

2026年2月13日

各 位

会社名	ガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社	
代表者	代表取締役社長 CEO	坂井 一也 (コード番号: 3765 東証プライム)
問合せ先	執行役員 CFO/IRO	高山 和正 経営企画本部長 (TEL: 03-6895-1650 (代表))

株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ

当社は、INTERTRUST TRUSTEES (CAYMAN) LIMITED SOLELY IN ITS CAPACITY AS TRUSTEE OF JAPAN-UP 様及び株式会社ストラテジックキャピタル様（以下、総称して「提案株主様 (SC)」といいます。）並びにLIM Japan Event Master Fund 様（以下「提案株主様 (LIM)」といい、提案株主様 (SC) と総称して「提案株主様ら」といいます。）から、2026年3月30日開催予定の第29期定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）の目的事項について、それぞれ株主提案（以下、提案株主様らから受領した株主提案を総称して、「本株主提案」といいます。）を受領いたしました。

これに対し、当社は、2026年2月13日開催の取締役会において、別紙1のとおり、社外取締役を含む全会一致で本株主提案の全ての議案に反対する旨を決議いたしましたので、お知らせします。

提案株主様 (SC) の株主提案の内容については別紙2、提案株主様 (LIM) の株主提案の内容については別紙3をそれぞれご参照ください。

以上

別紙 1

本株主提案に対する当社取締役会の意見

1. 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本株主提案はいずれも当社の企業価値の向上に資さない提案であると考えております。したがって、当社取締役会は、本株主提案の全ての議案に反対します。

2. 反対の理由

(1) 「特定の株主からの自己株式取得の件」について

本議案は、株券等保有割合にして 17.36%（2025 年 12 月 5 日付変更報告書 NO.81 によります。）に相当する 12,006,500 株の当社株式（以下「対象株式」といいます。）を保有する SON Financial 合同会社及び株式会社エフエーエイチ（総称して以下「対象株主様」といいます。）から、対象株式の全てを自己株式取得することを求めるものです。

本議案の根拠となる会社法第 160 条は、発行会社が特定の株主からの自己株式取得を行うことを意図して、当該株主に対してのみ自己株式取得のための通知を行う場合に、株主総会の特別決議による承認を要求する規定です。そのため、本議案のように、提案株主が、一部の株主を排除するために発行会社に自己株式取得のための通知を行うよう強制するといった手法は、会社法第 160 条の趣旨にそぐわない手法です。

そして、本議案が承認されたとしても、対象株主様は、対象株式を譲渡する義務を負いません。当社は、本株主提案を受けて、対象株主様に対象株式の譲渡の意向があるかを確認いたしましたが、対象株主様からは、本議案が承認可決された場合であっても、本議案の定める内容に従って対象株式を当社に譲渡する意向はないとの意思表明をいただいております。そのため、本議案が、本定時株主総会で承認されたとしても、当社は対象株式を取得することはできず、本議案は実質的には意味のない議案となっております。

また、提案株主様（SC）は、本議案の提案理由として、対象株主様が、提案株主による株主提案に反対し、当社の会社提案に賛成しているという投票行動が、多くの個人投資家や機関投資家とは全く異なると主張しております。しかしながら、昨年の定時株主総会及び昨年 9 月の臨時株主総会においてなされた提案株主様（SC）のこれまでの株主提案議案の中で過半数の賛成を得た議案は 1 つもなく、昨年 9 月の臨時株主総会における、森下社長（当時）の取締役解任議案については、議決権を行使された株主様のうち、対象株主様を除く 60.62% の株主様が反対の議決権行使をされており、むしろ、対象株主様と同じ議決権行使である反対の議決権行使が多数となっております。このように、提案株主様（SC）の主張は事実無根であり、本議案は、提案株主様（SC）の意向に沿わない投票行動をとる対象株主様が、提案株主様（SC）が自身の考えを実現させるにあたっての支障であるから、会社法が本来想定していない方法で対象株主様を当社の株主から排除し、提案株主様（SC）の当社に対する影響力を増したいという身勝手な動機に基

づく小手先の手段であるというほかありません。

なお、本議案の提案理由に記載されている過大な自己資本及び現預金の削減についての提案株主様（SC）の主張に対する当社取締役会の意見は、「(2) 剰余金処分の件」に対する反対意見をご参照ください。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 「剩余金処分の件」について

当社は、継続的に利益を確保し、安定的に株主の皆様へ還元することを重要な経営課題の一つとして認識しており、株主還元の実施に際しては、利益水準やその見通しに応じた安定的な配当に加えて、機動的な自己株式取得を組み合わせることを基本方針しております。当社は、当該基本方針にしたがい、株主の皆様への具体的な還元総額の決定にあたっては、当社の企業価値の長期的な向上を図りつつ、経営環境、業績、財務の健全性、成長投資を総合的に勘案しております。

特に、当社の属するゲーム業界においては、市場競争環境が厳しさを増す中にあって、ゲーム制作のための先行投資が必要である一方、そのゲームがヒットするかどうかは不確実であり、業績が急速に悪化する可能性があることや有能な人材を確保することがゲーム制作において不可欠な要素であることから、安定的な財務基盤を維持する必要があります。当社は、ゲーム業界特有の特性も踏まえて、株主の皆様への具体的な配当額や自己株式の取得額を決定しております。

当社は、2026年2月13日付「新経営体制における経営方針」及び2026年2月13日付「株主還元方針の変更及び期末配当予想の修正に関するお知らせ」で公表いたしましたとおり、株主資本配当率(DOE)4%を指標としつつ、連結配当性向も50%以上とする新たな配当方針(以下「新配当方針」といいます。)に従い、期末配当として当社普通株式1株につき金90円の配当を実施する予定であり、また、2025年3月19日付「自己株式の取得状況及び取得終了に関するお知らせ」

(以下「2025年3月19日付プレスリリース」といいます。)で公表いたしましたとおり、総計1,638,900株の当社普通株式の自己株式の取得(取得価額の総額4,999,823,900円)を実施いたしました。このように、当社は、継続的に利益を確保し、安定的に株主の皆様へ還元することを念頭に置き、配当額を決定し、自己株式取得を実施しております。また、2026年度以降も、新配当方針に従い、適切な配当を実施するとともに、2026年2月13日付「自己株式取得に係る事項の決定及び自己株式消却に関するお知らせ」(以下「2月13日付自己株式取得プレスリリース」といいます。)で公表いたしましたとおり、総計210万株又は取得価額の総額50億円を上限とする自己株式取得を実施していく予定です。

本議案は、1株当たり311円、配当総額にして約169億円の剩余金配当の実施を要求するものであり、この金額の剩余金配当を行った場合、当社の連結配当性向は約1,205.7%、株主資本配当率(DOE)は約13.8%となります。前述した当社の主力事業であるゲーム業界の特性を踏まえますと、2025年度12月末現在の当社単体の現預金残高の約25%並びに当社の連結配当性向約1,205.7%及び株主資本配当率(DOE)約13.8%に及ぶ剩余金の配当の実施は、当社の財務基盤に与える悪影響が大きく、本議案は、当社の中長期的な企業価値の成長を妨げるものであり、当社の企業価値の成長を無視した短期利益の実現狙いの提案に他ならないと考えております。

