

2026年2月3日

〒104-0028

東京都中央区八重洲二丁目2番1号

東京ミッドタウン八重洲

八重洲セントラルタワー9階

東邦ホールディングス株式会社

取締役会 御中

取締役各位

写し送付先：独立委員会 御中（委員各位）

1 Temasek Avenue

#20-02A Millenia Tower, Singapore

3D Investment Partners Pte. Ltd.

「本必要情報の提供の要請」に対する回答書¹

当社は、貴社による「本必要情報の提供の要請」に対して、以下のとおり回答いたします。

本要請に対して、当社は、株主の皆様による適切なご判断に資する情報提供及び透明性確保の観点重視し、公開買付届出書において通常求められる事項を超える詳細な内容を含め、回答しております。

もっとも、以下のとおり、本件においては、貴社が想定するような有事を前提とした買収防衛策を正当化し得る合理的根拠は認められず、当社としては、本買収防衛策の導入そのものが、貴社自らが演出した「架空の有事」に基づくものである以上、当社が質問事項に対して回答すべき法的根拠及び合理的な理由の存否については、なお重大な疑義を有しております。

しかしながら、上記のとおり貴社の「情報不足」とのご指摘に真摯に対応するとともに、貴社の他の株主の皆様への情報提供、透明性確保及び無用な対立の回避を目的として、本回答書において回答することとします。

¹ 本回答書においては、2026年1月16日付けで当社が貴社に送付いたしました大規模買付行為等説明書において定義した用語、及び2026年1月23日付け「本必要情報の提供の要請」において定義されている用語をそのまま用いることがあります。

本買収防衛策の導入そのものが、貴社自らが演出した「架空の有事」に基づくものであると判断される理由は以下に記載のとおりです。

すなわち、本説明書7頁に記載しましたとおり、当社は、貴社の経営支配権の獲得を目的としないことや短期的なキャピタルゲインの追求を目的としないことを明確に伝えるとともに、その上限について法的拘束力のある誓約書の案文を提出しました。それにも拘らず、貴社は、その内容に関する問い合わせや協議の依頼を一切することなく、事務的な受領連絡を行うのみで実質的な検討を拒絶し、さらには、その誓約書案の存在や当社から誓約書の提出意向があった事実も一切開示することなく、当社の貴社株式の追加取得について、経営支配権の獲得や当社の意向に沿った経営判断を強要する目的であることが強く疑われる等と主張したうえで、株主に有事性があるとの情報を提供して買収防衛策を導入するに至っております。

また、本買収防衛策の導入は、当社が貴社に対して過去の不祥事に関する貴社代表取締役CEO等の供述調書を提示してから、わずか約2か月後になされたものであり、このような経緯に照らせば、当社としては、本買収防衛策については、経営陣の保身を目的として、本来的に有事が存在しないにも拘らず、「架空の有事」を演出することにより買収防衛策を導入したとの疑義を抱かざるを得ません。

そもそも、当社は経営支配権の獲得を目的としておらず、貴社の事業経営を行う意思もない以上、貴社が求める情報の大部分は、本来であれば提供の必要性が認められない性質のものであります。それにも拘らず、今回の質問事項は、経営支配権の獲得を前提とした詳細な情報を求める項目が大半を占めており、中には、当社が経営支配権を獲得し、自身の利益のために企業価値を毀損する思惑を有しているかのような印象操作を意図したと思われる質問も多数含まれています。

当社は、貴社が、このような本来不要であるはずの質問をあえて設定し、当社がその不合理性ゆえに回答を控えると、今度はそれを奇貨として「情報不足」であると指摘し、検討を遅延させ、あるいは本買収防衛策（対抗措置）の発動の口実とすることを強く懸念しております。

仮に、今後、貴社においてこのような「回答すれば経営支配権獲得の目的があるとみなされ、回答しなければ情報不足とされる」という恣意的なプロセスがまかり通るようなことがあれば、それはもはや「買収防衛策（対抗措置）の発動」という結論ありきの検討が行われているとみなさざるを得ず、株主共同の利益の確保とは程遠いものと言わざるを得ません。

独立委員会及び取締役会の構成員の皆様におかれましては、ご自身が株主からの負託を受け、株主共同の利益の確保のために、正確な情報に基づき客観的かつ合理的な判断を行い、企業価値向上を実現すべき善管注意義務及び忠実義務という法的義務を負っていることを改めてご想起いただきたく存じます。

現経営陣の保身に加担するような判断は断じてあってはならないということを、ここに強く申し入れます。

第1 本大規模買付者及びそのグループの詳細

1. 3D らそれぞれについて、以下の事項をご教示ください。

- ① 設立準拠法
- ② 実際に行っている事業の内容
- ③ 役員の氏名・名称・経歴
- ④ 従業員数
- ⑤ 残存期間
- ⑥ 投資方針（株式等の保有方針、エグジット方法、エグジットが第三者への売却の場合の売却候補の有無及び選定基準、投資回収期間を含みます。）
- ⑦ 過去10年間における投融資活動
- ⑧ 過去3年間の決算の状況（貸借対照表及び損益計算書等）
- ⑨ 資本構成（出資割合及び資本関係図を含みます。また、大口出資者や本大規模買付者を実質的に支配する主体がいる場合には、その概要（氏名又は名称、住所又は本店所在地及び設立準拠法、本大規模買付者に関する出資割合、出資先及び出資先に対する出資割合、投資方針の詳細、過去10年間における投資融資活動の詳細、並びに大口出資者が法人又はファンドの場合は代表者の氏名、資本構成、事業内容及び財務内容を含みます。））

- ⑩ 本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループ（以下「本特定株主グループ」といいます。）との資本・出資関係、取引関係及び人的関係
- ⑪ 外国為替及び外国貿易法第 26 条第 1 項に規定される「外国投資家」への該当性の有無及びその根拠となる情報
- ⑫ 過去における法令等（国内外の法律、政令、規則、命令、告示、通知、条例、指針、通達、行政指導、ガイドライン、金融商品取引所規則その他の規制をいいます。）の違反行為の有無及び内容

【回答】

● 3D Investment Partners Pte. Ltd.について

① 設立準拠法

シンガポール法

② 実際に行っている事業の内容

当社は、シンガポール現地法であるSecurities and Futures Act（SFA、証券先物法）に基づき、capital markets services licence（CMSライセンス）を取得して行うfund management（資産運用）業務を実施しています。具体的には、当社は、日本に特化した、株価等が本源的価値と比べて割安となっている会社等に対するバリュー投資を行うことを投資方針とするとともに、複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造を投資哲学とした、長期的なリターンの達成を目的とした投資一任運用サービスの提供を実施しています。

③ 役員の氏名・名称・経歴

YIP SAI FAI、長谷川寛家その他の者が役員となります。YIP SAI FAI及び長谷川寛家の経歴は以下のとおりです。

氏名・名称	経歴
YIP SAI FAI	2005～2006年 Deloitte（香港）Auditor 2006～2008年 JPMorgan（香港）アジア（日本除く）株式デリバティブ：トレードサポート 2008～2016年 Oasis Management（香港）Director of Operations

氏名・名称	経歴
	2016年～現在 3D Investment Partners Chief Operating Officer (COO)
長谷川寛家	2002 年 ゴールドマン・サックス証券入社 2008 年 Tudor Capital Singapore Pte. Ltd.入社 Investment Analyst 2010 年 Broad Peak Investment Advisers Pte. Ltd.入社 Managing Director 兼 Partner 2015 年 3D Investment Partners Pte. Ltd.を創業し、CEO 兼 CIO に就任（現任）

④ 従業員数

本説明書に記載しましたとおり、3Dらは、純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うことを目的として、貴社株式を取得することを予定しています。また、3Dらは、本取得後の3Dらの議決権割合の上限を27%に設定しています。そのため、3Dらは、貴社の経営支配権を取得する目的を有していません。しかも、27%という議決権割合の上限は、貴社が主張している2025年定時株主総会における議決権行使比率（81.5%）を踏まえた特別決議の拒否権水準である27.17%をも下回るものですので、貴社の経営支配権に重要な影響力を及ぼすものでもありません。

3Dらは、貴社との建設的な対話を行うことや、状況に応じて重要提案行為等を行うことを通じて、貴社の中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の確保を目指していますが、3Dらの助言や提案を実施するかどうかは貴社取締役会の自主的な判断によるものです。そのため、当社の従業員数を確認することは、本取得に対する貴社の意見の形成に資するものではないと考えております。

なお、当社は、本説明書2頁において述べたとおり、日本特化型で、株価等が本源的価値に比べて割安となっている会社等に対して投資するバリュー投資を行うことを投資方針としている独立系資産運用会社です。上場株式などの広範囲の投資業務を日本及びアジアにおいて行ってきたChief Executive Officer 兼 Chief Investment Officerである長谷川寛家をはじめ、上場会社等への投資及び投資先との建設的な対話を通じて投資先の企業価値の向上等に十

分な経験・実績を有した投資運用チームのメンバーによって構成されています。

⑤ 残存期間

該当事項はありません。

なお、当社が投資一任契約を締結し投資運用を受託するファンドは償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドです。そのため、3Dらは、短期的利益の追求を目的とすることなく、中長期的な貴社の企業価値向上という観点から、貴社との建設的な対話等を行っています。

⑥ 投資方針（株式等の保有方針、エグジット方法、エグジットが第三者への売却の場合の売却候補の有無及び選定基準、投資回収期間を含みます。）

本説明書2頁のとおり、当社は、日本に特化した、株価等が本源的価値と比べて割安となっている会社等に対するバリュー投資を行うことを投資方針とするとともに、複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造を投資哲学とした、長期的なリターンの達成を目的とし投資しております。

なお、当社が投資一任契約を締結しているファンドは償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドであるため、投資回収期間の定めはありません。

保有する株式が発行会社の本源的価値を表すものと判断され、潜在的な企業価値の成長可能性が実現されていると合理的に評価される場合には、第三者への売却等の方法により保有する株式を処分する可能性があります。3Dらは、投資先企業の中長期的な企業価値向上による投資リターンの獲得を目的としていることから、投資の開始時点において具体的な売却先候補を確保することではなく、売却先の選定基準も設定していません。3Dらは、上記の投資方針のもと、エグジット方法について検討するに際しても、投資先企業の中長期的な企業価値をさらに高めることになる手法を模索いたします。

⑦ 過去10年間における投融資活動

当社の過去の主な投資活動（重要提案行為を含む）については、大量保有報告書や臨時報告書、及び当社がこれまでに公開したプレゼンテーション資料等により既に市場に公表されており、貴社においても十分にアクセス可能な情報です。これら公表情報を超える詳細な投資戦略や未公表の投資先情報は、当社の競争上の利益を害するおそれがあるため、回答を差し控えさせていただきます。

⑧ 過去3年間の決算の状況（貸借対照表及び損益計算書等）

後記第4の1のとおり、3Dらは、本取得に必要となる資金を既に確保しています。本取得は経営支配権の取得を目的とするものではなく、当社が貴社の経営を行う予定はないこと、及び本取得は、公開買付けによるものではなく、公開買付けの成立後に、実際の株式取得が行えないなどの懸念も存在しません。そのため、3Dらの財務状況は、貴社株主の判断に影響を与えるものではないと考えますので、回答は差し控えさせていただきます。

⑨ 資本構成（出資割合及び資本関係図を含みます。また、大口出資者や本大規模買付者を実質的に支配する主体がいる場合には、その概要（氏名又は名称、住所又は本店所在地及び設立準拠法、本大規模買付者に関する出資割合、出資先及び出資先に対する出資割合、投資方針の詳細、過去10年間における投資融資活動の詳細、並びに大口出資者が法人又はファンドの場合は代表者の氏名、資本構成、事業内容及び財務内容を含みます。））

当社への出資者については、長谷川寛家が100%出資者となります。

貴社は、当社への大口出資者や本大規模買付者を実質的に支配する主体がいる場合には、その概要を回答するよう求めています。当社の意思決定は、100%出資者である長谷川の判断によりなされます。また、外国為替及び外国貿易法の手続を経ておりますので、長谷川は、反社会的勢力・テロ組織に関与していることはなく、国家安全保障上も問題がないことが明らかとなっています。その他の長谷川に関する情報は、貴社株主の判断のために必要な情報であるとは考えられないことから、回答は差し控えさせていただきます。

- ⑩ 本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループ（以下「本特定株主グループ」といいます。）との資本・出資関係、取引関係及び人的関係

本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループは、2025年10月31日付け「3D Investment Partners Pte. Ltd.による当社株式の大量買付等を踏まえた当社株券等の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ」（以下「本買収防衛策に関するプレスリリース」といいます。）13頁注1（iii）に該当する者（フィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー、など）を除いて存在しません。また、本買収防衛策に関するプレスリリース13頁注1（iii）に該当する者については、後記第2の14にその概要を記載しておりますが、それ以外の情報の開示は、貴社株主の判断に必要とは考えられないことから回答を控えさせていただきます。

- ⑪ 外国為替及び外国貿易法第26条第1項に規定される「外国投資家」への該当性の有無及びその根拠となる情報

上記①のとおり、当社はシンガポール法により設立されておりますので、外国為替及び外国貿易法第26条第1項第2号に該当します。

- ⑫ 過去における法令等（国内外の法律、政令、規則、命令、告示、通知、条例、指針、通達、行政指導、ガイドライン、金融商品取引所規則その他の規制をいいます。）の違反行為の有無及び内容

該当事項はありません。

● CTLについて

- ① 設立準拠法

ケイマン諸島法

② 実際に行っている事業の内容

信託受託業務（受託者としての信託財産の保有・管理・処分に係る事務）

③ 役員の氏名・名称・経歴

氏名・名称	経歴
Nicola Gillespie	<ul style="list-style-type: none">・ 1992年10月：Nicholson Graham & Jones入社・ 1997年5月：CITCO Group入社（現任）
Niall Gallagher	<ul style="list-style-type: none">・ 2002年10月：Bates Butler & Co.入社・ 2005年8月：Bisys Fund Services入社・ 2006年5月：UBS Funds Services入社・ 2008年11月：Ogier Fiduciary Services入社・ 2014年9月：Elian入社・ 2016年12月：Intertrust・ 2017年：CITCO Group入社（現任）
Sarah Turnbull	<ul style="list-style-type: none">・ 2003年9月：Clifford Chance LLP入社・ 2004年4月：TNI UK Ltd.入社・ 2007年3月：Halma plc入社・ 2008年11月：CITCO Group入社（現任）

④ 従業員数

後記⑨のとおり、CTLの議決権行使等の貴社株式に関する意思決定はCTLとの投資一任契約に基づき当社が行っています。そのため、CTLの従業員数は株主の判断に必要とは考えられないことから、回答を控えさせていただきます。

⑤ 残存期間

該当事項はありません。

- ⑥ 投資方針（株式等の保有方針、エグジット方法、エグジットが第三者への売却の場合の売却候補の有無及び選定基準、投資回収期間を含みます。）

CTLは、本取得者の受託者として当社より投資一任運用サービスの提供を受けています。

- ⑦ 過去10年間ににおける投融資活動

公表事例として、以下の投融資活動があります。

NTT都市開発 リート投資法人 の投資口に対す る公開買付け	<ul style="list-style-type: none">CTLがケイマン諸島法に基づいて2024年に設立した信託である本取得者は、2025年1月28日に、NTT都市開発リート投資法人の投資口を対象として、公開買付けを開始いたしました。CTLに対しては、当社が投資一任運用サービスを提供しました。公開買付けの条件の詳細は2025年1月28日付け公開買付届出書をご参照ください。3Dらは、対象者投資口が保有する魅力的なポートフォリオに対して市場で割安に評価されていると考えられたことなどから、2024年11月末までに、対象者投資口を32,420口（取得当時の所有割合2.19%）取得しました。また、3Dらは、2025年1月8日に対象者の資産運用会社との間で、賃料相場の動向、賃料収入の増加を実現するための方針及び対象者の優位性、保有資産の入替えに関する方針並びに財務戦略について対話を行いました。3Dらは、かかる対話を通して、今後、対象者投資口の価格が対象者の本源的価値や保有資産価値を正當に反映していると評価される状態にまで高まると考えたことなどといった経緯から、市場における対象者投資口の価格が、対象者の本源的価値に比べて割安であると確信し、純投資目的で、公開買付けにより対象者投資口を買い増すことを決定し、上記の公開買付けを行ったものです。
---	---

	<ul style="list-style-type: none"> 当該公開買付けは、2025年3月3日、応募投資口の総数が買付予定数の下限に満たなかったため、不成立となりました。
阪急阪神リート投資法人の投資口に対する公開買付け	<ul style="list-style-type: none"> CTLがケイマン諸島法に基づいて2024年に設立した信託である本取得者は、2025年2月13日に、阪急阪神リート投資法人の投資口を対象として、公開買付けを開始いたしました。CTLに対しては、3Dが投資一任運用サービスを提供していました。公開買付けの条件の詳細は2025年2月13日付け公開買付届出書をご参照ください。 3Dらは、2025年1月中旬までに、保有する魅力的なポートフォリオに対して市場で割安に評価されていると考えられたことなどから、対象者の投資口を9,312口（取得当時の所有割合1.34%）取得しました。 また、3Dらは、2024年12月26日に、対象者の資産運用会社との間で、エリアごとの売上げの状況、関西圏におけるインバウンド需要の動向、オフィス及び商業テナントにおける賃料相場の動向、賃料収入の増加を実現するための方針、保有資産の入替えに関する方針並びに財務戦略について対話を行いました。 この対話を通して、3Dらは、今後、対象者投資口の価格が対象者の本源的価値や保有資産価値を正當に反映していると評価される状態にまで高まると考えたことなどの経緯から、3Dらは市場における対象者投資口の価格が、対象者の本源的価値に比べて割安であると確信し、純投資目的で、公開買付けにより対象者投資口を買い増すことを決定し、上記の公開買付けを行ったものです。 当該公開買付けは、2025年3月13日、応募投資口の総数が買付予定数の下限に満たなかったため、不成立となりました。

