

当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料

2026年1月19日



エグゼクティブ・サマリー

当社は東邦HDに対し、大規模買付行為等説明書を提出しました。

本説明書の提出に際して、株主の皆様はその概要等をご説明させていただきます（1/2）

1 当社は、東邦HDによる「架空の有事」の自己演出に対し、あくまで真摯に対応いたします

「架空の有事」の自己演出に対する強い疑い

- 当社は、買収防衛策導入以前から、買付上限に関する誓約書案の提出を行い、経営支配権獲得に対する懸念が生じないようにしておりました
- 東邦HDは、それを無視し、誓約書案の存在を株主から隠すなどして「架空の有事」に基づいた買収防衛策を導入しました

買収防衛策のプロセス順守と買付上限の歩み寄り

- しかしながら、当社は、買収防衛策のプロセスを順守し、本来不要な大規模買付行為等説明書を提出しました
- さらに、その買付上限を東邦HDが主張する「実質的な拒否権水準」を下回る27%に設定しました

ガバナンス体制整備に関する具体的提言の提出

- 東邦HDは、当社が「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上の目的を示しておらず、株主の皆様への情報不足を懸念しているとしています
- 「架空の有事」である以上、その指摘は不合理です。しかし、当社は真摯に対応するものとし、詳細なガバナンス体制整備に関する具体的提言を公開することといたしました

当社は東邦HDに対し、大規模買付行為等説明書を提出しました。

本説明書の提出に際して、株主の皆様にその概要等をご説明させていただきます（2/2）

2 株式の追加取得の目的は「企業価値の向上余地」への投資を行うことにあります

東邦HDは事業の付加価値が高く、事業ROICも高いことから、適切な付加価値の反映、及び資本効率の改善を通じた企業価値向上余地は大きいと考えています

適切な付加価値の反映

- 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
- しかし、高い付加価値に見合った適切な対価を確保する仕組みが、未だ構築できておらず、東邦HDの粗利率は長年にわたり低下し続けています
- 経営陣は、提供価値に見合った収益構造を取り戻すビジョンを示すべきであり、それこそが、サステナビリティが求められる医薬品卸事業の健全なる姿であると考えます

資本効率の改善

- また、東邦HDの資産アプローチのROICは15%であり、本来高い資本効率を誇ります
- しかし、現経営陣は経営戦略委員会を経ても、ROE目標を中期経営計画で掲げた8%のままだに据え置いています
- 事業ROICが高水準であることを踏まえれば、本来より高い資本効率が実現されてしかるべきです

株主の皆様へのお願い：会社側の演出ではなく、客観的な事実をご確認ください

客観的な事実	
A 支配権取得という「架空の有事」の自己演出について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出済みだが、東邦HDは受領せず、その事実を株主に開示もしていない■ 当社は「東邦HDの株価は安いので、市場で買うことがあるかもしれないが30%は超えない」と伝えたが、東邦HDは当社が「30%まで買い上げることを決定した」かのごとく株主に伝えた
B 導入動機への疑念について（経営陣の保身の疑い）	<ul style="list-style-type: none">■ 経営陣が不正に関与していた旨を示す供述調書を当社が東邦HDに提示し2カ月後に買収防衛策を導入
C 当社の「意見が二転三転」しているとのことご批判について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は企業価値向上のための議論を一貫しており、議論のフォーカスの変化は、東邦HDの課題へのより深い理解に基づく不可避の変遷
D 富士ソフトへの投資事例に基づく短期利益追求とのことご批判について	<ul style="list-style-type: none">■ 東邦HDは富士ソフトの事例以外に、当社が短期利益追求であると主張する根拠を示せていない■ 当該事例においてさえ、時間軸を恣意的に切り取ることでしか「短期」を捏造できていない
E 戦略検討委員会設置の提案が特定株主への利益誘導であるという曲解について	<ul style="list-style-type: none">■ 東邦HDが実施した経営戦略委員会は目標据え置き現状追認に終わった■ その失敗を踏まえ、真に企業価値及び株主共同の利益に資する実効性ある委員会案を提示した■ その事実を以てもなお、特定株主への利益誘導に該当するとの主張は株主を誤導するもの
F 情報不足とのこと指摘について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は、支配権取得を伴わない純投資では本来不要な大規模買付行為等説明書を提出し、詳細な「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」までも提示

そのうえで、現状において買収防衛策を発動することが、真に企業価値向上に繋がるのか
賢明なる株主の皆様による、公正なご判断をお願い申し上げます

これまで、当社は一貫して東邦HDの「企業価値向上の実現」のために対話を重ねてまいりました

資料A

■ 当社の対話の方針は「企業価値向上の実現」で一貫してきました

— Phase1：攻めのガバナンス（Layer2）へのアプローチ（2023年3月～）

- ✓ 当社は東邦HDが標準的なガバナンスを備えている前提で、企業価値向上案・統合施策を提案するも、検討は現状追認に留まり統合案も即時拒絶されたため、攻めのガバナンスの機能不全が露呈

— Phase2：守りのガバナンス（Layer1）へのアプローチ（2024年6月～）

- ✓ 不祥事報道を契機に検証した結果、内部統制・リスク管理が機能していないことが判明するも、東邦HDは自主開示や調査の必要性を否定したため、守りのガバナンスの機能不全が露呈

— Phase3：ガバナンス基盤（Layer0）へのアプローチ（2025年3月～）

- ✓ 取締役会が戦略を語れず不祥事対応も拒む状況を社外取締役が是正できないことから、当社は議論をガバナンス基盤に深化。継続してガバナンス整備のための対話を実施

— Phase4：情報の恣意的な歪曲と「架空の有事」に基づいた買収防衛策の導入（2025年8月～）

- ✓ 不祥事に関する供述調書にて、CEO/COOをめぐる客観的事実と総会説明との乖離が露呈。当社が議決権比率の上限等に関する誓約書案の提出、十分な情報開示や提案を行ったにもかかわらず、東邦HDは「架空の有事」に基づく買収防衛策を導入

— Phase5：調査拒絶による自浄作用の欠如確定（2025年12月～）

- ✓ 当社は第三者委員会の最終要請と提訴請求権の行使による法的論点の提示を行ったが、東邦HDは「過去のこと」として調査を拒絶。客観的証拠との矛盾を黙殺するなどしたことで、当社は東邦HDの自浄作用の機能不全を確信

■ 供述調書を提出して以降の東邦HDの対応は、ガバナンス不全を強く示唆するものです。 しかし、当社は東邦HDの「企業価値向上の実現」を諦めることはありません

そのうえで、東邦HDの企業価値の回復のためには過去の清算と未来の再構築の2段階のプロセスが必要と考え、「ガバナンス体制整備に関する具体的提言」として公表します

資料B

- 当社は東邦HDの企業価値を回復させるためには、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

①過去の清算

— 以下の要件を満たす真に独立した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

- ✓ 日弁連の策定する第三者委員会ガイドラインを完全に充足する第三者委員会による調査の実施
- ✓ 組織的・構造的な問題の解明に重点を置いたスコープ設定

②未来への再構築

— 三層構造のガバナンス・インフラの整備

- ✓ Layer0：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と進化
- ✓ Layer1：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
- ✓ Layer2：攻めのガバナンス（価値創造）
 - 資本規律を整備して執行機能とインセンティブを強化することで、持続的な高資本効率を実現

- この2段階プロセスを経ることで、不正の容認に依拠した現状追認の経営から脱却して、適切なリスクテイクが行われる攻めの経営へと移り変わり、企業価値の持続的な向上が必然的に実現します

1 当社の真摯な対応

東邦HDの懸念（自己演出された有事）に最大限寄り添い、その全てを解消するため、
2026年1月16日付で以下の2点を行いました

東邦HDの懸念	当社の真摯な対応	
当社による 経営支配権の獲得	0 買付上限に関する 提出済誓約書案を提出 <small>※2025年8月に提出済み</small>	■ 8月に当社が提示した「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を東邦HDは無視し、その存在を伏せたまま、経営支配権獲得の恐れがあるとして買収防衛策を導入
	1 妥当性に疑義がある 買収防衛策のプロセス順守 と買付上限の歩み寄り	■ 当社は買収防衛策のプロセスを順守し、本来不要な大規模買付行為等説明書を提出 ■ 買付上限を、東邦HDが一方的に主張する「実質的な拒否権水準」を下回る27%（既保有分を含む）に設定
当社が「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上の詳細を示していない	2 ガバナンス体制整備に関する 具体的提言の提出	■ 東邦HDは買収防衛策の口実として、当社が「ガバナンス体制の構築を促すこと」以上の詳細を示していないとし、株主の皆様への情報不足を挙げている ■ そこで、当社は、当社の考える極めて詳細なガバナンス体制整備に関する具体的提言を提出 ■ これほどまでの詳細な提案は通常求められないが、当社は東邦HDが情報不足とする懸念に最大限応答

0 当社は2025年8月に「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出しましたが、東邦HDはこれを無視しています

当社は東邦HDに対し、2025年8月に「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出しています

2025年8月8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.

誓約書

東邦ホールディングス株式会社（以下「東邦HD」という。）の株主である 3D Investment Partners Pte. Ltd.（以下「当社」という。）は、2025年7月11日に東邦HDに送付しました書簡に記載した東邦HD株式の取得（以下「本件取得」という。）に関して、以下のとおり、誓約します。

第1条 （誓約）
当社は、東邦HDに対し、本件取得について、当社が既に保有する東邦HDの議決権とあわせて議決権が30%を超える東邦HD株式の取得を市場取引を通じて行わないことを誓約する。

第2条 （有効期間）
本誓約書の誓約は、2026年7月11日までに限り効力を有する。

以上

30%を上限とする誓約

第1条 （誓約）

当社は、東邦HDに対し、本件取得について、当社が既に保有する東邦HDの議決権とあわせて議決権が30%を超える東邦HD株式の取得を市場取引を通じて行わないことを誓約する。

当社が「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出したことを東邦HDは認識していました

■ 東邦HDが「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」を確認していたことはメールの文面からも明確です

誓約書関連のやりとり（2025年8月8日）

東邦HD 担当者
当社担当者名

東邦HD担当者名

3D 当社担当者
東邦HD担当者名

当社担当者名

東邦HD 担当者
当社担当者名

東邦HD担当者名

“誓約書を（中略）お送り頂けますでしょうか”

東邦HD
当社担当者宛てのメール

“誓約書について共有させていただきます”

当社
東邦HD担当者宛てのメール

“本日（8日）ご送付頂きました弊社取締役会宛の貴書簡（ご回答書）は、取締役全員に回覧したことをご連絡いたします”

東邦HD
当社担当者宛てのメール

その後、東邦HDより誓約書案に関するアクションはなし

0 東邦HDは当該誓約書案を株主に開示せず、「架空の有事」に基づいて買収防衛策を導入しました

東邦HDは買収防衛策導入時に「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案の存在に一切言及していません

■ 買収防衛策導入に関する資料では「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案の存在に触れていない

買収防衛策導入に関するお知らせ



“なお、当社は、3Dより（中略）現時点で、**どれだけの株数を取得するか等の具体的な追加取得の内容は、一切定まっていない旨の**説明を受けております”

東邦HD
3D社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

■ 買収防衛策についてより詳細に説明されている補足説明資料でも「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案の存在に触れていない

買収防衛策導入に関する補足説明資料



本日までの経緯	
24/6/24	大量保有報告書（議決権保有割合*5.45%）を提出
24/11/14	5ヶ月弱で議決権保有割合*20.78%に増加（変更報告書No.12）
25/3/25	「貴社の飛躍的な企業価値創造のために」を公表
25/5/27	枝廣氏、加茂谷氏、小谷氏の取締役選任反対を推奨する旨を公表
25/6/27	定時株主総会。3Dを除く圧倒的多数の賛成で全取締役候補者を選任
25/7/11	今後1年間、議決権割合が最大30%となるまで追加取得の意向を伝達
25/8/27	議決権保有割合*23.28%に増加（変更報告書No.15（直近））
25/10/3	枝廣CEOに戦略検討委員会の設置を具体的に要求 設置されない場合、臨時株主総会の開催を請求する意向を伝達
25/10/14	戦略検討委員会の設置を前提とした契約書案を提示

2025年8月8日に当社が「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出した事実が隠蔽されている

支配権取得を懸念しているのであれば、なぜ当社の誓約書を受領しないのでしょうか？
株主への情報不足を懸念しているのであれば、なぜ、そのような重要情報を開示しないのでしょうか？

出典：東邦HD「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」；東邦HD「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」

0 さらには、当社が30%まで買い上がることを決定したという、事実と異なる説明をしています

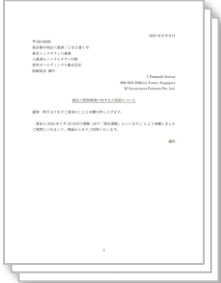
当社は、明確に「市場で買うことはあるが、30%を超えることはない」と伝えています

- 当社は東邦HD株式の追加取得に際して、上限が30%を上回ることはない旨を、東邦HD取締役会に対して複数回にわたって明確に伝えている



“本書到達後 1 年が経過するまでは、市場内取引を通じた貴社株式の追加取得の上限は、既に保有するものと合わせて議決権割合において最大30%までとすることを予定しております。なお、この点につき、貴社におかれまして必要とお考えであれば、この旨を記載した誓約書を差し入れることも検討可能です”

当社
東邦HD取締役会宛書簡(2025年7月11日)

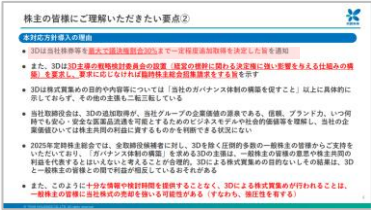


“この追加取得は、今後の情勢や市場の状況に応じて行うものに過ぎません。そのため、現時点で、どれだけの株数を取得するか等の具体的な追加取得の内容は、一切定まっておりません。当社書簡にてお伝えしましたとおり、当社としましては、貴社の経営支配権の獲得や短期的なキャピタルゲインの追求を目的としていないことから、30%を超えて市場取引を通じた取得をすることがないことを決定しております”

当社
東邦HD取締役会宛 貴社ご質問事項に対するご回答について
(2025年8月8日)

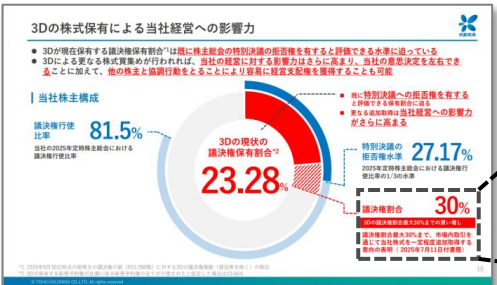
東邦HDは「当社が30%まで買い上がる旨を決定」したかのごとく株主の皆様説明しています

- 東邦HDは、当社が「議決権割合最大30%まで」東邦HD株式を追加取得することを決定したと記載することで、あたかも当社が30%までの株式取得を決定したと誤認させるかのように述べている



“3Dは当社株券等を最大で議決権割合30%まで一定程度追加取得を決定した旨を通知”

東邦HD
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



議決権割合

30%

3Dの議決権割合最大30%までの買い増し

議決権割合最大30%まで、市場内取引を通じて当社株式を一定程度追加取得する意向の表明（2025年7月11日付書簡）

なぜ、「当社が30%まで買い上がる旨を決定」したことにしたいのでしょうか？
誓約書を受領しないこととあわせて、「有事」の条件を恣意的に作ろうとはしていないのでしょうか？

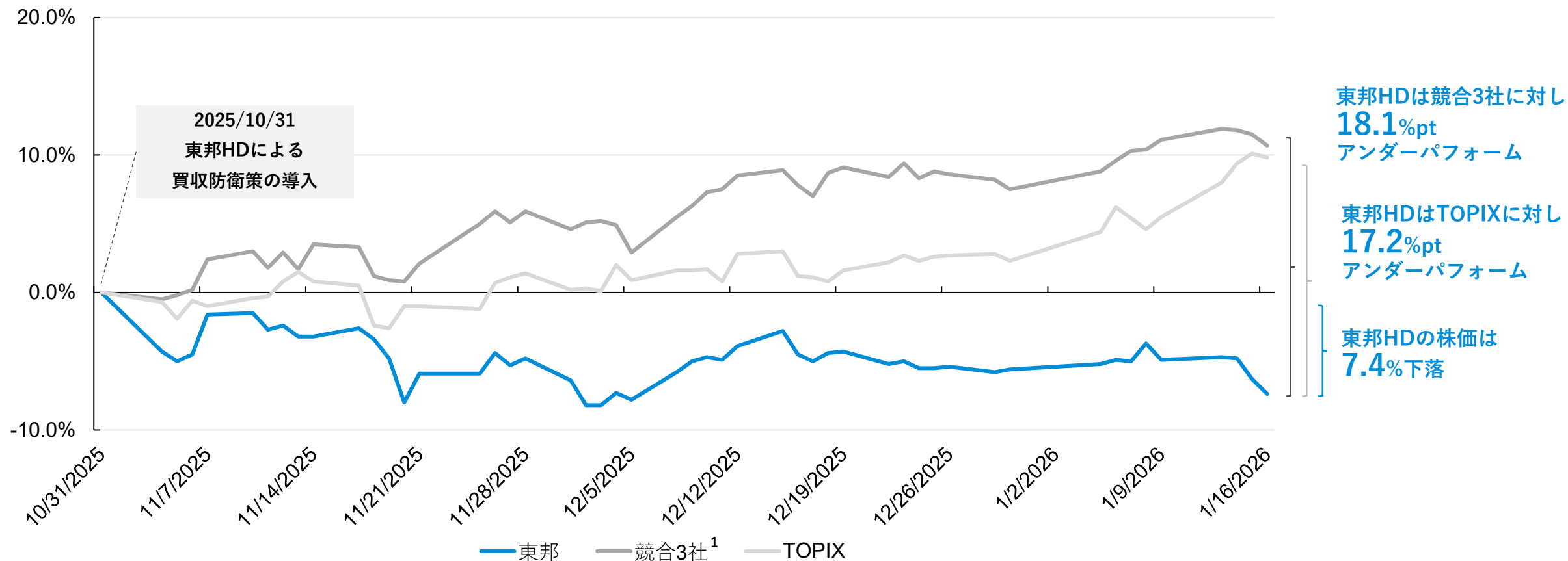
注: 引用文中の太字、下線などは当社による

出典: 東邦HD取締役会宛当社書簡; 東邦HD「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」; 東邦HD「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」

「架空の有事」に基づいた買収防衛策を導入後、 東邦HDの株価は競合平均やTOPIXを大きくアンダーパフォームしております

買収防衛策導入後の株価推移

買収防衛策導入日以降の株価騰落率 (2025/10/31 – 2026/1/16)



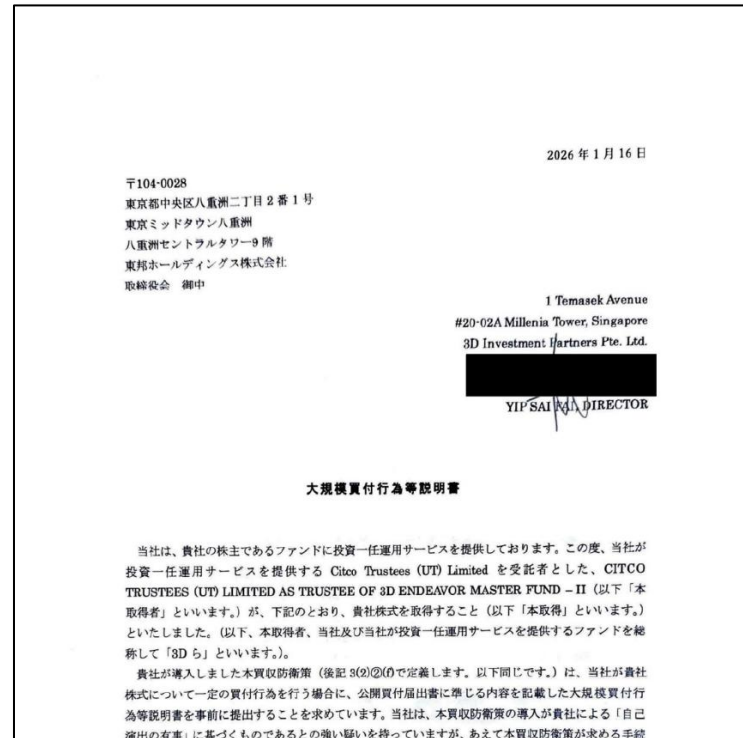
出典: Bloomberg

注: [1] 競合3社には、メディパル、アルフレッサ、スズケンを使用

1 当社は買収防衛策のプロセスを順守し、取得上限についても歩み寄るため、 2026年1月16日付で大規模買付行為等説明書を提出いたしました

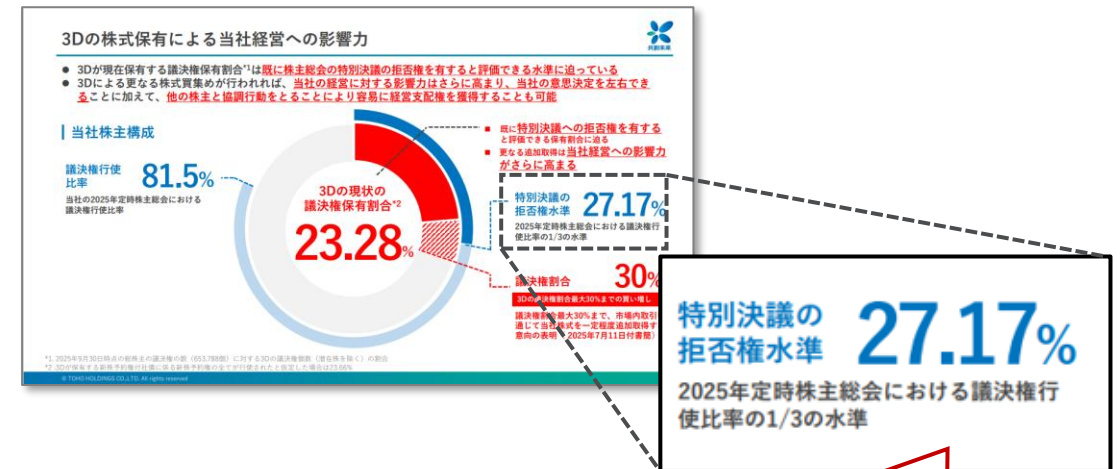
買収防衛策のプロセスに則り、追加取得に際して、
大規模買付行為等説明書を提出しました

