

2026年3月18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.

### 「追加情報の提供の要請」に対する回答書<sup>1</sup>

当社は、貴社による2026年2月25日付け「追加情報の提供の要請」（以下「本追加情報提供要請」といいます。）に対して、別紙のとおり回答します。

なお、当社は、既に繰り返し述べておりますとおり、本買収防衛策の導入は、貴社が自ら演出した「架空の有事」を前提とするものであり、これを正当化し得る合理的根拠は認められないものと考えております。

すなわち、当社は、貴社の2026年2月12日付け「3D Investment Partners Pte. Ltd.の大規模買付行為等説明書及び回答書に記載された事項の当社認識」にも記載されているとおり、貴社に対し、既保有分と合わせて貴社株式を30%を超えて取得しない旨の誓約書案を提出しております。

また、当社は、令和6年の金融商品取引法改正により、いわゆる3分の1ルールが30%ルールに変更されたこと、並びに貴社が議決権割合27.17%が事実上株主総会特別決議に対する拒否権となる旨を主張していることを踏まえ、既保有分と合わせて27%となる範囲で本取得を行うこととしております。

このように、当社による貴社株式の取得は、過半数の議決権の取得とは明らかに隔たりの

---

<sup>1</sup> 本書においては、2026年2月3日付け「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」を「第1回答書」といい、本書を「本追加回答書」といいます。そのほか、2026年1月16日付けで当社が貴社に送付しました大規模買付行為等説明書、2026年1月23日付け「本必要情報の提供の要請」及び第1回答書において定義された用語をそのまま用いることがあります。

ある水準にとどまるものであり、また、株主総会特別決議に対する拒否権の取得にも至らない範囲に限定されたものにすぎません。

したがって、本買収防衛策の導入は、貴社が意図的に作出した架空の有事を前提とするものであり、その合理性には疑義があるものと考えております。また、貴社が、二度<sup>2</sup>にわたり行った情報提供の要請についても、不合理かつ不適切なものと言わざるを得ないものと考えております。

加えて、本追加情報提供要請は、当社が貴社の経営支配権を取得し、自己の利益のみを図ろうとしているかのような印象を与えることを意図したとみられる質問や、当社の回答の趣旨を踏まえ、その一部のみを恣意的に引用したうえで貴社の想定する結論へと導こうとする質問が多く含まれていると認識しております。

このような貴社の対応を踏まえると、当社としては、本買収防衛策が貴社経営陣の保身を目的として導入されたものであり、当社との建設的な対話を拒絶するための手段として用いられているのではないかと疑念を抱かざるを得ません。また、本買収防衛策に基づく情報提供要請も、対抗措置の発動という結論を導くための材料収集を目的とするものではないかと推察せざるを得ません。

以上の点に鑑みると、本買収防衛策の導入は、貴社の企業価値の向上や株主共同の利益の確保を目的とするものとは言い難いと考えております。

もともと、当社は、貴社との建設的な対話を再開することが重要であると考えており、そのために本追加回答書を提出するものです。取締役会及び独立委員会の構成員の皆様におかれましては、株主からの負託を受けている立場にあることを踏まえ、株主共同の利益の確保のため、正確な情報に基づき客観的かつ合理的な判断を行うことにより企業価値の向上を図るべき善管注意義務を負っておられることを、改めてご認識いただきたく存じます。

以上

---

<sup>2</sup> 2026年1月23日付け「本必要情報の提供の要請」及び本追加情報提供要請

## 第1 本大規模買付者及びそのグループの詳細

1. 本回答書第1の1（以下、項目の番号は「1-1」等と記載します。）他複数の個所において、3Dらは「短期的利益の追求を目的とすることなく」「長期的なリターンの達成を目的」等の記載がございます。一方で、2025年5月27日「東邦ホールディングスの企業価値最大化に向けて」と題する資料14頁、15頁においては、実行計画の内容を「時間軸が長期」であることを理由に委員会の検証結果を△と評価しております。貴社として、リターンや利益の文脈で言及されている「短期」／「長期」とは具体的にどの程度の期間を想定されているかご教示ください。

### 【回答】

当社は、中長期的な企業価値の向上は、企業が、その時々状況に応じて、企業価値を向上させるための最も適切な意思決定を果敢に行い、これを適時に実行していくことが積み重なることによって達成されるものであると考えています。

他方で、貴社が現在掲げる経営計画は、現状を抜本的に変革する施策ではないうえ、目標達成までの時間的猶予を過度に長く見積もっており、貴社の企業価値を効率的に向上させるに足りる迅速さも備えていません。

かかる観点から、当社は、貴社が現在掲げる経営計画は、貴社における利益率の低迷やバランスシートの肥大化といった貴社の経営課題を解決し、また、貴社グループにおいて断続的に生ずる不祥事等に対処して、貴社の企業価値向上を最大化するために適切なものとはなっていないと考えております。

そのため、当社は、貴社が掲げる実行計画が、その目標に照らして目標達成までに過度に長期な猶予期間を設けるものであり、また、効率的に企業価値を向上させるための目標として不十分であることから、その意味において、「時間軸が長期」と指摘したものです。

したがって、当社のかかる指摘は、当社が貴社における長期的なリターンの達成を目的としていることとの関係において、ご指摘のような矛盾はありません。

2. 1-2において、本特定株主グループについてご記載いただいておりますが、Hibiki Path Advisors や同社が運用するファンドについては、グループには含まれないとの理解でよいかご教示ください。

**【回答】**

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.や同社の意思決定権者である清水雄也氏又は同氏が指名したメンバー等が投資に係る意思決定権を有するポートフォリオ（3D Hibiki Path Aoba Fundを含む。以下、総称して「Hibikiファンド」といいます。）については、同氏又は同氏の指名した者が投資判断や議決権行使の決定を行っています。当社が知りうる限りにおいて、Hibikiファンド、清水雄也氏又は同氏が指名したメンバー等において貴社株式を取得している事実、又は取得し若しくは取得しようとしていると合理的に推測できるような事実はなく、貴社株式の取得や議決権行使について、Hibikiファンド、清水雄也氏又は同氏が指名したメンバーとの間で何らの合意をした事実はありません。また、将来貴社株式の取得に関してHibikiファンド、清水雄也氏又は同氏が指名したメンバー等との間で合意・協調する予定もありません。

3. 1-3において、「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」とされておりますが、なぜそのようにいえるのか、ブレイクダウンないし敷衍してご説明ください。

**【回答】**

当社は、企業における本源的価値とは、企業が有する経営資源が、中長期的な企業価値及び株主共同の利益の最大化のために最大限に有効活用された場合に実現可能なものであると考えています。一方、貴社株式の現在の市場価格は、貴社が現在掲げている経営方針を基準として、さまざまな要素が考慮されることによって形成されているものと考えられます。貴社の本源的価値が実現されるためには、貴社経営陣が、貴社の経営資源を適切に見極め、その経営資源の価値を最大化するための適切な意思決定を果敢に行い、有効な施策を迅速に実行すること、すなわち、整備されたガバナンスのもとで、経営陣の適切かつ

果敢な意思決定とその実施が継続して行われることが必要条件となります。

当社が、2026年1月16日付け「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」（以下「本提言書」といいます。）において申し上げたとおり、貴社においては三層構造のガバナンスを整備することが重要です。

そのため、当社は、貴社の本源的価値が実現されるためには、まず不測の事態により企業価値が毀損されることを防ぐために、有事対応と戦略的な監督を両立させて、貴社取締役会を市場の信頼に足る取締役会へと進化させた後、構造的な利益相反を排除して、不祥事の温床を断つための守りのガバナンスを整備することが重要であると考えています。さらに、貴社を持続的な高収益体質へと変貌させる価値創造のための攻めのガバナンスを整備することも重要です。しかしながら、貴社においては、度重なる談合事件といった不祥事が生じ、特にJCHO事件に関しては、枝廣氏及び馬田氏の供述調書という、経営陣による不祥事への関与及び類似事案の存在等を疑わせる証拠がありながら、類似事案の有無等に関する調査を目的とした第三者委員会の設置を拒むとともに、十分な情報開示も行っておりません。このような貴社の現状から、貴社において守りのガバナンスが整備されていないことは明らかです。

加えて、当社は、本追加回答書1-1に記載したとおり、貴社の掲げる経営計画が適切かつ十分であることについて疑義を有しており、そのため、貴社においては攻めのガバナンスも実現されていないと考えています。

