

東邦HDによる不適切な買収防衛策の濫用について

2026年5月28日



3Dは、2015年に設立された、日本株特化の資産運用会社です

01 複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造

「見せかけの成長」ではなく「豊かな価値の向上」、「一過性の成長」ではなく「有機的・複利的・持続的な成長」、「一部の人たちの利益」ではなく「事業に参加しているみんなの利益」を重視しています

02 長期集中投資アプローチ

3Dは、上記理念を共有する経営陣とのパートナーシップを重視しており、長期投資を視野に入れた集中投資を行います

03 建設的なエンゲージメントとスチュワードシップ

3Dは、顧客の中長期的な投資収益の拡大を目的として、エンゲージメントと議決権行使を通じて投資先企業の企業価値と持続的な成長を高めることを目指しており、日本版スチュワードシップ・コードも受け入れています

Portfolio Companies

主要な投資先企業

会社名	投資期間 ¹	最新保有割合 ²
東邦HD	2020年～	24.66%
サッポロHD	2021年～	19.44%
スクエニHD	2024年～	18.53%
東北新社	2020年～	17.36%
メディシノバ	2021年～	11.22%
三井倉庫	2025年～	11.15%
ワコール	2024年～	10.77%
NSSOL	2024年～	9.40%
西武HD	2024年～	6.92%
富士ソフト	2021年～2024年	---
東芝	2016年～2023年	---
焼津水産化学	2023年～2024年	---
アパマン	2019年～2024年	---

エグゼクティブ・サマリー	P.4
本買収防衛策の発動における問題点	P.7
東邦HDの各主張に対する3Dの見解（抜粋版）	P.23
補足資料	P.42
詳細①：東邦HDとの対話の経緯	P.43
詳細②：保身目的での発動の疑いの詳細	P.49
詳細③：東邦HDの各主張に対する3Dの見解（完全版）	P.72
免責事項	P.109

エグゼクティブ・サマリー

エグゼクティブ・サマリー (1/2)

東邦HDが2026年6月26日開催の定時株主総会へ上程する買収防衛策は、本来発動に必要な要件を満たしておらず、経営陣は本買収防衛策を不適切に濫用している疑いがあります

- 2025年10月31日に導入された本買収防衛策は、2026年4月28日の取締役会で「発動相当」との判断がされたことから、6月26日の定時株主総会で発動の是非が株主の皆様に関われます
- 一般的に買収防衛策は、①経営支配権取得の場面であること、②企業価値・株主共同の利益の毀損、③強圧性／時間・情報の確保の必要性、の各要件を充足しない場合、必要性が認められないとされます（詳細はP.14参照）
- 一方、本買収防衛策は①②③いずれも満たさず、経営陣は本来発動する必要のない買収防衛策を濫用している疑いがあります
 - ① 3Dの本追加取得は、経営支配権取得の場面にあたりません
 - ✓ 3Dは、買収防衛策導入前に、東邦HDの議決権の上限を30%¹とすることの誓約を東邦HDに事前に申出済みであり、3Dは従前から、経営支配権の取得を目的としていません
 - ✓ 3Dによる本追加取得後の議決権も、東邦HDが主張する「拒否権水準」27.17%を下回る27%であり、3Dの追加取得によって実質的な経営支配は生じません
 - ② 3Dの本追加取得で、企業価値・株主共同の利益が毀損されることはありません
 - ✓ 3Dは過去に、投資先に大規模な自己株式取得を強制することでエグジットした実績等は一切無く、本件でも行わないことを約束しています
 - ✓ 3Dは、東邦HDの企業価値・株主共同の利益を毀損しないことを約束しており、これは、東邦HDの企業価値向上を目的とする過去の対話の記録とも整合します
 - ③ 3Dの3%の追加取得において、強圧性／時間・情報の必要性を解消する措置は実施されています
 - ✓ 東邦HDは強圧性を、3Dから十分な情報や検討時間が提供されず、実効的な経営支配権取得・企業価値毀損を懸念した株主が売却を強いられることと説明しています²
 - ✓ ①②の通り、そもそも本追加取得による経営支配権の取得は生じず、企業価値毀損的な経営追求リスクも存在していません
 - ✓ さらに3Dは、情報の十分な透明性を確保すべく、東邦HDの買収防衛策プロセスを遵守し、176頁にわたる株主への開示・説明を積極的に実施してきました
 - ✓ 一方、東邦HDの開示方針は情報の透明性を低めています（例：誓約書案の存在を秘匿することによる、3Dによる買い上がりリスクの示唆、3Dの追加取得後の割合が27%に留まること不明瞭な開示、計116問の情報提供要請に対する3Dの回答書の非開示・一部回答の恣意的な切り取り等）

なお、東邦HDの取締役会が発動相当と判断した根拠は、そもそも上記の①②③を満たす理由につき十分な説明ができていないか、根拠自体が事実と矛盾しています

注: [1]以下においては、特断の記載がない限り、「議決権が●%」といった記載は議決権保有割合（潜在株を含む。）を意味するものとする。注: [2] 「買集めに関する十分な情報が提供されず、検討の時間も与えられない状況においては、3Dによる実効的な経営支配権の取得・重要な影響力の行使による企業価値の棄損を懸念する一般株主の皆様当社株式の売却を強いる可能性がある」（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」）

エグゼクティブ・サマリー (2/2)

本買収防衛策は、保身目的の濫用懸念があります

■ 本買収防衛策は、未発覚の不祥事への関与・黙認を過去の裁判書類で認めた現経営陣による、責任追及を遮断するための保身目的との疑いがあります

- ✓ 3Dは枝廣現CEO・馬田現COOの供述調書を入手し、東邦HDの未発覚の不正の存在と、両氏がその不正に関与・黙認してきたことを認めた事実を把握しました
- ✓ 東邦HDが、本買収防衛策により3年にわたる3Dとの対話を打ち切ったのは、3Dが供述調書を同社に提供してからわずか2か月後のことでした
- ✓ 東邦HDは「誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがある」として供述調書の信用性を否定していますが、以下の理由から不合理です：
 - 被告である東邦薬品は当時の裁判において供述調書の信用性を認めており、もし信用性が無いなら、その時点で東邦薬品は証拠採用を争っていたはずですが
 - 東邦HDは、枝廣CEO・馬田COOの手帳やヒアリング等を根拠として、供述調書の信用性が認められないとしています。責任を問われる本人の事後的な説明と手帳等を根拠に、供述調書の信用性を否定しえるのか、疑念を抱かざるを得ません
 - 本供述調書を記録し、枝廣CEO・馬田COOを「誘導・威圧」したはずの当時の検察官が、なぜか後日、東邦HDの顧問弁護士に就任しており、本当に両氏が当時「誘導・威圧」されたのか、疑念を抱かざるを得ません

■ そのうえ、東邦HDの取締役会は、経営陣及び独立性を欠く社外取締役が過半数を占めており、保身目的での本買収防衛策の濫用を排除する機能を有しているとは考え難いものです

さらに、本買収防衛策が発動された場合、企業価値・株主共同の利益はむしろ毀損される恐れがあります

■ 本買収防衛策の発動により、経営に対する規律が失われ、企業価値が毀損される懸念はますます高まっています

- 3Dが本格的に対話を開始した2023年3月から買収防衛策導入まで、東邦HDの株価は+125%上昇し、TOPIX (+67%) や競合平均 (+48%) を大きく上回っています
- 一方、本買収防衛策の導入から2026年5月26日まで、東邦HDの株価成長率は競合平均を14.6%下回っており、市場は本買収防衛策を、企業価値毀損的なものとして評価していると考えられます
- なお、防衛策を導入した現経営陣が4月28日に発表した新中計の数値目標は、ほぼ実績値・前回中計目標の据え置きでしかなく、5月13日付の最新決算及び業績予想も、アナリストコンセンサスを下回る失望的なものでした

**発動要件を満たさず、経営陣の保身を助長する本買収防衛策の発動は、東邦HDの企業価値を毀損しかねません
株主の皆様におかれましては、本買収防衛策議案につき、賢明なご判断をお願いいたします**

本買収防衛策の発動における問題点

3Dは、東邦HDに経営支配権取得の懸念を生じさせないよう、会社が主張する拒否権水準を下回る議決権割合に留めてまいりました

①事実関係の整理

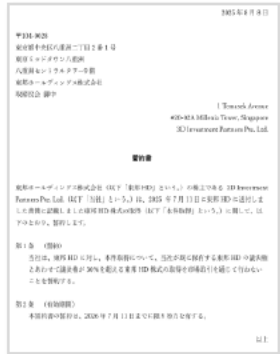
②発動における問題

3Dは、買収防衛策の導入前に、議決権30%を上限とする誓約書案を自主的に提出していましたが、東邦HDは誓約書の受領を拒否しました
買収防衛策導入後は、取得上限を、東邦HDが主張する拒否権水準を下回る27%へ自主的に引き下げました

3D

2025年8月

- 取得上限を、金商法上のTOB強制買付ライン（議決権の3分の1）を下回り、経営支配権取得に該当しない水準である**30%**を上限とする意向を会社に伝達。この点を誓約する、法的拘束力のある誓約書案を会社に提出



誓約書案 ※ [開示はこちら](#)



2025年10月

- 3Dによる誓約書の受領を拒否し、拒否権水準（**27.17%**）を主張、有事型買収防衛策を導入



3Dによる大量買付に関する対応方針導入補足説明資料¹

東邦HDは受領を拒否

3D

2026年1月

- 拒否権水準27.17%を踏まえ、それを下回る**27%**（現在から約**3%**の追加取得）の買付意向表明



大規模買付行為等説明書 ※ [開示はこちら](#)

3Dは、東邦HDが主張する拒否権水準を踏まえて取得上限を設定

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる。; [1]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」を指す。
出典: 3D「誓約書」、大規模買付行為等説明書; 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」

3Dには、5年以上にわたる東邦HDへの投資の中で企業価値向上に向けた対話を重ねてきた実績があり、今後も、東邦HDの企業価値・株主共同の利益を毀損し得る行為を行わない旨を約束しております

①事実関係の整理

②発動における問題

3Dは5年以上にわたる東邦HDへの投資の中で、企業価値向上に向けた対話を継続してまいりました

■ 東邦HDとの対話の経緯の一部抜粋（過去の対話の全体像は、P.43~P.48）



3Dは、東邦HDに対して、自社の短期的利益のみの追求や、ステークホルダーの利益を毀損する要求を行わない旨を約束しております

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

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

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



3D：「本必要情報の提供の要請」に対する回答書（2026年2月3日）

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 3D「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」、「貴社の飛躍的な企業価値創造のために」、「日本大学関連病院に関わる取引への対応について」、「東邦ホールディングスの企業価値最大化に向けて」、「供述調書に記載される新事実に基づく第三者委員会設置の最終の要請について」

なお、3Dは、他の投資先に対して、高値での自己株式取得の強制によるエグジット等、企業価値や他の少数株主の共同の利益を毀損しうる行為を行ったことはありません

①事実関係の整理

②発動における問題

3Dによる企業価値毀損が懸念される根拠として東邦HDが挙げた投資先

企業価値毀損的な行為として法的に整理されている4類型¹

投資先企業	グリーンメーラー的行為 ²	焦土経営的行為 ³	資産流用行為 ⁴	高配当売抜けを目的とする行為 ⁵
	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 会社関係者に高値買取り要求なし KKRのTOBに他の一般株主と同一条件で応募して売却 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく焦土化経営目的を有する余地なし 3Dは資産運用業以外の事業を営んでいないため、知的財産やノウハウ等を3D側に移譲させる余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、経営を支配した後の資産流用目的を有する余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく一時的な高配当又は一時的な高配当による株価の急上昇時の株式の高値売抜けの目的を有する余地なし
	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 会社関係者に高値買取り要求なし 日本産業パートナーズ（JIP）を中心とする国内連合によるTOBに他の一般株主と同一条件で応募して売却 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく焦土化経営目的を有する余地なし 3Dは資産運用業以外の事業を営んでいないため、知的財産やノウハウ等を3D側に移譲させる余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、経営を支配した後の資産流用目的を有する余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく一時的な高配当又は一時的な高配当による株価の急上昇時の株式の高値売抜けの目的を有する余地なし
	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 会社関係者に高値買取り要求なし 中長期的な企業価値の向上に期待して、現在も株式保有中（株券等保有割合が5%を超えたのは2023年10月12日） 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく焦土化経営目的を有する余地なし 3Dは資産運用業以外の事業を営んでいないため、知的財産やノウハウ等を3D側に移譲させる余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、経営を支配した後の資産流用目的を有する余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく一時的な高配当又は一時的な高配当による株価の急上昇時の株式の高値売抜けの目的を有する余地なし
	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 会社関係者に高値買取り要求なし むしろ、3Dが自ら非公開化する提案を実施 中長期的な企業価値の向上に期待して、現在も株式保有中（当初は純投資目的での株式取得であり、2023年3月13日に大量保有報告書で株券等保有割合が9.55%であることを開示） 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 3Dは資産運用業以外の事業を営んでいないため、知的財産やノウハウ等を3D側に移譲させる余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 非公開化提案においては、経営を支配した後の資産流用目的なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 非公開化提案には、一時的な支配に基づく一時的な高配当又は一時的な高配当による株価の急上昇時の株式の高値売抜けの目的なし
	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 会社関係者に高値買取り要求なし いなば食品によるTOBに他の一般株主と同一条件で応募して売却 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく焦土化経営目的を有する余地なし 3Dは資産運用業以外の事業を営んでいないため、知的財産やノウハウ等を3D側に移譲させる余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、経営を支配した後の資産流用目的を有する余地なし 	<p>× 企業価値毀損的行為無し</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収を目指したことはなく、一時的な支配に基づく一時的な高配当又は一時的な高配当による株価の急上昇時の株式の高値売抜けの目的を有する余地なし

注: [1] 東京高決平成17年3月23日・判時1899号56頁（ニッポン放送事件）、最二小決平成19年8月7日・民集61巻5号2215頁（ブルドックソース事件） [2] 株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為; [3] 一時的に会社を支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為;

[4] 会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や返済原資として流用する行為; [5] 会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

3Dは、東邦HDが定めた買収防衛策のプロセスを遵守し、同社の情報提供要請に係る全質問項目に最大限回答してまいりました。あわせて、株主の皆様に対しても自主的な情報開示を行っています

①事実関係の整理

②発動における問題

3Dは、東邦HDが導入した買収防衛策プロセスを遵守してまいりました

大規模買付行為等説明書の提出（2026年1月）

“3Dが議決権割合24%以上とする株券等の取得を行おうとする場合（中略）に、**取締役会宛の説明書の提出を求め**、取締役会は原則60営業日以内に評価・検討”



東邦HD：3Dによる大量買付に関する対応方針導入補足説明資料¹



計15頁

※ [開示はこちら](#)

ガバナンス体制の整備に関する具体的提言の提出（2026年1月）

“3Dは、本株式買集めの目的や内容等について（中略）具体的な情報を提供しないまま、（中略）本株式買集めを継続しております。（中略）**一般株主の皆様に対し、十分な情報や検討時間を提供することなく行われるもの（後略）”**



東邦HD：3Dによる大量買付に関する対応方針導入説明資料²



計32頁

※ [開示はこちら](#)

また、東邦HDからの計116問の情報提供要請にも最大限対応しております



2026年1月23日
情報提供要請①



7営業日後
回答書① 提出・公開

※ [開示はこちら](#)

2026年2月25日
情報提供要請②



15営業日後
回答書② 提出・公開

※ [開示はこちら](#)

2026年4月2日
情報提供要請③

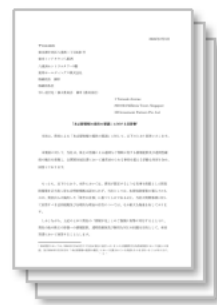


11営業日後
回答書③ 提出・公開

※ [開示はこちら](#)

現在

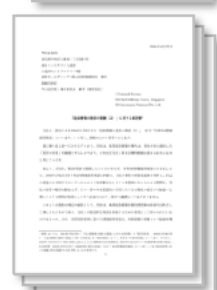
3Dの回答書は
いずれも一切開示せず



計76頁



計37頁



計16頁

注：[1] 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」を指す。[2] 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」を指す。

出典：3D「『本必要情報の要請』に対する回答書」、「『追加情報の提供の要請』に対する回答書」、「『追加情報の提供の要請（2）』に対する回答書」、「大規模買付行為等説明書」、「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」；東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に係る情報提供の要請に関するお知らせ」、「当社株券等の大規模買付行為等に係る追加情報提供の要請に関するお知らせ」、「当社株券等の大規模買付行為等に係る追加情報提供の再要請に関するお知らせ」

一方、東邦HDは、3Dの回答書を株主の皆様の開示しなかったことに加え、これを、買収防衛策の発動が相当であるとの自社の結論に沿う形で選別的に引用しました

①事実関係の整理

②発動における問題

3Dによる情報提供について、東邦HDは、本買収防衛策の趣旨に反し、その一切を株主に開示することはありませんでした

■ 東邦HDは、「株主の皆様が情報と時間を確保するため」に買収防衛策を導入

“株主の皆様が適切にご判断をするために必要な情報と時間を確保するため、(中略)かかる大規模買付行為等については、当社取締役会の定める一定の手續に基づいてなされることが、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化に資するとの結論に至りました”

東邦HD：3Dによる大量買付に関する対応方針導入説明資料¹ (2025年10月31日)

■ しかし、その趣旨に反し、3Dの情報提供が株主に開示されることはなかった



3Dによる回答は、東邦HDによる買収防衛策発動相当との結論に整合する形で、選別的な引用が行われました

選別的な引用の例

- 1 東邦HDに送付した、取得上限を30%を上限とする旨の誓約書案は、2026年4月28日付の開示において、**言及されなかった** (東邦HDの「**経営支配権取得のおそれ**」の主張と整合しないためと考えられる)
- 2 わずか約3%の取得であり、取得上限も、東邦HDが主張する拒否権水準を下回る約27%に設定したにもかかわらず、このような取得に対しての発動であるという重要な論点の**説明を株主に対する各プレゼンテーション資料で明瞭に示さなかった**
- 3 3Dは一貫して保有目的を「**純投資および重要提案行為**」と表明してきたが、2026年4月28日付の開示において、3Dが「**純投資**」目的を装っていると株主に**誤導的な説明をした**

“3Dは (中略) 「3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資 (貴社株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を得ること) であり」と、本大規模買付行為等が「**純投資**」目的であることを繰り返し主張しております (中略) したがって、本大規模買付行為等を「純投資」目的ということはできず、**3Dが「純投資」であることを殊更に強調**することは、本大規模買付行為等の真の目的を隠し、一般株主に誤解を生じさせようとするものであると考えられます”

東邦HD
3Dによる大量買付に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動の議案上程資料⁴ (2026年4月28日)

出典: 3D「『本必要情報の要請』に対する回答書」、「『追加情報の提供の要請』に対する回答書」、「『追加情報の提供の要請 (2)』に対する回答書」、「大規模買付行為等説明書」

注: [1] 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」を指す。; [2] 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」を指す。; [3] 東邦HD「3Dによる大規模買付行為等に関する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意識確認について」を指す。; [4] 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に関する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意識確認の議案上程に関するお知らせ」を指す。

これまでにお示しした事実関係は、東邦HDが発動相当と判断した本買収防衛策が、本来発動にあたって充足されるべき必要性に係る3要件を満たしていないことを示します

①事実関係の整理

②発動における問題

買収防衛策発動の必要性を認めるに 足りるための要件^{1,2}

要件
A

経営支配権取得の
場面である

要件
B

企業価値・株主共同の利益の毀損
がある

要件
C

強圧性⁵がある／時間・情報の確保
の必要性がある

結論

3Dの追加取得で経営支配権取得は生じない

- 3Dは経営支配権の取得を目的としていない：3Dは議決権の上限を30%とすることを防衛策導入前に申出済
- 3%の追加取得によって、経営支配権の取得も、実質的な経営支配も生じない：今回の追加取得も、東邦HDが主張する拒否権の水準である約27%を下回る

3Dの追加取得で企業価値・株主共同の利益は毀損されない

- 3Dの目的は東邦HDの企業価値の向上にあり、東邦HDの企業価値・株主共同の利益を毀損しないことを約束済
- これは、東邦HDの企業価値向上を目指してきた過去3年間の対話の記録とも整合
- 3Dは過去、投資先に大規模な自己株式取得を強制することで、短期的な利益を追求した実績等はない（すなわち、高値での自己株式取得強制などの企業価値毀損的行為を行う懸念は存在しない）

3Dによる企業価値毀損的な経営追求リスクはない

- A・Bの通り、経営支配権取得は生じず、3Dの過去の対話内容も、企業価値毀損的なものではない

時間・情報の十分な確保のために、3Dは積極的に対応している

- 3Dは東邦HDが導入した買収防衛策プロセスを遵守（大規模買付行為等説明書、回答書の提出。合計144頁³）
- 透明性を持った、3Dによる株主への開示・説明を実施（大規模買付行為等説明書、回答書、その他複数資料。合計176頁⁴。この他にも企業価値向上策等を開示）

東邦HDの開示方針は、情報の透明性を低めている

- 誓約書案の存在を秘匿（30%超買い上がりリスクの示唆）
- 買付意向が3%程度に留まることを明示的に説明せず
- 3Dの回答書の非開示・一部回答の恣意的な切り取り