- 当社は、東邦HDが設定した買収防衛策のプロセスに則り、大規模買付行為等説明書を提出



今回は東邦HDの懸念払拭のため、東邦HDが主張する
「実質的な拒否権」を下回る取得割合に設定しました

- 今回は、東邦HD側が「実質的な拒否権」として独自に主張されている水準（27.17%）を下回る、27%（既保有分を含む）までの株式取得と設定



当社は、27.17%を「実質的な拒否権」とする東邦HDの判断は相当に恣意的
と考え妥当性に重大な疑義を有しておりますが、不毛な対立を避けるため、
あえてこの数値を遵守することといたしました

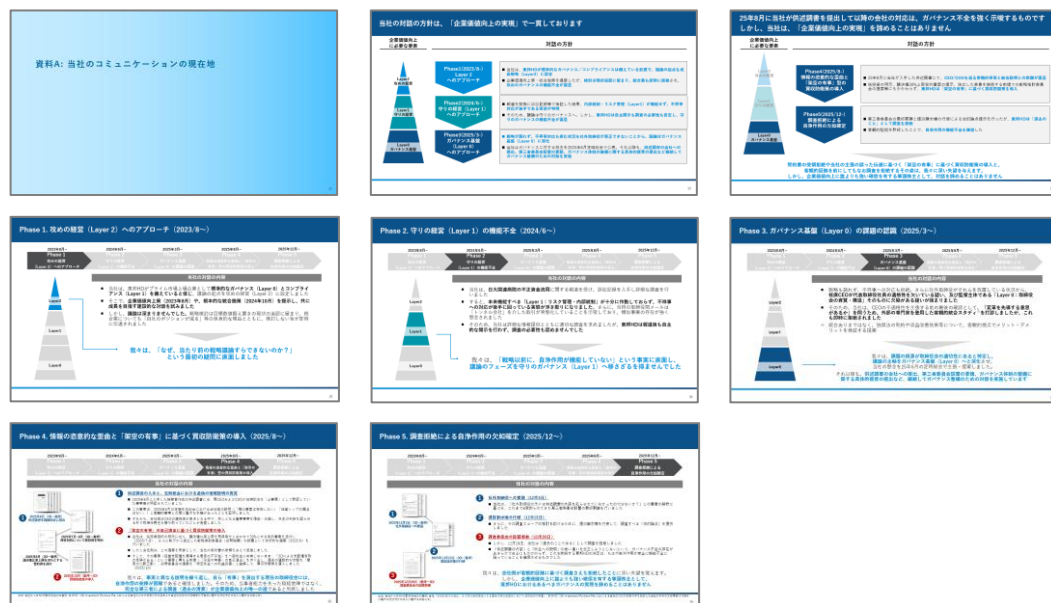
2 さらには、株主の皆様への情報が不足しているとの指摘についても、通常求められない粒度の、極めて詳細なガバナンス体制整備に関する具体的提言（本資料 p.41～）を提出・開示いたします

本提言の内容は突如として生じたものではなく、過去の対話の積み重ねに基づく一貫した主張の集大成です

当社は、ガバナンス体制整備についての詳細な提言書を作成・提出・開示いたします

- 2023年から一貫して企業価値向上に向けた対話を東邦HDと積み重ねてきた
- 企業価値向上に向けた東邦HDとの対話を通じ、リスク管理の欠如、そしてその真因であるガバナンス機能の構造的な不全が明らかとなり、本提言に至った
- 詳細は「当社のコミュニケーションの現在地」にて後述（p.33）

- 当社は東邦HDのガバナンスの不全が生じている要因を特定し、計45枚にも及ぶ極めて詳細な提言書を、大規模買付行為等説明書とともに提出
- 詳細については「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」にて後述（p.41）



2 取得の目的

- 事業の付加価値が高く、事業ROICも高いことから、適切な付加価値の反映、及び資本効率の改善を通した企業価値向上余地は大きいと考えています

適切な付加価値の反映

- 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
- しかし、高い付加価値に見合った適切な対価を確保する仕組みが、未だ構築できておらず、東邦HDの粗利率は長年にわたり低下し続けています
- 経営陣は、提供価値に見合った収益構造を取り戻すビジョンを示すべきであり、それこそが、サステナビリティが求められる医薬品卸事業の健全なる姿であると考えます

資本効率の改善

- また、東邦HDの資産アプローチのROICは15%であり、本来高い資本効率を誇ります
- しかし、現経営陣は経営戦略委員会を経ても、ROE目標を中期経営計画で掲げた8%のままに据え置いています
- 事業ROICが高水準であることを踏まえれば、本来より高い資本効率の実現されてしかるべきです

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

高度物流・危機管理機能

- GDP¹（適正流通基準）の厳格な品質・流通管理基準に準拠しスペシャリティ医薬品²への対応も可能な、他業種が容易に模倣できない高品質な物流体制

“医薬品は、薬事制度や医療保険制度等の制約下にある、他の商品にはみられない流通上の特質を持っています”

日本医薬品卸業連合会
医薬卸連ガイド2025年度版

- パンデミックや災害時など有事においても安定供給を目指す強靱な供給体制

“災害に迅速に対応できるよう、日頃より、支店・物流センターの免震・耐震化や非常用電源設備の設置など様々な投資を行い、常にその備えを強化”

日本医薬品卸売行連合会
医薬品卸の現状や課題を踏まえた今後の対応

情報・営業のハブ機能

- 製薬メーカーの営業担当者³の削減が進む中、医薬品卸の営業担当者⁴は医療現場とメーカーを繋ぐメインチャネルとして機能

“日本の医薬品卸は（中略）情報の提供という独自の機能を持っています。医療機関や保険薬局へ副作用などの医薬品情報の提供はもとより、医師の薬の選択に関わるような仕事も行っており（中略）社会インフラとしても価値の高いものです”

日本医薬品卸業連合会
医薬卸連ガイド2025年度版

- 物流と情報提供を一体で提供し必要不可欠かつ代替不可能な価値を提供

“日本の卸は（中略）独自の機能がある。それは医薬品の情報提供を中心とした販売促進機能であり、製薬企業の代行的な役割も担っている”

日本医薬品卸業連合会
医薬品卸の機能別コストの国際比較

金融・社会的効率化機能

- 各医療機関や薬局の決済・物流を集約することで社会全体の取引・物流コストを極小化する役割

“医薬品卸が存在しなければ、各医療機関・薬局と各製薬企業が個々に取引をしなければならなくなり、医薬品卸が吸収している様々な社会コストが顕在化”

クレコンリサーチ&コンサルティング
医薬品流通を取り巻く環境変化と卸の可能性

- 与信供与を通じ実質的に医療機関の資金繰りまで支える役割

“医療機関等の代金は保険請求後に入金され、回収に一定期間を必要とするため、医薬品卸企業は医療機関等に対して、医薬品等の購入代金の支払期間と代金回収期間の差異を調整する金融機能の役割があり”

EY新日本有限責任監査法人
ライフサイエンス第8回

注:[1] 医薬品の流通中の品質を守るための保管・輸送の管理基準; [2] 取扱条件が厳しい高額医薬品。温度管理・厳格な在庫/納品・履歴管理により確実に医療現場へ届け切る体制を整備することが求められる。; [3]MR。医師・薬剤師に薬の情報（効果・安全性・使い方）を届けて採用を促す、製薬メーカーの情報提供・営業担当。; [4] MS。病院・薬局の発注～納品・欠品対応を回しつつ、供給や製品情報も伝える医薬品卸の営業担当。
出典: 日本医薬品卸業連合会「医薬卸連ガイド 2025年度版」; 日本医薬品卸業連合会「医薬品卸の現状や課題を踏まえた今後の対応」; 日本医薬品卸業連合会「医薬品卸の機能別コストの国際比較」; クレコンリサーチ&コンサルティング「医薬品流通を取り巻く環境変化と卸の可能性」; EY新日本有限責任監査法人「ライフサイエンス第8回」

しかし、高い付加価値に見合った適切な対価を確保する仕組みが、未だ構築できておらず、粗利率は長年にわたり低下し続けています

厚労省などは医薬品卸のインフラ性を認め、コスト上昇分の価格転嫁を要請している

■ 厚労省もコスト上昇分の価格転嫁を要請し、そのインフラ性を認めている

“卸売業者は、個々の医薬品の仕切価に**安定供給に必要なコスト（地域差や物価上昇等を考慮した人件費や流通コスト等）**を踏まえた適切な価格設定を行う”

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

“生命関連商品を扱うため**安定供給が重要な責務となっています**”

“また、**追加コストを考慮した薬価の設定**についても声を上げることが大事です”

日本医薬品卸売業連合会ヒルトップ・セミナー
医薬品流通の解を求めて

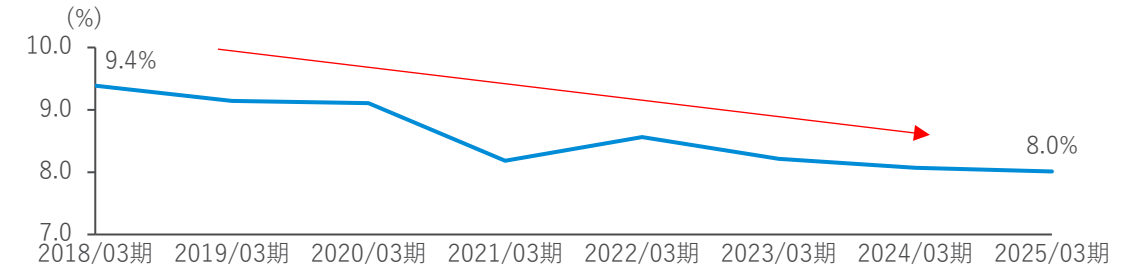
一方で、医薬品卸はコスト上昇分を吸収し続けており、粗利率は長年にわたり低下している

■ これらの高い付加価値に見合った適正な対価を確保する仕組みが、未だ構築できていない

“災害など有事の際のライフライン機能、供給不足になる前の需給調整、品質管理の高度化など、**要求水準が高くなっていても、このようなコストは医薬品卸がかぶっている状況**”

日本医薬品卸売業連合会ヒルトップ・セミナー
医薬品流通の解を求めて

■ 実際に、粗利率¹は長年低下傾向にある



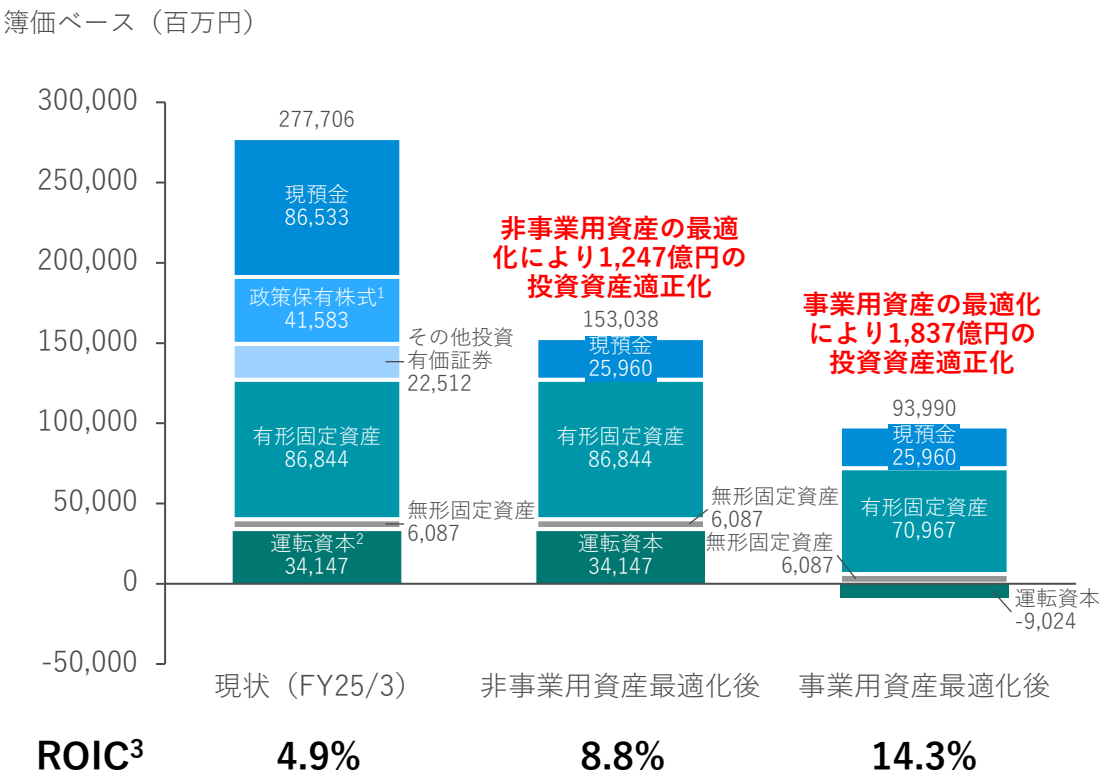
経営陣は、提供価値に見合った収益構造を取り戻すビジョンを示すべきです。
それこそが、サステナビリティが求められる医薬品卸事業の健全なる姿であると考えます

注: [1]2018/03-2023/03期においては現在と同様に情報提供料を売上・営業利益に含めたものに調整

出典: 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」; 日本医薬品卸売業連合会ヒルトップ・セミナー「医薬品流通の解を求めて」

また、東邦HDの資産最適化を考慮したROICは約15%であり、本来高い資本効率を誇ります

非事業用資産及び事業用資産の最適化によるROIC向上余地



非事業用資産：1,247億円の適正化余地

現預金: 606億円

- 東邦HDとのIR面談に基づき、現預金の70%が余剰現金と想定

政策保有株式¹: 416億円

- 事業上の影響はないと想定しすべて売却

其他有価証券: 225億円

- ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていないと想定し、すべて売却

事業用資産：591億円の適正化余地

有形固定資産: 159億円

- 東邦HDの保有する3物流施設（TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島）をセール・アンド・リースバックで流動化する想定
- 余剰な営業所、代沢本社、賃貸等不動産も保有方針見直しの対象とすべきだが、今回の試算には含めていない

無形固定資産

- 特に変更なし

運転資本²: 432億円

- スズケン・アルフレッサ、メディパルの平均的な水準までCCCが改善する想定
- 業界最高水準のメディパルまで改善されれば、更なる投資資産の最適化となる

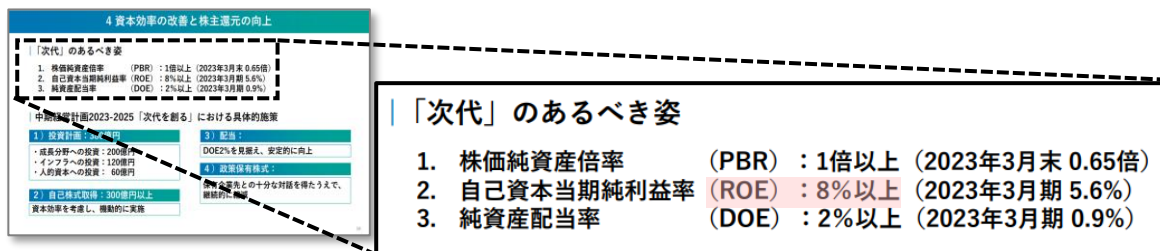
注: [1] 有価証券報告書で特定投資株式と定義されているもの [2] コア事業における受取手形及び売掛金 + 商品及び製品 + 仕入割戻未収入金 - 支払手形及び買掛金 - 未払い費用 [3] (営業利益 + 受取手数料) * 0.7 / 投下資産で算出
出典: 有価証券報告書

しかし、現経営陣は経営戦略委員会を経てもROE目標を8%水準と据え置いています

東邦HDは中期経営計画で既に
ROE8%以上（2025年度）を目標としていました

- 東邦HDは2023年5月12日に発表した中期経営計画（2023-2025）において、ROE8%以上を2025年度の目標として設定

経営戦略委員会の検討結果



後に実施された経営戦略委員会による検討を経てもなお、
東邦HDのROE目標は8%のままでした

- 東邦HDは、2024年4月に経営戦略委員会を設置
- 中期経営計画（2023-2025）に基づき、具体的な実行計画の策定と取り組みに向けて議論を進めてきたと説明
- 最重要の観点としたROE目標は8%（2028年度まで）にとどまる

経営戦略委員会の検討結果



“数値目標：ROE8%、営業利益率1.5%以上（2029年3月期までに）”

“上記課題への対応策の検討にあたり、「資本効率の改善」、すなわち、収益力拡大によるROE目標達成の観点を最重要と考え”

東邦HD
経営戦略委員会の検証結果

本来達成可能なROE¹水準は15%にもかかわらず、経営戦略委員会を経てもなお中計目標の8%が据え置かれており、
企業価値向上に向けた十分な検討が行われたとは言い難い状況です

注: [1] 東邦HDはネットキャッシュ状態にあり、実質的に資本のすべてを株主から調達しているため、本来達成可能なROIC水準である15%はROEと概ね一致する

出典: 東邦HD「経営戦略委員会の検証結果に基づき策定した実行計画のお知らせ～中期経営計画の加速・実効性の向上と企業価値の更なる向上を目指して～」(2024/11/8); 東邦HD「説明資料」(2024/11/8)

株主の皆様にご確認いただきたいこと

現状、会社側が買収防衛策の導入根拠として指摘している懸念は、いずれも事実ではありません
一つ一つの誤解を事実即して解きほぐし、経営陣の皆様の不安を解消します

	客観的な事実	再掲
A 支配権取得という「架空の有事」の自己演出について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出済みだが、東邦HDは受領せず、その事実を株主に開示していない■ 当社は「東邦HDの株価は安いので、市場で買うことがあるかもしれないが30%は超えない」と伝えたが、東邦HDは「30%まで買い上げることを決定した」かのごとく株主に伝えた	
B 導入動機への疑念について（経営陣の保身の疑い）	<ul style="list-style-type: none">■ 経営陣が不正に関与していた旨を示す供述調書を当社が東邦HDに提示した2カ月後に買収防衛策を導入	
C 当社の「意見が二転三転」しているとのこと批判について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は企業価値向上のための議論を一貫しており、議論のフォーカスの変化は、東邦HDの課題へのより深い理解に基づく不可避の変遷	
D 富士ソフトへの投資事例に基づく短期利益追求とのこと批判について	<ul style="list-style-type: none">■ 東邦HDは富士ソフトの事例以外に、当社が短期利益追求であると主張する根拠を示せていない■ 当該事例においてさえ、時間軸を恣意的に切り取ることでしか「短期」を捏造できていない	
E 戦略検討委員会設置の提案が特定株主への利益誘導であるという曲解について	<ul style="list-style-type: none">■ 東邦HDが実施した経営戦略委員会は目標据え置き現状追認に終わった■ その失敗を踏まえ、真に企業価値及び株主共同の利益に資する実効性ある委員会案を提示した■ その事実を以てなお特定株主への利益誘導に該当するとの主張は株主を誤導するもの	
F 情報不足とのこと指摘について	<ul style="list-style-type: none">■ 当社は、支配権取得を伴わない純投資では本来不要な大規模買付行為等説明書を提出し、詳細な「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」までも提示	

A 支配権取得という「架空の有事」の自己演出について

当社は法的拘束力のある誓約書案を提出済みですが、会社は受領せず、その事実を株主に開示していません

当社は「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出し、それを東邦HDも認識していました

- 当社は、2025年8月8日に「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提示した



“当社は、東邦HDに対し、本件取得について、当社が既に保有する東邦HDの議決権とあわせて議決家が**30%を超える東邦HD株式の取得を市場取引を通じて行わない**ことを誓約する”