したがって、貴社においては、そのガバナンスの不備を解消することで、整備されたガバナンスのもとで、経営陣の適切かつ果敢な意思決定とその実施が継続的に行われ、市場株価が本源的価値と乖離する現状を改善できると考えています。

4. 1-3、2-9、2-16において、「当社のガバナンス不全により市場株価が本源的価値を大きく下回っている」と繰り返し主張されています。もし非公開化を含む具体的なコーポレートアクション等を前提としてないのであれば、貴社が提案するガバナンス改善のみによって、どのようにして市場株価と本源的価値の乖離が解消されるのか具体的にご教示ください。

**【回答】**

本追加回答書1-3と同様です。

5. 1-3において、「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。」とされておりますが、これまでの富士ソフト、東芝、東北新社、APAMAN、焼津水産化学工業等の事例における投資の目的をご教示ください（経営支配権を取得する目的、重要提案行為を行う目的、純投資目的等を含みますが、これらに限りません。）。また、当社への投資目的との違いがあればご教示ください。

**【回答】**

当社の投資の目的は、原則として、非支配株主として経営陣との間で建設的な対話を行うことで、企業の中長期的な企業価値向上ひいては株主共同の利益の向上をサポートし、株式価値向上による利益を享受することです。そのため、ご指摘の企業に対する投資の目的は、いずれも大量保有報告書及び変更報告書に記載のとおり、富士ソフト、東芝、東北新社については「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」であり、APAMANについては「投資一任契約に基づく純投資」、焼津水産化学工業については「純投資」です。

貴社への投資の目的も同様であり、当社は、貴社の少数株主という外部の立場から、当社が有する様々なリソースを活用して貴社を分析・評価した上で、その内容を貴社経営陣との建設的な対話を通じて貴社と共有し、さらに必要に応じて貴社の意思決定のサポートを行うことで、経営の改善を通じた企業価値向上を促し、最終的に貴社の株式価値の上昇による利益を享受することを目指しています。そのため、貴社への投資の目的は、2025年8月27日付け変更報告書に記載のとおり「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」です。

このように、当社の投資の目的は、あくまでも中長期的な企業価値の向上を通じた一株主としての利益の享受であり、その時間軸の優先度は必然的に低くなることから、当社は、自社の利益を最大化するための短期的な利益の追求を目的と据えたことはありません。また、当社が投資対象とした企業においては、その企業価値は不可逆的に向上し

たものが大半であって、当社が企業価値を毀損するような行動をしたことがないことも第1回答書1-3に記載したとおりです。

6. 1-7、1-12及び5-4の回答によれば、当社の具体的な事業戦略や業績向上策について、貴社が何ら具体的関心や提案を示していないと理解しているところ、貴社は「企業価値の向上」が目的であると強調されていることからすれば、肝心の事業戦略や収益力改善に関するビジョンが示されていないのは不自然と考えられますが、貴社が当社の事業内容や業績改善策について具体的な言及を避けている理由をご教示ください。仮に本回答書に記載のように「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、（中略）貴社経営陣自身によって決定されるべきものである」とのお考えから、何ら事業戦略や業績向上に関心がないまま当社の株式を取得されているということであれば、貴社のいう「企業価値向上」とは、経営実態の改善ではなく一時的に株価を引き上げることを意味しているということにならないでしょうか。貴社のお考えを具体的にご教示ください。

**【回答】**

まず、当社の投資の目的は、貴社の企業価値が向上することで得られる、株式価値向上による利益を享受することです。そのためには、貴社の経営は、適切なプロセスを経て選任された貴社取締役会が行うべきであると考えています。

かかる考えのもと、当社は、具体的な事業戦略や、具体的な貴社業績の向上策の実施を要請することについては、謙抑的に考えています。また、当社は、具体的な事業戦略や貴社業績の向上策は、貴社の内部情報に精通している貴社の経営陣が責任をもって策定したうえで、株主に対して適切に情報開示をして、その支持を得て実行すべきものであると考えています。そのため、具体的な施策を示すべきであるとする貴社の姿勢は不合理であると考えます。

ただし、当社は、貴社の現在の経営方針が適切かつ十分なものであるかについては、従前から申し上げているとおり、強い疑義を持っています。そのため、当社としては、貴社におけるガバナンス体制を整備することによって、貴社の経営陣が、適切な意思決定を行うことで、貴社の企業価値向上のための具体的な施策を策定し、迅速に実行していくことを期待しています。

なお、本質問後段のご指摘についてですが、繰り返し説明してきましたとおり、当社は、一時的な株価の引き上げではなく、中長期的な企業価値が不可逆的に向上するか否かに焦点をおいています。このような当社の意図について、当社は、2023年からの貴社との対話を通じて繰り返し説明してまいりました。それにもかかわらず、あえて上記のごとき指摘を行う貴社の対応は、貴社の他の株主をして、当社が一時的な株価の引き上げを目的としているといった印象を抱くように誘導するためのものと考えざるを得ません。そのため、当社としては、本買収防衛策の導入の目的が、当社との建設的な対話を拒絶することにあるとの疑念を抱かざるを得ず、遺憾と言うほかありません。

7. 1-9において、現在本特定株主グループが保有する当社株式は16,023,534株、うち新株予約権付社債券に係る株券等が326,000株であるとのことですが、2025年8月27日付変更報告書No.15に記載されている保有株券等は15,543,284株であり、うち新株予約権付社債券に係る株券等が325,250株とされています。かかる保有株券等の増加について、本特定株主グループが買い増しを行った具体的な時期及び取得方法をご教示ください。

**【回答】**

2025年8月27日付け変更報告書No.15の記載から増加している保有株式は、貴社が買収防衛策を突如として導入した2025年10月31日以前に市場内で取得したものです。第1回答書において申し上げたとおり、当社は、貴社による本買収防衛策の導入まで、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き、市場動向を見ながら貴社株式を取得していました。

新株予約権付社債券に係る株券等の保有数の変化に関しましては、貴社株式への転換価額の調整を議決権割合の計算に際して反映したことによるものであり、当該新株予約権付社債券の一部を貴社株式に転換したことによるものではありません<sup>3</sup>。

8. 1-12及び1-13の回答によれば、3Dらにおいて当社グループの営む医薬品卸売事業等の事業や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られることですが、既に本大規模買付者は当社の筆頭株主であり、さらに現在の保有比率以上の買い増しを行

---

<sup>3</sup> 株式数の表記は100株単位で表記しております。

う意向を有しているところ、会社の経営や当社の事業に対する知識がない中で当社への議決権を行使することや重要提案行為を行うことは、誤った判断により当社の企業価値ひいては株主共同の利益に悪影響を及ぼす可能性があるように思われますが、この点に関するお考えをご教示ください。

**【回答】**

繰り返し申し上げているとおり、当社は、貴社の経営支配権を取得しておらず、また、取得しようとするものでもありません。このことは、当社が、本買収防衛策の導入以前において、貴社に対して誓約書案を自主的に提出したことや、本取得が既保有分とあわせて27%の貴社株式を取得するものであって、貴社が主張する実質的な拒否権の水準を基準としてもこれに達しない限度で貴社株式を取得しようとするものであることから明らかです。そして、本取得が約3%の貴社株式の取得にとどまることからすれば、本取得後においても、貴社の意思決定に影響を及ぼすことができないことには変わりはないと考えられます。

加えて、貴社が、JCHO事件に関する枝廣氏及び馬田氏の供述調書といった貴社経営陣による不祥事への関与及び類似事案の存在を疑わせる証拠を認識しておきながら当社が申し入れた第三者委員会の設置を頑なに拒絶してきたこと、上記供述調書の貴社に対する提示後速やかに当社を対象とした買収防衛策を導入し当社に対して不適切というほかない質問を含む情報提供要請を行っていること、また、供述調書の存在を伏せて行われた2025年6月開催の定時株主総会における枝廣氏の再任をもって圧倒的多数の株主の支持を得たと不合理な主張をしていること、などからしても、当社において、貴社の意思決定に影響を及ぼしていないことは明らかです。

このように、当社が貴社の取締役会の意思決定に影響を及ぼすことはできないため、当社の重要提案行為が、貴社の経営判断を誤った方向に導くということは論理的に生じ得ません。そして、貴社の経営判断は貴社取締役が行うため、当社において、経営や貴社の事業に対する知識を有している必要はないと考えています。