注: [1]要件Aは要件Bの前提となるものであり、各要件は並列の関係にあるものではない。この要件の整理については次項以降も同様。; [2] 買収防衛策の発動の必要性における要件・判断基準は判例・学説上も議論が分かれるところであるが、ここでは、経産省の整理した上記見解等を前提としつつ、学説における議論等も含め、整理している。[3]大規模買付行為等説明書（2026年1月開示）及び東邦HDからの情報提供要請に対する回答書の提出。合計144頁; [4] 大規模買付行為等説明書（2026年1月開示）及び東邦HDからの情報提供要請に対する回答書、ガバナンス体制の整備に関する具体的提言（2026年1月開示）の提出。; [5]強圧性の有無については、株主の皆様がどう感じるかの問題であり、かつ発動を正当化するだけの強圧性が存在するかという程度の問題でもあるが、本件では少なくとも発動を正当化できるレベルの強圧性は存在しないと考えられる。詳細はP.41

ご参考：買収防衛策の必要性が認められる3要件は、経済産業省の考え方を元に整理しています

①事実関係の整理

②発動における問題

買収防衛策の発動が適切である状況

必要性¹を満たしている

かつ

相当性を満たしている

買収防衛策発動の必要性が認められるための要件

要件 A

経営支配権取得の場面である

+

要件 B

企業価値・株主共同の利益の毀損がある

要件 C

強圧性がある／時間・情報の確保の必要性がある



“対抗措置の**必要性**の最終的なメルクマールは、「**経営支配権取得により**会社の**企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害される**ことを防止するためか否か」であり、**強圧性**や**時間・情報等の確保**等は、その考慮要素として整理できる”

“有事導入型買収防衛策において、裁判所は「**必要性**」を「**経営支配権取得により企業価値・株主共同の利益が毀損されるか**」によって判断”

経済産業省
公正な買収の在り方に関する研究会(第1回)事務局説明資料(2022年11月18日)

ではなぜ東邦HDは買収防衛策を導入したのか（1/2）：3Dは枝廣CEO・馬田COOの供述調書を入手し、東邦HDの未発覚の不正の存在と、両氏がこれに関与・黙認してきた事実を把握しました

①事実関係の整理

②発動における問題

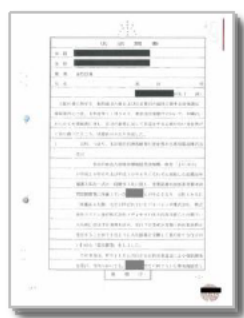
3Dは、東邦薬品が有罪判決を受けた「JCHO談合事件」に関する、枝廣CEO及び馬田COOの供述調書を入手しました

- 3Dは、東邦HDによる度重なる不祥事に対する、形式的な対応と不十分な株主への説明に懸念を抱き、守りのガバナンスに対話を深化。同社のガバナンスについて、対話を通して理解を深める中、供述調書の存在を把握し、これを謄写請求で入手した（P.43～P.48以降で対話の経緯を説明）



枝廣氏供述調書

※ [開示はこちら](#)



馬田氏供述調書①
馬田氏供述調書②

※ [開示はこちら](#)
※ [開示はこちら](#)

- 本供述調書は、裁判において証拠能力を有する文書

“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、被告人の同意がなされた場合などに、これを**証拠**とすることができる¹⁴”

刑事訴訟法第321条1項柱書、322条、326条1項

本供述調書において、枝廣CEOおよび馬田COOは、未発覚の不正の存在とこれに関与・黙認してきたことを認めています



枝廣CEO

“私は（中略）JCHOの入札はもちろんのこと 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であろう**と思っていました”

“代表取締役社長であった私自身、（中略）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、（中略）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”

枝廣弘巳氏供述調書(2025年3月18日)



馬田COO

“もっとも、私は、（中略）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”

“私は、過去に、（中略）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”

馬田明氏供述調書(2025年3月18日)

▲ なお、当該供述調書が示す事実及び過去の類似の裁判例に基づけば、**枝廣CEO及び馬田COOの行為は善管注意義務違反を構成する可能性が極めて高い**と考えられる（詳細はP.54,P.55）

ではなぜ東邦HDは買収防衛策を導入したのか（2/2）：東邦HDが、買収防衛策により、3年にわたる3Dとの対話を打ち切ったのは、3Dが供述調書を同社に提供してからわずか2か月後のことでした

①事実関係の整理

②発動における問題



本買収防衛策は、未発覚の不正、及びこれに関与・黙認してきた経営陣に対する事実究明・責任追及を遮断するための「保身」を目的として導入したのではないかとの疑義を有さざるを得ません

注: [1] 本件では、枝廣CEO・馬田COOが署名押印した検察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「証拠としうる書面」に該当する

なお、東邦HDは、「誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがある」として、供述調書の信用性を否定する主張を展開していますが…

①事実関係の整理

②発動における問題

東邦HDによる供述調書の信用性否定のロジック

事実

- 過去の談合（JCHO・NHO事件）により損害が発生
- 供述調書に、「談合の常態化・予防策不実施」を自認する発言
- その後も談合が再発し、損害が発生

争点の中心

- 「談合の常態化・予防策不実施」を自認する供述調書の信用性をどう評価するか

合理的な帰結

- 供述調書は、**裁判でも用いられた、証拠能力を有する書証**
- 当該内容に基づけば、枝廣CEO及び馬田COOには**善管注意義務違反の立証に十分な証拠が存在**

“枝廣弘巳から受けた取調べ状況の説明や枝廣弘巳から提供を受けた当時の取調べ状況を記録した手帳等を踏まえると、枝廣検面調書は、**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、枝廣検面調書の信用性は低いもの**と認められます。”

“馬田明から受けた取調べ状況の説明や当時の馬田明の手帳の記載等を踏まえると、馬田検面調書は、**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、馬田検面調書の信用性は低いもの**と認められます”

2026年2月12日付 東邦HD「不提訴理由通知書」
(下線は3Dによる)

東邦HDの判断

- 「**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがある**」として供述調書の信用性を否定
- そのため、善管注意義務違反の立証に十分な証拠は存在しない
- したがって、枝廣CEO及び馬田COOには、**追及されるべき責任が存在しない**

…東邦HDによる供述調書の信用性の否定は、以下の3点から極めて不合理です

①事実関係の整理

②発動における問題



「東邦薬品」自身が、
当時の裁判において供述調書の
信用性を認めていた

当時の裁判で証拠採用を拒否する権限を持ち、最も内容を否定する動機があった被告人・東邦薬品自身が、正式な手続で証拠採用に同意していたと考えられます。それにもかかわらず、今になって信用性を否定することは妥当でしょうか？



「誘導的・威圧的な取調べ」とする
根拠が枝廣CEO及び馬田COOの
手帳・インタビューのみである

本人及び検察官が正確性を確認した公的証拠であり、東邦薬品も認めたと考えられる供述調書の信用性を、責任を問われる本人の事後的な説明と手帳等を根拠に、覆せるのでしょうか？



供述調書をまさに作成した
当時の検察官が、後日東邦HDの
顧問弁護士に就任した

もし当時の取調べが東邦HDの言うように「誘導的・威圧的」なものだったのなら、その取調べを行った検察官を、東邦HDが後日自社の顧問弁護士として迎え入れることなどあるのでしょうか？

⇒一次情報に基づく詳細な説明は、P.59以降をご参照ください

加えて、東邦HDの取締役会は、経営陣及び独立性を欠く社外取締役が過半数を占めており、保身目的での濫用を排除する機能を有していなかったと考えられます

①事実関係の整理

②発動における問題

東邦HDの取締役会9名のうち、計6名が経営陣と近接する立場の取締役で占められており、実質的に独立性を有する社外取締役は3名（約33.3%）にとどまります

名前	役職	備考	取締役会	独立委員会	
枝廣 弘巳氏	代表取締役 社長執行役員 CEO	供述調書で、戦略的に受注調整を容認し、是正措置を講じなかった旨を述べている	●		不正に関与・ 黙認したことが 現時点で判明済の 社内取締役
馬田 明氏	取締役 専務執行役員 COO 東邦薬品（株）代表取締役社長	供述調書で、受注調整を容認し、自らも受注調整に関与した旨を述べている	●		
松谷 竹生氏	取締役 常務執行役員 CGO 九州東邦（株）取締役会長	NHO事件当時、不祥事発生元である九州東邦の社長を務めていた	●		
河野 修蔵氏	取締役 執行役員 （株）セイエル代表取締役社長		●		
加茂谷 佳明氏	社外取締役（監査等委員）	実質的に非独立（大株主出身）（P.65）	●		実質的に独立性 を欠く社外 取締役
小谷 秀仁氏	社外取締役（監査等委員）	実質的に非独立（取引先出身）（P.65）	●	● 独立委員会 委員長	
後藤 千恵氏	社外取締役（監査等委員）		●		独立社外取締役比率 3/9 = 33%
芳賀 真名子氏	社外取締役		●	●	
齋藤 美帆氏	社外取締役（監査等委員）		●	●	

本買収防衛策は、経営陣の保身のための発動されようとしているとの懸念が排除できておりません

ご参考：経営陣による「保身」目的の買収防衛策との疑義について、補足資料（P.42以降）にてより詳細な説明を行っておりますので、ぜひご参照ください

①事実関係の整理

②発動における問題

「保身」目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

- 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在すると考えられる
 - 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の**供述調書**を入手。同調書は、両氏が同様の不正を**認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在**を示唆している
 - 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に**善管注意義務違反の疑い**を生じさせるものである
 - 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。**その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された**
- 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない（P.54～P.61参照）

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

- 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる
 - 経産省は、買収防衛策の判断時には**独立社外取締役比率が過半を占めること**等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、**個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有する**ことを求めている¹
 - しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、**実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている**
- 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる
 - 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には**独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえない**と考えられる
 - 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、**指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきた**と考えられる
- 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」

保身目的との疑義のある本買収防衛策について、市場は企業価値毀損的なものと評価していると考えられます

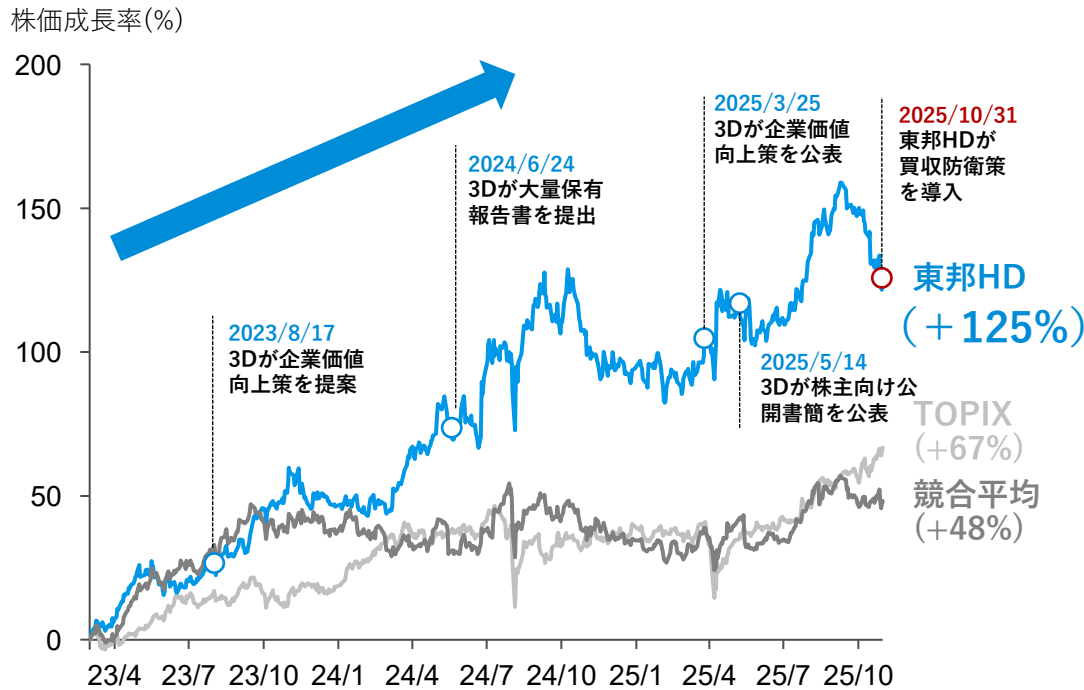
①事実関係の整理

②発動における問題

3Dによるエンゲージメント開始以降、東邦HDの株価は、同業他社¹及びTOPIXをオーバーパフォームしていました

- 3Dが東邦HDにエンゲージメントを開始した2023年3月から本買収防衛策が導入された2025年10月31日までの期間において、**東邦HDの株価成長率は+125%であり、TOPIX (+67%) や競合平均¹ (+48%) を大きく上回っている**

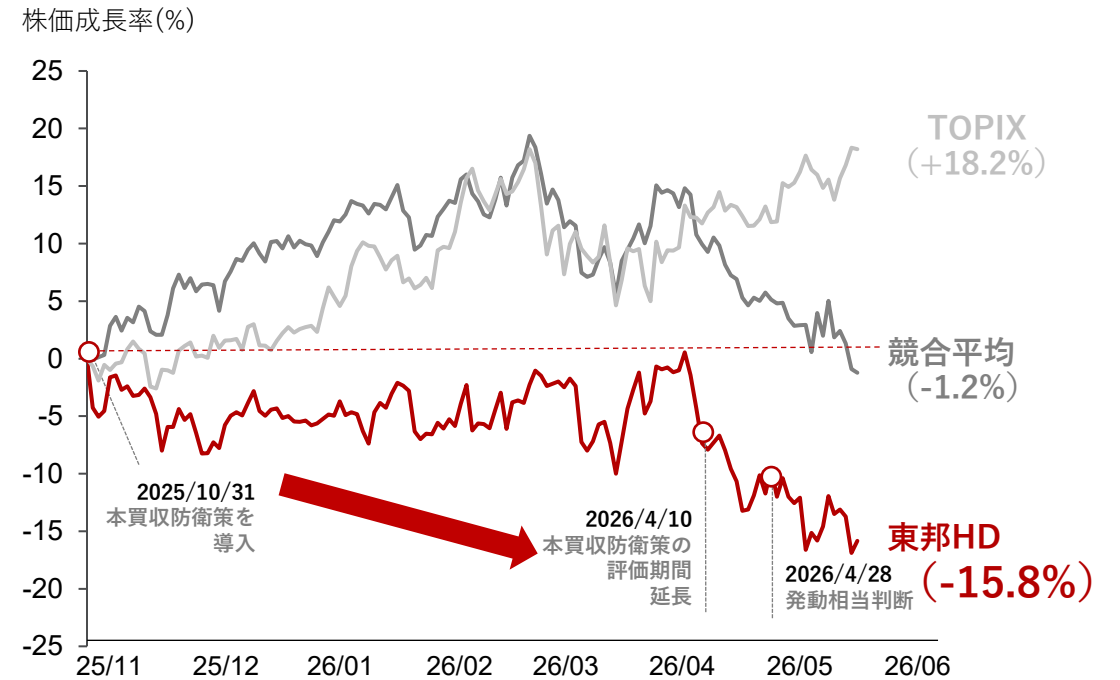
本買収防衛策導入**以前**までの株価推移



しかし、東邦HDが本買収防衛策を導入して以降、同社の株価は同業他社およびTOPIXに対して顕著に下回っています

- 東邦HDが本買収防衛策を導入した2025年10月末から2026年5月26日までの期間において、**東邦HDの株価成長率は-15.8%であり、TOPIX (+18.2%) や競合平均¹ (-1.2%) を大きく下回っている**

本買収防衛策導入**以降**の株価推移



※期間は2025年10月31日～2026年5月26日；競合はメディパル、スズケン、アルフレッサ

出典: Bloomberg
注: [1]競合はメディパル、スズケン、アルフレッサを使用

現経営陣の下での決算及び業績予想は悪化しており、本買収防衛策の発動によって経営に対する規律が弱められ、企業価値が毀損される懸念がますます高まっています

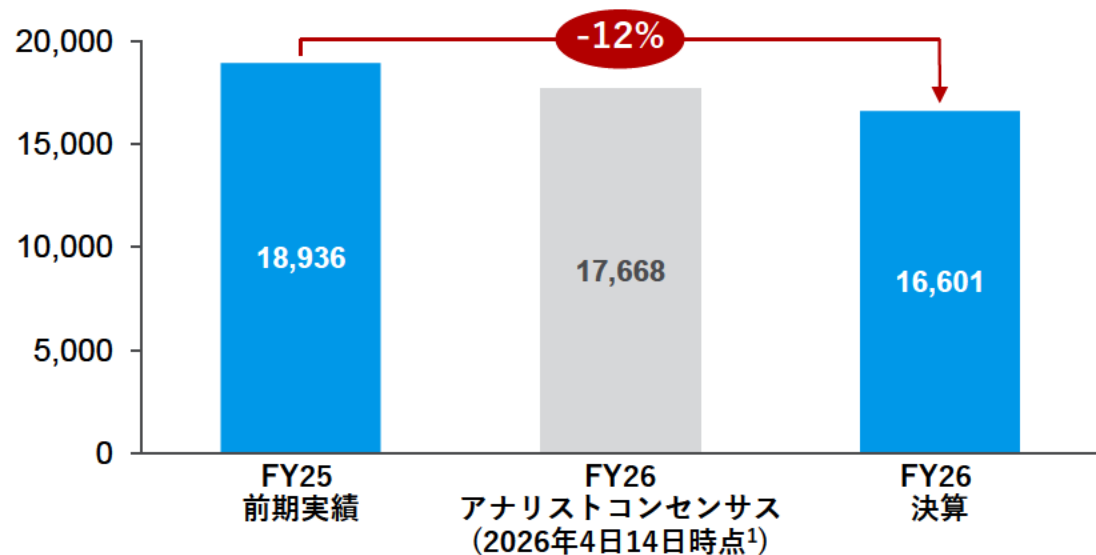
①事実関係の整理

②発動における問題

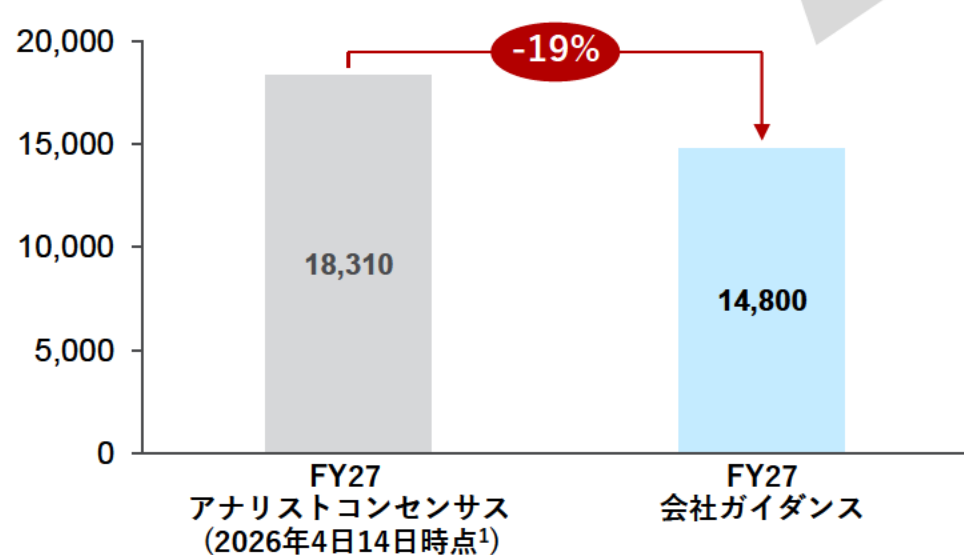
2026年3月期決算における営業利益は前期比12%減となり
コンセンサスも下回るものでした

同時に発表された2027年3月期の営業利益ガイダンスも
コンセンサスを大きく下回るものでした

営業利益（百万円）



営業利益（百万円）



経営陣の保身を助長する本買収防衛策の発動は、経営に対する規律を弱め、企業価値の毀損に繋がりがねません。
株主の皆様におかれましては、本買収防衛策議案につき、ご賢明な判断をお願いします

東邦HDの各主張に対する3Dの見解（抜粋版）

これまでにお示しした事実関係は、東邦HDが発動相当と判断した本買収防衛策が、本来発動にあたって充足されるべき必要性に係る3要件を満たしていないことを示します

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

買収防衛策発動の必要性を認めるに 足りるための要件^{1,2}

要件
A

経営支配権取得の
場面である

要件
B

企業価値・株主共同の利益の毀損
がある

要件
C

強圧性⁵がある／時間・情報の確保
の必要性がある

結論

3Dの追加取得で経営支配権取得は生じない

- 3Dは経営支配権の取得を目的としていない：3Dは議決権の上限を30%とすることを防衛策導入前に申出済
- 3%の追加取得によって、経営支配権の取得も、実質的な経営支配も生じない：今回の追加取得も、東邦HDが主張する拒否権の水準である約27%を下回る

3Dの追加取得で企業価値・株主共同の利益は毀損されない

- 3Dの目的は東邦HDの企業価値の向上にあり、東邦HDの企業価値・株主共同の利益を毀損しないことを約束済
- これは、東邦HDの企業価値向上を目指してきた過去3年間の対話の記録とも整合
- 3Dは過去、投資先に大規模な自己株式取得を強制することで、短期的な利益を追求した実績等はない（すなわち、高値での自己株式取得強制などの企業価値毀損的行為を行う懸念は存在しない）

3Dによる企業価値毀損的な経営追求リスクはない

- A・Bの通り、経営支配権取得は生じず、3Dの過去の対話内容も、企業価値毀損的なものではない

時間・情報の十分な確保のために、3Dは積極的に対応している

- 3Dは東邦HDが導入した買収防衛策プロセスを遵守（大規模買付行為等説明書、回答書の提出。合計144頁³）
- 透明性を持った、3Dによる株主への開示・説明を実施（大規模買付行為等説明書、回答書、その他複数資料。合計176頁⁴。この他にも企業価値向上策等を開示）