当社
議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書案

- 東邦HDが誓約書案を確認していたことはメールの文面からも明確である



“誓約書を（中略）お送り頂けますでしょうか”

東邦HD
当社担当者宛てのメール



“誓約書について共有させていただきます”

当社
東邦HD担当者宛てのメール

にもかかわらず、東邦HDは当社の誓約書を受領せず、買収防衛策導入時にも誓約書案の存在を隠蔽しています

- 買収防衛策導入に関する資料では誓約書案の存在に触れられていない



“なお、当社は、3Dより（中略）現時点で、**どれだけの株数を取得するか等の具体的な追加取得の内容は、一切定まっていない**旨の説明を受けております”

東邦HD
3D社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

- 買収防衛策についてより詳細に説明されている補足説明資料でも、誓約書案の存在に触れられていない



2025年8月8日に当社が「議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書」案を提出した事実が隠蔽されている

当社の誓約書を受け取らず、30%以上の取得余地を「あえて」残したうえで
支配権取得の懸念を株主の皆様には訴えていることは、「架空の有事」の自己演出ではないでしょうか？

A 支配権取得という「架空の有事」の自己演出について

当社は「安いので買うが30%は超えない」と伝えましたが、会社は「30%まで買い上がる」と株主に伝えています

再掲

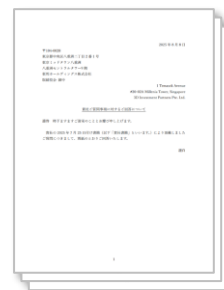
当社は、明確に「市場で買うことがあるが、上限が30%を超えることはない」と伝えています

- 当社は東邦HD株式の追加取得に際して、上限が30%を上回ることではない旨を、東邦HD取締役会に対して複数回にわたって明確に伝えている



“本書到達後 1 年が経過するまでは、市場内取引を通じた貴社株式の追加取得の上限は、既に保有するものと合わせて議決権割合において最大30%までとすることを予定しております。なお、この点につき、貴社におかれまして必要とお考えであれば、この旨を記載した誓約書を差し入れることも検討可能です”

当社
東邦HD取締役会宛書簡(2025年7月11日)

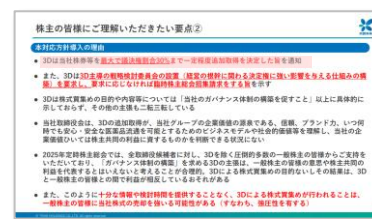


“この追加取得は、今後の情勢や市場の状況に応じて行うものに過ぎません。そのため、現時点で、どれだけの株数を取得するか等の具体的な追加取得の内容は、一切定まっておりません。当社書簡にてお伝えしましたとおり、当社としては、貴社の経営支配権の獲得や短期的なキャピタルゲインの追求を目的としていないことから、30%を超えて市場取引を通じた取得をすることがないことを決定しております”

当社
東邦HD取締役会宛 貴社ご質問事項に対するご回答について
(2025年8月8日)

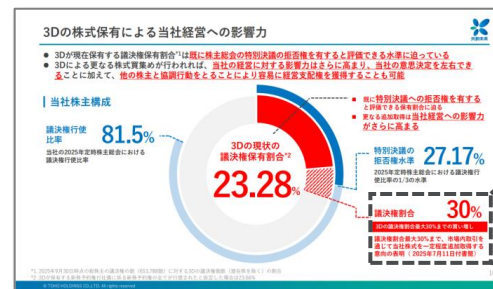
東邦HDは「当社が30%まで買い上がる旨を決定」したかのごとく株主の皆様には説明しています

- 東邦HDは、当社が「議決権割合最大30%まで」東邦HD株式を追加取得することを決定したと記載することで、あたかも当社が30%までの株式取得を決定したと誤認させるかのように述べている



“3Dは当社株券等を最大で議決権割合30%まで一定程度追加取得を決定した旨を通知”

東邦HD
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



議決権割合

30%

3Dの議決権割合最大30%までの買い増し

議決権割合最大30%まで、市場内取引を通じて当社株式を一定程度追加取得する意向の表明（2025年7月11日付書簡）

「30%を超えて買うことはない」ことを、「30%まで買い上がる」かのごとく株主の皆様には伝え、誓約書の隠蔽と合わせて支配権取得の危険を訴えることは、「架空の有事」の自己演出ではないでしょうか？

注: 引用文中の太字、下線などは当社による

出典: 東邦HD宛当社書簡; 東邦HD「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」

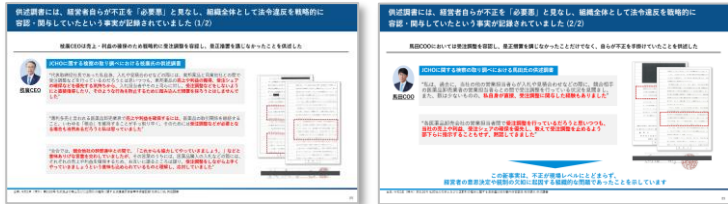
B 導入動機への疑念について（経営陣の保身の疑い）

経営陣にとって都合の悪い情報を共有した直後に、買収防衛策が導入されています

供述調書には、経営陣にとって不都合な事実が記載されていました

■ 供述調書には、現経営陣である枝廣氏と馬田氏が談合を必要悪と考えていたことなどが述べられていた

－ 詳細については「Appendix1：供述調書から判明した事実」にて後述（p.87-88）



■ その中には、類似不祥事がないと説明していたにもかかわらず、過去に受注調整があったことをCEO・COOが認める旨も記載されていた

“社内調査等を通じて（中略）他に類似取引がないことを確認しております”

東邦HD 3D社の主張に関する当社見解

（枝廣氏）“競合他社の幹部連中との間で、（中略）受注調整をしながら上手くやっていこうという意味も込められているものと理解し、対応していました”

（馬田氏）“私は、過去に（中略）受注調整を行っている状況を見聞きし（中略）私自身が直接、受注調整に関与した経験もありました”

供述調書

矛盾した説明

供述調書を共有して僅か2カ月後、買収防衛策が導入されました

わずか2ヶ月

2025年8月14日

当社は東邦HDに対し不祥事の重要な証拠である供述調書を提出



“供述調書（令和2年（特）第3100号私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件）について、東京地方検察庁の謄写センターに謄写をおこなっていただきましたので、下記リンクにて共有させていただきます”

2025年10月31日

東邦HDは買収防衛策を導入



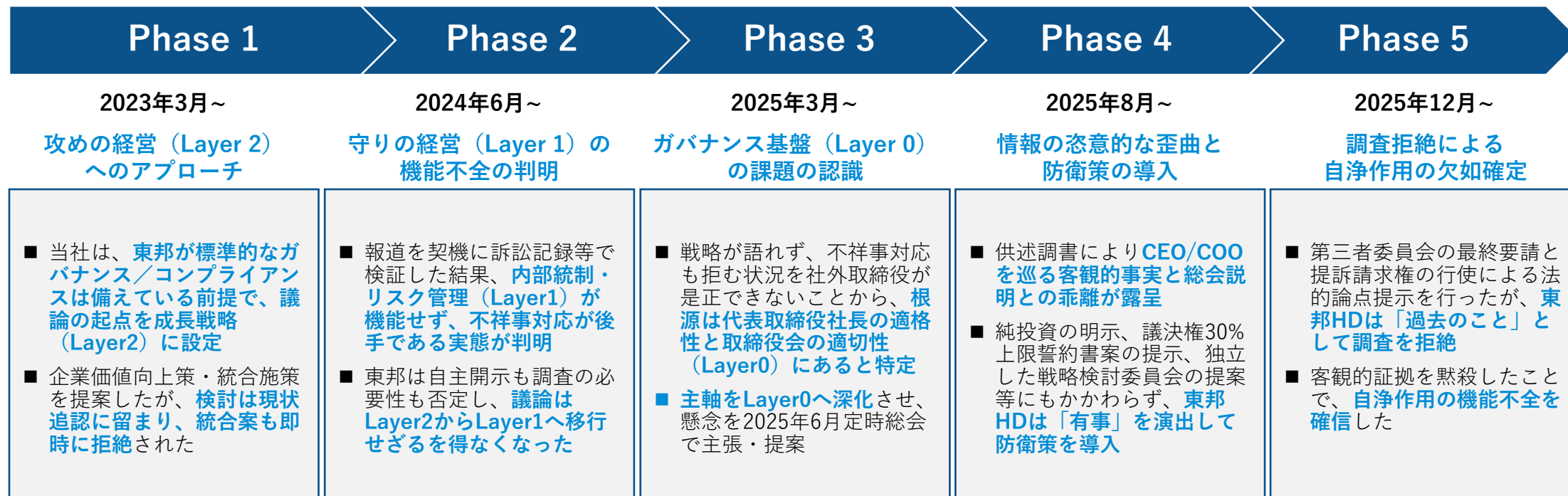
東邦HD 3D社による当社株式の大量買付等を踏まえた当社株券等の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ

経営陣にとって不利な情報を共有した直後、「架空の有事」に基づき導入された買収防衛策は、本当に株主のためのものなのでしょうか？

c 当社の「意見が二転三転」しているとのことご批判について

当社のフォーカスの変化は、東邦HDにおける課題の解像度が高まることによる不可避の変遷であり、目的は一貫して企業価値の向上です

ガバナンスの土台は整っているという前提から始まったコミュニケーションは、対話の過程で次々と露呈するコンプライアンス・ 이슈を受けて、本来不要である土台の議論に及ぶに至りました

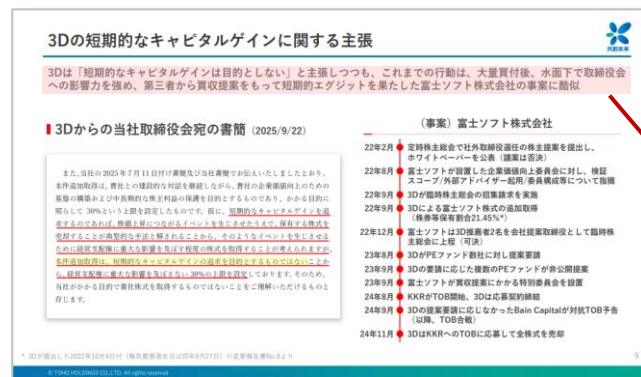


東邦HDに対するより深い理解に基づくコミュニケーションの変遷を「二転三転」と断じて、当社が「他に目的がある企業価値毀損的な株主」であると他の株主の皆様に伝える姿は、建設的と言えるでしょうか？

D 富士ソフトへの投資事例に基づく短期利益追求というご批判について

東邦HDは、時間軸を恣意的に切り取ることで、当社が短期利益追求型であるとのメッセージを捏造しています

東邦HDは、当社の投資実績における懸念として唯一、富士ソフトへの投資の時間軸が短いことを挙げています



東邦HDが当社を短期利益追求型であるとする根拠は、富士ソフトへの投資実績のみ

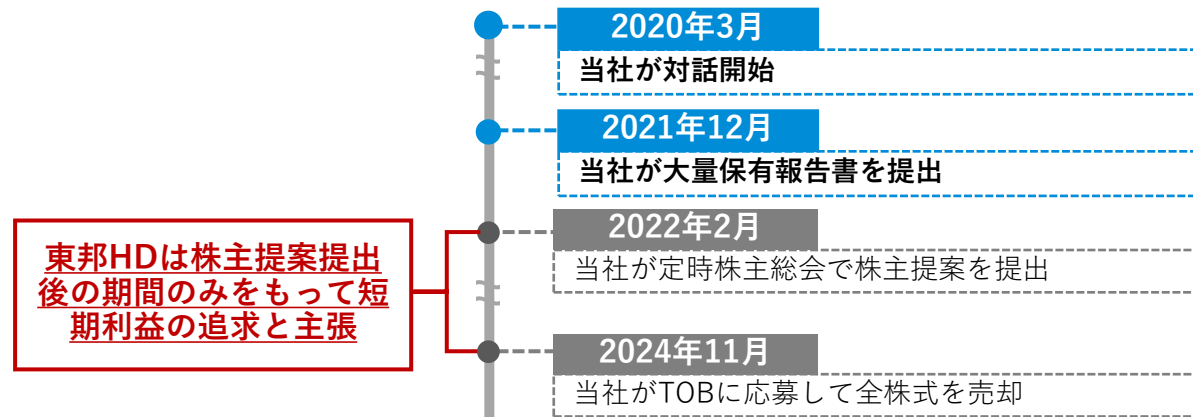
“3Dは「短期的なキャピタルゲインは目的としない」と主張しつつも、これまでの行動は、大量買付後、水面下で取締役会への影響力を強め、第三者から買収提案をもって短期的エグジットを果たした富士ソフト株式会社の事案に酷似”

東邦HD

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

しかし、その時間軸は切り取られており、過度に短期に演出されています

- 東邦HDは、当社の過去の富士ソフトへの投資について、あたかも株主提案の提出から売却までの期間をもって当社の投資期間であるかのように記載している
- しかし、当社は株主提案の提出前から、株主として継続的に富士ソフトとの対話を実施しており、そもそも前提の投資期間の認識が誤っている

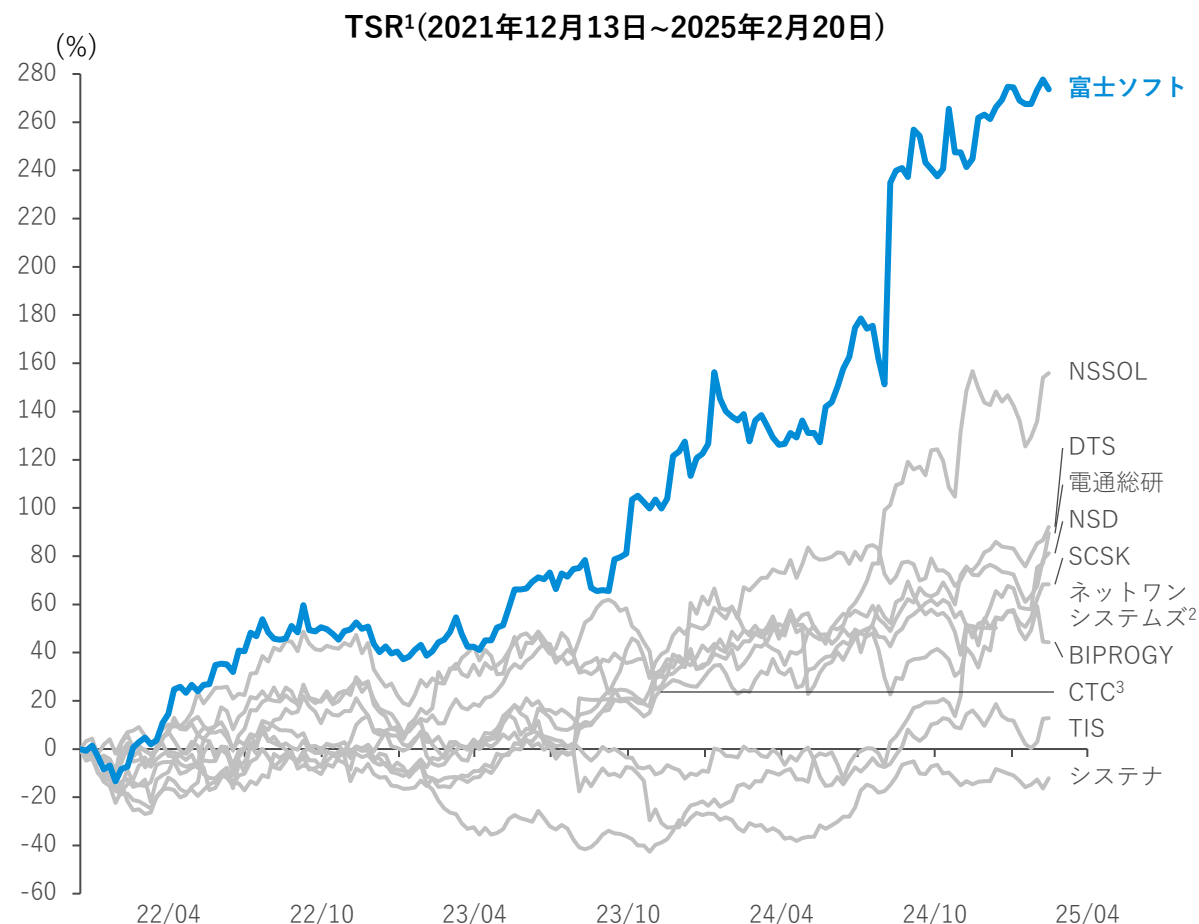


- また富士ソフトの事例は株主共通の利益を実現しており、中長期的な企業価値向上を追求した事例である（p.29で詳述）

時間軸の切り取りまでして「短期利益追求型」とレッテル貼りをし、当社の投資実績を貶めることは、建設的と言えるでしょうか？

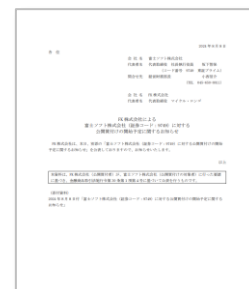
(参考) なお、富士ソフトの事例は株主共同の利益・継続的な企業価値向上を実現しています

当社による大量保有報告後、富士ソフトのTSRは
競合を大きく上回っています



非公開化後も、グローバルパートナー傘下で、
継続的な企業価値向上を実現しています

■ 非公開化は、豊富な投資実績を有するKKRをパートナーとして中長期的な企業価値向上を追求した結果です



“検討結果を踏まえ、**KKRが非公開化を含む対象者の中長期的な企業価値向上を推進する最適なパートナー候補**であるという判断に至り、2024年7月5日、公開買付者から本取引に向けた協議検討の申し入れを受けた”

富士ソフト株式会社(証券コード：9749)に対する
公開買付けの開始予定に関するお知らせ

■ KKRは、世界の手PEファンドランキングで長年トップ3に位置し、首位になった経験も有する世界最高峰のPEファンドの一つです



“**KKRは8年間トップ3に君臨していましたが、過去5年間で資金調達額が最も多く、ブラックストーンを追い抜いてトップの座に就きました**”

PEI 300 2022:
KKR beats the crowd to claim PE's throne

注: [1]期間は大量保有報告書が提出された2021年12月13日から、富士ソフトに対するKKRによる公開買付の成立が公表された2025年2月20日まで; [2] SCSKによるTOBの成立が公表された2024年12月19日までを算定期間として設定; [3]伊藤忠商事によるTOB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

出典: Bloomberg ;富士ソフト「FK株式会社による富士ソフト株式会社(証券コード：9749)に対する公開買付の開始予定に関するお知らせ」; PEI 300 2022: KKR beats the crowd to claim PE's throne

E 戦略検討委員会設置の提案が特定株主への利益誘導という曲解について

当社は、企業価値向上のために、真に実効性のある戦略検討委員会の形式を提案しました

東邦HDが実施した経営戦略委員会の検討は、ROE目標を据え置くなど現状追認に留まり、明らかに不十分でした

- 東邦HDは2024年に設置した経営戦略委員会における戦略検討を実施
- しかし、結論は既存の中期経営計画を追認するものであり、具体性にも著しく欠けるものであった

検討前の中期経営計画目標

(4) 資本効率の改善と株主還元への向上

①「次代」のあるべき姿

- 株 価 純 資 産 倍 率 (PBR) : 1 倍以上 (2023 年 3 月 末 0.65 倍)
- 自己資本当期純利益率 (ROE) : 8%以上 (2023 年 3 月 期 5.6%)
- 純 資 産 配 当 率 (DOE) : 2%以上 (2023 年 3 月 期 0.9%)

検討後に修正された中期経営計画目標

- ・ 今後の方針
 - 事業利益の拡大と安定的な増配、及び機動的な自己株式取得による積極的な株主還元の実施による資本効率の向上を通して企業価値の増大を目指す
 - 2029 年 3 月 期 までに累計 800 億円の株主還元を実施
 - 資本効率の向上を最重要視した経営を浸透させ、今後 ROE は最低でも株主資本コスト 6%を上回り、2029 年 3 月 期に 8%以上を達成、その後も継続的に 8%以上を達成できる収益、財務基盤を構築
 - 現中計期間 (2026 年 3 月 期 末) までに DOE2%以上
 - 現中計期間 (2026 年 3 月 期 末) までに政策保有株式 純資産対比 15%未満、2029 年 3 月 期 末 までに 10%未満

委員会で検討がなされるも
資本効率指標が
据え置かれるなど、
結果は現状追認に留まった

そのため、当社は、より実効性のある戦略検討委員会の形式を示しました

- 経営戦略委員会の検討が不十分だったことを踏まえ、当社は以下の2点を
目指した委員会の設定を打診した
 - ① 経営の保身が働きやすい観点をもカバーするアジェンダ設定
 - ② 当社と東邦HDの両方から独立した外部委員の選定による検討の独立性と
専門性の確保