そもそも当社が行う重要提案行為は、貴社の中長期的な企業価値の向上を目的とするものであり、その意味で貴社経営陣や貴社の他の株主と共通の目的を有するものです。また、当社が貴社に対して重要提案行為を行うにあたっては、必要な知見を有する専門

家等に相談しご見解をいただくなどしています。そのため、当社は、適切な検討がなされた合理的な提案を行うものですので、貴社のご懸念は当たらないものと考えています。

9. 1-16において、保有する富士ソフト株について最終的に9,850円で公開買付けが成立したとの記載がありますが、本特定株主グループが提出した2024年11月12日の変更報告書によれば、貴社は2024年11月6日付で8,800円で売却したとのこと。対抗公開買付けが予告されていた中で、KKRによる公開買付けに応募された背景についてご教示ください。また、富士ソフトの開示によれば、本特定株主グループは、本特定株主グループ主導の下で富士ソフトの非公開化提案を募っていたとのことですが、この背景と本回答書におけるご説明から排除された理由をご教示ください。本特定株主グループが主導した非公開化プロセスについては、富士ソフトの経営陣の同意を得ずに開始したと理解しておりますが、非公開化は対象会社の企業価値及び一般株主の利益に重大な影響を与えられられるにもかかわらず、経営陣の同意を得ずに開始した理由をご教示ください。

**【回答】**

当社は、KKRによる富士ソフトの企業価値向上策は優れたものと評価していました。また、1株8,800円の価格は十分なプレミアムが付されたものとも考えていました。かかる考えに基づき、当社は、KKRと応募契約を締結していましたので、当該契約に従い公開買付けに応募しています。

これに対して、ベインキャピタルが2024年10月11日付けで提案していた公開買付けは、その時点での公開買付価格（9,450円）こそKKRの公開買付価格（8,800円）を上回っていたものの、法的拘束力を有しておらず、その実現可能性に懸念があったことや、公開買付けに下限が付されていなかったため強圧性の問題があったことなどから、ベインキャピタルが提案していた公開買付けには問題があるものと認識していました。

そのため、当社は、KKRの公開買付けの方が富士ソフトの企業価値向上において優れているものと判断したのであり、実際、KKRは、公開買付価格を9,850円に引き上げて、最終的に、ベインキャピタルが2024年12月11日付けで予告した公開買付価格（9,600円）よりも高い価格を提示するにいたっていますので、かかる判断は合理的なものであったと考えています。

当社は、第1回答書において、当社が、富士ソフトに対し、2023年にプライベート・エクイティ・ファンド等から交付された富士ソフトの企業価値向上のための提案を提出したことについて記載しています。また、当社が提案を募った事実は、既に公知の事実となっています。そのため、第1回答書において、当社が提案を募ったことを記載しなかったことにつき特段の意図はありません。

なお、当社は、富士ソフトの非公開化提案を募ったものではなく、富士ソフトの企業価値向上のための提案を募ったものです。これは、金融投資家及び事業家ら社外の専門家の見解を踏まえ、これを富士ソフトの経営陣が適切に検討することによって、同社の企業価値向上を実現するためのものでした。そのため、当社は、当初、富士ソフト経営陣に対して、投資家に対して企業価値向上のための提案を提出するよう打診することについて、富士ソフトが主導することを同社経営陣にお願いしました。しかし、当時の同社経営陣は、かかるプロセスを自ら行うことに難色を示したことから、当社は、代替的に、当社が提案を募集してその結果を富士ソフト経営陣に提出することの可否、及びその際のスコープについて確認をしました。そうしたところ、「富士ソフト経営陣として3Dが提案を募集し、その結果を提出することについて止めるものではない」との意思を確認できましたので、当社はかかるプロセスを実施しています。したがって、富士ソフト経営陣による同意がないなかでプロセスの実施を強行したとの認識は事実と反し、誤っています。

貴社におかれましては、富士ソフトの事案にかかる事実関係について認識を改めていただきたく存じます。

10. 1-16において、富士ソフトの事例に関して、非公開化の代替的施策として750億円の自己株式取得を提案されたことや金額の算定根拠についてもご説明いただいておりますが、当該時点で不動産売却等による財務改善が実現していなかった中において、財務健全性を大きく毀損し、かつ単体分配可能額の上限770億円に迫る規模での自己株式取得を行うことについてのリスクは検討されたか、そうしたリスクの大きな提案を当社にも同様にを行う可能性はあるかについてご教示ください。

【回答】

富士ソフトが2024年2月14日に公表した新中期経営計画において、同社は、総額1,000億円以上の自己株式取得を行うと公表しており、当社が提案した自己株式取得の金額(750億円)は、富士ソフトが表明した自己株式取得の金額を下回る金額でした。

富士ソフトは、この新中期経営計画に先立ち、2023年8月10日付け「企業価値向上委員会及びガバナンス委員会の活動状況に関する説明資料」において、1年以内に不動産の流動化を行う予定であることを発表しており、また、同説明資料において流動化を進めることが可能とされておりました物件(流動化判定Aの物件及びBの物件)の帳簿価額の合計は400億円を超えていました(同説明資料11頁ご参照)。そのため、当社としましては、かかる物件の流動化により当社が提案した自己株式取得の原資をまかなうことが可能であると試算していました。実際に、当社の株主提案に対する取締役会の意見と同時に公表された2024年2月14日付け「中期経営計画2028」において、当該不動産流動化による資金等を原資として、1,000億円以上の自社株買いを実施する想定である旨を公表しましたので、当社が提案した自己株式取得の金額は、富士ソフトの想定としましても、富士ソフトにおいて問題なくまかなうことができる金額でもあることが株主総会までに確認されました。

加えて、当社が提案しました自己株式の取得期間は、富士ソフトの定時株主総会の終了後1年間としていたことから、対象会社の財務健全性を大きく毀損するものではなく、むしろ、予定される不動産の流動化に伴い生じる売却益等によって著しく増加する同社の純資産の適正化を図ることができる合理的な提案でした。そのため、当社の提案がリスクの大きな提案とする貴社の解釈は、その前提において誤っています。

11. 1-16において、貴社は富士ソフト及び東芝への投資事例について詳細にご説明されており、いずれの事例においても最終的に非公開化が実現しております。また、1-17において、東北新社に対しても非公開化を提案した旨ご説明されております。これらの事例を踏まえると、貴社の投資戦略において、上場企業の非公開化は企業価値向上・株主共同の利益の実現の有力な選択肢として位置づけられているように見受けられます。当社について、現時点において非公開化が企業価値向上に資すると考えるか否か及びその理由、将来において当社に対して非公開化を提案する可能性の有無及びその理由をご教示ください。

**【回答】**

第1回答書5-10に記載しましたとおり、当社は、貴社におけるガバナンスの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毀損のリスクを上回り得ると考えていますので、現時点で、貴社に対する非公開化の提案は検討していません。

12. 1-17において、東北新社への非公開化提案に言及されていますが、これは3Dら自身による非公開化であるところ、非公開化後の同社の経営を行うために必要な知識等は備えていたかご教示ください。加えて、東北新社に関しては経営支配権の獲得を目指していたと理解していますが、株式取得当初から経営支配権の獲得を目的としていたのか、また現在も経営支配権の獲得を念頭に置いているのかご教示ください。

**【回答】**

当社は、仮に、当社が主導し東北新社を非公開化した場合には、その後も、少数の取締役を派遣し、さらには必要に応じてサポートメンバーや外部有識者を派遣することを想定していました。しかし、当社又は当社が招聘する外部人材が経営・運営の主体となることは想定しておらず、東北新社の経営陣・従業員が東北新社の経営・運営の主体になると考えていました。そのため、当社は、当社において東北新社の非公開化後の経営に必要な知識等の全てを備える必要があったとは考えていません。

また、当時、創業家が保有していた株式があわせて過半数となっていた東北新社に対する非公開化提案に関しては、同社の流通株式比率が25%を下回っており東証スタンダード市場の上場廃止基準に抵触している懸念があったこと（すなわち、そのままでは上場廃止の懸念があったこと）が前提となっていました。さらに、第1回答書1-17記載のとおり、東北新社にとって、短期的な業績圧力や株主還元から解放され、中長期目線での攻めの経営を行うためには、当社が資金を拠出して非公開化を行うとともに、非公開化後の同社の経営を行うために必要な知識等を備えている経営陣・従業員を引き続き経営・運営の主体として企業価値向上策を推進することが合理的と思われました。このように、当社としては、貴社と東北新社の置かれている状況は相当程度異なっていると認識しています。