また、仮に、本議案及び提案株主様(LIM)が提案している「自己株式の取得の件」が合わせて承認可決された場合には、当社の現預金残高の約57%が短期間に流出することになり、当社の中長期的な企業価値に対する悪影響は甚大なものとなります。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(3) 「「剩余金の配当の決定機関に係る定款変更の件」について

当社は、継続的に利益を確保し、安定的に株主の皆様へ還元することを重要な経営課題の一つとして認識しており、株主還元の実施に際しては、利益水準やその見通しに応じた安定的な配当に加えて、機動的な自己株式取得を組み合わせることを基本方針としております。当社は、当該基本方針にしたがい、株主の皆様への具体的な還元総額の決定にあたっては、当社の企業価値の長期的な向上を図りつつ、経営環境、業績、財務の健全性、成長投資を総合的に勘案しております。

特に、当社の属するゲーム業界においては、市場競争環境が厳しさを増す中にあって、ゲーム制作のための先行投資が必要である一方、そのゲームがヒットするかどうかは不確実であり、業績が急速に悪化する可能性があることや有能な人材を確保することがゲーム制作において不可欠な要素であることから、安定的な財務基盤を維持する必要があります。当社は、ゲーム業界特有の特性も踏まえて、株主の皆様への具体的な配当額や自己株式の取得額を決定しております。

当社の定款第41条第1項は、「当会社は、取締役会の決議により、剩余金の配当に関する事項その他会社法第459条第1項第2号乃至第4号に掲げる事項を定めることができる。」との規定であり株主総会の決議による剩余金の配当等の決定を排除しておりません。すなわち剩余金の配当に関する決議事項について、株主総会及び取締役会いずれにおいても定めることができます。一方で、本議案は、定時株主総会をその基準日から3か月以内に開催できないような緊急事態以外には、剩余金の配当に関する決議を取締役会決議で行うことを認めないとする定款変更議案です。

当社の主力事業であるスマートフォンゲーム、PCオンラインゲーム及びコンシューマーゲーム事業においてはゲーム制作のための先行投資が必要である一方、そのゲームがヒットするかどうかは不確実であり、業績が急速に悪化する可能性があるという業界特性があります。当該業界特性を踏まえると、取締役会において、新配当方針の下、中長期的な経営方針並びに足元の業績及びゲーム開発への投資状況等を勘案しながら、剩余金の配当額等を柔軟に決定することが合理的です。それにもかかわらず、本議案による定款変更が承認された場合、定時株主総会をその基準日から3か月以内に開催できないような緊急事態以外には、取締役会決議による剩余金の配当を実施できなくなり、柔軟な剩余金の配当をかえって困難にし、株主還元を阻害すると考えられます。また、当社としては、剩余金の配当については、経営判断事項として取締役会として機動的かつ柔軟に判断して実行できることが、株主の利益に資するとともに、会社の中長期的な企業価値の向上に貢献すると考えております。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(4) 「取締役会議長の選任に係る定款変更の件」について

当社の取締役会においては、業務内容に精通した代表取締役社長が取締役会の議長を務めた上で、重要議題について予め社外取締役にも説明の機会を設け、取締役会の場で議案の審議に十分な時間を確保することで、取締役会の3分の1を占める独立性の高い社外取締役による経営のチェックや監督を受ける体制を整えてまいりました。また、取締役会の実効性評価・分析においても、当社の業務執行に対する監督機関としての取締役会の役割・責務は十分に果たされているものと認められています。加えて、2026年2月13日付「社外取締役候補者の選任並びに退任役員に関するお知らせ」で公表いたしましたとおり、当社の取締役会の半数が独立性の高い社外取締役となるため、当社の経営体制に対するチェックや監督機能がさらに強化されることになります。

取締役会議長を社外取締役が務める体制とすることで、監督と執行がより明確に分離したコーポレート・ガバナンス体制が構築され、企業の持続的な成長及び中長期的な企業価値向上の実現に資するという考え方について、当社としても一概に否定するものではありませんが、当社の取締役会は経営戦略や重要な投資判断等に加え、個別の業務執行の決定も含めた意思決定機能を担っております。そのため、当社における取締役会議長は、ゲーム開発会社である当社の事業経営等を十分に理解した上で、リーダーシップを発揮できる取締役が就任するべきであると考えており、現状においては、当社の事業経営に精通している代表取締役社長が取締役会議長を務めた上で、独立性の高い社外取締役が当社の経営のチェックや監督を行うガバナンス体制が適切であると認識しております。

なお、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」においては、自社の取締役会の役割・機能等を踏まえて、誰が取締役会議長を務めることが適切であるかを検討すべきである、とされております。すなわち、取締役会において業務執行の決定を主導する観点から業務執行取締役が議長を務めること自体を否定するものではなく、むしろ各社の実情に応じて体制を整理することが有益であるとの考え方が示されております。そのため、ゲーム開発会社である当社の取締役会の実態を踏まえず、同ガイドラインを引用し、業務執行取締役が議長を務めることが不適切であるかのように述べる提案株主様（SC）の主張は、同ガイドラインの趣旨を正確に踏まえない恣意的な解釈を行っていると言わざるを得ません。

また、提案株主様（SC）は、本議案の提案理由として、業務執行取締役が取締役会議長となる場合、企業再編等によって取締役会議長の地位に直接的な影響が生じ得ることから、取締役会において当該企業再編等について実質的かつ建設的な議論が困難となることが懸念される旨記載しております。当社の取締役会においては、これまで業務執行取締役である代表取締役社長が議長を務めてまいりましたが、当該体制の下においても、社外取締役による適切な助言・提言を得ながら、実質的かつ建設的な議論を実施してまいりました。そして、取締役は、業務執行取締役であるか非業務執行取締役であるかを問わず、善管注意義務を負い、企業価値の向上及び株主共同の利益の最大化を図るべき立場にあります。当社の取締役会においても、こうした責務を前提として、議長の属性にかかわらず、十分な審議が実施されております。

なお、当社において、現時点で企業再編等を検討しているという事実はなく、また、企業再編等によって自らの地位に直接的な影響が生じ得ることは業務執行

取締役であっても社外取締役であっても変わらないことから、業務執行取締役が取締役会の議長を務めることで、企業再編等について実質的かつ建設的な議論が困難となることが懸念されるという提案株主様（SC）の主張は妥当ではないと考えております。このように、当社の取締役会においては、議長が業務執行取締役であることをもって実質的かつ建設的な議論が阻害される状況にはございません。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(5) 「取締役会長の選任に係る定款変更の件」について

当社の取締役会長は、(i)当社の「顔役」としての対外活動、(ii)当社の主要取引先・事業パートナーとの関係構築・維持等への対応・支援、(iii)社長等の役職員に対する助言・支援の役割を担う役職です。