⑧ 過去3年間の決算の状況（貸借対照表及び損益計算書等）

後記第4の1のとおり、3Dらは、本取得に必要な資金は十分に確保していま

す。本取得は経営支配権の取得を目的とするものではなく、貴社の経営を行う予定はないこと、及び本取得は、市場内買付けによるものであって、公開買付けによるものではないため、公開買付けの成立後に実際の株式取得が行えないなどの懸念も存在しません。そのため、CTLの財務状況は、貴社株主の判断に影響を与えるものではないと考えますので、回答は差し控えさせていただきます。

- ⑨ 資本構成（出資割合及び資本関係図を含みます。また、大口出資者や本大規模買付者を実質的に支配する主体がいる場合には、その概要（氏名又は名称、住所又は本店所在地及び設立準拠法、本大規模買付者に関する出資割合、出資先及び出資先に対する出資割合、投資方針の詳細、過去 10 年間における投資融資活動の詳細、並びに大口出資者が法人又はファンドの場合は代表者の氏名、資本構成、事業内容及び財務内容を含みます。）

CTLはサービスプロバイダーが提供するヴィークルであり、議決権行使等の貴社株式に関する意思決定は、CTLとの投資一任契約に基づき当社が行っています。なお、長谷川は当社の100%出資者です。したがって、CTLの資本構成は、貴社株主の判断に必要とは考えられず、回答を控えさせていただきます。

- ⑩ 本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループ（以下「本特定株主グループ」といいます。）との資本・出資関係、取引関係及び人的関係

本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループは、本買収防衛策に関するプレスリリース13頁注1（iii）に該当する者を除いて存在しません。本買収防衛策に関するプレスリリース13頁注1(iii)に該当する者（フィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー、など）については、後記第2の14にその概要を記載しておりますが、それ以外の情報の開示は、貴社株主の判断に必要とは考えられないことから回答を控えさせていただきます。

- ⑪ 外国為替及び外国貿易法第 26 条第 1 項に規定される「外国投資家」への該当性の有無及びその根拠となる情報

上記①のとおり、ケイマン諸島法に基づき設立されているため、外国為替及び外国貿易法第26条第1項第2号に該当します。

- ⑫ 過去における法令等（国内外の法律、政令、規則、命令、告示、通知、条例、指針、通達、行政指導、ガイドライン、金融商品取引所規則その他の規制をいいます。）の違反行為の有無及び内容

該当事項はありません。

● 本取得者について

本取得者は、信託会社であるCTLによって、ケイマン諸島法に基づいて2024年に設立された信託であるため、本取得者の情報につきましては受託者であるCTLの記載をご参照下さい。

2. 本大規模買付者以外の本特定株主グループについて、以下の事項をご教示ください。

- ① 設立準拠法
- ② 実際に行っている事業の内容
- ③ 役員の氏名・名称・経歴
- ④ 従業員数
- ⑤ 残存期間
- ⑥ 投資方針（株式等の保有方針、エグジット方法、エグジットが第三者への売却の場合の売却候補の有無及び選定基準、保有期間を含みます。）
- ⑦ 過去10年間における投融資活動
- ⑧ 過去3年間の決算の状況（貸借対照表及び損益計算書等）
- ⑨ 資本構成（出資割合及び資本関係図を含みます。また、大口出資者や本大規模買付者を実質的に支配する主体がいる場合には、その概要（氏名又は名称、住所又は本店所在地及び設立準拠法、本大規模買付者に関する出資割合、出資先及び出資先に対する出資割合、投資方針、過去10年間における投資融資活動の詳細、並びに大口出資者が法人又はファンドの場合は代表者の氏名、資本構成、事業内容

及び財務内容を含みます。))

⑩ 外国為替及び外国貿易法第 26 条第 1 項に規定される「外国投資家」への該当性の有無及びその根拠となる情報

⑪ 過去における法令等（国内外の法律、政令、規則、命令、告示、通知、条例、指針、通達、行政指導、ガイドライン、金融商品取引所規則その他の規制をいいます。）の違反行為の有無及び内容

【回答】

本大規模買付者以外の本大規模買付者の特定株主グループは、本買収防衛策に関するプレスリリース13頁注1(iii)に該当する者（フィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー、など）を除いて存在しません。本買収防衛策に関するプレスリリース13頁注1(iii)に該当する者については、後記第2の14にその概要を記載しておりますが、それ以外の情報の開示は、貴社株主の判断に必要とは考えられないことから回答を控えさせていただきます。

3. 本特定株主グループが既に保有している当社株券等及び/又は本大規模買付行為等により取得する当社株券等の保有の目的及び今後の保有方針について、具体的にご教示ください。また、それらの当社株券等の処分を行う可能性がある場合には、現時点で想定される目的、時期、取引条件（本説明書において「貴社株式の価格が貴社の本源的価値を正当に反映していると評価される状態に至った場合には、貴社株式を処分する可能性があります。」とされていることを踏まえ、どのような事由が発生し、又はどのような条件が成就した場合に当社株式を処分するご想定かについても、具体的にご教示ください。また、かかる取引条件には想定処分価格を含みます。）、株数、相手方（当社又は当社の大株主や経営陣、事業会社やファンド、証券会社などの第三者等に取得させる可能性があるかどうかを含みます。）及び方法についてご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社の実施する医薬品卸売事業が高い付加価値を提供するものであるにもかかわらず、その本源的価値に比較して市場株価が割安な水準にあり、また付加

価値の適切な反映等を通じた更なる企業価値成長の余地があると判断したことから、貴社株式への投資を開始しました。

その後、本説明書11頁のとおり、貴社のガバナンスの不備は極めて深刻なものであることが明らかになりましたが、3Dらは、貴社のガバナンスに不備がある現在の状況は、貴社株式の市場株価と貴社の本源的価値とが乖離していること、及び潜在的な成長可能性が実現されていないことを示すものにほかならず、そのため、貴社におけるガバナンスの不備が解消されれば、貴社の多大な本源的価値の顕在化及び企業価値向上が実現するものと考えております。そこで、3Dらは、純投資としてのリターンを追求する観点から、そのポートフォリオにおける貴社株式の比率を引き上げるために、本取得の実施の予定を表明することとしました。

上記のとおり、本取得は貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではありません。3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資（貴社株式価値の変動又は株式に係る配当によって利益を得ること）であり、状況に応じて、株主として経営陣への助言、重要提案行為を行うことはありますが、その採否・実施の判断は貴社取締役会の自主的な判断に委ねられるものです。

その趣旨は、当社は、日本版スチュワードシップ・コードの受入れに関する公表事項において説明しているとおり、純投資を目的に投資活動を行うものの、投資先企業の経営戦略やコーポレート・ガバナンスに関して懸念を抱いた場合には、当該投資先企業に対して懸念を表明し、当該投資先企業の持続的成長に向けて、株主権を適切に行使するというものです。これまでの3Dらによる貴社における独占禁止法違反等の不祥事に関する調査の要請や経営の透明性を確保するための働きかけも、いずれもこのような考え方に基づき、株主としての責務の範囲内で行われたものです。

3Dらは、本取得による短期的な利益の追求を目的としていません。3Dらは、これまでの投資実績において、短期的な利益の追求を目的とした株式取得を行い、対象会社の企業価値を毀損したことはありません。貴社は、富士ソフトの事例をもって、当社が短期利益を追求しているかのような主張をしていますが、当該富士ソフトの事例でさえも、後述のとおり、中長期的な企業価値の向上に資するものでした。

3Dらは、貴社株式に対して中長期の投資を行う方針であり、本回答書作成時点に

において、貴社株式を処分する予定はありません。将来において、貴社株式の市場価値が貴社の本源的価値を正当に反映し、潜在的な企業価値の成長可能性が実現されていると合理的に評価される場合には、貴社株式を処分する可能性があります、かかる判断は、当該時点における諸事情を総合的に考慮して行われるものであり、本回答書作成時点において、貴社株式の処分の目的、時期、取引条件、株数、相手方及び方法について具体的な想定を有しているものではありません。

4. 本特定株主グループら以外に、当社株式の保有方針等に関する意思決定に関与する者の有無、それが存する場合にはその者の具体的な氏名又は名称、概要、役割並びにその意思決定機関の概要（その名称並びに具体的な権限事項及び意思決定手続）をご教示ください。

【回答】

該当事項はありません。当社のみが貴社株式の保有方針等に関する意思決定を行っています。

5. 本特定株主グループ又は 3D らが実質的に支配ないし運用するファンド並びにその組合員又は出資者（直接であるか間接であるかを問いません。）、業務執行組合員及び投資に関する助言を継続的に行っている者の概要（名称、住所、設立準拠法、資本構成、出資先、出資先に対する出資割合、代表者の氏名及び経歴を含みます。）、投資方針の詳細、過去 10 年間ににおける投資活動の詳細を、個別にご教示ください。

【回答】

本特定株主グループ又は3Dらが実質的に支配ないし運用するファンドのうち、貴社株式の取得・保有と直接の関連を有しないファンドについては、本件とは無関係であり、その情報は、貴社株主の皆様の判断に必要な情報です。また、当該ファンドに関する情報については、投資家との秘密保持の観点、及び法令上求められる範囲においては適切に開示されていることから、本回答書において個別の説明を行う必要はないものと考えています。

したがって、本回答においては、貴社株式の取得・保有に関連するファンドについてのみ、その概要をご説明します。

● 3D Opportunity Master Fund

住所	ケイマン諸島、KY1-1104、グランドケイマン、ジョージタウン、サウスチャーチストリート、ウグランド・ハウス、私書箱309、メイブルズ・コーポレートサービス・リミテッド
設立準拠法	ケイマン諸島法
資本構成	<p>各ファンドの組合員又は出資者に関する情報には、投資家のプライバシーその他の投資家保護の観点から機微性の高い情報が含まれ得るため、当社が運用するファンド全体を合算した形で、資本構成（投資家属性）の内訳を説明します。</p> <p>北米の機関投資家：約68%</p> <p>アジアの機関投資家（中国の機関投資家は存在しません。）：約16%</p> <p>北米のファミリーオフィス及び富裕層個人（HNWI）：約8%</p> <p>欧州の機関投資家：約3%</p> <p>アジアのファミリーオフィス及び富裕層個人（HNWI）（中国のファミリーオフィス・富裕個人は存在しません。）：約3%</p> <p>欧州のファミリーオフィス及び富裕層個人（HNWI）：約1%</p> <p>なお、「機関投資家」には、年金基金、大学基金、財団、ファンド・オブ・ファンズ等が含まれます。</p>
出資先及び出資割合	<p>本回答書作成日現在において当社が提出する大量保有報告書及びその後の変更報告書に記載のとおりです。また、大量保有報告書において開示の対象となっていないファンドの出資先については、取引・投資戦略上の機微性が高く、開示により市場に憶測を招き株価を含む市場価格形成に影響を及ぼすおそれがあること等を踏まえ、個別の開示は差し控えさせていただきます。</p> <p>本回答書作成日現在において、当社が提出した大量保有報告書及びその後の変更報告書によりEDINETにおいて開示されている出資先（投資先）及び出資割合は、以下のとおりです。</p> <p>貴社：21.19%（2025年8月20日時点）</p> <p>サッポロホールディングス株式会社：19.44%（2025年1月16日時点）</p> <p>株式会社東北新社：17.36%（2024年11月7日時点）</p>

	<p>株式会社スクウェア・エニックス・ホールディングス：16.48%（2025年12月17日時点）</p> <p>メディシノバ・インク：11.22%（2024年11月7日時点）</p> <p>三井倉庫ホールディングス株式会社：11.15%（2025年9月5日時点）</p> <p>株式会社ワコールホールディングス：10.77%（2024年11月7日時点）</p> <p>日鉄ソリューションズ株式会社：9.40%（2025年2月6日時点）</p> <p>株式会社西武ホールディングス：5.75%（2024年11月7日時点）</p>
代表者の氏名及び経歴	<p><u>Mark Fagan</u></p> <p>2011年6月よりHighWater Limited（2007年1月設立、ケイマン諸島金融庁の免許を受け会社管理業を営み、オルタナティブ投資業界向けに独立取締役等のサービスを提供）に所属。</p> <p>RBC Dominion Securitiesで投資アドバイザー、Butterfield Bankでポートフォリオ・マネージャー／パフォーマンス・アナリスト、HSBC Financial Services及びButterfield Fund Servicesでファンド会計マネージャー等を歴任。</p> <p>南アフリカ出身で、Coopers & Lybrand（現PwC）にてChartered Accountant資格取得。ウィットウォーターズランド大学で商学士・会計学士取得。南アフリカ公認会計士協会会員、CFAチャーター及びCIPM保有。CFA Society of the Cayman Islands元会長。</p> <p><u>Carlyon John KNIGHT-EVANS</u></p> <p>2023年1月設立のCyson Advisors（香港拠点、アジアのヘッジファンド向け独立コンサル／アドバイザー）の創業者。</p> <p>PwC（PricewaterhouseCoopers）アジア太平洋地域のAlternatives Leader兼Assurance Asset Management Partnerとして勤務し、2022年12月退任。</p> <p>EY（Ernst & Young）でキャリアを開始し、2001年に香港へ異動して資産運用プラクティスの立ち上げに関与。2011年にPwCへ移籍時点では、EYアジア太平洋のAsset Management責任者（グローバル・リーダーシップチームメンバー）。</p> <p>監査に加え、運用会社の業務効率化、ガバナンス／内部</p>

	<p>統制、ファンド立ち上げ、規制・コンプライアンス等の助言経験を有し、AIMA香港支部のエグゼクティブ委員を2005年～2022年後半まで務めた。</p> <p><u>YIP Sai Fai</u></p> <p>2016年9月、3D Investment Partners入社。</p> <p>2008年3月～2016年6月はOasis Management（香港）でDirector of Operationsとして、オペレーション、投資家対応、リーガル／コンプライアンス、ポートフォリオ評価、リスク、会計・財務等を担当。</p> <p>これ以前に、J.P. Morgan（香港）でアジア（日本除く）株式デリバティブ部門（Asia Ex-Japan Equity Derivatives Group）のトレードサポート、Deloitte（香港）でGlobal Financial Services Industry Groupのクライアントを担当するスタッフ会計士を経験。</p> <p>ニュージーランドのUniversity of Aucklandにて会計・ファイナンス専攻のBachelor of Commerce取得。</p>
投資方針の詳細	3D Investment Partners Pte. Ltd.と同様
過去10年間の投資活動の詳細	<p>当社の過去の主な投資活動（重要提案行為を含む）については、大量保有報告書や臨時報告書、及び当社がこれまでに公開したプレゼンテーション資料等により既に市場に公表されており、貴社においても十分にアクセス可能な情報です。これら公表情報を超える詳細な投資戦略や未公表の投資先情報は、当社の競争上の利益を害するおそれがあるため、回答を差し控えさせていただきます。</p>

● 3D WH OPPORTUNITY MASTER OFC - 3D WH OPPORTUNITY HOLDINGS

住所	15/F, LKF 29, 29 WYNDHAM STREET, CENTRAL HONG KONG
設立準拠法	香港法
資本構成	3D Opportunity Master Fundにおける回答をご参照ください。
出資先及び出資割合	3D Opportunity Master Fundにおける回答をご参照ください。

<p>代表者の氏名及び経歴</p>	<p><u>Carlyon John KNIGHT-EVANS</u> 3D Opportunity Master Fund における記載をご参照ください。</p> <p><u>Paul Henry SMITH</u> 香港在住の独立社外ディレクターとして、金融サービス及び投資ファンド業界で豊富な経験を有する。 2015年1月～2019年9月にCFA InstituteのPresident兼Global CEOを務めた。 1996年に香港へ渡り、Bank of Bermudaの証券サービス事業を統括し、同事業のHSBCへの売却後はHSBCのオルタナティブ・ファンド・サービス部門のGlobal Headを務めた。 香港拠点のヘッジファンド運用グループAsia Alternative Asset Partnersを所有・運営し、SFCのType 1・4・9ライセンスを保有するResponsible Officerとして従事した経験を有する。 1984年～1995年は欧州系ファンド運用会社Ermitage Internationalに勤務し、最後の7年間はCEO。 現在、香港のAccounting and Financial Reporting Council (Policy, Regulation and Oversight Committee) 及びSFC (Products Advisory Committee) の委員。 PriceWaterhouse (ロンドン) で監査人としてキャリアを開始し、ICAEW Fellow、CFA保有者、Oxford UniversityのMA取得。</p> <p><u>YIP Sai Fai</u> 3D Opportunity Master Fund における記載をご参照ください。</p>
<p>投資方針の詳細</p>	<p>3D Investment Partners Pte. Ltd.と同様</p>
<p>過去10年間の投資活動の詳細</p>	<p>当社の過去の主な投資活動（重要提案行為を含む）については、大量保有報告書や臨時報告書、及び当社がこれまでに公開したプレゼンテーション資料等により既に市場に公表されており、貴社においても十分にアクセス可能な情報です。これら公表情報を超える詳細な投資戦略や未公表の投資先情報は、当社の競争上の利益を害するおそれがあるため、回答を差し控えさせていただきます。</p>

