

2026 年 1 月 16 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

1 Temasek Avenue
#20-02A Millenia Tower, Singapore
3D Investment Partners Pte. Ltd.


YIP SAI MAN, DIRECTOR

大規模買付行為等説明書

当社は、貴社の株主であるファンドに投資一任運用サービスを提供しております。この度、当社が投資一任運用サービスを提供する Citco Trustees (UT) Limited を受託者とした、CITCO TRUSTEES (UT) LIMITED AS TRUSTEE OF 3D ENDEAVOR MASTER FUND – II（以下「本取得者」といいます。）が、下記のとおり、貴社株式を取得すること（以下「本取得」といいます。）といたしました。（以下、本取得者、当社及び当社が投資一任運用サービスを提供するファンドを総称して「3D ら」といいます。）。

貴社が導入しました本買収防衛策（後記 3(2)②(f)で定義します。以下同じです。）は、当社が貴社株式について一定の買付行為を行う場合に、公開買付届出書に準じる内容を記載した大規模買付行為等説明書を事前に提出することを求めています。当社は、本買収防衛策の導入が貴社による「自己演出の有事」に基づくものであるとの強い疑いを持っていますが、あえて本買収防衛策が求める手続を遵守して、貴社による「情報不足」とのご指摘に最大限配慮した対応をとることとしました。そこで、当社は、貴社に対して、本買収防衛策が規定する大規模買付行為等説明書として本書を提出いたします。

記

1. 本取得の対象となる株式の発行者名
東邦ホールディングス株式会社
2. 本取得の対象となる株券等の種類

3. 本取得の目的

(1) 本取得の概要

貴社は、後記(2)のとおり、その企業価値を向上させるに足りるガバナンス体制を確保することができておりません。また、その結果として、貴社の株価は貴社の本源的価値を大きく下回っています。3D らは、これまでの貴社との対話を通じて、貴社におけるガバナンスの不備が解消されて、適切なガバナンスが機能するようになれば、貴社の企業価値は飛躍的に向上すると確信しています。そこで、本取得者は、貴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取得を実施することとしました。

本取得の詳細は後記(3)のとおりです。もっとも、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、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。このことを明確に示すために、3D らは、本取得により取得予定の貴社株式の上限を、貴社が実質的な拒否権と主張する株式数に配慮した数に設定するものとし、本取得後の 3D らが保有する議決権割合(後記(9)で定義いたします。以下においても同様です。)が27%となる株式数(17,560,700株)(株式数の算定においては、3D らが保有する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んでおります。また、算定後の株式数の表記は 100 株単位で繰り上げて表記しております。以下においても同様です。)から、3D らが本書提出日現在において保有する株式数(16,023,534株)を控除し 1,537,200 株に設定することとしました¹。

(2) 本取得の実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本取得後の経営方針

① 本取得者の概要

本取得者は、ケイマン諸島法に基づいて 2010 年に設立された信託会社である Citco Trustees (UT) Limited によって、ケイマン諸島法に基づいて設立された信託です。

当社は、シンガポール法に基づき 2015 年に設立された独立系資産運用会社²であり、信託である本取得者の受託者である Citco Trustees (UT) Limited に対して投資一任運用サービスを提供しています。また、当社は、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た、長期的なリターンの達成を目的にしています。

なお、本取得者は、償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドです。

② 本取得の実施を決定するに至った背景及び意思決定の過程

(a) 貴社に対する攻めの経営としての企業価値向上策の提案・提示

3D らは、2020 年 7 月に投資を開始して以来、現在まで継続して貴社株式を保有し続け

¹ 本書における株式数の算定は、2026 年 1 月 9 日付けの貴社の自己株券買付状況報告書に準拠しています。

² 「独立系資産運用会社」とは、銀行、証券会社または保険会社等の金融機関やその他事業会社と資本関係を有していないという意味で用いています。

るとともに、貴社との間で、一貫してその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。

この対話の当初、3D らは、貴社が、プライム市場の上場企業として標準的なガバナンス・コンプライアンス体制を備えているであろうと考え、攻めの経営としての企業価値向上策を提案してきました。

例えば、3D らは、貴社に対し、2023 年 8 月 17 日付けで、コア事業の収益性改善及び余剰資産の最適化を通じた投資原資の創出等を内容とする具体的かつ詳細な企業価値向上策を提案しました。また、2024 年 10 月 18 日付けで、貴社と同業他社との統合等を内容とする施策を示すなどしています。なお、この統合等を内容とする施策は、貴社が、その優位性を活かして業界の統合を主導するとともに貴社の課題の解決を実現するためのとり得る選択肢の 1 つとして示したものであり、貴社による前向きな検討を促すためのものでした。

しかし、これら提案についての議論が深まることはありませんでした。上記の統合に関しても、貴社は、部長職等のポジションが減るといった、現状維持を優先した理由により、検討を行わない旨の回答を即時に行っています。

(b) 貴社における守りの経営が機能不全となっていたこと（2024年6月から）

そのようななか、2024 年 6 月、貴社の完全子会社である東邦薬品株式会社（以下「東邦薬品」といいます。）が、日本大学病院及び日本大学医学部附属板橋病院に対して販売した医療用医薬品の値引き分の一部を、ペーパーカンパニーに対してコンサルティング料の名目で支払うことで日本大学元理事らによる不正資金の作出に関与したこと、これにより作出された不正資金が少なくとも 1 億 165 万円に及ぶことが報じられました（以下、当該報道の対象となった事件を「日大関連病院事件」といいます。）。そのため、3D らは、その報道の根拠となった損害賠償請求訴訟（東京地方裁判所令和 5 年（ワ）第 7791 号 損害賠償請求事件 原告：学校法人日本大学／被告：田中英壽 外）の訴訟記録（以下「本訴訟記録」といいます。）を閲覧するなどして、原因等を調査しました。

その結果、貴社においては「リスク管理・内部統制」が十分に機能しておらず、その結果として、不祥事への対応が後手になっているといった疑いが生じました。また、本訴訟記録に含まれる馬田明氏（貴社取締役専務執行役員 COO。以下「馬田 COO」といいます。）が送信したメールは、貴社において「トンネル会社」を介した取引が常態化していることを示唆していました。

そのため、3D らは、貴社における類似事案の存在を強く懸念するに至り、貴社に対して、詳細な情報提供とともに適切な調査を求めました。しかし、貴社が、上記の報道後も自主的な開示を行わず、調査も行おうとしなかったことから、3D らは、貴社においては自浄作用が機能していないと判断せざるを得ず、貴社との対話の焦点を貴社における守りのガバナンスに移すこととしました。

(c) 貴社におけるガバナンス基盤に関する課題の認識（2025年3月から）

3D らと貴社との対話にもかかわらず、貴社が、「リスク管理・内部統制」の問題や類似

事案の懸念等を放置したことから、3Dらは、貴社の代表取締役社長執行役員 CEO である枝廣弘巳氏（以下「枝廣 CEO」といいます。）が貴社代表取締役社長としての適格性を欠くのではないかと、また、貴社の業務執行を監督すべき「取締役会の資質・構造」に欠陥があるのではないかとといった強い疑いを抱くに至りました。

そこで、3Dらは、まずは枝廣 CEO の適格性について問題提起を行うにあたっての最後の確認を行うこととし、「貴社の変革を先導する意思があるか」を問うものとして、枝廣 CEO に対し、外部専門家を用いた統合のための調査を行うことを打診しました。なお、この打診は、独占禁止法の制約や統合による収益改善効果等について、客観的視点によるメリット・デメリットを検証することを打診したものであり、貴社による統合の実施を提案したものではありません。

しかし、枝廣 CEO は、この打診も即座に拒絶したことから、3Dらは、貴社における課題の根源が、枝廣 CEO において貴社代表取締役社長としての適格性を欠くこと、及び業務執行を監督する「取締役会の資質・構造」の欠陥であると判断するに至りました。そこで、3Dらは、2025 年 6 月に開催された貴社の定時株主総会において、それらを改善するための主張・提案を行いました。貴社が「類似事案は存在しない」「経営トップの関与はない」等と説明するなどした結果として、貴社株主の皆様の理解を得るには至りませんでした。

(d) 3Dらによる貴社株式の追加取得の決定（2025年7月から）

以上の経緯を経て、3Dらは、貴社における課題の根源が、枝廣 CEO が貴社代表取締役社長としての適格性を欠くこと、及びそれを監督する「取締役会の資質・構造」の欠陥であり、貴社の中長期的な企業価値を向上させるためには、これらのガバナンスの不備を解消することが必要不可欠であると判断するに至りました。また、同時に、かかる不備が解消されれば、経営課題が放置されている状況が是正され、これにより、以下のとおり、貴社が抱える「高い付加価値」と「低い収益性」の矛盾、及び資本政策の機能不全という課題が解決されて、貴社の企業価値は飛躍的に向上すると確信しました。

ア. 「高い付加価値」と「低い収益性」の矛盾の解消

医薬品卸事業は、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、本来、非常に高い付加価値を有しています。

それにもかかわらず、貴社の利益率は長年にわたって低下し続けていますが、これは、貴社において、そのガバナンスが機能していない結果として、攻める経営を行うことができず、不合理な取引慣行を継続するなどして、高い付加価値に見合った適正な対価を確保する仕組みを構築できていないことを示しています。

イ. 資本政策の機能不全

貴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ます。しかし、貴社は、その事業に不要な過剰資産（現預金、投資有価証券）を大量に保有しており、その結果として、貴社の

資本効率を著しく押し下げています。

この点、貴社は、目標 ROE として 8%を掲げていますが、上記のポテンシャルを踏まえれば、この目標 ROE は、貴社の非事業用資産を有効活用できる余地が極めて大きいことを示すものに他なりません。同時に、このことは、貴社において、そのガバナンスが機能していない結果として、攻める経営を行うことができず、非事業用資産を活用できていないことを示しています。

このように貴社においてはそのガバナンスに不備があり、経営課題が放置されている状況にあります。かかる状況は、貴社の本源的価値が抑圧されていることを示すものであり、貴社株式が割安となっていることの証左に他なりません。一方で、貴社のガバナンスの不備が解消されれば、上記の経営課題が解決されることを通じて、貴社の本源的価値が顕在化することが見込まれます。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、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、2025 年 7 月 11 日、市場内取引を通じて貴社株式を一定程度追加取得することを決定（以下「本追加取得決定」といいます。）しました。

このように本追加取得決定は、純投資としてのリターンの追求を目的とし、貴社の経営支配権を獲得するためのものではありません。

そこで、3D らは、貴社が本追加取得決定の目的を誤解することのないようにするため、2025 年 7 月 11 日付け書簡によって本追加取得決定を貴社に通知しました。この際、3D らは、貴社に対し、以下の事項も明確に伝えています。

- (i) 本追加取得決定に基づく貴社株式の追加取得は、経営支配権の獲得や短期的なキャピタルゲインの追求を目的とするものではないこと
- (ii) 上記(i)の目的に照らして、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こと
- (iii) 貴社が希望するのであれば、追加取得の上限について法的拘束力のある誓約書を差入れること

また、3D らは、2025 年 8 月 8 日付けで、貴社からの本追加取得決定に関する質問への回答として、以下の事項も明確に貴社に伝えました。また、その際に上記(iii)の誓約書の案文も貴社に交付しています。

- (iv) 本追加取得決定に基づく貴社株式の追加取得は、今後の情勢や市場の状況に応じて行うものであり、どれだけの株数を取得するか等の具体的な内容は定まっていないこと
- (v) 本追加取得決定は、貴社の経営支配権の獲得や短期的なキャピタルゲインの追求を目的としていないことから、3D らは、30%を超えて貴社株式の追加取得を行うことはしないこと

(e) 貴社における情報の恣意的な歪曲と防衛策の導入（2025年8月から）

本追加取得決定と並行して、3Dらは、貴社のガバナンス体制の検討等のため、貴社における過去の不祥事について調査を進めました。その結果、2025年8月、東邦薬品に対する私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反事件³（以下「本件独禁法違反事件」といい、日大関連病院事件とあわせて「本件不祥事」といいます。）についての刑事事件記録を謄写することで、枝廣 CEO 及び馬田 COO の供述調書（以下「本供述調書」といいます。）を取得しました。

本件供述調書には、概要、以下の記載がありました。

➤ 枝廣 CEO の供述調書

- ✓ 医薬品卸売業者や医薬品メーカーの幹部などとの会合で、「これからも協力してやっていきましょう」などの言葉を聞き、受注調整をしながらうまくやっていこうという意味も込められていると理解していた。
- ✓ 平成 28 年 JCHO 入札及び平成 30 年 JCHO 入札において、各入札の内容や予定、落札結果などについて、書面で報告を受けており、報告書面に記載されている東邦薬品を含む医薬品四大卸の受注シェアがほとんど変わることもなかったことから、東邦薬品を含む各社の入札担当者らが受注調整をしていると思っていた。
- ✓ 平成 28 年 JCHO 入札及び平成 30 年 JCHO 入札の当時、東邦薬品の代表取締役社長であった枝廣 CEO は、東邦薬品の入札担当者らが、他社の入札担当者らとの受注調整を行い、受注予定業者が実際に受注することができるように受注調整しているであろうと思っていた。

➤ 馬田 COO の供述調書

- ✓ 東邦薬品における受注調整が行われていることを認識し、受注調整は違法であると認識していたにもかかわらず、売り上げや利益、受注シェアの確保を優先して、受注調整をなくすようなアクションを行わなかった。
- ✓ 過去に、東邦薬品の他の営業担当者らが入札や見積合わせなどの際に、競合相手の医薬品卸売業者の営業担当者らとの間で受注調整を行っている状況を見聞きし、また、馬田 COO 自身が受注調整に関与した経験もあった。

このように本供述調書には、枝廣 CEO 及び馬田 COO が談合を「必要悪」として黙認していた事実等が明記されていました。この事実は、貴社において、日大関連病院事件のみならず、本件独禁法違反事件との関係についても、その類似事案が複数存在する強い疑いを生じさせるものです。

また、本供述調書の内容は、2025 年 6 月の貴社の定時株主総会に関する貴社の説明と著しく乖離するものです。そのため、貴社は、枝廣 CEO の貴社取締役としての適格性が問題となるなかで、その適格性に重大な影響を及ぼし得る事実を開示せず、その結果、貴社株主

³ 独立行政法人地域医療機能推進機構（JCHO）の入札に関するもの。なお、東邦薬品に対して 2021 年 6 月 30 日付けで有罪判決が言い渡されました。

の真意が決議に反映されなかったことになります。

なお、3D らは、貴社に対して、2025 年 8 月 14 日に本供述調書の写しを示しています。

(f) 貴社による買収防衛策の導入（2025年10月から）

以上の経緯にもかかわらず、貴社は、2025 年 10 月 31 日、3D らによる貴社株式の買付行為に対する対応方針（以下「本買収防衛策」といいます。）を導入しました（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「本買収防衛策の導入に関するプレスリリース」といいます。）。