なお、当社が、現在も東北新社に対する投資を継続している中で、個別具体的な投資目的や今後想定している行動等を回答することは適切ではないと考えられますので、これ以上の回答は差し控えさせていただきます。

13. 公表資料によれば、東北新社の投資事例において、3Dは2024年3月27日付変更報告書の中で、東北新社株式の保有目的について、当社株式に対する変更報告書の保有目的欄と同様に「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」と記載しておりますが、2024年7月24日、東北新社に対して、東北新社の普通株式に対する公開買付け及びその後のスクイーズアウト手続を通じた株式の非公開化を提案した後も、当該目的を変更するために変更報告書等を提出されていないものと理解しております。また、3Dが非公開化提案を募集した富士ソフトの投資事例においても、富士ソフト株式の保有目的は同様に「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」とされております。3Dらとして、かかる非公開化前提の買収提案という明らかな支配権取得行為の提案や自らによる非公開化提案募集のプロセスの主導も全て「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」の範疇であると整理されていたという理解でよいか、ご回答ください。

**【回答】**

まず、富士ソフトについて、当社の対応は、「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」との保有目的に合致するものです。すなわち、本追加回答書1-9記載のとおり、株主である当社が行った行為は、第三者であるプライベート・エクイティ・ファンド等から富士ソフトに関する企業価値向上策を募集したにとどまりません。当社は、富士ソフトに対して、プライベート・エクイティ・ファンド等が提出した企業価値向上策を真摯に検討すべきである旨の助言を行うとともに、必要に応じて株主提案を行っておりますが、これは「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」に該当します。そのため、当社の行為は、上記の保有目的の範囲内のものです。

また、東北新社についても、保有目的を変更するために変更報告書等を提出する必要はなかったと考えています。すなわち、「重要提案行為等を行うこと」には、非公開化を目的とした提案を行うことも含まれます。そのため、東北新社に対して、同社の普通

株式に対する公開買付け及びその後のスクイーズアウト手続を通じた株式の非公開化を提案したことをもって、保有目的を変更するための変更報告書等を提出する必要はありません。

なお、現時点で、当社は、貴社に対して非公開化提案を行う予定を有していません。

14. 当社株式に対する2025年8月27日付変更報告書において、当社株式の保有目的として「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」と記載されていますが、今後（少なくとも1年以内に）その変更の予定があるか、ある場合は、その具体的な内容をご教示ください。

**【回答】**

現時点において、貴社株式の保有目的を変更する予定はありません。今後、法令に照らして保有目的を変更する必要がある場合には、適時に対応する予定です。

**第2 本大規模買付行為等の目的、方法及び内容等**

1. 2-1において、貴社が当社を投資先に選んだ理由として、当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かかわらず、その収益性が低い状況となっており、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にご回答いただいておりますが、その一方で、2-16等において、ガバナンスの不備が解消されれば、当社の本源的価値が顕在化することが見込まれると主張しております。両回答では貴社が問題意識を有している内容が整合していないように思われますが、両回答の整合性をご説明ください。

**【回答】**

ご指摘の両回答は整合するものです。

本追加回答書1-3に記載しましたとおり、当社は、貴社においては、そのガバナンスの不備を解消することで、市場株価が本源的価値と乖離する現状が改善されると考えています。なお、この改善は、貴社の収益性や資本効率が改善されることによるものを含みます。

2. 2-3において、「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。」とご回答いただいております。しかしながら、オープンエンド・ファンドであっても、通常は、ポートフォリオ全体の目標リターンやベンチマークは設定するはずであり、ポートフォリオ内の個別銘柄ごとの想定保有期間を定め、流動性確保のために随時個別銘柄の資産売却を行うものと理解しております。そのことを前提とすると、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ない等というのは通常ではないと存じますが、そのような投資方針を採られている理由をご教示ください。

**【回答】**

当社では、事実として、ポートフォリオ内の個別銘柄についての想定保有期間を定めておらず、また、流動性確保のための資産売却に関する方針を有していません。これは、第1回答書においてご説明しましたとおり、当社が、投資先の中長期的な企業価値の向上を期待して投資を行っていることによるものです。そして、投資先企業の株式の本源的価値は、それぞれの企業ごとに、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です。そのため、当社は、個別銘柄ごとの具体的な利回り・投資回収金額及び投資回収期間や売却方針などは定めていません。

3. 2-5において、「現預金の70%ほどが余剰資金であると想定」と記載がありますが、その算定根拠についてご教示ください。また、その他有価証券について「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」とのことですが、ご想定ハードルレートの水準及び根拠をご教示ください。このほか、約15%のROICの算出過程において言及されている一部資産の売却等を含む各施策について、その具体的内容及び検討の妥当性に関する根拠についてご教示ください。

**【回答】**

第1回答書において、約15%という水準のROICを指摘したのは、第1回答書2-5において記載しましたとおり、公開情報に基づく資産アプローチにより算出したものであり、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のものです。そのため、具体的な施策の提案を伴うものではなく、理論上の数値を示したものにすぎません。そもそも、第1回答書において繰り返しご説明しましたとおり、当社は、経営支配権の獲得

を目的としない純投資を行っています。本質問は、かかる当社に対し、個別具体的な業務執行レベルの方針等を問うものであり、「具体的に回答すれば経営支配権を獲得する目的があり、具体的な回答をしなければ情報不足である」というジレンマを強いるものです。また、あたかも当社が貴社に対し具体的な施策を提案し、ひいてはかかる具体的な施策を実現するために、貴社の経営支配権を獲得する意図を有しているかのごとき印象を作出するものでもあり、極めて遺憾というほかありません。

なお、第1回答書2-5において「現預金の70%ほどが余剰資金であると想定しております」と回答していますが、こちらは、当社と貴社河村真様とのIR面談で伺った情報等に基づき当社において検討しました結果です。また、その他有価証券については、「ハードル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」と回答しているとおおり、あくまで当社の想定によるものです。

4. 2-5において、貴社の試算によれば、1247億円の非事業用資産の適正化及び591億円の事業用資産の適正化の余地があるとのことであるところ、単にこれらの資産を売却するのみでは投下資本ベースのROICは向上しないものと理解しておりますが、かかる適正化により生じるキャッシュの用途について、ご想定を具体的にご教示ください。

**【回答】**

当社が示すROICは、インベステッドキャピタル（投下資本）を資産サイドから評価して算出したものです。したがって、資産サイドにおいて事業資産を最適化した場合、ROICが向上します。貴社のご質問におけるROICは負債サイドから評価したROICを示しているものと推察しますが、当社は、通常、ROICをそのような方法で評価していません。また、当社は、資産の適正化により生じたキャッシュについては、資本コストに適切なマージンを加味するなど自社のハードルレートを設定したうえで、事業戦略と照らし合わせて、負債アプローチによる投下資本の最適化を図った用途に用いられることがあるべき姿であると考えています。

なお、本追加回答書2-3のとおり、約15%という水準のROICを指摘しましたのは、第1回答書2-5において記載しましたように、公開情報に基づく資産アプローチにより算出したものであり、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のものです。

第1回答書2-5に記載しました非事業用資産及び事業用資産の適正化の内容も、当該アプローチにおいて理論上考えられる事項を掲げたものであり、具体的な施策として提案しているものではありません。

第1回答書で繰り返し指摘しましたとおり、当社は、経営支配権の獲得を目的としない純投資を行っており、貴社における具体的な施策は、貴社の取締役会において決定すべきものです。そのため、資産を売却することで得られたキャッシュの使途も、ROICや資本コストの観点から貴社取締役会において自律的に検討・決定されるべきものと考えています。

5. 2-11において、「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」との記載がありますが、そのように考えられた背景についてご教示ください。

**【回答】**

第1回答書2-11に記載しましたとおり、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%ルールに改正されました。3分の1ルールは会社支配権に重大な影響を及ぼす証券取引について透明性・公正性を担保するためのものでした（野崎ほか「公開買付け制度に係る金融商品取引法等の改正」旬刊商事法務2363号12頁（2024））。