東邦HDの開示方針は、情報の透明性を低めている

- 誓約書案の存在を秘匿（30%超買い上がりリスクの示唆）
- 買付意向が3%程度に留まることを明示的に説明せず
- 3Dの回答書の非開示・一部回答の恣意的な切り取り

注：[1]要件Aは要件Bの前提となるものであり、各要件は並列の関係にあるものではない。この要件の整理については次項以降も同様。；[2]買収防衛策の発動の必要性における要件・判断基準は判例・学説上も議論が分かれるところであるが、ここでは、経産省の整理した上記見解等を前提としつつ、学説における議論等も含め、整理している。[3]大規模買付行為等説明書（2026年1月開示）及び東邦HDからの情報提供要請に対する回答書の提出。合計144頁；[4]大規模買付行為等説明書（2026年1月開示）及び東邦HDからの情報提供要請に対する回答書、ガバナンス体制の整備に関する具体的提言（2026年1月開示）の提出。；[5]強圧性の有無については、株主の皆様がどう感じるかの問題であり、かつ発動を正当化するだけの強圧性が存在するかという程度の問題でもあるが、本件では少なくとも発動を正当化できるレベルの強圧性は存在しないと考えられる。詳細はP.41

しかしながら、東邦HDは、本買収防衛策を発動相当と判断する結論を下しました。 その論理構成を分解すると、以下のとおり整理されます

4月28日付東邦HD開示資料からの引用

第2. 本大規模買付行為等の真の目的は、純投資や当社のガバナンス体制の改善を通じた企業価値の向上ではなく、当社経営に対する強い影響力を獲得することで、自らの意向に沿った経営を当社に強制し、自らの短期的な利益を追求することにある

1. 本大規模買付行為等は「純投資」目的ではないこと
2. 本大規模買付行為等は、当社の経営に対する影響力を高めた上で、自らの短期的な利益を追求することを目的としたものであること
 - (1) 3Dは、同業他社との経営統合・業界再編や、余剰資産の見直しを前提とした株主還元を当社に実施させることに固執してきたこと
 - (2) 3Dによる当社に対するガバナンスに関する指摘は、自らの提案を当社に強制させるための手段に過ぎないこと
 - (3) 3Dの過去の投資事例からも、3Dの当社に対する行動は、当社の経営に対する影響力を高めた上で、自らの意向に沿った経営判断を強制し、自らの短期的な利益を追求することを目的としたものであることが裏付けられること

第3. 本大規模買付行為等は当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するおそれがある

1. 新中期経営計画の遂行が企業価値ひいては株主共同の利益の向上に最も資すること。
2. 本大規模買付者は、本大規模買付行為等により、当社の経営に対するより重要な影響力を獲得することになるにもかかわらず、当社の具体的な経営方針を示さず、短期的な利益の追求のみに関心を有することがうかがわれる上に、本大規模買付者が当社の事業等に対する理解を欠いており、本大規模買付行為等が行われた場合、当社の経営に重大な支障を生じさせ、当社の中長期的な企業価値が毀損するおそれがあること
 - (1) 本大規模買付者は、本大規模買付行為等により、当社の経営に対するより重要な影響力を有することになり、かつその後の追加取得により経営支配権を取得する可能性も否定できないこと
 - (2) 当社の経営方針を具体的に示しておらず、自らの短期的な利益の追求のみに対して関心を有することがうかがわれること。
 - (3) 3Dが当社に短期的な利益の追求のみを優先することを強制した場合には、当社の中長期的な企業価値ひいては株主共同の利益が毀損するおそれがあること
 - (4) 3Dは、当社の経営に対する強い影響力を有することになるにもかかわらず、当社の事業の経験及び知識を有していないこと

第4. 本大規模買付行為等により株主共同の利益が害されるおそれがある

1. 一般株主との間に利益相反の可能性があること
2. 市場内買付による本大規模買付行為等及びその後に行われる可能性のある本大規模買付者による当社株式の追加取得により、一般株主に対して適切な支配権プレミアムが支払われずに、経営支配権・経営に対するより重要な影響力を取得されるリスクを生じさせること。
3. 3Dによる情報開示は、不十分かつ不適切であり、株主による適切な判断を困難にしていること
4. 本大規模買付行為等は一般株主に対する強圧性を有すること

東邦HDによる 発動相当の論理構成の整理

1 3Dの追加取得の目的は、
経営に対する強い影響力を持ち、
短期的利益を追求することにある

2 追加取得により、3Dが経営に
対する強い影響力を持つに至る

追加取得により、
3Dが経営方針を
強制する

1 3Dは、自らの意向に沿った経営を
強制し自らの短期的利益を追求する

2 企業価値向上に最も資する
会社新中計の追求が困難になる

3Dの強制する施
策が企業価値を
毀損する

1 3Dによる情報開示が
不十分である

2 追加取得が市場内買付であり
強圧性の程度はますます高い

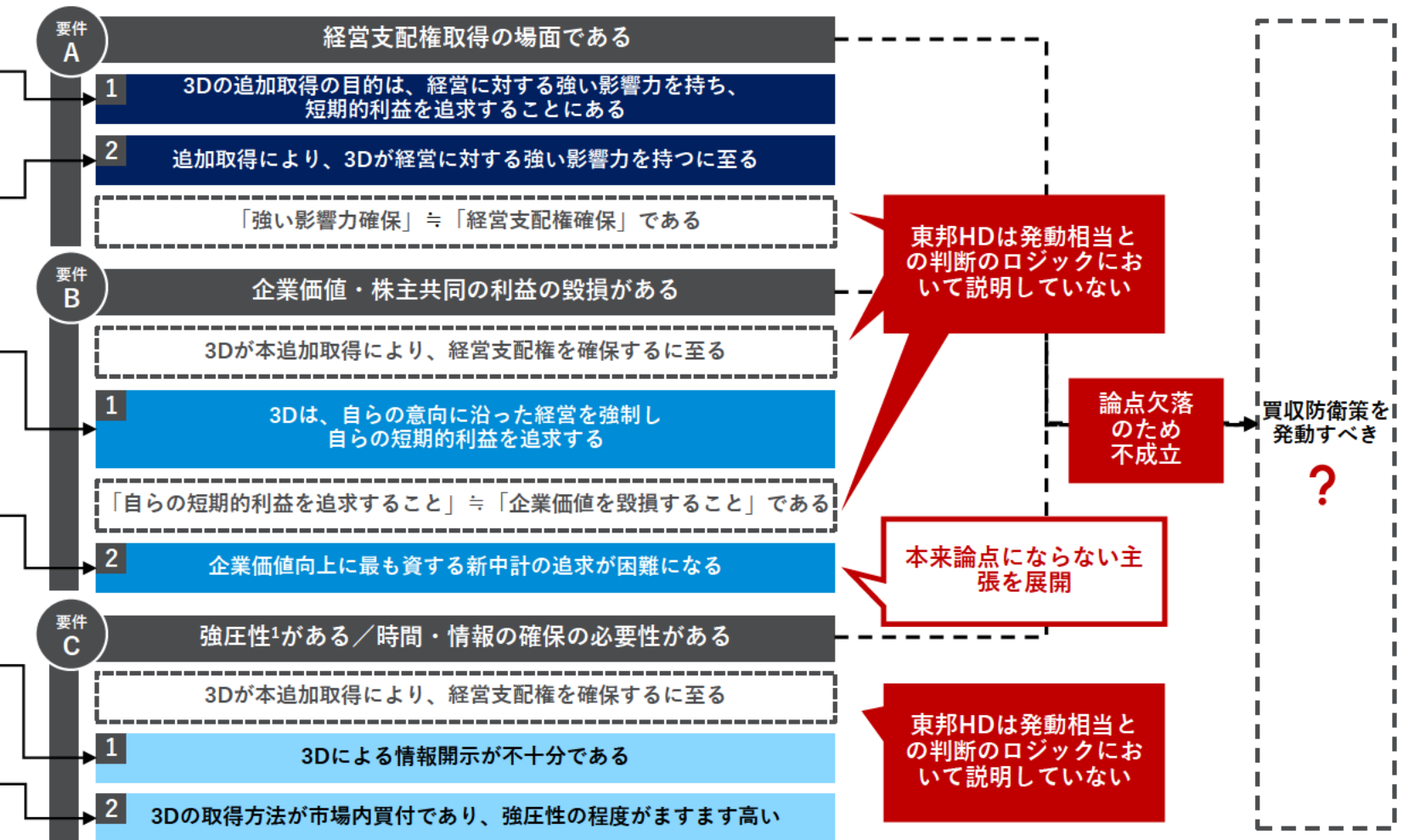
本追加取得が少
数株主に強圧性
を生じさせる／
時間・情報の確
保の必要性があ
る

東邦HDの発動相当との論理構成には、本来求められる論点が欠落しており、そもそも発動相当との判断に至りえないものです

東邦HDによる 発動相当の論理構成の整理

追加取得により、3Dが経営方針を強制する	<p>1 3Dの追加取得の目的は、経営に対する強い影響力を持ち、短期的利益を追求することにある</p> <p>2 追加取得により、3Dが経営に対する強い影響力を持つに至る</p>
3Dの強制する施策が企業価値を毀損する	<p>1 3Dは、自らの意向に沿った経営を強制し自らの短期的利益を追求する</p> <p>2 企業価値向上に最も資する新中計の追求が困難になる</p>
本追加取得が少数株主に強圧性を生じさせる／時間・情報の確保の必要性がある	<p>1 3Dによる情報開示が不十分である</p> <p>2 3Dの取得方法が市場内買付であり、強圧性の程度がますます高い</p>

東邦HDの主張に対する、買収防衛策の発動要件への当てはめ



注[1]:強圧性とは、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じようとする圧力を受けるという問題である。(経済産業省「企業買収における行動指針」40頁)

さらに、東邦HDが展開している主張のみを見ても、各主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (1/4)

要件A 経営支配権取得の場面である

以降のスライドでは赤字・青字ハイライト部分を抜粋して詳述
黒字部分含む完全版は補足資料③ (p.72～)を参照

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
1 事実と矛盾 3Dの追加取得の目的は、 経営に対する強い影響力を持ち、 短期的利益を追求することにある	1 戦略検討委員会は3Dの意向が実質的に反映される構造だった	戦略検討委員会は3Dの意向を強要しえない構造だった	P.80～P.82
	2 3Dの主張は二転三転し、ガバナンスに関する指摘も3Dの提案を強制させるための手段にすぎない	3Dは、一貫して企業価値向上に向け対話をしており、内容の変遷は東邦HDのガバナンス課題に対する理解の深化によるもの	P.83
	3 経営方針を示さない3Dの追加取得の「目的の正当性」は疑われる	経営方針を示さないことのみをもって、「目的の正当性」を否定すべきではないうえに…	P.84
	4 3Dは、具体的な経営方針や企業価値向上策について、真摯な検討を行っていない	… 3Dは企業価値向上に向けた、真摯な分析・検討を行った上で、助言・提案・対話を行っている	P.85
	5 富士ソフトへの投資において非公開化の意思決定を強要し、株主共同の利益を犠牲にした	富士ソフトへの投資において、3Dは非公開化を強要しておらず、株主共同の利益を実現	P.87～P.89
	6 3Dは「純投資」目的を殊更に強調し、他の株主を誤導	当初より「純投資及び助言・重要提案行為」目的 ¹ と一貫して他の株主に説明	P.90
	7 3Dの「純投資」との目的と実態は著しく乖離	3Dの行動は「純投資及び助言・重要提案行為」の範囲内	P.91

注[1]: 「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」(大規模買付行為等説明書)

さらに、東邦HDが展開している主張のみを見ても、各主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (2/4)

要件A 経営支配権取得の場面である

以降のスライドでは赤字・青字ハイライト部分を抜粋して詳述
黒字部分含む完全版は補足資料③ (p.72~)を参照

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
2 追加取得により、 3Dが経営に対する強い影響力を 持つに至る 事実と矛盾	8 本取得により3Dが経営に対するより重要な影響力を有することとなる上、今後さらなる追加取得の可能性もある	過去の東邦の対応に鑑みると、3Dは意向を強制できず、防衛策を導入しつつ崩し的に追加取得の可能性を主張するのは自己矛盾	P.93
	9 27%の取得によっても、3Dは拒否権を取得可能	そもそも27%上限は、東邦が主張する拒否権水準を下回るように自主的に設定したもの	P.94
	10 3Dが企業価値向上に資する施策に拒否権を行使する恐れがある	3Dの目的は企業価値向上であり、企業価値向上に資する施策に対して、拒否権行使の意図/想定はない	P.95
	11 議決権27%は普通決議の結果を左右し得、3Dの意向を強要可能	株主構成等から3Dは普通決議の結果を単独で左右し得ないことは明らか	P.96
	12 3Dが株主権行使/キャンペーンを示唆し、意向を強いる恐れがある	これらは正当な株主権の行使にすぎず、発動理由にはならない	P.97

「強い影響力の取得」≒
「経営支配権の取得」である

欠落

主張無し

さらに、東邦HDが展開している主張のみを見ても、各主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (3/4)

以降のスライドでは赤字・青字ハイライト部分を抜粋して詳述
黒字部分含む完全版は補足資料③ (p.72～)を参照

要件B 企業価値・株主共同の利益の毀損がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
<p>3Dが経営支配権を取得するに至る</p> <p>欠落</p>	主張無し		
<p>1</p> <p>3Dは、自らの意向に沿った経営を強制する場合、自らの短期的利益を追求するその結果、企業価値が毀損される恐れが高い</p> <p>事実と矛盾</p> <p>論点ずらし</p> <p>論点ずらし</p>	<p>13 3Dが強要する具体的な施策は企業価値を毀損する恐れがある</p> <p>14 3Dの短期利益追求により、東邦HDが社会インフラとしての信頼を失い、中長期的な企業価値を毀損</p> <p>15 事業の経験・知識を有していない3Dが強制する経営方針は具体的でなく、企業価値を毀損</p>	<p>建設的な対話の中での提言にすぎず、3Dはそもそも個別の施策の実行を強制しない</p> <p>経産省の指針はこのような定性的な価値を強調して対抗措置を発動することを認めていないうえ、3Dは東邦の社会インフラ性を尊重</p> <p>3Dは経営支配権を取得しないため、具体的な経営方針は不要なうえ、各提言も、真摯な分析・検討を行った上でやっている</p>	<p>P.99</p> <p>P.100</p> <p>P.101, P.102, P.85</p>
<p>「自らの短期的利益を追求する」 ≡「企業価値を毀損する」</p> <p>欠落</p>	主張無し		
<p>2</p> <p>新中計は企業価値を向上するが、3Dの追加取得で新中計の追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>16 新中計は企業価値を向上する</p>	<p>東邦HDの中計は、前中計の目標や実績値を据え置いたものであり、新中計が企業価値向上を実現するかについては疑義がある</p>	<p>P.104</p>
<p>3</p> <p>新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資するが、追加取得で新中計追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>17 新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資する</p>	<p>本件は経営支配権争いでなく、経産省の指針によっても、双方の経営計画を比較すべき状況にない</p>	<p>P.105</p>

さらに、東邦HDが展開している主張のみを見ても、各主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (4/4)

要件C 強圧性がある／時間・情報の確保の必要性がある

以降のスライドでは赤字・青字ハイライト部分を抜粋して詳述
黒字部分含む完全版は補足資料③ (p.72～)を参照

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

3Dが経営
支配権を取得するに至る

欠落

主張無し

1

事実と矛盾

3Dによる情報開示が不十分である

18

他の株主が3Dによる本追加取得の是非を検討するために必要な情報が提供されていない

3Dは自主的に企業価値向上策等を開示した上、東邦HDの情報提供要請にも全て回答し他の株主にも開示している

P.107

2

根拠不足

3Dの取得方法が市場内買付であり、強圧性の程度がますます高い

19

一般的に、市場内買付の強圧性の程度は高い

一般的に、単に市場内買付であることから直ちに強圧性が高いとはされていない中、東邦HDはなぜ本件市場内買付の強圧性が高いか、具体的に説明していない

P.108

1 そもそも、3Dが戦略検討委員会の設立を提案するに至った理由は、東邦HDが設置した経営戦略委員会の実効性が欠落しており、現状追認にとどまる検討しか行わなかったことにあります

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、3D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、3Dは以下の2点を目指した委員会の設定を打診した
 - 1 聖域なきアジェンダ設定
 - 2 3D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 聖域なきアジェンダ設定

- 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

- 3D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提案
 - ただし、有識者は3Dから独立した人物を想定(P.32参照)
 - さらに、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(P.32参照)
- FA/LA/コンサルティングファームの登用を要望
 - ただし、3D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(P.33参照)

戦略検討委員会に係るNDA案、3D取締役会宛書簡(2025年10月6日)

1 3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造でした (1/2)

東邦HDは、3Dの要求した戦略検討委員会は、3Dの意向が反映される構造であると主張しますが...

3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造となっていました



1

3Dが提案した戦略検討委員会は、**取締役会が担うべき事項について戦略検討委員会が担うものであった**

2

3Dが**2名の委員を推薦**する仕組みであった

3

委員会下部組織である**WGのWG長を3Dが推薦**する仕組みであった

1

戦略検討委員会は、各アジェンダの検討結果を**取締役会に対して「報告」**する機関であり意思決定を補助する**諮問機関にすぎない**

NDA案4条1項6号

2

委員は**3Dから独立した人物を想定**しており、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
3Dによる東邦HDの追加取得に関するご説明資料・「本必要情報の提供の要請」に対する回答書、NDA案4条1項1号

3

WG長を有識者委員が務めることを要請したが、**上述の通り有識者委員は3Dから独立した人物を想定し、東邦HDと協議**することを前提としていた

NDA4条1項4号

3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果
・ 対抗措置発動に関する株主意思確認について

戦略検討委員会に係るNDA案

1

(6) 委員会は、2026年3月31日までに、甲及び乙の取締役会に対して、本アジェンダについての委員会の検討結果の最終報告をする。なお、本委員会の甲及び乙の取締役会に対する報告内容は同一のものとする。また、委員会は、甲及び乙の取締役会に対し、本アジェンダについての委員会の検討状況の報告を随時実施する。これらの報告は、本アジェンダについて、具体的な検討プロセス、委員会における検討状況及び検討結果並びにこれらの詳細な理由を内容とする。

委員会は、2026年3月31日までに、甲及び乙の取締役会に対して、本アジェンダについての委員会の検討結果の最終報告をする。(中略)これらの報告は、本アジェンダについて、具体的な検討プロセス、委員会における検討状況及び検討結果並びにこれらの詳細な理由を内容とする

戦略検討委員会に係るNDA案

2,3

(本委員会の内容)
1. 本委員会は、乙の企業価値向上のための経営戦略の検討を目的とした、本項各号に定める事項(甲が乙との協議を踏まえ別途書面により当該事項の変更を指示した場合には、当該変更後の事項とする。)の全てを内容とする委員会である。
(1) 委員会の正式な委員として、甲が乙に対して別途提示する候補者の中から、少なくとも二名の社外有識者を選任する(以下「社外有識者委員」という。)。甲はかかる候補者の提示に際して必要に応じて乙と協議することができる。
(2) 委員会の委員は、社外有識者委員のうちいずれかの委員が務める。
(3) 委員会の検討事項(以下「本アジェンダ」という。))は、別紙で定める事項の全てを含むものとする。
(4) 本アジェンダについて実効的な検討を行う観点から、委員会の下部組織として、別紙の第1項及び第2項に規定する事項をそれぞれ検討するワーキンググループを構成する。なお、各ワーキンググループ長は社外有識者委員が務める。
(5) 委員会は、独自のファインテナル・アドバイザー、リーガルアドバイザー及びコ

委員会の正式な委員として、甲が乙に対して別途提示する候補者の中から、少なくとも二名の社外有識者を選任する(中略)甲はかかる候補者の提示に際して必要に応じて乙と協議することができる

本アジェンダについて実効的な検討を行う観点から、委員会の下部組織として、(中略)ワーキンググループを構成する。なお、各ワーキンググループ長は社外有識者委員が務める

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる
出典: NDA案; 3D 「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」, 「当社による東邦HDの追加取得に関するご説明資料」

1 3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造でした (2/2)

東邦HDは、3Dの要求した戦略検討委員会は、3Dの意向が反映される構造であると主張しますが...