- 本取得者

住所	89 Nexus Way, 2nd Floor, Camana Bay, PO Box 31106, Grand Cayman KY1-1205, Cayman Islands
設立準拠法	ケイマン諸島法
資本構成	第1の1における回答をご参照ください。
出資先及び出資割合	3D Opportunity Master Fundにおける回答をご参照ください。
代表者の氏名及び経歴	第1の1における回答をご参照ください。
投資方針の詳細	第1の1における回答をご参照ください。
過去10年間の投資活動の詳細	第1の1における回答をご参照ください。

6. 3D らのこれまでの投資活動（3D については投資助言活動を含みます。）に関する以下の事項を各社について個別にご教示ください。

- ① 具体的な投資先の名称（株式保有割合で3%以上のものに限ります。）
- ② 上記各投資先に対して投資を行った目的・理由
- ③ 上記各投資先に対する投資活動の詳細（本特定株主グループが各投資先に対して行った提案行為の内容及びその結果、投資後の経営への参画の内容、本特定株主グループの各投資先に対する出資割合及び各投資先における役職を含みます。）
- ④ 上記各投資先を選定したプロセス及び選定に至った理由
- ⑤ 投資後の重要財産や事業の売却その他の処分の有無・内容
- ⑥ 投資先会社の経営陣や従業員との間との関係等

【回答】

本質問の趣旨は、3Dらが過去の投資活動において投資先企業の企業価値を毀損するような行為を行っていないかどうかを確認し、理解する点にあるものと理解していますが、3Dらがそのような行為を行った事実はありません。

あわせて、本質問は、3Dらの投資戦略上のノウハウに関わる質問であり、また、現在投資中の銘柄については株価に影響を与えかねない事項に関わる質問であることから、その回答は、第三者へ開示又は公表されるべき性質のものではありません。

当社の過去の主な投資活動（重要提案行為を含む）については、大量保有報告書や臨時報告書、及び当社がこれまでに公開したプレゼンテーション資料等により既に市場に公表されており、貴社においても十分にアクセス可能な情報です。これら公表情報を超える詳細な投資戦略や未公表の投資先情報は、当社の競争上の利益を

害するおそれがあるため、回答を差し控えさせていただきます。

7. 3D らによる投資後の投資先（株式保有割合で 3%以上のものに限ります。）の業績の推移、及び当該推移に対して 3D らが貢献したとお考えであればその理由をご教示ください（なお、株価の推移ではなく業績の推移についてご回答ください。）。

【回答】

当社は、企業価値向上を唯一無二の目的としており、業績の向上そのものを目的としていません。そもそも、企業価値は、企業の財務状況や資本効率、業績等の様々なファクターをもとに導き出されるものです。業績は企業価値を算定する上で、有効な指標の一つではあるものの、ファクターの一つにすぎません。

もっとも、あえて指摘するとすれば、貴社が、3Dらにおいて短期的利益の追求をした疑いがある事例として挙げる富士ソフトの事例においても、3Dらは、後述のとおりエンゲージメントを行い、その間、富士ソフトの業績は好調に推移していました。

8. 本特定株主グループがそれぞれ保有する当社株券等（借株やエクイティ・スワップその他のデリバティブ等を通じて実質的に保有し、又は議決権行使に対して影響力を有している当社株券等を含みます。以下「保有株券等」といいます。）の数、保有株券等のうち信用買いやデリバティブ等を通じて実質的に保有している当社株券等がある場合には、当該株券等の数及び当該信用買い又はエクイティ・スワップその他のデリバティブ等の詳細及びこれらの取引に係る相手方その他の関与者の概要についてご教示ください。

【回答】

本特定株主グループ（3Dら）のそれぞれが保有する貴社株式の保有数は、以下のとおりです。

- ・当社：投資一任運用サービスを提供するファンドを通じて16,023,534株を保有
（このうち、信用買いやデリバティブ等を通じて実質的に保有しているものは0株）
- ・本取得者：0株（このうち、信用買いやデリバティブ等を通じて実質的に保有し

ているものは0株)

9. 本特定株主グループがそれぞれ保有する当社株券等の内訳について、新株予約権付社債券がある場合には、それに係る株券等の数をご教示ください。

【回答】

本特定株主グループのそれぞれが保有する貴社の新株予約権付社債券の数は、以下のとおりです。

- ・ 当社：投資一任運用サービスを提供するファンドを通じて保有する16,023,534株のうち、保有する新株予約権付社債券に係る株券等を326,000株²保有

10. 本特定株主グループの保有に係る当社株券等の当社株主名簿上の株主の名義、当社株主名簿上のそれらの者の所有株式の数、これらの者がいかなる契約その他の関係に基づき当社株主名簿上の株主となっているか、当社株主名簿上の株主の名義を変更する予定がある場合は変更予定先の名称について、それぞれ具体的にご教示ください。

【回答】

当社は経営支配権の獲得を目的としておらず、貴社の事業経営を行う意図もありません。当社は法令に従い、大量保有報告書及び変更報告書を提出しており、当該大量保有報告書及び変更報告書において、貴社株式に係る保有株券等の数及び株券等保有割合を正確に開示していますので、経営支配権の取得を前提とした追加的な情報開示は不要であると考えています。また、当社及び当社が関与するファンドは、貴社株式の取得・保有に関して、他の投資家との間で協調行動に関する合意や指示関係を有していません。

11. 3D らそれぞれの総資産に占める当社株券等の価額の割合及び本特定株主グループの総資産に占める当社株券等の価額の割合につき、ご教示ください。

【回答】

3Dらは、本説明書2頁のとおり、本回答書作成時において貴社株式を16,023,534株

² 株式数の表記は 100 株単位で表記しております。

（転換社債型新株予約権付社債の転換後に交付される貴社株式を含む。）保有していますが、3Dらそれぞれの総資産に占める貴社株式の価額の割合及び本特定株主グループの総資産に占める貴社株式の価額の割合は、いずれも10%未満であり、3Dら及び本特定株主グループの総資産に占める割合は特段高いものではありません。

12. 本特定株主グループ及びその構成員（主要な株主又は出資者及び重要な子会社・関連会社を含みます。以下同じとします。）において、当社グループの営む医薬品卸売事業等の事業（以下「当社事業」といいます。）について知識及び経験があれば、その詳細を具体的にご教示ください。

【回答】

冒頭に申し上げましたとおり、3Dらにおいて、貴社の経営支配権を獲得するつもりはありません。そのため、本取得の前後を通じて、貴社の経営を行うのは3Dらではなく、適切なプロセスを経て選任された貴社取締役会です。したがって、3Dらにおいて貴社グループの営む医薬品卸売事業等の事業についての知識及び経験を有している必要はありません。3Dらは、貴社との対話等のエンゲージメントの際に、必要に応じて、コンサルティングファームなど外部の有識者等に相談してご見解をいただくなどして、貴社への助言や提案の内容等について検討しています。

なお、3Dらは、3Dらにおいて貴社の経営支配権を獲得するつもりがないことを示すため、本買収防衛策の導入に先立ち、貴社に対して、3Dらによる貴社株式の追加取得が貴社の経営支配権の獲得を目的としないことや短期的なキャピタルゲインの追求を目的しないことを明確に伝えるとともに、追加取得の上限について法的拘束力のある誓約書の案文を提出しました。それにもかかわらず、貴社は、3Dらが貴社グループの医薬品卸売事業等を経営することを前提とするかのような本質問を行い、3Dらが貴社の経営支配権の獲得を企図しているかのように演出することで「架空の有事」を意図的に作出しようとしていることが窺われる点は、大変遺憾です。

13. 本特定株主グループ及びその構成員が、日本国内及び海外において、会社を実質的に経営し、当該会社の実際の業務に関与された経験の有無、及び、もしある場合にはその具体的な経営・業務への関与内容を具体的にご教示ください。特に当社事業と同様の事業である医薬品卸売事業に関して会社を経営ないし業務に関与

されたご経験がある場合（但し、単に株式の保有、出資ないし投資を行ったに過ぎない場合を除きます。）には、その内容について具体的にご教示ください。

【回答】

上記12のとおり、3Dらにおいて、貴社の経営支配権を獲得するつもりはありません。そのため、本取得の前後を通じて、貴社の経営を行うのは3Dらではなく、貴社取締役会です。したがって、3Dらにおいて会社の経営に関する知識及び経験を有している必要はないと考えます。上記12の回答のとおり、3Dらは、貴社との対話等のエンゲージメントの際に、必要に応じて、外部の有識者等に相談して見解をいただくなどして、貴社への助言や提言の内容等について検討しています。前問と同様、本質問も「架空の有事」を意図的に作出しようとしていることが窺われる点は、大変遺憾です。

14. 本特定株主グループ及びその構成員について、現在日本国内及び海外において係属している訴訟その他の司法上の手続の具体的内容（係属している裁判所、当該司法上の手続の提起の日、当事者、主な争点、訴額を含みます。）をご教示ください。

【回答】

本特定株主グループ及びその構成員について、本回答書作成日現在、日本国内及び海外において係属している訴訟その他の司法上の手続はありません。

15. 本特定株主グループ及びその構成員について、反社会的勢力（暴力若しくは威力を用い、又は詐欺その他の犯罪行為を行うことにより経済的利益を享受しようとする個人、法人その他の団体を総称していいます。以下同じ。）ないしテロ関連組織との関係の有無（反社会的勢力との関係又はそのおそれが生じたことがある場合には、その概要及び対応状況を含みます。）についてご教示ください。

【回答】

本特定株主グループ及びその構成員について、反社会的勢力及びテロ関連組織との関係はありません。

16. 本特定株主グループの日本国内における投資事例において、M&A や経営統合・組織

再編等の実施、既存の中核事業以外の事業等の売却又は分離、資産の処分、増配、自社株買い等の株主還元、本特定株主グループが推薦する者の取締役選任等の提案を行ったことがある場合、当該提案の具体的内容、当該提案の実施時期、当該提案の目的、当該提案を受けた対象会社の対応、当該提案の実行によりその後対象会社の業績、事業ポートフォリオや支配権構造が中長期も含めてどのように推移したか及びこれにより本特定株主グループが受けた利益の内容について、それぞれ具体的にご教示ください。

【回答】

本特定株主グループの日本国内における投資事例は複数ありますが、進行中のものは、第三者へ開示又は公表されるべき性質の情報とは思われないことから、富士ソフト及び東芝に対する投資事例について回答します。

なお、以下の事例では結果的に非公開化等の結末に至りましたが、当社が常に非公開化を求めているわけではありません。あくまで、その時点での最適なガバナンス形態を追求した結果であり、上場維持による企業価値の向上が株主共同の利益の向上に資するのであれば、それを支持するスタンスに変わりはありません。

富士ソフトについて

以下のとおり、当社は、富士ソフトの株主として、役員選任議案の株主提案を行うことなどにより同社のガバナンス向上や資本効率及び事業効率について取締役会に改善を促すなどして、企業価値の向上に貢献しました。また、かかる対話等により、富士ソフトにおいてプライベート・エクイティ・ファンドその他の企業価値向上策に対する適切な検討がなされ、富士ソフトの株主価値の最大化が実現できたものと考えています。

① 役員選任に関する提案

本特定株主グループによる富士ソフトの投資事例では、2022年3月11日開催の第52回定時株主総会において取締役2名の選任、2022年12月4日開催の臨時株主総会において取締役4名の選任、2024年3月15日開催の第54回定時株主総会において監査役1名の選任について、それぞれ株主提案を行いました。

(i) 2022年3月11日付け第52回定時株主総会での取締役選任議案

当該株主提案の当時、富士ソフトの資本効率は同業他社に比して大きく劣後していましたが、当時の取締役会においては、資本配分に課題があるという認識が希薄でした。そのため、当社は、富士ソフト取締役会の独立性を向上させることで、取締役会が、少数株主を含む全ての株主に共通する株主共同の利益が反映された審議を活発化させ、資本配分の見直しにかかる検討を行うように促すために、上記の株主提案を行いました。

当該株主提案に対しては、議決権行使助言会社であるグラスルイス及びISSからの賛成推奨を得たものの、富士ソフトの取締役会が反対の意見を表明したため、否決されました。

(ii) 2022年12月4日付け臨時株主総会での取締役選任議案

当該株主提案の当時、富士ソフトは、資本コストを意識しない経営を行っているという課題を抱えていました。当社は、富士ソフトの経営課題について詳細に分析したうえで、富士ソフト経営陣（取締役会を含みます。以下同様です。）と対話を行いました。経営陣には、資本政策に関する専門性が不足しており、また、当時の社外取締役は、その就任経緯等から経営陣との人的つながりが強く、監督機能が不十分であると思われました。そのため、当社は、富士ソフトが資本コストを意識した経営の重要性を認識し、資本効率や事業効率の改善に真摯に取り組むことによって企業価値向上を実現するためには、高い専門性と独立性を有した新任社外取締役による監督機能の整備が必要不可欠であると判断し、上記の株主提案を行いました。

なお、当社が提案した取締役候補者4名は、いずれも提案時及びその過去において当社と商業上又は取引上の関係がなく、また報酬を支払ったこと等もない、当社から完全に独立している者（富士ソフト株主において共通する利害関係と異なる利害関係を有していない者）でした。

当該株主提案について、富士ソフトは、当社提案の候補者4名全員と面談を行い、うち2名を会社提案として取り込む対応をとりました。その結果、会社提案となった2名については可決されました。

(iii) 2024年3月15日付け定時株主総会における監査役選任議案

当該株主提案の当時、富士ソフトは、後述するプライベート・エクイティ・ファ

ンド等が提出した富士ソフトの非公開化提案についての検討を行っていました。しかしながら、その検討に著しく長い時間が費やされており、その進め方からは、当該提案に対しての真摯な検討を行われていない懸念がありました。

そのため、取締役会の監督機能を強化し、一般株主の利益を確保するという観点から、監査役の選任を内容とする株主提案を行いました。

② 非公開化提案

富士ソフトに対しては、2021年6月頃から、富士ソフトにおける企業価値向上のための選択肢の1つとして非公開化による企業価値向上の余地を検討することの提案を行いました。また、2023年には、プライベート・エクイティ・ファンド等から交付された富士ソフトの非公開化を内容とする企業価値向上のための提案を提出しました。その結果、最終的に、富士ソフト株式に対しては、1株当たり9,850円でのTOBが成立しています。

なお、1株当たり9,850円というTOB価格は、公開買付け公表前の株価に対して30%以上のプレミアムが付された金額であり、当社が行った2022年3月11日付け第52回定時株主総会での取締役選任議案に係る報道が行われる直前の株価と比べても250%以上のキャピタルゲインが生じる金額ですので、当該TOBは、まさに株主共同の利益の最大化を実現したものです。

また、当社は、富士ソフトに対し、取締役会が非公開化提案に応じないと判断した場合においても、企業価値の向上を実現するための代替的施策として、750億円規模の自己株式取得を行うことを提案しました。

これは、単なる現金の分配を求めたものではなく、資本構成の適正化を通じて企業価値を向上させるための論理的な帰結としての提案です。

すなわち、取締役会が非公開化提案（市場価格にプレミアムを乗せた価格）に応じないと判断したことは、取締役会として、それ以上の本源的価値が富士ソフトに存在すると評価したことを意味します。その場合、富士ソフトの市場株価は本源的価値を大きく下回っていることになり、自己株式取得こそが、その乖離を是正し、最も効率的に株主価値を向上させる手段となるからです。

なお、この自己株式取得の金額（750億円）は、以下の理由から合理的な金額でし

た。

- 富士ソフトが競合他社に勝るROEを確実に実現するために解消することが必要であった過剰資本の金額が約1,350億円であったこと
- 新中期経営計画において富士ソフトがコミットした自己株式取得の合計金額が1,000億円であったこと。
- 不動産売却後の富士ソフト単体の分配可能額及び連結ベースのネット・キャッシュの金額がそれぞれ1,550億円であったこと。
- 不動産売却益を含まない直近の単体分配可能額が770億円であったこと。

また、この自己株式取得の提案に際して、当社は、当該自己株式取得に応募する意図を有していないことを当時の経営陣に明確に伝達していました。したがって、この自己株式取得の提案について、当社がその保有する富士ソフト株式を売り抜けるために活用しようとした等とする見方は明確に事実と反します。当社の提案は、あくまで資本効率の最適化を通じて、当社を含む中長期的に富士ソフト株式を保有し続ける株主の利益を最大化することのみを企図した、合理的かつ正当な提案でした。