本買収防衛策の導入に関するプレスリリースにおいて、貴社は、3D らが貴社の経営支配権の獲得等を目的としていることが強く疑われる等としていますが、上記(d)のとおり、3D らは、貴社に対し、本追加取得決定が貴社の経営支配権の獲得や短期的なキャピタルゲインの追求を目的とするものではないことを明確に伝えるとともに、貴社株式の追加取得の上限について法的拘束力ある誓約書の案文を提出しています（なお、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、3D らが差し入れた誓約書の案文には一切言及していません。）。

また、2025 年 9 月には、3D らは、経営陣から独立した専門性の高い検討を行うものとして、取締役会の諮問機関としての戦略検討委員会を設置することも提案しました。当該委員会は、あくまで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するものです。その際、3D らは、2024 年に実施された経営戦略委員会における貴社の検討が不十分なものに終わった背景に鑑み、適切な専門性を備えた 3D ら及び貴社の双方から独立した人物を推薦することとしていました。にもかかわらず、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、あたかも 3D らが当該戦略検討委員会の委員となって議論を左右し、さらには取締役会をその答申に完全に従わせることで、貴社の経営支配権の獲得を企図しているかのような印象を与える記載をしています。かかる記載は実際の事実関係と整合せず、株主に対し不正確な印象を与えて判断を誤らせるおそれがあり、貴社株主の皆様を誤導するものと言わざるを得ません。

これらの事情に加えて、本買収防衛策が、3D らが貴社に対して本供述調書の写しを示した 2025 年 8 月 14 日からわずか約 2 か月後に導入されたことからすれば、本買収防衛策は、貴社のガバナンスの不備の解消に関する 3D らの迫及等を免れるために導入されたものと言わざるを得ません。そのため、本買収防衛策は、貴社において、3D らが貴社の経営支配権の獲得等を目的としていることが強く疑われる等と強弁することで（すなわち、有事であると仮装することで）導入されたものと解さざるを得ないものです。

(g) 貴社による調査の拒絶によって自浄能力が欠如していることが明らかになったこと（2025年12月）

貴社による本買収防衛策の導入を受けて、3D らは、2025 年 12 月 3 日、貴社の社外取締

役に対し、第三者委員会の設置、調査の実施及び調査結果の開示を求める最終要請を行いました。これは、貴社の社外取締役が本供述調書の存在を知らされていないのではないか、その結果として、3D らが求めてきた第三者委員会の設置、調査の実施及び調査結果の開示を行うといった判断に至らなかったのではないかと、といった可能性もあるのではないかと考えたことによるものです。

また、3D らは、2025 年 12 月 15 日付けで、貴社に対し、枝廣 CEO 及び馬田 COO を含む貴社の取締役ら（取締役であった者を含む。）の本件独禁法違反事件などに関する責任を追及することを求める提訴請求（会社法 847 条 1 項）も行いました（以下「本提訴請求」といいます。）。なお、本提訴請求は、上記の第三者委員会の設置等に関する最終要請に対する検討において、当該第三者委員会の調査範囲を検討する際の「法的論点」を提示するために行ったものです。

しかし、貴社の社外取締役は、2025 年 12 月 26 日付けで、現在の貴社のガバナンス・コンプライアンス体制が本件不祥事の当時の状況と大きく異なることなどを理由として、第三者委員会の設置を行わないことを回答しました。これは、「過去の不祥事はすべて対応済み」、「類似事案は存在しない」とする貴社の説明と、本供述調書から推測される事実に大きな乖離があるにもかかわらず、かかる乖離を是正しないとするものであり、貴社のガバナンスが機能していないことを示すとともに、貴社における自浄能力の欠如を示すものに他なりません。

この点、貴社は、2024 年 8 月 6 日付けで「ガバナンス強化特別委員会」を設置し、2025 年 10 月 31 日付けでその最終答申による提言事項を踏まえた対応方針を公表しています。しかし、ガバナンス強化特別委員会は、貴社において「過去に起きた不祥事を調査して関与者の責任を追及すること等を目的とするいわゆる調査委員会ではない」とされています（2025 年 10 月 9 日付け「ガバナンス強化特別委員会 最終答申～ガバナンス体制の強化および運用改善に関する答申」2 頁）。そのため、ガバナンス強化特別委員会は、本件不祥事の類似事案の有無等を調査するものではなく、また、貴社におけるガバナンスの不備の真因を調査するものではないことから、その最終答申は、貴社のガバナンスの不備を解消するものとは考えられません。

3D らとしては、貴社社外取締役の回答に対して深い失望を覚えました。しかし、3D らは、貴社のガバナンスの不備が解消されることによって、貴社の企業価値が飛躍的に向上することに強い確信を有しております。そのため、貴社の筆頭株主として、貴社のあるべきガバナンスの実現を諦めることなく、引き続き貴社との建設的な対話を続けていきます。

(h) 貴社の主張の不当性

(i) 貴社の第 77 回定時株主総会の結果は、株主の真意を反映したものではありません

貴社は、2025 年 6 月 27 日に開催された貴社の第 77 回定時株主総会において枝廣 CEO を始めとする取締役選任議案が賛成多数で可決されたことを根拠として、「3D を除く圧倒的多数の株主の皆様からご賛同いただいた」と主張しています。

しかし、貴社は、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。その結果、貴社株主の皆様は、貴社において本件不祥事に類似する事案の存在が強く疑われる状況にあることや、枝廣 CEO などが不正資金の作出に関与していたこと、受注調整を黙認あるいは加担していたことを知らないまま、貴社からの「過去の不祥事はすべて対応済み」、「類似事案は存在しない」といった本供述調書との齟齬が疑われる説明を受けて議決権を行使しています。

そのため、貴社の第 77 回定時株主総会における決議は、貴社株主の皆様が議決権行使の判断に必要な重要な情報を欠いた状態でなされたものであり、その結果は貴社株主の皆様の真意を反映していません。それにもかかわらず、貴社はこの決議の結果をもって「3D を除く圧倒的多数の株主から賛同を得た」と一般化し、本件不祥事への実効的な対応は不要であり、現在の経営方針で十分であるなどと、事実を恣意的に解釈しています。さらに、かかる重要な情報の隠蔽というガバナンス上の問題点の是正を求める当社の意見を「他の株主と相違するもの」と位置づけ、「企業価値を毀損し得る存在」かのように扱うことで、本買収防衛策の導入を正当化する材料として利用しています。

(ii) 3D らの貴社株式の追加取得に関する貴社の説明は、株主に誤認を生じさせ得るものです

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、3D らが「議決権割合がすでに保有するものと合わせて最大 30%となるまで」貴社株式を追加取得することを決定したと記載することで、あたかも 3D らがその議決権割合が 30%となるまで貴社株式を取得することを決定したかのように述べています。

しかし、上記(d)のとおり、3D らは「貴社株式の追加取得の上限は、すでに保有するものと合わせて議決権割合において最大 30%までとすることを予定しております。」と伝えたにとどまります。また、3D らによる貴社株式の追加取得について「今後の情勢や市場の状況に応じて行うものであり、当該時点でどれだけの株数を取得するか等の具体的な内容は定まっていない」ことも回答しています。それにもかかわらず、貴社による上記記載は、これらの事実を無視して貴社株主の皆様に誤認を生じさせるものであり、あたかも 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な「架空の有事」を意図的に作出しようとしていると言わざるを得ません。

(iii) 3D らは十分な情報提供を行うとともに、一貫した立場で貴社に対し提案を行います

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、3D らによる貴社株式の取得が、十分な情報を提供することなく行われているものであり、株主に対する強圧性を有する可能性があるとして述べています。

しかし、3D らは、貴社株式の取得について、上記(d)のとおり、貴社に対して十分な情報提供を行ってきました。また、3D らは、上記のとおり本買収防衛策の正当性に疑義を有するものの、その手続に則って、本書により 3D らが行おうとする本取得の

内容を詳細に説明しています。さらに、3D らは、後記⑤のとおり「ガバナンス体制整備の具体的提言」と題する資料も提出し、3D らが想定する貴社のガバナンス体制についての具体的かつ詳細な提案の内容も説明しています。このように 3D らは、貴社の経営支配権の獲得を目的としないことから本来であれば必要ないはずの情報開示を積極的に行うことで、本取得に関する透明性を確保しています。

なお、貴社は、3D らの主張が二転三転しているため、3D らによる提案が貴社の中長期的な企業価値の向上のためになされたものであるか強い疑問を持たざるを得ないとも述べていますが、3D らは、貴社との対話を通じて貴社の根本的な課題を認識したことや、貴社の対応を踏まえて、当該対話の焦点を変更してきたに過ぎません。3D らは、一貫して貴社の企業価値向上を目指して対話を継続しているのであって、その「主張が二転三転している」との指摘は、極めて遺憾と言わざるを得ません。

(iv) 3D らによる本取得は、他の株主全員に共通の利益をもたらします

さらに、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、3D らによる貴社株式の取得により、3D らと他の株主の利益が相反し、貴社の株主共同の利益の向上を妨げられることになる可能性が否定できないと記載しています。

しかし、3D らが貴社株式を取得する目的は、後記③のとおり、貴社の経営支配権を獲得することではありません。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。

また、貴社は、本買収防衛策の導入の論拠として、3D らが貴社株式を取得する目的は短期的利益の追求である可能性があるとも主張しています。そして、その論拠として、3D らの富士ソフト株式会社（以下「富士ソフト」といいます。）に対する投資事例を挙げています（2025 年 11 月 6 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補足説明資料」の 9 頁）。しかし、(a) 同資料は対話の開始時期・経緯を恣意的に切り取ったものです。実際には同資料に掲載されている 2022 年 2 月以前から 3D らは富士ソフトと対話を継続していました。また、(b) 当社による大量保有報告書の公表日（2021 年 12 月 13 日）から、富士ソフトに対する KKR による公開買付けの成立が公表された 2025 年 2 月 20 日までの期間に限って見ても、富士ソフトの TSR は +254.0%であり、同期間の同業セクター（例：SIer）⁴の TSR +50.1%を大きく上回って推移しています。そのため、富士ソフトへの投資事例は、文字どおり株主全体に利益をもたらしたものです。さらに、(c) 富士ソフトは、上場廃止後も、グローバルトッ

⁴ 「同業セクター（例：SIer）」は、システナ株式会社、株式会社電通総研、TIS 株式会社、ネットワンシステムズ株式会社、株式会社 NSD、BIPROGY 株式会社、株式会社 DTS、SCSK 株式会社、伊藤忠テクノソリューションズ株式会社、日鉄ソリューションズ株式会社を指します。本項における TSR は、当社が Bloomberg の情報に基づき算定しました（算定期間：2021 年 12 月 13 日から 2025 年 2 月 20 日。なお、ネットワンシステムズは SCSK 株式会社による公開買付けの成立が公表された 2024 年 12 月 19 日、伊藤忠テクノソリューションズ株式会社は伊藤忠商事株式会社による公開買付けの成立が公表された 2023 年 9 月 15 日までを算定期間として設定しています。）。

プティアの株主の下で経営改善が継続されており、企業価値が伸長しています。貴社は、富士ソフトの事例をもって 3D らの目的が短期的利益の追求であるかのように位置付け、3D らの利害と他の貴社株主の皆様の利害が相反し得るかのように主張していますが、これら (a) ないし (c) の事実からすれば、貴社の主張は、富士ソフトにおいて株主共同の利益が向上したことを無視したものであることが明らかであり、到底合理的とはいえません。したがって、当該主張もまた、買収防衛策導入を正当化するために事実を歪曲した典型例であると判断せざるを得ません。

③ 本取得の目的

以上のとおり、貴社のガバナンスの不備は極めて深刻なものです。ガバナンスに不備がある現在の状況は、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に他ならず、貴社株式が割安となっていることを示すものに他なりません。もっとも、一方で、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、本追加取得に引き続き、本取得の実施の予定を表明することとしました。

なお、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。その趣旨は、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、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、株主権の適切な行使を行うというものです。これまでの 3D らによる本件不祥事に関する調査の要請や企業経営の透明性を確保するための働きかけも、その一環としてなされたものです。

また、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、短期的な利益の追及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。この点は、上記のとおり、貴社が 3D らと他の貴社株主の皆様との利害の不一致に関して唯一の論拠として挙げた富士ソフトに対する投資でさえも、実際には株主共同の利益に資するものであった事実からすれば明らかなです。

④ 貴社の本取得に関する意見の内容、根拠及び理由

本書提出時点において、貴社の意見は明らかではありません。なお、本取得は、本取得者による純投資目的での貴社株式の買増しであり、貴社取締役会により本取得についての賛同表明等を行う旨の決議がなされることを本取得の実施の前提条件とするものではありません（ただし、後記(7)に記載する場合は、本取得者は本取得を実施せず、または本取得を中止し、もしくは撤回することができます。）。

⑤ 本取得後の経営方針

本取得の目的は、貴社の経営支配権の獲得ではありません。そのため、本取得後においても、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。

このように 3D らは、経営支配権の獲得を目指すものではないことから、本来であれば求められることのない水準の情報提供となりますが、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、3D らは十分な情報提供を行っていないなどと記載していることから、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「ガバナンス体制整備の具体的提言」を本書とともに提出いたします。その具体的な内容は、当該提言に記載されるとおりですが、3D らとしては、当該提言により、貴社との議論が「企業価値の向上」へ引き戻されることを願っています。

なお、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。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。

(3) 本取得における条件の概要

本取得後も、3D らによる貴社株式の保有目的は、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であり、貴社の経営を支配する予定はありません。

本取得は、市場内取引によるため、取得価格は市場価格となります。また、本取得に係る株式の受渡し及び取引に係る決済は、金融商品取引所の取引における通常の方法に従います。なお、本取得者は本取得に必要な資金を確保しております。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により充当する予定です。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しており、決済日までに必要資金として充当できる見込みです。

上記(2)③のとおり、本取得の目的が、貴社の経営支配権を獲得することではないことから、3D らは、企業支配権に影響を及ぼさない範囲で株式を取得するものとしています。具体的には、以下の事情から、本取得後の 3D らの議決権割合の上限を 27%とすることとしました。

- 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
- 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%の議決権割合が特別決議事項の拒否権に該当すると主張していること

その結果、3D らは、本取得における取得予定数の上限を 3D らによる本取得後の議決権割合が 27%となる株式数（17,560,700 株）から、3D らが本書提出日現在において保有する株式数（16,023,534 株）を控除した 1,537,200 株とする予定です。