3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造となっていました



4 委員会の**アドバイザー**(FA/LA/コンサルティングファーム)の選定の提案依頼書につき、**3Dの同意が必要**とされていた

5 3Dが提示した**秘密保持契約書 (NDA)**案は、一株主である3Dの要求に沿って判断を行わせる前提の**不当な内容**

4 **アドバイザーの選定には関与しない**ことを、取締役宛書簡で**明確**にしていた

3D取締役会宛書簡
2025年10月6日

5 そもそも戦略検討委員会は意向を強制し得ない構造である上に、**NDA案はドラフト**であることは**明確**にしておき、**東邦HDからのコメントを踏まえて修正**することを前提としていた

3D 東邦担当者宛電子メール
2025年10月14日

3D取締役会宛書簡(2025年10月6日)

4 **外務アドバイザーの選定**
戦略検討委員会におきましては、貴社の執行から独立した戦略的選択を積極的に検討する必要がありますので、そのためのリソースを確保するために、戦略検討委員会が、独自のファイナンシャル・アドバイザー、コンサルティングファーム及び法務アドバイザーを選定・利用するものとしていただいております。
かかるアドバイザーの選定にあたっては、当社と戦略検討委員会との間で検討し、合意した内容の提案依頼書をファイナンシャル・アドバイザー、コンサルティングファーム及び法務アドバイザーを選定するものとしていただいております。なお、当社は、提案依頼書の作成に関与するのみで、アドバイザーの選定には関与いたしません。

お 検討結果の公表
貴社におかれましては、戦略検討委員会による検討結果の最終報告を、2026年6月に開催予定の貴社定時株主総会の1か月前までに開示していただく予定です。また、戦略検討委員会において実質的な議論が行われているかの検証のために、検討状況についての開示も適切に実施していただく予定です。
なお、これらの開示の内容につきましては、経営戦略委員会の検証結果に基づき策定された本実行計画のように具体性を欠く開示とならないよう、各アジェンダについての具体的な検討プロセスを示したうえで、戦略検討委員会における検討状況ないし結果及びその詳細な理由を開示するものとしていただいております。

なお、当社は、提案依頼書の作成に関与するのみで、**アドバイザーの選定には関与いたしません (中略)**

3D 東邦担当者宛電子メール(2025年10月14日)

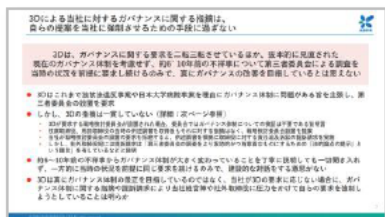
5 貴社と本邦HDとの間で締結するNDA(秘密保持契約)のドラフトを添付しております。本NDAは、前回の枝廣CEOとの面談内容を踏まえて作成・更新したものです(略)

また、上記協議を開始する際に締結することを想定しているNDA(秘密保持契約)のドラフトを添付しております。本NDAは、前回の枝廣CEOとの面談内容を踏まえて作成・更新したものです(略)

NDAの内容については、(中略)コメント等がございましたらできるだけ早くにお知らせください

2 3Dは、一貫して企業価値向上に向け対話をしており、3Dの主張は“二転三転”していません

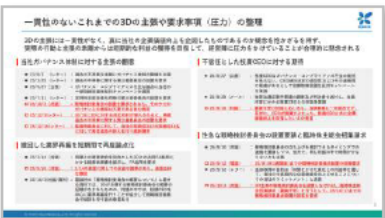
東邦HDは、“3Dの主張は二転三転し、ガバナンスに関する指摘も提案を強制させるための手段にすぎない”と主張しますが...



“3Dによる当社に対する**ガバナンスに関する指摘は、自らの提案を当社に強制させるための手段に過ぎない**”

“3Dは、**ガバナンスに関する要求を二転三転**させている”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について
(2026年5月8日)



“3Dの主張には一貫性がなく、真に当社の企業価値向上を企図したものであるのか疑念を抱かざるを得ず、**実際の行動と主張の乖離**からは短期的な利益の獲得を目指して、**経営陣に圧力をかけていることが合理的に懸念される**”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について(2026年5月8日)

3Dは一貫して企業価値向上に向けた対話をしており、対話内容の変遷は、ガバナンス課題に対する解像度の変化によるものです

- これまでのエンゲージメントにおいて、**我々の主張や提案は、東邦HDの企業価値向上のために行っており、3Dの主張は二転三転していません**
- 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・イシューを受けて、本来上場企業に備わっているはずのガバナンス基盤の議論に及ぶに至りました**

→ 詳細は、P.43～P.48のこれまでの対話の経緯をご参照ください

- なお、各提案施策は、東邦HDに強制するものではなく、3Dは、意思決定は東邦HDの経営陣に委ねつつ、ガバナンス改善・企業価値向上に向けた対話を行うものであると明言しています

3D

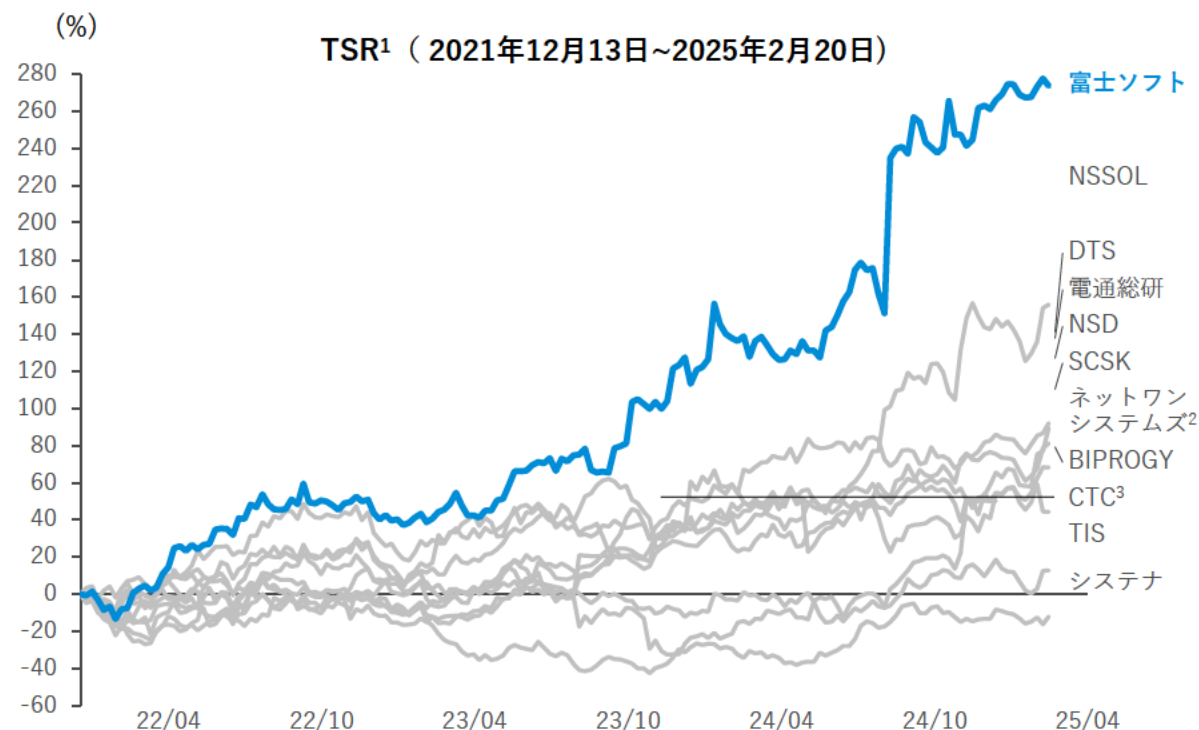
“建設的な対話として提言を行っていますが、**具体的な施策の実施を貴社に対して強制するものではありません**。これらの方針や施策の採否は、最終的には貴社の経営陣がその責任において判断すべき事項であり、ガバナンスの不備が改善され、適切な業務執行がなされるようになれば、自ずと適切な意思決定がなされるものと考えています”

3D
本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第5-10問参照)

5 さらに、富士ソフトの事例は、企業価値の向上・株主共同の利益を実現しています

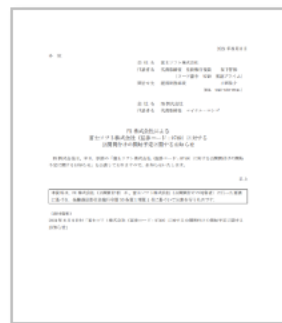
一般株主も30%以上のプレミアム付きでのエグジット機会を平等に
得ており、株主共同の利益を実現しています

- 1株当たり9,850円でのTOBが成立し、これは公開買付け公表前の株価に対して30%以上のプレミアムが付された金額
- KKRがBainの対抗提案に応じて複数回の価格引き上げをしたことで、上記価格が実現



富士ソフトは非公開化後も、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
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、世界の大手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**”

Private Equity International
PEI 300 2022
KKR beats the crowd to claim PE's throne

注:引用文中の太字、下線などは3Dによる; [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」(2024年8月8日); Private Equity International「PEI 300 2022: KKR beats the crowd to claim PE's throne (2022年6月1日)」

5 ご参考：3Dは、東邦HDに対して、上場維持を前提とした企業価値向上を期待しており、非公開化の提案は企図していません

東邦HDは、3Dの行動が結果的に非公開化に至った富士ソフトの事例に酷似していると主張していますが...



“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
(2025年11月6日)

3Dの短期的なキャピタルゲインに関する主張

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

1 3Dからの当社取締役会宛の書簡 (2025/9/22)

また、当社の2025年7月31日付け開示及び毎半開示でお伝えいたしましたとおり、本件買付取得は、貴社との継続的な対話を継続しながら、貴社の企業価値向上のための基盤の構築および中長期的な株主利益の保護を目的とするものであり、かかる目的に照らして30%という上限を設定したものです。仮に、短期的なキャピタルゲインを追求するのではなく、長期上昇につながるイベントを生じさせたい一方で、保有する株式を売却することが最良な手段と認められることから、そのようなイベントを生じさせるために経営支配権に重大な影響を及ぼす程度の株式を取得することが考えられますが、本件買付取得は、短期的なキャピタルゲインの追求を目的とするものではないことから、経営支配権に重大な影響を及ぼさない30%の上限を設定しております。そのため、当社がかかる目的で買付株式を取得するものではないことをご理解いただければ幸いです。

(事案) 富士ソフト株式会社

- 22年2月 定時株主総会で社外取締役選任の株主提案を提出し、ホワイトペーパーを公表 (議案は否決)
- 22年8月 富士ソフトが設置した企業価値向上委員会に対し、検証スコア/外部アドバイザー起用/委員構成等について指摘
- 22年9月 3Dが臨時株主総会の招集請求を実施
- 22年9月 3Dによる富士ソフト株式の追加取得 (株券等保有割合21.45%)
- 22年12月 富士ソフトは3D当選者2名を会社提案取締役として臨時株主総会上程 (可決)
- 23年8月 3DがPEファンド数社に対し提案要請
- 23年9月 3Dの要請に応じた複数のPEファンドが非公開提案
- 23年9月 富士ソフトが買収提案にかかる特別委員会を設置
- 24年8月 KKRがTOB開始、3Dは応募契約締結
- 24年9月 3Dの提案要請に応じなかったBain Capitalが対抗TOB予告 (以降、TOB合戦)
- 24年11月 3DはKKRへのTOBに応募して全株式を売却

3Dが提出した2022年10月4日付「(緊急開示先)2024年9月27日」の企業価値向上No.9より

© 2024 HD, 3D/3D Pte. Ltd. All rights reserved.

3Dは、東邦HDの非公開化の提案を一切検討しておらず、上場維持のうえでの企業価値向上を前提として対話しております

- 3Dは現時点において、上場維持による価値創造の可能性が高いと考えております



“3Dからは、貴社におけるガバナンス改善を期待しており、現時点では、上場による資本コスト低減等を通じた価値創造の可能性が、エージェンシーコストに起因する企業価値の毀損リスクを上回り得ると考えている”

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第5-10問参照)

- 3Dは東邦HDの非公開化を企図しておらず、非公開化のご提案を東邦HDにすることも、PEファンド等の第三者と非公開化について協議することも検討・実施していません



“(i) 当社は、現時点で、貴社に対する非公開化の提案は検討していません。(ii) また、PEファンド等との間で貴社の非公開化を前提としたコミュニケーションをとっているというような事実もありません”

3D「追加情報の提供の要請(2)」に対する回答書
(2026年4月17日付回答書 第1-6問参照)

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

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第1-18問参照)

6 3Dは一貫して、東邦HDの保有・追加取得目的を「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」と説明しています

東邦HDは、3Dの目的は別にあり、「純投資」目的を殊更に強調することで株主に誤解を生じさせようとしていると主張しますが...



“本大規模買付行為等を「純投資」目的ということではできず、3Dが「純投資」であることを殊更に強調することは、本大規模買付行為等の真の目的を隠し、一般株主に誤解を生じさせようとするものであると考えられます”

“3Dは、（中略）「3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資（貴社株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を得ること）であり」と、本大規模買付行為等が「純投資」目的であることを繰り返し主張しております”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ（2026年4月28日）

3Dは株主の皆様「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という目的を一貫して説明しています

- 3Dの保有・追加取得目的は、当初から「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」で一貫しています



“本取得後も、3Dらによる貴社株式の保有目的は、純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うことであり、貴社の経営を支配する予定はありません”

3D
大規模買付行為等説明書
(2026年1月16日)

- 3Dは、回答書においても、本取得の目的が「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」とであると明示しています



“（今回追加で取得する株式の取得目的は）当社が提出している変更報告書に記載の保有目的（「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」）の範囲内で行うものであること、すなわち、今回追加取得が経営支配権の獲得を目的とするものではなく、あくまで投資リターンの獲得を目的とし、それに際して建設的な対話を行う方針に変わりがない”

3D
「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日)

16 東邦HD経営陣が示す新中期経営計画の遂行によって、企業価値向上が実現するかについては、疑義があります

東邦HDは、新中期経営計画の遂行が企業価値・株主共同の利益の向上に最も資すると主張しますが...

東邦HDの新中期経営計画は、意欲的とは言い難いものです



“新中計が、当社の事業特性や経営資源を踏まえた実行可能性の高い施策に基づくものであり、(中略) **持続的な企業価値及び株主共同の利益の向上に最も資するものであると判断**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



新中計 (2026-2028)

28年度目標(連結ベース)		株主還元、政策保有株式	
ROE	8%以上	DOE	4%以上
営業利益率	1.5%以上	総還元性向	100%以上
営業利益	300億円以上	政策保有株式	10%未満
成長投資	500億円以上		

■ 新中計の数値目標は、実績値以下か、前回目標を据え置いたものばかりです

	前回中計 2023-2025	2024 再検討時	新中計 2026-2028	目標または実績値 据え置き
ROE	8%以上	8%以上	8%以上	✓
営業利益率	未記載	1.5%以上	1.5%以上	✓
営業利益	未記載	未記載	300億円以上	比較対象無し
成長投資	200億円	500億円以上	500億円以上	✓
DOE	2%以上	2%以上	4%以上	✓
総還元性向	未記載	未記載	100%以上	✓
政策保有株式	未記載	10%未満 ¹	10%未満	✓

26年3月期
実績値 4.1%

過去3年間の
総還元性向
平均 94.8%

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる。[1] 2029年3月期末での目標値

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」(2026年4月28日付); 「中期経営計画2023-2025『次代を創る』策定に関するお知らせ」; 「経営戦略委員会の検証結果に基づき策定した実行計画～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～」; 「中期経営計画2026-2028『次代を翔ける』」

17 3Dは経営支配権を取得しないため、本件は東邦HDと3Dの経営計画の優劣を比較すべき状況ではありません

東邦HDは、新中計が3D提案より優れており、本買収防衛策を發動しなければ新中計の遂行が妨げられることを發動理由としますが...



“新中計は、3Dの当社への提案内容に**比して**、(中略)当社の**企業価値の向上**ひいては**株主共同の利益に資する**ものである”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



そもそも経営支配権争いが存在しない本件は、双方の経営計画の内容を比較すべき場面にはありません

- 企業価値向上策の比較検討が求められるのは、「経営支配権取得」が問題となる場面です (経産省「企業買収行動指針」)



経済産業省

“経営支配権を取得する買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範について、局面に応じた考え方の整理を行う”

(中略)

“買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に**比較検討**することが望ましい”

経済産業省
企業買収における行動指針(2023年8月31日)

- 27%までの追加取得は経営支配権を取得することには当たりません (経産省職員による「企業買収行動指針」の解説)

“本指針 (※企業買収における行動指針) はいわゆる「買収」を対象としており、具体的には、買収者が金銭を対価として、公開買付け、市場内買付等により、**上場会社の株式の過半数又はそれに近い割合を取得して経営支配権を取得する行為**を主な対象としている”

安藤元太 (経済産業省大臣官房参事 (前産業組織課長))
「時事 企業買収における行動指針」
(2023年10月25日)

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」;

経済産業省「企業買収における行動指針 - 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて -」; 安藤元太 (経済産業省大臣官房参事 (前産業組織課長)) 「時事 企業買収における行動指針」

18 3Dは、自主的な企業価値向上策の株主の皆様への公開、三度にわたる情報提供要請への回答などで、強圧性／時間・情報の確保の必要性を解消する措置を行っています

東邦HDは、株主が本取得の是非を検討するための情報が不十分であると主張しますが...



“本大規模買付行為等は当社の企業価値ひいては株主共同の利益を損なうおそれがあり（中略）、3Dは本大規模買付行為等の実行後における当社の**経営方針について十分な説明をしていない**ほか、（中略）**是非について検討を行うために必要な情報を十分に提供しているとはいえない**状況にあり...”

“一般株主の皆様において本大規模買付行為等の後に当社の**企業価値が損なわれると考えるか、それを判断することが困難**であるため、少なくともその可能性があると考えられるため、（中略）**強圧性があります**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果
及び対抗措置発動に関する株主意思確認の
議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

3Dによる企業価値向上策の開示、三度の情報提供要請への回答等により強圧性／時間・情報の確保の必要性は十分解消されています

■ 株主の皆様への情報開示を最大限行っております

- ・ **買収防衛策のルールに従い**、大規模買付行為等説明書を提出し、三度にわたる情報提供要請における**すべての質問に最大限回答**をし、株主の皆様に公開しています（P.11参照）
- ・ **買収防衛策導入前から企業価値向上策につき、株主の皆様の開示**していません（P.85参照）

■ 3Dの追加取得により、企業価値毀損は生じません

- ・ 3Dは**経営支配権を取得せず**、したがって、そもそも貴社に対して何らの行為も強制し得ません（P.99参照）
- ・ 3Dの目的は貴社の企業価値向上にあるため企業価値毀損的な行為を行うこともなく、回答においても、その旨を**明確に回答**しています（P.11参照）
- ・ **過去にも**企業価値毀損的な行為を行ったことはありません（P.10参照）

■ むしろ、東邦HDの開示方針こそが情報の透明性を低めています

- ・ 誓約書案の存在を秘匿することによる、**3Dによる買い上がりリスクの誤導的な示唆**
- ・ 3Dの追加取得後の割合が27%に留まることの**不明瞭な開示**
- ・ 計116問の情報提供要請に対する3Dの回答書の**非開示**・一部回答の**恣意的な切り取り**

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」

補足資料

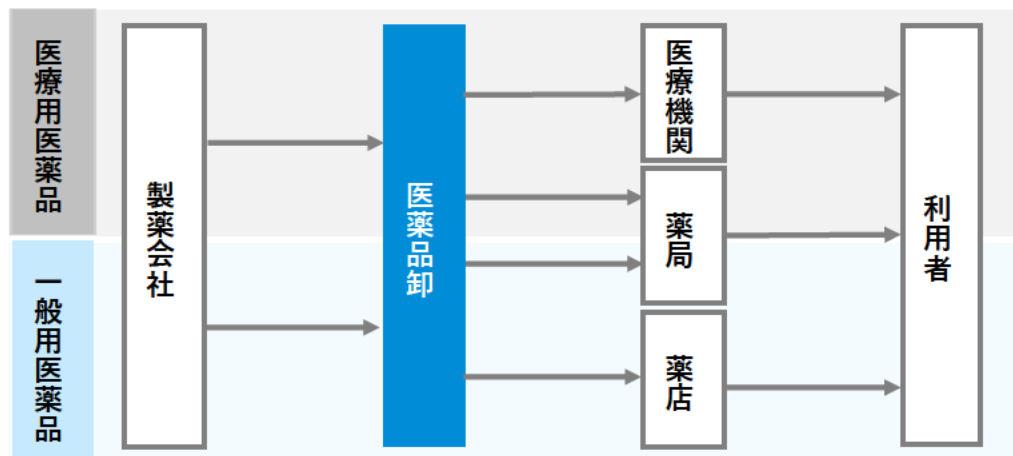
詳細①：東邦HDとの対話の経緯

3Dは、東邦HDが4大医薬品卸の一角として日本の医療体制を支える重要な役割を担いながらも、その本源的価値が市場で過小評価されているとの認識のもと、2020年7月に投資を開始いたしました

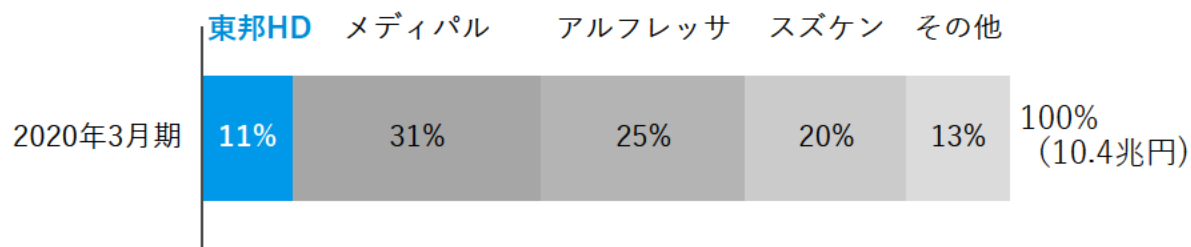
① 投資開始時の状況 | ② 2020.7~：投資開始 | ③ 2024.6~：日大事件 | ④ 2025.8~：供述調書

