

2026年4月17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（2）」に対する回答書<sup>1</sup>

当社は、貴社による2026年4月2日付け「追加情報の提供の要請（2）」（以下「本第3回情報提供要請」といいます。）に対し、別紙のとおり回答いたします。

既に繰り返し述べておりますとおり、当社は、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います。

加えて、当社が、第2回答書で指摘したにもかかわらず、本第3回情報提供要請におきましても、2026年2月25日付け第2回情報提供要請と同様に、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ず、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依然として多く含まれており、極めて遺憾というほかありません。

このような貴社の対応の結果として、当社は、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、また、本買収防衛策に基づく情報提供要請は、対抗措置の発動という結論を導

---

<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」、2026年3月18日付け「『追加情報の提供の要請』に対する回答書」を「第2回答書」といい、本書を「本第3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」、第1回答書、2026年2月25日付け「追加情報の提供の要請」（以下「第2回情報提供要請」といいます。）及び第2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。

くための材料収集を目的とするものではないかとの疑念をさらに強く抱くに至っています。

当社は、貴社の本源的価値を実現するには、攻めのガバナンスに先立ち、構造的な利益相反の排除とリスク管理の正常化、すなわち「守りのガバナンス」の整備が不可欠と考えております。貴社においては度重なる談合事件等の不祥事が生じており、特にJCHO事件については、枝廣氏及び馬田氏の供述調書に経営陣の関与や類似事案の存在を疑わせる内容が含まれております。そのような中で、「お役所向け」と自認する再発防止策等の形骸化した対応を繰り返し、不正への関与の事実を株主に隠してきたことは、「隠蔽体質」と「形骸化した対応への逃避」という病理を象徴するものです。当社は、かかる対応もまた本買収防衛策と同様、経営陣の保身の象徴であり、今後も、現取締役会が過去の問題を隠蔽し続け、企業価値の向上どころかその毀損を継続する可能性を深く懸念しております。当社は、取締役会の皆様が「守りのガバナンス」の整備を起点として三層構造のガバナンスを確立し、貴社の本源的価値の実現に誠実に取り組まれることが必要と考えております。

なお、貴社は、2026年4月10日付け「当社株券等の大規模買付行為等に係る取締役会評価期間の延長に関するお知らせ」により、以下の理由から、同月14日までと定めていた本取得に係る取締役会評価期間を同月28日まで延長することを決定した旨を公表されました。

- ① 本取得の是非を判断するにあたり、本第3回情報提供要請に対する当社の回答を含め、当社から提供された情報を慎重に検討する必要があること
- ② 貴社株主の皆様が本取得の是非を判断するにあたり、貴社経営陣から貴社の経営方針を提示することが必須であると考えていること

しかしながら、①当社は、本取得の目的等について本説明書により具体的に説明したほか、貴社による二度にわたる情報提供要請に対しても真摯に回答していることから、本取得の是非を判断するには十分な情報を提供していますので、本第3回情報提供要請に対する当社の回答を含めた検討が必要であるとする貴社の上記説明には理由がありません。

また、②繰り返し申し上げますとおり、当社は、本取得において、貴社の経営支配権の獲得を目的とせず、本件においては経営支配権をめぐる争い自体が存在しません。したがって、本件は、経営支配権の獲得を目的とする買収者の企業価値向上策と現経営陣の企業価値向上策を比較検討することが求められる場面（経済産業省「企業買収における行動指針」3.1.2）とは異なりますので、貴社の新中期経営計画の内容は、取締役会評価期間における評

価・検討の対象である本取得（大規模買付行為等）の是非とは無関係であり、取締役会評価期間の延長を正当化する理由となり得ません。

加えて、仮に新中期経営計画の内容を踏まえた検討を行うとしても、貴社は、もともと経営戦略委員会の検証結果（すなわち新中期経営計画）を2026年4月に公表予定とされていたことから（2026年2月12日付け「株主からの提訴請求への対応（不提訴）について」21頁）、貴社が本取得に係る取締役会評価期間の延長を公表された2026年4月10日時点において既に、新中期経営計画の内容は相当程度具体化されていたはずであり、取締役会評価期間を延長することなくかかる検討をすることは十分に可能であったはずです。