③ 不動産の売却提案（アセットライト経営への転換）

富士ソフトに対しては、当社が対話を開始した2020年3月頃より、資本効率の改善及び本業への経営資源集中を目的として、神奈川県横浜市に所在する本社ビル、東京都千代田区に所在する秋葉原ビル等の不動産の売却（セール&リースバック等）を提案しました。

これは、不動産賃貸業が本業ではない同社において、多額の資金が不動産に固定化されている現状を見直し、アセットライト経営へと転換することで、成長分野への投資原資を確保すべきであるとの経営戦略上の観点からの提言でした。

当時の富士ソフト取締役は、企業価値向上委員会での自律的な検討を行った結果、これら不動産を売却する方針を打ち出し、最終的に、プライベート・エクイティ・ファンドによる富士ソフトの非公開化後に実現されています。なお、同社の業績は、当社が提案を行っている中で堅調に推移しました。

【東芝について】

以下のとおり、当社は、東芝の株主として、役員選任議案の株主提案を行うなどして同社のガバナンス向上や資本効率の改善を促し、企業価値の向上に貢献しました。特に、会社分割案等の重要な経営判断に際して、全ての選択肢を公平に比較検討するプロセスの実施を強く求め、その結果、東芝において適切な検討がなされ、最終的に株主価値の最大化が実現されたものと考えています。

① 2020年7月31日の第181回定時株主総会における役員選任について

当時の東芝においては、ガバナンス不全の懸念が払拭されていなかったことから、当社は、取締役会の監督機能を強化するため、Allen Chu氏及び清水雄也氏の2名の取締役選任を求める株主提案を行いました。また、当時の経営陣（車谷暢昭氏及び藤森義明氏）の取締役選任について、反対の議決権を行使する旨を東芝宛に通知し、説明責任の履行を求めました。

② 2021年4月のCVCによる提案と公正なプロセスの要請

2021年4月、CVCキャピタル・パートナーズが東芝に対して非公開化提案（1株5,000円）を行いました。東芝経営陣による当該提案の取り扱いを巡っては、市場や株主からプロセスの透明性や公正性に関する重大な懸念が示されました。

当社は、東芝取締役会に対し、特定の提案を恣意的に排除することなく、非公開化を含めたあらゆる企業価値向上策について、PEファンドのみならず戦略的買収者も含めて広く提案を募集し、公平に比較検討すること（本格的な戦略的レビューの実施）を強く求めました。

③ 会社分割案への反対

東芝の戦略委員会は、2021年11月12日、東芝をその主要事業ごとに分けて会社を3社に分割する案（以下「3分割案」といいます。）を提案しました。しかしながら、かかる結論に至るプロセスは透明性に欠けるものでした。また、当社は、3分割案が東芝の問題を根本的に解決するものではないと考えたことから、3分割案に対して反対の意見を有するに至りました。

そのため、当社は、東芝に対して、2022年1月に臨時株主総会の招集を請求し、東芝が3社分割案を真に進めるべきかを問う目的で「定款一部変更の件」と、真に企業

価値向上を実現するための「戦略委員会及び取締役会における戦略の再検討の件」を提案しました。

最終的に、東芝は、2022年3月24日に開催された臨時株主総会において、会社を2分割する再編計画を議題としました。しかし、議決権ベースで賛成過半数に届かなかったため、分割案を進めるのを止めて、再度、企業価値向上のための戦略を再検討するに至りました。

17. 本特定株主グループの日本国内における投資事例において、非公開化に関する提案を行ったことがある場合、当該提案の具体的内容、当該提案の実施時期、当該提案の目的、当該提案を受けた対象会社の対応、当該提案が実行されたか否か、及び当該提案の実行により本特定株主グループが受けた利益の内容について、それぞれ具体的にご教示ください。また、当該提案の実行によって、本特定株主グループと投資先企業の一般株主との間に利益相反が生じていた可能性があると考えているかどうか、ある場合は、その具体的な内容及び理由を、ない場合はその理由をそれぞれ具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、以下の理由から、東北新社に対して非公開化を提案しました。

すなわち、当時、東北新社の業績は停滞・縮小傾向にあり、また、資本効率が低いことに起因して、資本市場における評価も低い水準にとどまっていました。そのため、東北新社においては、既存事業の収益基盤の強化に加え、海外系動画配信サービス向けの映画・ドラマ制作市場といった短期的には業績が悪化するリスクも伴う構造改革や新規事業参入への取り組みに対して、経営資源を長期的に継続して投下するとともに、機動的な資金調達を軸にしたM&AやIP投資にも取り組むなど、長期目線での攻めの経営を行うことが必要であると考えられました。

しかしながら、上場企業である以上、四半期ごとの業績開示に加え、不特定多数の外部投資家から調達した資金に対して常に資本コストを十分に上回るリターンを提供する必要があることから、東北新社が上場維持を前提として施策を講じる場合には、資本市場からの短期的な要求が発生することが合理的に予想されました。そこで、3Dらは、東北新社に対して、2024年7月23日、非公開化を内容とする企業価

値向上のための提案を行いました。もっとも、かかる提案は、実現されていません。

当該非公開化を内容とする提案は、既存株主にとって十分なプレミアムを付した買収対価（1株600から650円の現金対価TOB）とすることを想定していました。また、東北新社においては、創業家グループが東北新社の過半数の株式を保有しており、それが上記停滞等を生じさせていると解されたことから、当社の非公開化を内容とする提案は、既存株主にとって大きなメリットをもたらすものでした。そのため、3Dらによる非公開化を内容とする提案が、当社と一般株主との間に利益相反を生じさせる内容のものではなかったと考えています。

18. 本特定株主グループが、上場会社の株式を 10%以上取得し、エグジットした事例は富士ソフト株式会社、焼津水産化学工業株式会社及び APAMAN 株式会社の 3 社であり、非公開化プロセスによるエグジットに限られると認識しています。本特定株主グループにおいて、既に医薬品卸業界の同業他社、又は PE ファンドを含む第三者との間で、当社株式に関する売却可能性について協議・打診・意見交換を行った事実があるか、ある場合はその内容を具体的にご教示ください。

【回答】

これまでに貴社株式に関する売却可能性について第三者と協議・打診・意見交換を行った事実はありません。

19. 本特定株主グループにおいて、当社株式について、将来的に同業他社、PE ファンド、又はそれらが管理・運営その他関与する会社等に対する売却をエグジット手段として検討されているか、されている場合はその内容を具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社株式に対して中長期の投資を行う方針であり、本取得後においても、貴社株式を継続して保有することを意図しております。そのため、本回答書作成時点において、貴社株式を特定の会社等に対して売却することをエグジット手段として検討していることはなく、売却候補先との協議を行っているという事実もありません。

なお、将来において、仮に第三者（同業他社やPEファンド等を含みます。）から

貴社株式の取得等の提案があった場合、3Dらがそれに応じるか否かは、当該取引が企業価値向上の観点から最善であるか、すなわち、当該取得等の提案に応じることが、3Dらのみならず、貴社の他の株主にとっても最善の利益（株主共同の利益）をもたらすものであるかという基準に照らして判断します。したがって、単に3Dらの利益のためだけに、株主共同の利益を損なうような形で第三者に売却することはありません。

20. 本特定株主グループが、上場会社の株式を 10%以上取得し、エグジットした事例は富士ソフト株式会社、焼津水産化学工業株式会社及び APAMAN 株式会社の 3 社であり、非公開化プロセスによるエグジットに限られると認識していますが、本特定株主グループ及びその構成員による過去の上場会社に対する投資行動のうち、対象会社の株式を取得した後、その株式を、対象会社自体、対象会社の大株主又はその経営陣等の会社関係者に取得させること（自社株 TOB や ToSTNeT-2/3 を通して取得させる場合を含みます。）により投資を回収した又は回収しようとした事例があれば、これらの行動に至った経緯及びその具体的内容等につきご教示ください。

【回答】

3Dらの過去の投資事例において、当社が、投資対象企業に対して自社株 TOB や ToSTNeT-2/3を要請することにより、保有する株式を売却してエグジットした事例はありません。

また、過去において、企業価値向上のための資本配分の最適化の一環として、自己株式取得の提案を行ったことはありますが、これらは全て全株主に対する平等な利益還元を目的としたものであり、当社が保有する株式の売却を目的としたものではありません。

当社は、今後も、貴社に対して、当社の保有株式を市場価格から乖離した高値で買い取らせるような、いわゆるグリーンメール的な要求を行うことは断じてありません。

21. 仮に、当社に対し、現時点の株価水準を上回るプレミアムを付した第三者（同業他社、PE ファンド等）からの買収提案がなされた場合、当該プレミアムの水準次第では、当社株式を売却し、買収提案に応募するのか、短期的な株価プレミアムの有無に拘らず、スタンドアローンでの当社の企業価値向上を優先し、大株主として当社の企

業価値向上を目指すのか、ご意向を具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらが、貴社に対する買収提案に応じるかどうかは、そのプレミアムの水準のみによって判断されるものではなく、他の貴社株主の皆様との共通の利益である貴社の企業価値が中長期的に向上するか否かにより判断することとなります。具体的には、その時点における貴社や業界を取り巻く状況、当該買収提案の内容等のあらゆる要素を踏まえ、当該買収提案に応じることが貴社の企業価値の向上に資するかどうかを基準として判断することになります。そのため、本回答書作成時点において、一般的な形で示すことは困難です。

第2 本大規模買付行為等の目的、方法及び内容等

1. 本特定株主グループが当社を投資先を選んだ理由を具体的にご教示ください。

【回答】

本説明書2頁で記載しましたとおり、3Dらは、日本に特化した、株価等が本源的価値に比べて割安となっている会社等に対するバリュート投資を行うことを投資方針とするとともに、複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造を投資哲学とし、長期的なリターンの達成を目的としています。

3Dらは、投資先候補の選定に際し、貴社が付加価値の高い医薬品卸売事業等を行っているにも拘らず、その収益性が低い状況となっていることを認識しました。また、資産の効率化余地が放置されている結果、資本効率に改善の余地があることも認識しました。これらの分析を踏まえ、貴社株式の市場株価が貴社の本源的価値を十分に反映しておらず、低い水準にとどまっており、また、付加価値の適切な反映等を通じた、更なる企業価値の成長余地が存在すると考えたことから、建設的な対話を通じて貴社の経営課題の解決を図ることで、貴社株式への中長期的な投資により大きな投資リターンを得ることが可能であると判断し、貴社を投資先としたものです。

2. 本特定株主グループが当社への投資について具体的な検討を開始した時期、その結果、投資を行うとの判断に至った理由、経緯、時期及びかかる判断を行う上での前提

となった事実をご教示ください。

【回答】

3Dらは、2020年初めころから医療用医薬品事業又は同事業に関連する事業を営む企業に対する投資の検討を始めました。その結果、上記1のとおり、貴社の医薬品卸売事業等は高い付加価値を提供するものであること、それにも拘らず、貴社の収益性は低いものとなっていることが判明しました。また、資産の効率化余地が放置されている結果、資本効率に改善の余地があることも認識しました。そのような分析の結果として、貴社株式の市場株価が貴社の本源的価値を反映しておらず、低い価格で放置されていると考えたことから、建設的な対話を通じた貴社の経営課題の解決を通じて、貴社株式への中長期的な投資による大きな投資リターンを得ることができると判断し、2020年7月ころに貴社への投資を開始しました。

3. 本特定株主グループにおける当社株式の想定投資利回り、投資回収期間、投資回収金額、その他の投資方針に関する基本的な考え方について、具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社株式についてのエグジットの方針を検討しておりません。そのため、貴社株式についての具体的な利回り・投資回収金額及び投資回収期間を想定していません。本取得者に出資する投資家の方々に対して、一定の投資利回りの実現又は投資回収期間の実現を約束している事実也没有ありません。

4. 本特定株主グループが当社に対して投資を行うに当たって重視した経営ないし財務指標及び本特定株主グループが望ましいと考える当該指標の水準について具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社の事業については適切な付加価値の反映及び資本効率の改善を行うことによる企業価値向上の余地が大きいと考えて投資を行っています。

すなわち、貴社が行う医薬品卸売事業等は高い付加価値を提供するものであるにもかかわらず、利益率が低く、収益性が低いものとなっていると考えています。また、貴社は、多くの事業用資産・非事業用資産を保有し、資本効率も低位にとどま

っているものと考えています。

そのため、貴社において、適切な付加価値の反映と、資本効率の改善を実現することができれば、貴社の企業価値は大幅に向上すると考え、このような貴社の大きな企業価値向上の余地を重視して、貴社への投資を行っています。

5. 本説明書によれば、当社のコア事業である医薬品卸売事業は、その本来の実力に基づけば、15%程度の ROIC を稼ぎ出すポテンシャルを有しているとのことですが、その算定根拠及びその算定経緯（算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定に用いた数値情報並びにその算定根拠を含みます。）について、具体的にご教示ください。

【回答】

一般に重要な経営指標として位置づけられている ROIC は、一般株主が参照できる公開情報に基づく資産アプローチにより算出することができます。そこで、3Dらは、貴社や貴社の一般株主の皆様への参考情報として示すために、貴社の資産を最適化すればその ROIC が約15%となること、そのため、貴社においては資本効率を大幅に向上させる余地があること、貴社が目標として掲げる ROE との比較においてより高い資本効率を達成することができることを提示したものです。そのため、3Dらは、貴社に対して、約15%という水準の ROIC の達成を求めたものではありません。

このように3Dらが参考として提示した約15%の ROIC の算出過程とその根拠は、次のとおりです。

3Dらは、貴社の非事業用資産について、以下のとおり1247億円もの適正化の余地があると考えています。これらの非事業用資産の最適化によって、貴社の ROIC は、現状の4.9%から8.8%まで上昇すると考えられます。

- 現預金：606億円（現預金の70%ほどが余剰預金であると想定しております。）
- 政策保有株式：416億円（売却に事業上の影響はないと考えております。）
- その他有価証券：225億円（ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられておらず、全て売却することを想定しています。）

加えて、3Dらは、貴社の事業用資産について、以下のとおり591億円もの適正化の余地があると考えています。これら事業用資産の最適化によって、貴社の ROIC は上記の8.8%から14.3%まで上昇すると考えられます。

- 有形固定資産：159億円（貴社が保有する3つの物流施設（TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島）をセール・アンド・リースバックし流動化することを想定しています。）
- 運転資本：432億円（貴社と同様の大手医薬品卸売業者である株式会社スズケン、アルフレッサ株式会社、株式会社メディパルの平均的な水準までCCCを改善することを想定しています。）

なお、上記の有形固定資産については、本来であれば、余剰な営業所、代沢本社、賃貸不動産も保有方針の見直しの対象とすべきですが、これらについては上記試算において考慮していません。そのため、3Dらは、貴社においては14.3%以上のROICを実現するポテンシャルがあると考えています。

6. 本大規模買付行為等の主体として、（本特定株主グループの中から）本取得者を選定した理由等について、具体的にご説明ください。

【回答】

当社はCitcoをファンドとして活用しており、本件に限ったものではありません。信託である本取得者の受託者 CTLに対して投資一任運用サービスを提供している当社が、受託者責任に基づくファンドの最適な運営という観点から、本取得によって貴社株式を取得する主体の適切性を総合的に検討した結果として、本取得者を本取得を行う主体として決定しました。

7. 本特定株主グループにおいて、本大規模買付行為等についての具体的な検討を開始した時期、その結果、本大規模買付行為等を行う可能性があるとの判断に至った理由、経緯、時期及びかかる判断を行う上での前提となった事実を具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、上記4で述べたとおり、貴社には高い付加価値とポテンシャルがあるにもかかわらず、資本効率や収益性が低位に留まっているため、市場株価が本源的価値を大きく下回り、割安な状態で放置されていると分析し、また付加価値の適切な反映等を通じて、更なる企業価値成長を実現できると考えていました。したがって、

3Dらが貴社株式の追加取得を検討した理由は、経営支配権の獲得といった特別な意図に基づくものではなく、割安な株式を市場価格で取得するという、純投資としてごく一般的な判断に基づくものです。その意味で、具体的な検討時期は「随時」であり、常に市場動向を見ながら検討を継続していました。

他方で、3Dらは、保有割合の上昇が「経営支配権の獲得を企図している」との誤解を招くことを避けるため、貴社に対して、2025年7月11日付け書簡において、市場内取引を通じて議決権割合30%を超えて取得することはない旨を通知し、貴社において必要であれば、その上限について法的拘束力のある誓約書の提出が可能であることまで申し入れました。また、同年8月8日には、貴社に対し、当該誓約書案の案文を送付いたしました。このように、3Dらは一貫して、経営支配権の獲得意図がないこと、及び純投資であることを明確に伝達してきました。

それにもかかわらず、貴社はこれらの誓約書等の受領を実質的に拒絶し、3Dらによる通常の市場内での追加取得検討を、一方的に有事と認定して本買収防衛策を導入されました。

3Dらとしては、本来、本取得は市場内での単純な株式取得に過ぎず、貴社の経営支配権を獲得したり、貴社の企業価値を毀損したりするものではないため、本買収防衛策において定められた対抗措置が発動されるべき「濫用的大規模買付行為等」には該当しないと考えています。しかしながら、貴社が定めたルールである以上、無用な対立を避け、貴社及び他の株主の皆様への透明性を確保するために、あえて本買収防衛策において定められたプロセスに従い、本説明書及び本回答書を提出しているものです。