東邦HDは、4大医薬品卸企業の一角を占め、医薬品の安定供給を支えています

■ 東邦HDのビジネスモデル

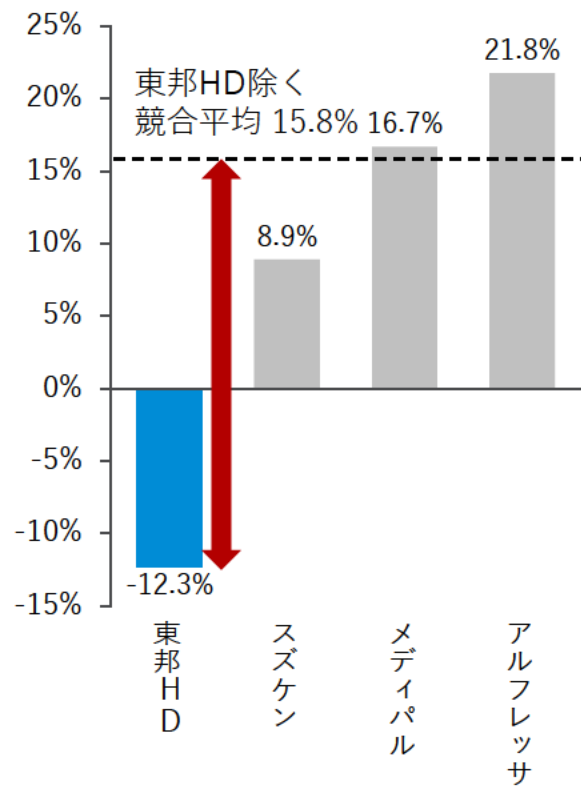


■ 医薬品卸市場における東邦HDのシェア¹ (2020年3月期)

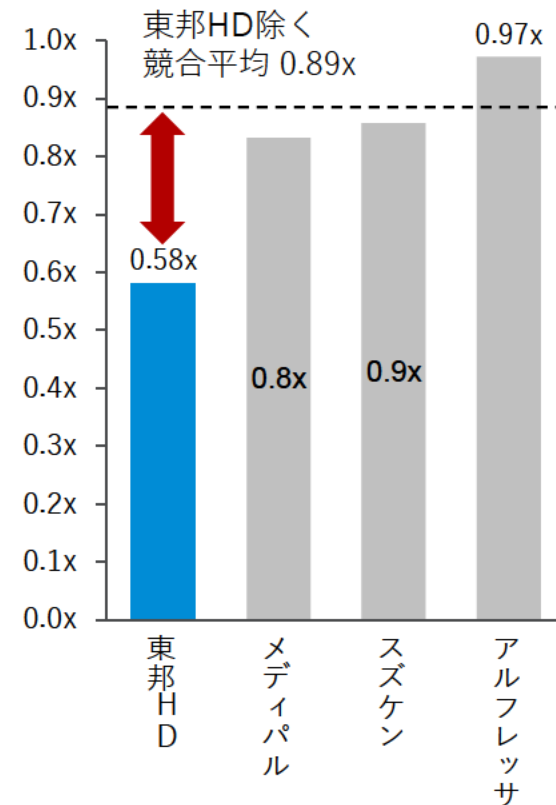


3Dは東邦HDの本源的価値に比した市場価値のディスカウントに着目し2020年7月に投資を開始しました

TSR (2016/12/31~2020/7/1)²



PBR (2020/7時点)³



注: [1]簡易的に 各社2020年3月期の全社売上高を使用、医薬品卸市場規模に関しては厚生労働省「医薬品業界の概況について(2022年8月31日)」を参照; [2] 新型コロナウイルス感染症の流行による影響を除くため、2016年12月末~2019年12月末の3年間に
おける数値を用いて算出; [3] 2020年7月1日時点
出典: Bloomberg, 各社IR資料

東邦HDとの対話を開始して以降、3Dは事業戦略を中心とした攻めのガバナンスに関する対話を行ってまいりました

① 投資開始時の状況 | ② 2020.7～：投資開始 | ③ 2024.6～：日大事件 | ④ 2025.8～：供述調書

3D

2020年7月
投資開始

2020

2023年3月～7月

複数回の書簡送付・事務局
面談

- 慢性的なPBR1倍割れや低位なROE等の経営課題の解消を要請

2023

2023年8月

東邦HDに対して提言

- 3Dが考える企業価値向上策を取りまとめた約200頁に及ぶ提言書を提示



2023年12月

有働前CEO・枝廣前CFOとの面談実施

2024

2024年3月～

書簡送付・面談要請

- 経営戦略委員会が検証すべき課題を整理し、書簡にて送付・面談要請

2023年5月

中期経営計画公表

- 企業価値最大化に向けた経営計画の具体性・KPIが抽象的なものにとどまり、翌日以降の株価は横ばい

2024年1月

経営戦略委員会設置

- 中計の内容・実効性の再検証に着手することを発表

2024年5月

面談は見送る旨を3Dに通知

● …攻めのガバナンスに関するエンゲージメント ● …守りのガバナンスに関するエンゲージメント ● …ガバナンスの基盤に関するエンゲージメント

しかし、2024年6月に、東邦HDの日大事件への関与が発覚。3Dは、東邦HDのガバナンス体制に強い懸念を持ち、対話の内容は、守りのガバナンス・ガバナンス基盤の問題に深化しました

- ① 投資開始時の状況
- ② 2020.7～：投資開始
- ③ 2024.6～：日大事件
- ④ 2025.8～：供述調書



2024年8月

東邦HDに対し質問状送付

- 日大事件への関与における故意の有無や類似の不正取引の有無等、ガバナンスに係る懸念を伝達

2025年1月～3月

社外取締役複数名との面談

- ガバナンス強化特別委員会が、度重なる過去の不祥事に対する検証および責任の明確化をスコープの対象外としたうえで、再発防止策を策定している事実を認識

2025年3月

経営統合ディスカッション実施

- 23年8月提出の企業価値向上策の一環として、経営統合のプレインストーミングディスカッションを実施

2025年3月

第三者委員会設置を要請

2025年5月

反対の議決権行使の推奨

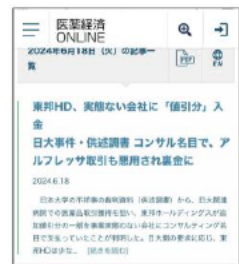
- 定時株主総会にて、枝廣CEOの再任に対する反対の議決権行使の推奨を実施

2024

2025

2024年6月

東邦HDが日大関連病院への不正資金流出（日大事件）に加担していたとの報道がなされる



2024年8月

ガバナンス強化特別委員会を設置

- 25年10月に、同委員会による最終答申が開示
- 開示結果の不十分性については3Dの26年1月「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」P.105～P.109を参照

2024年9月

日大事件の違法性を否定

- 24年8月の3D質問状に対し、「当該取引は法令違反でないと認識」「社内調査の結果、類似取引は確認されていない」「や追加調査は不要と判断」等と回答

2024年11月

経営戦略委員会の検証結果開示

- 目標数値は中計据え置きであり、また、その内容も極めて抽象的であった

2025年4月

第三者委員会の設置を拒否

- 一連の不祥事に対する検証は社内調査で事足り、ガバナンス強化特別委員会も新たに発足していると説明

● …攻めのガバナンスに関するエンゲージメント ● …守りのガバナンスに関するエンゲージメント ● …ガバナンスの基盤に関するエンゲージメント

東邦HDのガバナンス体制に強い懸念を持つなか、当社は現経営陣による不正の黙認・関与や未発覚の不正の存在を示す供述調書を手し、会社に共有しました。その2か月後に、東邦HDは本買収防衛策を導入するに至りました

- ① 投資開始時の状況
- ② 2020.7～：投資開始
- ③ 2024.6～：日大事件
- ④ 2025.8～：供述調書

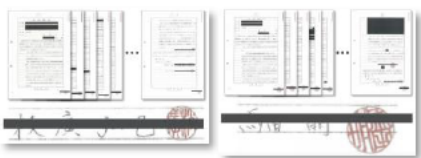


2025年8月8日
東邦HDに誓約書案提出

- 東邦HD株式の保有比率が**30%を超えない**ことを誓約する誓約書案を提出¹

★2025年8月14日
東邦HDに供述調書提出

- 枝廣CEO・馬田COOによる違法な受注調整の黙認・関与が明らかに
- 東邦HDに事実関係の説明を要請



2025年10月
戦略検討委員会設置の提案

- 飛躍的な企業価値向上策の客観的検討のため、戦略検討委員会の設置を提案

2025年12月3日
第三者委員会設置の公開要請

- 東邦HDのガバナンス問題についてまとめたプレゼン資料を公表
- 併せて、第三者委員会設置を公開要請

2025年12月15日
東邦HDに対し提訴請求を実施

- 会社法847条に基づく提訴請求を実施

2026年1月
買付意向表明書及びガバナンスの提言を提出

- 東邦HDが導入した有事導入型買収防衛策のプロセスに従い、3%の追加取得を意向表明する大規模買付行為等説明書と、ガバナンスの提言を提出

2025

2026

買収防衛策導入以前

誓約書案を受領したにもかかわらず、3Dに対し当該誓約書案に関する一切の回答・協議を行わず

2025年10月

有事導入型買収防衛策導入の決定
• 取締役会決議により有事導入型買収防衛策の導入を決定

2026年2月

監査等委員会は不提訴を決定

2025年12月

第三者委員会の設置を拒否
• 取締役会は第三者委員会の設置を拒否

2026年6月予定

東邦HDは、定時株主総会において、有事導入型買収防衛策に基づく対抗措置の発動の是非につき、株主意思を確認する旨の議案を上程予定

2026年4月

取締役会は、有事導入型買収防衛策を発動すべきと判断した旨を発表

● …攻めのガバナンスに関するエンゲージメント ● …守りのガバナンスに関するエンゲージメント ● …ガバナンスの基盤に関するエンゲージメント

注: [1] 具体的には、既保有分と合わせて、議決権が30%を超える東邦HD株式の追加取得を行わない旨の誓約書を提示しました。

ご参考：過去の3Dの開示資料一覧は、特設サイト「東邦の企業価値創造のために #コンパウンド東邦」をご確認ください

- ① 投資開始時の状況
- ② 2020.7～：投資開始
- ③ 2024.6～：日大事件
- ④ 2025.8～：供述調書

「東邦の企業価値創造のために #コンパウンド東邦」

<https://www.compoundtoho.com/>

東邦の企業価値創造のために

全プレスリリース・添付資料の一覧

1. 企業価値向上策の提案 (2023年3月 -)

2020年7月 ● 投資開始

2025年3月25日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスに対する企業価値向上策を公表

プレスリリースを表示 →

企業価値向上策プレゼン →

※ 2025年8月に会社提出済

2. ガバナンスに関する提言 (2024年6月 -)

2.1. ガバナンス問題の提起・第三者委員会の設置要請

2023年8月 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスに対する企業価値向上策にて、不祥事への対応、不適切な取締役構成、多額の政策保有株式などのガバナンス問題を指摘

企業価値向上策プレゼン →

※ 2023年8月に会社提出済

2024年6月 ● 東邦による日大事件関与の発覚

日大事件に関する報道 →

2025年5月14日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスの株主の皆様宛てに公開書簡を公表

プレスリリースを表示 →

日大事件に関する審判監視情報 →

※ 2024年8月に会社提出済

第三者委員会を要請する開示資料① →

日大事件の裁判記録 →

2025年5月27日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスの第77回定時株主総会において、枝廣代表取締役CEO並びに加茂谷社外取締役及び小谷社外取締役の再任

東邦の企業価値創造のために

2. 4月28日時点プレスリリース

3Dインベストメント、東邦HD取締役会による“買収防衛策を奨励すべき”との決定に対し、深い失望を表明

本件における買収防衛策は、本来求められる発動要件を満たしておりません

それどころか、経営陣の保身目的での発動を強く疑わせます

株主の皆様におかれましては、3Dが今後開示する詳細資料をご確認の上で議決権行使方針をご検討ください

東京～(BUSINESS WIRE)～(ビジネスワイヤ)～3D Investment Partners Pte. Ltd. (以下、当該ファンドと併せて「3D」又は「当社」)が投資一任運用サービスを提供するファンドは、2020年7月に投資を開始して以来、現在まで継続して東邦ホールディングス株式会社(東証：8129、以下「東邦HD」)の株式を保有し、現在、議決権の約24%を有する東邦HDの株主です。

当社は、2025年10月31日に東邦HDが買収防衛策を導入した後、今年の1月に東邦HD株式の追加取得(以下「本追加取得」)の意向を表明していました。本追加取得は、わずか3%の議決権割合に相当するものであり、既保有分と合わせた追加取得後の議決権割合も、東邦HDが主張する拒否権水準を満たさないものとなる株式取得です。この度、東邦HDが、本追加取得に対して買収防衛策を奨励すべきとの判断を下したことについて、当社は、深く失望しております。

本来、買収防衛策を奨励すべきと判断するためには、「①3Dにより経営支配権が取得され、または、実質的な経営支配が生じ得る状況にあること」、「②3Dの経営支配権の取得または実質的な経営支配により企業価値・株主共同の利益が高い確率で毀損されること」などを株主に対して正確な事実に基づき説明することが必要です。しかし、東邦HDは下記の事実をゆがめて、株主の皆様へ伝えております。

① 3Dによる経営支配権の取得も、実質的な経営支配も生じる状況にはありません

- 買収防衛策導入前からの追加取得の上限に関する誓約書の案文の提出：3Dは、買収防衛策導入前の2025年8月に、東邦HD株式の追加取得に当たって、既保有分と合わせて議決権の30%以上を取得しない旨の法的拘束力のある誓約書の案文を自主的に提出しております。なお、東邦HDは、当該誓約書を受領しなかったのみならず、株主にもその案文の存在を一切開示しておりませんでした。
- 東邦HDが主張する拒否権水準以下の上限設定：3Dは、東邦HDが独自に主張する「事実上の拒否権」水準である27.17%を下回るように、既保有分と合わせて議決権の27%に本追加取得の上限を改めて設定しました。
- 東邦HDの当社への対応：東邦HDが、第三者委員会の設置や戦略検討委員会の設置等の3Dからの要請を拒否し続け、3Dに対する買収防衛策までも導入したことからすると、東邦HD取締役会は自律的に意思決定を行っており、3Dが重大な影響力を及ぼしていないことは明確です。本追加取得が約3%の取得にとどまることからすれば、本追加取得によっても3Dが東邦HDに対して重大な影響力を及ぼしえないことは変わりません。事実、東邦HDは、4月28日付の審判記録に於いて「3Dが東邦HDに対して重大な影響力を及ぼしている」と主張していません。

詳細②：保身目的での発動の疑いの詳細

保身を目的とする買収防衛策の導入・発動は、買収防衛策の本来の目的である、株主共同の利益の確保・向上に反します

買収防衛策は、会社の経営陣によって、保身目的で濫用される恐れがあることが指摘されています



“買収への対応方針は「経営陣にとって好ましくない者」から経営陣を守るためのものではない”

(中略)

“対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、**経営陣の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである**”

“2005年指針¹でも「買収防衛策は、株主共同の利益を確保し、向上させるためのものであるが、買収防衛策における株主間の異なる取扱いは、株主平等の原則や財産権に対する重大な脅威になりかねず、また、**買収防衛策が株主共同の利益のためではなく経営者の保身のために濫用されるおそれもある**。(中略)」とされている”

経済産業省
企業買収における行動指針 (2023年8月31日)

保身目的で買収防衛策を濫用することは、買収防衛策の本来の目的である、株主共同の利益の確保に反するものです



“2008年報告書²でも「**買収防衛策のあるべき目的に反して、経営陣の保身をを図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるべきものではなく**、当企業価値研究会は、そのような買収防衛策は支持できない。」「取締役会は、**株主共同の利益の確保・向上に合わない場合にもかかわらず**、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、**自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない**”とされている”

経済産業省
企業買収における行動指針 (2023年8月31日)

3Dは、東邦HDの買収防衛策が、以下の理由から経営陣の「保身」のために濫用されていると考えております

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

「保身」目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

- 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在すると考えられる
 - 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の供述調書入手。同調書は、両氏が同様の不正を認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在を示唆している
 - 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に善管注意義務違反の疑いを生じさせるものである
 - 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された
- 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない（P.54～P.61参照）

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

- 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる
 - 経産省は、買収防衛策の判断時には独立社外取締役比率が過半を占めること等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有することを求めている¹
 - しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている
- 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる
 - 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえないと考えられる
 - 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきたと考えられる
- 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられます

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

「保身」
目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

■ 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在していると考えられる

- 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の供述調書入手。同調書は、両氏が同様の不正を認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在を示唆している
- 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に善管注意義務違反の疑いを生じさせるものである
- 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された

□ 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない (P.54~P.61参照)

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

■ 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる

- 経産省は、買収防衛策の判断時には独立社外取締役比率が過半を占めること等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有することを求めている¹
- しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている

■ 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる

- 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえないと考えられる
- 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきたと考えられる

□ 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」

JCHO事件の供述調書には、枝廣CEO・馬田COOが不正を黙認・関与しており、さらには未発覚の不祥事が存在することが明確に記載されていました

3D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談合事件に関する供述調書を手に入れました

供述調書には、現CEO・COOが
不正を黙認・関与していたことが記載されています

また、未発覚の類似不祥事を示唆する記載があります



枝廣CEO

“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”**

枝廣弘巳氏供述調書（2025年3月18日）



枝廣CEO

“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、メディセオ及びブズケン*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”

枝廣弘巳氏供述調書（2025年3月18日）



馬田COO

“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”**

馬田明氏供述調書（2025年3月18日）



馬田COO

“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”**

馬田明氏供述調書（2025年3月18日）

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「3D社の主張に関する当社見解」; 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; 3Dと東邦HD間の電子メール; 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「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び 対抗措置発動に関する株主意思確認の議案 上程に関するお知らせ」

枝廣CEO及び馬田COOの供述は、両氏による善管注意義務違反の疑義を生じさせるものです

各事件の発覚年¹：

2003

宮城県価格カルテル事件

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

- 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

内部統制システム構築義務違反²

- 2003年の談合事件の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

監視義務違反³

- 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、以前より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

子会社株式の価値保全義務違反⁴

- 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

HD
2015-:
取締役
2019-:
代表取締役

東邦薬品
2012-:
取締役
2019-:
代表取締役

HD
2016-:
取締役

- 宮城県の事案を受け”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2016、2018年

当事者
東邦薬品
代表取締役会長

HD
取締役

当事者
東邦薬品
—

HD
取締役

- 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

2021

NHO談合事件

※実際の談合は2021年以前

当事者
九州東邦
—

HD
代表取締役CFO

当事者
九州東邦
—

HD
取締役

- 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

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（3D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
出典：会社開示資料；各種ニュース記事；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

実際に、類似事案である世紀東急工業株主代表訴訟では、独禁法違反行為(カルテル)を黙認した代表取締役の善管注意義務違反が認められています

世紀東急工業では、カルテルを黙認し是正措置を講じなかった代表取締役に対し、善管注意義務違反の判決が下されました

東邦HDの枝廣CEO、馬田COOには直接証拠があり、善管注意義務違反が存在する強い疑義が認められます

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**

結果

- 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**

“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P¹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。したがって、被告A氏は、本件合意について取締役としての善管注意義務（法令遵守義務）に違反したと認められる。（中略）A氏ら²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**”

東京地判令和4年3月28日判時2550号73頁

世紀東急工業 (先例)

東邦HD (本件)

違反行為

価格カルテル
(独禁法違反により
課徴金納付命令)

≡

受注調整
(独禁法違反により
課徴金納付命令)

対象役員

代表取締役会長
(2020年提訴時)

≡

枝廣氏：代表取締役CEO
馬田氏：取締役COO

司法判断

善管注意義務違反による
損害賠償認容

(未提訴)

本人自認 供述の有無

経営会議出席等の間接事実
から、価格カルテルを認識・
認容していたと
経験則により推認

本人**供述調書**による
認識・関与の直接的供述

出典: 原告開示資料; 加藤 & パートナース法律事務所「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]世紀東急工業のことを指す。[2]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。

そして、3Dが事実確認のため供述調書を会社に提出してからわずか2か月後、東邦HDは買収防衛策を導入するにいたりました

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲



本買収防衛策は、未発覚の不正、及びこれに関与・黙認してきた経営陣に対する事実究明・責任追及を遮断するための「保身」を目的として導入したのではないかとの疑義を有さざるを得ません

注: [1] 本件では、枝廣CEO・馬田COOが署名押印した検察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「証拠としうる書面」に該当する

なお、東邦HDは、「誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがある」として、供述調書の信用性を否定する主張を展開していますが…

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

東邦HDによる供述調書の信用性否定のロジック

事実

- 過去の談合（JCHO・NHO事件）により損害が発生
- 供述調書に、「談合の常態化・予防策不実施」を自認する発言
- その後も談合が再発し、損害が発生

争点の中心

- 「談合の常態化・予防策不実施」を自認する供述調書の信用性をどう評価するか

合理的な帰結

- 供述調書は、**裁判でも用いられた、証拠能力を有する書証**
- 当該内容に基づけば、枝廣CEO及び馬田COOには**善管注意義務違反の立証に十分な証拠が存在**

“枝廣弘巳から受けた取調べ状況の説明や枝廣弘巳から提供を受けた当時の取調べ状況を記録した手帳等を踏まえると、枝廣検面調書は、**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、枝廣検面調書の信用性は低いもの**と認められます。”

“馬田明から受けた取調べ状況の説明や当時の馬田明の手帳の記載等を踏まえると、馬田検面調書は、**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、馬田検面調書の信用性は低いもの**と認められます”

2026年2月12日付 東邦HD「不提訴理由通知書」
(下線は3Dによる)

東邦HDの判断

- 「**誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがある**」として供述調書の信用性を否定
- そのため、善管注意義務違反の立証に十分な証拠は存在しない
- したがって、枝廣CEO及び馬田COOには、**追及されるべき責任が存在しない**