当社の取締役会長が担う役割のうち、(i)会社の「顔役」としての対外活動、(ii)当社の主要取引先・事業パートナーとの関係構築・維持等への対応・支援の役割については、会社の業務内容の実態に精通し、従前の業務執行を通じて会社内外の厚い信頼を得ている者にしかなしえない業務であり、会社の業務内容の実態に必ずしも精通しているとはいえない社外取締役が、同じ役割を担うことはできません。また、当社の取締役会長が担う役割のうち、(iii)社長等の役職員に対する助言・支援については、実際に会社のリーダーとして業務執行を率いてきた者によってなされるからこそ、当社の企業価値向上に資する助言・支援等を行うことができるといえます。このような当社の取締役会長の役割を踏まえると、業務執行から独立した社外取締役が当社の取締役会長となることは妥当ではないといえます。

なお、2026年1月9日付「代表取締役の異動に関するお知らせ」で公表いたしましたとおり、森下氏の取締役会長への異動は、森下氏からゲーム開発の指揮統括に一層専念して、当社の企業理念の実現及び当社の企業価値の向上に貢献したいとの意向表明があったことを受けたものであります。経営全般を担う社長との役割分担に基づき、実際に当社のリーダーとして業務執行を率いてきた森下氏が、取締役会長として引き続き上記の(i)から(iii)の職務を担うことには合理性があるといえます。また、森下氏が20年以上、当社の社長及びエグゼクティブ・プロデューサー、そして、実質的な創業者として「『感動と楽しい経験』を提供する」という当社の企業理念の実現に向けてゲーム開発の現場で常に先頭に立ってきた経験に基づき、取締役会長として会社の対外活動や主要取引先・事業パートナーとの関係維持等への対応・支援を行い、その知見経験をもって社長等の役職員に対する助言・支援を行うことこそが当社の企業価値向上に資すると考えているとともに、主要取引先・事業パートナー・当社の役職員からも、当該役割を森下氏が引き受けることに対して引き続き高い期待があります。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(6) 「タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件」について

当社が、ゲームタイトル別売上高を継続的に開示した場合、各ゲームタイトルの売上高の推移が明らかとなり、当社の収益構造や今後の各ゲームタイトルに係る事業戦略等の機微情報を競合他社に推知されるおそれがあるため、当社に競争上の不利益が生じる可能性が高いと考えられます。

また、ゲームタイトルの収益モデル上、ゲームタイトルの売上高がリリースからの期間の経過に徐々に減少していくことは一般的であるところ、当該減少傾向は必ずしもゲームタイトルの人気が落ちていることを意味しないにもかかわらず、当該減少傾向が開示されることで、ゲームタイトルのユーザーに対してゲームタイトルの人気が実態以上に落ちているとの印象を与え、ゲームタイトルのサービスの終了を懸念したユーザー離れを誘発してしまう可能性が高いと考えております。さらに、ゲームタイトルの人気は必ずしも一時的な売上高の多寡で決まるものではないにもかかわらず、対象となる事業年度における売上げが1億円未満であることを理由にゲームタイトルの売上高を開示しない場合、当該ゲームタイトルのユーザーに対し、当該ゲームタイトルが不人気であるとの誤解を与え、当該ゲームタイトルを遊ぶモチベーションを低下させてしまい、結果的に当該ゲームタイトルからのユーザー離れを引き起こしてしまう可能性が否定できないと考えております。以上のとおり、ゲームタイトル別売上高の開示が各ゲームタイトルのユーザー数の減少、ひいては当社の収益の減少に繋がる結果、当社の業績に悪影響を与える可能性が否定できません。

このように、既に収益基盤が確立したパズル&ドラゴンズ及び当社の子会社のGravity Co., Ltd. がNASDAQに上場していることに伴ってNASDAQの上場規制に基づき開示しているゲームタイトルを除くその他のゲームタイトルについては、情報開示によるデメリットが大きい一方、投資家から見たときに情報開示によって得られるメリットは限定的です。

また、コラボレーションを実施しているゲームタイトルについては、ライセンサーに対するライセンス料の支払額やライセンサーとの間の契約内容によっては、売上高が当社の業績に必ずしも直結しない場合があり、開示されたゲームタイトルの売上高と当社の業績との間に乖離が生じる可能性が相当程度あるため、ゲームタイトル別売上高を開示することは、市場に対して当社の業績に関して誤解を与える可能性が否定できません。

このように、タイトル別売上高の開示の是非は、当社の競争環境、業績や適切な業績評価に直接的な影響を及ぼし得る可能性が高いため、業務執行に属する事項として取締役会において個別具体的に決定されるべきであり、会社の根本規範を定める定款に一律にその開示を規定することは適切ではないと考えております。

なお、本議案の定款変更案においては、会社に重大な損害が発生する具体的なおそれがあると取締役会が合理的に判断した場合には売上高を開示しないことができる旨の定めがありますが、不開示の基準が明確でない以上、重大な損害の発生を理由に不開示とした取締役会の判断が、事後的に定款違反と評価されるリスクを否定できません。したがって、当社の事業運営上重大な損害が生じ得る局面であっても、当該リスクを回避する観点から、取締役会が開示を選択せざるを得ない事態も想定されるため、本議案による定款変更が承認された場合、当社の事業運営に悪影響を及ぼす可能性が否定できないと考えております。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(7) 「定款一部変更（第三者委員会の設置と調査報告書の公表）の件」について

当社は、幹部級職員であった元従業員（以下「当該元従業員」といいます。）が、過去数年にわたり、単独で、架空の業務発注を介し、会社資金を流用するなどの不正行為（以下「本不正行為」といいます。）を行ったことに関し、2025年8月14日付「当社の元従業員による不正行為について」において公表しておりますとおり、当社経営陣から独立した社内調査チームを組成し、外部の法律事務所及び会計事務所のフォレンジックチームの支援を得て、当該元従業員を含む関係者からのヒアリング、当該元従業員が使用する端末のデジタルフォレンジック等による本不正行為に関する詳細な事実関係の調査、類似事案の有無の調査、原因分析及び再発防止策（以下「本調査」といいます。）を実行しました。そして、2025年12月17日付「（開示事項の経過）当社の元従業員による不正行為について」において公表しておりますとおり、本調査の結果を踏まえ、監査法人とも協議を重ねつつ、外部業者との取引の発注・支払承認プロセスにおける内部統制の改善を進めるなど複数の再発防止策を悉々と実行しております。なお、本不正行為に関する初動調査及び本調査の結果、本不正行為は元従業員による単独の不正行為であり、組織性がないことが確認されております。

本議案において、提案株主様（LIM）は、本調査の調査過程の独立性や調査結果の客観性に疑惑があると主張しております。しかしながら、本調査を行った当社の社内調査チームを主導したのは、当社の独立社外監査役である吉川知宏氏及び根本真孝氏であり、両名とも2025年3月28日に開催された当社の第28期定時株主総会において選任された新任の独立社外監査役であることから、本調査の調査過程の独立性や調査結果の客観性は十分に確保されていると考えております。