そのため、貴社による取締役会評価期間の延長は、合理的理由を欠くものであり、恣意的に手続を引き延ばすための不当な措置と疑わざるを得ないものです。

このように、当社は、貴社による本買収防衛策の導入及びその運用が、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いますが、当社は、第2回答書2頁にも記載しましたとおり、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いますので、本第3回情報提供要請に対する回答として本書を提出します。

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

## 第1 本大規模買付者及びそのグループの詳細

1. 3月18日付回答書1-3において、「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」とされておりますが、「構造的な利益相反」とは具体的にどういった点を指しているのかご説明ください。

### 【回答】

第2回答書1-3において回答しましたとおり、当社は、貴社の本源的価値が実現されるためには、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であり、そのためには、本提言書にてお伝えしました三層構造のガバナンスの整備が重要と考えています。

当社が指摘する「構造的な利益相反」とは、不祥事に関する調査や責任の検証の対象となり得る経営陣が、自ら当該調査の実施の可否や範囲などを実質的に決定し得る立場にあるという関係を指すものです。

すなわち、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ており、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ることからすれば、類似事案の有無等に関して、独立した第三者による客観的な事実関係の調査が必要です。

しかしながら、貴社においては、枝廣氏及び馬田氏がそれぞれ貴社のCEO及びCOOを務めており、調査の対象となり得る者が、当該調査の実施の可否や範囲などを判断する立場にあるという構造が存在しています。当社は、このような構造をもって「構造的な利益相反」と指摘しているものであり、かかる利益相反を解消するためには、独立した第三者による事実調査及びその結果を踏まえた適格性の検証等を通じて、実効的なガバナンス体制を整備することが重要であると考えています。

2. 3月18日付回答書1-8において、当社が第三者委員会の設置を拒絶していること、当社が買収防衛策を導入し情報提供要請を行っていること、供述調書の存在が明らかにされないまま枝廣が再任されたことをもって圧倒的多数の株主の支持を得たと主張していることから、貴社が当社の意思決定に影響を及ぼしていないことが明らかであると説明しておりますが、列挙された理由と意思決定に影響を及ぼしていないという主張の間で論理の飛躍があるように存じますので、具体的にご説明ください（当社がこれらの点について貴社の意向に反する判断をすることができているからという趣旨でしょうか。）。

**【回答】**

第2回情報提供要請1-8において、貴社は、当社が貴社の経営や事業に対する知識がない中で貴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、誤った判断により貴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るという趣旨の記載をされました。

当社の第2回答書1-8における指摘は、本来必要と考えられる第三者委員会の設置を拒み、架空の有事を作成した上での本買収防衛策の導入や、当社との対話の恣意的な切り取りに基づく情報提供要請、さらには供述調書の存在を明らかにしないまま枝廣氏の再任を行うなどの貴社の一連の対応が、客観的にみて合理性を欠く、独自の判断であるといわざるを得ず、当社の意向とは無関係に貴社取締役会が意思決定を行っていることを示すものである、という点にあります。

したがって、第2回答書1-8において指摘した各事由は、当社が貴社の意思決定に影響を及ぼしていないことを裏付ける具体的事実であり、当該各事由と当社の結論との間に論理の飛躍はないものと考えています。

3. 3月18日付回答書1-9において、富士ソフトの非公開化について、貴社は「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」と説明されています。しかし、KKRファンドが間接的にその全ての株式を保有するFK株式会社が2024年9月5日付で提出した公開買付届出書においては、富士ソフトは