…東邦HDによる供述調書の信用性の否定は、以下の3点から極めて不合理です

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲



「東邦薬品」自身が、
当時の裁判において供述調書の
信用性を認めていた

当時の裁判で証拠採用を拒否する権限を持ち、最も内容を否定する動機があった被告人・東邦薬品自身が、正式な手続で証拠採用に同意していたと考えられます。それにもかかわらず、今になって信用性を否定することは妥当でしょうか？



「誘導的・威圧的な取調べ」とする
根拠が枝廣CEO及び馬田COOの
手帳・インタビューのみである

本人及び検察官が正確性を確認した公的証拠であり、東邦薬品も認めたと考えられる供述調書の信用性を、責任を問われる本人の事後的な説明と手帳等を根拠に、覆せるのでしょうか？



供述調書をまさに作成した
当時の検察官が、後日東邦HDの
顧問弁護士に就任した

もし当時の取調べが東邦HDの言うように「誘導的・威圧的」なものだったのなら、その取調べを行った検察官を、東邦HDが後日自社の顧問弁護士として迎え入れることなどあるのでしょうか？

⇒一次情報に基づく詳細な説明は、P.59以降をご参照ください

①：当該供述調書は、当時の裁判において証拠能力が認められていたものであり、「東邦薬品自身」がその信用性を認めたものです

供述調書の入手経緯と、証拠採用をめぐる訴訟記録上の事実

検察庁への裁判記録の謄写プロセスを経て当該供述調書が入手されている

当社は、刑事確定訴訟記録法に基づき、検察庁において訴訟記録として保管されていた当該供述調書を**謄写**した

判決文に当該供述調書の証拠採用に関して争った記録が見当たらない

当社は、JCHO事件に関する判決文を取得して確認したが、その中には**証拠採用に関して争ったこと（証人尋問等）を示す記載は見当たらなかった**

東邦薬品自身による証拠採用への同意と信用性の承認

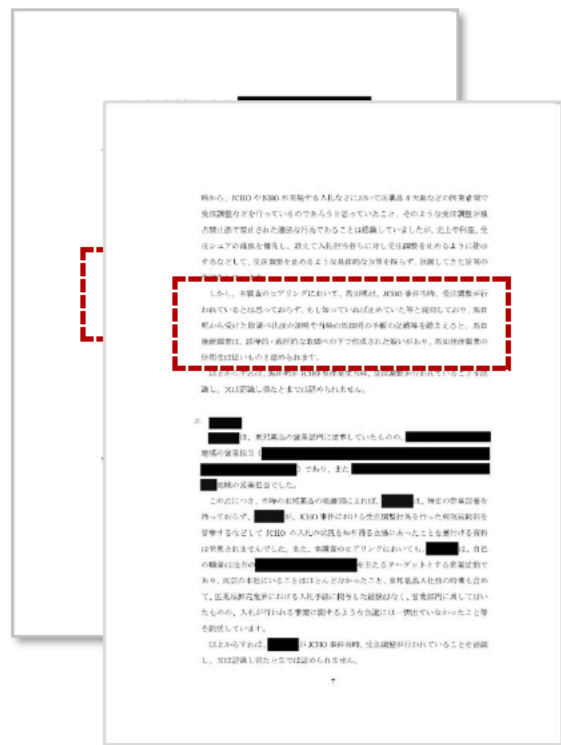
- 当該供述調書が訴訟記録の一部として**閲覧・謄写**の対象となったこと自体、裁判においてその証拠能力が認められて採用されたことを意味する
- 証拠能力は、被告人である**東邦薬品の同意**があれば認められる（刑訴法326条1項）
- 当該供述調書は東邦薬品の**量刑の判断に不利な証拠**であり、信用性に争いがあるのであれば、東邦薬品は不同意とするはずである
- 仮に、東邦薬品が同意していなければ、**判決文**において、証拠採用に関して争ったこと（証人尋問等）を示す記載があるのが通常であるが、それは**見当たらない**

→このことは、**東邦薬品自身が、当該供述調書の証拠採用に同意して信用性を認めていたことを意味している**

※仮に東邦薬品が不同意でありながら証拠能力が認められたのであれば、当時の裁判官が当該供述調書について、反対尋問等による信用性の吟味が必要ない程度に信用できる供述であると判断したことを意味し、監査等委員会の見解を真っ向から否定するものとなる

②：供述調書が「誘導的・威圧的な取調べ」の下で記録されたとする根拠は、両氏本人の手帳・インタビュー等に限られます

東邦HDが主張する、供述調書の信用性欠如の根拠



東邦HD：不提訴理由通知書

“しかし、本調査のヒアリングにおいて、枝廣弘巳は、受注調整が行われていることの認識はなかった等と説明しており、**枝廣弘巳から受けた取調べ状況の説明や枝廣弘巳から提供を受けた当時の取調べ状況を記録した手帳等を踏まえると、枝廣検面調書は、誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、枝廣検面調書の信用性は低いものと認められます。**以上からすれば、枝廣弘巳がJCHO事件当時、受注調整が行われていることを認識し、又は認識し得たとまでは認められません”

“しかし、本調査のヒアリングにおいて、馬田明は、JCHO事件当時、受注調整が行われているとは思っておらず、もし知っていたら止めていた等と説明しており、**馬田明から受けた取調べ状況の説明や当時の馬田明の手帳の記載等を踏まえると、馬田検面調書は、誘導的・威圧的な取調べの下で作成された疑いがあり、馬田検面調書の信用性は低いものと認められます。**以上からすれば、馬田明がJCHO事件発生当時、受注調整が行われていることを認識し、又は認識し得たとまでは認められません”

東邦HD
不提訴理由通知書

③：「誘導的・威圧的な取調べ」をしたとされる検察官が、後日、東邦HDの顧問弁護士に就任しています

供述調書を作成した検察官として、
H氏の署名と印鑑が確認されます



黒塗り箇所の氏名は完全に一致していることを確認

- ※ 他に同姓同名の弁護士は存在しないことを、日本弁護士連合会の検索システムで確認済
- ※ 当該弁護士の所属事務所のHPより、前職が検察官だったことを確認済 (プライバシー保護の観点から氏名は黒塗り)

H氏は、後日、東邦HDの顧問弁護士として
日大事件の取材対応にに応じていました (現在も顧問弁護士かは不明)



医薬経済 7.1 2024
『「独断と欲」で経営危機に陥る東邦HD』

これが供述調書など裁判資料に記された内容だが、東邦HD側の認識はどうか。「東京ミッドタウン八重洲」に構える都内本社で6月12日、枝廣弘巳代表取締役CFO、馬田明専務取締役(東邦薬品社長)、さらに顧問弁護士のH氏が列席するという異例の体制で取材に応じていた。

東邦HDは、H氏を顧問弁護士として勧誘・起用することで、H氏が、本供述調書の信用性を認める証言を行うことを妨げようとしているのではないかとの疑義がぬぐえません

理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられます

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

「保身」目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

■ 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在すると考えられる

- 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の供述調書入手。同調書は、両氏が同様の不正を認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在を示唆している
- 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に善管注意義務違反の疑いを生じさせるものである
- 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された

□ 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない (P.54~P.61参照)

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

■ 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる

- 経産省は、買収防衛策の判断時には**独立社外取締役比率が過半を占めること**等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、**個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有すること**を求めている¹
- しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、**実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている**

■ 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる

- 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえないと考えられる
- 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきたと考えられる

□ 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」

一般的に、買収防衛策の導入・発動相当判断においては、保身目的での濫用を防ぐために、東証の独立性基準以上に厳しい実質的な独立性を満たした独立社外取締役比率が過半数であることが必要です

一般的に、買収防衛策の判断時は、保身目的での濫用を防ぐために、取締役会の独立社外取締役比率が過半数であることが求められます

買収防衛策の判断時においては、保身目的の濫用を防ぐため、東証の独立性基準以上に厳しい実質的な独立性が必要です



経済産業省

“対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、（中略）**取締役会の構成の独立性を高めていく（例えば社外取締役の比率を過半数とする）**ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重すること**で公正さを担保すべきである**”

経済産業省 企業買収における行動指針
(2023年8月31日)



経済産業省

“原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている独立社外取締役が想定されるが、（中略）買収に関する独立性としては、買収の当事者からの独立性や**当該買収の成否からの独立性（株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと）**が求められ、個別の買収事案ごとに、買収者や対象会社との関係や当該買収との関係等の具体的状況を踏まえて**実質的に判断されるべきである**”

経済産業省
企業買収における行動指針
(2023年8月31日)



“日本の買収防衛策の主な問題点は、買収防衛策を実質的に運用する取締役会が社内者で占められ、取締役会の独立性に懸念があること、（中略）**買収防衛策の運用が経営陣の保身ではなく、株主価値の向上に寄与するには、取締役会に過半数の独立社外取締役が存在することが不可欠である**”

ISS 2026年版日本向け議決権行使助言基準（2026年2月1日）



経済産業省



法務省
MINISTRY OF JUSTICE

“独立性とは、買収防衛策の是非をチェックする社外取締役と社外監査役が、内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を兼ね備えるために要求される概念であり、会社からの実質的な独立性が要請される。買収防衛策を監視する「**独立社外者**」として適正か否かについては、**その実態を慎重に精査し、防衛策の内容に応じて、株主の納得と理解が得られるものでなければならない**”

経済産業省・法務省
企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針
(2005年5月27日)



GLASS LEWIS

“グラス・ルイスは、敵対的買収のような状況下で、**少数株主の利益を守るには、取締役会の高い独立性が必要不可欠**であると考える。取締役会の独立性が乏しい場合、買付提案の検討プロセスにおける、取締役会の客観性、独立性、並びに全ての株主の利益を守る能力などに、多大な懸念が残る。グラス・ルイスは、敵対的買収などの状況下で、株主は、そのような独立性の乏しい取締役会に決議を委任すべきでない¹と考える。そのため、**取締役会の独立性が過半数を満たさない場合、反対助言の対象となる**”

GLASS LEWIS 2025 Benchmark Policy Guidelines

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 経済産業省「企業買収における行動指針」; ISS「2026年版日本向け議決権行使助言基準」; GL「2025 Benchmark Policy Guidelines」; 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」

加えて、東邦HDの取締役会は、経営陣及び独立性を欠く社外取締役が過半数を占めており、保身目的での濫用を排除する機能を有していなかったと考えられます

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

東邦HDの取締役会9名のうち、計6名が経営陣と近接する立場の取締役で占められており、実質的に独立性を有する社外取締役は3名（約33.3%）にとどまります

名前	役職	備考	取締役会	独立委員会	
枝廣 弘巳氏	代表取締役 社長執行役員 CEO	供述調書で、戦略的に受注調整を容認し、是正措置を講じなかった旨を述べている	●		不正に関与・ 黙認したことが 現時点で判明済の 社内取締役
馬田 明氏	取締役 専務執行役員 COO 東邦薬品（株）代表取締役社長	供述調書で、受注調整を容認し、自らも受注調整に関与した旨を述べている	●		
松谷 竹生氏	取締役 常務執行役員 CGO 九州東邦（株）取締役会長	NHO事件当時、不祥事発生元である九州東邦の社長を務めていた	●		
河野 修蔵氏	取締役 執行役員 （株）セイエル代表取締役社長		●		
加茂谷 佳明氏	社外取締役（監査等委員）	実質的に非独立（大株主出身）（P.65）	●		実質的に独立性 を欠く社外 取締役
小谷 秀仁氏	社外取締役（監査等委員）	実質的に非独立（取引先出身）（P.65）	●	● 独立委員会 委員長	
後藤 千恵氏	社外取締役（監査等委員）		●		
芳賀 真名子氏	社外取締役		●	●	独立社外取締役比率 3/9 = 33%
齋藤 美帆氏	社外取締役（監査等委員）		●	●	

本買収防衛策は、経営陣の保身のための発動されようとしているとの懸念が排除できておりません

独立性の疑われる社外取締役：加茂谷社外取締役・小谷社外取締役

非独立

加茂谷社外取締役は、3位の大株主である塩野義製薬の出身です



加茂谷 佳明 氏

1978年4月	：	塩野義製薬入社
～2020年3月	：	塩野義製薬 上席執行役員
2020年4月～	：	同社顧問
2020年6月～	：	東邦HD社外取締役

- 加茂谷氏の出身母体である塩野義製薬は東邦HDの大株主3位であり、実際にISSやGlass Lewisも非独立性を理由に反対の議決権行使を推奨していた

氏名	住所	所有株式数 (千株)	所有株式割合 (%)
RYUICHI SUZUKI SUZUKI RYUICHI CO. LIMITED	ONE CONGRESS STREET N. SUITLAND, ILLINOIS (米国イリノイ州)	9,588	16.74
加茂谷 佳明 加茂谷 佳明 氏	東京都中央区新富町一丁目一丁目 （東京都中央区）	7,000	12.70
加茂谷 佳明 氏	東京都中央区新富町一丁目一丁目 （東京都中央区）	3,500	6.35



- なお、塩野義製薬からは、少なくとも2006年以降、継続して社外取締役の派遣が行われている

- 2006～2013：松宮 幹彦
- 2016～2020：戸梶 幸夫
- 2020～2026：加茂谷 佳明

非独立

小谷社外取締役は、東邦HDの取引先であるMSD社の出身であり、現在も同社と強い縁故関係にあります



小谷 秀仁 氏

～2012年3月	：	MSD社 ¹ 副社長執行役員
～2015年8月	：	メルク社バイスプレジデント
2022年2月～	：	ノボキア代表取締役
2022年6月～	：	東邦HD社外取締役
2025年1月～	：	東邦HD指名報酬委員会委員長

- 東邦HDはMSD社と取引関係にあるとしたうえで、小谷氏は退任後10年以上が経つため独立性に問題がないとしていたが…

当社の連結子会社の取引先であるファイザー株式会社およびMSD株式会社の出身者ではありますが、ファイザー株式会社を退職して10年以上が経過しており、また、2015年8月にMSD株式会社を退職しております。

東邦HD：
コーポレートガバナンス報告書

- …小谷氏は現在もMSD社系列の財団の評議員を務め、かつMSD社と業務提携を結ぶノボキア社の代表取締役を務めるなど、MSD社と縁故関係にある



注：[1]「公益財団法人MSD生命科学財団」は、旧称「万有生命科学振興国際交流財団」（2016年10月に名称変更）
 出典：東邦HD「コーポレートガバナンス（2023年7月3日）」、「半期報告書（2026年3月期）」、「有価証券報告書（2025年3月期）」；公益財団法人MSD生命科学財団「役員・評議員」,「代表理事挨拶」；Novocure Ltd.「Form 8-K (Exhibit 99.1)」

理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられます

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

「保身」目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

■ 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在すると考えられる

- 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の供述調書入手。同調書は、両氏が同様の不正を認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在を示唆している
- 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に善管注意義務違反の疑いを生じさせるものである
- 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された

□ 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない (P.54~P.61参照)

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

■ 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる

- 経産省は、買収防衛策の判断時には独立社外取締役比率が過半を占めること等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有することを求めている¹
- しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている

■ 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる

- 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえないと考えられる
- 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきたと考えられる

□ 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」

一般的に、形式的な委員会をもって取締役会の判断の正当性を担保することには慎重になるべきとされています

東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって、本買収防衛策の恣意的な判断・運用を排除していると説明しています

しかし、形式的に委員会を設置し、その勧告内容に従うことで、取締役会の判断の正当性を担保することには、慎重になるべきです



“本対応方針に記載のとおり、経営陣から独立した独立社外取締役のみにより構成される**独立委員会を設置し、経営陣の恣意的な買収への対応方針の運用を排除しています**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



経済産業省

“（対抗措置を用いようとする場合）**形式的にこうした委員会を設置し、その勧告内容に従ったからといって、直ちに取締役会の判断が正当化されるということにはならず、**取締役会は、**特別委員会**の設置の必要性の有無やその**構成等**について、責任をもって判断すべきであり、かつ、その判断が合理的であることを株主に対して説明する責務を負うべきである”

経済産業省
企業買収における行動指針
(2023年8月31日)

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」; 経済産業省「企業買収における行動指針」; Glass, Lewis & Co., LLC「Proxy Paper Cosmo Energy Holdings Company, Limited Recommendations」

この点、東邦HDの独立委員会の委員長を務める小谷氏には、独立性が疑われ、実際に指名報酬委員会委員長として枝廣CEOの選任・再任判断に関与し、現経営体制の維持に加担してきた実績があります

非独立

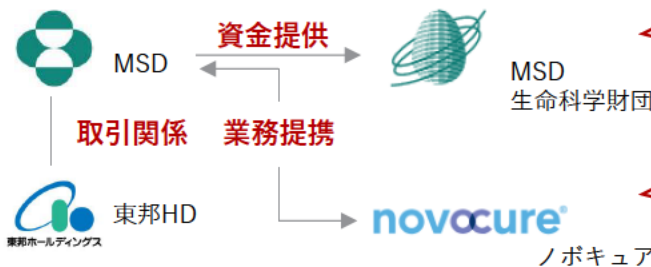
小谷社外取締役は、東邦HDの取引先であるMSD社の出身であり、現在も同社と強い縁故関係にあります



小谷 秀仁 氏

～2012年3月	：	MSD社副社長執行役員
～2015年8月	：	メルク社バイスプレジデント
2022年2月～	：	ノボキア代表取締役
2022年6月～	：	東邦HD社外取締役
2025年1月～	：	東邦HD指名報酬委員会委員長

- 小谷氏は東邦HDと取引関係にあるMSD社を出身母体とするが、同氏は現在もMSD社系列の財団の評議員を務め、かつMSD社と業務提携を結ぶノボキア社の代表取締役を務めるなど、MSD社と縁故関係にある



・ 小谷氏は初代表理事であり、現在も評議員を務める

・ 小谷氏が代表取締役

さらに小谷氏は、枝廣CEOの供述調書の内容を知りながら、枝廣CEOの選任・再任に関与しています

- 小谷氏は、2026年6月の株主総会に先立ち、供述調書の内容を認識した上で指名委員会委員長として、枝廣CEOの再任を決定した



指名委員会による枝廣CEO及び馬田COOの再任理由

“提訴請求への対応（中略）を踏まえ、CEOの枝廣及びCOOの馬田の各供述調書の信用性は低いこと及び取締役候補者について任務懈怠責任は認められないことから、本提訴請求がこれらの者を再任することを否定する理由にはならないと判断しております。”

東邦HD 2026.4.28

「取締役候補者及びCEO候補者の決定に関するお知らせ」

独立委員会の勧告においても、保身目的の判断が排除できているか、疑義があります

現に、経営陣の保身を排除しえない取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきました

①事実関係の整理

②発動における問題

再掲

「保身」目的との疑義が生じる理由

理由1. 東邦HDの経営陣には、保身のために買収防衛策を濫用する動機が存在していると考えられる

■ 理由1-1. 東邦HDの経営陣には善管注意義務違反の疑いがあり、保身目的で買収防衛策を導入する動機が存在すると考えられる

- 3Dは、2025年8月に、JCHO談合事件に係る枝廣CEO・馬田COO両氏の供述調書入手。同調書は、両氏が同様の不正を認識・黙認し、有効な是正措置を怠っていた事実、及び類似事案の存在を示唆している
- 当該供述は、枝廣CEO・馬田COO両氏に善管注意義務違反の疑いを生じさせるものである
- 3Dは、枝廣CEO・馬田COO両氏の取締役としての適切性について確認すべく、東邦HDに供述調書を提出し事実を確認。その2か月後に、突如として買収防衛策が導入された

□ 経営陣の善管注意義務違反の疑いを否定する東邦HDの主張は極めて不合理であり、本買収防衛策が当該責任追及を遮断するための「保身」を目的とするものではないかとの疑義は、依然払しょくできていない (P.54~P.61参照)

理由2. 東邦HDの取締役会・独立委員会は、保身目的の買収防衛策を排除するための監督機能を備えていないと考えられる

■ 理由2-1. 東邦HDの取締役会は独立性を欠き、保身目的での買収防衛策の濫用に対する監督機能を備えていないと考えられる

- 経産省は、買収防衛策の判断時には独立社外取締役比率が過半を占めること等が望ましいとしており、かつ、独立性の有無の判断においては、一般的な基準以上に厳しい、個別の案件の状況に鑑みた実質的な独立性を有することを求めている¹
- しかし、東邦HDにおいては、買収防衛策の導入・発動との判断を下した取締役会における、実質的な独立社外取締役比率が33%に留まっている

■ 理由2-2. 東邦HDの独立委員会の委員長は独立性に疑義のある社外取締役が務めており、同委員会による勧告は公正性を担保できていないと考えられる

- 東邦HDの取締役会は、独立委員会をもって保身目的による買収防衛策の濫用の可能性は排除されていると主張するが、実際には独立性を欠く社外取締役が委員長を務めており、同委員会が経営陣から実質的に独立しているとはいえないと考えられる
- 現に、独立委員会の委員長は、枝廣CEO・馬田COO両氏の善管注意義務違反の疑義が顕在化している現在においてもなお、指名委員会の委員長として両氏の再任を今もなお支持しており、現経営体制の維持に加担してきたと考えられる

□ 現に、経営陣の保身を排除しえないであろう取締役会・独立委員会は、発動相当という結論ありきの誘導的な情報提供要請プロセスを3Dに対して繰り返し実施してきた

注: [1]経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」

一般的に、会社は、買収防衛策の判断における買付者に対する情報提供要請が過度・誘導的なものにならないように、注意すべきとされています

一般的に、過剰な量の情報要請は、買付者による買収を阻止する効果をもたらすため、許容されるべきではないとされています



“時間・情報・交渉機会の確保を理由として、**買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うこと**や、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の**恣意的な運用は許容されるべきではない**”