また、当社は、本不正行為の初動調査の結果判明直後から警察への相談及び刑事告訴に向けた協議を重ね、警察による捜査活動に全面的に協力しているところ、捜査活動への支障を考慮し、本調査の調査範囲、調査のヒアリングの内容及び不正行為に関する詳細な事実関係について公表を差し控えております。当社としては、事態の全容解明に向け、引き続き警察による捜査活動に全面的に協力して参ります。

以上のとおり、本調査の調査過程の独立性や調査結果の客観性に疑惑はないことから、第三者委員会の設置による本不正行為に関する再調査は不要であり、これを目的とする定款変更は不要であると考えております。当社取締役会は、2025年12月17日付で公表した再発防止策を悉々と実行して再発防止に努めるとともに、本不正行為に関する被害金の回収についても引き続き対応を進め、皆様からの信頼回復に向けて尽力してまいります。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(8) 「定款一部変更（資本コストの開示）の件」について

当社の取締役会としては、資本コストを開示するか否かに関しては、その要否、時期、方法等を含めて、株主様との対話の状況や当社の経営戦略とその遂行状況、さらには当社が置かれた経営環境等を踏まえて、その都度決定すべき事項であり、これを一律に開示する旨を定款に規定することは、適切ではないと考えております。

また、コーポレートガバナンス・コードの原則5-2、東京証券取引所が公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」（2023年1月30日）及び「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」（2023年3月31日）は、いずれも、資本コストの数値を算出し、算定根拠とともに開示することを求めておらず、あくまで、資本コストを的確に把握した上で、経営戦略や経営計画を策定し、事業運営にあたることが求められているに過ぎないと認識しております。当社においては、資本コストが経営上の重要な指標であると認識しており、継続的に資本コストを取締役会で議論し、複数の計算方式を使用しながら適切に資本コストを把握しており、当該資本コストの把握を通じて、株価向上に向けて資本コストを上回る資本収益性の向上を実現して参ります。

なお、提案株主様（LIM）は、本不正行為の遠因として、当社経営陣による資本コストの概念が抜け落ちていたことを挙げてますが、本不正行為は当社元従業員による単独の不正行為であって、当社による資本コストの開示の要否や有無とは何ら関係のない事象であり、完全なこじつけというほかありません。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(9) 「定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件」について

当社は、取締役の個人別の報酬等の内容に係る決定に関する方針（以下「報酬決定方針」といいます。）を定めるとともに、取締役の指名・報酬等に係る評価・決定プロセスの透明性及び客観性を高め、取締役会の監督機能の強化、コーポレート・ガバナンス体制の一層の充実を図ることを目的として、独立社外取締役である宮川圭治氏を委員長とし、独立社外取締役を構成員の過半数とする指名・報酬委員会を設置しております。取締役の報酬水準等は、報酬決定方針に基づき、指名・報酬委員会が、取締役等の報酬に関する事項について審議し、取締役会に答申しております。具体的な取締役の報酬等については、株主総会で決議された報酬限度額の範囲内において決定されております。

当社においては、報酬決定方針を踏まえ、当社の業績拡大、企業価値増大に繋がる取締役報酬制度を目指して、独立社外取締役である宮川圭治氏を委員長とし、独立社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会において取締役報酬制度の見直しについて、継続的に審議・検討を行っているところ、今般、2026年1月9日付「当社の指名・報酬委員会による取締役会に対する取締役報酬制度の一部改定及び業績連動型株式報酬制度の導入に関する答申について」及び2026年2月13日付「取締役の報酬制度の一部改定及び業績連動型譲渡制限付株式報酬制度の導入に関するお知らせ」において公表しておりますとおり、当社のゲーム開発事業の持続的な発展に向けた行動を促し、かつ、当社の収益力向上及び中長期的な企業価値向上を動機づける報酬制度とすることを目的として、指名・報酬委員会の答申を最大限尊重して、2026年2月13日付の取締役会において上記、取締役報酬制度の一部改定及び業績連動型株式報酬制度の導入を決議しております。

また、当社は、事業報告及び有価証券報告書において、法令等に基づき、役員区分ごとの報酬総額、種類別の報酬総額及び員数を適法かつ適正に開示しており、特に有価証券報告書においては連結報酬等の総額が1億円以上である取締役の報酬額の個別開示を含めて十分な開示を行っております。

以上のとおり、当社の報酬制度の決定手続は適正かつ透明性が確保されているとともに、その報酬水準、算定方法及び開示の方法についても適切であること、また、本議案のように法令上の開示を超える取締役報酬の個別開示を定款に定める必要はありません。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(10) 「自己株式の取得の件」について

当社は、2月13日付自己株式取得プレスリリースで公表いたしましたとおり、総計210万株又は取得価額の総額50億円を上限とする自己株式取得を実施する予定であり、また、2025年3月19日付プレスリリースで公表いたしましたとおり、総計1,638,900株の当社普通株式の自己株式の取得（取得価額の総額4,999,823,900円）を実施しております。このように、当社は、株主還元の基本方針に従い、自己株式の取得を、市場株価や当社の財務状況も勘案しつつ、資本収益性の向上に資する機動的な資本政策として位置付け、2026年度以降も継続的かつ機動的に実施していく予定です。

本議案は、総額にして213億円の自己株式の取得を要求するものであり、この金額の自己株式取得を行った場合、2025年度12月末現在の当社単体の現預金残高の約31%に及ぶ自己株式の取得を行うことになります。

「(2) 剰余金処分の件」の取締役会意見に記載している当社の主力事業の特性を踏まえますと、2025年度12月末現在の当社単体の現預金残高の約31%に及ぶ自己株式の取得は、当社の財務基盤に与える悪影響が大きく、本議案は、当社の中長期的な企業価値の成長を妨げるものであり、当社の企業価値の成長を無視した短期利益の実現狙いの提案に他ならないと考えております。

また、仮に、本議案及び提案株主様(SC)が提案している「剰余金処分の件」が合わせて承認可決された場合には、当社の現預金残高の約57%が短期間に流出することになり、当社の中長期的な企業価値に対する悪影響は甚大なものとなります。

したがいまして、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

別紙 2

提案株主様（SC）の株主提案の内容

※ 提案株主様（SC）から提出された株主提案書の該当箇所を、2026年2月5日付けの修正の反映及び形式面の調整のみを加えて、原文のまま掲載しております。

第1 提案する議題

1. 特定の株主からの自己株式取得の件
2. 剰余金処分の件
3. 剰余金の配当の決定機関に係る定款変更の件
4. 取締役会議長の選任に係る定款変更の件
5. 取締役会長の選任に係る定款変更の件
6. タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件