「3DIPから、3DIP主導のもと、対象者株式の非公開化を通じた企業価値向上策を潜在的な投資家から募集するプロセス（以下「3DIPプロセス」といいます。）を実施し、3DIPプロセスを通過した候補者に対して3DIPが所有する対象者株式に係る資本政策に関する3DIPとの優先交渉権を付与する旨が記載された書簡を受領した」（傍点作成者）と記載されております。公開買付届出書の記載が正しければ、貴社は非公開化を通じた企業価値向上策、すなわち非公開化提案を募ったものと言わざるを得ないと思われませんが、この点の事実関係について具体的にご説明ください。

**【回答】**

当社は、富士ソフトについて、非公開化を前提とした企業価値向上策を募ったものではなく、富士ソフトの非公開化を手段として含むか否かにかかわらず、富士ソフトの企業価値向上のための戦略的選択肢を網羅的かつ定量的に比較するための提案を募集したものです。また、当社が、第2回答書1-9において、「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」と回答したのは、貴社が、第2回情報提供要請の質問1-9において、「3Dが富士ソフトの非公開化提案を募っていた」などと、当社が富士ソフトの非公開化提案のみを募ったとの前提にたった質問を行ったことによるものです。

すなわち、第2回答書1-9における当社の回答は、貴社が上記の前提にたった質問を行ったことから、非公開化を通じた手法に限定した企業価値向上策を募集したものではないことを明らかにしたものです。そのため、当社は、富士ソフトに関して、非公開化を通じた企業価値向上策、すなわち非公開化提案を募ったものではありません。

4. 3月18日付回答書1-9において、富士ソフトの非公開化について、貴社は、富士ソフトの経営陣が「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」、貴社が「代替的に」提案を募集し、「『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」と説明しております。かかる記載を前提とすれば、むしろ、富士ソフトの経営陣は貴社がプロセスを行うことに同意はしておらず、貴社は経営陣の意向に反してプロセスを実施したと評価することが自然かつ合理的

で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】**

貴社は、当社による第2回答書1-9における「難色を示した」「代替的に」「止めるものではない」などといった記載を切り取ることで、当社が富士ソフトの「経営陣の意向に反してプロセスを実施した」などという結論を導こうとしていますが、かかる貴社の主張は恣意的な解釈に基づくものというほかなく、明らかに誤っています。第2回答書1-9の回答から明らかであるとおり、富士ソフト経営陣が難色を示したのは、同社経営陣自らが主導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であり、かかるプロセスを当社が実施することに対してではありません。また、富士ソフト経営陣は、当社が「提案を募集し、その結果を提出すること」を「止めるものではない」との意思を有していたのであって、当社は、かかる意思を確認したうえで上記プロセスを実施しております。このように、富士ソフト経営陣は、自らが主導して同社の企業価値向上策を募集するプロセスを実行することに難色を示しましたが、当社が富士ソフトの企業価値向上策を募集するプロセスを実行することに対しては難色を示しておらず、止めるものではないとの意向を有していました。そのため、当社による上記プロセスの実施が、富士ソフト経営陣の「意向に反した」という評価は成立し得ません。

5. 3月18日付回答書1-10において、富士ソフトへの貴社提案（自己株式取得750億円）について、当社が中期経営計画に掲げていた自己株式取得1,000億円以上と比較して金額が下回っていたため問題なくまかなうことができる金額であると判断されたと説明されています。しかし、富士ソフトの掲げる目標金額の達成は中期経営計画期間の4年間であった一方、貴社の提案は株主総会終了後1年間と設定されており、その達成期間に乖離があるため、金額のみでの単純比較はできないと考えますが、この点に関するお考えをご教示ください。

**【回答】**

第2回答書1-10における当社の回答は、当社の富士ソフトに対する株主提案（自己株式取得750億円）の金額と、富士ソフトの2024年2月14日付け「中期経営計画2028」におけ