したがって、本取得は形式上「大規模買付行為等」と呼称されていますが、その実態は、3Dらが従前より一貫して行ってきた、本源的価値に比して割安な貴社株式への純投資の延長線上の行為にほかなりません。

8. 本大規模買付行為等をこのタイミングで実施しようとする理由を具体的にご教示ください。

【回答】

上記7のとおり、3Dらは、貴社には大幅な企業価値向上の余地があることから、

貴社株式の追加取得を随時検討していました。そのようななか、貴社が、唐突にも本買収防衛策を導入したため、その手続に従っているものです。

9. 本説明書においては、本取得の開始予定時期及び取得期間について、「前提条件が満たされた場合に、できる限り速やかに開始する予定ですが、具体的なスケジュールについては決定次第速やかにお知らせいたします。」とされていますが、本説明書 14 頁に記載の①～⑤を前提条件として設定された理由を個別にご教示ください。特に、③については、本大規模買付行為等を開始しないためには、剰余金の配当や自己株式の取得を行うよう貴社から要請されているようにも受け取れますが、どのような趣旨でこちらを条件とされているかご教示ください。

【回答】

本説明書11頁に記載のとおり、3Dらは、貴社のガバナンスの不備が解消されれば、貴社の本源的価値が顕在化すると考えて、純投資目的として本取得の予定を表明しました。

したがって、本説明書14頁①及び②については、これらの事由が発生した結果、貴社の本源的価値の実現が困難となり、純投資としての目的達成が困難となる場合に備えて、本取得の前提条件として設定しています。③については、貴社が本取得を妨げることを目的として多額の株主還元を行い、その結果として株価が意図的に吊り上げられるような場合には、本取得の前提となる純投資としての合理性が失われる可能性があるため、そのような場合に対応する観点から、本条項を前提条件として設定しています。貴社が剰余金の配当や自己株式の取得を行ったとしても、3Dらにおいて、上記の純投資としての目的達成は可能と判断した場合には、かかる前提条件を放棄して、本取得を実施する可能性があります。また、本説明書14頁④及び⑤については、本取得の実施が法的に制限もしくは禁止され、又はそのおそれがある場合には本取得を実施できないことから、本取得の実施に係る前提条件としています。

10. 買付方法として市場内取引によることを決定した具体的な理由（市場外での買付その他の手法もある中で市場内取引による買付を挙げている理由）をご教示ください。本

説明書において「2024年5月15日に成立した金融商品取引法の一部改正においていわゆる3分の1ルールが30%ルールに変更されたこと」を理由に本大規模買付行為等後の議決権割合の上限を27%とすることとした旨記載がありますが、公開買付けではなく市場内取引による取得を希望されている理由も具体的にご教示ください。

【回答】

第2の7で回答しましたとおり、当社は、純投資として、貴社株式を、市場動向を見ながら継続的に市場内取引により取得してきました。当社が、貴社に対して、2025年7月11日付け書簡によりお伝えした追加取得も、貴社の経営支配権の獲得を目的としたものではなく、それまでと同様に、純投資として市場内取引を通じて貴社株式を取得することを想定したものでした。

この追加取得について、3Dらは、貴社の経営支配権の獲得を想定していないことを示すために、貴社に対し、貴社株式の追加取得の上限を定める法的拘束力のある誓約書案を提出するなどしました。それにもかかわらず、貴社は、上記の追加取得に関して、一方的に有事と認定して本買収防衛策を導入しました。

3Dらとしては、本買収防衛策は、貴社経営陣の保身を目的として、「架空の有事」を演出することにより導入されたとの疑義を抱かざるを得ないものであり、その有効性や合理性については重大な疑義を有しています。

しかしながら、3Dらは、貴社による「情報不足」との指摘に真摯に対応するとともに、貴社の他の株主の皆様への情報提供、透明性確保及び無用な対立の回避を目的として、本買収防衛策に則した対応をとることとしました。

3Dらは、上記の追加取得は、本買収防衛策において定められた対抗措置が発動されるべき「濫用的大規模買付行為等」には該当しないと考えていますが、本買収防衛策に則した対応をとることとしたことから、改めて貴社株式の取得方法を検討しました。

この点、3Dらは、貴社の経営支配権の獲得を想定していません。また、貴社の主張にも配慮して株主総会特別決議における実質的な拒否権も取得しないようにし、貴社株式の追加取得後における議決権割合の上限を既保有分も含めて27%に設定しました。その結果、当該取得は、現行法のみならず、2026年5月1日に施行される2024年改正金融商品取引法によっても、公開買付けを強制されるものではありません。

ん。

一方、貴社及び貴社株主への情報開示についても、本買収防衛策に則した対応をとることとした結果、本買収防衛策の手続を遵守して本説明書及び本回答書等を提出・開示等することにより、公開買付けによることなく適切な情報開示を行うことが可能です。

さらに、取得する株式数が上限1,537,200株（割合にして約3%）にとどまることから、貴社株式の市場での流動性に鑑みれば、本取得は市場内取得で十分に実行可能です。

そのため、3Dらは、本取得の方法を、従前想定していた市場内取引から公開買付けに変更する必要はないと判断し、引き続き市場内取得により行うこととしました。

なお、付言すると、3Dらは、本買収防衛策の導入以前から、法令に従った適切な開示を行ってきたほか、上記の追加取得に関する貴社からの質問に対し、2度にわたって真摯に回答を行いました。

また、本買収防衛策の有効性や合理性について疑義を有するとしても、あえてこれに従うことで、公開買付届出書に準じる内容の本説明書を提出し、また、「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上に具体的に追加取得の目的や内容等を示していない旨の貴社のご主張を受けたものとして、貴社が市場の信頼を回復するために最低限必要なガバナンスの水準として3Dらが考えるところをまとめた「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を提出・公表しています。したがって、3Dらとしては、貴社及び貴社株主の皆様に対して公開買付けで求められる以上の情報提供を行っています。

11. 本説明書においては、本大規模買付行為等の買付予定数について、本大規模買付者の議決権割合の合計を最大で 27%とするまでの株式数を取得する意向があり、その理由として、当社が、2025 年 6 月に開催された当社の第 77 回定時株主総会における議決権行使比率からすれば、27.17%の議決権割合が特別決議事項の拒否権に該当すると主張していることを挙げられていますが、かかる記載を前提とすると、当社の株主総会における特別決議事項について実質的な拒否権を獲得されたいものと理解してよろしいでしょうか。かかる理解でよい場合、その理由及び具体的に拒否権を行使さ

りたい株主総会特別決議事項についてもご教示ください。

【回答】

そのご理解は明確に誤っています。当社が拒否権を取得する意思がないことは繰り返し表明しています。本質問の内容は、当社のこれまでの意見を曲解するための恣意的な質問であり、買収防衛策発動を前提とした恣意的なプロセスであることを強く疑わせるものです。

本説明書12頁のとおり、3Dらが本取得後の議決権割合の上限を27%とすることとしたのは、本取得の目的が貴社の経営支配権を獲得する目的でないことを明確にするとともに、貴社が主張するところの貴社株主総会における特別決議事項についての実質的な拒否権となる議決権割合の水準にも配慮したことによるものです。

2024年5月15日に成立した金融商品取引法の一部改正において公開買付けにかかる3分の1ルールが30%ルールに変更されたことからすれば、改正後の金融商品取引法は、議決権割合が30%以下となる取得であれば対象会社の経営支配権に重大な影響を及ぼすものではないと位置づけているものと考えられます。また、貴社は、本買収防衛策の導入に関するプレスリリースにおいて、2025年6月に開催された貴社の第77回定時株主総会における議決権行使比率からすれば27.17%の議決権割合が株主総会特別決議の拒否権に該当すると主張しています。3Dらは、かかる貴社の主張は恣意的なものと考えていますが、この貴社の主張にも配慮して、本取得の目的が貴社の経営支配権の獲得ではないことを一層明確にするために、27.17%を下回る27%（既保有分を含む。）を上限として設定しました。

それにもかかわらず、貴社が、このような3Dらの配慮を、3Dらが貴社株主総会の特別決議事項につき拒否権を取得しようとするものと恣意的に解釈していることは大変遺憾というほかなく、貴社が、本説明書8頁以下で3Dらが指摘したような「架空の有事」を作出しようとしていると言わざるを得ません。

また、3Dらは、本取得後において、貴社の経営支配権の取得を目的として貴社株式を追加取得する予定はなく、その意味において、貴社が主張するような特別決議事項に対する実質的な拒否権についても、取得する予定はありません。したがって、3Dらは、貴社株主総会における特定の特別決議事項について拒否権を行使する意図を有しておらず、具体的に拒否権を行使することを想定している特別決議事項も存在

しません。

12. 本特定株主グループは、本大規模買付行為等の後に、当社株券等の追加的取得を行う可能性があれば、想定される取得時期、方法、株式数、資金調達方法及び取得を行うための条件を具体的にご教示ください。なお、2025年7月11日付書簡において、「2025年7月11日付け書簡の到達後1年が経過するまで、追加取得の上限は、既に保有するものと合わせて議決権割合として最大30%までとすることを予定している」とされていますが、本説明書のご説明を前提とすると、かかるご予定は撤回されて議決権割合27%を超えて取得しないこととされたということでよいのか、ご確認ください。

【回答】

3Dらは、貴社の経営支配権を獲得する目的はなく、大量保有報告書及び変更報告書に記載のとおり、純投資目的により貴社株式を保有しています。本取得につきましても、かかる目的のもと、貴社のご主張を踏まえ、貴社の経営支配権を獲得する目的がないことを明確にするという観点から、本取得の上限を既保有分を含む27%に設定しています。そのため、本回答書作成時点において、本取得後に貴社株式を追加的に取得する予定はなく、その検討もしていません。そのため、想定している取得時期、方法、株式数、資金調達方法及び取得を行うための条件ありません。

2025年7月11日付けの貴社宛書簡にてお伝えしました上限を30%（既保有分を含む。）とする追加取得については、上記11の理由から、本取得の目的が貴社の経営支配権の獲得ではないことを一層明確にするために、上限を27%（既保有分を含む。）へと変更しました。

13. 本大規模買付行為等の実施に関して適用される可能性のある国内外の法令等（外為法を含みますがこれに限りません。以下同じ。）に基づく規制事項、国内外の政府又は第三者から取得すべき独占禁止法その他の法令等に基づく承認又は許認可等の内容、これらの取得ないし履践・遵守の状況（本説明書において本取得の前提条件とされている許認可等手続の具体的な取得時期の目途等を含みます。）について具体的にご教示ください。

【回答】

外国為替及び外国貿易法において本取得に必要とされている手続を遵守します。

14. 大規模買付行為等について本特定株主グループがアドバイザリー契約を締結している投資銀行、証券会社若しくはその他の金融機関、弁護士、会計士及び税理士、PRエージェンシーその他本特定株主グループが本大規模買付行為等について起用しているアドバイザーの概要（具体的名称、住所、設立準拠法、代表者氏名を含みます。）につき、それぞれご教示ください。

【回答】

本取得に関するリーガルアドバイザーは、牛島総合法律事務所（所在地：東京都千代田区永田町2丁目11番1号山王パークタワー12階・14階）です。

また、PRアドバイザーとして、株式会社KRIK（所在地：東京都港区赤坂4丁目15番1号赤坂ガーデンシティ17階）を起用し、各種プレスリリースの公表等につきサポートを受けています。

3Dらは、本取得に関して、3D Shareholder Services株式会社（所在地：東京都港区赤坂1丁目12番32号アーク森ビル18階）からエンゲージメント活動のサポートや、企業価値向上策の策定及び改善に関連するアドバイス等のサービスの提供を受けています。

その他、本取得に関してアドバイザリー契約を締結している者はありません。

15. 本説明書において「本取得は、純投資を通じたリターンの獲得を目的としたものであり、経営支配権の獲得を目的とするものではありません。」としておりますが、議決権割合を27%に増加させることが経営支配権の獲得に繋がらないといえる理由を具体的にご教示ください。

【回答】

現在施行されている金融商品取引法は、3分の1を超える株式の取得は公開買付けによらなければならないとしていますが、2024年5月15日に成立した令和6年改正金融商品取引法（令和6年法律第32号）は、上記公開買付けに関する3分の1超の閾値を

30%超に変更しました。そのため、改正後の金融商品取引法は、30%以下の株式の取得であれば対象会社の経営支配権に重大な影響を及ぼすものではないと位置づけていると解されます。

また、貴社は、本買収防衛策の導入に関するプレスリリースにおいて、2025年6月に開催された貴社の第77回定時株主総会における議決権行使比率からすれば27.17%の議決権割合が株主総会特別決議の拒否権に該当すると主張しています。3Dらは、かかる貴社の主張は恣意的なものと考えていますが、この貴社の主張によれば、取得する議決権の上限を既保有分とあわせて27%とする本取得を実施したとしても、株主総会特別決議の拒否権に該当すると貴社が主張する27.17%を下回ることから、貴社の株主総会特別決議の拒否権を取得することにはなりません。

そのため、本取得は、貴社の経営支配権の獲得に繋がるものではありません。なお、3Dらに貴社の経営支配権を獲得する意思がないことは、貴社に対して誓約書案を提出したことなどからも明らかです。

また、3Dらは、2026年1月16日、貴社に対し「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を提出しておりますが、かかる提言につきましても、これを実施するかどうかは貴社取締役会においてご判断いただくべきものであり、3Dらとしては貴社との対話を通じて当該提言に関する助言及び提言を行うものです。

16. 本大規模買付行為等を実施した場合には、議決権割合の上昇により、大量の当社株式を将来的に売却又は処分することが、客観的に見ても、より一層困難になることが見込まれるにもかかわらず、現状の保有割合を維持するにとどまらず、敢えて本大規模買付行為等を実施することを企図されている理由及び当社株式をどのようにエグジットする想定かについて、具体的にご教示ください。

【回答】

本説明書11頁のとおり、ガバナンスに不備がある貴社の現状は、貴社株式と貴社の本源的価値とが乖離していることを示すものであり、貴社株式がその本源的価値と比較して割安となっていることを示すものに他なりません。貴社のガバナンスの不備が解消されれば、貴社の本源的価値が顕在化することが見込まれるため、3Dらは、純投資としてのリターンを追求する観点から、ポートフォリオにおける貴社株

式の比率を引き上げるために、本取得の予定を表明することとしました。

3Dらは、貴社株式に対して中長期の投資を行う方針ですので、本取得後においても、貴社株式を継続して保有する予定であり、本回答書作成時点において、貴社株式を処分する予定はありません。そのため、貴社株式の価値が貴社の本源的価値を反映するものになったと判断した場合には、貴社株式を処分する可能性はありますが、貴社株式についてどのようにエグジットするかに関して、本回答書作成時点において具体的に検討している方法等はありません。

本取得後の3Dらが保有する議決権割合は27%であり、貴社株式の市場内での流動性等を踏まえると、合理的な参加率を前提としても数年間の内に売却することが可能であり、エグジットが困難であると評価することは不適切です。貴社株式の2026年1月末時点での過去3か月平均出来高は約16万株ですが、今後、1日の平均出来高を16万株、関与率25%として貴社株式を処分した場合、例えば、現在保有する株式数に1,537,200株を加えた、貴社株式17,560,734株を市場内で処分するのに要する期間は1年10ヶ月程度ということになります。なお、当社はオープンエンド・ファンドであり償還期限の定めはなく、売却期間に制限はありません。

冒頭で述べたとおり、本件においては、貴社が想定するような有事を前提として買収防衛策を正当化し得る合理的根拠は認められず、本取得は、貴社自らが演出した「架空の有事」に基づくものである以上、本来、買収防衛策が正当化される「濫用的大規模買付行為等」には該当し得ないと考えておりますが、貴社の「情報不足」とのご指摘に真摯に対応するとともに貴社の他の株主の皆様にもさらなる情報を提供し、また、貴社との無用な対立を避けるために、本買収防衛策の手続に従っています。

17. 本説明書において、当社株式の追加取得について、純投資（当社株式価値の変動又は株式に係る配当によって利益を得ること）としてのリターンの追求を目的とし、当社の経営支配権を獲得するためのものではないとご説明される一方で、3Dが当社に提示した戦略検討委員会の設置の協議に係る秘密保持契約書に記載の内容を踏まえると本特定株主グループの当社株式の保有目的が純投資目的とは考えにくいこと等、これまで当社の経営に関する事項について様々な要求をしてきていることとの整合性につ

いてご教示ください。

【回答】

貴社は、本説明書における純投資との記載と、過去の戦略検討委員会の設置協議等の活動との間に整合性がないと主張していますが、それは貴社の独自の解釈に基づく誤解であり、何ら矛盾するものではありません。

まず、本説明書において純投資と記載しているのは、あくまで「今回追加で取得する株式」の取得目的について記述したものです。

これは、当社が提出している変更報告書に記載の保有目的（「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」）の範囲内で行うものであること、すなわち、今回の追加取得が経営支配権の獲得を目的とするものではなく、あくまで投資リターンの獲得を目的とし、それに際して建設的な対話を行う方針に変わりがないことを説明したものです。したがって、本説明書の記載は、変更報告書に記載されている現在の保有目的を変更するものではなく、何ら影響を与えるものではありません。