経済産業省
企業買収における行動指針
(2023年8月31日)



“(大規模買付者からの必要情報の提供)グラス・ルイスは、買付者からの最低限の情報提供は必要であると考え、**過剰な情報要求は不必要である**と考える。(中略)

- 買付の目的、方法及び具体的内容の実現可能性
- 大規模買付等に際しての第三者との間における意思連絡の有無、並びに意思連絡がある場合はその内容及び当該第三者の概要
- 株主、従業員、取引先、顧客などの利害関係者に対する対応方針
- 買付後における企業集団の中長期的かつ持続的・継続的な企業価値向上のための施策及び企業価値が向上するという根拠

上記のような、過剰と判断されるような情報要求は、**買付者の買収を阻止する施策となる可能性もある**。そのため、要求する情報の内容が過剰であると判断した場合は、原則的に反対助言を行う”

GLASS LEWIS
2025 Benchmark Policy Guidelines

また、求める情報の内容も、合理的な範囲内であることが望ましいとされます



“買収者に対してデュー・デリジェンスの機会が与えられていない又は限定的な段階において、買収者に対して**不合理に詳細な情報の開示・提供を求めることは望ましくない**”

経済産業省
企業買収における行動指針
(2023年8月31日)



“対象会社が買収者に求める情報提供・情報開示は、過度なものがあり、買収に**反対をするという結論ありき**で、その材料を探すために求めている事例も多数見受けられる。このような**買収防衛策は**、対象会社の**経営陣の恣意的な運用**と相まって、買収者に**過剰な手続き的負担**を負わせ、…買収提案に対して**重大な萎縮効果をもたらしている**”(機関投資家)

経済産業省
パブリックコンサルテーション結果報告
(2023年3月28日)

しかし、東邦は3Dに対して、発動相当との結論ありきとも考えられる、恣意的な情報提供要請を繰り返して行っており、これは本買収防衛策の判断における、経営陣の恣意性を懸念させるものです

東邦は3Dに対して、経営支配権の獲得を前提とした質問を数多く行いました

これらの質問は、発動相当の結論を導くための仕組みとして機能するものです

経営支配権の獲得を前提とした質問例



東邦ホールディングス

“6. (略) 医薬品の安定的な供給をしていく必要がありますが、本大規模買付行為の後にこれらの**医薬品の流通・供給に関する数量・条件等の変更を求める可能性があるか、(中略) どのような変更を求めるのか、その内容と理由を具体的にご教示ください**”

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日)



東邦ホールディングス

“7. 本特定株主グループとして、**当社グループ(中略)の従業員の利益及び意思を尊重する意向があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください**”

出典：同上

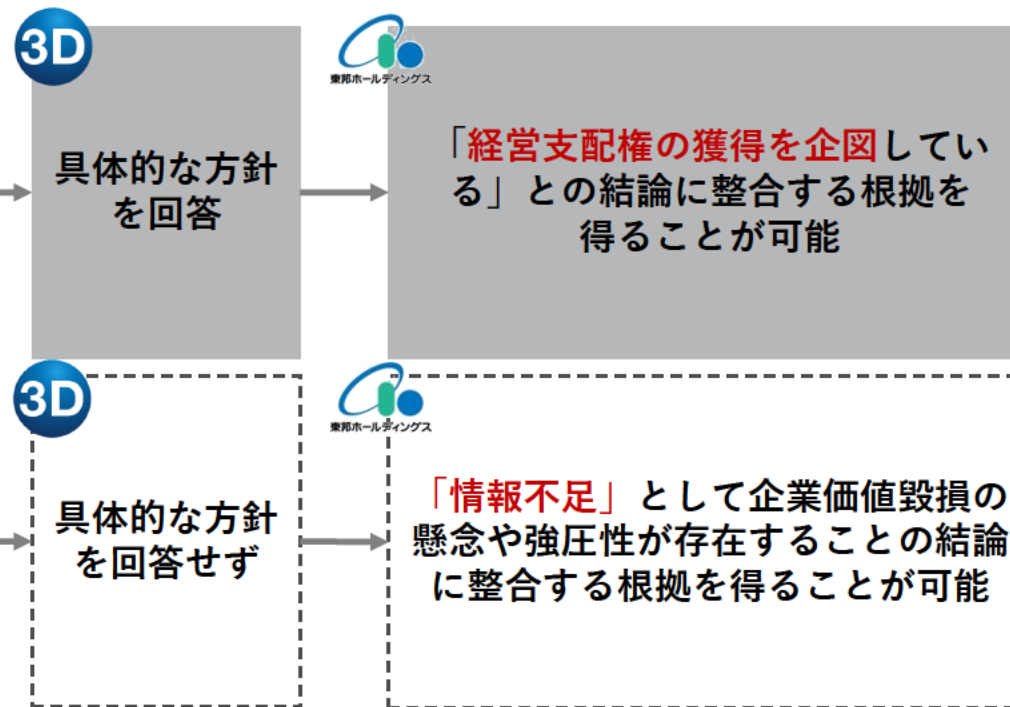


東邦ホールディングス

“13. 本特定株主グループ及びその構成員が、日本国内及び海外において、**会社を実質的に経営し、当該会社の実際の業務に関与された経験の有無、及び、もしある場合にはその具体的な経営・業務への関与内容を具体的にご教示ください(略)**”

出典：同上

回答内容を問わず3Dを不利に位置付ける不正なプロセス



これらの質問は、株主に対する客観的な情報提供を行うためではなく、東邦HDの意図する発動相当の結論を導くためのものであると考えられ、このような情報要請をもとにした発動相当の判断は、保身の目的であることが疑われます

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる
出典: 3D『本必要情報の提供の要請』に対する回答書

詳細③：東邦HDの各主張に対する3Dの見解（完全版）

東邦HDの主張の非合理性の全体像

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです

(1/4)

再掲

要件A 経営支配権取得の場面である

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
<p>1</p> <p>事実と矛盾</p> <p>3Dの追加取得の目的は、経営に対する強い影響力を持ち、短期的利益を追求することにある</p>	1 戦略検討委員会は3Dの意向が実質的に反映される構造だった	戦略検討委員会は3Dの意向を強要しえない構造だった	P.80~P.82
	2 3Dの主張は二転三転し、ガバナンスに関する指摘も3Dの提案を強制させるための手段にすぎない	3Dは、一貫して企業価値向上に向け対話をしており、内容の変遷は東邦HDのガバナンス課題に対する理解の深化によるもの	P.83
	3 経営方針を示さない3Dの追加取得の「目的の正当性」は疑われる	経営方針を示さないことのみをもって、「目的の正当性」を否定すべきではないうえに…	P.84
	4 3Dは、具体的な経営方針や企業価値向上策について、真摯な検討を行っていない	… 3Dは企業価値向上に向けた、真摯な分析・検討を行った上で、助言・提案・対話を行っている	P.85
	5 富士ソフトへの投資において非公開化の意思決定を強要し、株主共同の利益を犠牲にした	富士ソフトへの投資において、3Dは非公開化を強要しておらず、株主共同の利益を実現	P.87~P.89
	6 3Dは「純投資」目的を殊更に強調し、他の株主を誤導	当初より「純投資及び助言・重要提案行為」目的 ¹ と一貫して他の株主に説明	P.90
	7 3Dの「純投資」との目的と実態は著しく乖離	3Dの行動は「純投資及び助言・重要提案行為」の範囲内	P.91

注[1]: 「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」(大規模買付行為等説明書)

要件A 経営支配権取得の場面である

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
<p>2</p> <p>追加取得により、3Dが経営に対する強い影響力を持つに至る</p> <p>事実と矛盾</p>	<p>8 本取得により3Dが経営に対するより重要な影響力を有することとなる上、今後さらなる追加取得の可能性もある</p>	<p>過去の東邦の対応に鑑みると、3Dは意向を強制できず、防衛策を導入しつつ崩し的に追加取得の可能性を主張するのは自己矛盾</p>	<p>P.93</p>
	<p>9 27%の取得によっても、3Dは拒否権を取得可能</p>	<p>そもそも27%上限は、東邦が主張する拒否権水準を下回るように自主的に設定したもの</p>	<p>P.94</p>
	<p>10 3Dが企業価値向上に資する施策に拒否権を行使する恐れがある</p>	<p>3Dの目的は企業価値向上であり、企業価値向上に資する施策に対して、拒否権行使の意図/想定はない</p>	<p>P.95</p>
	<p>11 議決権27%は普通決議の結果を左右し得、3Dの意向を強要可能</p>	<p>株主構成等から3Dは普通決議の結果を単独で左右し得ないことは明らか</p>	<p>P.96</p>
	<p>12 3Dが株主権行使/キャンペーンを示唆し、意向を強いる恐れがある</p>	<p>これらは正当な株主権の行使にすぎず、発動理由にはならない</p>	<p>P.97</p>

「強い影響力の取得」≒「経営支配権の取得」である

欠落

主張無し

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです

(3/4)

再掲

要件B 企業価値・株主共同の利益の毀損がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
<p>3Dが経営支配権を取得するに至る</p> <p>欠落</p>	<p>主張無し</p>		
<p>1</p> <p>3Dは、自らの意向に沿った経営を強制する場合、自らの短期的利益を追求するその結果、企業価値が毀損される恐れが高い</p> <p>事実と矛盾</p> <p>論点ずらし</p> <p>論点ずらし</p>	<p>13 3Dが強要する具体的な施策は企業価値を毀損する恐れがある</p> <p>14 3Dの短期利益追求により、東邦HDが社会インフラとしての信頼を失い、中長期的な企業価値を毀損</p> <p>15 事業の経験・知識を有していない3Dが強制する経営方針は具体的でなく、企業価値を毀損</p>	<p>建設的な対話の中での提言にすぎず、3Dはそもそも個別の施策の実行を強制しない</p> <p>経産省の指針はこのような定性的な価値を強調して対抗措置を発動することを認めていないうえ、3Dは東邦の社会インフラ性を尊重</p> <p>3Dは経営支配権を取得しないため、具体的な経営方針は不要なうえ、各提言も、真摯な分析・検討を行った上でやっている</p>	<p>P.99</p> <p>P.100</p> <p>P.101, P.102, P.85</p>
<p>「自らの短期的利益を追求する」 ≡「企業価値を毀損する」</p> <p>欠落</p>	<p>主張無し</p>		
<p>2</p> <p>新中計は企業価値を向上するが、3Dの追加取得で新中計の追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>16 新中計は企業価値を向上する</p>	<p>東邦HDの中計は、前中計の目標や実績値を据え置いたものであり、新中計が企業価値向上を実現するかについては疑義がある</p>	<p>P.104</p>
<p>3</p> <p>新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資するが、追加取得で新中計追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>17 新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資する</p>	<p>本件は経営支配権争いでなく、経産省の指針によっても、双方の経営計画を比較すべき状況にない</p>	<p>P.105</p>

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (4/4)

再掲

要件C 強圧性がある／時間・情報の確保の必要性がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解	東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
<p>3Dが経営 支配権を取得するに至る</p> <p>欠落</p>	<p>主張無し</p>		
<p>1</p> <p>3Dによる情報開示が不十分である</p> <p>事実と矛盾</p>	<p>18</p> <p>他の株主が3Dによる本追加取得の是非を検討するために必要な情報が提供されていない</p>	<p>3Dは自主的に企業価値向上策等を開示した上、東邦HDの情報提供要請にも全て回答し他の株主にも開示している</p>	<p>P.107</p>
<p>2</p> <p>3Dの取得方法が市場内買付であり、強圧性の程度がますます高い</p> <p>根拠不足</p>	<p>19</p> <p>一般的に、市場内買付の強圧性の程度は高い</p>	<p>一般的に、単に市場内買付であることから直ちに強圧性が高いとはされていない中、東邦HDはなぜ本件市場内買付の強圧性が高いか、具体的に説明していない</p>	<p>P.108</p>

東邦HDの主張の非合理性の詳細

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです

(1/4)

再掲

要件A 経営支配権取得の場面である

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

1

事実と矛盾

3Dの追加取得の目的は、
経営に対する強い影響力を持ち、
短期的利益を追求することにある

1

戦略検討委員会は3Dの意向が実質的に反映される構造だった

戦略検討委員会は3Dの意向を強要しえない構造だった

P.80~P.82

2

3Dの主張は二転三転し、ガバナンスに関する指摘も3Dの提案を強制させるための手段にすぎない

3Dは、一貫して企業価値向上に向け対話をしており、内容の変遷は東邦HDのガバナンス課題に対する理解の深化によるもの

P.83

3

経営方針を示さない3Dの追加取得の「目的の正当性」は疑われる

経営方針を示さないことのみをもって、「目的の正当性」を否定すべきではないうえに…

P.84

4

3Dは、具体的な経営方針や企業価値向上策について、真摯な検討を行っていない

… 3Dは企業価値向上に向けた、真摯な分析・検討を行った上で、助言・提案・対話を行っている

P.85

5

富士ソフトへの投資において非公開化の意思決定を強要し、株主共同の利益を犠牲にした

富士ソフトへの投資において、3Dは非公開化を強要しておらず、株主共同の利益を実現

P.87~P.89

6

3Dは「純投資」目的を殊更に強調し、他の株主を誤導

当初より「純投資及び助言・重要提案行為」目的¹と一貫して他の株主に説明

P.90

7

3Dの「純投資」との目的と実態は著しく乖離

3Dの行動は「純投資及び助言・重要提案行為」の範囲内

P.91

注[1]: 「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」(大規模買付行為等説明書)

1 そもそも、3Dが戦略検討委員会の設立を提案するに至った理由は、東邦HDが設置した経営戦略委員会の実効性が欠落しており、現状追認にとどまる検討しか行わなかったことにあります

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、3D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

再掲

- 経営戦略委員会の検討が不十分だったことを踏まえ、3Dは以下の2点を目指した委員会の設定を打診した
 - 1 聖域なきアジェンダ設定
 - 2 3D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 聖域なきアジェンダ設定

- 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

- 3D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提案
 - ただし、有識者は3Dから独立した人物を想定(P.32参照)
 - さらに、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(P.32参照)
- FA/LA/コンサルティングファームの登用を要望
 - ただし、3D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(P.33参照)

戦略検討委員会に係るNDA案、3D取締役会宛書簡(2025年10月6日)

1 3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造でした (1/2)

再掲

東邦HDは、3Dの要求した戦略検討委員会は、3Dの意向が反映される構造であると主張しますが...

3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造となっていました



1

3Dが提案した戦略検討委員会は、取締役会が担うべき事項について戦略検討委員会が担うものであった

2

3Dが2名の委員を推薦する仕組みであった

3

委員会下部組織であるWGのWG長を3Dが推薦する仕組みであった

1

戦略検討委員会は、各アジェンダの検討結果を取締役会に対して「報告」する機関であり意思決定を補助する諮問機関にすぎない

NDA案4条1項6号

2

委員は3Dから独立した人物を想定しており、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る
3Dによる東邦HDの追加取得に関するご説明資料・「本必要情報の提供の要請」に対する回答書、NDA案4条1項1号

3

WG長を有識者委員が務めることを要請したが、上述の通り有識者委員は3Dから独立した人物を想定し、東邦HDと協議することを前提としていた

NDA4条1項4号

3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果
・ 対抗措置発動に関する株主意思確認について

戦略検討委員会に係るNDA案

1

(6) 委員会は、2026年3月31日までに、甲及び乙の取締役会に対して、本アジェンダについての委員会の検討結果の最終報告をする。なお、本委員会の甲及び乙の取締役会に対する報告内容は同一のものとする。また、委員会は、甲及び乙の取締役会に対し、本アジェンダについての委員会の検討状況の報告を随時実施する。これらの報告は、本アジェンダについて、具体的な検討プロセス、委員会における検討状況及び検討結果並びにこれらの詳細な理由を内容とする。

委員会は、2026年3月31日までに、甲及び乙の取締役会に対して、本アジェンダについての委員会の検討結果の最終報告をする。(中略)これらの報告は、本アジェンダについて、具体的な検討プロセス、委員会における検討状況及び検討結果並びにこれらの詳細な理由を内容とする

戦略検討委員会に係るNDA案

2,3

(本委員会の内容)
1. 本委員会は、乙の企業価値向上のための経営戦略の検討を目的とし、本項各号に定める事項(甲が乙との協議を踏まえ別途書面により当該事項の変更を審定した場合には、当該変更後の事項とする。)の全てを内容とする委員会という。
(1) 委員会の正式な委員として、甲が乙に対して別途提示する候補者の中から、少なくとも二名の社外有識者を選任する(以下「社外有識者委員」という)。甲はかかる候補者の提示に際して必要に応じて乙と協議することができる。
(2) 委員会の委員は、社外有識者委員のうちいずれかの委員が務める。
(3) 委員会の検討事項(以下「本アジェンダ」という)は、別紙で定める事項の全てを含むものとする。
(4) 本アジェンダについて実効的な検討を行う観点から、委員会の下部組織として、別紙の第1項及び第2項に規定する事項をそれぞれ検討するワーキンググループを構成する。なお、各ワーキンググループ長は社外有識者委員が務める。
(5) 委員会は、独自のファインテナル・アドバイザー、リーガルアドバイザー及びコ

委員会の正式な委員として、甲が乙に対して別途提示する候補者の中から、少なくとも二名の社外有識者を選任する(中略)甲はかかる候補者の提示に際して必要に応じて乙と協議することができる

本アジェンダについて実効的な検討を行う観点から、委員会の下部組織として、(中略)ワーキンググループを構成する。なお、各ワーキンググループ長は社外有識者委員が務める

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる
出典: NDA案; 3D 「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」, 「当社による東邦HDの追加取得に関するご説明資料」

1 3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造でした (2/2)

再掲

東邦HDは、3Dの要求した戦略検討委員会は、3Dの意向が反映される構造であると主張しますが...

3Dの提案した戦略検討委員会は、明確に3Dの意向を強要しえない構造となっていました



4 委員会の**アドバイザー**(FA/LA/コンサルティングファーム)の選定の提案依頼書につき、**3Dの同意が必要**とされていた

5 3Dが提示した**秘密保持契約書 (NDA)**案は、一株主である3Dの要求に沿って判断を行わせる前提の**不当な内容**

4 **アドバイザーの選定には関与しない**ことを、取締役宛書簡で**明確**にしていた
3D取締役会宛書簡
2025年10月6日

5 そもそも戦略検討委員会は意向を強制し得ない構造である上に、**NDA案はドラフト**であることは**明確**にしており、**東邦HDからのコメントを踏まえて修正**することを前提としていた
3D 東邦担当者宛電子メール
2025年10月14日

3D取締役会宛書簡(2025年10月6日)

4 **外務アドバイザーの選定**
戦略検討委員会におきましては、貴社の執行から独立した戦略的選択を積極的に検討する必要がありますので、そのためのリソースを確保するために、戦略検討委員会が、独自のファインシヤル・アドバイザー、コンサルティングファーム及び法務アドバイザーを選定・利用するものとしていただいております。
かかるアドバイザーの選定にあたっては、当社と戦略検討委員会との間で検討し、合意した内容の提案依頼書をファインシヤル・アドバイザー、コンサルティングファーム及び法務アドバイザーを選定するものとしていただいております。なお、当社は、提案依頼書の作成に関与するのみで、アドバイザーの選定には関与いたしません。
オ 検討結果の公表
貴社におかれましては、戦略検討委員会による検討結果の最終報告を、2026年6月に開催予定の貴社定時株主総会の1か月前までに開示していただく予定です。また、戦略検討委員会において実質的な議論が行われているかの検証のために、検討状況についての開示も適切に実施していただく予定です。
なお、この開示の内容につきましては、経営戦略委員会の検証結果に基づき策定された本実行計画のように具体性を欠く開示とならないよう、各アジェンダについての具体的な検討プロセスを示したうえで、戦略検討委員会における検討状況ないし結果及びその詳細な理由を開示するものとしていただいております。

なお、当社は、提案依頼書の作成に関与するのみで、**アドバイザーの選定には関与いたしません (中略)**

3D 東邦担当者宛電子メール(2025年10月14日)

5 貴社から提供された「秘密保持契約書（NDA）」案について、以下のとおりコメントをさせていただきます。
1. 貴社が提示したNDA案は、本NDA案のドラフトであり、最終的なNDA案は、本NDA案を踏まえて修正されたものと見做させていただきます。
2. 貴社が提示したNDA案は、本NDA案のドラフトであり、最終的なNDA案は、本NDA案を踏まえて修正されたものと見做させていただきます。
3. 貴社が提示したNDA案は、本NDA案のドラフトであり、最終的なNDA案は、本NDA案を踏まえて修正されたものと見做させていただきます。
4. 貴社が提示したNDA案は、本NDA案のドラフトであり、最終的なNDA案は、本NDA案を踏まえて修正されたものと見做させていただきます。
5. 貴社が提示したNDA案は、本NDA案のドラフトであり、最終的なNDA案は、本NDA案を踏まえて修正されたものと見做させていただきます。

また、上記協議を開始する際に締結することを想定しているNDA（秘密保持契約）のドラフトを添付しております。本NDAは、**前回の枝廣CEOとの面談内容を踏まえて作成・更新したものです (略)**

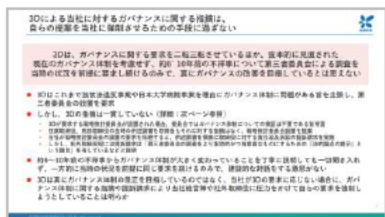
NDAの内容については、**(中略) コメント等がございましたらできるだけ早くにお知らせください**

2 3Dは、一貫して企業価値向上に向け対話をしており、3Dの主張は“二転三転”していません

再掲

東邦HDは、“3Dの主張は二転三転し、ガバナンスに関する指摘も提案を強制させるための手段にすぎない”と主張しますが...