上記改正は、2023年12月25日付け金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」を踏まえたものです。そして、同報告では、「我が国上場会社における議決権行使割合を勘案すると、30%の議決権を有していれば、多くの上場会社において株主総会の特別決議を阻止することができ、株主総会の普通決議にも重大な影響を及ぼし得るものと推察される」と提言されています（同報告7頁）。

このような経緯に鑑みますと、改正後の金融商品取引法は、30%を超えない議決権の取得について、会社支配権に重大な影響を及ぼす取引として透明性・公正性を担保しなければならないというほどではなく、公開買付けを強制する必要はないと考えているものと解されます。

したがって、少なくとも、典型的には「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」との解釈も合理的であると考えられます。

なお、当社は、貴社が主張する実質的な拒否権の水準に配慮して本取得の上限を27%（既保有分を含む。）に設定しているものの、仮に株主総会特別決議における拒否権を単独で取得するに至った場合であっても、そのみをもって、取締役会の構成を含めた経営方針の具体的内容を単独で左右することはできないものと考えています。貴社は、株主総会特別決議における拒否権の取得が経営支配権の取得に直ちに該当するかのような表現をされていますが、当社としては、そのような考え方には同意いたしかねることを明確にします。

6. 2-11他複数の個所において、27%を上限とする取得は経営支配権に重大な影響を及ぼすものではないとしています。本大規模買付者は特別決議の拒否権水準を基準として主張をされていますが、本大規模買付行為等を実施した後においても、本大規模買付者は当社の役員人事や経営の意思決定等にも何らの影響を及ぼすことはないとお考えでしょうか。仮にそのようなご見解であれば、そのように考えられた理由についてご教示ください。

**【回答】**

繰り返し申し上げますとおり、当社が本取得の上限を27%（既保有分を含む。）に設定したのは、貴社が、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たことに配慮したことによるものです。

かかる貴社のご主張を前提とすれば、貴社は、27.17%を超えるような議決権を取得することとなる貴社株式の追加取得が、貴社の経営支配権に重大な影響を及ぼすものと考えていると解されますので、27%を上限とする本取得は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。

なお、本追加回答書1-8に記載しましたとおり、当社は、本日時点において、貴社の議決権の約24%を所有していますが、貴社は、JCHO事件に関する枝廣氏及び馬田氏の供述調書といった貴社経営陣による不祥事への関与及び類似事案の存在を疑わせる証拠を

認識しておきながら、当社が申し入れた第三者委員会の設置を頑なに拒絶し、上記供述調書の貴社に対する提示後、速やかに当社を対象とした買収防衛策を導入したうえで、当社に対して不適切というほかない質問を含む情報提供要請を行い、また、供述調書の存在を伏せて行われた2025年6月開催の定時株主総会における枝廣氏の再任をもって圧倒的多数の株主の支持を得たと不合理な主張をしています。これらの事情に照らしても、当社の現時点の保有持分が貴社の意思決定を左右し、これを誘導し得るものではないことは明らかです。

そして、本取得が約3%の取得にとどまることからすれば、本取得後においても、貴社の意思決定に影響を及ぼすことができないことは変わらないと考えています。そのため、約3%の追加取得にとどまる本取得により、当社の貴社の経営への影響が、貴社の意思決定に影響を及ぼすものへと変化するとのお考えであれば、その理由をご教示くださいますようお願いいたします。

7. 1-3等において、「ガバナンスの不備が解消されれば…本源的価値の顕在化及び企業価値向上が実現する」、「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、…株主権を適切に行使する」とありますが、本大規模買付者として、本大規模買付行為等の実施は当社のガバナンス不備の解消に資すると考えていらっしゃるのでしょうか。仮にガバナンス不備の解消に資するとお考えであれば、かかる株式の追加取得がどのようにガバナンスに影響を及ぼすとお考えかご教示いただき、逆に本大規模買付行為等がガバナンスの不備の解消や企業価値向上に貢献するものではないとお考えであれば、本大規模買付行為等を実施することの本大規模買付者としての経済合理性はどこにあるとお考えか、ご教示ください。

**【回答】**

本説明書11頁に記載しましたとおり、当社は、貴社株式の市場株価が貴社の本源的価値と乖離していることから、貴社株式が割安であると判断して本取得の実施を予定することを決定したものです。そのため、当社による本取得には経済的合理性があると考えています。

なお、当社は、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、貴社の中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の確保に向けた建設的な対話等を行います。また、貴社の株主総会において、貴社の中長期的な企業価値の向上、ひいては株主共同の利益の確保の観点から議決権等の株主に認められた権利を行使することを予定しています。

そのため、貴社のガバナンスの不備は、第一次的には当社と貴社との建設的な対話を通じて、貴社において適切なガバナンス改善策が実施されることで解消されるものと考えており、したがって、本取得により直ちに、又は直接的に貴社のガバナンスの不備が解消されることになるとは考えていません。

もっとも、当社は、当社がJCHO事件に関する枝廣氏及び馬田氏の供述調書を貴社に示して以降、貴社のガバナンス不全は著しく悪化していると考えています。すなわち、貴社は、当社が上記供述調書を貴社に提示するや否や架空の有事に基づいて本買収防衛策を導入し、当社との過去の建設的な対話の内容を曲解することによる不正確な情報を喧伝することで当社と貴社との対立構造を主張し、結果として、当社による貴社との建設的な対話を不可能なものとししました。そのため、このような状況が継続するのであれば、当社としては、貴社が、当社との建設的な対話を拒絶するための口実として本買収防衛策を活用し続け、貴社において本来必要とされる変革を拒否し続けようとしていると理解せざるを得ないものと考えています。

8. 2-12において、貴社は「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もありません。」としておりますが、かかる前提はいつまでを想定したものか、具体的な期限等があればご教示ください。仮に期限等がない場合、追加取得のご意向をご連絡いただいた2025年7月11日付当社宛書簡においては、「本書到達後1年が経過するまでは」と期限が付されており、同様に別途ご提示いただいた誓約書案においても、有効期間が2026年7月11日とされておりましたので、期限等がない理由をご教示ください。

**【回答】**

第1回答書において申し上げたとおり、現時点において、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。なお、2025年8月8日に貴社に送付した誓約書案については、貴社から何ら返答を受領しておらず法的には誓約の効力は生じていないものと考えられますが、当社としては、当時、貴社に対して建設的な対話を行いたいとの意向を有していたことを重視し、誓約書案に記載の内容については、第1回答書2-12に記載のとおり上限を30%から27%（いずれも既保有分を含む。）に変更したうえで、現時点においても、あくまで遵守するつもりです。

9. 2-16において、関与率25%での処分であれば1年10ヵ月程度で市場内売却を完了できるとの試算が示されています。一般的に関与率25%は非常に高い水準であり、約2年にわたって高い関与率での売却が継続する場合、需給バランスに大きな影響が生じ、その間の株価下落は容易に想定されることから、一般株主と本特定株主グループとの間で利益相反が生じる可能性があると考えられますが、この点に関する本大規模買付者のお考えについてご教示ください。また、約2年にわたる売却は、本特定株主グループとして期間中の株価変動リスクを抱えることとなりますが、このようなリスクを回避する手段についてご検討されているものがあればご教示ください。

**【回答】**

第1回答書2-16で「1日の平均出来高を16万株、関与率25%」としたのは単なる例示であり、具体的にこのような態様での貴社株式の処分を想定しているわけではありません。関与率を15%程度と仮定すれば、本取得後の貴社株式17,560,734株を市場内で処分するのに要する期間は3年程度になりますが、特段当社としてこれを忌避するものではありません。

なお、当社は、株価変動リスクは投資家として許容すべきリスクであると考えています。もっとも、当社は、当社が市場内で貴社株式を大量に売却すること等によって、他の株主が市場株価の下落（投資リターンの悪化）による不利益を被ることがないように配慮しています。そのような事情からも、当社は、第一の目的として、対象企業の中長期的な企業価値の向上を掲げています。対象企業の企業価値の向上によって、対象会社の

株主共同の利益も向上し、市場株価も最大化されることから、当社が行うべきことは、投資先企業の企業価値向上をサポートすることにつきと考えています。

10. 2-17において、追加取得分のみが純投資であるとの説明がなされていますが、既存投資分との区別・管理は理論的・現実的に可能であるのか、また可能な場合はどのように区別・管理する想定であるのか、議決権行使・エンゲージメント方針に何か具体的に差が生じ得るのか等をご教示ください。また、今回の本大規模買付行為等にあたって、どのような背景から、これまでの取得方針を変更されて純投資目的とされたのかご教示ください。