る自己株式取得の金額（1,000億円以上）とを単純比較することで、当社の株主提案の合理性を示したものではありません。そのため、当社の回答が、両者の金額を単純比較したものであるとする貴社の上記質問内容における認識は誤りです。すなわち、当社の第2回答書1-10の回答は、富士ソフトが上記の中期経営計画等において、不動産の流動化を1年以内に予定していることを公表していたことから、かかる不動産の流動化により同社が取得する資金をもって当社が提案した自己株式取得の原資を賄うことが可能であったことを説明したものです。そのため、当該回答における富士ソフト中期経営計画への言及は、当社の株主提案時点における自己株式取得の原資に関する当社の試算に合理性があったことが株主総会までに確認されたこと、また、当社の株主提案に、貴社が主張するような、富士ソフトの財務健全性を大きく毀損するリスク等がなかったことを説明するためのものです。当社の富士ソフトに対する株主提案における自己株式取得の金額が750億円であるのに対して、富士ソフト中期経営計画における自己株式取得の金額が1,000億円以上であるという単純比較のみにより当社の株主提案の合理性を示したものではありません。

このように、当社は、上記の回答により、富士ソフトが公表していた不動産の流動化の予定を踏まえ自己株式取得の金額を合理的に設定・維持していた旨を回答しました。それにもかかわらず、貴社は、富士ソフトの掲げた自己株式取得の期間の合理性等を検証することもなく、当社の株主提案と富士ソフト中期経営計画との間で、自己株式取得の達成期間に差異があるという点のみをもって、当社の株主提案が不合理であったと結論付けようとしていると理解せざるをえず、懸念を有しております。

6. 3月18日付回答書1-11において、貴社は「現時点で」当社に対する非公開化の提案は検討していませんと説明いただいております。「現時点で」と留保されていることに関して、どのような場合に非公開化の提案を行う可能性があるか、具体的にご教示ください。

**【回答】**

第1回答書3-2においてご説明しましたとおり、当社は、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おり、貴社株式についても、現時点においてエグジット方針を検討するなどしていません。また、どのような場合に貴社について非公開化の提案を行

う可能性があるかについても、判断要素などを設定するなどしていません。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の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。そのため、当社は、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。また、PEファンド等との間で貴社の非公開化を前提としたコミュニケーションをとっているというような事実もありません。

7. 3月18日付回答書1-12で東北新社への非公開化提案について、「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」を前提とされていますが、同社の公表資料によれば、非公開化提案の時点で同社の流通株式比率が25%を下回り上場廃止基準に抵触する懸念が生じた原因としては、貴社が同社株式の10%以上を取得したことにより、貴社保有の同社株式が流通株式から除外されることがあったと推察しておりますが、この点についてお考えをご教示ください。

**【回答】**

まず、東北新社の流通株式比率の低迷は、当社による非公開化提案の主たる理由ではありません。当社は、東北新社における業績停滞・低資本効率・創業家支配による構造的課題を踏まえて同社に対して非公開化提案を行ったのであり、流通株式比率の低迷は、その構造的課題の一側面に言及したものに過ぎません。このことは、第1回答書1-17及び第2回答書1-12において、東北新社の業績の停滞・縮小傾向や低い資本効率などといった構造的課題に言及した上で、中長期目線での攻めの経営を実現することを非公開化提案の理由として回答したこと、流通株式比率はあくまでその前提として言及したにとどまることからご理解いただけるものと考えています。また、東北新社においては、その創業家が保有していた株式の割合があわせて過半数となっていたことにより、当社が東北新社の株式を取得する以前から、既に同社の流通株式比率は低い水準にありました。そのため、同社の流通株式比率の低迷が、当社による東北新社株式の取得によるものであるという貴社の前提も、明らかに事実と異なるものです。

## 第2 本大規模買付行為等の目的、方法及び内容等

1. 3月18日付回答書2-1において、当社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主張しておりますが、その改善の根拠として、収益性が改善されることを挙げております。どのように収益性が改善され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2回答書1-3に記載しましたとおり、当社は、貴社の本源的価値が実現するには、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であると考えています。そして、この整備されたガバナンスは、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含みます。そのため、貴社のガバナンスの不備が解消されれば、かかる攻めのガバナンスが機能し、貴社において適切な意思決定が行われるようになり、貴社における収益性が改善されることなどによって、貴社の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。

