

各位

2026年1月27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）への株主提案  
及び特集サイトの開設について

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9%保有しています。SCは、今般、当社に対し、来る3月開催予定の当社の定時株主総会において株主提案権を行使する書面を発送し、特集サイト（<https://stracap.jp/3765-GUNGHQ/>）を開設いたしましたので、本件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．特定の株主からの自己株式取得の件**

（概要）ガンホーの大株主である孫泰蔵氏が、SON Financial 合同会社及び株式会社エフエーエイチを通じて保有する全てのガンホー株式（保有議決権数 120,065 個、議決権割合 25.8%）を、他の株主に対して特に有利とならない価格で自己株式として取得すること。

#### **議題2．剰余金処分の件**

（概要）2024年12月期末現在の現預金（単体）及び長期性預金の残高 846 億円の 20%に相当する剰余金（1株当たり 311 円）の配当を行うこと。

#### **議題3．剰余金の配当の決定機関に係る定款変更の件**

（概要）期末配当の決定に当たっては、原則として株主総会の決議を経るよう定款を変更すること。

#### **議題4．取締役会議長の選任に係る定款変更の件**

（概要）原則として取締役会議長を社外取締役から選任するよう定款を変更すること。

#### **議題5．取締役会長の選任に係る定款変更の件**

（概要）取締役会長を社外取締役から選任するよう定款を変更すること。

## 議題6．タイトル別売上げの開示に係る定款変更の件

（概要）重要性が高いゲームタイトルについて、原則として売上高を開示するように定款を変更すること。

### 株主提案の背景

#### 問題点（1）：ヒット作枯渇を背景とした業績及び株価の短／中／長期的な低迷

ガンホーの株価は過去10年間にわたり、一貫して著しい低迷を続けています。TOPIXと比較すれば、過去10年/5年/3年/1年の間にそれぞれ▲68%/▲45%/▲36%/▲38%と、時間軸を問わず大きく劣後しています。

営業利益は、パズル&ドラゴンズ（以下「パズドラ」といいます。）全盛期をピークに長期的な減少傾向が続き、直近ではガンホー単体でほとんど利益が出ていない水準にまで低下するなど、企業価値の劣化が定量的にも明確に示されています。

さらに、自己資本は積み上がり続けている一方で、ROEは継続的に低下しており、資本効率は著しく悪化しています。

この結果、時価総額（約1,368億円）とネットキャッシュ（約1,353億円）がほぼ同水準となり、市場はガンホーを「事業会社」ではなく、「現金の箱」として評価するに至っています。

これは偶発的な不振ではなく、森下氏の経営下で長期間にわたり企業価値が毀損されてきた結果と位置づけられます。

#### 問題点（2）：森下氏の経営判断により「一発屋」構造が固定化し、失敗作を繰り返していること

ガンホーは2012年の「パズドラ」以降、13年以上にわたり次のヒット作を生み出せておらず、事実上「一発屋」の状態にあります。

その間、推定1,000億円を超える開発投資を行い、数多くの新作タイトルを投入してきたにもかかわらず、いずれも収益の柱には成長していません。

特に、「LET IT DIE」シリーズの最新作である「LET IT DIE: INFERNO」は、多額の開発費を投下したにもかかわらず、既存ファン・新規ユーザー双方から酷評され、業績への貢献が見込めない明確な失敗作となりました。

これは、単にヒットが出なかったというレベルではなく、既存IPの価値すら棄損する結果であり、森下氏が開発体制・権限配分を見直してこなかった経営判断の帰結と位置づけられます。

#### 問題点（3）：多額の投資が収益に結び付いておらず、情報開示も不十分のため株主が評価できないこと

ガンホーは新規タイトル開発に対して長年にわたり巨額の投資を行ってきましたが、その成果は業績にほとんど反映されていません。

仮に、将来につながる「見えない成果」が存在するとしても、タイトル別売上高などの具体的な情報が開示されていない以上、株主はその妥当性や価値を検証することができません。

現状では、株主は「投資が失敗しているのか」「一定の成果があるのか」すら判断できず、結果としてガンホー経営陣が成果を強調しても、株主には不信感が募るばかりです。

#### 問題点（４）：孫泰蔵氏の存在がガバナンス不全を招き、株主価値向上を妨げていること

孫泰蔵氏は、現在も２割超の議決権を保有し、その賛否だけで多くの株主総会議案の結果を左右し得る立場にあります。

しかし同氏は、これまで一貫して会社提案に賛成、株主提案に反対する「安定株主」として行動しており、経営陣に対する緊張感を著しく低下させてきました。

さらに、孫泰蔵氏は取締役退任後も断続的に株式を売却しており、残存株式が市場に放出されるリスクが常に意識されることで、株価形成にも悪影響を与えているおそれがあります。

#### 問題点（５）：取締役会が経営執行から独立しておらず、監督機能が実質的に機能していないこと

現在のガンホーでは、長期にわたる業績・株価の低迷、ヒット作の枯渇、資本効率の悪化といった重大な問題が顕在化しているにもかかわらず、経営体制が抜本的に見直されてきた形跡は見られません。

その大きな要因の一つが、取締役会が経営執行から十分に独立しておらず、経営に対する実効的な監督機能を果たせていないことにあります。

監督される立場にある経営トップ自らが取締役会の議事運営を主導している現行の体制のもとでは、経営戦略の失敗・ヒット作不在の長期化・多額の投資が成果に結び付いていない点といった本質的な課題について、取締役会で十分な検証や是正議論が行われにくい構造となっています。

実際、推定 1,000 億円超の投資にもかかわらず次の収益の柱が生まれていない状況下で経営責任の所在や体制見直しが明確に示されていないこと自体が、取締役会の監督機能が形骸化していることを示唆しています。

各議案の詳細な説明は、<https://stracap.jp/3765-GUNGHO/>又は弊社ホームページ右上の特設サイトリンクをご参照ください。

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）

SC が提案する議題の内容（全文） 及び理由（全文）

**〔1〕 提案する議題の内容（全文）**

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

本総会終了の日から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条の第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

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時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、社外取締役に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. 当社は、当社が開発、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連する、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。

### 〔2〕 提案する議題の理由（全文）

#### 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 F i n a n c i a l 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NO. 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ったのは、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っ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は、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: INFERNO」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