① 経営の保身が働きやすい観点をもカバーするアジェンダ設定

- 業界再編を通じた企業価値最大化方針の検討
- 東邦HD単独で実施可能な企業価値最大化方針の再検証

② 独立した外部委員の選定による検討の独立性と専門性の確保

- 当社が推薦する有識者2名を戦略検討委員会の委員とする旨を要望
 - 有識者は当社から独立した人物を想定
 - 候補者については東邦HDと協議することを前提としていた
- FA/LA/コンサルティングファームの登用を要望
 - 当社はアドバイザーの選定に関与しないことを明確にしていた

E 戦略検討委員会設置の提案が特定株主への利益誘導という曲解について

会社は、当社による戦略検討委員会の設置提案が、「特定株主への利益誘導」に該当するとしていますが、このような主張は株主を誤導するものにほかなりません

東邦HDは、戦略検討委員会設置の提案を受けて、当社が東邦HDの経営方針を掌握し、ひいては自己の利益のための経営をするとしています

- 東邦HDは、当社が戦略検討委員会を一般株主に見えない態様により構築することを要求した上、それを通じて当社が東邦HDの経営を自己都合により捻じ曲げ、株主共同の利益ではなく特定株主の利益に与すると主張している



“当該戦略検討委員会は（中略）**大株主からの独立性の観点から問題**がある。（中略）**一般の株主の皆様に見えない水面下において当社の経営判断に対して重要な影響を及ぼすことを意図した仕組み**と評価”

“3Dの当社に対する主張は、一般株主の**皆様の意思や株主共同の利益を代表するものとはいえないと考えることが合理的である**”

東邦HD
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

しかし、その指摘は、下記のとおり株主を誤導するものです

- 当社は、東邦HDが戦略検討委員会の設置やその内容に関する**開示をしないことを求めた事実はない**
- 戦略検討委員会は諮問機関であることに加え取締役会に当社関係者はいないため、**経営方針を左右し得ない**
- 当社推薦者は東邦HDの合意のもと、当社と東邦HDの両方から独立する人物とすることを想定しており、当社は**検討プロセスに介入しない**
 - よって当社が経営を掌握することにもならず、特定の情報を当社が得ることにもならない
- 当社は東邦HDの最大株主であり、**最も利益を得られるのは東邦HDの企業価値を最大化した場合のみ**である
 - いわば、企業価値向上に最もインセンティブを有しており、企業価値破壊的な経営方針を求めるインセンティブが皆無

企業価値向上のための対話を「特定株主への利益誘導」であるとして切り出し、
対立的な構図を演出することは、建設的と言えるでしょうか？

F 情報不足のご指摘について 当社は通常求められる水準を超えて、最大限の情報開示をしています

当社は適切な保有状況の開示に加え、「架空の有事」に基づく
買収防衛策プロセスさえ遵守しています

- 当社は大量保有報告書の提出を通じ、通常の市場内買付で求められる情報開示の水準を満たしている

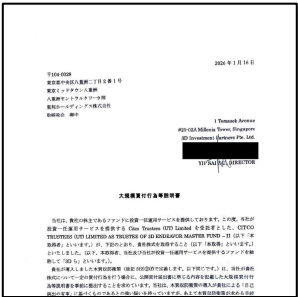
“上場株券等を一定の基準を超えて保有する場合は、**大量保有報告書の提出**が必要”

財務省
大量保有制度の概要

“**市場内買付け**の場合には、**公開買付制度に基づく情報開示規制が適用されない**”

経済産業省
企業買収における行動指針

- 加えて当社は、東邦HDが「架空の有事」に基づき導入した買収防衛策のプロセスさえも遵守し、大規模買付行為等説明書を提出した



「架空の有事」である中、更なる情報提供の要求は、
買収防衛策を口実とした対話の拒絶にならないでしょうか？

さらに、会社が特に懸念している「ガバナンス体制の構築を促すこと以上の詳細を示していない」点について最大限に歩み寄りました

- 支配権取得を求める買収時ですら、公開買付届出書における記載内容を超えてむやみに情報提供を求めることは望ましくない

“買収者に対する**対象会社からの情報提供依頼**については、**過度に詳細な質問を買収者に対して行うことが**、実質的に経営支配権を取得する買収を阻止するための措置として**行われなくてはならず**”

“市場内買付けをしようとする買収者に対し（中略）**公開買付届出書における記載内容（中略）を超えて時間・情報を要すると考える場合**には、個々の事案に応じて**十分に検討・説明がされるべき**”

経済産業省
企業買収における行動指針

- にもかかわらず、当社は、市場内買付の純投資においては本来必要とされない詳細な「あるべきガバナンス像」の提示まで行った

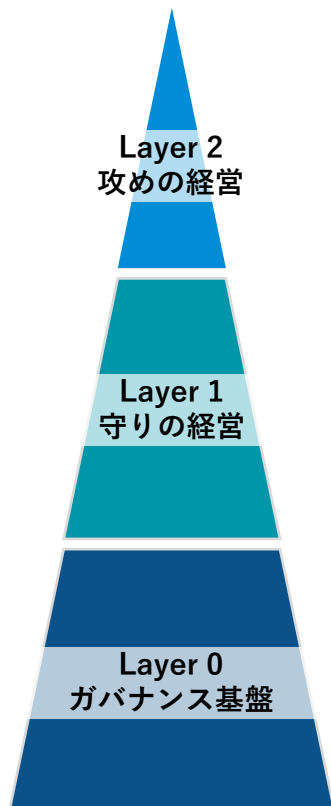
- 本来、経営権の取得を目的としない純投資において、詳細な事業計画等を作成・提示することは情報の非対称性の観点からも難しく、する必要もない



資料A: 当社のコミュニケーションの現在地

当社の対話の方針は、「企業価値向上の実現」で一貫しております

企業価値向上 に必要な要素



これまでの対話の内容

2023/3- Layer 2 へのアプローチ

- 当社は、**東邦HDが標準的なガバナンス／コンプライアンスは備えている前提**で、議論の起点を成長戦略（Layer2）に設定
- 企業価値向上策・統合施策を提案したが、検討は現状追認に留まり、統合案も即時に拒絶され、**攻めのガバナンスの機能不全が露呈**

2024/6- Layer 1 へのアプローチ

- 報道を契機に訴訟記録等で検証した結果、**内部統制・リスク管理（Layer1）が機能せず、不祥事対応が後手である実態が判明**
- そのため、議論は守りのガバナンスへ。しかし、東邦HDは自主開示も調査の必要性も否定し、**守りのガバナンスの機能不全が露呈**

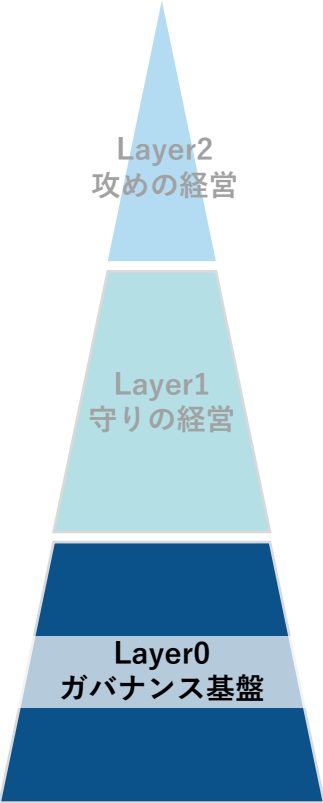
2025/3- Layer 0 へのアプローチ

- **戦略が語れず、不祥事対応も拒む状況を社外取締役が是正できないことから、議論はガバナンス基盤（Layer 0）に深化**
- 当社はガバナンスに対する懸念を2025年6月定時総会で公表。それ以降も、供述調書の会社への提出、第三者委員会設置の要請、ガバナンス体制の整備に関する具体的提言の提出など**継続してガバナンス整備のための対話を実施**

25年8月に当社が供述調書を提出して以降の会社の対応は、ガバナンス不全を強く示唆するものです
しかし、当社は、「企業価値向上の実現」を諦めることはありません

企業価値向上
に必要な要素

これまでの対話の内容



2025/8-
情報の恣意的な歪曲と
「架空の有事」型の
買収防衛策の導入

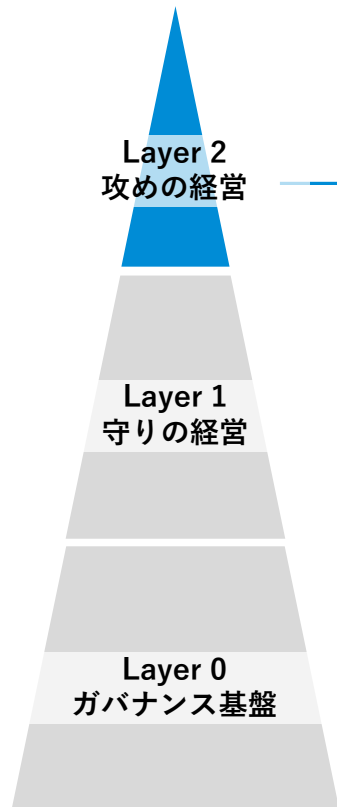
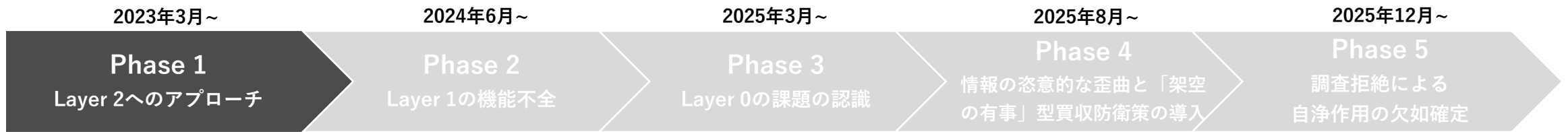
- 25年8月に当社が入手した供述調書にて、CEO/COOを巡る客観的事実と会社による総会説明との乖離が露呈
- 純投資の明示、議決権30%上限誓約書案の提示、独立した委員を推薦する前提での戦略検討委員会の提案等にもかかわらず、東邦HDは「架空の有事」に基づく買収防衛策を導入

2025/12-
調査拒絶による
自浄作用の欠如確定

- 第三者委員会の最終要請と提訴請求権の行使による法的論点提示を行ったが、東邦HDは「過去のこと」として調査を拒絶
- 客観的証拠を黙殺したことで、自浄作用の機能不全を確信した

誓約書の受領拒絶や当社の主張の誤った伝達に基づく「架空の有事」に基づく買収防衛策の導入と、客観的証拠を前にしてもなお調査を拒絶するその姿は、我々に深い失望を与えます。
しかし、企業価値向上に誰よりも強い確信を有する筆頭株主として、我々は対話を諦めることはありません

Phase 1. 攻めの経営へのアプローチ

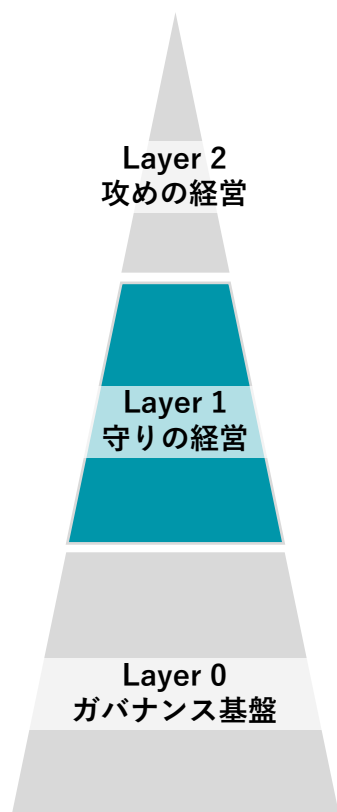
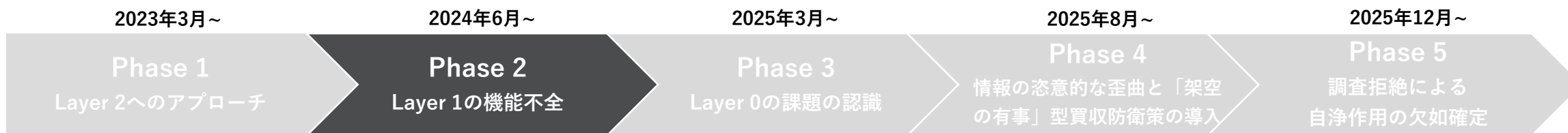


当社の対話の内容

- 当社は、東邦HDがプライム市場上場企業として標準的なガバナンス（Layer 0）とコンプライアンス（Layer 1）を備えていると信じ、議論の起点を攻めの経営（Layer 2）に設定しました
- そこで、企業価値向上策（2023年3月）や、根本的な統合施策（2024年10月）を提示し、共に成長を目指す建設的な対話を試みました
- しかし、議論は深まりませんでした。戦略検討は目標数値据え置きの現状の追認に留まり、統合案についても「自社のポジションが減る」等の保身的な理由とともに、検討しない旨が即時に伝達されました

我々は、「なぜ、当たり前前の戦略議論すらできないのか？」
という最初の疑問に直面しました

Phase 2. 守りの経営の機能不全

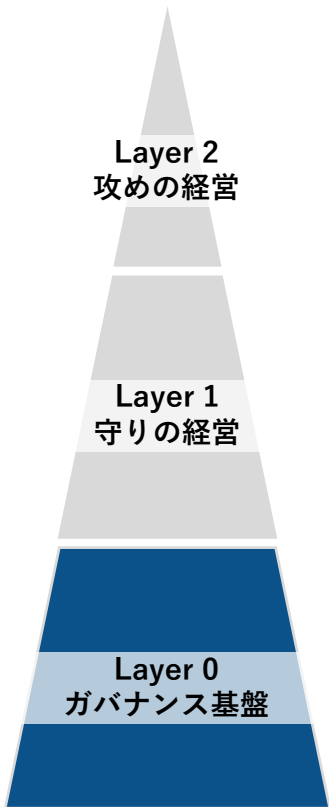
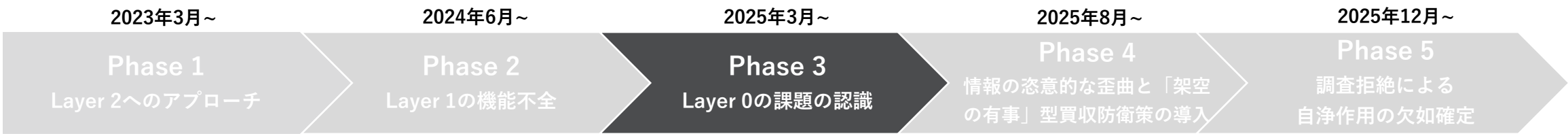


当社の対話の内容

- 当社は、日大関連病院の不正資金流用に関する報道を受け、訴訟記録を入手し詳細な調査を行いました
- すると、本来機能すべき「Layer 1：リスク管理・内部統制」が十分に作動しておらず、不祥事への対応が後手に回っている実態が浮き彫りになりました。さらに、当時の取締役間メールは「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おり、類似事案の存在が強く懸念されました
- そのため、当社は詳細な情報提供とともに適切な調査を求めましたが、東邦HDは報道後も自主的な開示を行わず、調査の必要性も認めませんでした

我々は、「戦略以前に、自浄作用が機能していない」という事実と直面し、議論のフェーズを守りのガバナンス（Layer 1）へ移さざるを得ませんでした

Phase 3. ガバナンス基盤の課題の認識



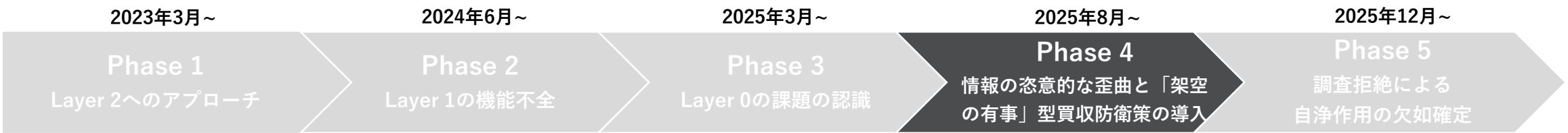
当社の対話の内容

- 戦略も語れず、不祥事への対応も拒絶。さらに社外取締役がそれらを放置している状況から、枝廣CEOが代表取締役社長の適格性を欠いている疑い、及び監督主体である「Layer 0：取締役会の資質・構造」そのものに欠陥がある疑いが強まりました
 - そのため、当社は、CEOの不適格性を主張する前の最後の確認として、「変革を先導する意思があるか」を問うため、外部の専門家を登用した客観的統合スタディ※を打診しましたが、これも即時に拒絶されました
- ※ 統合ありきではなく、独禁法の制約や収益改善効果等について、客観的視点でメリット・デメリットを検証する提案

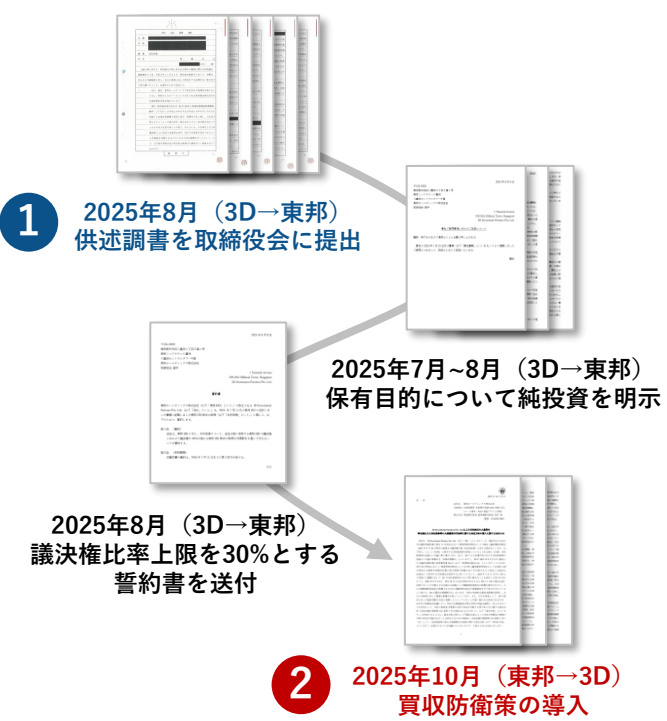
我々は、課題の根源が取締役会の適切性にあると特定し、議論の主軸をガバナンス基盤（Layer 0）へと深化させ、当社の懸念を25年6月の定時総会で主張・提案しました。

それ以降も、供述調書の会社への提出、第三者委員会設置の要請、ガバナンス体制の整備に関する具体的提言の提出など、継続してガバナンス整備のための対話を実施しています

Phase 4. 情報の恣意的な歪曲と「架空の有事」に基づく買収防衛策の導入（2025/8～）



当社の対話の内容

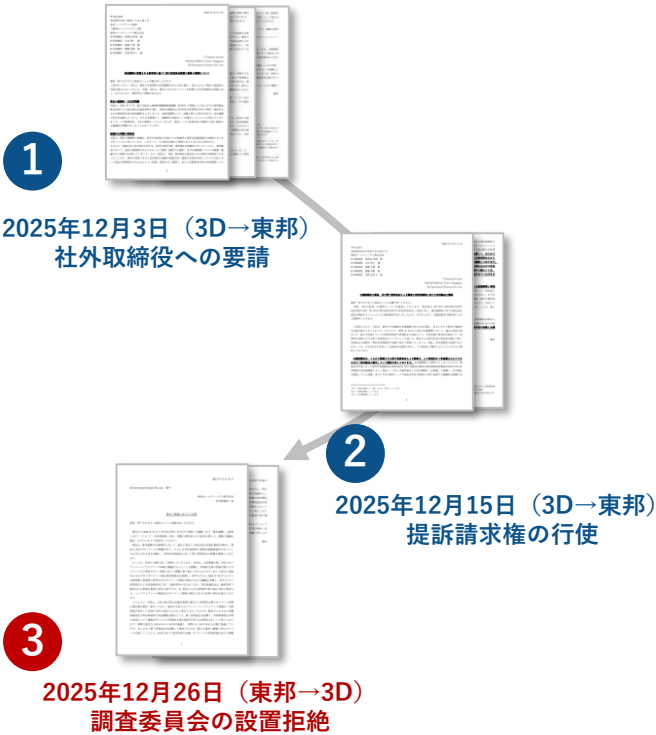
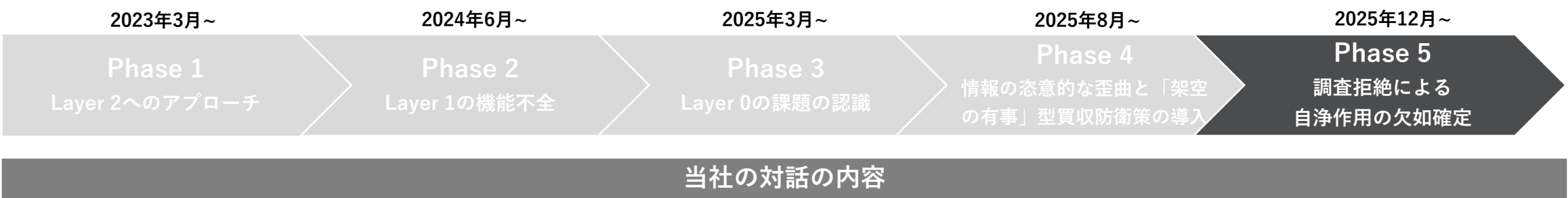