**【回答】**

第1回答書2-17のとおり、本取得の目的を「純投資」と説明しましたのは、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」）の範囲内で本取得を行うものであること、すなわち、本取得が貴社の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示すためです。そのため、本取得は、当社が提出している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、また、それにより取得される貴社株式は、当社が既に保有している貴社株式と異質なものでもありません。

したがって、既保有分と本取得にかかる貴社株式について、区別・管理する予定はなく、議決権行使及びエンゲージメントの方針が変わることもありません。

11. 本説明書及び本回答書において、追加取得は「純投資」であることを繰り返しご記載いただいておりますが、2025年7月に意向を示され、その後複数回の質問をさせていただいた最大30%までとする追加取得については、「企業価値向上のための基盤の構築および中長期的な株主利益の保護を目的」、「貴社におけるガバナンス体制の改善を目的」とすることとされております。かかる記載からすれば、後者については、専ら株式価値の変動又は株式に係る配当により利益を受けることを目的としているのではなく、議決権保有比率を引き上げることにより、貴社の考えるガバナンス体制の改善（この時点で提示されていた第三者委員会の設置等）を当社に行わせるために影響力を高めることが目的であると解されますが、両者の整合性についてご説明ください。また、最大30%までの追加取得の

目的については、「あえて申し上げるのであれば、本件追加取得は、当社が中長期的に追加的なリスクをとることにより、貴社取締役会及び他の株主様に対し、企業価値最大化を実現するためのガバナンス体制の構築を引き続き促していくことへの、当社のより強いコミットメントを示すもの」ともされておりますが、これも専ら株式価値の変動又は株式に係る配当により利益を受けることを目的とするものと異なるものと思われま。併せて整合性をご説明ください。

#### 【回答】

ご質問は、「純投資」に関する当社の説明・回答を一切踏まえず、議決権比率の引上げと経営支配権の獲得目的とが直接結び付くという前提を置いたものであり、その意味で当社の一貫した説明を踏まえない、結論ありきの誤導的な質問と考えております。

第1回答書2-17及び本追加回答書2-11のとおり、本取得の目的を「純投資」と説明しましたのは、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」）の範囲内で本取得を行うものであること、すなわち、本取得が貴社の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示すためです。

また、本説明書11頁及び第1回答書1-3等で繰り返し申し上げているとおり、当社は、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から、貴社株式の市場株価と貴社の本源的価値とは乖離しており、潜在的な成長可能性が実現されていないと考えています。そして、本追加回答書2-1に記載のとおり、貴社のガバナンス体制が改善され、適切な経営を行う基盤を整えることができれば、貴社の低い収益性と資本効率を改善することができ、貴社の中長期的な企業価値の向上が実現されます。その結果、貴社株式の市場株価は、貴社の企業価値の向上に伴って上昇し、貴社の本源的価値を表すものとなりますので、当社を含むすべての株主が投資リターンを享受することができます。

なお、2025年7月に貴社に対して貴社株式の追加取得を申し入れた際にもお伝えしましたとおり、当社は、貴社の経営支配権の取得を目的としていません。そのため、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ものではなく、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、貴社の中長期的な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、貴社の株主総会において、貴社の中長期的な企業価値の向上、ひいては株主共同の利益の確保の観点から議決権等の株主に認められた権利を行使することを予定しています。そのため、貴社のガバナンスの不備は、当社と貴社との建設的な対話を通じて、貴社においてガバナンス改善策が実施されることで解消されるものと考えています。

2025年7月に貴社に対して申し入れた貴社株式の追加取得に際して当社が述べた目的も、上記の趣旨を説明したものですので、かかる目的と、本説明書における「純投資」という目的は整合していると考えます。

12. 貴社はこれまで一貫して、当社株式の保有目的は純投資であり、経営支配の意図はない旨を説明しています。他方で、過去において、当社の経営戦略、事業再編、資本政策等を検討することを目的として、委員会の設置、その構成、検討アジェンダ、アドバイザーの選定方法、検討結果の報告先等について、貴社が主導的に関与するための具体的条件を提示しましたが、当該協議において、貴社は、当社の経営判断や戦略検討プロセスに実質的に関与することを想定されていたかご教示ください。また、仮に想定されていた場合には、その想定が「純投資であり経営支配の意図はない」とのこれまでの貴社説明と、どのように整合するとお考えなのかご教示ください。仮に想定されていなかった場合には、委員会の構成、検討事項、運営方法等について詳細な条件提示を行った理由が、経営判断や戦略検討への関与を意図したものではなかったとする合理的な理由をご説明ください。

**【回答】**

ご質問は、戦略検討委員会に関する当社の説明・回答を一切踏まえず、「架空の有事」を作り出すための結論ありきの誤導的な質問と考えています。

当社は、貴社に対して第三者委員会又は戦略検討委員会の設置やその構成、各企業価値向上策の提案を行ってきましたが、これらは、貴社が指摘するような、当社が主導的に関与するための具体的条件を提示したものではありません。

戦略検討委員会についても、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」30頁から31頁に記載のとおり、貴社が2024年に設置した経営戦略

委員会の検討結果が、既存の中期経営計画を追認する内容にとどまるもので、具体性も欠くものであったことから、当社は、貴社の中長期的な企業価値の向上を図るために、貴社の中期経営計画検討の際の独立性及び専門性を確保する観点から、戦略検討委員会に関する提案を行ったものです。当社が提案した戦略検討委員会は、あくまで貴社取締役会の意思決定を補助する諮問機関にすぎず、経営方針その他の最終的な決定権限は取締役会に留保されることを前提としていました。また、同委員会を構成する委員についても、貴社との合意のもと、当社及び貴社の双方から独立する人物とすることを想定しており、アドバイザーについても、当社がアドバイザーの選定に関与しないことを明確にしていました。したがって、制度設計上、当社が貴社の経営判断や戦略検討プロセスに実質的に関与する構造にはなり得ないものとなっていました。

加えて、繰り返し申し上げているとおり、当社は、「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保有するものであり、貴社の中長期的な企業価値向上を目指して、貴社との建設的な対話の過程において提案を行っています。そして、かかる当社の提案を採用するかどうか、その内容をどうするかは、貴社の自律的な検討と判断に委ねられるべきものです。そのため、上記戦略検討委員会等に関する提案は、当社による貴社株式の取得が純投資目的であり貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではない旨の当社の説明と整合します。

貴社は、かかる当社の提案を、あたかも当社側の人材を戦略検討委員会の委員として派遣することで、貴社の意思決定プロセスに介入させ、また、他の株主に優先して情報を受領することで、戦略検討委員会の委員の意向を左右するなどして、貴社取締役会における意思決定を当社に有利なものとするような内容のものであったと説明していますが、かかる説明は事実と反しており、論理的にも整合していません。当社が提案しました戦略検討委員会は、貴社取締役会の意思決定に影響を及ぼさないよう制度設計されていることは、当社が繰り返し説明しているとおりであり、当社が貴社の経営をコントロールしようとしているように捉えられることは極めて遺憾です。

### 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. 3-2において、貴社は当社の「本源的価値」について具体的な数値として回答を拒否され

ています。しかし、本源的価値を具体的な数値で示せないのであれば、市場株価が本源的価値を大きく下回っているという貴社の指摘自体、恣意的で検証不可能なものとも考えられるところです。もし本当に当社株式が著しく割安であるとお考えなのであれば、貴社として算出した本源的価値のレンジや算定根拠等が存在すると存じますが、当該レンジや算定根拠等をご教示ください。

#### 【回答】

本追加回答書1-3に記載しましたとおり、当社は、企業における本源的価値とは、企業が本質的に有する経営資源が、企業価値及び株主共同の利益の最大化のために最大限に有効活用された場合に実現可能なものと考えています。もっとも、再三申し上げているとおり、貴社においては深刻なガバナンスの不備が存在していることから、貴社が本質的に有する経営資源が、企業価値及び株主共同の利益の最大化のために最大限に有効活用される状態には至っていません。

もっとも、第1回答書3-2に記載のとおり、企業の株式の本源的価値は、その時々の方勢による事業の付加価値の変動や、景気変動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であるうえ、本追加回答書において貴社株式の本源的価値やそのレンジに言及することは当該価格・レンジで当社がエグジットするとの誤解を生じさせるおそれがあることから、貴社株式の本源的価値やそのレンジを回答することはできず、また回答すべきではないと考えています。