第2 提案の内容

以下の3.から6.の議案（以下「定款変更議案」という。）については、定款変更議案及び本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決又は否決により、定款変更議案として記載した各章又は各条文に形式的な調整（条文番号のいずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、定款変更議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。下記の各株主提案の詳細な説明は、<https://stracap.jp/3765-GUNGHO/>又は株式会社ストラテジックキャピタルのホームページ右上の特設サイトリンク <http://stracap.jp/>を参照されたい。なお、各株主提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。また、時価総額は発行済株式総数から自己株式数を控除して算定している。

1. 特定の株主からの自己株式取得の件

- (1) 取得する株式の種類
普通株式
- (2) 取得する株式の数
12,006,500 株
- (3) 取得と引換えに交付する金銭等の内容
金銭
- (4) 取得と引換えに交付する金銭等の総額

本総会の開催日前日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の最終価格（当該日に売買取引がない場合又は当該日が当該市場の休業日に当たる場合にあっては、その後最初になされた売買取引の成立価格）に、取得する株式の数を乗じた金額とする。但し、取得についての契約を締結する日の前日までの間で契約締結日に直近の当該市場における当社株式の約定価格が上記価格を下回る場合、当該約定価格に取得する株式の数を乗じた金額とする。

- (5) 株式を取得することができる期間

本総会終結の日から 2026 年 6 月 30 日まで

(6) 取得する相手方

SON Financial 合同会社及び株式会社エフエーエイチ

なお、自己株式の取得にあたって株式 1 株と引き換えに交付する金銭等の額は、会社法第 161 条及び会社法施行規則第 30 条 1 号により算定されるものを超えないため、取得する相手以外の株主には、会社法第 160 条第 2 項及び第 3 項による売主追加議案の請求権は生じない。

2. 剰余金処分の件

(1) 配当財産の種類

金銭

(2) 配当財産の割り当てに関する事項及びその総額

311 円から、第 29 期定時株主総会において可決された当社取締役会が提案した剰余金処分に係る議案に基づく普通株式 1 株当たり配当金額及び当社定款 41 条に基づいて第 29 期定時株主総会の開催日までに 2025 年 12 月期末の剰余金の処分（処分の予定を含む。）として当社取締役会が決定した普通株式 1 株当たりの配当金額（以下「会社配当金額」という。）を控除した金額を、会社配当金額に加えて配当する。

なお、配当総額は、当社の第 29 期定時株主総会の議決権の基準日現在の配当の対象となる株式数を乗じた額となる。

(3) 剰余金の配当が効力を生じる日

当社の第 29 期定時株主総会の開催日の翌日

(4) 配当金支払開始日

2026 年 4 月 20 日

なお、本議案は、第 29 期定時株主総会で承認される本議案以外の議案とは独立かつ同提案と両立するものとして、追加で提案するものである。

3. 剰余金の配当の決定機関に係る定款変更の件

現行の定款の第 41 条を以下のとおり変更する。

現行定款

（剰余金の配当等）

第 41 条 当会社は、取締役会の決議により、剰余金の配当に関する事項その他会社法第 459 条第 1 項第 2 号乃至第 4 号に掲げる事項を定めることができる。

2.～4.（略）

変更案（下線は変更部分を示す）

（剰余金の配当等）

第 41 条 当会社は、取締役会の決議により、剰余金の配当に関する事項その他会社法第 459 条第 1 項第 2 号乃至第 4 号に掲げる事項を定めることができる。ただし、会社法第 459 条第 1 項第 4 号に掲げる事項のうち、当会社の事業年度末日を基準日とする剰余金の配当を取締役会において定めることができるのは、本定款に定められた期間内に定期株主総会を招集することができないと客観的かつ合理的に見込まれる場合に限る。

2.～4. (略)

4. 取締役会議長の選任に係る定款変更の件

現行の定款の第 23 条を以下のとおり変更する。

現行定款

(取締役会の招集および議長)

第 23 条 取締役会は、法令に別段の定めがある場合を除き、取締役社長がこれを招集し、その議長となる。取締役社長に事故あるときは、あらかじめ取締役会で定めた順序により他の取締役がこれにあたる。

2. (略)

変更案（下線は変更部分を示す）

(取締役会の招集および議長)

第 23 条 取締役会は、法令に別段の定めがある場合を除き、あらかじめ取締役会で定めた社外取締役がこれを招集し、その議長となる。当該社外取締役に事故あるときは、あらかじめ取締役会で定めた順序により他の社外取締役がこれにあたり、社外取締役のいずれにも事故あるときは、あらかじめ取締役会で定めた順序により、社外取締役でない取締役がこれにあたる。

2. (略)

5. 取締役会長の選任に係る定款変更の件

現行の定款第 25 条に次の第 2 項を加える。

(役付取締役)

第 25 条 (略)

2. 前項により選定された取締役会長は、社外取締役でなければならない。

6. タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件

現行の定款に以下の章及び条文を新設する。

第 7 章 タイトル別売上げの開示

(タイトル別売上げの開示)

第 43 条

1. 当会社は、当会社が開発、販売又は運営するゲームタイトルについて、事業年度中に当該ゲームタイトルから売上げを得た場合には、当該ゲームタイトルごとに、当該事業年度において得た売上げの金額を、各事業年度の終了後 3 カ月以内に、T D n e t において開示するものとする。なお、本条において「売上げ」とは、当該ゲームタイトルに関する、ゲーム以外の事業から生じた売上げを含み、当該ゲームタイトルがシリーズものである場合、当該シリーズに属するゲームタイトルすべての売上げが開示対象となるものとする。
2. 前項の定めにかかわらず、その売上げを開示することにより、第三者との契約に基づく守秘義務その他の法的義務に違反することとなるなど当会社に重大な損害が発生する具体的なおそれがあると取締役会が合理的に判断したゲームタイトルおよび当該事業年度における売上げが 1 億円未満となるゲームタイトルについては、

当該事業年度における売上げの金額に代えて、その売上げを開示しない理由を開示することができる。

第3 提案の理由

1. 特定の株主からの自己株式取得の件

本議案では、当社元代表取締役の孫泰蔵氏の資産管理会社である SON Financial 合同会社および株式会社エフエーエイチが保有する全ての当社株式を、当社が取得することを求めている。

(1) 過剰な自己資本と現預金が資本効率を低下させていること

当社は、2025年9月期末における自己資本が1,219億円、現金及び預金の残高が1,301億円に達しており、過剰な自己資本と現預金を有している一方で、2025年9月期までの直近12カ月の自己資本利益率(ROE)は3.6%に留まり、資本効率が著しく低下している。

本議案では、資本効率低下の原因である過大な自己資本及び現預金を削減することを求めている。

(2) 孫泰蔵氏による株式保有が当社の株主価値向上を妨げていること

孫泰蔵氏は、同氏が支配している当社株主（以下「孫泰蔵氏ら」という。）の議決権行使の賛否が変更されるだけで、代表取締役社長である森下氏の取締役選任議案を含め、株主総会で決議される多くの議案の結果を覆す影響力を有する。