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ことを意図しており、本書提出時点において、貴社株式を処分する予定はありません。もっとも、3D らは、貴社株式の市場価値が貴社の本源的価値に比べて割安であると考えて貴社株式に投資をしています。そのため、貴社株式の価格が貴社の本源的価値を正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。

(4) 本取得後の組織再編等の方針

該当事項はありません。

(5) 上場廃止となる見込み及びその理由

本取得は、本取得者による上記(3)の限度での貴社株式の買増しに留まりますので、本取得者の知る限り該当事項はありません。

(6) 本取得に係る重要な合意

本取得者が本取得により取得することとなる貴社株式に係る議決権の行使権限は、信託である本取得者の受託者である Citco Trustees (UT) Limited と当社との投資一任契約に基づき当社が有しております。

(7) 本取得の前提条件

本取得の実施の有無は、貴社取締役会の意見表明、並びに貴社が本買収防衛策に従い開催する株主意思確認総会（以下「意思確認総会」といいます。）の開催の有無及びその決議結果に応じ、下表のとおり決定されます。

本書において「賛同」とは、本買収防衛策に基づく取締役会評価期間の満了日までに、貴社取締役会が本取得に賛同する意思を有していることが外形的に確認できる場合をいいます。また、「反対」とは、本買収防衛策に基づく取締役会評価期間の満了日までに、貴社取締役会が本取得に反対する意思を有することが外形的に確認できる場合をいいます（対抗措置の発動の可否につき意思確認総会に付議する方針であるか否かを問いません）。また、本買収防衛策に基づく取締役会評価期間の満了日までに上記「賛同」または「反対」のいずれの意思を有しているか確認できない場合には、本書において「意見不表明」として取り扱います。

なお、「意思確認総会の開催（2 か月以内）」の列における「あり」とは、取締役会評価期間の満了日の翌日から起算して2 か月以内に意思確認総会が実際に開催され、貴社取締役会が提案する対抗措置の発動に関する議案（以下「対抗措置議案」といいます。）につき決議（可決・否決を問いません。）がなされた場合をいいます。

取締役会意見	意思確認総会の開催 (2 か月以内)	対抗措置議案の 決議結果	本取得
賛同	—	—	実施
意見不表明	—	—	実施
反対	なし	—	実施
反対	あり	否決等	実施
反対	あり	可決	不実施

(注)「否決等」とは、(i) 対抗措置議案が否決された場合に加え、(ii) 対抗措置議案が可決された場合であっても、本買収防衛策に係る対抗措置として実施される新株予約権の発行に対する差止めの仮処分その他これに準ずる法的手続により、当該対抗措置の発動が否定された場合をいいます。

加えて、本取得については、以下の前提条件が充足または放棄された場合に開始することを予定しています。

- ① 金融商品取引法第 27 条の 11 第 1 項但書き及び金融商品取引法施行令第 14 条に定める公開買付けの撤回事由が生じていないこと
- ② 貴社株式の公開買付けが開始されるなど本取得の開始を取りやめることに合理性が認められる事由が生じていないこと
- ③ 貴社の業務執行を決定する機関が剰余金の配当または自己株式の取得についての決定をしていないこと
- ④ 本取得の実行にあたり必要となる国内外の許認可等手続（外資規制に基づく手続きを含むが、これに限られない。）が全て完了し、または完了することが合理的に見込まれると本取得者が判断していること
- ⑤ 本取得を制限または禁止することを求める旨のいかなる訴訟等も司法・行政機関等に係属しておらず、本取得を制限または禁止する司法・行政機関等の判断等もなされておらず、かつ、これらの具体的おそれもないこと

(8) 本取得の開始予定時期及び取得期間

本取得は、上記(7)の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。

(9) 取得予定の株券等の数等

上記(3)のとおり、3D らは、貴社の経営支配権の獲得を本取得の目的としていないことから、取得予定数の上限を 3D らによる本取得後の議決権割合（金融商品取引法第 27 条の 23 第 4 項に規定する株券等保有割合をいいます。）が 27%となる株式数（同法第 27 条の 23 第 1 項に規定する株券等の数のことをいいます。）17,560,700 株から、本書提出日現在において、3D らが

保有する株式数 16,023,534 株を控除した 1,537,200 株に設定しています（但し、同法第 27 条の 23 第 4 項にいう「当該発行者の発行済株式の総数」（株券等保有割合の計算にあたっての除数）は、「当該発行者の発行済株式の総数（当該発行者が自己株式として保有する株式を除く）」と読み替えます。）。

4. 株券等の取得に関する許可等

該当事項はありません。

以上

2026 年 1 月 16 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

1 Temasek Avenue
#20-02A Millenia Tower, Singapore
3D Investment Partners Pte. Ltd.
YIP SAI FAI, DIRECTOR

ガバナンス体制の整備に関する具体的提言（はじめに）

12 月 26 日付回答（調査拒絶）に対する当社の見解

貴社社外取締役は、2025 年 12 月 26 日付の「貴社ご要請に対するご回答」において、当社が要請しました第三者委員会の設置を拒否されました。また、その理由として、①現在の貴社のガバナンス・コンプライアンス体制は独占禁止法違反事案が発生した当時の状況とは大きく異なること、②現状とは大きく異なる過去の調査に多大なリソースを割くよりも未来に向けて資本効率の改善等にリソースを集中させることが企業価値の向上及び株主共同の利益の最大化に資することを主張されています。

しかしながら、大変遺憾ではありますが、これらのご主張には以下の 3 点において重大な論理的矛盾が含まれており、市場の疑念を払拭するには不十分であると言わざるを得ません。

1. 現在進行形のガバナンス問題：コーポレートガバナンス・コード 基本原則 3（適切な情報開示と透明性の確保）への抵触

- 貴社社外取締役は、現在の貴社のガバナンス・コンプライアンス体制が独占禁止法違反事案が発生した当時の状況とは大きく異なるとご説明されていますが、当社が入手した供述調書等の内容（経営トップによる談合への関与や類似事案の示唆等）は、貴社がこれまで株主に対して行ってきた「類似事案の不存在」や「CEO の関与の否定」という説明と相容れないものです。
- コーポレートガバナンス・コード基本原則 3 は、上場会社に対して、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、とりわけリスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、正確で利用者にとってわかりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきとしております。

- 貴社が上記の客観的証拠と乖離した不正確な説明を是正しない現状は、コーポレートガバナンス・コードが上場会社に対して求める、適切な情報提供と説明責任を果たしていないという「現在進行形」の深刻なガバナンス不全が生じているものに他なりません。

2. 体制の連続性と自己評価の限界：日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」が定める独立性・中立性の欠如

- 貴社社外取締役は「コンプライアンスの徹底及びガバナンス体制の強化に向けた改革の実行を進めて」いる旨を主張されていますが、独占禁止法違反事案が発生した当時取締役であった方々が、現在も CEO および COO として経営の中枢を担われています。
- 日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」においては、不祥事の調査を行う第三者委員会は「企業等から独立した立場で、企業等のステークホルダーのために、中立・公正で客観的な調査を行う」ことが求められています（同ガイドライン 2 頁）。日本取引所自主規制法人も、「内部統制の有効性や経営陣の信頼性に相当の疑義が生じている場合」には「独立性・中立性・専門性」を確保した第三者委員会の設置が有力な選択肢となるとしています（日本取引所自主規制法人「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」）。
- そのため、不祥事に関与した疑いのある当事者が経営の中枢に留まる中で、第三者の検証も経ていない状況では、「ガバナンス体制の強化に向けた改革の実行を進めている」との貴社社外取締役のご説明は客観的な根拠を欠くものであり、市場の納得を得ることはできません。
- 特に、供述調書内において、現 COO である馬田氏は、自ら、過去の再発防止策は「お役所向け」であり実効性を何ら伴うものではなかったと供述しています。このように、経営トップが過去の施策は形骸化したものであったことを認めているという特殊な事情を鑑みると、同じ経営陣による「ガバナンス体制の強化に向けた改革」に実効性があることを無批判に受け入れることはできません。

3. コスト対効果の誤認（ガバナンス・ディスカウント）：経済産業省「伊藤レポート 3.0（SX 版伊藤レポート）」等における資本コストと企業価値の毀損

- 貴社社外取締役は第三者委員会による調査よりも、未来に向けて資本効率の改善等にリソースを集中させることが企業価値の向上及び株主共同の利益の最大化に資すると説明しておられますが、これは、経済産業省「伊藤レポート 3.0（SX 版伊藤レポート）」等が示す企業価値評価の原則を見誤ったものです。
- 同レポートは、「長期的かつ持続的な企業価値向上を実効的に推進するためには…ガバナンス体制の整備が有効である」旨を説明しております（9 頁）。しかしながら、貴社は、独

占禁止法違反事案の類似事案の存在や現経営陣による不祥事への関与といった疑惑を放置し、その結果、ガバナンス体制に不透明性が残る状況に陥っています。

- このような状況は、「長期的かつ持続的な企業価値向上を実効的に推進する」ものではなく、かえって、投資家の期待収益率（資本コスト）を押し上げ、株価を割り引く「ガバナンス・ディスカウント」を招きます。したがって、第三者委員会の調査および調査結果の開示によるガバナンス体制への透明性の確保と、それによる市場からの信頼回復こそが、貴社の資本コストを低減し企業価値を向上させるための最もリターンの高い投資であり、これによらない合理的な理由はありません。

以上のことから、当社は、貴社において自浄作用の欠如が深刻な水準で生じており、貴社から独立した第三者委員会による調査の必要性に疑いの余地はないと考えております。

買収防衛策の導入根拠と客観的事実との乖離について

そのような状況下で、貴社は買収防衛策を導入した理由として、当社による経営支配権取得の懸念があること、当社による経営方針に関する情報が不足していることを主張されています。しかしながら、繰り返し申し上げておりますとおり、当社は、貴社に対し、既保有分とあわせて議決権が 30% を超える株式の取得を市場取引を通じて行わない旨の誓約書案を提示しており、貴社において、当社による経営支配権取得の懸念を払拭することは容易でした。

それにもかかわらず、貴社は当該誓約書案を受領した事実を伏せたまま、単に「強圧性がある」などと主張することで、あたかも「有事」が発生しているかのような状況を作り出しました。そればかりか、当社の過去のトラックレコードや貴社との建設的な対話の経緯についても、買収防衛策の導入を正当化するために、貴社株主をはじめとするステークホルダーを誤導するような説明を行っております。

当社は、買収防衛策の導入根拠として示された貴社の説明が、客観的事実と明らかに乖離していることに対し、強く抗議いたします。事実を正確に伝えず、ステークホルダーを誤導しかねない貴社の姿勢は、上記 1 と同様に、説明責任の不全を示す深刻なガバナンス上の問題であると考えています。

貴社が指摘する「情報不足」への対応について

以上のとおり、貴社が主張する「経営支配権取得の懸念」という前提自体が、客観的事実と異なり誤っていることは明らかです。しかしながら、貴社がなおも「情報不足」を買収防衛策導入の根拠とされている現状に鑑み、当社は貴社のご懸念に最大限寄り添うべく、本書にて「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を提出いたします。

これは本来、純投資を目的とする投資家である当社には求められるはずのない水準の情報提供ではございますが、本提言を貴社に提出し、また、本提言についての資料を貴社株主の皆様へ開示することを通じて、「情報不足」との貴社のご指摘を完全に解消し、不毛な対立ではなく、本来あるべき「企業価値の向上」に向けた建設的な議論をご一緒したいと強く願っております。

ガバナンス体制の整備に関する具体的提言（本編）

当社は、貴社の企業価値を回復させるためには、単なる対症療法ではなく、以下の２段階のプロセスを経る必要があると考えています。

Step 1 過去の清算

- まず、独立した第三者委員会により、過去の不祥事およびガバナンス不全の真因を究明し、将来の憂いを完全に断ち切ります。なお、調査拒絶の現在の姿勢そのものも、検証の対象とします。

Step 2 未来への再構築

- その上で、３層構造（Layer 0-2）のガバナンス・インフラを整備し、自律的に価値を生み出す組織へと変革します。

Step 1 過去の清算：第三者委員会による事実確認・原因究明・再発防止策の策定

貴社社外取締役は「現在は過去とは異なる」との旨を主張されますが、その連続性を断ち切るための客観的な検証（第三者による事実確認・原因究明）は未だなされていません。以下の要件を満たす「真に独立した第三者委員会」を設置し、当該第三者委員会による調査、および、調査結果に基づく是正措置の実施を信頼回復の原点とすべきと考えます。

日本弁護士連合会策定の「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（以下「日弁連ガイドライン」といいます。）を完全に充足する第三者委員会による調査の実施

- 委員の完全な独立性：** 会社側との取引関係、顧問契約関係、過去の社外役員の経歴といった会社側との利害関係のない弁護士・会計士のみで構成する。
- 調査への不介入：** 委員会の独立性を担保するため、事実関係の明白な誤認訂正を除き、会社側（取締役会および事務局）による報告書案の事前査読および修正関与を禁止する。
- 協力義務と証拠保全：** 会社側は調査に全面的に協力し、デジタル・フォレンジックを含む証拠保全に応じる。協力拒否や証拠隠滅の事実があった場合は、報告書にその旨を記載する。
- 開示手法：** 要約ではなく調査報告書全文（会社の営業秘密、重要性を欠く一般的な従業員のプライバシー・個人情報を除くが、取締役、執行役員、および部門長以上の役職者に関する情報は、説明責任の観点から開示対象とする）を開示する。
- 終了時期：** 調査結果を 2026 年 3 月期の定時株主総会における議決権行使に反映できるよう、遅くとも 2026 年 5 月末日までには報告書全文を開示する。

スコープ（※組織的・構造的な問題の解明に重点）

1. 実行行為および監督責任に関する事実認定

- 過去の不祥事に対する現経営陣（CEO/COO）の関与の有無に加え、取締役会および監査等委員会が、法的リスクや不祥事の兆候を把握し得る機会があったにもかかわらず、なぜ自浄作用を発揮できなかったのか、その善管注意義務および監視義務の履行に関わる事実を客観的に認定する。
- なお、事実認定にあたっては、刑事責任の有無に関する事実のみならず、善管注意義務の観点や、コンプライアンス精神の欠如やこれが疑われる行為といった企業倫理の観点から、問題視すべきガバナンス上の瑕疵に関する事実についても認定する。

2. 類似事案および商慣行の組織的調査

- 談合事件⁵および日大関連病院事件⁶の類似事案の有無に関し、グループ全社・全拠点における商慣行を含めた網羅的な調査を行う。なお、期限（2026年5月末）の遵守を優先し、第三者委員会の判断により、リスクベース・アプローチによる重点調査や統計的サンプリング調査で代替することを妨げない。
- 個人の資質の問題に留めず、予算達成圧力や人事評価制度など、組織的に不正を誘発しかねない構造的要因が存在しなかったか検証する。