なお、当社は、貴社において、ガバナンス体制が適切に整備されたうえで、貴社経営陣による決定がなされた場合、業界環境及びマクロ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おり、また、それによって貴社の企業価値が現在よりも向上するものと考えております。そのため、かかるガバナンス体制が整備されていない現状において、貴社株式はその本源的価値に比較して市場株価が割安な水準にあることは明確であると判断しています。仮に、貴社が、本源的価値に比べて割安で評価されていると判断されていないのであれば、それは、貴社経営陣の皆様が貴社自身の企業価値向上に対して期待されていないことを示すものにほかならず、誠に残念と言うほかありません。

## 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. 5-2において、「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」と記載いただいておりますが、敷衍してご説明ください。具体的には、貴社がいうところの「経営支配権」を取得することによって経営方針に影響を及ぼす予定がないのであって、その他の方法により経営方針に影響を及ぼすことは想定されているという趣旨になりますでしょうか。その場合は、その具体的な方法をご教示ください。

### 【回答】

そのような趣旨ではありません。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純投資です。そのため、貴社の経営方針は貴社経営陣が決定すべきものであり、当社は貴社株主として貴社の中長期的な企業価値の向上を目的とした対話を行い、状況に応じて貴社経営陣への助言や重要提案行為を行うことを想定しています。また、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等の株主に認められた権利を行使することを予定しています。

当社は、本取得後も、上記と同様に、貴社株主として、貴社の経営陣に対し、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助言等を行うことを予定しており、かかる助言等を貴社の経営陣が採用することは当然あり得るものと存じます。しかしながら、第1回答書1-3などでも回答したとおり、当社が助言等する施策を採用するかどうか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あり、当社が貴社に対して重要提案行為に当たる事項についての助言等を行った場合であっても、それを採用するかどうか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あると考えております。そのため、貴社の経営支配権に重要な影響力を及ぼすものとはなりません。

2. 5-2において、現時点においては、3Dらが、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予定はないものの、必要と判断した場合には、社外取締

役の推薦・派遣を提案することも考えられる旨ご回答いただいておりますが、具体的にどのような場合に「ガバナンスの改善を求めるために必要である」とご判断され、当該提案を行う可能性があるかご教示ください。また、あえて推薦する取締役を社外取締役に限定される理由をご教示ください。

**【回答】**

第1回答書の5-2のとおり、当社は、現時点において、貴社に対して取締役その他の役員を推薦又は派遣する予定はありません。

もっとも、当社は、貴社のガバナンスの不備が解消されれば、本源的価値の顕在化及び中長期的な企業価値の向上が実現すると考えて、純投資として貴社株式を保有しています。そのため、当社は、貴社のガバナンスの改善を求めるために必要と合理的に判断した場合、又は企業価値を向上させるための検討にあたり専門性を有する人材が必要と合理的に判断した場合には、貴社に対して、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。

すなわち、社外取締役には、経営陣から独立した立場から、経営陣の業務執行を監督し、必要に応じて経営判断の是非を問い、是正を促すという役割が期待されています<sup>4</sup>。とりわけ、不祥事の客観的分析や原因究明、責任の所在に関する公平かつ中立的な検討を行う点において重要な機能を果たします<sup>5</sup>。このような役割・機能を踏まえて、当社は、監督機能の実効性を確保するために社外取締役が必要であると合理的に判断した場合には、社外取締役の推薦・派遣を検討することになります。また、取締役会における企業価値向上に向けた方針の策定についての監督に際しては、その策定過程及び内容を充実させるために、必要な専門性が確保されていることが重要です。当社は、貴社においてその専門性が十分でないと合理的に判断した場合には、当該専門性を備えた社外取締役の推薦・派遣を検討する可能性があります。

以上のとおり、当社は、現時点において、貴社に対して取締役その他の役員を推薦又は派遣する予定はありませんが、仮に貴社に対し取締役の推薦・派遣を行うとしても、社外取締役の推薦・派遣を行うことにより、その監督を通じた貴社のガバナンスの改善や企業

---

<sup>4</sup> 金融庁、経済産業省、株式会社東京証券取引所「社外取締役のことはじめ」

<sup>5</sup> 日本弁護士連合会「社外取締役ガイドライン」45頁

価値の向上等を促すことを想定しているため、その意味で、「社外取締役の推薦又は派遣することを提案することも考えられます」と回答しました。

3. 5-3において、貴社関係者である長谷川氏の経営統合に関する提案は「ブレインストーミングの一環として発言したもの」と位置付けておられます。しかしながら、貴社は面談以前に、詳細かつ具体的な内容を示して度々同業他社との経営統合を検討するよう要望されてきた経緯を踏まえ、経営統合に関する提案が単にブレインストーミングであったとの主張は不合理であるように思われますが、かかる提案を行った背景や提案に至った経緯、提案後の検討状況等について、具体的にご説明ください。また、当社においては、これまで投資家からのご提案、ご要望や対話の内容は真摯に受け止めて検討するべきものと考えて対応してまいりましたが、仮にかかる提案がブレインストーミングの一環に過ぎなかったとすれば、貴社との対話における信頼関係の構築に影響を与えるものと考えます。貴社における当社との面談時の発言内容の軽重に関するご方針等があればご教示ください。

**【回答】**

そもそも、2025年3月14日に行われた当該面談は、2025年3月12日付けの貴社IR担当者から「今週金曜の長谷川様と枝廣との面談はオフレコでの開催とすることについても承知いたしました。」とご返信いただきましたとおり、当社長谷川と枝廣氏との1対1、かつ、オフレコでの面談でした。そのため、当該面談においては、これまでに当社と貴社が行ってきた他の面談とは明確に異なり、互いに率直な意見交換を行うこと、及び当該面談において言及する施策等は正式な提案ではないことを事前に相互に確認したうえで面談を実施しました。また、ブレインストーミングの一環として貴社の経営統合について発言することは、何ら不適切なものではなく、むしろ、幅広く実施可能な施策を模索するという観点からは貴社の企業価値の向上に資するものと考えられます。それにもかかわらず、貴社は、かかる事前の確認を相互に行ったことなどに言及せずに、当該面談における当社長谷川の発言を買収防衛策導入の根拠として用いています。かかる貴社の対応は、株主との建設的な対話の趣旨を著しく歪めるものと評価せざるを得ません。

4. 5-4において、貴社が当社に対して示した「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」は、当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ものとありますが、貴社が指摘するガバナンス上の問題点の改善を実現するために必要な期間の見通し、ガバナンス改善が完了したと評価するための具体的な指標・基準、貴社が指摘する問題点や提言について当社が既に改善に着手している事項があるとすればその評価等、並びに特に優先的に取り組むべきとお考えになる項目があれば当該項目及びその理由をご教示ください。

**【回答】**

本提言書は、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水準として当社が考える施策を取りまとめたものです。したがって、貴社におけるガバナンス改善が完了したかどうかの評価は、透明性を持った情報開示が確保されることを前提に、市場がこれを行うべきものであると考えられますので、当社が具体的な指標や基準を定めるものではありません。

また、繰り返し申し上げているとおり、当社は、貴社による「情報不足」とのご懸念に最大限寄り添うべく本提言書を提出したものであって、かかる提言についても、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す。そのため、当社は、貴社におけるガバナンス上の問題点の改善を実現するために必要な期間について見通しを有するものではありません。いずれの施策から優先的に取り組むべきかについても、貴社取締役会において自律的にご検討いただく必要があるものと存じます。

もっとも、貴社においては、組織的に不正が行われていた疑いがあることが、JCHO事件に関する枝廣氏と馬田氏の供述調書の記載により判明しています。このような状況においては、過去の不祥事の実事確認・原因究明を行うことが重要であると考えられます。

この点、貴社は、貴社グループのコンプライアンス、リスクマネジメントを含めたガバナンス体制の強化を図ることを目的として2024年8月6日に「ガバナンス強化特別委員会」を設置し、2025年10月31日に同委員会の最終答申を受け、ガバナンス体制を実効性あるものとするための対応方針を策定されました。しかし、当社が2025年12月2日に公表したプレゼンテーション資料29頁以下等に記載のとおり、ガバナンス強化特別委員会

は過去の不祥事を調査して事実認定や原因究明をするものではなく、その結果、その最終答申や当該答申を受けた貴社の対応方針も総花的かつ抽象的な内容にとどまりますので、貴社のガバナンス体制の不備を解消するために十分なものではないと考えています。