2. 3月18日付回答書2-9にて「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。」とありますが、貴社による当社株式の売却に伴う株価変動リスクが、当社への企業価値向上のサポートによってどのように緩和されるのか具体的にご教示ください。

### 【回答】

第2回答書2-9における当社の回答は、当社が投資先企業の企業価値向上をサポートする

ことにより、株価の変動リスクが緩和されるという趣旨のものではありません。そもそも、第2回答書2-9に記載のとおり、当社は、株価変動リスクは投資家として基本的に許容すべきリスクであると考えています。他方で、当社のサポートによって投資先企業の中長期的な企業価値向上が実現されれば、他の株主は投資先企業の市場株価の上昇という利益（投資リターン）を得ることになりますので、株主共同の利益という観点から、他の株主において、当社が投資先の株式を売却したとしても適切な投資リターンを得られることとなります。第2回答書2-9における当社の回答は、かかる趣旨を述べたものです。

3. 3月18日付回答書2-12において貴社が提案する戦略検討委員会について「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。」と記載いただいております。しかし、2025年10月6日付けで貴社から受領した戦略検討委員会の設置を求める取締役会宛書簡では、戦略検討委員会メンバーとして「当社が推薦する社外有識者を正式な委員として少なくとも二名ご選任いただき、そのどちらかを戦略検討委員会の議長に指名していただきたく」という文言に加え、『業界再編』『キャピタル・アロケーション』を検討事項とする2つのワーキンググループを併せて設置したうえで「各ワーキンググループ長は、その検討事項について必要な知識及び経験を備えるとともに、客観的な立場から議論を進めることができる人物が務めるべきですので、当社が推薦する有識者が就任するものとしていただきたく」といった文言も記載されており、貴社の推薦者を委員長・ワーキンググループ長として据えることを要求するものでした。こうした要求の中では、実質的に貴社が経営判断や戦略検討プロセスに関与する構造であることを否定できないと考えられますが、この点に関するお考えをご教示ください。

#### 【回答】

第1回答書2-17及び第2回答書2-12等において繰り返しご説明しましたとおり、戦略検討委員会を構成する委員は、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いました。そして、そのことは、同委員会の議長やワーキンググループ長についても同様です。さらに、戦略検討委員会は貴社取締役会の意思決定を補助する諮問機関として提案したものであり、また、当社の提案を貴社において採用するかどうか、その内容をどのようにするかは貴社における自律的な判断に委ねられるものでした。そのため、当社による戦略検討委員会に関する提案は、当社が実質的に貴社の経営判断や戦略検討プロセスに関与するものになり得ません。

そもそも、第2回答書2-12に記載しましたとおり、当社が貴社に対して戦略検討委員会に関する提案を行ったのは、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り、具体性も欠く不十分なものであったことによるものです。かかる背景を踏まえ、当社は、貴社の中長期的な企業価値の向上を図るため、戦略検討プロセスの実効性を確保する必要があると考えたことから、当社及び貴社の双方からの独立性を備えた外部有識者を戦略検討委員会の委員、議長及びワーキンググループ長として選任することを提案しました。

また、2025年10月6日付け貴社取締役会宛の書簡（以下「2025年10月6日付け書簡」といいます。）は、あくまで戦略検討委員会の設置について貴社と議論するためのたたき台として当社の要望を提示したものであり、当該書簡に記載した内容の戦略検討委員会の設置を貴社に強いるものではまったくありません。すなわち、2025年10月6日付け書簡は、貴社において、当社と貴社との間で秘密保持契約を締結した上で書簡に記載した項目、すなわち、戦略検討委員会の設置や委員の構成、検証アジェンダ等について当社と議論を行う意向があるかどうかをご回答いただきたいとしてお送りしたものであり、書簡に記載した内容の戦略検討委員会の設置を強いるものではまったくなく、貴社との協議を通じてその内容を調整していくことを前提としたものです。