過去に行った戦略検討委員会の設置に係る協議等の活動も、変更報告書に記載された「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」の一環として行われたものであり、現在の保有目的と完全に合致します。また、本説明書においても、3Dらが今後も貴社との建設的な対話や提言を継続することは明記しており、過去の活動及び今後の活動方針と、本追加取得に適用される目的（純投資）との間に、いかなる乖離も存在しません。

なお、念のため付言しますと、戦略検討委員会に関する提案は、あくまで取締役会の諮問機関としての設置を協議したものであり、貴社の経営支配権を獲得するものではありません。そのため、この点においても「経営支配権の獲得を目的としない」という当社の主張と完全に整合しています。また、秘密保持契約書の内容についても、戦略検討委員会の検討を実効性があるものにするための検討プロセス等に関する協議を目的としたものであり、その検討内容や結論については透明性のある開示を行うことを前提としていました。したがって、あたかも当社が密室での合意を企図していたかのような貴社の主張は、全くの事実無根であり不合理です。加えて、推薦する有識者についても、当社から独立した人物を選任する予定であったこ

とから、経営支配権の獲得には結び付き得ないことは明白です。

18. 本大規模買付行為等を含む本特定株主グループによる当社株券等の取得に関し、当社及び本特定株主グループ以外の第三者（当社の競業他社も含みます。）との間における協議の有無並びにその具体的な内容及び当該第三者の概要（具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成及び代表者の氏名を含みます。）をご教示ください。

【回答】

該当事項はありません。

19. 本特定株主グループが、現在又は過去において、当社株券等に関して締結している又は締結した貸借契約、担保契約、買戻契約、売買の予約その他の重要な契約又は取り決めその他の合意（口頭によるものを含みます。以下「担保契約等」といいます。）について、担保契約等の相手方の概要（具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成及び代表者の氏名を含みます。）、並びに担保契約等の具体的な内容及びその対象となっている当社株券等の数をご教示ください。

【回答】

本取得者は、プライム・ブローカーとの取引に基づき、保有資産のポートフォリオを対象とするマージン・ファイナンスを受けています。もっとも、貴社株券等に特化した担保契約等は締結しておりません。

20. 本特定株主グループが、本大規模買付行為等において取得を予定する当社株券等に関して締結する予定の担保契約等がある場合には、担保契約等の相手方の概要（具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成及び代表者の氏名を含みます。）、並びに担保契約等の具体的な内容及びその対象となる当社株券等の数をご教示ください。

【回答】

本取得者は、貴社株券等に関し、貴社株券等に特化した担保契約等を締結する予定はありません。もっとも、取得後に貴社株式をプライム・ブローカーに保管し、ポートフォリオ全体としてマージン・ファイナンスを受ける可能性があります。

第3 本大規模買付行為等の価格の算定根拠及びその算定経緯

1. 本説明書において買付価格については市場価格となる旨記載されておりますが、本大規模買付行為等の実施に当たって、買付けに係る1株当たりの当社株式の価格（市場内取引において買付け等を行う可能性がある株価）のレンジをどのような範囲と考えているかにつき、具体的にご教示ください。また、かかるレンジの算定根拠及びその算定経緯（算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定機関と当該算定機関に関する情報、算定に用いた数値情報並びに本大規模買付行為等に係る一連の取引により生じることが予想されるシナジー及びディスシナジーの額並びにその算定根拠を含みます。）について、具体的にご教示ください。

【回答】

本取得は市場内取引によることから、取得価格は市場価格です。本回答書作成時点において、本取得を実施する際の1株当たりの当社株式の価格のレンジについて具体的に想定している範囲はなく、そのため、かかるレンジの算定根拠及びその算定経緯についても該当事項はありません。

また、3Dらは、純投資を目的として本取得を行うものであり、本取得後の議決権割合の上限も既保有分を含めて27%であることから、貴社の経営支配権に重大な影響を及ぼすものではありません。そのため、本取得によりシナジー及びディスシナジーが生じるとも考えていません。

2. 本説明書において当社株式と当社の本源的価値が乖離している旨及び当社株式の価格が当社の本源的価値を正当に反映していると評価される状態に至った場合には当社株式を処分する可能性がある旨記載されておりますが、本大規模買付者は、当社株式の価格が当社の本源的価値を正当に反映していると評価される状態における1株当たりの当社株式はいくらと見積もっておられるか、具体的な数字でご教示いただくとともに、当社の本源的価値を評価するための前提となる考え方（算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定機関と当該算定機関に関する情報及び算定に用いる数値情報を含みます。）について具体的にご教示ください。

【回答】

上記第2の3記載のとおり、3Dらは、現時点において貴社株式のエグジット方針を検討していません。また、本回答書で3Dらが考える貴社株式の適切な価値に言及すれば、3Dらが当該価格でエグジットするとの誤解を生じさせるおそれもあることから、具体的な価格を提示するべきではないと考えています。

3Dらは、企業の株式の本源的价值とは、その時々の時勢による事業の付加価値の変動や、景気状況及びインフレーション・金利状況による資本コストの変動等による様々な予測困難な要素により常に変動し得るものと考えています。そのため、株式の処分方針及び処分価格について特定の水準を設けていません。しかしながら、2026年1月19日付け「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」で示したように、現在の貴社のガバナンスに鑑みると、本来あるべき事業の付加価値の反映や資本効率性の最適化がされているとは考え難いため、貴社の本源的价值は、現在のガバナンスを前提とした現状の株価よりも高いと考えています。

第4 本大規模買付行為等の資金の裏付け

1. 本説明書において、本大規模買付行為等に必要な資金を確保しており、本大規模買付行為等の決済に要する資金は、全額を本特定株主グループの出資者から本特定株主グループに払い込まれた出資金により充当する予定である旨記載されておりますが、当該外部調達資金について、以下の事項をご教示ください。また、これらの資金提供を受けられることを証する資料をご提示ください。

- ① 資金提供者（直接であるか間接であるかを問わず、実質的提供者を含みます。）の概要（具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成、出資先、出資先に対する出資割合、代表者の氏名及び過去10年間の経歴を含みます。）

【回答】

本回答書第1の5において、取得者の実質的な資金提供者であるファンドについては、住所、設立準拠法、資本構成、代表者、投資方針及び過去の投資活動等を含め、既にご説明しております。

その上で、本説明書12頁のとおり、本取得の決済に要する資金は、全額を本取得者の出資者から本取得者に払い込まれた出資金から充当する予定です。当該出資金は、現在、本取得者が保有する現預金等として確保されており、必要資金として充

当できる見込みです。なお、当該出資金は本取得による取得する予定である上限1,537,200株、本説明書提出日（2026年1月16日）における貴社株式の終値4,581円を乗じた金額（7,041,913,200円）以上の金額を十分に確保しております。

- ② 資金提供者を実質的に支配する主体が存在する場合には、当該主体の概要（資金提供者に対する支配の具体的態様、具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成、出資先、出資先に対する出資割合、代表者の氏名及び過去 10 年間の経歴を含みます。）

【回答】

上記①のとおりです。

- ③ 調達する資金の合計額

【回答】

上記①のとおりです。

- ④ 資金提供者が大規模買付者に対して負う出資義務の内容（出資を約束している金額を含みます。）及び出資の実行の前提条件

【回答】

上記①のとおりです。

第5 本大規模買付行為等の完了後の権利行使等に関する方針、当社及び当社グループ会社の経営方針等

1. 本説明書によれば、「本取得は、純投資を通じたりターンの獲得を目的としたものであり、経営支配権の獲得を目的とするものではありません。」とのことですが、本特定株主グループは、今後も当社の経営を支配することを目的として当社の株式を取得又は保有する可能性はないという理解でよいかご教示ください。また、本特定株主グループとして、どの程度の株式を取得すれば、当社の経営支配権を獲得したとお考えになるか具体的にご教示ください。

【回答】

本説明書11頁のとおり、本取得は純投資を通じたりターンの獲得等を目的としたものであり、経営支配権の獲得を目的とするものではありません。そのため、現時点において、貴社の経営を支配することを目的として当社の株式を取得又は保有する予定はありません。

また、当社は、既保有分と合わせて市場取引を通じて貴社株式の議決権割合が30%を超えない旨の誓約書案を自主的に提示するなど、貴社株式の保有が貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではないことを繰り返し説明してきました。さらに、貴社が主張する株主総会における特別決議事項の拒否権水準にも配慮し、本取得により取得予定の貴社株式の上限を、本取得後の本特定株主グループの議決権割合が27%にとどまる株式数として設定しています。

したがって、3Dらが上限として設定している27%の議決権割合の範囲において、貴社の経営支配権を取得したと評価されることはないと考えています。

2. 本説明書によれば、「3Dらが貴社の経営を行うことはなく、貴社の株主総会により選任される取締役が貴社の経営を行います。」とのことですが、今後、当社に対して取締役その他の役員を推薦する又は派遣することを提案する可能性があるかご教示ください。ある場合には、(i)どのような事由が発生した場合に役員を推薦する又は派遣することを提案するのか、(ii)どのような基準で対象者を選定するのか、(iii)役員について最大何名まで推薦する又は派遣することを提案する可能性があるかについて、具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、本取得後においても、貴社の経営を支配することにより貴社の経営方針について特段の影響を及ぼす予定はなく、これまでと同様に、貴社の株主として、企業価値向上策の提案や過去の不祥事等の調査及び再発防止策の策定など、貴社の企業価値の向上及び株主共同の利益の確保に向けた対話等を行います。また、3Dらは、貴社の株主総会において、貴社の企業価値の向上、ひいては株主共同の利益の確保の観点から議決権を行使することを予定しています。現時点において、3Dらが、貴社に対して、取締役その他の役員を推薦する又は派遣することを提案する予定は

ありません。

しかしながら、3Dらは、貴社のガバナンスの不備が解消されれば、貴社の多大な本源的価値が顕在化し、また更なる企業価値の成長も実現するものと考えており、純投資としてのリターンを追求する観点から貴社株式を保有するものです。そのため、貴社におけるガバナンスの改善を求めるために必要であると判断した場合、又は貴社においてその企業価値最大化方針の検討を行うために専門性を持った人材が貴社の役員として必要であると判断した場合には、社外取締役を推薦し又は派遣することを提案することも考えられます。

3. 2025年3月14日の3Dの長谷川氏と当社の枝廣との面談において、長谷川氏から、当社にとって同業他社との統合がベストのシナリオであると考えている旨の発言がありましたが、かかる発言と本説明書の「3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資（貴社株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を得ること）」という記載の整合性をご説明ください。また、本特定株主グループが想定している同業他社との経営統合の具体的な内容をご教示ください。

【回答】

貴社は、本質問において、当社の行動が、変更報告書に記載の「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という保有目的と齟齬があり、当社の言動が一貫していないという趣旨で、本質問をしているものと理解しています。

しかしながら、3Dらの貴社株式の保有目的は、当社が提出している貴社株式に係る大量保有報告書及び変更報告書における記載のとおり、純投資を通じたリターンの獲得等を目的としたものであり、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うことです。当社がこれまで貴社に対して行ってきた各種の意見表明や提案は、いずれもこの保有目的の範囲内で行われたものであり、変更報告書に記載した保有目的と何ら齟齬を生じさせるものではありません。

本取得について、純投資と申し上げている趣旨は、変更報告書に記載の目的が変化することを意味するものではなく、従前からの保有目的を前提としつつ、貴社の企業価値向上への貢献を通じて、その成果を当社のポートフォリオ内で享受することを目的とするものです。また、再三申し上げているとおり、本取得は、貴社の経

営支配権の獲得を目的とするものではありません。

3Dらは、貴社との間で一貫して中長期的な企業価値の向上のための建設的な対話を行ってきましたが、これらは貴社の株主として、貴社の中長期的な企業価値最大化のための施策や意思決定が適切に行われることを求めてきたものであり、3Dらが提案する企業価値向上策等を実施するかどうかについての最終的な判断は、あくまでも貴社取締役会が行うものです。そのため、貴社が本質問で指摘する行為も、3Dらによる貴社株式の保有目的と矛盾するものではありません。

また、3Dらは、貴社と同業他社との経営統合を貴社取締役会に正式に提案したことはなく、あくまでも貴社事務局とのディスカッションでそのような企業価値向上策もあり得ることを共有したに過ぎません。そのため、当社は、仮に経営統合を行った場合のシナジー等について初期的な算定を行っていたにとどまり、具体的な経営統合の案等を策定するなどしていません。当該ディスカッションは、2024年10月に行われ、3Dらは、企業価値向上を実現する手段の一つとして経営統合を検討することについての意見を伺いましたが、貴社は、同月のうちに経営陣（幹部）ポジションが減る等の理由からその検討を行うことも明確に拒絶しています。当社としても、これを貴社に強いるつもりはなかったことから、それ以降、経営統合に関する議論等しておりません。枝廣CEOとの面談においては、経営統合の検討は合理的な理由なくすでに拒絶されていることを前提として、ブレインストーミングの一環として発言したものです。そのような背景事情を無視し、この枝廣CEOへの発言のみを切り取り、あたかも当社が経営統合を強要しているかのように示唆する本質問は、当社の真意を曲解するものであり大変遺憾です。

4. 本説明書によれば、「3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資（貴社株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を得ること）であり、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うことです。」とのことですが、本大規模買付行為等後に、当社に対して、当社の経営に関する何らかの提案又は助言等（本説明書記載の同業他社との経営統合やガバナンス体制整備に関する提言を含みますが、これらに限られません。）を行う可能性があるかどうか、また、どのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に、どのような内容の助言又は重要提案行為を行う可能性があるかについて、具体的にご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社との間で一貫して中長期的な企業価値の向上のための建設的な対話を行ってきましたが、これらは貴社の株主として、貴社の中長期的な企業価値最大化のための施策や意思決定が適切に行われることを求めてきたものです。

3Dらが提案する企業価値向上策等は、いずれも貴社取締役会においてご検討いただいたうえで、あくまでも貴社取締役会が実施するかどうかのご判断を行うものであることを前提としています。

3Dらは、これまでと同様に、貴社の株主として、貴社の企業価値の向上及び株主共同の利益の確保に向けた対話等を行います。3Dらは、「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上に具体的に追加取得の目的や内容等を示していない旨の貴社のご主張を受け、貴社に対し、貴社が市場の信頼を回復するために最低限必要なガバナンスの水準として考えられるところを示した「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を提出しています。また、必要に応じて、貴社の企業価値向上の観点から、必要な提案又は助言等を行う可能性もありますが、具体的な提案又は助言等の内容は、貴社の状況に応じて異なりますので、本回答書作成時点において、どのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に、どのような内容の助言又は重要提案行為を行う可能性があるかについて、具体的な回答をすることは困難です。

5. 本大規模買付行為等の完了後の経営方針に関して、本説明書によれば、「3D らが貴社の経営を行うことはなく、貴社の株主総会により選任される取締役が貴社の経営を行います。」とのことですが、他方で、当社のガバナンス体制の改善によりもたらされる企業価値の飛躍的向上を期待して本大規模買付行為等を実施するとした上、ガバナンス体制の整備に関する提言を行っております。本特定株主グループにおいては、具体的にどのような方法でガバナンス体制の改善を実現するご想定か、具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げているとおり、3Dらは、貴社の経営支配権の獲得を目指すものではありません。3Dらが提示しましたガバナンス体制の整備に関する提言につきましても、貴社に対して提言の実行を求める趣旨ではなく、あくまでも貴社の「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上に具体的に追加取得の目的や内容等を示していな

い旨の貴社の主張を受けて、貴社及び貴社株主の皆様に対する情報提供として提出・公表したものにすぎません。そのため、3Dらが本大規模買付行為等により貴社株式を追加取得することで貴社に当該提言を実行させることを意図しているかのような前提に立つ本質問は不適切です。

そもそも、貴社の経営方針は、貴社経営陣が決定すべきものであり、ガバナンス体制の整備を主体的に行うのも同様です。3Dらは、他の株主の皆様と同様に、あくまでも一株主として、貴社によるガバナンス体制の改善によりもたらされる企業価値の飛躍的向上を期待しているのであり、3Dらが主導して貴社における個別具体的な施策を実施すること等を想定するものではありません。

6. 当社事業に係る業界の今後の見通し、当該業界における当社の位置付け（競合他社との比較を含みます。）、及び当該業界の中で今後当社がとるべき経営方針に関する本特定株主グループの考えについてご教示ください。

【回答】

3Dらの貴社株式の保有目的は、当社が提出している貴社株式に係る大量保有報告書及び変更報告書記載のとおりであり、純投資を通じたりターンの獲得であり、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うものです。そのため、本取得の目的も、貴社経営陣によるガバナンス体制の改善によりもたらされる貴社の飛躍的な企業価値向上による利益を、当社のポートフォリオ内で享受することを目的としているのであって、貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではありません。

そのため、3Dらは、以下のとおり考えていますが、これは貴社の一株主としての考えであり、貴社の経営方針は、貴社経営陣が決定すべきものと考えています。

医薬品卸売事業は、国民皆保険制度の下で医薬品の安定供給を担う中核的な社会インフラであり、平時のみならず、災害・パンデミックといった非常時においても、日本の医療体制及び社会・経済活動を支える不可欠な役割を果たしています。