3. 特定の人物の影響力と院政構造の調査

- ガバナンス強化特別委員会が認めた元代表取締役会長の影響力について、当該人物を中心とした利益相反取引などの不適切な取引が他にないかについて網羅的に調査を行う。
- さらに、なぜ特定の役員に権限が過度に集中し、相互牽制が機能しない体制（独断専行）が許容されてきたのか、現経営陣による忖度構造の有無を網羅的に調査する。

4. 内部統制および再発防止策の検証

- 2003年以降策定された再発防止策がなぜ機能しなかったのか、その実効性を検証する。
- その上で、一部の不心得者の問題に矮小化せず、組織全体を支配する不正の是認と隠蔽の継続、相互監視機能の麻痺という「組織の病理」を特定する。

⁵ 以下の①～③の事件を指す。

①東邦薬品株式会社が、2000年3月の医薬品入札において同業他社と受注調整を行ったとして、2003年2月に公正取引委員会から課徴金納付命令を受けた宮城県カルテル事件。

②東邦薬品株式会社が、2016年6月上旬頃および2018年6月上旬頃、独立行政法人地域医療機能推進機構（JCHO）が発注した医療用医薬品の入札に関して受注調整を行ったとして、2021年6月に有罪判決を受け、公正取引委員会から排除措置命令および課徴金納付命令を受けたJCHO事件。

③九州東邦株式会社が、遅くとも2016年6月24日から2019年11月27日までの期間に独立行政法人国立病院機構NHOが発注する医薬品の入札に関する受注調整を行ったとして、2023年3月に公正取引委員会から、排除措置命令および課徴金納付命令を受けたNHO事件。

⁶ 2024年6月に、東邦薬品株式会社が、ペーパーカンパニーに対して、日本大学病院および日本大学医学部附属板橋病院に対して販売した医療用医薬品の値引き分の一部を、コンサルティング料の名目で支払うことで少なくとも1億165万円にも及ぶ不正資金の作出に関与したと報じられている事件。

5. 危機対応における意思決定および情報開示プロセスの妥当性検証

- 過去から現在に至る一連の危機対応・不祥事対応のプロセスにおいて、取締役会の善管注意義務が果たされていたかを包括的に検証する。なお、検証にあたっては、適法性の確認に留まらず、経営判断としての実質的な合理性と、取締役としての善管注意義務および説明責任が真に尽くされたかを厳格に問うものとする。
- **2025 年 6 月に開催された定時株主総会における再任の判断：**不祥事への関与が疑われる状況下でありながら、なぜ十分な調査を行わず、当該役員（現 CEO/COO）の再任（会社提案）を決定したのか。その判断に至るリスク評価と意思決定プロセスの妥当性を解明する。
- **2025 年 12 月の第三者委員会の設置を拒絶した判断：**談合事件等の供述調書等の客観的証拠が提示された後においてもなお、第三者委員会による調査を拒絶したのはなぜか。特に、調査対象となり得る当事者が調査の拒絶の意思決定に関与していなかったか（利益相反の有無）を含め、判断の公正性を検証する。
- **情報開示の正確性と誠実性：**株主との対話および市場への情報開示において、客観的事実（供述調書等の内容）と乖離した説明や、不都合な事実の秘匿・矮小化が行われていなかったかを確認し、その原因を特定する。

6. 真に機能する再発防止策の策定

- 1～5 に関する事実認定と原因究明を経たうえで、直接的な原因の除去および、それらの原因の背景にある組織風土、人事評価システム（インセンティブ構造）、意思決定プロセスにおける構造的欠陥といった間接的な原因の除去を可能とするような、真に機能する再発防止策を策定する。

Step 2 未来への再構築：3 層構造のガバナンス・インフラ

貴社社外取締役は「ガバナンス体制の強化に向けた改革の実行を進めて」といると主張されています。本提言は、単なる努力目標ではなく、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を申し上げているものですので、貴社の取組みが真実であれば、以下の Layer 0～2 に記載する施策の実行を拒む理由はないはずです。なお、本提言記載の施策の導入・運用については、その導入・運用状況の形式的な開示に留まらず、実効性が伴っているかを株主が常に検証できるだけの透明性を持った情報開示が確保されることを前提とします。

Layer 0 ガバナンス基盤（監督の土台）：有事対応と戦略監督を両立し、市場の信頼に足る取締役会への進化

- **0-1 取締役会の構成と能力:** 過去の延長線上にあるスキルセットを排し、第三者委員会の検証結果および新戦略に基づき、資本配分やリスク管理能力を重視した構成へと能動的に進化（再最適化）させる。
- **0-2 公正性の担保と特別委員会を活用したガバナンス:** 経産省指針に準拠した客観的な運用ルールの導入や特別委員会の権限（予算の決定・役員の選任権等）の完全独立化により、経営陣がその保身のために行動するリスクを構造的に排除する。
- **0-3 指名・報酬ガバナンスの設計:** 指名報酬委員会委員長の取締役会におけるアジェンダの設定権や取締役の解任勧告権に加え、取締役会が指名報酬委員会の答申を最大限尊重する義務を取締役会規則等に明文化して指名報酬委員会を実効化し、それでもなお取締役会の機能不全が続く場合は、指名委員会等設置会社への移行を含む抜本的な体制変更を行う。
- **0-4 取締役会の運営と実効性:** CEO と取締役会議長の分離、筆頭独立社外取締役の設置、および独立した取締役会事務局とコーポレート・セクレタリーの導入を起点として、取締役会の運営および審議の主導権を監督側へ移行させ、取締役会を形式的な報告会から、根本課題やリスクテイクを議論する実効性の高いモニタリングのためのものに抜本的に変革する。
- **0-5 対話と開示の基盤:** 透明性の高い完全な情報開示を前提とした建設的な対話を企業価値向上のエンジンと位置づけ、批判的意見を含む市場の叡智を経営戦略へ積極的に取り込むプロセスの制度化を図る。

Layer 1 守りのガバナンス（正常化・リスク管理）: 構造的な利益相反を排除し、不祥事の温床を断つためにガバナンスを正常化

- **1-1 利益相反管理と政策保有株式:** 資本コストを下回る政策保有株式は、原則として保有数を縮減するものとし、取引先出身者とのなれ合いや利益相反のリスクを、独立した第三者視点で厳格に監視する。
- **1-2 経営の監督と規律付け:** 第三者委員会の事実認定に基づき経営陣の適格性を再検証し、不正関与者の厳格な処分（解任・損害賠償請求等）を断行するとともに、形骸化した監督体制および再発防止策をゼロベースで刷新する。
- **1-3 リスク管理と内部統制システム:** CGO の刷新による第2線（管理部門）の独立性確保と、開示する情報の恣意的な選別を許さない内部統制システムの再構築により、形骸化していた3線ディフェンスを実効化させるとともに、リスク情報の開示における恣意性を排除し透明性を確保する。
- **1-4 監査・内部通報と自浄作用:** 内部監査部門の執行側からの完全な独立（人事権等）やリニエンシー制度の導入により、不都合な真実が揉み消される構造的要因を排除し、自浄作用を回復させる。

- 1-5 有事対応と公正な M&A: 不祥事等発覚時の有事には日弁連ガイドラインを充足した第三者委員会の設置を原則とし、買収防衛策については恣意的な運用や強圧性認定を排除するため、厳格な客観基準と事後検証プロセスを確立する。

Layer 2 攻めのガバナンス（価値創造）: 守りを固めた上で攻めに転じ、持続的な高収益体質へ変貌させる価値創造

- 2-1 資本コストに基づく経営戦略: 第三者による資本コスト（WACC）の再検証を経て、P/L 偏重から ROIC 重視の経営へ転換し、構造的な阻害要因を解消する企業価値向上への確たるロードマップとマイルストーンを提示する。
- 2-2 事業ポートフォリオの最適化: 資本コスト割れやコングロマリット・ディスカウントの解消に向け、社外取締役主導でゼロベースの戦略的見直しを行い、聖域なく最適な資源配分（事業・資産再編を含む）を実行する。
- 2-3 CEO サクセッションと選解任: 企業価値向上と課題解決に資する熱意と能力を「あるべき CEO 像」として再定義し、不祥事対応を含む現経営陣の適格性検証と並行して、外部招聘を含めた真のリーダーを選抜する透明性の高い後継者計画を運用する。
- 2-4 インセンティブ報酬の設計: 不合理な商慣習の是正や市場評価を評価指標に組み込み、「変革への挑戦が報われる」高水準の成果報酬体系と、不正への厳格なクローバック条項等を両立させ、企業価値向上への強力なインセンティブを付与する。
- 2-5 執行強化と価値の顕在化: 外部プロフェッショナル（CTO/CFO）の登用に加え、変革に必要な権限とリソースを付与することで実行力を担保し、CGO 設置による監督機能の完全分離と併せて、変革を完遂できる強力な執行体制を構築する。

Layer 0-1～2-5 の詳細

各項目では、貴社の具体的なご事情を前提としたものとして、プライム市場上場企業である貴社が備えるべきガバナンス・インフラの「基本方針」を示したうえで、貴社の現状課題や過去の経緯（ガバナンス不全等）を踏まえ、信頼回復と価値向上に不可欠な是正策として「追加措置」を提示しています。

0-1 取締役会の構成と能力

1. 戦略適合性の定義と可視化

基本方針: 経営環境の変化（低 PBR の定着、コンプライアンスリスクの増大）に対応するため、取締役会に必要なスキルセットを資本配分やリスク管理を中心に再定義する。スキルマトリックスは単なる経験の有無ではなく、過去の実績（トラックレコード）に基づく客観的根拠をもって開示する。

追加措置: 経営戦略との整合性担保とスキル定義の刷新

現在の取締役会スキルセットは、不祥事が発生した過去の延長線上にあり、資本市場が求める規律（ROIC 経営）とコンプライアンスの厳格化に対応しきれていない。事業継続性に配慮しつつも、過去の内部統制構築義務違反リスクを遮断するため、不祥事の温床となり得る「業界慣行への過度な同調」を是正できるスキル（異業種知見、法務・財務、投資・資本市場の専門性）を優先的に補充する。

追加措置：スキル適合性の実質的検証

談合事件等の供述調書等で明らかになった内部統制不全の経緯を踏まえ、現任取締役候補者が法的リスク管理やガバナンスのスキルを実質的に保有しているか、過去の在任期間中に具体的な不祥事防止アクションを講じた実績があるか否かに基づき再検証する。形式的な法務経験ではなく、有事における自浄作用の発揮能力をスキル要件として重視する。

追加措置：動的なスキルポートフォリオの進化

守りと攻めは不可分であり、取締役会の構成において、「守りのガバナンス」の確保を理由に「攻めのガバナンス」を先送りすることは許容されない。企業価値最大化のための経営戦略は常に変動し得ることから、固定化するのではなく、最新の経営戦略に基づき、その実行に真に必要なスキルセットを見極め、取締役会構成を動的に進化（再最適化）させるものとする。

2. 独立性とモニタリング機能の強化

基本方針：プライム市場の上場会社として、形式的な基準（東証基準）にとどまらず、実質的な独立性を担保するため、機関投資家や議決権行使助言会社（ISS/グラスルイス等）が推奨するグローバル水準の独立性基準を採用する。特に政策保有先等の構造的な利益相反リスクを排除する。

追加措置：構造的利益相反の排除

医薬品卸事業における業界連携の重要性は理解するが、それは執行側（執行役員）が担うべき役割である。監督機能（社外取締役）については、業界特有の構造的な利益相反関係（政策保有株式や人的関係）から距離を置いた人物でなければ、不合理な商慣習（過度な迎合）の是正は不可能であるため、取引関係者から社外取締役を選任することを原則禁止する。

追加措置：監査等委員の実効性評価と再任基準

監査等委員の選任にあたっては、過去の不祥事発生時における監査機能の発揮状況を厳格に評価する。不祥事の未然防止または早期発見に寄与できなかった場合は、その原因分析を行った上で、株主に対するアカウンタビリティ（説明責任）の観点から、漫然とした再任を行わない基準を指名報酬委員会で策定する。

3. 認知的多様性と監督・執行の分離

基本方針：取締役会の監督機能を強化し、透明性を確保するため、取締役会議長は独立社外取締役から選任することを原則とする。これにより、執行側（CEO）による議題設定の専断を防ぐ。

追加措置：CEO と議長の分離による利益相反回避

過去の不祥事（談合事件及び日大関連病院事件等）において、トップダウン型の意思決定が是正措置の遅れを招いた反省に基づき、再発防止策のモニタリング機能は執行（CEO）から切り離される必要がある。有事のリーダーシップは執行権限で行すべきであり、CEO と議長職の兼務は自己監督となり得ることから、再発防止の実効性を阻害するため、これを解消する。

追加措置：監査等委員の評価と信認プロセス

監査等委員である取締役の任期（2年）は会社法により定められたものである。しかし、その在任期間中に重大な善管注意義務違反（監視義務違反）が明らかとなった場合は、指名報酬委員会が主導して株主総会に解任議案を上程するか、あるいは次期不信任の方針を明確化することで、監査の空白期間を作らない緊張感を維持する。

4. 質の担保と持続可能性

基本方針：取締役がその役割を果たすために十分な時間を割けるよう、兼任社数を合理的な範囲（例：上場企業3社以内）に制限する。特に有事対応が必要な現在は、他社業務による多忙を理由とした十分な監督機能の発揮が困難な状況を是認しない。

追加措置：時間的コミットメントの定量的検証

現在の特別委員会対応や買収防衛策対応による業務負荷の増大を考慮し、兼任社数および取締役会・委員会への出席率を検証する。

本質的な議論への貢献（発言内容）に加え、物理的な時間確保が可能かどうかも善管注意義務の履行能力の一部とみなし、十分な時間を充当できないと判断される場合は、候補者選定の段階で除外する。

0-2 公正性担保と特別ガバナンス

1. 親子上場・上場子会社のガバナンス

基本方針：上場維持の合理性を定期的に点検し、独立社外取締役の増員や利益相反取引の監視を通じてガバナンスを確保する。（※本件においては上場子会社は存在しないため、該当事項なし）

2. 被買収時の特別委員会の設置と活用原則

基本方針：構造的な利益相反が生じる局面や買収防衛策導入時には、特別委員会を設置して公正性を担保し、その判断を最大限尊重する。防衛策の導入は、透明性が確保されたプロセスと、株主に対する誠実かつ正確な説明を絶対の前提条件とする。