- 1 供述調書の入手と、定時総会における虚偽の情報説明の発覚
- 2025年8月に入手した検察官作成の供述調書には、現CEOおよびCOOが当時談合を「必要悪」として黙認していた事実等が明記されていました
 - この事実は、2025年6月の定時株主総会における会社側の説明（「類似事案は存在しない」「経営トップの関与はない」）と客観的事実との間に重大な乖離があったことを証明しました
 - すなわち、会社側はCEOの適格性が争点となる中で、核心となる重要事実を隠蔽・歪曲し、株主の判断を誤らせる形で取締役再任を勝ち取っていたことが発覚しました
- 2 「架空の有事」の自己演出に基づく買収防衛策の導入
- 当社は純投資目的の明示に加え、議決権比率上限を既保有分とあわせて30%とする誓約書案を送付し（2025/7-8）、執行から独立した戦略検討委員会（諮問機関）の設置という友好的な提案（2025/9）を行いました
 - しかし会社側は、この提案を奇貨として、当社の誓約書の受領をあえて拒絶しました
 - そして、その事実（経営支配権を獲得する意思の不存在）を一般株主に共有しないまま、「3Dによる支配権奪取の危険がある」という事実と異なる前提（「架空の有事」の自己演出）を作り出し、過去の建設的な対話を「意見の二転三転」、諮問委員会の提案を「特定株主への利益誘導」と曲解して、買収防衛策を導入しました

我々は、事実と異なる説明を繰り返し、自ら「有事」を演出する現在の取締役会には、自浄作用の発揮が困難であると確信しました。そのため、当事者能力を失った現経営陣ではなく、完全な第三者による調査（過去の清算）が企業価値向上の唯一の道であると判断しました

出典: 当社から東邦HD取締役会宛の書簡; 東邦HD「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」

Phase 5. 調査拒絶による自浄作用の欠如確定 (2025/12～)



- 1 社外取締役への要請 (12月3日)**
 - 当社は、「社外取締役の方々は供述調書の内容を知らされていなかったのではないか？」との善意の解釈に基づき、これまで6度断られてきた第三者委員会設置の最終要請を行いました
- 2 提訴請求権の行使 (12月15日)**
 - さらに、その調査スコープの検討を助けるために、提訴請求権を行使して、調査すべき「法的論点」を提示しました
- 3 調査委員会の設置拒絶 (12月26日)**
 - しかし、12月26日、会社は「過去のことである」として調査を拒絶しました
 - 「供述調書の内容」と「株主への説明」の食い違いを是正しようとしないという、ガバナンス不全の存在があきらかであるにもかかわらず、これを黙殺する東邦HDの決定は、もはや自浄作用が完全に機能不全に陥っていることを確信させるものでした

我々は、会社側が客観的証拠に基づく調査さえも拒絶したことに深い失望を覚えます。
しかし、企業価値向上に誰よりも強い確信を有する筆頭株主として、
東邦HDにおけるあるべきガバナンスの実現を諦めることはありません

資料B:ガバナンス体制整備に関する具体的提言

当社は、東邦HD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 (p.43~)

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

Step 2

未来への再構築 (p.51~)

三層構造のガバナンス・インフラの整備

このプロセスを経ることで、不正の容認に依拠した現状追認の経営から脱却して、適切なリスクテイクが行われる攻めの経営へと移り変わり、企業価値の持続的な向上が必然的に実現します

Step.1 過去の清算：
第三者委員会においては、下記の様な具体的要件を満たすべきと考えます

サマリー

真に独立した第三者委員会	A	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」を完全に充足する第三者委員会による調査の実施	1	委員の完全な独立性	…p.44
			2	調査への不介入	…p.44
			3	協力義務と証拠保全	…p.44
			4	開示手法	…p.44
			5	終了時期	…p.44
	B	組織的・構造的な問題の解明に重点を置いたスコープ	1	実行行為および監督責任に関する事実認定	…p.45
			2	類似事案および商慣行の組織的調査	…p.46
			3	特定の人物の影響力と院政構造の調査	…p.47
			4	内部統制および再発防止策の検証	…p.48
			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	…p.49
			6	真に機能する再発防止策の策定	…p.50

Step.1-A 過去の清算：

日弁連ガイドラインを完全に充足して実効性を確保したうえで、株主への十分な透明性を確保すべきです

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」を完全に充足する第三者委員会による調査の実施

No.	要件	内容
1	委員の完全な独立性	■ 東邦HD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東邦HDとの利害関係のない弁護士・会計士のみで構成する
2	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、東邦HD（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
3	協力義務と証拠保全	■ 東邦HD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
4	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
5	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

Step.1-B 過去の清算：

組織的・構造的な問題を解明することに重点を置いたスコープ設定を行うべきです

①実行行為及び監督責任に関する事実認定

1 / 6

実行行為および
監督責任に
関する事実認定

具体的なスコープ

客観的な事実認定

- 過去の不祥事に対する現経営陣（CEO/COO）の関与の有無を確認・認定する
- 取締役会および監査等委員会について、以下を中心に事実を客観的に認定する
 - ― 法的リスクや不祥事の兆候を把握し得る機会があったか
 - ― なぜ自浄作用を発揮できなかったのか
 - ― その背景として、善管注意義務および監視義務の履行に関わる事実（履行状況・対応の有無・判断の根拠等）を認定する

対象範囲

- 刑事責任の有無に関する事実に限らず認定対象とする
- 善管注意義務の観点から問題となる事実を認定する
- 企業倫理の観点から、以下に該当する（または疑われる）事実も認定する
 - ― コンプライアンス精神の欠如
 - ― コンプライアンス精神の欠如が疑われる行為
- 上記を踏まえ、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

対応する日弁連ガイドライン

第1部
第1.1 不祥事に関連する事実の調査、認定、評価

	調査対象とする事実（調査スコープ）
(1)	<ul style="list-style-type: none">■ 第三者委員会の調査対象は、第一次的には不祥事を構成する事実関係であるが、それに止まらず、不祥事の経緯、動機、背景及び類似案件の存否、さらに当該不祥事を生じさせた内部統制、コンプライアンス、ガバナンス上の問題点、企業風土等にも及ぶ
(2)	<p>事実認定</p> <ul style="list-style-type: none">■ 調査に基づく事実認定の権限は第三者委員会のみに属する■ 第三者委員会は、証拠に基づいた客観的な事実認定を行う
(3)	<p>事実の評価、原因分析</p> <ul style="list-style-type: none">■ 第三者委員会は、認定された事実の評価を行い、不祥事の原因を分析する■ 事実の評価と原因分析は、法的責任の観点に限定されず、自主規制機関の規則やガイドライン、企業の社会的責任（CSR）、企業倫理等の観点から行われる

Step.1-B 過去の清算：

組織的・構造的な問題を解明することに重点を置いたスコープ設定を行うべきです

②類似事案および商慣行の組織的調査

2 / 6

類似事案
および商慣行の
組織的調査

具体的なスコープ

類似事案の有無に関するグループ全社・全拠点調査

- 談合事件¹および日大関連事件について、類似事案の有無を把握するため、グループ全社・全拠点を対象に、商慣行も含めた網羅的調査を実施する
- 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または統計的サンプリング調査で代替することを妨げない

商慣行を生む構造要因の検証

- 不正を個人の資質の問題に限定せず、組織として不正を誘発し得る構造的要因の有無を検証する
 - ― 例：予算達成圧力、人事評価制度等

対応する日弁連ガイドライン

第1部
第1.1 不祥事に関連する事実の調査、認定、評価

- 調査対象とする事実（調査スコープ）
- (1)
- 第三者委員会の調査対象は、（中略）不祥事の経緯、動機、背景及び類似案件の存否、さらに当該不祥事を生じさせた内部統制、コンプライアンス、ガバナンス上の問題点、企業風土等にも及ぶ

第2部
第1.2 説明責任についての指針

- 注釈
7
- 第三者委員会の調査期間中は、不祥事を起こした企業等が、説明責任を果たす期間的猶予を得ることができる
 - したがって、企業等は、第三者委員会が予め設定した調査期間をステークホルダーに開示し、説明責任を果たすべき期限を明示することが必要となる

3 / 6

特定の人物の影響力と院政構造の調査

具体的なスコープ

特定の人物の影響力に起因する不適切取引の調査

- 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事実関係を整理する
- 当該人物を中心とした利益相反取引等の不適切な取引が他に存在しないか、網羅的に調査する

院政構造の原因分析

- 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を調査する
- その背景として、現経営陣による忖度構造の有無を含め、網羅的に調査する

対応する日弁連ガイドライン

第1部 不祥事に関連する事実の調査、認定、評価

(1) 調査対象とする事実（調査スコープ）

- 第三者委員会の調査対象は、第一次的には不祥事を構成する事実関係であるが、それに止まらず、不祥事の経緯、動機、背景及び類似案件の存否、さらに当該不祥事を生じさせた内部統制、コンプライアンス、ガバナンス上の問題点、企業風土等にも及ぶ

(2) 事実認定

- 調査に基づく事実認定の権限は第三者委員会のみに属する
- 第三者委員会は、証拠に基づいた客観的な事実認定を行う

(3) 事実の評価、原因分析

- 第三者委員会は、認定された事実の評価を行い、不祥事の原因を分析する
- 事実の評価と原因分析は、法的責任の観点に限定されず、自主規制機関の規則やガイドライン、企業の社会的責任（CSR）、企業倫理等の観点から行われる

Step.1-B 過去の清算：

組織的・構造的な問題を解明することに重点を置いたスコープ設定を行うべきです

④内部統制および再発防止策の検証

4 / 6

内部統制および
再発防止策の
検証

具体的なスコープ

再発防止策の実効性検証と「組織の病理」の特定

- 2003年以降に策定された再発防止策について、なぜ機能しなかったのか、その実効性（設計・運用・定着）を検証する
- その上で、問題を一部の不心得者に矮小化せず、以下により形成・維持された「組織の病理」を特定する
 - ― 不正の是認と隠蔽の継続が組織全体を支配していた可能性
 - ― 相互監視機能の麻痺（牽制が働かない状態）の発生・継続状況

対応する日弁連ガイドライン

第1部
第1.1 不祥事に関連する事実の調査、認定、評価

調査対象とする事実（調査スコープ）	
(1)	■ 第三者委員会の調査対象は、（中略）不祥事の経緯、動機、背景及び類似案件の存否、さらに当該不祥事を生じさせた内部統制、コンプライアンス、ガバナンス上の問題点、企業風土等にも及ぶ
事実の評価、原因分析	
(3)	■ 第三者委員会は、認定された事実の評価を行い、不祥事の原因を分析する ■ 事実の評価と原因分析は、法的責任の観点に限定されず、自主規制機関の規則やガイドライン、企業の社会的責任（CSR）、企業倫理等の観点から行われる

第1部
第1.3 提言

-	■ 第三者委員会は、調査結果に基づいて、再発防止策等の提言を行う
---	----------------------------------

Step.1-B 過去の清算：組織的・構造的な問題を解明することに重点を置いたスコープ設定を行うべきです

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

5 / 6

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

具体的なスコープ

- 取締役会の善管注意義務の包括検証
- 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全体について、取締役会が善管注意義務を果たしていたかを包括的に検証する
 - 検証は「適法性の確認」にとどめず、経営判断としての実質的合理性を対象に含める
 - 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、厳格に問い、評価する
- 2025年6月 定時株主総会での再任判断（現CEO/COO）の検証
- 不祥事への関与が疑われる状況下で、なぜ十分な調査を行わずに当該役員（現CEO/COO）の再任（会社提案）を決定したのかを解明する
 - 再任判断に至るまでのリスク評価の内容と、意思決定プロセスの妥当性を検証する
- 2025年12月 第三者委員会の設置を拒絶した判断の検証
- 談合事件等に関する供述調書等の客観的証拠が提示された後であっても、第三者委員会による調査を拒絶した理由を解明する
 - 特に、調査対象となり得る当事者が「設置拒絶」の意思決定に関与していなかったかを確認し、利益相反の有無を含めて検証する
 - 上記を踏まえ、当該判断の公正性（プロセスの公正・中立）が担保されていたかを検証する
- 情報開示の正確性・誠実性の検証
- 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）と乖離した説明がなかったかを確認する

対応する日弁連ガイドライン

- 第1部 不祥事に関連する事実の調査、認定、評価
- 第1.1 調査対象とする事実（調査スコープ）
- (1) ■ 第三者委員会の調査対象は、（中略）不祥事の経緯、動機、背景及び類似案件の存否、さらに当該不祥事を生じさせた内部統制、コンプライアンス、ガバナンス上の問題点、企業風土等にも及ぶ
- (3) ■ 事実の評価と原因分析は、法的責任の観点に限定されず、自主規制機関の規則やガイドライン、企業の社会的責任（CSR）、企業倫理等の観点から行われる
- 第1部 第三者委員会の独立性、中立性
- 第2 - ■ 第三者委員会は、依頼の形式にかかわらず、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

Step.1-B 過去の清算：
組織的・構造的な問題を解明することに重点を置いたなスコープ設定を行うべきです

⑥真に機能する再発防止策の策定

6 / 6

真に機能する再発防止策の策定

具体的なスコープ

- ① 実行行為および監督責任に関する事実認定
- ② 類似事案および商慣行の組織的調査
- ③ 特定の人物の影響力と院政構造の調査
- ④ 内部統制および再発防止策の検証
- 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

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

対応する日弁連ガイドライン

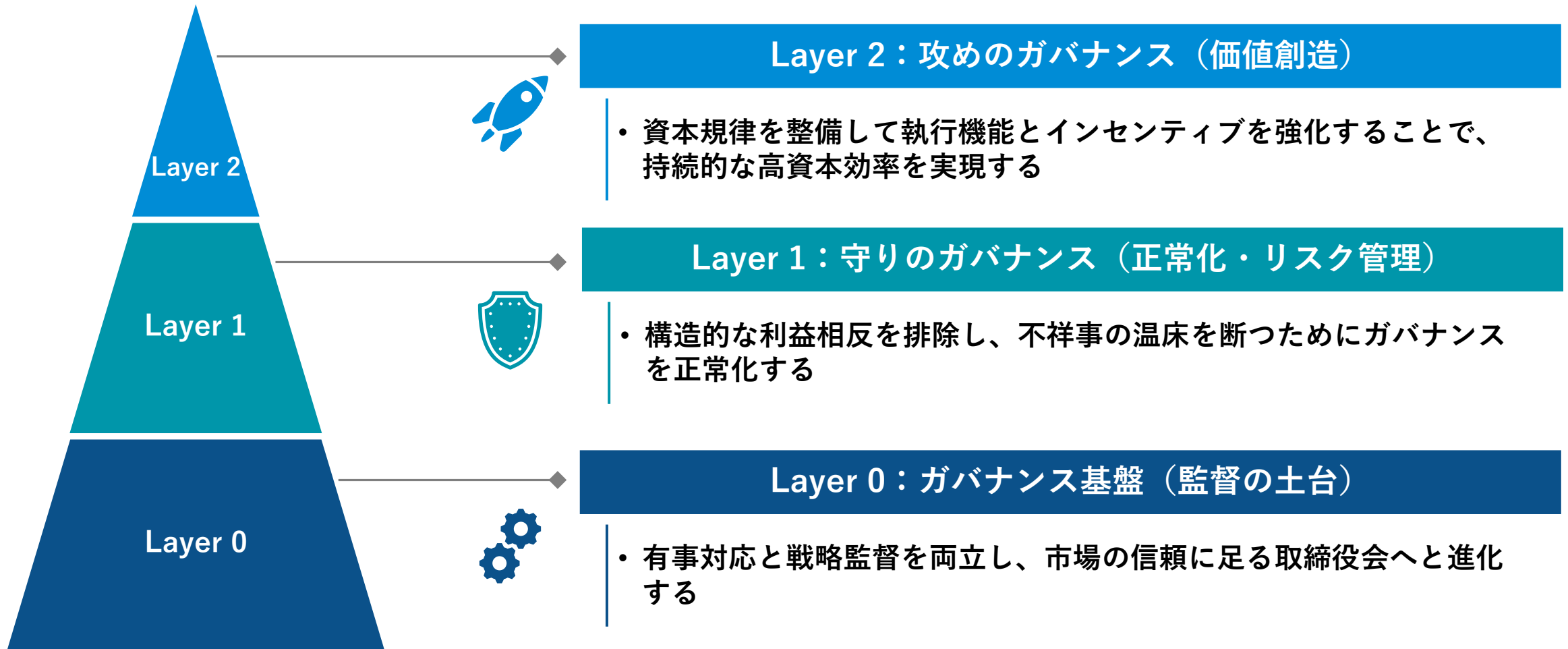
第1部
第1.3 第三者委員会の活動－提言

- 第三者委員会は、調査結果に基づいて、再発防止策等の提言を行う

Step 2 未来への再構築：

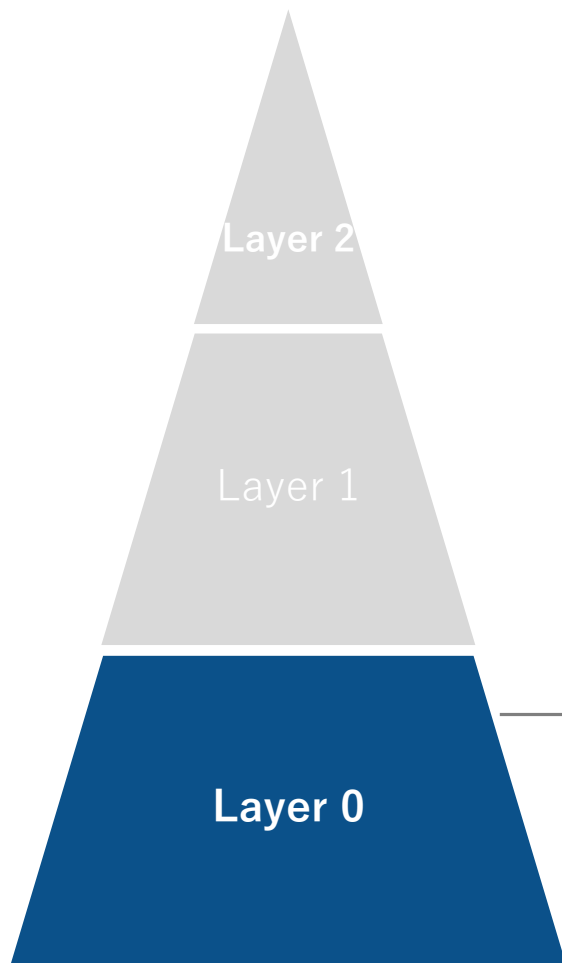
三層構造のガバナンス・インフラを整備することで、現状追認の経営から脱却し、適切なリスクテイクが行われる攻めの経営へと移り変わり、企業価値の持続的な向上が必然的に実現します

サマリー



Step.2 未来への再構築：

Layer 0 - 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と進化します



Layer 0：ガバナンス基盤（監督の土台）

0-1 取締役会の構成と能力（p.55-56）

- 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（p.57）

- 経産省指針に準拠した客観的な運用ルールを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（p.58-59）

- 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する。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（p.60-61）

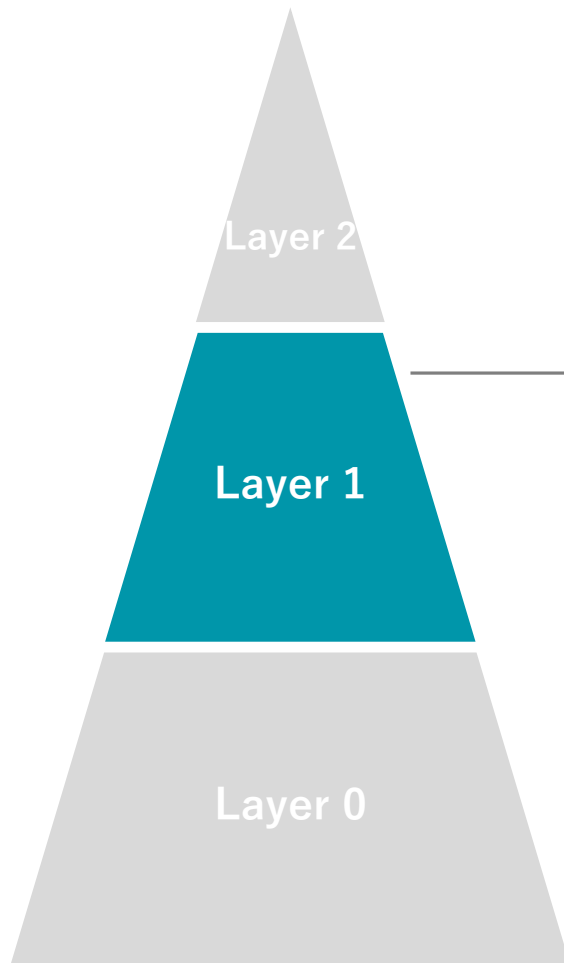
- CEOと取締役会議長の分離、筆頭独立社外取締役の設置、および独立した取締役会事務局とコーポレート・セクレタリーの導入を起点として、取締役会の運営および審議の主導権を監督側へ移行させ、取締役会を形式的な報告会から、根本課題やリスクテイクを議論する実効性の高いモニタリングのためのものに抜本的に変革する

