというのを間近で見ました。その後はどんどん売り上げが上がって、2013年は最高の売上高、営業利益が出ているという状態は、決算書を見ていただくと分かるかと思います。

そういうものを見てきていますので、私は、森下氏が開発者としての適性がないというふうには思っていない。現実、非常にいいものが生まれることがあるかと思いますが、逆に、全然売れていないではないかというふうに言う方もいらっしゃいます。要するに、世に売り出すことが非常に大変だと。世に売り出してからは、マーケティングの話なのだと思います。私としてはそういうふうを考えています。

指名・報酬委員会での議論に基づき判断していきます。今後につきましても、指名・報酬委員会での議論に基づき判断していこうと考えています。

森下会長への質問

<SC>

『LET IT DIE』シリーズについて、元々これは、森下会長と須田さんが作り上げられたゲームだと認識しています。一方で、須田さんについては2021年にガンホーを離れてしまいました。そのような中、昨年11月にガンホーは森下会長がプロデューサーとなって『INFERNO』を出され、須田さんは先月『ROMEO IS A DEAD MAN』という新しいゲームをリリースされました。

結果は、森下会長が出された『INFERNO』については、2025年を代表する駄作という評価が妥当かなと思います。いろいろな評価サイト、ユーザーレビュー、どれを見ても、かなりひどい評価かなと思います。一方で、須田さんの『ROMEO』については、大ヒットとまではなかなか言えないかもしれませんが、完全新規IPとしては一定程度評価されていると認識しています。少なくとも、『INFERNO』のように、明らかな失敗である・明らかな駄作であるというふうに世間から評されるような、そういった作品ではないかなと思っています。

私の懸念は、森下会長は、自分がゲーム開発を続けるために、須田さんのような自分より少し能力があるようなクリエイターさんを追い出しているのではないかという懸念です。本来は同じジャンルで・同じハードで・同じ時期に森下会長よりも良いゲームを作れる、そういう良いクリエイターにガンホーを出ていかれてしまったと。森下会長がガンホーで資源を使って失敗作を作っている一方で、それより良いゲームを作れる良いクリエイターが出ていってしまう、この状態が続けば、当然、ガンホーには未来はないわけです。

森下会長以外の取締役の皆さまにおかれても、なぜ森下会長よりも良いゲームを作れる須田さんのような優れたクリエイターの方が出ていってしまったのか、なぜ結果的にそういった優秀な方がガンホーに残らなかったのかということをごをぜひ再検証していただければと思います。

特にこの業界においては、優秀なクリエイターを会社にとどめておくということの価値は非常に高いものだと認識しています。こういった状況を踏まえて、森下会長にお伺いできればと思います。

今回、『INFERNO』と『ROMEO IS A DEAD MAN』できれいに明暗が分かれることになりました。なぜ須田さんのほうではうまくいって、森下さんのほうでは失敗したのか、その原因についてどう考えられているのかお伺いできればと思います。

もし、失敗ではないというふうにまだお考えであるならば、何をもって失敗ではないというふうに考えられるのか、ユーザーのレビューや世間の評価を見られてどういうふうに考えられているのかお伺いできますでしょうか。

<坂井社長>

ただいまの質問は、森下会長に伺いたい、『LET IT DIE』シリーズについて、須田氏がガンホーを離れた中で、『INFERNO』は失敗作という評価かと思う。森下氏は、自分がゲーム開発を続けるために、そのように能力のあるクリエイターを追い出しているのではないか。なぜ優秀な人材がガンホーに残らなかったのか検証してほしいというご質問だと理解しています。

私から回答させていただきます。本作は、当初の想定を下回る成果というのは事実で、真摯に受け止めています。要因としては、リリースタイミングの問題に加え、Steam のルールに基づき AI 利用を公表した際、AI 利用に否定的なユーザー層からの反発を受けたことが挙げられます。また、ファンユーザーから期待されていたゲーム性との乖離があったことも認識しています。

現在、最高開発責任者である森下氏を中心に、ユーザー動向の分析、改善を急いでおり、当初は PvP モデルを採用していましたが、3 月のシーズン 2 からは PvE を中心とし、協力プレイを設けるなど、ユーザーの声を反映しながら、長期的な視点でタイトルの価値向上に努めていきます。

個別のクリエイターの離職理由については、個人情報なので回答はいたしかねます。

非公開化について

<SC>

先ほど株主提案のご説明をしたのですが、われわれの提案は、当社が上場会社として継続していく前提で、価値を上げていただくというための提案をしました。その中でも、一つ、社外取締役を取締役会議長にするという提案の中で申し上げましたが、われわれとしては、当社は、資本またはビジネスのパートナーと組んで、非公開化したほうが、企業価値が向上するのではないかと考えています。経営はパートナーに託して、森下会長はクリエイター業に集中してもらってもいいと、それが当社にとって最善ではないかと思っています。

われわれは現在、当社の株式を、議決権ベースで 10%を超えて保有しています。われわれのほうから適切なパートナーを探索して当社に紹介することもあり得ると考えていますし、また、当社に直接パートナー候補がアプローチしてくることもあると思っています。その際には真摯にご検討いただけるということを確認させていただきたいと思います。これが質問になります。