しかし、孫泰蔵氏らは、これまで一貫して提案株主による株主提案には反対し、会社提案には賛成する議決権行使を行い、多くの個人投資家や機関投資家とは全く異なる、いわゆる安定株主として機能している。大株主がこのような安定株主の立場にあることは、単に議決権行使比率に影響を与えるのみならず、当社経営陣から本来求められるべき最低限必要な緊張感をも失わせ、結果として当社の株主価値向上を妨げる要因となっている。

本議案では、このような状況を踏まえ、孫泰蔵氏らという安定株主に株式を売却してもらうことで、当社の株主構成の是正を図り、当社経営陣に適切な緊張感を生じさせることを目的とするものである。

(3) 孫泰蔵氏らは当社株式を売却してきたこと

孫泰蔵氏が2020年3月30日に当社取締役を退任した時点では、孫泰蔵氏らは少なくとも当社株式を25,380,700株保有していたところ、2024年10月29日には375,000株（当時の発行済株式数の0.45%）を売却するなどして、現在では12,006,500株まで保有株式数を低下させている。

孫泰蔵氏らがその保有株式を徐々に売却している現在の状況は、孫泰蔵氏ら以外の当社株主や市場参加者にとって、大株主の売却による需給の悪化がいつ生じるかわからないという不要な懸念を生じさせるものであり、当社株式の適正な評価形成を妨げているおそれがある。

本議案は、孫泰蔵氏らに対しては、適正な価格での売却の機会を付与するとともに、その他の当社株主及び市場参加者にとって、当社株式の需給についての不安を払拭して、適正な株価形成を促すことを目的とするものである。

以上より、本議案は、資本政策及びガバナンス、いずれの改善にも寄与する議案であり、当社の株主価値向上に資するものである。

(注) 取得する株式の数及び取得する相手方は、SON Financial 合同会社が 2025 年 12 月 5 日付で提出した変更報告書 N0.81 に基づいて記載している。

2. 剰余金処分の件

本議案では、2024 年 12 月期末現在の当社単体の現預金及び長期性預金の残高計 846 億円の 20% 相当額を原資とする配当を求めるものである。

(1) ゲーム会社による現預金の保有に対する認識

元来、ゲーム開発は高いリスクを伴う事業であるため、ゲーム会社が一定の現預金を保持してリスクに備えることは首肯できないわけではない。そして、株主もまたゲーム会社のリスクを覚悟したうえで、投資リターンにつながるようなヒット作を生み出すことを期待して投資している。

そのため、ゲーム会社が一定の現預金を保持していたとしても、その資金はリスクに対するバッファーであると同時に次のヒット作の源泉であると考えるのが、通常は、ゲーム会社と株主の間における一般的な共通認識である。

(2) 当社におけるヒット作の枯渇

しかし、当社はパズル＆ドラゴンズ（以下「パズドラ」という。）がリリースされた 2012 年 12 月期以降、これまで約 14 年間の期間と、推定 1,000 億円以上の資金を新作のリリースのために投下（注）し、時には「ディズニー」や「妖怪ウォッチ」といった有力 IP の力も借りながら 20 タイトル以上をリリースしたにもかかわらず、次なるヒット作を生み出せていない。

また、「LET IT DIE」シリーズの最新作を 2025 年 12 月 4 日に発売したものの、当該タイトルは、既存のシリーズファンからも、新規ファンからも酷評される、惨憺たる結果となっている。

その結果、過去 10 年で営業利益は 724 億円（2015 年 12 月期）から 75 億円（2024 年 10 月から 2025 年 9 月の 12 カ月間）に減少し、時価総額も 2015 年 12 月末の 3,156 億円から 2025 年 12 月末には 1,367 億円まで減少した。

(3) 当社株式に対する評価の低迷

長期間にわたって次のヒット作を生み出せないどころか、既存 IP の価値をも棄損する失敗作を生み出す当社の現預金については、次のヒット作の源泉であると期待できない状況にある。

実際に当社の 2025 年 12 月末の時価総額 1,367 億円に対して、当社の 2025 年 9 月期末のネットキャッシュは 1,359 億円に達しており、当社に対する評価の大部分は、次なるヒット作への期待ではなく、現在保有している現預金の残高に着目したものになっていると考えられる。

(4) 当社が保有する現預金の問題

当社は、今後 10 年以上、収益の柱となるようなヒット作を生まずとも経営難に至

らない程度の現預金を有している。しかしながら、仮に今後 10 年ヒット作がないとなると、パズドラ以降のヒット作がない期間は四半世紀に及ぶことになるのであって、そのような多額の現預金の保有は、当社がヒット作を生む原動力にはならなかつたのは、前述のとおりである。

そこで提案株主は、当社がヒット作を生み出せなければ現預金が徐々に減少していく状態を作り出し、何ら緊張感のない現状を抜本的に改革することを求める。

(注) 新作のリリースのために投下した費用は、2013 年 12 月期以降の当社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% を合算して推定した。

3. 剰余金の配当の決定機関に係る定款変更の件

本議案では、期末配当の金額について、原則として取締役会ではなく株主総会で決議することを求めている。

前述のとおり、当社は四半世紀にわたってヒット作を生まずとも問題ない過剰な現預金を保持し続けてきた。過剰な現預金を有することとなった要因のひとつに、配当政策に対する株主の意見が可視化されてこなかつたことが挙げられる。

そこで、提案株主は、定款を変更し、期末配当の金額について、原則として株主総会の決議を経るものとすることで、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る。そして、当社が株主の意見を踏まえて配当政策を改善していくことを求める。

4. 取締役会議長の選任に係る定款変更の件

本議案では、取締役会議長を原則として社外取締役から選任することを求めている。現行定款第 23 条では、取締役会議長を取締役社長が務めることとされている。しかしながら、企業の持続的な成長および中長期的な企業価値の向上を実現するためには、取締役会による経営監督機能の実効性を高めることが不可欠であり、そのためには、監督と執行を明確に分離したコーポレート・ガバナンス体制の構築が求められる。

経済産業省の「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(以下「CGS ガイドライン」という。)は、監督を受ける立場にある社長・CEO 等が取締役会議長を兼ね、そのイニシアティブでアジェンダ・セッティングや議事進行を行うよりも、社外取締役等の非業務執行取締役が議長を務める方が取締役会の監督機能の実効性を確保しやすいと指摘する。

また、取締役会では、経営戦略や企業再編等に関して実質的かつ建設的な議論を行うことが期待されるが、当社の現在の取締役会は、企業再編等によって自らの地位に直接的な影響が生じ得る業務執行取締役が取締役会の議長を務めており、これらについて実質的かつ建設的な議論が困難となることが懸念される。適切なガバナンスのもと、中長期的な観点から会社全体としての利益を実現し、株主との対話を図るために、取締役会議長を社外取締役から選任することで、社外取締役の関与を強めるべきである。

5. 取締役会長の選任に係る定款変更の件

本議案では、取締役会長を社外取締役から選任することを求めている。

(1) 会長職における執行からの独立性確保の重要性

取締役会長の選任にあたっては、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ることが、取締役会の中立性と客観性の確保という観点から極めて重要である。