具体的には、GDP（適正流通基準）に基づく厳格な品質・流通管理のもと、全国規模での在庫分散、温度管理を含む高度物流、需給逼迫時の配分調整といった機能を通じて、他産業には代替困難な安定供給体制を構築しています。

また医薬品卸売事業者は、単なる物流事業者にとどまらず、製薬メーカーと医療機

関・薬局を結ぶ情報・営業のハブとして、医薬品情報の提供、適正使用の支援、代替提案等を通じ、医療の質と効率性の向上に寄与しています。さらに、医療機関・薬局の決済・物流を集約することで、社会全体の取引コストや事務負担を大幅に削減するとともに、与信供与を通じて実質的に医療機関の資金繰りを支えるなど、金融・社会的な効率化機能も果たしています。今後、バイオ医薬品やスペシャリティ医薬品の拡大に伴い、厳格な温度管理やトレーサビリティ、緊急時対応を含む高度なサプライチェーン運用の重要性は一段と高まるが見込まれます。こうした環境下において、医薬品卸売事業者が担う社会的役割と、本来有する付加価値は、より高まっていくものと考えています。

このような高い付加価値を有するにもかかわらず、貴社を含む日本の医薬品卸売事業者上位四社の2026年1月30日付時価総額の合計³対名目GDP⁴は0.3%にとどまり、米国の医薬品卸売事業者上位3社の2026年1月30日付時価総額の合計⁵対名目GDP⁶の3.0%を大きく下回ります。そのため、国民皆保険制度の有無など医療制度の違いは存在するとは言え、貴社を含む日本の医薬品卸売事業者はその付加価値に対して適切な企業価値を実現できていない状況にあると考えています。

また、少子高齢化に伴う税収構造の変化や医療費の増大等により、公的医療財政の制約（医療費抑制圧力）が強まるが見込まれることから、製薬会社と医療機関との間に立つ医薬品卸売事業者は、安定供給機能を維持・高度化しつつ、どのように適切な利潤を確保し、企業価値向上を実現していくかについて、真摯な検討・対応を行うべきだと考えています。

貴社は、現在、医薬品卸売事業者として全国第4位の規模の企業ですが、競争力に大きく影響を与える地域別市場シェアを見ますと、地場の医薬品卸売事業者にも劣後しているところが見られ、付加価値の増大と事業環境の悪化が見込まれるなかで、特に貴社においては適切な意思決定を行うことが必要です。そして、適切な意思決定を行う上では、ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンスという三層構造のガバナンス・インフラの整備が必要です。

³ 時価総額は自己株式控除後の発行済株式数をもとに計算。上位四社には貴社、株式会社スズケン、株式会社メディバル、アルフレッサ株式会社を使用。ソースはBloomberg及び2026年1月30日時点での各社の最新期の決算短信。

⁴ 2024年度の数値を使用。ソースは内閣府経済社会総合研究所による「国民経済統計（GDP統計）」。

⁵ 時価総額は自己株式控除後の発行済株式数をもとに計算。上位三社にはマクesson、センコラ、カーディナルヘルスを使用。ソースはBloomberg及び2026年1月30日時点での各社の最新期の10-Q又は10-K。

⁶ 2024年度の数値を使用。ソースはFRED。

3Dらは、個別具体的な経営方針について特定の考えを有していませんが、貴社においてはガバナンス不全の兆候が強く見られますので、貴社においては、まず、かかるガバナンス上の問題に適切に対処した上で、「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」において述べた三層構造のガバナンスを適切に整備することが求められている状況にあると考えています。かかるガバナンスが適切に整備された上で、貴社経営陣による決定が行われた場合、業界環境及びマクロな経済環境を踏まえた適切な経営方針が立案・決定されるものと考えています。

7. 当社の株主還元方針について、本特定株主グループの評価及び改善が必要と考える場合はその内容を具体的にご教示ください。

【回答】

現時点において具体的な方針は有していません。3Dらとしましては、貴社のガバナンスの不備が改善され、適切な業務執行がなされるようになれば、企業価値向上の観点から自ずと適切な株主還元方針が導き出されるものと考えています。

8. 当社が保有する不動産、有価証券その他の資産に係る保有方針、活用方針等に関する本特定株主グループの考えについてご教示ください。

【回答】

3Dらは、貴社取締役会に対し、各資産についてROICを算定し、資本コストと比較することにより当該資産が企業価値を創出しているかを検証したうえで、保有継続の可否を含む資本配分上の意思決定を行うことを、これまで対話の中でお願いしてきました。

繰り返し申し上げているとおり、3Dらは、貴社の経営支配権を獲得することを考えていません。貴社においては、ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンスという三層構造のガバナンス・インフラの整備が行われれば、適切なリスクテイクが行われる攻めの経営が実現でき、貴社の企業価値が向上すると考えています。そのため、貴社が保有する不動産、有価証券その他の資産に係る保有方針、活用方針等に関しても、あくまでも貴社との建設的な対話として提言を行っていますが、具体的な施策の実施を貴社に対して強制するものではありません。これらの方

針や施策の採否は、最終的には貴社の経営陣がその責任において判断すべき事項であり、ガバナンスの不備が改善され、適切な業務執行がなされるようになれば、自ずと適切な意思決定がなされるものと考えています。

具体的には、あくまで公開情報に基づく仮説に過ぎませんが、例えばROICが貴社の資本コストを下回る物流施設の流動化（セール&リースバック）や、ROICが貴社の資本コストを下回る政策保有株式の売却等は、一般的に検討に値する施策であると考えられます。

もちろん、これらはあくまで一例であり、これらを実行するか否か、あるいはより優れた代替案を採用するか否かは、ガバナンスが正常化された貴社取締役会において自律的に判断されるべきものです。

9. 当社について、本特定株主グループとして、増資・減資、合併、事業譲渡・譲受け、株式交換・株式移転、会社分割その他これらに類する行為、重要な財産の処分又は取得等の取引に関する提案、助言又は権利若しくは影響力の行使を行う可能性があるか否か、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

【回答】

本取得は、貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではありません。3Dらによる貴社株式の保有目的は、変更報告書に記載のとおり、あくまで純投資であり、貴社の経営判断は貴社の経営陣がその責任において行うべきものであると考えています。

3Dらは、特定の施策の実施を強制することを意図するものではなく、貴社において、ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンスという三層構造のガバナンス・インフラの整備が行われれば、適切なリスクテイクが行われる攻めの経営が実現でき、貴社の企業価値が向上すると考えています。そのため、増資・減資、合併、事業譲渡・譲受け、株式交換・株式移転、会社分割その他これらに類する行為、重要な財産の処分又は取得等の取引についても、適切なガバナンスのもとで貴社経営陣が意思決定を行うべきものであり、3Dらが具体的な施策の実施を強制するものではないと考えています。

なお、現時点において、貴社に対して、増資・減資、合併、事業譲渡・譲受け、株式交換・株式移転、会社分割その他これらに類する行為、重要な財産の処分又は取得

等の取引に関する提案、助言等を行う予定はありません。

10. 当社が上場している意義について、お考えがあればご教示ください。

【回答】

一般論として、上場の意義は、①株式を小口化することにより流動性を高め、②資本調達の実施機会を拡げ、③市場規律（情報開示・ガバナンス・資本市場との対話）を通じて資本コストを低減し、企業価値成長を促す点にあると考えています。

もっとも、これらの効果が十分に発現するためには、企業価値向上に向けて、執行部及び取締役会が適切な役割分担の下で一体となって取り組むガバナンスが前提となります。仮に、執行が企業価値の成長に向けた取組みを十分に行わない場合や、取締役会が執行部と株主の潜在的な利益相反の抑制・解消に向けた監督機能の発揮を怠る場合には、いわゆるエージェンシーコスト⁷が増大し、企業価値成長の鈍化に加え、情報の非対称性やガバナンスに対する不確実性の高まりを通じて資本コストの上昇を招き得る結果、上場の便益が相殺され得ると考えています⁸。

この点、3Dらは、貴社におけるガバナンス改善を期待しており、現時点では、上場による資本コスト低減等を通じた価値創造の可能性が、エージェンシーコストに起因する企業価値の毀損リスクを上回り得ると考えているため、3Dらとしても、上場会社としての便益が適切に発現するよう、ガバナンスの整備に関する建設的な対話を継続しているものです。

第6 本大規模買付行為等により当社の企業価値ひいては株主共同の利益にどのように資するのかについての考え

1. 本特定株主グループとして、当社の企業価値の源泉はどのようなものであり、当社の企業価値を中長期的に向上させるためにはどのような施策を実行するべきと考えているかについて具体的にご教示ください。また、本大規模買付行為等が、当社の企業価値又はその源泉に影響を与えるか、与えると考えている場合には、その具体的な内容

⁷ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4 (1976)

⁸ 大垣尚司「金融と法 企業ファイナンス入門 第4版」（有斐閣、2011年）など参照。

及びそれに関連して本特定株主グループにおいて予定する取組みについて具体的にご教示ください。

【回答】

企業価値の源泉について

3Dらは、貴社の企業価値の源泉は、貴社のコア事業である医薬品卸売事業が、日本の医療体制を支える極めて重要な社会インフラであり、高度な物流・危機管理機能、情報・営業のハブ機能、及び金融・社会的効率化機能といった非常に高い付加価値を有している点にあると深く認識し、尊重しています。

企業価値向上への施策について

まず大前提として、3Dらは貴社の経営支配権の獲得を目的としない純投資家です。したがって、貴社の企業価値を向上させるために実行すべき施策は、我々が個別の業務執行に介入することではなく、貴社が経営の土台である「ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンス」という三層構造のガバナンス・インフラを整備することに尽きると考えております。

なお、経営支配権を持たない当社に対して、ガバナンス整備以外の「個別具体的な事業施策」を問うことは、回答すれば「経営支配権の獲得を企図している」と恣意的にみなされ、回答しなければ「情報不足」とであると指摘されるという構造的なジレンマを強いるものであり、質問設定として不適切であると懸念しています。

具体的な事業施策は、当社が提言する適切なガバナンス体制の下、現場を熟知した貴社経営陣がその責任において自律的に立案・実行すべきものであり、株主が強要すべきものではありません。

企業価値の源泉への影響について

上記のとおり、3Dらは貴社の経営支配権を獲得する意図はなく、現場の業務執行に介入することはありませんので、貴社の高度な物流機能や顧客基盤といった源泉そのものに対し、ネガティブな影響を与えることは一切ありません。

むしろ、継続的な対話を通じてガバナンスの改善が促されることで、適切なリスクテイクと資本配分が行われる「攻めの経営」が実現し、貴社が本来有している企業価値の源泉が最大限に顕在化するものと考えております。

2. 本説明書において当社のガバナンスの不備が解消されることにより当社の多大な本源的価値が顕在化すると考えている旨が記載されていますが、貴社が考える当社のガバナンス不備について、その全ての具体的な内容を当社の現在のガバナンス体制を踏まえて明確にご教示ください。

【回答】

貴社におけるガバナンス不全の具体的な内容については、以下の各資料において、貴社の現状分析に基づき詳細かつ包括的に論じておりますので、これらをご参照ください。3Dらがあえて本回答書内での要約を控え、以下の資料全体を参照することをお願いする理由は、貴社のガバナンス不全が、単なる形式的な規定の欠如といった個別の事象にとどまらず、企業風土や意思決定プロセスに深く根ざした構造的な課題であると考えているためです。これらを箇条書き等で要約することは、問題の矮小化や文脈の欠落を招き、貴社による形式的な対応や本質的ではない部分的な修正のみを誘発する懸念があります。

したがって、3Dらとしては、貴社の本源的価値を顕在化させるためには、以下の資料に示された文脈全体を統合的にご理解いただくことが不可欠であると考えており、これらの資料の提示をもって、当該質問に対する最も真摯かつ詳細な回答とさせていただきます。

- 2025年12月3日付け「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」：
<https://www.3dipartners.com/wp-content/uploads/toho-presentation-material-jp-202512.pdf>
- 2026年1月16日付け「大規模買付行為等説明書及びガバナンス体制整備に関する具体的提言」：<https://www.3dipartners.com/wp-content/uploads/toho-documentation-jp-202601.pdf>
- 2026年1月19日付け「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」：<https://www.3dipartners.com/wp-content/uploads/toho-presentation-material-jp-202601.pdf>

3. 当社のガバナンスの不備が解消されることにより当社の多大な本源的価値が顕在化するとのことですが、ガバナンスの不備の解消により、どのようにして当社の本源的価値

値が顕在化すると考えているか、具体的にご教示ください。

【回答】

企業価値とは、理論的に「将来生み出されるキャッシュ・フローの割引現在価値」とであると定義されます。この観点において、経営の土台である「ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンス」という三層構造のガバナンス・インフラを整備することは、企業価値の増大という目的と完全に合致します。

具体的には、以下のメカニズムにより企業価値が向上すると考えています。

まず、株主等のステークホルダーの代弁者としての独立社外取締役を中心とした取締役会の適切な監督機能（ガバナンス基盤）が整備されることで、企業価値増大に向けた規律ある意思決定が担保されます。そのうえで、それらの意思決定を補佐し、企業価値を毀損するリスクを事前に排除するためのシステム（守りのガバナンス）や、成長機会を捉え収益性を高めるためのシステム（攻めのガバナンス）が整備されることで、経営判断の精度と質が格段に高まります。

結果として、単なるガバナンスの不備の解消に留まらず、最適なガバナンス体制の構築によって、将来キャッシュ・フローの増大（企業価値向上）が継続的に図られることになります。より詳細な具体的内容については、以下の資料をご覧ください。

- 2026年1月19日付け「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」：<https://www.3dipartners.com/wp-content/uploads/toho-presentation-material-jp-202601.pdf>

4. 本説明書において本大規模買付行為等が当社の他の株主に利益をもたらす旨が記載されていますが、本大規模買付行為等が他の株主全員に共通の利益をもたらすと考えている理由につき、具体的にご教示ください。

【回答】

ご指摘の箇所は、本文に記載のとおり、本取得が貴社の経営支配権を獲得することを目的とするものではなく、当社による本取得が他の貴社株主の皆様との間で利益相反を生じさせるものではないことを示す趣旨のものです。

あくまで、本取得の目的は、貴社の企業価値向上を通じて投資リターンを得ることにあり、これは他の貴社株主の皆様全員が享受する利益と方向性を同じくするものです。そのため、3Dらと他の貴社株主の皆様との利益が相反するものではないことを説明したものであり、そのようにご理解いただければと考えています。

5. 本説明書においてご説明いただいたガバナンスに関する施策以外に当社の企業価値向上に向けた施策又は経営方針があれば、その内容を具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げますとおり、3Dらは貴社の経営支配権を獲得することを目的としていません。したがって、貴社の個別具体的な事業戦略や経営方針を策定・保有する必要はなく、またその立場にもありません。

そもそも、経営支配権の獲得を目的としない純投資家に対して、経営陣が策定すべき詳細な事業施策を問う本質問は、回答すれば経営支配権の獲得を企図していると恣意的にみなされ、回答しなければ情報不足であると指摘されるという、回答者を陥れるための構造的なジレンマを内包しているように見受けられ、当社はこのような質問設定自体に強い懸念を抱いています。

そのうえで、あえて当社の考えを申し上げれば、個別具体的な施策とは、外部株主が押し付けるものではなく、まず「ガバナンス基盤、守りのガバナンス、攻めのガバナンス」という三層構造のガバナンス・インフラが整備されたうえで、その公正なプロセスの中で貴社経営陣自身によって決定されるべきものであると考えています。それ以上でもそれ以下でもありません。

したがって、3Dらは、あくまでも貴社との建設的な対話のために、貴社の経営課題についての提言等を行うことはありますが、具体的な施策の実施を貴社に対して強制するものではありません。

6. 当社は、人々の医療と健康に貢献すべく全国の医薬品流通を支える責務を負っています。日本の医療インフラを支えるべく、医薬品の安定的な供給をしていく必要がありますが、本大規模買付行為等の後にこれらの医薬品の流通・供給に関する数量・条件等の変更を求める可能性があるか、また、変更を求める可能性がある場合は、どのよ

うな事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に、どのような変更を求めるのか、その内容と理由を具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げるとおり、経営支配権の獲得を目的としない純投資家である3Dらに対して、このような個別具体的な業務執行レベルの変更方針の有無を問うこと自体、前述の「回答すれば支配目的、しなければ情報不足」というジレンマを強いるものであり、その質問設定の適切性について強く懸念しております。

そのうえで、あえて回答いたしますと、当社は貴社が担う「医薬品の安定供給」という社会的使命を深く理解し、尊重しています。したがって、当社から医薬品の流通・供給に関する数量・条件等の変更を求める予定は一切ありません。

これらは、適切なガバナンス体制の下、現場を熟知した貴社経営陣が、社会的責任と経済合理性のバランスを考慮して自律的に判断すべき事項であると考えています。

7. 本特定株主グループとして、当社グループ（東邦薬品株式会社その他の当社子会社を含みます。以下同じ。）の従業員の利益及び意思を尊重する意向があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げるとおり、経営支配権の獲得を目的としない純投資家である3Dらに対して、このような従業員の処遇に関する個別具体的な方針の有無を問うこと自体、前述の「回答すれば支配目的、しなければ情報不足」というジレンマを強いるものであり、その質問設定の適切性について強く懸念しております。