追加措置：公正な M&A のための社内規定の策定

買収防衛策の運用が、経営陣の保身（エントレンチメント）目的で濫用されることを防ぐため、経済産業省の「公正な M&A の在り方に関する指針」や「企業買収における行動指針」等に準拠した社内規定を整備し、株主に開示する。具体的には、支配権の争い（有事）への該当性や、買収提案の真摯性、企業価値への影響度などについて客観的に評価するプロセスを義務付け、恣意的な運用を排除するメカニズムを導入し、株主に開示する。

3. 被買収時の特別委員会の構成と独立性

基本方針：会社、買収者および M&A の成否から独立した委員（原則として独立社外取締役）で構成し、実質的な独立性を担保する。特に、経営陣の保身との利害を共有する可能性のある者は、委員から厳格に排除する。

追加措置：構造的利益相反者の排除と独立性基準の厳格化

特別委員会の委員の選定においては、形式的な社外性だけでなく、経営陣との構造的な利害共有（長期在任による同質化や過去の経緯への関与）がないかを厳格に検証する。株主からの信

頼を回復するため、経営陣と利害を共有する可能性がある人物を排除し、真に客観的な判断が可能な委員のみで構成することを原則とする。

4. 被買収時の特別委員会の権限・リソースと報酬

基本方針：設置判断や委員選定に独立社外取締役が主体的に関与し、独自の外部専門家選任権と適切な報酬を確保する。

追加措置：アドバイザー選任権の実質化と独立した予算確保

特別委員会が一般株主に代わり自らの判断で外部専門家（リーガル／ファイナンシャル・アドバイザー等）を選任できるよう、会社側（執行部）から完全に独立した予算権限と選任権を付与する。これにより、執行側が選任したアドバイザーへの依存を絶ち、情報の非対称性を解消した上で、独立した立場からの意見形成を可能にする。

5. 利益相反者の遮断と事後検証

基本方針：投資家株主から選任された取締役等がいる場合を含め、利益相反の程度に応じて審議・決定から除外する措置を検討する。

追加措置：意思決定プロセスの透明化と事後検証

買収防衛策の発動や対抗措置の決定が、企業価値を毀損した場合に備え、その意思決定プロセスの公正性を客観的に検証するルールをあらかじめ策定する。具体的には、取締役および特別委員会の判断プロセス（利益相反の有無や情報の取り扱い等）について、事後的に第三者機関が検証を行い、株主に透明性を持って開示することなどを制度化し、判断の規律と公正性を担保する。

0-3 指名・報酬ガバナンスの設計

1. 指名・報酬委員会の機能の確保

基本方針：取締役会の監督機能を強化するため、現在の任意の諮問委員会が十分に機能しているか、指名委員会等設置会社への移行の是非を含めて抜本的な検討を行い、その結論と理由を開示することを基本方針とする。現状維持の場合も、答申の尊重義務を明文化し、実質的な決定権限を担保する。

追加措置：諮問型委員会の実効性検証

現状の諮問型委員会については、監督機能の実効性に疑義が生じている。談合事件等における供述調書等で明らかになった内部統制不全の経緯を踏まえ、「なぜ現在の体制で監督が可能と判断したのか」という合理的根拠が示されない限り、より監督権限の強い体制（指名委員会等設置会社等）への移行を検討し、次期定時株主総会までにその結論と移行計画（または移行しない合理的理由）を開示する。

追加措置：委員長のアジェンダ設定権の確立

会社側の取締役会事務局に依存せず、指名報酬委員会委員長が自ら取締役会におけるアジェンダ（審議事項）を設定する権利を確立し、監督機能を高める。

2. 委員会の構成と独立性

基本方針：経営の監督を独立した立場から行うため、指名報酬委員会の過半数は独立社外取締役と

し、委員長も独立社外取締役から選任する。不祥事に関与した者は委員から排除するとともに、過去の指名判断に疑義がある場合には、そのプロセスの妥当性を第三者視点で事後的に検証し、株主に説明することを義務付ける。

追加措置：疑義のある業務執行取締役の適格性再審査

談合事件等における供述調書等により新たな重要事実が発覚したことを受け、指名報酬委員会は、第三者委員会による事実認定（Step 1）の結果を踏まえ、CEO等の業務執行取締役の適格性についてゼロベースでの再審査を行う。審査の客観性を担保するため、当該対象者は、自身の処遇に関する審議・議決においては退席し、影響力を完全に行使できない状態とする。

追加措置：再任プロセスの第三者検証

談合事件等における供述調書等の存在という重要事実が存在しながら、なぜ不祥事に関与したことが疑われる取締役について、過去（2025年6月開催の定時株主総会等）において解任が行われず、逆に賛成推奨がなされたのか、その判断プロセスの妥当性について、第三者委員会による事実認定（Step 1）に基づき検証し、適切な再発防止策を講じる。

3. 権限範囲と諮問事項の明確化

基本方針：グループ全体のガバナンスを担保するため、重要子会社の人事を指名報酬委員会の審議対象とするとともに、CEOを含む取締役の解任基準および、相談役・顧問等の元役員の処遇についても指名報酬委員会の所管事項とし、透明性を確保する。

追加措置：重要子会社および解任勧告権の明記

子会社による事業運営がグループの根幹をなすことから、指名報酬委員会の答申内容に重要子会社の人事を含める。また、不祥事や経営不振の際に即時にCEO解任の牽制が働くよう、解任勧告権について関連する規程に明記する。

追加措置：元役員による経営関与の実態解明と透明化

元役員（顧問等）による経営関与の実態について調査し、株主に開示する。元役員による不透明な影響力行使（院政的支配）のリスクを排除するため、顧問制度の存続意義を再評価し、必要性が説明できない場合は廃止を含めて見直すなどして、2025年10月9日に出されたガバナンス強化特別委員会の最終答申から更に踏み込んだ是正措置を行う。

4. 運営ルールと利益相反管理

基本方針：社長・CEOが委員に含まれる場合の利益相反管理を徹底する。また、経営陣の隠れ蓑やアリバイ作りとしての委員会設置を許容せず、実質的な議論（ROICに基づく資源配分やCEO処遇等）が行われず、牽制機能が働かない形式的な委員会は、廃止を含めて抜本的に見直す。

追加措置：形骸化した委員会の実態是正

これまでの各種委員会（経営戦略委員会、投資委員会、ガバナンス強化特別委員会等）において、形式的な運営や調査の拒否などの機能不全となっていたことが疑われる事例が散見される。過去の「お役所向けのアリバイ作り」という体質からの脱却を図り、実効性あるモニタリング機関へと作り変える。

5. 情報開示と透明性の確保

基本方針：各委員会が株主に対する説明責任を果たすため、結論だけでなく、その決定に至る主要な

論点（反対意見の有無等）と判断の合理的根拠を詳細に開示することを原則とする。

追加措置：ブラックボックスからの脱却と説明責任

現状、各委員会における議論や判断のプロセスについて透明性が欠如しているため、特に CEO 再任などの重要事項については、個人情報や機密情報に配慮しつつも、どのような判断基準と議論の経過に基づいて決定されたのか、その論理構成を株主が検証可能なレベルで開示する。

0-4 取締役会の運営と実効性

1. 執行への権限委譲とモニタリング移行

基本方針：監督と執行を構造的かつ機能的に分離し、形式的な現状維持ではなく実効性の高いモニタリング体制を確立する。

追加措置：指名委員会等設置会社への移行検討

現状のガバナンス体制については、経営トップの選解任や不祥事対応における監督機能の実効性に疑義が生じている。そのため、更なる監督機能の向上と透明性の確保を企図して、監督と執行を明確に分離する指名委員会等設置会社への移行を検討し、次期定時株主総会までにその結論と移行計画（または移行しない合理的理由）を開示する。

追加措置：CEO と議長の分離原則

取締役会議長は非 CEO（原則として独立社外取締役）とする。特に、コンプライアンス上の疑義や利害対立が生じる局面において、CEO が取締役会議長を務めることは自己監督となり、調査や是正措置を妨げる構造的なリスクがあるため、速やかに分離に向けた措置を講じる。

2. リーダーシップの確立

基本方針：執行側に対する強力な牽制機能と変革へのリーダーシップを持った筆頭独立社外取締役を設置する。

追加措置：日弁連ガイドラインに基づく調査と企業風土の刷新

筆頭独立社外取締役を設置し、目下のガバナンス問題については、日弁連ガイドラインを充足した第三者委員会による原因究明と再発防止策の策定プロセスを主導する権限を付与する。また、不正の是認や現状維持バイアスといった負の遺産を断ち切り、健全な企業風土への刷新をリードする。

追加措置：適正な価値転嫁を妨げる商習慣への対峙

医薬品卸業界において、提供価値に見合った適正な対価確保（価値転嫁）を妨げる構造的な商習慣に対し、覚悟を持って対峙するよう執行側に検討と実行を促す。その是正プロセスについては、株主に対して透明性を持って自身の言葉で開示し、説明責任を果たす。

3. 実効性評価と PDCA サイクル

基本方針：客観的な第三者視点を導入して評価プロセスを厳格化し、不祥事や保身行為を看過しない実質的な機能検証を行う。

追加措置：自己評価の破綻と第三者機関による検証

これまでの取締役会実効性評価は、不祥事の兆候や株主との対話における課題を十分に抽出できておらず、自己評価の限界が懸念される。そのため、第三者委員会による調査結果（Step 1）

が出た後に、過去の実効性評価システム自体の妥当性についても第三者機関による検証を行う。

追加措置：不祥事対応の評価項目化と遡及検証

実効性評価の項目に「有事・不祥事対応における監督機能の発揮」を追加するとともに、過去の評価プロセスが適切であったかを事後的に再検証し、評価制度を改善する。

4. 審議の活性化とアジェンダ管理

基本方針：形式的な報告を排して企業価値の毀損要因となっている根本課題を年間アジェンダの中心に据え、適切なリスクテイクを促す。

追加措置：根本課題へのフォーカスとリスクテイク

経営戦略の監督においては、企業価値を毀損している構造的な収益性の低下や、改善への諦めといった根本課題をアジェンダの中心に据える。社外取締役は、現状維持の承認機関ではなく、執行側の視座を引き上げ、持続的成長に向けた適切なリスクテイク（変革）を促す役割を徹底する。

追加措置：不祥事情報の即時開示と信賞必罰

不祥事発生時の客観的事実に基づく速やかな開示を徹底する。また、必要な調査を拒絶したり、保身のために議論を誘導した取締役については、再任プロセスにおける適格性評価に厳格に反映させる。

5. 支援体制とトレーニング

基本方針：会社側からの情報のみに依存しないよう、社外取締役が独自の予算とリソースを持って情報を入手できる環境を保障する。

追加措置：執行から独立した取締役会事務局の設置と、責任者（コーポレート・セクレタリー）の配置

社外取締役のリソース不足を解消するため、執行部門の指揮命令系統から切り離された専属組織として取締役会事務局を設置する。さらに、その統括責任者として、高度なガバナンスの知見を有する専門職（コーポレート・セクレタリー）を配置する。本機能の実効性を担保するため、事務局の活動予算、外部専門家の起用権、およびコーポレート・セクレタリーを含む事務局スタッフの選任・人事評価権は筆頭独立社外取締役が管轄し、執行側による介入や付度を構造的に排除する。

追加措置：社外取締役のみの会合の透明化

社外取締役のみの会合の実効性を高めるため、議論のテーマや概要（※機密情報を除く）について株主への透明性を確保し、株主の代弁者としての監督機能が果たされているか検証可能にする。

0-5 対話と開示の基盤

1. 対話方針の策定と体制整備

基本方針：株主との建設的な対話を促進するための体制を整備し、対話全般について統括を行う責任者を指定して、真正な対話方針を確立する。

追加措置：対話プロセスの客観性確保と正常化

現状の対話プロセスについては、株主提案や意見表明の意図を恣意的に解釈し、建設的な対話を拒絶する「保身のための運用」が行われている懸念がある。なぜ対話機能が不全に陥ったのか、第三者委員会による事実認定（Step 1）を踏まえて原因を究明し、株主の声を正しく経営に反映させる正常なプロセスへと再構築する。

追加措置：統括責任者の適格性評価

株主との対話において、客観的事実と乖離する説明や不誠実な対応が確認された場合、当該対話統括責任者や担当者の適格性を厳格に再評価し、信頼回復に資する体制へと刷新する。

2. 対話の実践とフィードバック

基本方針：業務執行には携わらない独立社外取締役が自ら対話を行い、株主の意見や懸念、特に合理的根拠のある提案を真摯に検討し、批判的意見を含めて取締役会へフィードバックするプロセスを確立する。また、合理的な提案を採用しないと判断した場合は、その理由を明確に回答・開示するルールを設ける。

追加措置：批判的意見の直視とプロセス構築

外部からの客観的な証拠提供や指摘に対し、調査や検証を行わずに拒絶する姿勢は、ガバナンス上の盲点を生む要因となる。耳の痛い指摘や証拠を無視せず、経営改善の糧として取り込むプロセスを確立する。

3. 情報開示の充実と公平性

基本方針：企業価値を毀損するおそれのあるリスク事項について早期に情報開示するとともに、経営陣にとっての有利不利を問わず、未公表の重要事実については正確かつ公平な開示を確保する完全開示制度を設計する。

追加措置：客観的事実との乖離の是正と原因究明

株主への情報提供において、客観的事実と齟齬が疑われる説明や、一部の事実偏った情報開示が行われた経緯について、第三者委員会による調査（Step 1）を通じて組織的な背景を解明する。誤った情報に基づく市場の誤解を速やかに是正するとともに、なぜ監督機能（社外取締役）が情報の正確性を担保できなかったのかを検証する。

追加措置：不都合な情報の完全開示

経営陣にとって不都合な情報（不祥事の兆候やリスク情報）こそが、投資家の判断にとって最も重要であるとの認識に立ち、網羅的かつ透明性の高い開示が行われる制度を設計する。

4. 株主総会の運営高度化

基本方針：株主総会が対話の場であることを意識し、自己正当化の場としての利用を排し、重要事実の開示不足により株主の判断に歪みが生じた可能性がある場合には、その経緯と反省を対話の際に説明する。

追加措置：情報の非対称性がある状況における「信任」の再定義

重要事実（不祥事の全容や経営陣の関与の疑い等）が株主に知らされないまま得られた議決権行使結果をもって、経営方針への「全面的な信任」が得られたと解釈することは、株主総会の形骸化を招く。情報の非対称性を速やかに解消した上で、改めて真の信任を問う姿勢へと是正

する。

1-1 利益相反管理と政策保有株式

1. 政策保有株式の縮減と厳格な検証

基本方針：資本コストを下回る政策保有株式は、保有の合理性が定量的に説明できない限り、縮減・売却する方針を確立し、保有を継続する場合は、なぜそれが企業価値最大化に必要な不可欠なのかについて定量・定性の両面から説明責任を果たす。