当社は、2026年2月1日付で、現代表取締役社長の森下氏が取締役会長最高開発責任者に、現取締役 CFO 財務経理本部長の坂井氏が代表取締役社長 CEO に、それぞれ異動する旨（以下「本異動」という。）を2026年1月9日に公表した。森下氏の異動は「ゲーム開発の指揮統括により一層専念」することが異動の理由とされており、今後も同氏が業務執行に密に関与し続けることが前提とされている。

しかしながら、森下氏が引き続き取締役会長職に留まることは、取締役会が執行側と実質的に不可分な体制に陥ることを意味し、監督機能の形骸化を招きかねない。

したがって、取締役会長の職に社外取締役を充てることにより、取締役会の独立性を制度的に確保し、企業価値の向上及び株主共同の利益を図るべきである。

(2) 森下氏による開発専念との整合性確保

森下氏の本異動が「ゲーム開発の指揮統括により一層専念」するとの目的であることが本人により明確に示されている以上、同氏が開発責任に集中できる環境を整備することは、当社にとって重要な課題である。

そのためには、同氏を取締役会長という重責から解放し、取締役会の運営・監督から明確に距離を置かせることが不可欠である。かかる体制変更により、森下氏が真に開発専任の立場としてその能力を最大限に発揮できる環境を整えることができ、当社の持続的な成長にも資すると考える。

6. タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件

本議案では、当社のゲームタイトルのうち、重要性が高いゲームタイトルについて、売上げを開示することを求めている。

当社のゲームタイトル別の売上げは、部分的な開示がなされているものの、パズドラ及びラグナロクオンライン関連タイトル（以下「主要 2 シリーズ」という。）以外のタイトルから得られた売上げについては開示されていない。

しかし、当社においては、主要 2 シリーズ以外の新規タイトルの開発に対し、多くの経営資源を投下している。実際に、新規タイトルへの注力により、広告宣伝費を除く単体の販売費及び一般管理費は過去 10 年間で 74 億円から 170 億円へと増加している。一方で、同期間におけるパズドラを除く単体の売上高は 116 億円から 70 億円へと大きく減少しており、新規タイトルが業績に貢献している形跡は確認できない。このような状況では、主要 2 シリーズ以外の情報開示がされていないタイトルについて投資者が合理的な評価を行うことは困難である。具体的には、仮に「LET IT DIE : INFERN0」や「ニンジャラ」などのゲームタイトルに一定の価値があるとしても、その売上げの状況や業績への貢献度が開示されていない以上、株主はその評価を行うことができず、結果として株主価値には反映されない。

特に、取締役会が 2025 年 8 月 15 日付の開示資料において「中長期的な業績向上に

は寄与し得る」と評価していた「ニンジャラ」は、2020年6月のリリースから5年以上が経過しているにもかかわらず、当該ゲームタイトルがこれまで中長期的にどのように業績に貢献してきたのか、そして今後どのように貢献していくのか不明であり、その個別の売上げについて開示を拡充することは、株主から適切な評価を得るために必要不可欠である。

ゲームタイトル別に売上げを開示することは、株主に対し当社を正しく評価するための有益な情報提供を行うことを意味し、ひいては当社の株主価値の向上に資する。

以上

提案株主様（LIM）の株主提案の内容

※ 提案株主様（LIM）から提出された株主提案書の該当箇所を、形式面の調整のみを加えて、原文のまま掲載しております。

第1 株主総会の目的である事項（提案する議題）

1. 定款一部変更（第三者委員会の設置と調査報告書の公表）の件
2. 定款一部変更（資本コストの開示）の件
3. 定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件
4. 自己株式の取得の件

第2 議案の要領及び提案の理由

1. 定款一部変更（第三者委員会の設置と調査報告書の公表）の件

（1）議案の要領

当社の定款に以下の章及び条文を新設する。なお、本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した章及び条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（下線は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
（新設）	<p><u>第7章 第三者委員会の設置と調査報告書の公表</u></p> <p><u>（元従業員による不正行為の調査等のための第三者委員会の設置と調査報告書の公表）</u></p> <p><u>第43条 当会社は、当会社の元従業員（幹部級職員）が、過去数年にわたり、架空の業務発注を介し、当会社の資金を流用するなどの不正行為に及んでいた事案の詳細な事実関係の調査、類似事案の有無の調査、原因分析及び再発防止策の立案のための第三者委員会を設置し、調査報告書を公表する。</u></p>

（2）提案の理由

当社は、法令順守（コンプライアンス）体制に課題を抱えている。当社は2025年8月14日、「当社の元従業員による不正行為について」と題して、「当社の元従業員が、過去数年にわたり、架空の業務発注を介し、会社資金を流用するなどの不正行為に及んでいた」事実を開示した。元従業員が、「他社が運営する仕事依頼サービス

サイトを介して、当社を発注者とし、当該元従業員自身を受注者とした架空の業務発注により、当社から業務委託費として支払われた金員の大部分を着服していたこと等（被害総額約2億4,600万円）」に加えて、「ある取引先に対し、業務の実態がないにもかかわらず業務委託費を不正に支払うことで当社の資金を流出させていた事実（被害総額約1億円）」を確認したという。3億円を超える被害総額は、当社が2025年1~9月の3四半期に計上した連結最終利益の約12%にも相当する。

当社によると、元従業員は「裁量と権限を有する幹部級職員」であり、「取引不正リスクの認識・評価が不十分であったことに起因する内部監査による不正リスクに対応した個別取引のモニタリングが十分に機能しなかった」とのことであるが、元従業員が業務委託費の予算権限を備えた「幹部級職員」ならば、エグゼクティブプロデューサーである森下一喜社長（2026年2月1日より会長）の直轄である。

当社は、「独立社外監査役2名を中心とする社内調査チームを組成し、外部の法律事務所及び会計事務所のフォレンジックチームの支援を得て、当該元従業員を含む関係者からのヒアリング、当該元従業員が使用する端末のデジタルフォレンジック等による本件不正行為に関する詳細な事実関係の調査、類似事案の有無の調査、原因分析及び再発防止策の立案」を進めたというものの、調査範囲、調査のヒアリングの内容及び不正行為に関する詳細な事実関係はおろか、外部の法律事務所及び会計事務所の名称も開示しておらず、調査過程の独立性や調査結果の客観性に疑念を持たざるを得ない。

そもそも、当社の深刻な不正事件は初めてではない。当社は2006年7月、「ラグナロクオンライン」のサーバーに不正アクセスしてゲーム内通貨を無断複製したうえで外部に売却した元社員が逮捕された事件を発表している。ゲームの監視役である「ゲームマスター」による不正行為ただだけに、事件の悪質性は際立っていたが、事件発生当時の社長も森下氏であった。

森下政権下において二度目となる大型不正事件に対して、当社の社外取締役と社外監査役が機能していなかった事実を鑑みるならば、現経営陣による「お手盛り」となった可能性のある調査だけでは、内部統制システムの抜本的改革を到底期待することはできない。