0-5 対話と開示の基盤（p.62-63）

- 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

Step.2 未来への再構築：

Layer 1 - 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します



Layer 1：守りのガバナンス（正常化・リスク管理）

1-1 利益相反管理と政策保有株式（p.64-65）

- 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（p.66-67）

- 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（p.68-69）

- 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（p.70-71）

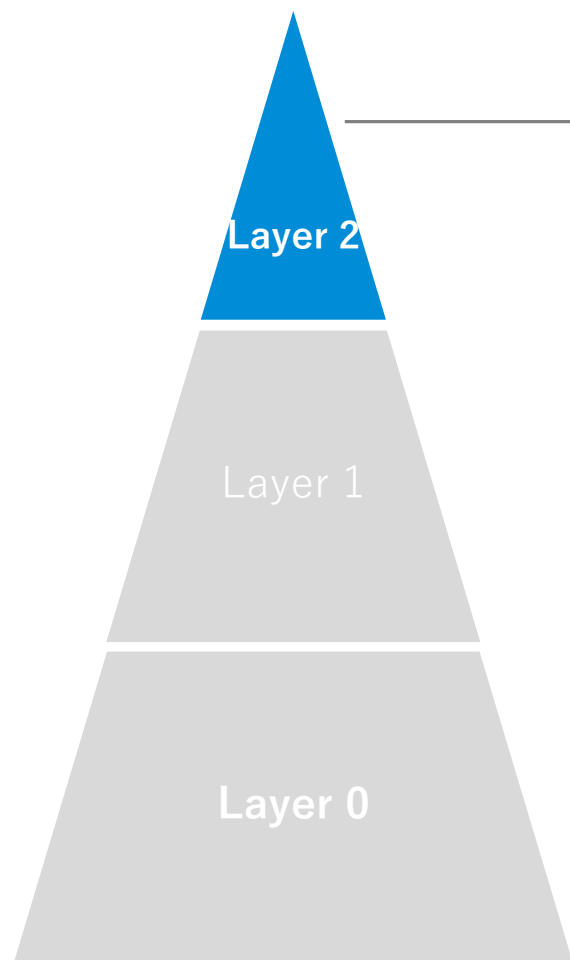
- 内部監査部門の執行側からの完全な独立（人事権等）やリニエンシー制度の導入により、不都合な真実が揉み消される構造的要因を排除し、自浄作用を回復させる

1-5 有事対応と公正なM&A（p.72-73）

- 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

Step.2 未来への再構築：

Layer 2 - 資本規律を整備して執行機能とインセンティブを強化することで、持続的な高資本効率を実現します



Layer 2：攻めのガバナンス（価値創造）

2-1 資本コストに基づく経営戦略（p.74-75）

- 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（p.76-77）

- 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（p.78-79）

- 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（p.80-81）

- 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（p.82-83）

- 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

（参考）Layer 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。

（参考）Layer 0-1 取締役会の構成と能力

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使すべきであり、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。

(参考) Layer 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の原則

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。

（参考）Layer 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。

(参考) Layer 0-3 指名・報酬ガバナンスの設計

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。

（参考）Layer 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に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。

（参考）Layer 0-4 取締役会の運営と実効性

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忖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。

(参考) Layer 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。

(参考) Layer 0-5 対話と開示の基盤

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、一部の事実に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。

（参考）Layer 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。

(参考) Layer 1-1 利益相反管理と政策保有株式

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。

（参考）Layer 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。

(参考) Layer 1-2 経営の監督と規律付け

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。

（参考）Layer 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。

（参考）Layer 1-3 リスク管理と内部統制システム

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。

（参考）Layer 1-4 監査・内部通告と自浄作用

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。

（参考）Layer 1-4 監査・内部通告と自浄作用

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。

（参考）Layer 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って行うものとする。

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。

(参考) Layer 1-5 有事対応と公正なM&A

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。

(参考) Layer 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。

(参考) Layer 2-1 資本コストに基づく経営戦略

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。

（参考）Layer 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（スピンオフ）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。

(参考) Layer 2-2 事業ポートフォリオの最適化

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ブアウトの断行を、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。

(参考) Layer 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にも照らし、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抜し、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。

(参考) Layer 2-3 CEOサクセッションと選解任

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。

（参考）Layer 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。

(参考) Layer 2-4 インセンティブ報酬の設計

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。

(参考) Layer 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。

（参考）Layer 2-5 執行強化と価値の顕在化

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trench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。

2025年12月に当社が公開した
「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」
から再掲

Appendix1：供述調書から判明した事実

当社は2025年8月、検察庁に対して訴訟記録閲覧請求を行い、現CEO枝廣氏およびCOO馬田氏が2020年に東京地方検察庁で行った供述を内容とする、JCHO談合事件¹に関する供述調書を入手しました



枝廣CEOの供述調書

■ JCHO談合に関する法令違反被疑事件について、枝廣氏は被疑者として検察庁に対し、事件の概要や発生経緯、類似事案の有無、自身の関与、再発防止に向けた取組状況などについて供述した

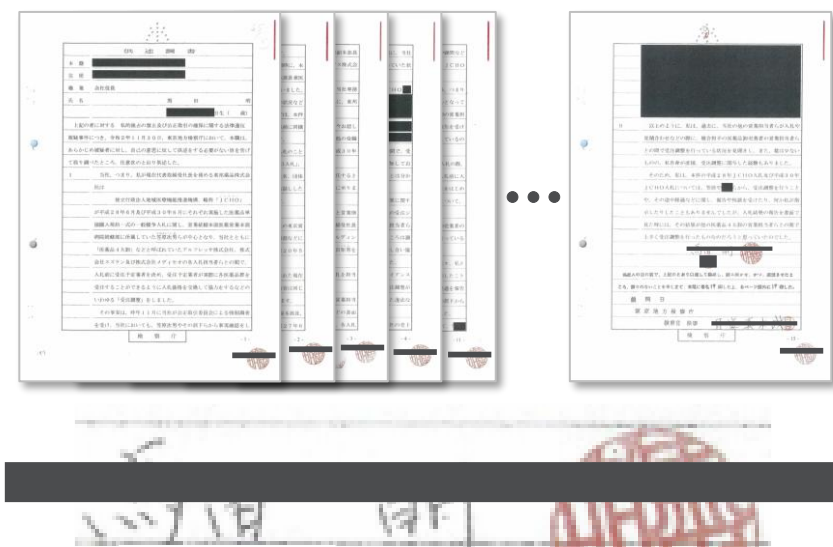
令和2年（特わ）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録



馬田COOの供述調書

■ JCHO談合に関する法令違反被疑事件について、馬田氏は被疑者として検察庁に対し、事件の概要や発生経緯、類似事案の有無、自身の関与、再発防止に向けた取組状況などについて供述した

令和2年（特わ）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録



出典: 令和2年（特わ）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録 枝廣弘巳氏 供述調書; 馬田明氏 供述調書
注: [1]独立行政法人地域医療機能推進機構（JCHO）が行った医薬品の共同入札をめぐり、東邦薬品を含む大手医薬品卸4社が、2016年と2018年の入札で受注シェア、落札者、価格を事前に話し合っていたとして、公正取引委員会に独占禁止法違反で告発・課徴金処分等を受けた事件。

この供述調書は、供述者による署名押印という要件を備えており、裁判所においても法的証拠として扱われる正式な書類です

供述調書とは、
刑事訴訟法に規定された正式な手続きに則って作成された文書

- 供述調書には被疑者や参考人の供述が正確に記録され、供述者自身により誤りがないことが確認されている

“前項の調書は、これを被疑者に閲覧させ、又は読み聞かせて、誤がないかどうかを問い、被疑者が増減変更の申立をしたときは、その供述を調書に記載しなければならない。

被疑者が、調書に誤のないことを申し立てたときは、これに署名押印することを求めることができる。但し、これを拒絶した場合は、この限りでない”

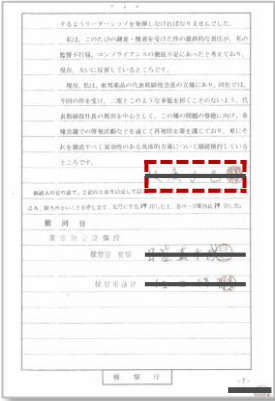
刑事訴訟法第198条4項、5項

- 署名または押印がされた供述調書は証拠とすることができる

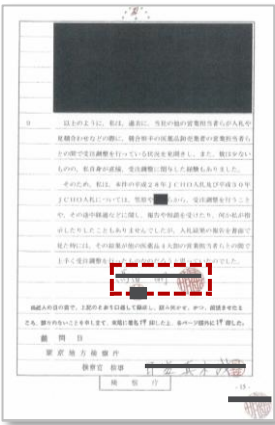
“被告人以外の者が作成した供述書又はその者の供述を録取した書面で供述者の署名若しくは押印のあるものは、（中略）これを証拠とすることができる¹⁾”

刑事訴訟法第321条1項柱書

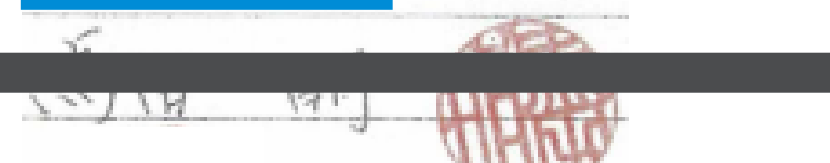
枝廣CEOおよび馬田COOは、
署名・押印をもって供述調書の内容に誤りがないことを認めている



枝廣CEOの署名・押印



馬田COOの署名・押印



出典: 刑事訴訟法第198条4項、5項、第321条1項柱書; 令和2年（特わ）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録 枝廣弘巳氏 供述調書; 馬田明氏 供述調書
注: [1]本件では、枝廣CEO・馬田COOが署名押印した検察官作成の供述調書を取得済みであり、同調書は刑事訴訟法第321条1項柱書に定める「証拠とすることができる」供述調書に該当する

供述調書には、経営者自らが不正を「必要悪」と見なし、組織全体として法令違反を戦略的に容認・関与していたという事実が記録されていました (1/2)

枝廣CEOは売上・利益の確保のため戦略的に受注調整を容認し、是正措置を講じなかったことを供述した



枝廣CEO

JCHOに関する検察の取り調べにおける枝廣氏の供述調書

“代表取締役社長であった私自身、入札や見積合わせなどの際には、東邦薬品と同業他社との間で受注調整などを行っているのだろうとは思いつつも、東邦薬品の**売上や利益の獲得、受注シェアの確保などを優先する気持ちから、入札担当者やその上司らに対し、受注調整などをしないようにと直接指導したり、そのような行為を防止するために踏み込んだ措置を採ろうとはしませんでした”**

“薄利多売と言われる医薬品卸売業界で**売上や利益を確保するには、医薬品の取引関係を継続すること、いわゆる「帳合」を維持することが手取り早く、そのためには受注調整などが必要となる場合も当然あるだろうと私は思っていました”**

“会合では、**競合他社の幹部連中との間で、「これからも協力してやっていきましょう。」などと意味ありげな言葉を交わしていましたが、その言葉のうちには、医薬品購入の入札などの際には、それぞれの売上や利益を確保するため、お互いに譲るところは譲り、受注調整をしながら上手くやっていきましょうという意味も込められているものと理解し、対応していました”**



枝廣 弘巳

供述調書には、経営者自らが不正を「必要悪」と見なし、組織全体として法令違反を戦略的に容認・関与していたという事実が記録されていました (2/2)

馬田COOにおいては受注調整を容認し、是正措置を講じなかったことだけでなく、自らが不正を手掛けていたことを供述した

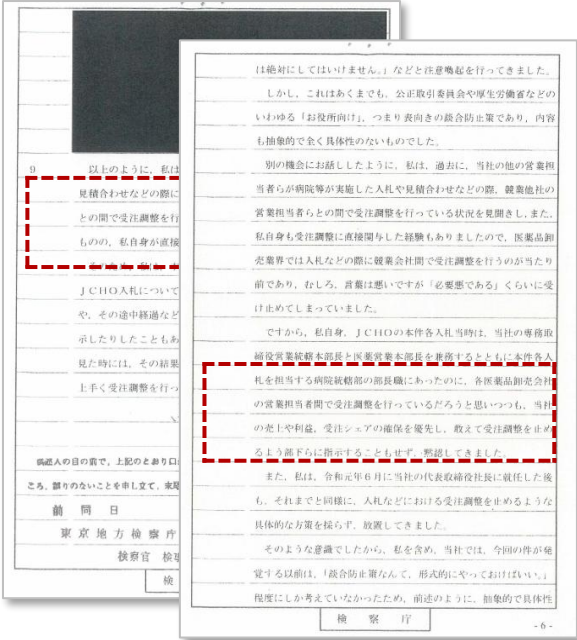


馬田COO

JCHOに関する検察の取り調べにおける馬田氏の供述調書

“私は、過去に、当社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、数は少ないものの、**私自身が直接、受注調整に関与した経験もありました**”

“各医薬品卸売会社の営業担当者間で**受注調整を行っているだろうと思いつつも、当社の売上や利益、受注シェアの確保を優先し、敢えて受注調整を止めるよう部下らに指示することもせず、黙認してきました**”



この新事実は、不正が現場レベルにとどまらず、
経営者の意思決定や統制の欠如に起因する組織的な問題であったことを示しています

また、供述調書には、JCHO談合事件の類似案件が過去に存在していたことも示されています

枝廣CEOと馬田COOの両氏が、JCHO談合事件以前に同様の受注調整が行われていたことを供述した



枝廣CEO

JCHOに関する検察の取り調べにおける枝廣氏の供述調書

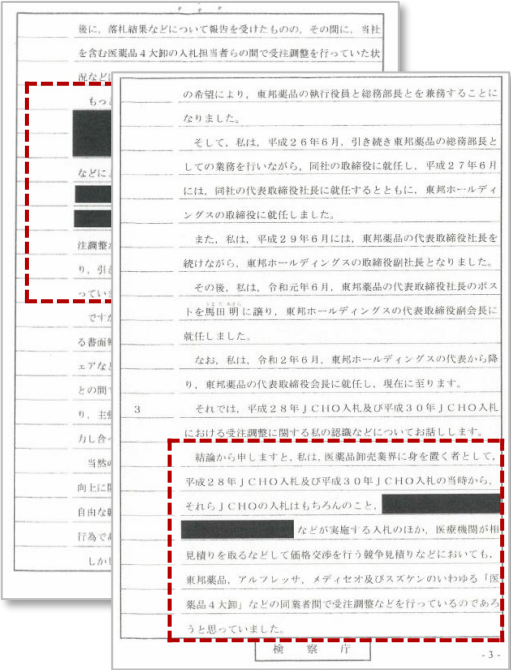
“私は医薬品卸売業界に身を置く者として、平成28年JCHO入札及び平成30年JCHO入札の当時から、それら**JCHOの入札はもちろんのこと [黒塗り]**東邦薬品、アルフレッサ、メディセオ及びスズケンのいわゆる「**医薬品4大卸**」などの**同業他社間で受注調整などを行っているのであろうと思っていました**”



馬田COO

JCHOに関する検察の取り調べにおける馬田氏の供述調書

“もっとも、私は、それまでの私自身の経験などから、JCHO **[黒塗り]**などによる医薬品の共同入札 **[黒塗り]**などにおいて、当社を含む医薬品卸売業者の間で、**受注調整が当たり前のように行われていたことは昔から承知しており、引き続き、同様の受注調整が行われているであろうことは分かっていました**”



供述調書の内容によれば、枝廣氏・馬田氏を含む取締役が、過去に善管注意義務違反を犯していたと考えられます

各事件の発覚年 ¹ ：	枝廣氏の役職		馬田氏の役職	概要	善管注意義務違反の内容
2003	宮城県価格カルテル事件			<ul style="list-style-type: none">■ 仙台市内のホテルで医薬品卸10社が価格カルテルを結ぶ■ 0.4億円の課徴金納付命令を受ける	<div>内部統制システム構築義務違反²</div> <ul style="list-style-type: none">■ 2003年の談合処分以降内部で再発防止策を策定したにもかかわらず、JCHO談合事件、NHO談合事件と立て続けに談合が発生■ JCHO談合事件以前の談合の存在を枝廣氏・馬田氏は認識していたものの、何ら是正措置は取らず■ 長きにわたり実効性のある統制システム構築を怠ってきた、歴代取締役会を構成する取締役の長期的な内部統制システム構築義務違反を示す <div>監視義務違反³</div> <ul style="list-style-type: none">■ 2016, 2018年のJCHO談合事件等において、当時の取締役（枝廣氏・馬田氏ら）は、談合の存在を認識しつつ黙認し、適切な是正措置を講じなかった旨を供述調書等で自認■ 取締役としての監視義務違反であり、その結果として課徴金・和解金等の巨額の損害を会社に与えた <div>子会社株式の価値保全義務違反⁴</div> <ul style="list-style-type: none">■ 子会社株式の価値毀損に繋がる法令違反・不祥事の存在を認識していたにもかかわらず、東邦HDの取締役としては是正措置を講じなかった■ 結果として、課徴金等により子会社株式の価値を毀損させており、子会社株式の価値保全義務違反を示す
	供述調書により枝廣氏・馬田氏が黙認・関与した類似事案が存在することが判明した期間		東邦薬品 2014-2022: 取締役 2015-2022: 代表取締役 ⁵	東邦薬品 2012-: 取締役 2019-: 代表取締役	
	HD 2015-: 取締役 2019-: 代表取締役		HD 2016-: 取締役	<ul style="list-style-type: none">■ 宮城県の事案で”再発防止策”を実施■ にもかかわらず、枝廣氏・馬田氏は類似事案を黙認・関与■ また、適切な是正措置も取らなかった	
2019	JCHO談合事件 ※実際の談合は2019年以前		当事者 東邦薬品 代表取締役会長	当事者 東邦薬品 —	<ul style="list-style-type: none">■ JCHO発注の医薬品の入札を巡り、医薬品卸4社が談合を繰り返す■ 1.6億円の課徴金納付命令、2.5億円の罰金と33億円の和解金が発生
	HD 取締役		HD 取締役		
2021	NHO談合事件 ※実際の談合は2021年以前		当事者 九州東邦 —	当事者 九州東邦 —	<ul style="list-style-type: none">■ 九州地区における医薬品入札で医薬品卸6社が談合を行う■ 1.3億円の課徴金納付命令を受ける
	HD 代表取締役CFO		HD 取締役		

出典: 会社開示資料; 各種ニュース記事; 令和2年（特ワ）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録 枝廣弘巳氏 供述調書; 馬田明氏 供述調書
注: [1]東邦HDまたは東邦薬品、九州東邦が当該事件に関与していることが、初めて対外的に報道された年（当社調べ）。役職は事件の発覚時もしくは対応時のもの; [2]内部統制システム構築義務は、会社法399条1項1号および2項に規定され、その内容は会社法施行規則110条の4で具体化されている。また、その履行状況は会社法399条の2第3項第1号、会社法施行規則130条の2第1項によって監査等委員会の監査対象とされている。; [3]監視義務は、取締役の善管注意義務（会社法330条・民法644条）の一内容であり、また忠実義務（会社法355条）とも関連する。; [4]子会社株式の価値保全義務は、取締役の善管注意義務（会社法330条・民法644条）および忠実義務（会社法355条）に基づき導かれる義務である。; [5]一部期間のみ代表権のない取締役

（ご参考）世紀東急工業の事例では、監視義務違反による株主代表訴訟で損害賠償請求が認められています

事案の概要と経緯

- 世紀東急工業は、2011年から2015年にかけて行われた**独禁法違反事案について、公取委から課徴金命令**を受けた
- 公取委から会社に課された課徴金を会社の損害と捉え、**当該事案に作為・不作為を通じて関与した代表取締役および取締役**に対し、株主が損害賠償を求める株主代表訴訟を提起した
- 裁判所は、カルテルに直接関与した取締役はもとより、**独禁法違反事案の存在を認識しながらこれを黙認し、是正措置を講じなかった代表取締役についても、善管注意義務違反を認定した**

年月	出来事
2011年-2015年	：アスファルト合材カルテルの発生
2017年	：公正取引委員会による立ち入り調査
2019年7月	：公正取引委員会による課徴金納付命令
2019年12月	：調査報告書の開示
2020年12月	：株主代表訴訟提訴
2022年3月	：原告勝訴（地裁）
2023年1月	：控訴棄却（高裁）