この点について、当社は、2025年10月6日付け書簡により、貴社に対して、同月17日までにご回答くださるようお願いする一方で、同月14日付けのメールにより、貴社に対し、「戦略検討委員会を設立するか否かの最終的な結論を10月17日までにお出しいただくことを求めているわけではない」こと、「むしろ、委員会の設置を前向きにご検討いただくにあたり、その具体的な内容について当社とNDAを締結して議論を行うご意思があるかどうか

かを、10月17日までにお知らせいただきたいと考えて」いることを明確にお伝えしています。これらの記載からも明らかなおお、2025年10月6日付け書簡の内容は、たたき台としてのものであり、当社と貴社との議論を通じてその内容を調整していくことを前提としているものでした。

貴社におかれましては、当該書簡をもって、当社が貴社の経営戦略上の意思決定に不合理に関与しようとしたとの誤った前提に基づくご質問を繰り返しておられますが、かかる貴社のご対応は、上記の経緯を捨象するものであり、不適切であると考えています。

## **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. 3月18日付回答書5-1において、貴社による「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」という説明について、当社からの「経営支配権」を取得すること以外の方法により当社の経営方針に影響を及ぼすことを想定している趣旨かという質問に対して、そのような趣旨ではないとの回答をいただいております。しかし、当該回答の内容を拝見すると、重要提案行為や株主権の行使を行うことを想定しているものの、それを採用するかどうかの判断は当社取締役会の自主的な判断に委ねられるとし、最終的に当社の「経営支配権」に重要な影響力を及ぼすものとはならないとしており、これを前提にすれば（貴社のこれまでの当社に対する行動も踏まえれば）、やはり、「経営支配権」は取得しないものの、経営方針には影響を及ぼすことを想定していると解されますが、改めて貴社のご認識をご説明ください。

### **【回答】**

第1回答書5-2及び第2回答書5-1に記載のとおり、当社による貴社株式の保有目的は純投資であり、貴社の経営方針は貴社経営陣において決定すべきものです。そのため、当社は、貴社株主として、貴社の経営陣に対し、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や重要提案行為等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。

この点、貴社取締役会が、当社が貴社の中長期的な企業価値向上のために助言等をした施策を採用することはあり得るものと存じますが、当社が助言等をした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ると考えています。したがって、当社が助言等する施策が貴社に採用された場合であっても、それは貴社取締役会の自主的な判断の結果に他ならず、当社が貴社の経営支配権に重要な影響を及ぼすことはなく、影響力を行使したことにもあたりません。そもそも、「(貴社のこれまでの当社に対する行動も踏まえれば)、やはり、『経営支配権』は取得しないものの、経営方針には影響を及ぼすことを想定していると解されます」との記載のご趣旨は不明というほかありませんが、本第3回答書1-2の回答のとおり、これまでの経緯から、貴社取締役会が自律的に意思決定をしてきたことは明らかであり、また、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し得ないことは変わらないと考えています。なお、貴社のご質問は、当社が、あたかも貴社の経営支配権に不当な影響を与えようとしていると印象付けることを目的とするかのような質問と言わざるを得ず、極めて遺憾というほかありません。

2. 貴社が2025年12月3日付で公表した「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」において、当社の「交渉力の放棄」及び「改善への諦め」が当社の企業価値を毀損していると主張されています。貴社が指摘する総価契約や未妥結・仮納入、逆ザヤ、頻回配送、重複物流といった商慣習や、厚生労働省による勧告やガイドラインの改定については、医薬品卸売業の業界全体に対する指摘であると思われませんが、①当社が上記の商慣習を受け入れていると判断した根拠、②当該商慣習や勧告等に関する当社の現状及び取組みについての貴社の認識、③これらの問題について医薬品卸売業界において改善に向けて現在なされている取組みについての貴社の認識について、それぞれ具体的にご教示ください。