よって、当社の信頼と企業・株主価値を回復するためには、当社経営陣から独立性が担保された調査者が元従業員による不正行為を再調査・検証し、森下氏を筆頭とする経営陣・取締役の責任義務違反の有無、内部統制システムの整備状況といった不正事件の原因を分析する必要がある。

第三者委員会は費用のかかるガバナンス改善策であるが、当社で最高額の報酬を食んでいる森下氏の責任の所在を明らかにする仕組みは、少数株主保護に寄与する。「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2025年2月14日開示）において、「実質的な創業者として20年以上にわたり当社の事業を牽引し、その間、当社の成長の実現に果たしてきた」と当社が森下氏の価値を評価するならば、なおさら検証が必要である。

2. 定款一部変更（資本コストの開示）の件

（1）議案の要領

当社の定款に以下の章及び条文を新設する。なお、本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものと

する。

(下線は変更部分を示します。)

現行定款	変更案
(新設)	<p><u>第8章 資本コストの開示</u></p> <p><u>(資本コストの開示)</u></p> <p><u>第44条 当会社は、当会社が東京証券取引所に提出するコーポレート・ガバナンスに関する報告書において、当該報告書提出日から遡り1か月以内において当会社が把握する資本コストを、その算定根拠とともに開示するものとする。</u></p>

(2) 提案の理由

当社は設備投資を必要としないビジネスモデルであり、黒字が定着した企業ではあるが、足元は株価純資産倍率(PBR)が1倍をわずかに上回っているだけである。2025年1月13日時点の株価は過去10年で約15%下げており、東証株価指数(TOPIX)を約171ポイントもアンダーパフォームしている。

当社株式の低評価の背景にあるのは、自己資本比率が約73%に達した過剰資本と積み上がった現金にある。具体的には、2025年9月末時点で1360億円のネット・キャッシュ(現預金等から借入金を差し引く)を抱え、その額は時価総額の約96%に到達している。これは、キャピタル・アロケーションを軽視し続けた結果である。

当社が2025年2月14日に「株主還元方針の変更及び期末配当予想の修正に関するお知らせ」とした開示において、「配当については、連結配当性向を30%以上とし、安定的かつ継続的に実施する方針です。自己株式取得については、市場株価や当社の財務状況も勘案しつつ、資本収益性の向上に資する機動的な資本政策として位置付けており、取締役会での決定に基づき継続的に実施していく方針です」とし、同8月15日発表のコーポレート・ガバナンス報告書においては、「資本コストに関しては、継続的に取締役会で議論し、複数の計算方式を使用しながら適切に把握していくつつ、株価向上に向けて資本コストを上回る資本収益性の向上を実現していくと考えております」とした。

しかし、いずれの開示においても資本効率改善策や具体的な資本コストの記載が皆無であり、株価とバリュエーション向上の意思が不足している。過剰資本は、事業リスク以上の資本コストと本業で稼ぐ力を十分に反映しない株主資本利益率(ROE)をもたらす。だが、当社は具体的なROE目標を掲げておらず、最適な資本構成に関する議論に乏しい。当社のゲーム開発のリターンが資本コストを上回ることが不透明であることからも、株主から見た資本コスト(株主資本コスト)を適切に把握、定期的に開示することは少数株主の利益に資する。

東京証券取引所が2023年1月30日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、「我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、企業経営における自律性の向上が必要」、「まずは、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことに

より、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる」とした上で、「特に、継続的にPBRが1倍を割れている（すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる）会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき」としている。

東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コードは、「原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」において、「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」と定めるが、2025年2月14日発表の「株主還元方針の変更及び期末配当予想の修正に関するお知らせ」や同8月15日のコーポレート・ガバナンス報告書においては、資本効率改善に向けた数値的な具体性に欠け、当社は「株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明」することを怠っている。

そもそも、当社が2025年8月14日に発表した元従業員の不正事件の遠因は、「裁量と権限を有する幹部級職員」を直轄する森下氏を筆頭とする経営陣から資本コストの概念が抜け落ちていたためである。当社の場合、利益剰余金が大半を占める株主資本と積み上がった現預金は「写し鏡」であり、現預金が株主から付託された大切な資産であるとの意識が当社に欠けていたからこそ、現預金を私物化する事件が発生した。少数株主軽視の姿勢が余りにも長期化したために、経済的な非合理性がコンプライアンスの領域にまで増幅したのである。

3. 定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件

(1) 議案の要領

当社の定款に以下の条文を新設し、現行定款第30条以降を各々1条ずつ繰り下げる。なお、本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（下線は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
（新設）	<u>（取締役報酬の個別開示）</u> <u>第30条 取締役の報酬については、毎年、事業報告及び有価証券報告書において、個別に報酬額、内容及び決定方法を開示する。</u>

(2) 議案の要領

積み上がった現金の使途と根拠を合理的に説明できていないまま株価低迷を看過している当社においては、少数株主の利益を無視していると言わざるをえない。

しかも、コンプライアンスの問題を抱え、内部統制システムの実効性に疑念が持たれている当社の取締役会には、当社が抱えるコーポレートガバナンス上の問題を改善する役割を果たし、資本効率面でも経営陣に責任感を持たせることが期待できない。よって、少数株主がより積極的に牽制を効かせることができるような環境を整えるのが提案の趣旨である。

当社は2026年1月9日に「当社の指名・報酬委員会による取締役会に対する取締役報酬制度の一部改定及び業績連動型株式報酬制度の導入に関する答申について」と銘打って、業務執行取締役の報酬制度一部改定を発表したが、少数株主の利益に直結する資本効率がどの程度配慮されているかが明確でない。

そもそも、取締役の個別報酬は、取締役会が当社の直面する課題をどのように評価し、それを個別の取締役の報酬にどのように反映しているかを示す。よって、当社のコーポレートガバナンスとキャピタル・アロケーションの問題の原因を明らかにすべく、業務執行取締役だけでなく、社外取締役及び非常勤取締役など全ての取締役の個別開示が必要となる。

4. 自己株式の取得の件

(1) 議案の要領

会社法156条1項の規定に基づき、本定時株主総会終結のときから1年以内に当社普通株式を、株式総数818万株、取得価格の総額213億円（ただし、会社法により許容される取得価額の総額（会社法461条に定める「分配可能額」）が当該金額を下回るときは、会社法により許容される取得価額の総額の上限額）を限度として、金銭の交付をもって取得することとする。

(2) 提案の理由

当社株式に対する低評価は、資本効率の低下を招くネット・キャッシュを温存し、対応する過剰資本を放置した結果である。株主資本の肥大化がさらに膨らみ、PBRの低空飛行が長期化するリスクを勘案するならば、本格的な株主還元に踏み切ることこそが、少数株主保護に資する。

よって、抜本的な自社株買いが必要となる。当社のネット・キャッシュは時価総額の約96%相当にも達するため、自己株式の取得原資は十分にある。提案した株式総数は、当社株式の過去1年の売買高の15%に相当し、流動性の観点からしても、市場が十分に吸収できる合理的な水準である。

以上