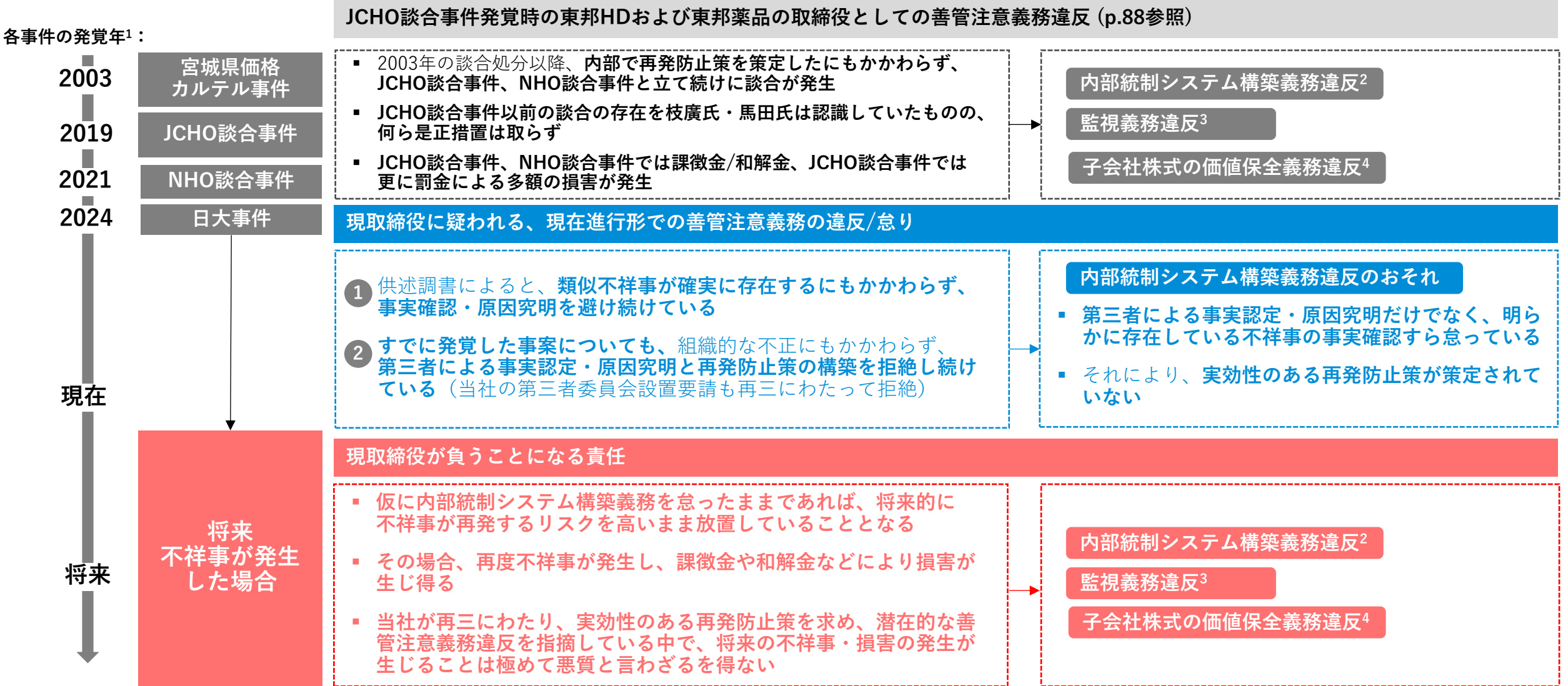
株主代表訴訟¹の判決と評価

被告	カルテル時の役職	訴訟理由
A氏	代表取締役社長	<p>“A氏は独禁法違反事案や談合罪に該当する行為を知悉していたが、法令遵守に関する管理体制を整えるべき義務を果たさなかった。同氏が遅滞なく、是正措置を導入し、管理体制をととのえていれば、違反行為はなされず、課徴金納付命令も受けずに済んだ”</p> <p>―株主代表訴訟提起に関する原告のプレスリリース</p> <p>判示</p> <p>取締役は、会社を名宛人とし、会社がその業務を行うに際して遵守すべき全ての法令を遵守する義務を負うものであるところ、A氏の行為は、事業者であるP²を名宛人とし、Pが遵守すべき独禁法3条に違反する行為を黙認した。（中略）A氏は、本件自認課徴金額のうち、原告のA氏らに対する各請求額相当額の損害を賠償する義務を負うというべきである。</p> <p>―東京地方裁判所 判決</p> <p>“本判決からは、法令違反行為に直接は関与しなかった取締役においても、社内で違法行為が行われている認識がある以上、それを防止するために積極的な措置を取る法的義務が取締役に課されているのであるから、他の役員の法令違反行為について認識していた場合には、たとえ自身が関与していない場合であっても、任務懈怠と評価される可能性が高いということが言える”</p> <p>加藤 & パートナーズ法律事務所 近時の重要裁判例 世紀東急工業株主代表訴訟事件</p>

善管注意義務違反を認める判決がなされたA氏の状況と、供述調書で明らかになったJHCO事件発生時の取締役の状況は酷似しています

出典: 原告開示資料; 加藤 & パートナーズ法律事務所「近時の重要裁判例 世紀東急工業株主代表訴訟事件（東京高判令和5年1月26日LEX/DB:25595301）」。出典内原典は、伊勢田道仁「『判例研究』法と政治74巻3号」
注: [1] 本件株主代表訴訟の被告は、A代表取締役社長、B事業推進本部副部長兼製品事業部長、C取締役・事業推進本部長、D取締役・事業推進本部副部長兼工務部長の4名（いずれもカルテル発生当時の役職）である。B氏・C氏・D氏の3名については、法令違反行為である価格カルテルを認識しこれに直接関与したことにより会社に対する任務懈怠が認められ、損害賠償責任を負うとの判決が下された。; [2] 世紀東急工業のことを指す。

また、現在進行形で、取締役の任務懈怠（善管注意義務の違反/怠り）が生じているおそれがあり、将来不祥事の再発が懸念されます



出典: 会社開示資料;令和2年（特）第3100号 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件保管記録 枝廣弘巳氏 供述調書; 馬田明氏 供述調書
注: [1]東邦HDまたは東邦薬品、九州東邦が当該事件に関与していることが、初めて対外的に報道された年（当社調べ）。役職は事件の発覚時もしくは対応時のもの; [2]内部統制システム構築義務は、会社法399条1項1号および2項に規定され、その内容は会社法施行規則110条の4で具体化されている。また、その履行状況は会社法399条の2第3項第1号、会社法施行規則130条の2第1項によって監査等委員会の監査対象とされている。; [3]監視義務は、取締役の善管注意義務（会社法330条・民法644条）の一内容であり、また忠実義務（会社法355条）とも関連する。; [4]子会社株式の価値保全義務は、取締役の善管注意義務（会社法330条・民法644条）および忠実義務（会社法355条）に基づき導かれる義務である。

92

1 未発覚不祥事の存在が疑われる場合は、事実確認と原因究明を行うべきにもかかわらず、東邦HDは何らそのような措置を取ろうとしていません

不祥事の存在が疑われる場合には、
事実確認と原因究明を行うことは必要不可欠

“企業活動において自社（グループ会社を含む）に関わる**不祥事又はその疑義が把握された場合には**、当該企業は、**必要十分な調査により事実関係や原因を解明**し、その結果をもとに再発防止を図ることを通じて、**自浄作用を発揮する必要がある**”

日本取引所グループ
上場会社における不祥事対応のプリンシプル

“**不祥事の端緒を得た企業は、すみやかに調査に着手する必要がある**。不祥事に関する情報を得ながら、調査を先延しにしたり、何とか正当化できないかという点に腐心して調査着手に入らず、**事態を悪化させ致命傷となった企業も少なくない**”

森・濱田松本法律事務所
企業危機・不祥事対応の法務

“経営トップの責務として、**万が一不祥事が発生した場合には、自ら先頭に立ち、事実調査と原因究明、再発防止策の徹底、説明責任を遂行**した上で、権限と責任を明確にして、自らを含めて厳正な処分を行う”

日本経済団体連合会
企業行動憲章 実行の手引き

しかし、東邦HDでは監督機能を担う社外取締役でさえも、
合理的な根拠なく何らそのような措置を取ろうとしていない

■ 社外取締役は、類似事案の有無の調査の必要性について、
デジタルフォレンジック¹等の客観的な調査が行われていない段階で、「個人的には膿は出し切った」「この規模の不祥事はないと思っている」と断言

（加茂谷氏）“個人的には私自身はもう **これで全部膿は出し切った**と”
（後藤氏）“**このレベルのこの規模のものというのではない**という風に私は思っています”

社外取締役インタビュー議事録

■ その根拠を問われても、主観的・定性的な印象論に終始しており、客観的な
事実検証を軽視

（加茂谷氏）“談合問題一つとっても、それはもう現場のMSそのものが今、他の卸と一切
そういう話はしない。**もう話はしないような状況、整理ができているという風なことは、
現場行って確認しています**”

（加茂谷氏）“行動の基礎となる部分の（法令等の）遵守状況というのは**現場に良く行って、
そこは徹底されているなという風に私自身は理解をしている**。ここは全社を挙げて二度と
談合問題を起こさない。そういう意識の中で各MSなりが行動しているということは直に見
ていますから、「そこは徹底されているんだな」という風な認識を持っています”

社外取締役インタビュー議事録

出典:日本取引所グループ「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」；森・濱田松本「法律事務所 企業危機・不祥事対応の法務」；日本経済団体連合会「起動企業憲章 実行の手引き」；社外取締役インタビュー議事録

注: [1] デジタル機器やシステムに残るデータを証拠として使える形で集めて分析し、不正や事故の原因や事実を明らかにする調査技術

2 発覚済みの組織的な不祥事については、本来第三者による事実確認と原因究明を踏まえた再発防止策の策定が必要ですが、東邦HDはそのような取組を拒絶し続けています

組織的な不祥事が生じた企業は、
第三者による調査と再発防止策の構築を行う必要がある

“特に会社における組織ぐるみの事案（役員等の経営上層部が関与している事案）、（中略）については、ステークホルダーに対する説明責任、社会からの信頼回復等の観点から、より**中立性・独立性を有する調査体制を選択する必要がある**。この場合、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「第三者委員会ガイドライン」という）に準拠した**第三者委員会の設置を検討することが必要となる**”

森・濱田松本法律事務所
企業危機・不祥事対応の法務

“そのため、リスクを感知した場合は躊躇なく**外部専門家を活用し**、効率的かつ的確に事案への対処を検討すべき”

日本監査役協会
重大な企業不祥事の疑いを感知した際の監査役等の対応に関する提言

にもかかわらず、東邦HDは過去の談合事件に関して
第三者による調査を行わず、当社からの要請も繰り返し拒絶

■ 東邦HDは過去、談合事件を繰り返し発生させてきたが、そのいずれにおいても**第三者委員会による調査を行っていない**

事件名	東邦HDの対応	第三者委の設置
宮城県価格カルテル事件	倫理綱領作成のための社内調査を行うのみ	×
JCHO談合事件	社内人員のみの委員会で社内調査を行うのみ	×
NHO談合事件	同委員会にて社内調査を定期開催するのみ	×
日大事件	ガバナンス強化特別委員会にて調査が行われるも、委員会の独立性に疑義がある	×

■ 当社は独立した第三者による事実認定とそれに基づく再発防止策の構築を繰り返し要請してきたが、東邦HDはすべて拒絶してきた

“ご指摘の独占禁止法違反や日本大学関連病院に関連した事案については、当社において調査を適切に完了しており、再発防止策・改善策が実施されているとの認識です。（中略）したがって、**第三者調査委員会の設置は必要ないものと考えております**”

2025年8月20日付 東邦HD取締役会 当社宛書簡

2025年12月に当社が公開した
「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」
から再掲

Appendix2：東邦HDの病理と企業価値毀損のサイクル

東邦HDが善管注意義務違反/懈怠を構成するまでに、組織的な不正への対応を怠っていることの病理は「隠蔽体質」と「形骸化した対応への逃避」にあります

		病理の概要	病理を示す事象
東邦HDの病理	A: 隠蔽体質	<ul style="list-style-type: none">■ 経営陣や監督者は、不正等の不都合な事実を必要悪として是認し、問題を直視しないばかりか、事実の隠蔽により事なきを得ようとする	<div>1不正の「必要悪」としての是認</div> <div>2不正の「客観的検証」の拒絶</div> <div>3不正の黙殺と株主への虚偽説明</div>
	B: 形骸化した対応への逃避	<ul style="list-style-type: none">■ 外部から改善を求められた際、「対応した」というアリバイを作るために、何ら改善をもたらさない形骸化した対応を行い、本質的な変革を回避する	<div>1「お役所向け」の儀式としての再発防止策</div> <div>2「調査なき答申」によるアリバイづくり</div>

東邦HDが善管注意義務違反/懈怠を構成するまでに、組織的な不正への対応を怠っていることの病理は「隠蔽体質」と「形骸化した対応への逃避」にあります

再掲

東邦HDの病理		病理の概要	病理を示す事象
東邦HDの病理	A: 隠蔽体質	<ul style="list-style-type: none">■ 経営陣や監督者は、不正等の不都合な事実を必要悪として是認し、問題を直視しないばかりか、事実の隠蔽により事なきを得ようとする	<div><div>1</div>不正の「必要悪」としての是認</div> <div><div>2</div>不正の「客観的検証」の拒絶</div> <div><div>3</div>不正の黙殺と株主への虚偽説明</div> <div>次ページ以降詳述</div>

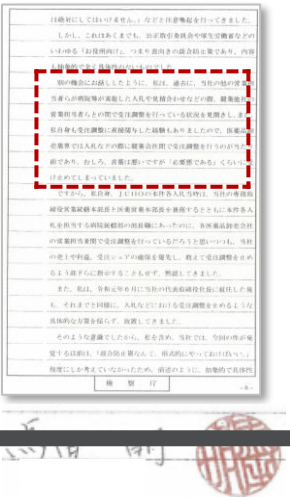
A 隠蔽体質（1/4）：東邦HDは、不正を事業継続ひいては会社のための「必要悪」として組織的に是認していました

A-①不正の「必要悪」としての是認

供述調書に基づくと経営者自らが不正を「ビジネスに不可欠な要素」と定義づけていたことは明らか

馬田COOは受注調整を必要悪として黙認・関与していた

- 現COOの馬田明氏は検察庁に対する供述調書において、過去の談合について「医薬品卸売業界では当たり前で必要悪である」と明言している

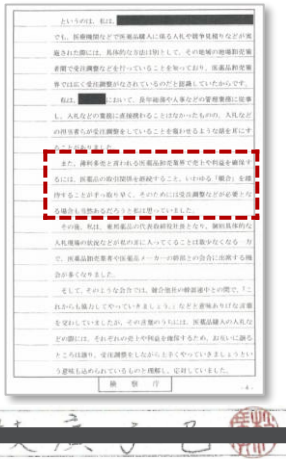


“私は、（中略）**医薬品卸売業界では**入札などの際に競業会社間で**受注調整を行うのが当たり前であり、むしろ、言葉は悪いですが「必要悪である」くらいに受け止めてしまっていました**”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける馬田氏の供述調書

枝廣CEOについても受注調整は戦略上当然必要なものとし、黙認していた

- 現CEOの枝廣弘巳氏も同様に、「利益確保のためには受注調整などが必要となる場合も当然ある」と供述している



“薄利多売と言われる医薬品卸売業界で**売上や利益を確保するには、**医薬品の取引関係を継続すること、いわゆる「**帳合**」を維持することが手っ取り早く、そのためには**受注調整などが必要となる場合も当然あるだろう**と私は思っていました”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける枝廣氏の供述調書

A 隠蔽体質（2/4）：供述調書で類似の談合事案が存在することは明らかですが、合理的な理由なく追加的な調査は不要であると断言しています

A-②不正の「客観的検証」の拒絶（1/2）

不祥事が存在が疑われる場合には
事実確認と原因究明を行うことは必要不可欠

“企業活動において自社（グループ会社を含む）に関わる**不祥事又はその疑義が把握された場合には**、当該企業は、**必要十分な調査により事実関係や原因を解明し**、その結果をもとに再発防止を図ることを通じて、**自浄作用を発揮する必要がある**”

日本取引所グループ
上場会社における不祥事対応のプリンシプル

“**不祥事の端緒を得た企業は、すみやかに調査に着手する必要がある**。不祥事に関する情報を得ながら、調査を先延しにしたり、何とか正当化できないかという点に腐心して調査着手に入らず、**事態を悪化させ致命傷となった企業も少なくない**”

森・濱田松本法律事務所
企業危機・不祥事対応の法務

“経営トップの責務として、**万が一不祥事が発生した場合には、自ら先頭に立ち、事実調査と原因究明、再発防止策の徹底、説明責任を遂行**した上で、権限と責任を明確にして、自らを含めて厳正な処分を行う”

日本経済団体連合会
企業行動憲章 実行の手引き

しかし、東邦HDは合理的な根拠なく
類似事案は存在しないと断言している

（加茂谷氏）“個人的には私自身はもう**これで全部膿は出し切った**と”
（後藤氏）“**このレベルのこの規模のものというのではない**という風に私は思っています”

社外取締役インタビュー議事録

（加茂谷氏）“談合問題一つとっても、それはもう現場のMSそのものが今、他の卸と一切そういう話はしない。**もう話はしないような状況、整理ができているという風なことは、現場行って確認しています**”

（加茂谷氏）“行動の基礎となる部分の（法令等の）遵守状況というのは**現場に良く行って、そこは徹底されているなという風に私自身は理解をしている**。ここは全社を挙げて二度と談合問題を起こさない。そういう意識の中で各MSなりが行動しているということは直に見ていますから、「そこは徹底されているんだな」という風な認識を持っています”

社外取締役インタビュー議事録

A 隠蔽体質（3/4）：供述調書に基づく、組織的な不祥事であることは明らかですが、第三者による調査を断固として拒絶しています

A-②不正の「客観的検証」の拒絶（2/2）

組織的な不祥事が生じた企業は、
第三者による調査と再発防止策の構築を行う必要がある

“特に会社における組織ぐるみの事案（役員等の経営上層部が関与している事案）（中略）については、ステークホルダーに対する説明責任、社会からの信頼回復等の観点から、より**中立性・独立性を有する調査体制を選択する必要がある**。この場合、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「第三者委員会ガイドライン」という）に準拠した**第三者委員会の設置を検討することが必要となる**”

森・濱田松本法律事務所
企業危機・不祥事対応の法務

“そのため、リスクを感知した場合は躊躇なく**外部専門家を活用し**、効率的かつ的確に事案への対処を検討すべきである”

日本監査役協会
重大な企業不祥事の疑いを感知した際の監査役等の対応に関する提言

にもかかわらず、東邦HDは過去の談合事件に関して
第三者による調査を行わず、当社からの要請も繰り返し拒絶

“第三者委員会を設置して調査を行うことを要請いただいておりますが、弊社としては、現在は弊社のガバナンス体制に貴社の指摘するような不備があるとは考えておらず、ご指摘いただいた事案についてもいずれも適切な対応を行っていると考えておりますので、**第三者委員会の設置は必要ないものと考えております**”

2025年4月11日付 東邦HD取締役会 当社宛書簡

“また、当時の対応について改善すべき点は真摯に受け止め、既にガバナンスの改善・強化のための様々な施策を実施してきていることから、3D社が主張する、**第三者委員会の設置の必要はないと判断しております**”

東邦HD 3D社の主張に関する当社見解

“ご指摘の独占禁止法違反や日本大学関連病院に関連した事案については、当社において調査を適切に完了しており、再発防止策・改善策が実施されているとの認識です。また、顧問等については、上記の通り、両氏が当社の経営に不当な影響を与えた事実は確認されておりますが、ガバナンス強化特別委員会の最終答申中において顧問等の制度の改廃について提言がなされ、当社は、提言に沿った改善に取り組む予定です。したがって、**第三者調査委員会の設置は必要ないものと考えております**”

2025年8月20日付 東邦HD取締役会 当社宛書簡

A 隠蔽体質（4/4）：前定時株主総会では供述調書の内容を株主に隠蔽し、類似の談合事案の存在と経営陣の不祥事への関与を隠蔽していました

A-③不正の黙殺と株主への虚偽説明

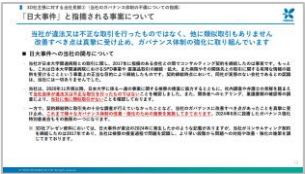
過去不祥事と類似の不正が存在していることは明白であるにもかかわらず、株主に対して類似の不正は存在しないと説明した

■ 供述調書より、類似の受注調整が行われていたことは明白

“私は医薬品卸売業界に身を置く者として、平成28年JCHO入札及び平成30年JCHO入札の当時から、それら**JCHOの入札はもちろんのこと** [黒塗り] 東邦薬品、アルフレッサ、メディセオ及びスズケンのいわゆる**「医薬品4大卸」などの同業他社間で受注調整などを行っているのであろうと思っていました**”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける枝廣氏の供述調書