追加措置：資本コスト割れの原則売却と検証プロセスの適正化

現状の政策保有株式は資本コストを下回るリターンであるため、原則として縮減・売却を進める。保有継続の是非については、企業価値最大化に資する具体的かつ定量的な根拠（ROIC 基準等）に基づく開示を徹底する。なお、定量評価にあたっては、「株式保有の有無と取引継続の可否」を厳格に切り分け、漠然とした関係維持効果による保有の正当化を認めない。

追加措置：検証主体の利益相反排除

政策保有先の出身者や、過去に取引関係を有していた取締役が検証プロセスに関与することは、構造的な利益相反に該当する。検証の中立性を担保するため、政策保有先と利害関係（過去の取引関係を含む。）がない独立社外取締役のみで検証プロセスを構成し、客観的な判断を担保する。

2. 政策保有株主との関係規律

基本方針：政策保有を行う株主からの不当な介入やなれ合い人事を排除し、議決権行使の基準を厳格化するとともに、株式の持ち合いを行う取引先出身者の取締役選任を原則として見直し、ガバナンスの独立性を担保する。

追加措置：構造的ななれ合い関係の解消

株式の持ち合いを行う取引先から歴史的に社外取締役を受け入れてきた慣行は、経営陣への規律を弱め、適正な利潤確保を妨げる不合理な商慣習（未妥結・仮納入や逆ザヤ・アローワンス依存等）を温存させることで、構造的ななれ合いの温床となるリスクがある。特定の取引先との癒着を疑われる構造自体を解消するため、関係性の抜本的な見直しを行う。

追加措置：取締役選任基準の厳格化と売却妨害の禁止

安定株主工作の懸念を払拭するため、株式の持ち合いを行う取引先出身者の社外取締役選任については、独立性基準を厳格化し、将来的には廃止するロードマップを策定・実行する。また、政策保有を行う株主による当社株式の売却意向に対し、取引関係を盾に売却を妨害する行為を禁止する規定を整備する。

3. 関連当事者取引・利益相反の監視

基本方針：関連当事者取引について重要性に応じた承認プロセスを徹底し、特に過去の利益相反リスクが高い取引の疑義について第三者視点で徹底的に調査を行い再発防止策を講じる。

追加措置：過去の利益相反リスクの調査と監視強化

2025 年 10 月 9 日付けガバナンス強化特別委員会の最終答申において、旧経営陣が特定案件を主導的に推進し、ガバナンスを無効化して不透明な取引を行っていた事実が認定されている。

トップダウンによる内部統制の無効化という手口が明らかになった以上、これを単なる例外とせず、第三者委員会（Step 1）において、旧経営陣が関与した他の契約や、他の利益相反事例・スキームが存在しないか、網羅的な検証を行う。

4. 有事対応における構造的利益相反

基本方針：保身目的での制度濫用を防ぐため、M&A等の検討段階から特別利害関係を有する取締役を除外するとともに、買収防衛策の発動が企業価値を毀損した場合に、その意思決定プロセスの妥当性と公正性を事後的に検証するプロセスを確立する。

追加措置：保身目的の濫用防止と特別委員会の独立性

買収防衛策の導入や維持が、経営陣の保身（エントレンチメント）目的で正当化されることを防ぐため、判断主体である特別委員会の独立性を厳格化する。特に、過去の内部統制上の問題に関与した可能性のある人物など、広義の保身の動機を有する者は委員から除外し、構造的な利益相反のリスクを排除する。

追加措置：プロセス責任の明確化と事後検証

買収防衛策の濫用により株主利益が損なわれるリスクを考慮し、事後検証メカニズムを導入する。買収防衛策の濫用により企業価値が毀損された疑いがある場合は、第三者機関がその意思決定プロセス（利益相反の有無等）を調査し、その適切性および責任の所在について客観的な検証を行う。

5. アセットオーナー（企業年金）の機能発揮

基本方針：企業年金がアセットオーナーとして機能を発揮できるよう、専門性を持った人材を登用し、自社の取引先との関係維持を優先させないよう運用委託先を管理する。

追加措置：議決権行使のモニタリング

運用機関に対してスチュワードシップ活動に関する原則を明確に示し、会社提案への盲目的な賛成など、利益相反のある議決権行使が行われていないかモニタリングする。

1-2 経営の監督と規律付け

1. 執行状況のモニタリングと検証

基本方針：業務監査を含む真正な監査計画を策定し、監査等委員会の調査権を補助する執行から独立した監査支援機能（スタッフ・予算）を確保して、実効性の高い独立したモニタリング体制を確立する。

追加措置：監督機能不全の解明と第三者委員会

不祥事の連続や客観的証拠（談合事件等の供述調書等）が存在しながら監査等委員会および取締役会において適切な自浄作用が発揮されなかった事態を、内部統制システム上の重大な欠陥と捉える。その構造的な要因について、日弁連ガイドラインを完全に充足した第三者委員会（Step 1）において客観的に解明する。

追加措置：執行から独立した監査支援機能の確保とプロセスの開示

監査等委員会の調査権を実質化するため、執行側の指揮命令系統から独立した監査支援機能を確保する。また、独立したモニタリング組織が具体的にどのようなリスク項目について監視し

ているのか、そのプロセスと進捗を株主に対し透明性を持って開示し、監査の形骸化を防ぐ。

2. 経営責任の明確化と是正措置

基本方針：現経営陣の適格性検証と再発防止策の再度の策定を行い、ガバナンス不全に起因する損失案件や不祥事に対し、不十分な検討に基づくものであったかを見極め、経営責任の追及を適切に行う。

追加措置：経営陣および監査等委員の適格性検証

第三者委員会の事実認定（Step 1）に基づき、CEO および COO を含む経営陣の適格性を厳格に再検証する。その結果、善管注意義務違反や監視義務違反が認められた場合には、関与の程度や態様に応じ、解任および会社法に基づく損害賠償請求を含む厳正な処分を検討・実行する。また、過去に調査請求を拒絶した監査等委員である社外取締役についても、その判断プロセスの妥当性を検証する。

追加措置：実効性ある再発防止策への作り直し

第三者による原因究明のない、これまでの対症療法的な施策（形式的な規則化や組織改革）では、有効な対策とはなり得ない。したがって、これらの施策を再発防止策の一部として、第三者委員会の提言（Step 1）に基づきゼロベースで再構築する。

3. 社外取締役による監督姿勢

基本方針：形式論からの脱却とビジネスモデル是正を行い、挙手制などといった形式ではなく、真に社外取締役による戦略や目標の妥当性について検証が行われる体制を構築する。

追加措置：不正を誘発する構造的要因の是正

公正取引（パートナーシップ構築宣言等）を掲げる中で、企業価値毀損の要因となり得る不合理な商慣習（未妥結・仮納入、逆ザヤ・リベート構造への依存等）が放置されていないか監視する。これらは現場の収益圧迫を招き、不正への逃避（コンプライアンス違反）を誘発する根本的な問題であるため、取締役会として執行側にこれらの解消を強く促進し、是正状況をモニタリングする。なお、具体的な是正ロードマップと期限を策定させ、進捗が芳しくない場合は人事評価に反映させる。

4. インセンティブによる規律付け

基本方針：適切な責任追及と解任プロセスの主導を行い、指名報酬委員会においてクローバック条項などのリスク管理メカニズムを導入し、不正を起こした際の減俸や減額規定を厳格化する。

追加措置：不正関与者の厳格な処分と解任主導

不正に関与した、あるいは監督責任を有する取締役および役員については、聖域を設けず、不祥事への関与の程度や対応に応じた責任追及（解任議案、損害賠償請求等）を行う。特に CEO 等の経営トップに責任が認められる場合は、独立社外取締役がその解任プロセスを主導し、ガバナンスの自浄作用を証明する。

5. 解任プロセスの発動と影響力排除

基本方針：不透明な影響力行使の排除と顧問制度の透明化を行い、交代後も前社長等が社内に留まる場合、現社長のパフォーマンスを阻害しないよう権限を制限し、株主に非開示で行われている権限行使について透明性ある制度を構築する。

追加措置：元役員による経営関与の実態解明と制度の再構築

元代表取締役等の退任役員（顧問等）が、経営会議への出席など実質的な経営関与を行っていた実態について調査し、その必要性和合理性を検証する。株主に非開示での権限行使（院政的支配）を許さないよう、顧問制度の廃止を含めた実効性の高い制度へ再構築する。なお、元役員の処遇については、顧問・アドバイザー等としての採用を原則禁止とし、当該元役員が真に会社にとって不可欠であると合理的に説明できる場合を除き、例外を認めない。

1-3 リスク管理と内部統制システム

1. 企業文化・行動規範の醸成

基本方針：取締役会は健全な企業文化の醸成に向けてリーダーシップを発揮し、トップ自らがインテグリティ（誠実と高潔）を示してコンプライアンス重視のメッセージを現場へ発信する。

追加措置：ガバナンス不全に対する経営トップの適格性検証

ガバナンス不全の責任を有する疑いのある経営トップが改革を先導することは、企業文化の刷新を阻害する。指名報酬委員会において、第三者委員会の事実認定（Step 1）を踏まえ、経営トップの再任の妥当性についてゼロベースで再検討する。

追加措置：言行不一致（インテグリティ欠如）の是正

経営陣が掲げる企業理念や再発防止への誓いと、実際の行動（株主への対応や事実開示姿勢）に重大な矛盾や乖離がないか検証する。言行不一致は組織全体のモラルを低下させる主因であるため、その原因について客観的に検証し、信頼されるリーダーシップを回復する。

2.3 線ディフェンスの構築と第2線の強化

基本方針：内部統制のため3線ディフェンスを導入し、特に法務等のリスク管理部門である第2線の独立性を確保して実効性ある監査体制を構築する。

追加措置：監査等委員会・内部監査部門とCGOの機能不全是正

監査等委員会およびこれと連携すべき内部監査部門（第3線）は、客観的証拠が存在する中で十分な調査機能を果たしておらず、また最高ガバナンス責任者（CGO/第2線）についても、過去の経緯から監督機能の発揮に懸念が残る。ディフェンスラインの実効性を担保するため、CGOの要件を見直し、過去の不祥事と利害関係のない人物または外部専門家（会社側との取引関係や人的関係を有しない独立した専門家）を登用するよう体制を刷新する。

3. グループ・ガバナンス体制の整備

基本方針：親会社はグループ全体の内部統制構築に責任を持ち、各社が遵守すべき共通ルールを整備して法的かつ実効的な遵守を担保する。

追加措置：形骸化した規定の是正と親会社の責任

親会社において重要事実に関する説明責任が果たされていない状況下で、子会社におけるガバナンスを整備することは困難である。形式的で実効性を欠く社内規程（仏作って魂入れずの状態）とならないよう、まずは親会社経営陣の適格性を第三者委員会にて厳格に再検証（Step 1）し、グループ・ガバナンスを牽引するに足る正当性を回復する。

4. サイバーセキュリティとリスク開示

基本方針：企業価値を毀損するおそれのあるリスク事項について早期に把握し正確な情報提供を行うとともに、サイバーセキュリティ対策もコストではなく投資と捉える。

追加措置：客観的事実との乖離の是正と説明責任の履行

リスク情報の開示において、客観的事実（類似事案の有無や株主の真意等）と乖離した説明や、経営陣に都合の良い恣意的な情報の選別が行われていないか検証する。二重基準による説明責任の欠如は市場の信頼を損なうため、事後的に情報開示プロセスの公正性を検証し、責任を明確化する。

5. 社外視点の導入

基本方針：コンプライアンス対応や内部統制の構築に際し、社内の常識にとらわれない視点を取り入れる。

追加措置：日弁連ガイドラインを充足した独立した第三者委員会の設置と過去の清算

ガバナンス強化特別委員会は、談合事件等の供述調書の内容（役員関与の可能性）について具体的な事実認定を行っていない。内部統制システムの有効性を担保するため、日弁連ガイドラインを充足した独立した第三者委員会（Step 1）を設置し、「なぜ自浄作用が働かなかったのか」という組織的要因を特定する。

1-4 監査・内部通報と自浄作用

1. 内部監査（第3線）の独立性と権限

基本方針：内部監査部門は、経営陣への報告に加え、監査等委員会への直接のレポートライン（デュアルレポート）を確保する。さらに、経営陣からの独立性を担保するため、計画承認や部門長の人事・報酬決定における監査等委員会の同意権を確立する。

追加措置：執行側からの評価権限の独立化

形式的な独立性では不十分であるため、内部監査部門の人事評価への執行側の関与を遮断し、社長や執行役員への構造的な忖度を排除する制度を構築する。

追加措置：業務監査の拡大

子会社監査について、従来の財務・会計監査にとどまらず、業務の適法性やコンプライアンスについての監査も必須とし、監査の死角をなくす。

2. 監査役・監査等委員の実効性と連携

基本方針：監査等委員は法令遵守だけでなく業務の妥当性も含めた監査を行い、違法行為差止請求権を能動的に行使する。また、過去の不作為が取締役の善管注意義務に違反しないかを徹底的に検証する。

追加措置：調査権不行使の背景検証

度重なる不祥事の兆候や客観的証拠（談合事件等の供述調書等）が存在しながら、監査等委員会が調査権を行使しなかった背景には、構造的な機能不全が存在する。第三者委員会（Step 1）において、その不作為の原因（情報不足やスキル不足等）を究明し、改善策を講じる。

追加措置：抽象論からの脱却と具体化

過去の再発防止策が「お役所向け」のものに留まっていた事実や、ガバナンス強化特別委員会の最終答申も詳細な事実認定を欠く抽象的な提言に留まっていた反省を踏まえ、現場の実態（商慣習や組織風土）に即した、具体的かつ実効性のある再発防止策を策定・監視できる体制に強化する。

3. グループ監査体制の構築

基本方針：子会社に対する監査はリスクの重要性に基づいて対象を選定し、親会社と子会社の監査役、監査等委員および内部監査部門が連携してグループ全体の内部統制を監査するとともに、不透明な院政的支配のリスクを排除する。

追加措置：隠蔽の温床となる顧問制度の是正

過去の不祥事対応において、元役員（顧問等）が子会社の経営会議等に関与し続ける実態が、自浄作用の発揮を阻害していた疑いがある。社外の独立した視点への一元化を進め、責任権限の不明確な顧問による影響力を排除する。

4. 内部通報制度の実効性

基本方針：経営陣から独立した窓口を設置し、従業員が報復を懸念せず通報できる体制を整備する。特に、執行側による握りつぶし（情報の遮断）を構造的に回避するため、情報の独立性を徹底するとともに、リニエンシー制度を導入する。