**【回答】**

- ① 貴社が総価契約や未妥結・仮納入、逆ザヤ、頻回配送、重複物流といった商慣習を受け入れていると判断した根拠

業界構造として総価契約などの商慣習を業界各社が受け入れざるを得ない状況である

ことは、各協会資料等<sup>2</sup>や官公庁資料等<sup>3</sup>において広く示されています。また、貴社が総価契約などの商慣習を受け入れているか否かについて、当社は、エキスパートベンダーを通じた貴社元従業員、大手製薬会社経営者及び医療機関経営者等へのヒアリング、並びに有働元社長のご発言や貴社の妥結率等の各種開示を踏まえて判断しています。

## ② 貴社の現状及び取組みについての当社の認識

当社は、貴社が、総価契約などの商慣習や規制対応に対して一定の取組みを行っている旨の説明を行っていることは理解しております。しかしながら、具体的な取組みの内容や改善結果についての開示が乏しいことなどから、かかる不合理な商慣習が依然として残存していると考えています。

このことは、2025年12月3日付で公表しました「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」45頁以下に記載しましたとおり、貴社に関する従業員の口コミサイトにおいて、貴社が非合理的な商慣習やオペレーションを受け入れており、改善を諦めている旨のコメントが散見されること、貴社が設置したガバナンス強化特別委員会の委員長が、日大関連病院事件に関して、現場の貴社従業員が問題意識を持つことなく不正や非合理的な慣習を「通常取引行為の範囲に収まる」ものと考えている状況を指摘していること、さらには、貴社の粗利率が長年にわたって低下し続けていることから裏付けられるものと考えています。なお、貴社の決算説明資料等で唯一具体的な開示がなされている貴社の妥結率についても、2014年度の診療報酬改定を契機として改善が進んだことは認識していますが、妥結率100%を中長期的に継続して達成するには至っていないことからすれば、かかる不合理な商慣習を始めとした、医薬品卸売業界の構造的な課題が十分に解消されているとはい

---

<sup>2</sup> 日本ジェネリック製薬協会「単品単価取引と総価取引」（2016年9月1日）、日本医薬品情報センター「JAPIC NEWS No.356 医療用医薬品の流通改革」〔一般社団法人日本医薬品卸売業連合会 専務理事 羽入直方〕（2013年2月）、醍醐聰（東京大学名誉教授）「【視点】高薬価維持のからくり（下）薬価を高止まりさせる流通過程」（東京保険医協会ウェブサイト掲載。2016年8月25日）、ミクスOnline「薬局から見た急配 1日に『ほとんどない』が6割 急配依頼の医薬品8割が非採用品 NPhA調査」（2021年3月12日）、富田健司「医薬品流通における医薬品卸の課題」同志社商学第75巻第4号77頁（2024年1月）

<sup>3</sup> 厚生労働省医政局長主催の医療用医薬品の流通改善に関する懇談会「医療用医薬品の流通改善について（緊急提言）」（2007年9月28日）、2023年4月21日付け「医薬品流通問題研究プロジェクトの報告書」、厚生労働省「医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が遵守すべきガイドライン」（2026年3月4日改訂版）

えないものと考えています。

③ 医薬品卸売業界において改善に向けて現在なされている取組みについての当社の認識

総価契約などの商慣習について、厚生労働省による「医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が遵守すべきガイドライン」の改定<sup>4</sup>がされるなど、業界全体での改善努力がなされていることは当社においても認識しています。しかし、2004年に医療用医薬品の流通の改善に関する懇談会が発足してから、20年以上が経過しても、医薬品卸売業界における構造的な問題が解消されていないことは、上記の「医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が遵守すべきガイドライン」が改定され続けていることから明らかです。これらを踏まえて、当社としては、業界横並びでの自律的な改善には限界があると考えており、貴社を含む各社が、それぞれの経営判断として、かかる商慣習の是正を図ることが求められているものと考えています。

以上

---

<sup>4</sup> 2026年3月4日付け厚生労働省「『医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が遵守すべきガイドライン』の改定について」