■ しかし、前定時株主総会で東邦HDは、株主に対して過去不祥事の類似事案は存在しないと説明した



“当社は、（中略）当社自体が違法又は不正な取引を行ったものではないことを確認しました。また、関係者へのヒアリング、稟議書類の確認等の調査により、**当社に他に類似取引がないことを確認しております**”

東邦HD 3D社の主張に関する当社見解

現経営陣による不正の黙認・関与が存在したにもかかわらず、株主にその事実を隠蔽し、また取締役の適格性についての印象操作まで行った

■ 供述調書より、談合等の不正への現経営陣の黙認・関与は明白だった

（枝廣氏）“**受注調整をしながら上手くやっていきましょうという意味も込められているものと理解し、応対していました**”
（馬田氏）“**受注調整を行っている状況を見聞きし（中略）私自身が直接、受注調整に関与した経験もありました**”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける枝廣氏および馬田氏の供述調書

■ しかし、前定時株主総会で東邦HDは、枝廣氏をあたかも善意の第三者であるかのように説明し、また馬田氏については全く説明を行わなかった



“**これまでの不祥事の発生経緯を把握しているからこそ、当社の課題や問題を誰よりも熟知しており、その経験を活かした再発防止策の策定・実行を主導していくうえで、適任であると考えています**”

東邦HD 3D社の主張に関する当社見解

東邦HDが善管注意義務違反/懈怠を構成するまでに、組織的な不正への対応を怠っていることの病理は「隠蔽体質」と「形骸化した対応への逃避」にあります

再掲

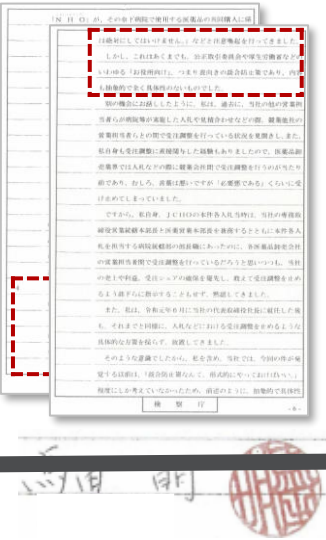
東邦HDの病理		病理の概要	病理を示す事象
東邦HDの病理	A: 隠蔽体質	<ul style="list-style-type: none">■ 経営陣や監督者は、不正等の不都合な事実を必要悪として是認し、問題を直視しないばかりか、事実の隠蔽により事なきを得ようとする	<div>1不正の「必要悪」としての是認</div> <div>2不正の「客観的検証」の拒絶</div> <div>3不正の黙殺と株主への虚偽説明</div>
	B: 形骸化した対応への逃避	<ul style="list-style-type: none">■ 外部から改善を求められた際、「対応した」というアリバイを作るために、何ら改善をもたさない形骸化した対応を行い、本質的な変革を回避する	<div>1「お役所向け」の儀式としての再発防止策</div> <div>2「調査なき答申」によるアリバイづくり</div> <div>次ページ以降詳述</div>

B 形骸化した対応への逃避（1/2）：過去発生した不祥事の再発防止策は「現状を変えるため」ではなく、「対応した」との体裁を整えるためのお役所向けの儀式として行われてきました

B-①「お役所向け」の儀式としての再発防止策

馬田COOのは過去の再発防止策について
あくまで「お役所向け」のものであったと自白している

■ 馬田COOは、過去の再発防止策について「あくまでも、公正取引委員会や厚生労働省などのいわゆる『お役所向け』、つまり表向きの談合防止策であり、内容も抽象的で全く具体性のないものでした」と自白している

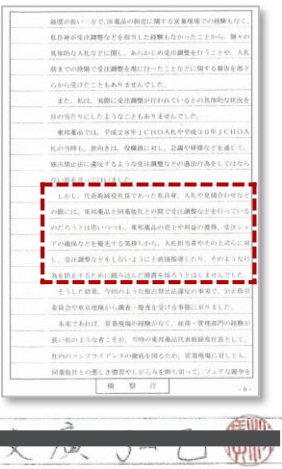


“東邦グループが取り組んでいる**再発防止策などについて**
（中略）これはあくまでも、公正取引委員会や厚生労働省などの
いわゆる「お役所向け」、つまり**表向きの談合防止策であり、
内容も抽象的で全く具体性のないものでした**”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける馬田氏の供述調書

枝廣CEOも実質的な再発防止策はとっていなかったと認めている

■ 枝廣CEOは、表向きは禁止と言いつつ、本音では「売上や利益の獲得、受注シェアの確保などを優先」し、踏み込んだ措置を採らなかったと認めている



“代表取締役社長であった私自身、（中略）受注調整などを行っているのだらうとは思いつつも、東邦薬品の**売上や利益の獲得、受注シェアの確保などを優先する気持ちから**、入札担当者やその上司らに対し、受注調整などをしないようにと直接指導したり、そのような行為を防止するために**踏み込んだ措置を採ろうとはしませんでした**”

JCHO事件に関する検察取り調べにおける枝廣氏の供述調書

B 形骸化した対応への逃避（2/2）：ガバナンス強化のための特別委員会でさえも、本質的な変革のための検討を拒絶し、アリバイづくりのための形骸化した再発防止策の策定に逃避しています

B-②「調査なき答申」によるアリバイづくり

ガバナンス強化特別委員会は過去の事実認定や原因究明を完全に放棄し、再発防止策の策定を実行した

■ 直近設置されたガバナンス強化特別委員会は、冒頭で「調査委員会ではない」と宣言し、過去の事実認定を放棄

“ガバナンス強化特別委員会（中略）は、ガバナンス強化を目的とする委員会であり、過去に起きた不祥事を調査して関係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。”

ガバナンス強化特別委員会 最終答申

■ 委員長の高井氏は「調査をしなければ原因が分からないという前提が間違っている」と公言し、事実に基づかない自前の方程式による答申を作成

“まず調査機関じゃない。調査をしなければ原因が分からないという前提が間違っている。”

“方程式は僕の頭の中にある。方程式自体は議論の対象にはなっていない。方程式について議論を始めたら俺が勝つに決まっている。”

ガバナンス強化特別委員会委員長インタビュー議事録

その結果、ガバナンス強化特別委員会の答申は極めて総花的かつ抽象的な内容に留まった

■ 策定された再発防止策は、客観的な事実の裏付けを欠いたまま、精神論や一般的な組織論に終始する、総花的かつ抽象的な「お手盛り」の内容

最終答申での提言事項	
1	取締役会等の強化及び充実
2	CGOの権限の強化及び明確化
3	相談役、顧問、アドバイザーの委嘱基準及び役割等の明確化
4	各委員会の整理と権限及び役割の明確化
5	子会社等に対するガバナンスの強化
6	監査の実効化
7	人事の客観化及び公正化
8	契約手続の厳格化
9	投資委員会における判断の合理化及び客観化
10	各種規程の不断の見直しと研修の徹底及び強化
11	不祥事対応の迅速化、適正化及び資料化
12	実効性のある内部通報制度の確立

提言の全てが
お手盛りの内容に
留まる
(p.104-106で
詳述)

客観的な事実解明を拒絶し、抽象的な「あるべき論」でお茶を濁すこのプロセスは、外部からの指摘に対し表面上対応したように見せるための「アリバイ作り」に過ぎず、形骸化した対応への逃避を象徴するものです

出典: 東邦HD「ガバナンス強化特別委員会の最終答申受領と提言事項を踏まえた当社の対応方針について」；ガバナンス強化特別委員会委員長インタビュー議事録

(ご参考) ガバナンス強化特別委員会の概要

不祥事の事実認定や原因究明は対象外

“本委員会は、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”

ガバナンス強化特別委員会 最終答申

内容

■ 法令違反や不適切な取引の再発防止策の立案

- 客観的かつ専門的立場からの、内部統制組織に係る検証及びガバナンスに係る助言・提言¹

目的

■ 東邦HDはガバナンス強化特別委員会の設置を2024年8月に公表

■ 2025年2月7日付で中間答申を実施

■ 最終答申は2025年10月に実施

期間

■ 法律・財務・企業経営等の専門性を持つ下記の社外メンバー3名で構成

- 委員長：高井 康行氏
- 委員：小谷 秀仁社外取締役
- 委員：後藤 千恵社外取締役

体制

■ 事務局：東邦HD法務部、経営戦略本部、経営企画部



2024 年 8 月 6 日

各 位

会 社 名 東邦ホールディングス株式会社
代表者名 代表取締役 CEO 兼 CFO 枝廣 弘巳
(コード番号 8129 東証プライム市場)
問合せ先 執行役員 経営戦略本部長 河村 真
(電 話 03-6838-2803)

「ガバナンス強化特別委員会」設置のお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において、取締役会の諮問機関として「ガバナンス強化特別委員会」を設置することを決定いたしましたので、下記の通りお知らせいたします。

【本委員会の目的】

当社は「全ては健康を願う人々のために」のコーポレートスローガンのもと「医薬品等の安定供給」を通じて社会・医療へ貢献することを社会的使命とし、健康を願う人々、顧客、地域社会、株主、社員など全てのステークホルダーから必要とされ、継続して支持される企業集団を目指しております。当社グループは東邦薬品株式会社ならびに九州東邦株式会社が独占禁止法第3条（不当な取引制限の禁止）に違反したとして排除措置命令等を受けた事案を受け、関連法規の遵守（コンプライアンス）及びリスクマネジメントを最優先事項として取り組んでまいりました。この度、当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のより一層の強化を図るべく、「ガバナンス強化特別委員会」（以下「本委員会」といいます。）を取締役会の諮問機関として設置することといたしました。本委員会は客観的かつ専門的立場から、内部統制組織に係る検証及びガバナンスに係る助言・提言を行うべく、当社から独立したメンバーで構成いたします。当社グループは本委員会からの助言・提言を踏まえ、更なるガバナンス体制の強化を図っていく所存です。

【構成メンバー】

本委員会は、その設置目的に鑑み、法律・財務・企業経営等の専門性を持つ下記の社外メンバーで構成するものいたします。

委員長	高井 康行 (弁護士)	1972 年 4 月 検事任官。東京地検特捜部等に勤務 1990 年 4 月以降、福岡地検刑事部長、東京地検刑事部副部長、横浜地検特別刑事部長などを歴任 1997 年 6 月 東京高検刑事部検事を最後に退官 1997 年 9 月 弁護士登録 岐阜地検時代に岐阜県庁汚職事件、特捜部時代にリクルート事件等を担当。 福岡地検刑事部長時代に被害者通知制度を創設。 弁護士登録後は主に企業のコンプライアンス、危機管理に関する業務、企業の事業活動に伴う刑事事件等を取り扱う。その傍ら、公益活動として、政府の捜査手法・取調べの高度化を図るための研究会委員などを務める。
-----	----------------	--

出典: 東邦HD 「「ガバナンス強化特別委員会」設置のお知らせ」、東邦HD「ガバナンス強化特別委員会の最終答申受領と提言事項を踏まえた当社の対応方針について」

注: [1]東邦HD開示資料より抜粋

（ご参考）当社は、ガバナンス強化特別委員会に対して、 答申の内容が総花的かつ抽象的な「お手盛り」になることを当初から懸念していました

再発防止策の策定においては、過去不祥事の調査内容に基づき、個別性をもたせることが必要とされている



“**不祥事の原因究明に当たっては**、必要十分な調査範囲を設定の上、表面的な現象や因果関係の列挙にとどまることなく、その背景等を明らかにしつつ**事実認定を確実に**行き、**根本的な原因を解明する**よう努める。（中略）**再発防止策は、根本的な原因に即した実効性の高い方策とし、迅速かつ着実に実行する**”

日本取引所グループ
上場会社における不祥事対応のプリンシプル



“（再発防止策等の）「**提言**」は、徹底した事実調査により明らかにされた不祥事の実態、原因と組織的問題点に応じた個別・具体的なその不祥事を起こした企業にとってもっともふさわしいものでなければならないことは当然である”

日本弁護士連合会 弁護士業務改革委員会
「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」の解説



“グループ本社を始めグループ各社の経営陣は、（中略）事後的措置として、不祥事等の早期発見と被害の最小化のための迅速な対応、**根本原因の究明とそれに基づく再発防止策を講じることも重要となる**”

経済産業省
グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）

当社は、東邦HDが過去不祥事の調査を経ないことで、再発防止策が同社に特化されず実効性のないものになることを懸念していた

- 当社は、過去不祥事の調査がスコープ外とされた時点から、再発防止策が総花的となり実効性を失う可能性を懸念し、実際に東邦HDにも提言してきた



“ガバナンス強化特別委員会のスコープは、「再発防止策の策定」に留まっている。また、**貴社で過去に発生した具体的な不祥事やコンプライアンス・ 이슈に対する調査・原因究明や類似問題の有無の網羅的な検証とそれに基づく本質的な原因の特定という土台を築かないまま**、委員の知見によるコンプライアンス・ 이슈の類型化に基づく検討に終始するものであり、**貴社に特有の個別具体的なコンプライアンス上の問題が見過されるおそれがある**ことから、そのスコープの妥当性について疑義がある”

当社 東邦HD取締役会宛書簡

(ご参考) 実際に、ガバナンス強化特別委員会による最終答申の内容は、
総花的かつ抽象的な「お手盛り」の内容でした

提言項目は一般的なもののばかりで多岐にわたる

提言内容も極めて抽象的

	提言事項	提言内容（一部抜粋）	「お手盛り」である根拠
1	取締役会等の強化及び充実	1 代表取締役自身がガバナンス及びコンプライアンスを最重視し、自らが専断的にならないよう自覚自省するとともに、常に、反対意見、少数意見の表明を促し、これを適切に評価するように心がける。	法令違反を自認した代表取締役については、「心がけ」といった主観的・抽象的な提言にとどまり、本来検討されるべき具体的な処分から議論をそらしている
2	CGO ¹ の権限の強化及び明確化	(1) ① グループ全体のガバナンス体制の全体的な設計、構築、維持、改善を主導すること。 (4) グループ内にある少数意見を汲み上げることにより自由闊達な企業風土の形成に資すること。	JCHO談合事件で副社長・NHO談合事件で社長として談合への関与が疑われる松谷CGO ¹ は、ガバナンス改善・自由闊達な企業風土の形成を主導すべき立場としては明らかに不適格
3	相談役、顧問、アドバイザーの委嘱基準及び役割等の明確化	(4) 例外的に、指名報酬委員会が東邦グループの発展のためにはその人物の持つ見識、知見、情報等が余人をもっては代えがたいものと認めたときに限り、その人物を相談役あるいは顧問とすること	2025年5月、内部通報により当社が加藤氏・森久保氏 ² の顧問就任を把握・指摘したことを受け、本提言が示された。しかし、提示された「例外事由」は、両氏の就任について東邦HDが3Dに対して説明していた内容と実質的に同一であり、結局のところ、不適切な人物が今後も相談役・顧問・アドバイザーに就任するための逃げ道を温存し、その正当化に資するだけのものとなっている
4	各委員会の整理と権限及び役割の明確化	2 コンプライアンス委員会の委員長はCGO ¹ とし、その権限・役割は、①コンプライアンスに関する基本方針、規程の策定、②コンプライアンス推進状況の確認、③コンプライアンス違反に関する対応策及び再発防止策の審議、策定、④コンプライアンス推進部の監督、⑤内部通報制度の運用状況等の取締役会への定期的報告等を主なものとする。	JCHO談合事件・NHO談合事件当時九州東邦の社長を務め、談合への関与が疑われる松谷CGO ¹ が、コンプライアンス委員会・リスク委員会の委員長を務める
5	子会社等に対するガバナンスの強化	1 早急に東邦グループ全体で統一されたガバナンス規程・基準を策定し、ガバナンス基準の統一を図るとともに、各子会社や部署の権限・責任を明確化する必要がある。	ガバナンス規定・基準の策定が提言されるのみで、具体的な規定・基準には言及していない
6	監査の実効化	監査の本来の目的は事後的に違法・不正・不当な行為を発見することではなく、それらの行為を事前に抑止することにある。そのためには、予定調和のような監査ではなく、実効性のある監査が行われなければならない	東邦HDの事情に即した個別具体的な検証を一切行わず、一般論として抽象的な提言を列挙したに過ぎないものであり、その内容は当社の実質的なガバナンス改革には全く資するものではない

出典: 東邦HD「ガバナンス強化特別委員会の最終答申受領と提言事項を踏まえた当社の対応方針について」
注: [1] チーフ・ガバナンス・オフィサーの略称; [2] 加藤氏は、日大事件・JCHO談合事件発生時に東邦HD代表取締役社長を務めていた。森久保氏は、日大事件発生時に東邦HD専務取締役として医薬品事業を統括する立場にあり、JCHO談合事件発生時に東邦薬品の代表取締役会長を務めていた

（ご参考）実際に、ガバナンス強化特別委員会による最終答申の内容は、 総花的かつ抽象的な「お手盛り」の内容でした

提言項目は一般的なもののばかりで多岐にわたる

提言内容も極めて抽象的

	提言事項	提言内容（一部抜粋）	「お手盛り」である根拠
7	人事の客観化及び公正化	柱書：人事には、往々にして情実が絡んだり、特定の人物の好悪の感情が反映されたりすることがあるが、社員の実力が情実を交えず客観的かつ公正に評価され、それぞれに相応しい立場が与えられるかどうか、そして、社員が会社の人事のあり方を信頼しているかどうかは、組織の消長に直結する	東邦HDの事情に即した個別具体的な検証を一切行わず、 一般論として抽象的な提言を列挙したに過ぎない ものであり、その内容は当社の実質的なガバナンス改革には全く資するものではない
8	契約手続の厳格化	契約手続が厳格化されるべきは当然であり、少なくとも、新規の先との契約については、次の事項を確認することを制度化すべき。 ① 契約先に実体があること③ 契約内容に合理性、相当性があること。（中略）⑤ 契約内容の履行状況。	一般論的な当然の契約手続きの注意事項を抽象的に羅列したに過ぎず、 契約取引への倫理が欠如する当社への提言としては何ら実効性を有さない
9	投資委員会における判断の合理化及び客観化	一般論として、専断的経営の下では、会社資産の不合理あるいは恣意的な利用が発生しがちなことについては過去にいくつも例がある。その轍を踏まないため、この機会に投資委員会における判断のあり方を見直し、その判断が経済的合理性のみに基づいて行われることについて制度的担保を設けることが必要である	東邦HDの事情に即した個別具体的な検証を一切行わず、 一般論として抽象的な提言を列挙したに過ぎない ものであり、その内容は当社の実質的なガバナンス改革には全く資するものではない
10	各種規程の不断の見直しと研修の徹底及び強化	違法行為等を未然に防止するためには、役員、職員がどのような行為が違法となるかについて熟知することが必要であり、そのためには適切な規程の策定、それに基づく実効性のある研修の徹底が必須となる	馬田COOが「お役所向けであり、内容も抽象的で全く具体性がない」と称したJCHO談合事件発生時の再発防止研修（注意喚起）と何ら変わらない
11	不祥事対応の迅速化、適正化及び資料化	3 事案の内容、程度等に基づいて予め開示基準を定めておくことにより、開示の当否判断が恣意的になることを防止する。	過去、東邦HDが恣意的な開示基準のもとで度重なる隠蔽工作を行ってきた事実を照らせば、 本提言は具体的な開示基準を示すべきところ、その設定を会社に丸投げしており、提言として本来期待される実効性を全く備えていない
12	実効性のある内部通報制度の確立	① 匿名通報を原則とすること。② 社外にも通報窓口を設けること。③ 通報者へのリニエンシー制度および報奨制度を導入すること。④ コンプライアンス専門部署（コンプライアンス推進部）を新設し、内部通報制度の管理・運営を行うこと。	コンプライアンス専門部署が談合への関与が疑われる松谷CGOにより統括されるべきという、論理破綻した提言となっている

免責事項

免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、東邦ホールディングス株式会社（以下「東邦HD」）に関する情報共有及び意見交換のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、東邦HDの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、東邦HDの事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下総称して「3DIP」）の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、東邦HDの株主総会における取締役選任議案又は他の議案に関する議決権の行使又はその他の行為について、3DIPと共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、東邦HDの株主が保有する議決権の行使につき、東邦HDの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、東邦HD及び東邦HDグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の東邦HDの株主を通じて、東邦HDの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、東邦HD及び東邦HDグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品を購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案若しくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、3DIPが独自に収集した情報及び公表されている情報（いずれも3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変換形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠するべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

免責事項

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている東邦HDグループ及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます。）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます。）の全部若しくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

3DIPは、現在、東邦HDグループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、東邦HDグループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、東邦HDグループの財政状態及び戦略的方向性、東邦HDとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、東邦HDグループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます。）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（東邦HDの有価証券を含みます。）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、東邦HDに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含みます。）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。