5. 5-4について、貴社として現時点において当社に対するご提案は、「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」のみという理解でよろしいでしょうか。その場合、ご提案いただいた「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を実行することで当社の企業価値がどのようにしてどの程度向上すると想定しているか、及びその算定根拠をご教示ください。

**【回答】**

第1回答書6-2において記載したとおり、貴社におけるガバナンス不全の内容及びこれに対する当社の提言については、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いますので、こちらをご参照ください。

- 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>

また、上記の各資料に記載される内容以外にも、当社は、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があります。

貴社においては、ガバナンスが適切に整備されたうえで、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が、経営方針の具体的な内容は、適切なガバナンス体制の整備を前提として、貴社経営陣が決定するものですので、これによりどの程度貴社の企業価値が向上するか等について当社が具体的な想定を有するものではありません。

6. 5-5において、貴社が示した「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」は、当社に対して提言の実行を求める趣旨ではなく、あくまでも当社及び当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ないとしています。そして、貴社が主導して当社における個別具体的な施策を実施すること等は想定していないと明言しています。そのことを前提として、貴社は当該「情報提供」を通じて、具体的にどのような段階を踏んで、当社の企業価値向上を図ろうとしているかご教示ください。また、仮に当社が「具体的提言」を実施しない場合、貴社として、どのような対応をとることを想定しているか、具体的にご教示ください。

**【回答】**

第1回答書5-5において記載しましたとおり、当社は、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（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」4頁）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本提言書を提出・公表したものです。そのため、本提言書は、当社が、貴社に対してその実行を要請する趣旨で提出・公表したのではなく、貴社取締役会が、これを実施するかどうか、実施するとした場合に具体的にどのような段階・方法・内容でこれを実施するかを、その自主的なご判断により決定すべきものです。

当社は、貴社経営陣が本提言書に記載の各施策を実施することにより貴社のガバナンス体制の不備が解消され、攻めの経営の実施・実現により貴社の本源的価値が顕在化することを期待しておりますが、貴社が本提言書を実施しないものと判断した場合には、引き続き、貴社との建設的な対話を通じて中長期的な企業価値向上のための助言・提案等を行うことになると考えています（もっとも、本追加回答書5-1のとおり、貴社の経営支配権に重要な影響力を及ぼすことはありません。）。なお、現段階においてこれらについて具体的な想定を有するものではありません。

7. 5-10において、上場の意義についてご教示いただいておりますが、当社としては「株主の分散による多様な意見の獲得」も上場意義の一つと考えております。左記意見に関する

お考えがあればご教示ください。

**【回答】**

「株主の分散による多様な意見の獲得」が上場の意義の一つとのお考えにつきましては、当社が、第1回答書5-10において回答しました上場の意義のうち「資本市場との対話」と重なり合うところがあるものと存じますので、かかるお考えについては理解いたします。

しかしながら、ご指摘のお考えを踏まえても、当社としては、第1回答書5-10において回答しましたとおり、上場の効果を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るものと考えています。かかる対応がなされていない場合には、上場の効果・便益が減殺されますので、当社としては、貴社において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まいります。

8. 当社が営む「安心・安全な医薬品流通」という使命は、極めて高い公共性を有していますが、当社の社会インフラとしての公共性についてお考えがあればお聞かせください。

**【回答】**

第1回答書5-6に記載しましたとおり、貴社が営む医薬品卸売事業は、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・経済活動を下支えする不可欠な役割を果たしています。

また、貴社をはじめとする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。

当社は、上記のとおり、貴社の医薬品卸売事業が社会インフラとして重要な役割を果たしており、また、社会インフラとしての公共性を有する側面があることを理解してい

ます。当社は、貴社におけるガバナンス体制の改善等を通じた中長期的な企業価値の向上は、社会インフラとしての公共性を有する貴社の医薬品卸売事業がその公益的に重要な役割を、より一層適切に果たしていくことにつながるものと考えています。

## 第7 一般株主との利益相反の可能性への対処方針

1. 7-1-①において、オープンエンド・ファンドであって特定の期限までの換金売りを行う構造ではないとご説明いただいておりますが、一般論としては、アセットオーナーからの短期的な償還要請がなされる可能性も十分にあると考えられます。オープンエンド・ファンドであることが短期売却を行わないこととされる背景について詳しくご解説ください。また、過去において、本特定株主グループが運用するファンドにおいて、短期間にアセットオーナーからの償還要請がなされた事例の有無、当該事例がある場合、その際の対応（保有株式の売却の有無、売却規模等）、償還要請に起因する売却を行わないことを保証できるか否か、及びその根拠をご教示ください。

### 【回答】

第1回答書7-1-①に記載したとおり、当社のファンドは、償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドであり、償還期限のあるクローズドエンド・ファンドのようにファンドの存続期間について特定の期限を設定するものではありません。そのため、特定の期限までに換金売りを行うような構造ではなく、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もありません。

アセットオーナーに対しても、短期的な償還要請がなされることのないよう、投資先企業に対する建設的な対話を通じて中長期的な企業価値向上を実現することで投資リターンを得るという当社の投資方針を十分に説明し、理解を得ています。なお、詳細について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、回答いたしかねます。

2. 7-1-③において、本説明書受領公表の翌日に株価が上昇している背景は、市場が「企業価値向上に資するもの」と評価している証左であるとの記載がありますが、株式市場が

本特定株主グループを短期的な利益を追求するものとして捉え、短期的な株価上昇に期待した一時的な買いが集まった可能性もある（現に2026年1月19日終値は1月16日株価を上回っていますが、過去1か月における平均株価と同水準です）と考えられますが、本特定株主グループとして、「説明書受領公表の翌日に株価が上昇している背景は、市場が『企業価値向上に資するもの』と評価している証左である」と判断した背景についてより詳細にご教示ください。

**【回答】**

繰り返し申し上げますとおり、当社の貴社株式への投資の目的は純投資、すなわち、貴社の中長期的な企業価値向上に伴う投資リターンの追求にあります。貴社株式の市場株価の上昇は、当社の投資活動の結果に過ぎず、当社は貴社株式の市場株価の上昇それ自体を目的とはしていません。そのため、当社は、短期的な市場株価上昇による利益の獲得を目的としていません。また、当社はこれまで短期的な利益の追求を目的として投資を行ったことはなく、そのような投資行動により対象会社の企業価値を毀損した事実もありません。この点は本説明書11頁及び第1回答書15頁等においても繰り返し説明しているとおりです。したがって、本質問にみられるような、当社が短期的な利益を獲得しようとしているという貴社のご認識は明確に誤ったものですので、改めていただきますようお願いいたします。

このように、当社はこれまで短期的な利益の追求を目的として投資を行ったことはなく、そのような投資行動により対象会社の企業価値を毀損した事実もありません。そのため、当社は、本説明書の提出後、貴社株式の市場価格が上昇した理由が、短期的な市場株価の上昇への期待によるものとは考えていません。株式市場のコンセンサスとして、当社を「短期的な利益を追求する投資主体」として捉え、短期的な貴社の市場株価の上昇のみを期待して一時的な買いを入れたと考えることは合理的ではありません。

なお、貴社が本買収防衛策を導入してから貴社株式の市場価格は下落していますが、これは、株式市場が、貴社が本買収防衛策を導入することによって当社との建設的な対話を拒絶したと評価し、貴社による企業価値向上が困難になったと評価した結果と考えています。

これに対して、当社は、2026年1月19日午前1時30分に本説明書をインターネット上に

公開しました。本説明書受領公表の翌営業日である1月19日の取引が開始された時点で、本説明書は、投資家の皆様に閲覧可能な状態になっていましたので、貴社の一般株主の皆様は、貴社が1月16日に公表されていた当社による本説明書の提出とその概要だけでなく、本説明書の具体的内容を認識可能でした。そして、当社は、本説明書11頁等において、本取得が短期的利益を目的とするものではなく、貴社のガバナンスの不備が解消されることにより貴社の多大な本源的価値が顕在化するものと考えたことから、純投資としてのリターンを追求する観点で行うものであることを明確に説明しています。

かかる経緯等を踏まえれば、本説明書の受領公表の翌営業日に株価が上昇したことは、企業価値向上に資するものと市場が好意的に評価したものと解するのが合理的であるものと考えます。

以上