あと 2 回ほど発言したいので、当ててください。

<坂井社長>

ただいまのご質問は、上場会社として継続していく前提で株主提案を行っているが、非公開化したほうが、企業価値は高まり、当社にとっての最善ではないかと考えている。パートナー候補を紹介した際は真摯にご検討いただけるか確認したいというご質問というふうに理解しました。

私からご回答申し上げます。今回のご意見に対する当社の見解や、非公開化に関する現時点における当社で

の具体的な決定事項はありませんが、経営の長として、当然のことながら、あらゆる選択肢があるものと考えています。具体的に決定された事項がありましたら、適時適切に開示させていただきます。

当然、パートナー候補をご紹介していただいた場合には、もちろん真摯に検討する方向で考えています。

原悦子社外取締役への質問

<SC>

原取締役にお尋ねしたいと思います。昨年この場で、われわれとの面談を拒否している理由をお尋ねしたところ、原取締役からは、「スケジュールの問題でお会いできていない。株主さまとの対話は非常に重要であると認識しているため、今後適切に対応させていただきたい」と確かにご回答いただいたものであります。われわれはお会いしたいという気持ちをずっとお伝えしているので、ご理解いただいていると思いますが、あれから 1 年経過した今でもご連絡がありません。

アンダーソン・毛利法律事務所のホームページを拝見しても、2025 年は、論文やセミナーなど、本業でご多忙だったのかもしれませんが。社外取締役としては、大株主と会うというのは一つの大きな役割だと思います。それを果たしていただけないのであれば、辞任されたほうがいいのではないかと。

もし、辞任されなくて、今回留任されるという流れなら、いつ頃だったらお会いできるか、その時期を教えてくださいという質問です。

<坂井社長>

ただいまのご質問は、原取締役に伺いたい。昨年この場で、株主との面談は重要だというご認識であると回答いただいている。社外取締役として、大株主と会うという重要な仕事を果たせないほど忙しいのであれば、辞任してはどうかと。とどまられるのであれば、お会いいただける時期を教えてくださいという質問と理解いたしました。

私から回答させていただきます。コーポレートガバナンス・コードでは、株主さまからの面談の申し込みについて、合理的な範囲で前向きに対応すべきとされており、無制限に株主からの面談要求に応じるべきとはされていません。当社では、社外取締役との面談のご要望をいただいた際は、その趣旨、目的、関心事項を踏まえた上で社外取締役との面談には応じさせていただいており、貴社には既に、宮川取締役、大西取締役とお会いいただいています。当社としましては、社外取締役の半数にお会いいただいた状況に鑑み、十分な対応はさせていただいているものと考えています。

さらにこれ以上、面談の機会等が必要ということであれば、その趣旨、目的を伺った上で、合理的なご要望かどうかを判断させていただきます。また、このような方針については、社外取締役にも適時に共有しており、ご了承を得ています。

森下会長への質問

<SC>

私、先ほどの質問で、原取締役がご自身でお答えにならないのと、それから、お会いになるつもりはなさそうなお返答であったこと、大変失望しました。私もいろいろな会社で社外取締役と面談しますが、弁護士の先生で面談を断られたというのはあまり聞いたことがないし、まして、大手の事務所のパートナーの方にお会いいただけないというのは、これは大変恥ずかしいことだということをお伝えしておきたいと思います。ぜひご検討をお願いしたいと思います。

最後の質問を申し上げます。森下会長への質問になります。結局、社長時代は、ゲーム開発で多忙だということ

で、一度もお会いいただけませんでした。今回、社長を退任されたので、ゲーム開発に専任されるということですが、社長業は免れるということで、多少お時間もできるのではないかと期待しています。それから、会長の役割として、当社の顔役としての対外活動も期待されているというふうにお聞きしたところであります。特に私どもは、先ほどから申し上げているとおり、規律あるゲームの開発、開発投資について、ぜひとも責任者の会長と意見交換をさせていただきたいと思います。今後は、森下会長は、株主との面談の場に出てきていただけるということでよろしいでしょうか。

<坂井社長>

ただ今のご発言、ご質問は、森下会長には社長の頃にはお会いいただけなかった。今後は多少時間ができるのではないかと考える。当社の顔役としての対外活動もされるのであれば、株主との面談の場に出てきてもらえるということか伺いたいと。

少しお待ちください。

私から回答申し上げます。森下会長は、開発に専念するというので、今回、社長業をなくして、実際、最高開発責任者となられたものです。ですから、現実には、開発に専念していただくというのが筋かと思っています。

以上、回答申し上げます。

それでは、審議を尽くしましたので、これをもって、動議を含め、全ての審議を終了し、議案の採決に移りたいと存じます。

<SC>

審議を尽くしていないと思いますよ。

数名が質疑応答のために挙手をしていたが、議長（坂井社長）は質疑を打ち切った。

7. 弊社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号議案は2名の新任について棄権、その他の方の再任に反対、第2号議案から第13号議案までに賛成する。

8. 採決

第1号議案から第3号議案までが可決。第4号議案から第13号議案までが否決。

以上