そのうえで、あえて回答いたしますと、当社は、貴社における企業価値の向上を支える最大の資産は人的資本（従業員）であると深く認識しており、その利益及び意思を尊重することは、企業価値向上のための必須条件であると考えています。

もっとも、具体的な従業員施策については、適切なガバナンス体制のもと、貴社経営陣がその責任において自律的に判断・決定すべき事項です。したがって、当社として独自の人事施策等を有しているわけではなく、また貴社に対して特定の施策を強要する予定も一切ありません。

なお、付言しますと、2025年6月の定時株主総会以降、当社のもとには貴社グループの従業員の方々から、現状のガバナンス不全を憂慮し、株主としての働きかけを期待する声が複数寄せられています。こうした現場からの切実な声は、当社が要望するガバナンス改革が、真面目に業務に取り組む貴社グループの従業員の皆様の利益や意思と対立するものではなく、むしろその思いと方向性を同じくするものであることを裏付けていると認識しています。

8. 本特定株主グループとして、当社グループ従業員の労働環境や労働条件の変更を求める可能性があるか、また、変更を求める可能性があるときはどのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に、どのような変更を求めるのか、その内容と理由を具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げるとおり、経営支配権の獲得を目的としない純投資家である3Dらに対して、このような個別具体的な人事方針の有無を問うことの適切性について強く懸念しております。

そのうえで、あえて回答いたしますと、当社は貴社グループの従業員が安心して働ける環境こそが、長期的な競争力の源泉であると認識しています。したがって、当社から労働環境や労働条件の変更を求める予定は一切ありません。

9. 当社グループに対して従業員の削減（事業売却に伴うものも含みます。）を提案する可能性があるか、ある場合はどのような事由が発生した場合に従業員の削減を提案する可能性があるかについて具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げるとおり、経営支配権の獲得を目的としない純投資家である3Dらに対して、このような個別具体的なリストラ計画の有無を問うことの適切性について強く懸念しています。

そのうえで、あえて回答いたしますと、当社において、従業員の削減を目的とした提案を行う予定は一切ありません。

3Dらは、短期的なコスト削減ではなく、ガバナンス改善を通じた中長期的な成長

を志向しています。人員計画については、適切なガバナンス体制の下、貴社経営陣が事業戦略に基づいて自律的に判断すべき事項であり、当社がその実施を強制することは一切ありません。

10. 本特定株主グループとして、当社と当社の関係会社の取引先又は顧客との関係の変更を求める可能性があるか、また、変更を求める可能性があるときはどのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に、どのような変更を求めるのか、その内容と理由を具体的にご教示ください。

【回答】

繰り返し申し上げるとおり、経営支配権の獲得を目的としない純投資家である3Dらに対して、このような個別具体的な営業方針の有無を問うことの適切性について強く懸念しています。

そのうえで、あえて回答いたしますと、医薬品卸売事業における顧客（医療機関・薬局等）との信頼関係が、貴社の競争力の源泉であることは論を俟ちません。したがって、当社がその関係性を毀損するような取引条件の変更等を求める予定は一切ありません。

取引先との関係構築や条件設定については、現場を熟知した貴社経営陣が、適切なガバナンス体制の下で自律的に判断すべき事項であると考えています。

第7 一般株主との利益相反の可能性への対処方針

1. 本説明書において、「3Dらが貴社株式を取得する目的は、…あくまで、貴社の企業価値の向上による投資リターンを得るためであり、他の貴社株主の皆様全員に共通する利益を得ようとするものですので、3Dらと他の貴社株主の皆様との利益が相反することはあり得ません。」と述べていますが、本大規模買付行為等により議決権割合が24%を超える水準に達した場合、当社の株主総会における特別決議事項について実質的な拒否権を持つに至る水準であり、本大規模買付行為等には、構造的な強圧性が存することになります（当社の株主が、本特定株主グループの強い影響の下では当社の企業価値が損なわれると考えている場合、そのような会社の少数株主にとど

まるよりは、不本意ながら市場において当社株式を売却する動機を持つことになり
ます。）。加えて、本大規模買付行為等により本特定株主グループが、当社の経営
に実質的に強い影響力を有することとなった場合、本特定株主グループの投資回収
に係る方針や時間軸等により、中長期的な企業価値の向上を志向する当社の一般株
主との間に利益相反が生じる可能性があると考えています。仮に企業価値の向上に
よる投資リターンという大きな意味での利益を共通にしていたとしても、その詳細
や実現のための方法等について考え方が異なれば、利益相反が生じ得ると考えられ
ます。本特定株主グループとして、このような構造的な強圧性や利益相反の可能性
についてどのように考えておられるか、また、利益相反を回避若しくは軽減し、又
は利益相反により一般株主の利益が害されないようにするための方策として考えて
いるものがあるか、具体的にご教示ください。

【回答】

一般株主との利益相反の不存在について

貴社は「投資回収の方針や時間軸、実現方法の違いにより利益相反が生じる」と主
張しますが、以下に記載のとおり、企業価値向上を唯一無二の目的とする当社と他
の株主の皆様との間には利益相反は存在せず、これらの存在を前提とする構造的強
圧性についても存在しません。

したがって、利益相反の存在を前提とした構造的な強圧性に関する貴社の指摘は
当たりません。

① 時間軸の整合性

3Dらは、償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドであり、特定の期限ま
でに換金売りを行うような構造ではありません。したがって、短期的な利益のため
に中長期的な企業価値を犠牲にする動機はなく、貴社及び他の中長期保有株主様と
時間軸は一致しています。

② 本件で方法論の相違による利益相反は生じない

貴社は「実現のための方法等について考え方が異なれば利益相反が生じ得る」と

主張しますが、企業価値向上という共通の目的において、最適な手段を議論することは健全な「株主対話」であり、それ自体が利益相反を生じさせるものではありません。

そのうえで、各株主が主張する考え方のうちいずれが株主共同の利益に則したのかを判断するのは、適切なプロセスにより選任された貴社取締役により構成される貴社取締役会です。

そして、3Dらは、上記のとおり、貴社の支配権を取得するものでも、貴社の経営支配権に重大な影響をもたらすものでもないことから、貴社の企業価値向上を実現するための最適な手段について、最終的な経営判断を行うのもあくまで貴社取締役会であり、3Dらは株主として最善と考える意見を述べるに留まります。

そのため、貴社取締役会は、企業価値向上の観点から提案の是非を検討し、必要に応じて代替案も含めて判断すべきであると考えています。

③ 株価上昇による裏付け

加えて、現に、貴社が本説明書の受領を公表した翌日、貴社株式の市場株価は約3%上昇しています。これは市場（他の一般株主様）が、3Dらによる本取得を、利益相反を生じさせるものではなく、企業価値向上に資するものと好意的に評価している証左です。

逆に、貴社が2025年10月31日に本買収防衛策の導入を公表してから当社が買付意向表明を公表するまでの期間において、貴社の株価はTOPIX及び競合対比でそれぞれ17.2%と18.1%アンダーパフォームしています⁹。この市場の反応は、「当社の株式取得が強圧性（売り圧力）を生じさせる」との貴社の主張が誤りであることを明確に示すものです。

なぜならば、貴社の主張するとおり、3Dらの存在が一般株主に対して不本意な売却を強いる圧力（強圧性）となっていたのであれば、本買収防衛策の導入によってその圧力が排除された時点で、株価は本来上昇するはずだからです。

現実の株価推移が貴社の主張と逆行しているという事実は、市場が「3Dらによる

⁹ 2025年10月31日から2026年1月16日。

株式取得（強圧性）」を懸念しているのではなく、むしろ「貴社経営陣による保身目的の買収防衛策の導入」こそが株主共同の利益を害すると評価していることを示しています。

④ 濫用的買収者としての類型の否定（利益相反回避の方策）

3Dらは、利益相反や一般株主の利益侵害を防止するための具体的方策として、過去の裁判例等（経済産業省「企業買収における行動指針」47頁及び48頁、ニッポン放送事件（東京高決平成17年3月23日判タ1173号125頁））において「企業価値ひいては株主共同の利益を毀損することが明白であると認められるような濫用的買収者」とされる以下のいずれの行為も、これまで一切行っておらず、今後も行わないことを、ここに明確に表明いたします。

- (i) 株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為
- (ii) 会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為
- (iii) 会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する行為
- (iv) 会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

なお、第1の20に記載のとおり、3Dらの過去の投資事例において、3Dらが、投資先企業に対して、自社株 TOB や ToSTNeT-2/3による買取りを要請することにより、3Dらが保有する当該企業の株式を売却してエグジットした事例はありません。

また、3Dらは、過去において、企業価値向上のための資本配分の最適化の一環として、自己株式取得の提案を行ったことはありますが、これらは全て全株主に対する平等な利益還元を目的としたものであり、3Dらが保有する投資先企業の株式の売却を目的としたものではありません。

貴社が主張するところの「構造的な強圧性」の不存在について

そもそも、3Dらとしては、上記のとおり利益相反が生じず、構造的な強圧性は存在しないと考えておりますが、敢えて貴社の前提に基づいて回答するのであれば、以下のとおりとなります。

すなわち、貴社は、本大規模買付行為等により議決権割合が24%を超える水準に達した場合、貴社の株主総会における特別決議事項について実質的な拒否権を持つに至る水準であり、本大規模買付行為等には、構造的な強圧性が存すると主張していますが、以下のとおり、かかる強圧性に関する貴社の指摘は当たりません。

裁判例等で言及された、構造的な強圧性とは、経営支配権の獲得を目的とする買付けが、株主に対して「今売却しなければ不利益を被る」という圧力を加え、売却を強要するような構造を指します。

しかし、繰り返し述べているとおり、3Dらは貴社の経営支配権を獲得するものではなく、いかなる経営を行うかは貴社経営陣が決定することとなります。

したがって、この意味でも、3Dらが経営支配権を獲得するとした上で、当該経営支配権の行使を通じて企業価値を毀損することを前提とする、貴社の主張は誤っています。

そうだとすれば、貴社株主の皆様が、本取得に関して株式の売却を選択せざるを得ないといった事態は生じ得ず、そのような観点からも、構造的強圧性の問題は生じないと考えられます。

なお付言すると、貴社及び貴社株主への情報開示についても、3Dらは、本買収防衛策の導入以前から、3Dの追加取得の意向に関する貴社からの2度に渡る質問に対し、真摯に回答を続けていた上（なお、当該回答は、貴社の書簡によれば、貴社によって公表の可能性があるものとされております。）、導入以前から貴社が繰り返し主張した「情報不足」との懸念に寄り添い、導入後も自主的に「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」等の情報を提出しており、今後も本買収防衛策のプロセスに従って、必要な情報提供を行うことを予定しています。これらのことからすれば、情報不足によって、本取得に関して株式の売却を選択せざるを得ないといった事態が生じる懸念も当たらないと考えます。

以上のとおり、3Dらと一般株主の皆様との間に利益相反は存在せず、本取得に構

造的な強圧性もありません。

2. 本説明書において、2025 年 6 月 27 日開催の定時株主総会では、当社が「株主が取締役の適格性を判断するために必要不可欠な情報を秘匿したまま上記の定時株主総会を開催しました。」とされていますが、当社としては、3D が指摘する事案は、いずれも既に適切に対応済みであり、当社におけるガバナンス体制は改善・強化されていることから、現在の当社のガバナンス体制に 3D の指摘する不備はないと判断したのであり、取締役の適格性を判断するために必要不可欠な情報を秘匿したという事実はありません。他方、3D は、2025 年 5 月 27 日に「東邦ホールディングスの企業価値最大化に向けて」、同年 6 月 6 日に「東邦 HD『3D 社の主張に関する当社見解（2025 年 6 月 4 日）』に対する当社の見解」と題する資料をそれぞれ公表し、当社の経営課題やガバナンス・コンプライアンス上の問題を指摘し、当社の株主様に対して枝廣の選任議案に反対の議決権行使を行うよう強く推奨したにも拘らず、その主張は当社の株主に受け入れられませんでした。かかる定時株主総会の結果を踏まえても、なお、本特定株主グループと一般株主との間に利益相反が生じる可能性がないと考える理由を具体的にご教示ください。

【回答】

貴社は、2025年6月27日開催の第77回定時株主総会において、枝廣CEO及び馬田COOの取締役としての適格性が問われていたにも拘らず、両名が刑事手続において「東邦薬品における違法な談合を認識（黙認）していた旨」や「談合に関与していた旨」を供述していた決定的な事実について、一切の説明を行いませんでした。

そもそも、貴社は「3Dが指摘していた」と主張しますが、当該定時株主総会の時点において、3Dらを含め一般株主は、枝廣CEO及び馬田COOが不正への関与や黙認を自ら認めた、供述調書の存在及びその衝撃的な内容を、一切知らされておられません。

当該供述調書は、枝廣CEOと馬田COO自らが不正を黙認し、他にも類似の不正が存在することを認めていることを示す、極めて重要かつ公的な法的書類です。貴社取締役会は、この決定的な証拠を秘匿したまま、枝廣CEOは過去の不祥事に一切の責任を有していない旨の虚偽の説明を行い、上記の定時株主総会を強行しました。

さらに、貴社が総会直前の2025年6月4日に公表した資料では、「社内調査等を通じて（中略）他に類似取引がないことを確認しております」と断言していましたが、これは上記供述調書の内容（CEOらが他事案の存在を認めている事実）と真っ向から矛盾するものです。

このように、前回の定時株主総会では、取締役の適格性を判断する上で最も重要となる「本人の自白（供述調書）」という決定的な事実が全く議論されておられません。

それにも拘らず、あたかも株主がこれらの事実を知った上で審議を尽くし、再任を承認したかのように主張することは、時系列的にも事実と反する恣意的かつ不合理な主張であり、極めて不誠実な態度です。

貴社が供述調書の内容を株主に知らせなかったことにより、株主による適切な議決権行使が根本から歪められたことは明らかなです。したがって、公正な情報開示がなされていない状況下での決議結果を根拠として、他の株主様との間に利益相反が生じているとする貴社の主張は、論理的に破綻しており、到底受け入れられるものではありません。

以 上

免責事項

本回答書（添付資料を含みます。以下同様です。）は、情報提供のみを目的としたものであり、いかなる証券又は投資商品についても、その購入又は販売を勧誘するものではなく、専門的助言もしくは投資助言ではありません。また、本回答書は、目的のいかんを問わず、いかなる人もこれに依拠することはできず、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言とも解されるべきではありません。

3D Investment Partners Pte. Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）は、昨今の東邦ホールディングス株式会社（以下「東邦HD」）の株価はその本源的価値を反映していないと考えています。3DIPは、購入時点において、東邦HDの有価証券は過小評価されており、魅力的な投資機会を提供しているという独自の考えの下、これらの実質的所有権及び／又は経済的利益を購入しており、また、将来においても実質的所有権を有し、又は経済的利益を有する可能性があります。3DIPは、東邦HDに対する投資について、継続的に再検討を加える予定であり、様々な要因、例えば、東邦HDの財政状態及び戦略的方向性、東邦HDとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、東邦HDの有価証券の購入又は売却を3DIPの希望する価格で実行しえる可能性等に応じて、いつでも（公開市場又は非公開の取引を通じて）、関係法令で許容される方法を限度として、自由に、売却し、購入し、カバーし、ヘッジし、又は投資（東邦HDの有価証券への投資を含みます。）の形態や実態にかかるその他の変更を実施する可能性があります。また、3DIPは、そのような変更等を他者に通知する義務の存在を明示的に否定します。

3DIPは、本回答書に記載されている情報（ニュース報道又はその他の公開されている第三者情報源（以下「第三者資料」）からの引用を含みます。）の正確性、完全性又は信頼性に関して、明示又は黙示を問わずいかなる表明又は保証も行いません。また本回答書に記載されている情報は、本回答書において言及されている証券、市場又は進展についての完全な記述又は概要であることを意図していません。3DIPは、本回答書もしくは本回答書の内容の全部もしくは一部を使用もしくは依拠したことにより、又は本回答書に関してその他の理由により生じた、いかなる者のいかなる損失についても、全ての責任又は債務を、明示的に否定します。3DIPは、本回答書の内容について更新もしくは追加情報を提供する義務、又は本回答書に含まれる情報の不正確性を修正する義務を負わないことをここに明示します。

3DIPは、本回答書を通じて行う、自らの評価、推定及び意見の表明、その他株主との対話を理由として、日本の金融商品取引法に定める共同保有者もしくは外国為替及び外国貿易法に定める密接関係者として取り扱われる意図又は合意、及び他の株主が保有する議決権の行使につき、3DIP又は第三者に代理行使させることの許可又は株主を代理する権限を受任する意思がなく、かかる議決権を代理させることを勧誘、奨励、誘導又は要求する意思もないことをここに明示します。

3DIPは、東邦HD及び東邦HDのグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止すること

について、3DIPが、自ら又は他の東邦HDの株主を通じて、東邦HDの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、東邦HD及び東邦HDのグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本回答書では、第三者資料からの引用が含まれ得ます。これらの第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本回答書において第三者資料を引用することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持もしくは同意すること、又は第三者資料の著者もしくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持もしくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本回答書の英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と日本語版が矛盾抵触する場合、別途の明示がない限り、日本語版の内容が優先されます。