追加措置：ガバナンス責任者（CGO）の適格性検証

内部通報の受付・判断を担う最高ガバナンス責任者（CGO）には、過去の不祥事と一切の利害関係がなく、高い中立性を持つ人物が求められる。過去の不祥事発生当時の役職等に照らし、監督責任や不作為の懸念が完全に払拭されない人物が担当することは不適切であるため、過去の不祥事と利害関係のない人物または外部専門家（会社側との取引関係や人的関係を有しない独立した専門家）を最高ガバナンス責任者（CGO）に登用する。

追加措置：リニエンシー制度の導入

通報者に対する不利益取り扱いを禁止するだけでなく、自ら不正に関与した者が通報した場合の処分を減免するリニエンシー規定を導入し、組織的に隠蔽された不正の発見を促進する。

5. 運用状況の開示と透明性

基本方針：制度の実効性を確保するため、通報件数や対応状況を開示する。これまでの隠蔽実績を踏まえ、「重大な違反なし」という結論ありきの報告を排し、軽微な事象も含めた網羅的な報告を義務化する。

追加措置：運用状況の透明化と対応策の公表

内部通報の案件については、個人のプライバシーに配慮しつつ、担当者の守秘義務に違反しない限度で事案の類型や深刻度に応じた具体的な概要と、講じられた対応策を併せて開示する。この開示プロセスは、執行側による改ざんや隠蔽を防ぐため、内部ではなく監査等委員会が主体となって検証し、株主への透明性を担保する。

追加措置：外部専門家起用の妥当性検証

法的助言を行う外部専門家（顧問弁護士等）が、経営陣の自己正当化や延命を優先する助言を行っていないか検証する。また、不祥事対応において、会社側との過去の委任関係や人的関係

(出身母体等)による利益相反がないかを確認し、依頼者である会社の利益に資する助言が得られる体制を確保する。

1-5 有事対応と公正な M&A

1. 不祥事・緊急時の対応体制

基本方針：不祥事等の早期発見および被害最小化を講じる措置を整備するとともに、有事の際には真に機能する第三者委員会を設置して全容解明と再発防止策の策定を行い、特に重大な事案においては独立社外取締役が主導する体制を確立する。

追加措置：日弁連ガイドラインを充足した第三者委員会の設置

過去の不祥事対応においては、事実認定を経ない形式的な対応に留まり、根本的な解決に至らなかった懸念がある。今後の危機管理においては、日弁連ガイドラインを充足した第三者委員会を設置し、その委員選定は独立社外取締役のみで構成される会議体が全権を持つて行うものとする。

追加措置：緊急承継計画と解任主導

不測の事態に備えたエマージェンシー・プランを策定するとともに、大規模な不祥事や著しい業績悪化等、経営陣による指揮が不適切と判断される場合には、独立社外取締役が主導して速やかに社長・CEOの解任を行うかの判断を行うプロセスを確立する。

2. 買収提案受領時の初動プロセス

基本方針：買収提案を受領した場合には、握りつぶし防止のため速やかに取締役会に付議し、客観的根拠を欠く解釈で安易に断ることなく、独立性の高い構成員による特別委員会の設置や外部検討プロセスを採用して検討を行う体制とする。

追加措置：特別委員会の独立性と客観性の担保

特別委員会の構成においては、経済産業省の「公正な M&A の在り方に関する指針」や「企業買収における行動指針」等を踏まえ、独立社外取締役を中心としつつ、その独立性や専門性を補完するために必要に応じて社外の有識者（弁護士・会計士等）を加えるなど、客観的な妥当性を担保する検証プロセスを採用する。また、既存の取締役会メンバーのみならず、利益相反のない外部視点を取り入れることで、判断の公正性を高める。

追加措置：プロセスの公正性監視と説明責任

デューデリジェンスの不当な制限や過度な検討期間の設定、不合理な質問への回答要求など、買収提案の検討を実質的に阻害する行為が行われていないか監視し、判断の合理性について事後的に株主へ説明責任を果たせるよう、検討プロセスおよび判断に至った具体的かつ合理的な根拠（算定根拠等を含む）を記録・開示する。

3. 買収防衛策の導入・発動規律

基本方針：買収防衛策の発動は、経営陣の保身目的による濫用を断固として防止し、必要かつ相当な方法によって運用を徹底する。

追加措置：導入・維持の適切性に関する客観的検証

有事型買収防衛策の導入や維持にあたっては、「経営支配権の争いの有無」や「株主の意図」

について、恣意的な解釈を排除し、客観的事実に基づいて判断する。保身目的（エントレンチメント）での運用を防ぐため、導入根拠の合理性について、独立性の高い機関による厳格な検証を行う。

追加措置：発動判断に係るプロセスの事後検証

買収防衛策の発動が企業価値を毀損するリスクを考慮し、企業価値を毀損した疑いがある場合には、その意思決定プロセスの妥当性を第三者機関が検証する。

4. 強圧性の排除と客観的認定

基本方針：支配権争いや強圧性の存在を客観的事実に反して認定することを排し、買収防衛策の導入・発動については客観的かつ厳格な基準を適用する。

追加措置：強圧性認定の厳格化と恣意性の排除

強圧性の認定にあたっては、過去の対話実績等の客観的事実を最大限尊重する。存在しないリスクを過大に見積もることで株主の権利行使を制約しないよう、認定基準を厳格化し、恣意的な運用を排除するメカニズムを構築する。

追加措置：発動要件の客観化

買収防衛策の発動要件から経営陣の主観的な裁量を排除し、企業価値毀損の具体的な蓋然性に基づく客観基準を徹底する。

5. M&A における行動規範

基本方針：不正確な情報開示や取引先への不当な働きかけ、強圧的な勧誘などを厳に慎むとともに、買収者から提供された情報については要約や歪曲を行わず、原文へのアクセス権を株主に保証する。

追加措置：原文へのアクセス保証と情報の非対称性解消

買収提案や株主提案に関する情報開示において、会社側による恣意的な要約や解釈（フィルタリング）を防ぐため、営業秘密に関わらない限り、提案者が作成した原文への直接アクセス権を株主に保証する。これにより、情報の非対称性を解消し、株主が一次情報に基づいて正確な判断を行える環境を整備する。

2-1 資本コストに基づく経営戦略

1. 資本コスト把握と目標設定

基本方針：自社の資本コストを的確に把握した上で、収益力・資本効率に関する目標を提示し、取締役会がその妥当性を検証するプロセスを確立する。

追加措置：資本コスト設定の客観的妥当性検証

現在の資本コスト設定（6%）については、低収益な現状を追認する水準となっていないか、その算出根拠に疑義がある。市場との対話に基づき、算出プロセスを第三者が再検証し、事業リスクを適切に反映した客観的な資本コスト（WACC）を再設定する。

追加措置：既達成 ROE 目標の妥当性再検証

既に過去に達成済みの ROE8%が、なぜ中期経営計画の将来目標として適切なのかを再検証する。安易な現状維持の目標設定になっていないか、市場評価や資産アプローチに基づく期待リターン（ROIC）との整合性の観点から厳しく精査する。

追加措置：事業リスクに応じた厳格なハードルレート

投資委員会等における形式的な承認プロセスを排し、実質的な議論を徹底する。各事業のリスク特性に応じた適切なスプレッド（安全マージン）を確保するため、客観的に算出された資本コストに基づく厳格な ROIC ハードルレートを導入・運用する。

2. エクイティ・ストーリーの構築

基本方針：長期的な価値創造ストーリーを描き、競争優位を生む無形資産への投資や事業間の関連性を明確にするとともに、単なる用語の使用にとどまらない実効性のある戦略を提示する。

追加措置：構造的な阻害要因の解消

コンプライアンスリスクを誘発する商慣習への依存や、低収益構造の固定化といった「構造的な阻害要因」が、企業価値向上（付加価値の転嫁）を妨げている懸念がある。これらをどのように解消し、持続的な成長軌道に乗せるかについて、明確な戦略と各年度の定量的な達成基準（マイルストーン）を含むロードマップを示す。

追加措置：コア事業改善の積み上げ根拠の開示

今後コア事業の ROIC が改善するとしている目標について、精神論ではなく、どのような具体的施策の積み上げによって達成可能なのか、その根拠と蓋然性を詳細に検証し、株主に説明する。

3. 資本政策と株主還元

基本方針：資本効率を意識した資産圧縮と還元、および資本コストに基づいた手元資金の最適活用を含めた財務管理の方針を策定し、漫然とした内部留保を排して手元資金の最適活用の促進について本質的な議論を行う。

追加措置：政策保有株売却の原則

政策保有株式については、取引関係の維持・強化による定量的メリットが資本コストを上回ることを立証できない限り、原則として縮減・売却を進める。

追加措置：売却資金の有効活用

売却資金は、物流網の強靱化や人的資本への投資へ優先的に充当し、社会インフラとしての持続可能性を高めた上で、規律ある株主還元を行う。

4. B/S 視点と市場評価（PBR）の経営

基本方針：投資規律の厳格化と全案件の事後検証を行い、P/L 偏重から脱却して B/S や C/F 視点での議論を徹底するとともに、資本コストに見合うリターンを生まない事業の撤退基準を明確化する。

追加措置：投資案件の ROIC 検証と開示

大規模投資において、資本コストに見合うリターン計画が不明確なまま実行されている疑義がある。過去の案件を含め、資本コストの観点からの妥当性を事後的に検証するとともに、今後の新規投資においては期待 ROIC の算出と開示を必須化し、投資規律を強化する。

追加措置：成長投資の有効性根拠の開示

成長投資の妥当性について、大規模なものはすべて期待 ROIC を開示する。さらに、それらの投資が定量的・定性的に有効であることの根拠を透明性を持って株主に提示する。

追加措置：低収益事業の撤退基準の厳格化

資本コストを下回る事業については、単なる撤退ありきではなく、抜本的な収益構造の改革計画を策定する。一定期間内に ROIC 目標を達成できない場合には、グループ内での保有意義と競争優位性をゼロベースで再検証し、売却や撤退を含む戦略的選択肢を検討する。

5. グループ戦略と投資家への説明

基本方針：戦略検討プロセスを刷新して真の独立性を確保し、委員会が経営陣の保身や現状追認の免罪符となることを防ぐとともに、検討状況とロジックを投資家に具体的に説明する。

追加措置：戦略策定に必要なリソースの確保

過去の経営戦略委員会では、外部アドバイザーの起用についてコストを理由に消極的であった結果、現状追認的な計画の提示に留まった経緯がある。真に実効性のある戦略を策定するため、会社側から独立した外部専門家を起用できるよう、十分な予算とリソースを確保する。

追加措置：戦略検討委員会の実効性担保

経営戦略委員会が、経営陣の方針を追認するための形式的な通過儀礼として機能している疑いがある。現状維持バイアスを排除し、聖域なき議論を行うため、委員会の構成と運営プロセスを抜本的に見直し、経営陣からの独立性を担保する。

追加措置：真に独立した戦略検討委員会の立ち上げ

実質的な独立性と専門性を有する外部有識者を招聘する。社外取締役が中心となり、既存のしがらみにとらわれずあらゆる施策を検討した上で、その結果とロジックを株主に透明性を持って開示する。

追加措置：リスク情報の開示と信頼回復

過去の不祥事やガバナンス上の課題（リスク情報）については、包み隠さずすべて開示し、透明性を確保することで、新たな経営戦略への株主によるサポートを獲得する。

2-2 事業ポートフォリオの最適化

1. ポートフォリオ管理の基本方針と責任

基本方針：経営者はポートフォリオの最適化とシナジー創出を通じた企業価値の最大化を第一の使命とし、取締役会は少なくとも年に 1 回は基本方針を見直すとともに、機能不全のリスクが高い場合は経営体制の抜本的な見直しを検討する。

追加措置：コングロマリット・ディスカウントの解消

現在の株価純資産倍率（PBR）の低迷は、シナジーのない多角化によるコングロマリット・ディスカウントが主因であるとの認識に立ち、事業分離（スピノフ）による企業価値の顕在化を含めたあらゆる戦略的選択肢を、聖域なく検討する。

追加措置：経営適格性の欠如と監督責任

過去の不祥事対応やガバナンス上の疑義（Step 1 で検証される事項）を抱えたままの経営体制では、抜本的なポートフォリオ改革が「現状追認」に終わるリスクが高い。したがって、改革の実行に先立ち、最高経営責任者としての適格性や監督権限のあり方を、客観的事実に基づき再考する。

追加措置：社外取締役による主導と説明

事業ポートフォリオの最適化は、社内の既存の利害関係や慣習にとらわれない判断を行うために、独立社外取締役が主導権を持つ。その検討結果については、執行側ではなく社外取締役自身が主体となって株主に説明し、透明性を担保する。

2. 評価基準の確立

基本方針：資本収益性と成長性を軸とした標準的な評価の仕組みを構築し、事業ごとの貸借対照表やキャッシュフローを整備した上で、自社が保有し続けることの経済合理性があるかの検証を毎年行う。

追加措置：資本コストとの整合性検証

医薬品卸事業や調剤事業の ROIC 目標と、会社が設定する株主資本コスト（6%）の水準感については、事業の実態リスクを反映していないとの指摘がある。保有を正当化するための数値合わせ（リエンジニアリング）とならないよう、執行側と利害関係のない独立した第三者機関による資本コストの再検証を行い、その結果とロジックを株主に開示する。

追加措置：算出プロセスの客観性担保

仮に資本コストの算出や適用に誤りがあった場合は、なぜそのような既存方針の追認となるような設定が行われたか、その要因（算出ロジックや承認プロセス）を特定し、客観性を担保する仕組みへと是正する。

追加措置：時間軸コミットメントの導入

資本コストを下回っている事業を漫然と保有し、抽象的な「回復基調」という説明で先送りすることなく、撤退・売却判断に至る具体的な時間軸（期限）と保有が妥当と判断するうえでの達成基準を開示する。

追加措置：厳格なハードルレートの導入

適切に見積もられた資本コストに基づき、事業リスクに応じた適切なスプレッド（安全マージン）を確保した厳格な ROIC ハードルレート（WACC＋スプレッド）を導入し適用する。

3. リソース・アロケーション

基本方針：成長投資への集中と投資リターンの検証を行い、成熟事業で生み出された資金を新規の成長事業に振り向け、設備投資や人的資本への投資を含む配分について具体的な実行内容を説明する。

追加措置：投資委員会の実質化と透明性

「投資委員会を経た」という形式要件のみで投資を正当化するのではなく、実質的な説明責任を果たす。人的資本投資やベンチャー投資など、将来収益の見通しが不確実な領域を含め、全ての投資において期待リターンと、なぜそれがハードルレートを上回るのかを株主に対して透明性を持って説明し、事後検証を可能にする。

4. カーブアウト・撤退の断行

基本方針：資本コスト割れ事業の抜本的な収益改善策の策定と聖域なき再編を実行し、回復が見込めないノンコア事業については、社会的インフラ機能の維持を大前提としつつ、他社との提携やカーブアウトを含む戦略的選択肢を早期に判断するとともに、その実行を経営陣の評価に反映させる。

追加措置：保有全事業の期待収益の明確化と最適化

保有事業・保有資産・新規投資の全てにおいて期待 ROIC を明確化し、資本コスト割れ事業は

保有意義をゼロベースで見直すなど、聖域なき事業・資産再編を行う。

追加措置：調剤薬局事業の位置づけ明確化

法人統合等の形式的な再編にとどまらず、調剤薬局事業のグループ内における戦略的位置づけについて、ポートフォリオ管理の観点から保有の経済合理性と中長期的な方向性を明確にする。

追加措置：事業ポートフォリオ改革のインセンティブ付与

低収益事業の撤退やカープアウトの断行を、経営陣の減点対象（規模縮小への抵抗）ではなく「資本効率改善への貢献」として評価し、役員報酬（業績連動指標）にポジティブに反映させる仕組みを導入する。

5. プロセスの透明化と外部視点

基本方針：検討プロセスを明確化し、外部の財務アドバイザー等の専門家を活用してストラテジック・レビューを実践するとともに、そのアドバイザー選定やアジェンダ設定の独立性を担保する。

追加措置：ストラテジック・レビュー（戦略的見直し）の実施

現在の事業構成ありきの現状追認を排し、ゼロベースであらゆる戦略的選択肢を検討する「ストラテジック・レビュー」を実施する。その際、社内の論理に縛られない外部の財務アドバイザー等を起用し、客観的な視点を導入する。

追加措置：専門家選定の独立性担保

過去の検討プロセスにおける反省を踏まえ、アドバイザーや委員の選定においては、形式的な要件だけでなく実質的な独立性（過去の会社との委任関係や取引関係の有無等）を重視する。今後のプロセスにおいては、真に独立した専門家を適切な選定プロセスに基づき登用する。

追加措置：目標数値設定の妥当性開示

事務局が積み上げただけの現経営計画の数値を排し、株主が外部から合理性を検証できるよう、目標設定の妥当性とそれに至る定量的な主要指標（KPI）のロジックを開示する。

2-3 CEOサクセッションと選解任

1. 「あるべきCEO像」の定義と基準策定

基本方針：指名報酬委員会において、経営環境や戦略を踏まえてあるべきCEO像を明確化し、ポートフォリオ改革を決断・実行できる資質を必須要件として組み込み、厳格な適格性要件と共に株主に開示する。

追加措置：経営トップの資質に関する客観的検証と要件への反映

談合事件等の供述調書等の存在や繰り返された不祥事といった客観的な事実を照らし、現在の経営トップが新たに定義されるべきである厳格な適格性要件を満たしているかについて、重大な疑義が生じている。過去にリスクが見過ごされ選任された経緯について、事実認定と原因究明を行い、その結果を厳格に現在の適格性判断に反映する。

2. サクセッションプランの策定と監督

基本方針：取締役会・指名報酬委員会は、後継者計画の策定・運用に主体的に関与し、就任から交代までを1サイクルとして監督するとともに、特に不測の事態に備えた緊急時対応を厳格化する。

追加措置：指名報酬委員会の主導による緊急計画の適正化

過去のトップ急逝時において、選択肢が限定され、結果として十分なプロセスを経ずに後継者が選ばれざるを得なかった後継者計画についてその合理性を検証する。執行側によって恣意的に後継者が選ばれる事態を排除するため、緊急時であっても社外取締役が主導して後任を選出する制度へ刷新する。

3. 候補者の育成と評価

基本方針：将来有望な人材を若手から早期選拔し、子会社トップ等の困難な課題解決（タフ・アサインメント）を経験させる。評価・育成にあたっては特定の属性や現経営陣からの不透明な関与を遮断し、客観的な実力を基準とする。

追加措置：育成プロセスからの不当な影響力排除

現在の執行取締役にはコンプライアンス意識やガバナンスへの理解に懸念が残るため、次期CEO候補の育成においては指名報酬委員会および外部のプロフェッショナルが主導権を持つ体制とする。これにより、現経営陣からの不当な影響力を排除し、特定の個人への権限集中や異論を許さない企業風土の再生産を防ぐ。

追加措置：360度評価と外部アセスメントの活用

顧客への交渉力強化、改革への確固たる意志を持つ候補人物を発掘するため、360度評価や外部アセスメントを駆使し、真に企業価値向上を実現できる人物かを多面的に評価する。

4. 外部人材の登用

基本方針：社内人材に限定せず、外部人材やグローバル人材も視野に入れて幅広い候補者層から検討することを義務化する。

追加措置：サーチファームの登用義務化

CEO候補者の選定にあたっては、サーチファームを登用し、外部人材の検索および候補者リストへの組み込みを義務化することで、内部論理のみでの選出を防ぎ、客観的な競争環境を導入する。

5. 選解任プロセスの透明化と運用

基本方針：PBR低迷等、CEOが機能を十分発揮していない場合に解任するための客観的な基準を確立し、毎年の評価で再任・不再任の判断を行うとともに、そのプロセスについて完全な説明責任を果たす。

追加措置：解任基準の厳格化と数値化

解任基準は定性的なものに留めず、「ROEが資本コストを継続的に下回った場合」や「相対的株主利回り（TSR）が競合他社に対し著しく劣後した場合」といった、恣意性の入り込む余地のない定量的なトリガーを設定し、これに該当した場合には原則として解任審議が発動される仕組みとする。なお、基準未達にもかかわらず留任とする場合は、その合理的理由を株主に詳細に説明する義務を課す。

追加措置：指名報酬委員会委員長による完全な説明責任

指名報酬委員会委員長は、スキルマトリックスとの整合性、サクセッションプランの詳細、育成プログラム、外部人材登用方針、業績連動指標に基づく選解任プロセスの詳細について株主

に開示する。

追加措置：再任プロセスの妥当性検証と責任

2025年6月に開催された定時株主総会において、談合事件等の供述調書等を株主に開示せず、客観的事実と乖離した説明を用いてまで、適格性に疑義のある取締役の再任プロセスが進められた経緯について検証する。指名報酬委員会委員長は、その判断プロセスの適切性について、事後的に株主に対し合理的な説明を行う義務を負う。

2-4 インセンティブ報酬の設計

1. 報酬ポリシーの策定とガバナンス

基本方針：グループ理念や戦略を頂点とした統一的な報酬政策を構築し、報酬委員会は個別の額決定だけでなく、インセンティブが機能しているかという方針策定に深く関与する。

追加措置：決定プロセスの透明化と委員長の責任

報酬連動指標の設定根拠や水準の決定プロセス、その妥当性のロジックを完全に公開する。指名報酬委員会委員長は、これらの報酬設計が企業価値向上に資するものであることについて、株主に対し合理的に説明する責任を負う。

追加措置：客観的な審査権限の確立

現状の報酬決定プロセスが、経営陣の言いなり（お手盛り）のためのものになっていないか厳格に監視する。指名報酬委員会は、経営陣が掲げた課題を本当に解決したか否かを客観的データに基づき審査し、未達や重要事実の隠蔽があった場合は、厳正に減額評価する権限を行使する。

2. 報酬構成の最適化

基本方針：固定報酬偏重を改め、長期インセンティブを中心とした業績連動比率を、株主との利害一致がより鮮明となる40-50パーセントへ引き上げ、ハイリスク・ハイリターンな構成とする。

追加措置：信賞必罰の徹底

「不祥事を放置・隠蔽すれば報酬は大幅減額ないし没収とする一方、長年の課題である構造改革を成し遂げ企業価値を飛躍させた場合は、グローバル水準の競争力ある高水準の報酬を支払う」という、成果に対してメリハリを効かせた報酬構成とする。

追加措置：不正・不祥事に対する報酬減額制度の強化

不正や不祥事が発生した際に、過去に遡って報酬を返納・没収できる制度（クローバック条項／マルス条項）を導入・強化し、短期的な利益追求によるモラルハザードを徹底的に防ぐ。

3. 戦略連動指標の設計

基本方針：評価指標を規模（絶対額）から効率性（資本収益性）および相対評価へ移行させ、不合理な商慣習からの脱却を「最大評価項目」として設定する。

追加措置：構造改革へのインセンティブ設定

医薬品卸業界の構造的な課題である「顧客への過度な依存」や「逆ザヤ・未妥結」の解消は、企業価値へのインパクトが絶大である。これを解消し適正な利益構造を実現した場合には、難易度の高い経営課題の解決として高く評価されるKPIを設定し、経営陣が改革に挑む強力な

動機付けを行う。

追加措置：相対的 TSR（株主総利回り）による外部視点の導入

経営陣の利益と株主価値を完全に一致させるため、TOPIX 医薬品指数や客観的な基準で選定された競合他社と比較した「相対的 TSR」を評価指標として導入する。市場からの評価が競合他社より劣後している場合には、連動報酬が支給されない設計とし、独りよがりの経営判断（エントレンチメント等）を抑制するメカニズムを構築する。

追加措置：高い目標設定によるインセンティブ機能の回復

容易に満額を受け取れる実効性を欠く目標設定を是正し、資本コストを十分に上回る野心的な目標を設定することで、現状維持を是としない真のインセンティブとして機能させる。

4. 適用範囲と人材戦略

基本方針：経営陣だけでなく、次世代幹部候補や子会社経営層へも株式報酬の付与対象を拡大し、グループ全体で株主価値向上に向けた一体感を醸成する。

追加措置：中心の子会社への個別インセンティブ

グループ中核子会社の役員においても、グループ全体の方針と連動した目標達成インセンティブが生じるよう、各社の個別の経営課題（特に現場レベルでの不合理な取引慣行の是正）に応じた適切なプランを指名報酬委員会が検討し実施する。

追加措置：ストックオプション等の活用とリテンション

必要に応じてストックオプションなども活用し、高い目標を達成した場合に相応の経済的利得を得られる仕組みとすることで、優秀な経営人材の確保・リテンションを図る。また、次世代幹部候補への株式報酬を拡大し、早期から「株主視点」を持たせる。

5. 情報開示と説明責任

基本方針：役員報酬の設計について、その理由や考え方を投資家に説明できるよう明確化し、毎年の検証を通じて透明性を確保する。

追加措置：委員長による直接説明と検証可能性

毎年、CEO の報酬決定のロジックについて指名報酬委員会委員長から説明を行い、株主がその妥当性について財務数値と突き合わせて検証できる透明性を確保する。

追加措置：妥当性ロジックの完全開示

なぜその報酬水準や構成比率が適切なのか、定量的なロジックに基づいて積極的に開示し、株主による事後検証を可能にする。

2-5 執行強化と価値の顕在化

1. 執行体制の強化と権限委譲（CXO）

基本方針：代表取締役社長・CEO を中心としたチームにおいて権限委譲を進め、各機能の最高責任者がシナジーと資源配分を最適化するとともに、監督機能と執行機能を明確に分離する。

追加措置：CEO と議長の分離による監督強化

現 CEO のリーダーシップ強化の観点も含め、監督機能の不全を解消するために、取締役会議長と CEO を明確に分離する。

追加措置：最高ガバナンス責任者（CGO）の適格性厳格化

ガバナンス強化を実効化するため、過去の不祥事と利害関係のない人物、または外部専門家（会社側との取引関係や人的関係を有しない独立した専門家）を最高ガバナンス責任者（CGO）に据え、執行からの独立性を担保する。

追加措置：変革最高責任者（CTO）の設置と実行担保

既存の延長線上にない抜本的な改革（ポートフォリオ再編やカルチャー刷新）を完遂するため、CEO の指揮下で特命全権を持つ変革最高責任者（CTO: Chief Transformation Officer）を設置し、改革の進捗をモニタリングする。

追加措置：第三者委員会を経た上での責任追及

役割最適化の障害となっている、不祥事やなれ合いに関与した役員に対し、第三者委員会の事実認定（Step 1）を踏まえ、その責任の程度に応じた厳正な処分の実施を検討し、機能する執行体制へ刷新する。

2. CFO の戦略機能と資本規律

基本方針：CFO は CEO のパートナーとして戦略に関与し、資本コスト把握やリスク・リターン分析のためのデータインフラを整備して資源配分を主導する。

追加措置：外部からのプロフェッショナル CFO 招聘

真に財務的な規律・批判を働かせるため、社内論理に染まらない外部プロフェッショナルを CFO に抜擢する。

追加措置：CFO の権限強化と厳格なハードルレート

CFO に、資本効率に見合わない投資案件への厳格な審査権限と、取締役会への再検証の付議および意見陳述権を付与する。正確な資本コストの見積もりを行い、資本コストに十分なマージンを上乗せした厳格なハードルレートを設定し、規律なき投資を阻止する。

3. 価値顕在化のための対話

基本方針：運用戦略と整合的な目的を持った対話を行い、社外取締役も登壇者として投資家に直接説明を行うことで、市場との信頼を構築する。

追加措置：対話における説明責任と事実検証

現状の対話プロセスにおいて、経営陣の保身（エントレンチメント）のために、客観的事実と乖離した説明が行われた懸念がある。企業価値の毀損を防ぐため、第三者機関により過去の情報開示（特に重要事実の秘匿の有無）の正確性を検証し、説明責任の不全が認定された場合は、その原因究明を行う。

追加措置：説明責任を果たさない関係者の処分と対話体制の再構築

調査によって認定された事実に基づき、株主への事実と異なる説明や隠蔽に関与した当事者の責任が認められた場合は厳正な処分を行い、真に中長期的な企業価値向上に資する信頼たる対話体制を一から作り直す。

4. 買収提案への対応と価値最大化プロセス

基本方針：平時から低評価要因を洗い出し、買収提案に対しては企業価値向上のみを基準に検討する。特に、経営陣の保身目的による買収防衛策の発動を防止するため、発動要件から恣意性を排除

し、客観的かつ厳格な基準で運用する。

追加措置：市場規律の正常化

経営陣に対する市場からの規律を無効化し、株主の権利を不当に制約する買収防衛策の発動がなされないように、グローバルなガバナンス基準に照らして発動要件の見直しを行う。

追加措置：恣意的な運用の排除と客観性の担保

有事対応において、経営陣が「支配権争奪」のリスク等を恣意的に認定し、保身のために裁量権を濫用することを防ぐ。買収提案への対応や対抗措置の発動要件から経営陣の主観的な裁量を排除し、客観的な事実のみに基づく厳格な運用基準を確立する。

以上