3Dは一貫して企業価値向上に向けた対話をしており、対話内容の変遷は、ガバナンス課題に対する解像度の変化によるものです



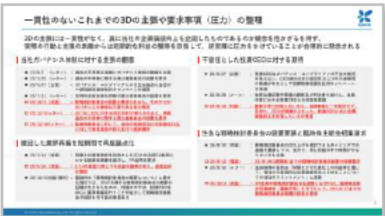
“3Dによる当社に対する**ガバナンスに関する指摘**は、**自らの提案を当社に強制させるための手段に過ぎない**”

“3Dは、**ガバナンスに関する要求を二転三転**させている”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について
(2026年5月8日)

- これまでのエンゲージメントにおいて、**我々の主張や提案は、東邦HDの企業価値向上のために行っており、3Dの主張は二転三転していません**
- 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・イシューを受けて**、本来上場企業に備わっているはずの**ガバナンス基盤の議論に及ぶに至りました**

→ 詳細は、P.43～P.48のこれまでの対話の経緯をご参照ください



“3Dの主張には一貫性がなく、真に当社の企業価値向上を企図したものであるのか疑念を抱かざるを得ず、**実際の行動と主張の乖離**からは短期的な利益の獲得を目指して、**経営陣に圧力をかけていることが合理的に懸念される**”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について(2026年5月8日)

- なお、各提案施策は、東邦HDに強制するものではなく、3Dは、意思決定は東邦HDの経営陣に委ねつつ、**ガバナンス改善・企業価値向上に向けた対話を行うものであると明言しています**

3D

“建設的な対話として提言を行っていますが、**具体的な施策の実施を貴社に対して強制するものではありません**。これらの方針や施策の採否は、最終的には貴社の経営陣がその責任において判断すべき事項であり、ガバナンスの不備が改善され、適切な業務執行がなされるようになれば、自ずと適切な意思決定がなされるものと考えています”

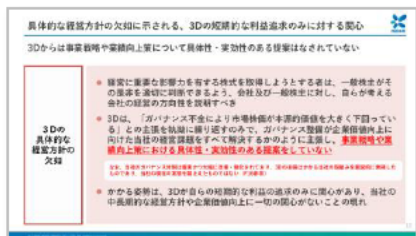
3D
本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第5-10問参照)

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について」; 3D「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」

3 経営方針を示さないことのみをもって、「真摯な目的ではない」とすべきでないとされています

東邦HDは、3Dが具体的な経営方針を示さないことをもって、「目的の正当性」に疑義を呈しますが...

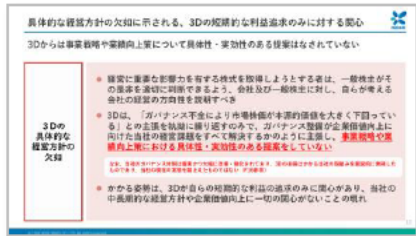


“当該買付者自身が直接的に**会社の経営を行うか否かにかかわらず**、(中略)会社及び一般株主に対し、自らが考える当該会社の**経営の方向性を説明すべき**であると考えられます”

“「経営支配権を取得した後の**経営方針が示されない買収提案**」は「**目的の正当性が合理的に疑われる場合**」の例として挙げられています”

東邦HD

当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



“3Dは、ガバナンス整備が企業価値向上に向けた当社の経営課題をすべて解決するかのよう主張し、**事業戦略や業績向上策における具体性・実効性のある提案をしていない**”

東邦HD

3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について(2026年5月8日)

買収の事案ですら、経営方針を示さないことのみをもって、「目的の正当性」を否定すべきでないとされています

■ 経産省によると、財務的な投資リターンのみを目的とするフィナンシャル・バイヤーが、経営方針を示さないことをもって「目的の正当性」は否定されない」とされています

Q

”ファイナンシャル・バイヤーが、**経営は基本的に経営陣に委ねつつ、株主として適切なモニタリングやガバナンスを行い、経営に健全な規律を働かせることにより、企業価値を高めることを目的として買収提案を行う場合、経営方針が示されていないなどとして直ちに買収提案の目的の正当性が否定されることにはならないとの理解でよいか**”

A



経済産業省の考え方

“**ファイナンシャル・バイヤーによる買収であること(中略)をもって、目的の正当性が否定されることにならず、**”

「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方
(2023年8月31日)

経営支配権取得を目的せず、「買収」に当たらない本件では、なおさら、経営方針を示さないことを理由に、「目的の正当性」を否定すべきではありません

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 経済産業省「「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方; 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」; 「3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について」

4 そのうえ、3Dは東邦HDの企業価値向上に向け、真摯な分析・検討を行った上で、助言・提案・対話を行っています

3Dは買収防衛策導入以前から、企業価値向上に向けた詳細な提案を作成し、株主の皆様にも公表しています

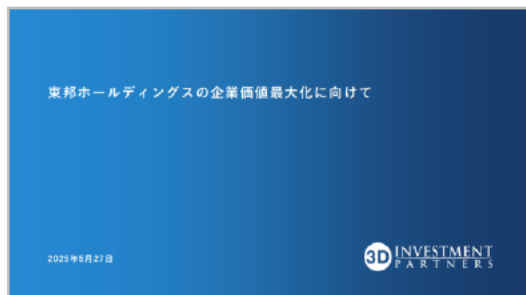
以下合計**398**ページ

2023年8月公表
「貴社の飛躍的な企業価値創造のために」



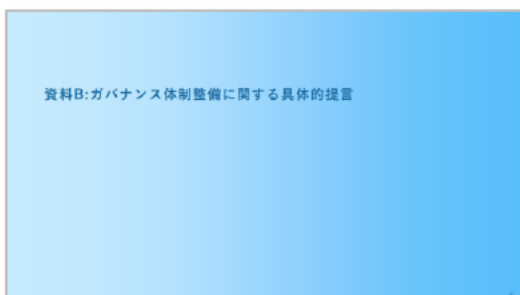
※ [開示はこちら](#)

2025年5月公表
「東邦ホールディングスの企業価値最大化に向けて」



※ [開示はこちら](#)

2026年1月公表
「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」



※ [開示はこちら](#)

2025年12月公表
「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」



※ [開示はこちら](#)

過去の資料一覧は [こちら](#)

3Dは、企業価値の向上を追求すべく、助言・提案に際しても、分析・検討に多大なリソースを投下しています



大手戦略コンサルティングファーム

- 医薬品卸業界の業界構造分析、商慣習の構造的問題について詳細な分析を依頼



元従業員・元業界幹部

- 商慣習などの業界知識について、**数十回**にわたりヒアリングを行った上で、企業価値向上策等を提案



資産価値評価の専門家

- 有形固定資産を含む資産価値の評価に当たり、専門家を起用



リーガル・アドバイザー

- 資本市場からの期待に応えられるガバナンス等に関する分析・検討を依頼

etc

ご参考：過去の3Dの開示資料一覧は、特設サイト「東邦の企業価値創造のために #コンパウンド東邦」をご確認ください

① 投資開始時の状況

② 2020.7～：投資開始

③ 2024.6～：日大事件

④ 2025.8～：供述調書

再掲

「東邦の企業価値創造のために #コンパウンド東邦」

<https://www.compoundtoho.com/>

東邦の企業価値創造のために

全プレスリリース・添付資料の一覧

1. 企業価値向上策の提案 (2023年3月 -)

2020年7月 ● 投資開始

2025年3月25日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスに対する企業価値向上策を公表
 プレスリリースを表示 →
 企業価値向上策プレゼン →
※ 2023年8月に会社提出済

2. ガバナンスに関する提言 (2024年6月 -)

2.1. ガバナンス問題の提起・第三者委員会の設置要請

2023年8月 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスに対する企業価値向上策にて、不祥事への対応、不適切な取締役構成、多額の政策保有株式などのガバナンス問題を指摘
 企業価値向上策プレゼン →
※ 2023年8月に会社提出済

2024年6月 ● 東邦による日大事件関与の発覚
 日大事件に関する報道 →

2025年5月14日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスの株主の皆様宛てに公開書簡を公表
 プレスリリースを表示 →
 日大事件に関する裁判権限開示 → ※ 2024年8月に会社提出済
 第三者委員会を要請する開示資料開示 → ※ 日大事件の裁判記録 →

2025年5月27日 ● 3Dインベストメント、東邦ホールディングスの第77回定時株主総会において、枝廣代表取締役CEO並びに加茂谷社外取締役及び小谷社外取締役の再任

東邦の企業価値創造のために

2. 4月28日時点プレスリリース

3Dインベストメント、東邦HD取締役会による“買収防衛策を奨励すべき”との決定に対し、深い失望を表明

本件における買収防衛策は、本来求められる発動要件を満たしておりません
 それどころか、経営陣の保身目的での発動を強く疑わせます
 株主の皆様におかれましては、3Dが今後開示する詳細資料をご確認の上で議決権行使方針をご検討ください

東京～(BUSINESS WIRE)～(ビジネスワイヤ)～3D Investment Partners Pte. Ltd. (以下、当該ファンドと併せて「3D」又は「当社」)が投資一任運用サービスを提供するファンドは、2020年7月に投資を開始して以来、現在まで継続して東邦ホールディングス株式会社(東証：8129、以下「東邦HD」)の株式を保有し、現在、議決権の約24%を有する東邦HDの株主です。

当社は、2025年10月31日に東邦HDが買収防衛策を導入した後、今年1月に東邦HD株式の追加取得(以下「本追加取得」)の意向を表明していました。本追加取得は、わずか3%の議決権割合に相当するものであり、既保有分と合わせた追加取得後の議決権割合も、東邦HDが主張する拒否権水準を満たさないものとなる株式取得です。この度、東邦HDが、本追加取得に対して買収防衛策を奨励すべきとの判断を下したことについて、当社は、深く失望しております。

本来、買収防衛策を奨励すべきと判断するためには、「①3Dにより経営支配権が取得され、または、実質的な経営支配が生じ得る状況にあること」、「②3Dの経営支配権の取得または実質的な経営支配により企業価値・株主共同の利益が高い確率で毀損されること」などを株主に対して正確な事実に基づき説明することが必要です。しかし、東邦HDは下記の事実をゆがめて、株主の皆様へ伝えております。

① 3Dによる経営支配権の取得も、実質的な経営支配も生じる状況にはありません

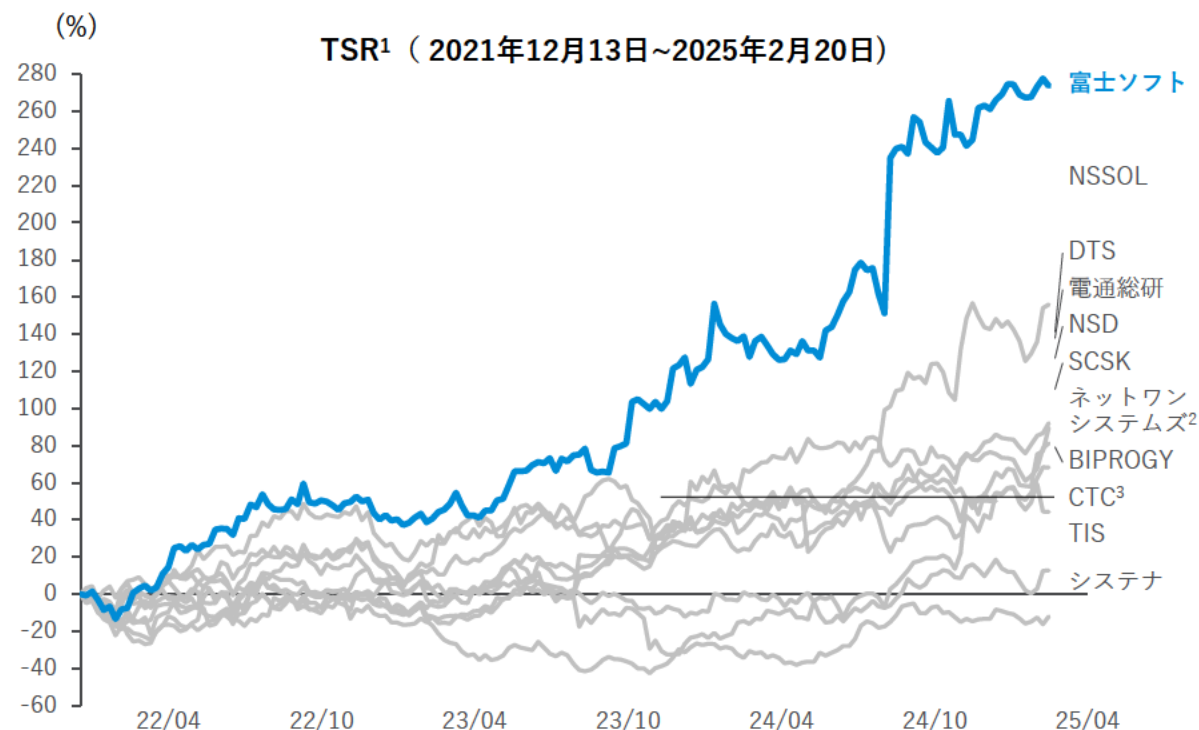
- 買収防衛策導入前からの追加取得の上限に関する誓約書の案文の提出：3Dは、買収防衛策導入前の2025年8月に、東邦HD株式の追加取得に当たって、既保有分と合わせて議決権の30%以上を取得しない旨の法的拘束力のある誓約書の案文を自主的に提出しております。なお、東邦HDは、当該誓約書を受領しなかったのみならず、株主にもその案文の存在を一切開示しておりませんでした。
- 東邦HDが主張する拒否権水準以下の上限設定：3Dは、東邦HDが独自に主張する「事実上の拒否権」水準である27.17%を下回るように、既保有分と合わせて議決権の27%に本追加取得の上限を改めて設定しました。
- 東邦HDの当社への対応：東邦HDが、第三者委員会の設置や戦略検討委員会の設置等の3Dからの要請を拒否し続け、3Dに対する買収防衛策までも導入したことからすると、東邦HD取締役会は自律的に意思決定を行っており、3Dが重大な影響力を及ぼしていないことは明確です。本追加取得が約3%の取得にとどまることからすれば、本追加取得によっても3Dが東邦HDに対して重大な影響力を及ぼしえないことは変わりません。事実、東邦HDは、4月28日付の取締役会決議において、本追加取得の承認を拒否しました。

5 さらに、富士ソフトの事例は、企業価値の向上・株主共同の利益を実現しています

再掲

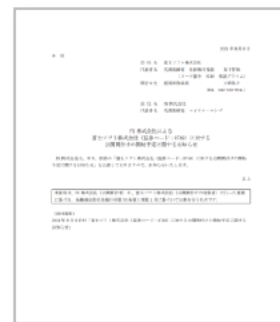
一般株主も30%以上のプレミアム付きでのエグジット機会を平等に
得ており、株主共同の利益を実現しています

- 1株当たり9,850円でのTOBが成立し、これは公開買付け公表前の株価に対して30%以上のプレミアムが付された金額
- KKRがBainの対抗提案に応じて複数回の価格引き上げをしたことで、上記価格が実現



富士ソフトは非公開化後も、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

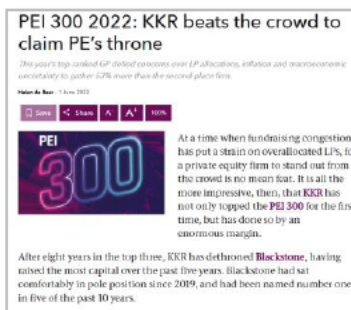
- 非公開化は、豊富な投資実績を有するKKRをパートナーとして中長期的な企業価値向上を追求した結果です



“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
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、世界の大手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**”

Private Equity International
PEI 300 2022
KKR beats the crowd to claim PE's throne

注:引用文中の太字、下線などは3Dによる; [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」(2024年8月8日); Private Equity International「PEI 300 2022: KKR beats the crowd to claim PE's throne (2022年6月1日)」

5 ご参考：3Dは、東邦HDに対して、上場維持を前提とした企業価値向上を期待しており、非公開化の提案は企図していません

再掲

東邦HDは、3Dの行動が結果的に非公開化に至った富士ソフトの事例に酷似していると主張していますが...

3Dは、東邦HDの非公開化の提案を一切検討しておらず、上場維持のうえでの企業価値向上を前提として対話しております



“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
(2025年11月6日)

■ 3Dは現時点において、**上場維持による価値創造**の可能性が高いと考えております



“3Dらは、貴社におけるガバナンス改善を期待しており、**現時点では、上場による資本コスト低減等を通じた価値創造の可能性が、エージェンシーコストに起因する企業価値の毀損リスクを上回り得ると考えている**”

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第5-10問参照)

■ 3Dは東邦HDの非公開化を企図しておらず、**非公開化のご提案を東邦HDにすることも、PEファンド等の第三者と非公開化について協議することも検討・実施していません**



“(i) 当社は、現時点で、貴社に対する**非公開化の提案は検討していません**。(ii) また、**PEファンド等との間で貴社の非公開化を前提としたコミュニケーションをとっているというような事実もありません**”

3D「追加情報の提供の要請(2)」に対する回答書
(2026年4月17日付回答書 第1-6問参照)

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

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日付回答書 第1-18問参照)

3Dの短期的なキャピタルゲインに関する主張

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

1 3Dからの当社取締役会宛の書簡 (2025/9/22)

また、当社の2025年7月31日付け開示及び当社開示でお伝えいたしましたとおり、本件追加取得は、貴社との継続的な対話を前提としながら、貴社の企業価値向上のための基盤の構築および中長期的な株主利益の保護を目的とするものであり、かかる目的に照らして30%という上限を設定したものです。仮に、**短期的なキャピタルゲインを追求するものであれば、換金上限に達するイベントを生じさせない限り、保有する株式を売却することが合理的な手段と認められることから、そのようなイベントを生じさせるために経営支配権に重大な影響を及ぼす程度の株式を取得することが考えられますが、本件追加取得は、短期的なキャピタルゲインの追求を目的とするものではないことより、経営支配権に重大な影響を及ぼさない30%の上限を設定しております。そのため、当社がかかる目的で貴社株式を取得するものではないことをご理解いただけるものと存じます。**

(事業) 富士ソフト株式会社

- 22年2月 定時株主総会で社外取締役選任の株主提案を提出し、ホワイトペーパーを公表(議案は否決)
- 22年8月 富士ソフトが設置した企業価値向上委員会に対し、検証スコア/外部アドバイザー起用/委員構成等について指摘
- 22年9月 3Dが臨時株主総会の招集請求を実施
- 22年9月 3Dによる富士ソフト株式の追加取得(株券等保有割合21.45%)
- 22年12月 富士ソフトは3D当選者2名を会社提案取締役として臨時株主総会上に壇(可決)
- 23年8月 3DがPEファンド数社に対し提案要請
- 23年9月 3Dの要請に応じた複数のPEファンドが非公開提案
- 23年9月 富士ソフトが買収提案にかかる特別委員会を設置
- 24年8月 KKRがTOB開始、3Dは応募契約締結
- 24年9月 3Dの提案要請に応じなかったBain Capitalが対抗TOB予告(以降、TOB合戦)
- 24年11月 3DはKKRへのTOBに応募して全株式を売却

3Dが提出した2022年10月4日付「(仮)貴株売却予定日(4月9日)の企業価値向上率No.9」

© 2025 3D. All rights reserved.

6 3Dは一貫して、東邦HDの保有・追加取得目的を「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」と説明しています

再掲

東邦HDは、3Dの目的は別にあり、「純投資」目的を殊更に強調することで株主に誤解を生じさせようとしていると主張しますが...



“本大規模買付行為等を「純投資」目的ということではできず、3Dが「純投資」であることを殊更に強調することは、本大規模買付行為等の真の目的を隠し、一般株主に誤解を生じさせようとするものであると考えられます”

“3Dは、（中略）「3Dらによる貴社株式の保有目的は、あくまで純投資（貴社株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を得ること）であり」と、本大規模買付行為等が「純投資」目的であることを繰り返し主張しております”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ（2026年4月28日）

3Dは株主の皆様「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という目的を一貫して説明しています

- 3Dの保有・追加取得目的は、当初から「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」で一貫しています



“本取得後も、3Dらによる貴社株式の保有目的は、純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うことであり、貴社の経営を支配する予定はありません”

3D
大規模買付行為等説明書
(2026年1月16日)

- 3Dは、回答書においても、本取得の目的が「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」とであると明示しています



“（今回追加で取得する株式の取得目的は）当社が提出している変更報告書に記載の保有目的（「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」）の範囲内で行うものであること、すなわち、今回追加取得が経営支配権の獲得を目的とするものではなく、あくまで投資リターンの獲得を目的とし、それに際して建設的な対話を行う方針に変わりがない”

3D
「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日)

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」; 3D「大規模買付行為等説明書」, 「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」

7 3Dの提案・行為は、いずれも「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」の範囲内です

東邦HDは、3Dの実際の行動に照らすと、3Dは純投資目的ではないと主張しますが...



①“3Dの実際の行動に照らすと実態と著しい乖離があり、**当社の経営に影響を与えて自らの思うとおりに意思決定をさせることが主要な目的**である”

①“**同業他社との経営統合・業界再編や、余剰資産の見直しを前提とした株主還元を実施させることに固執**”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について
(2026年5月8日)

②“**自らの意向が反映される構造の戦略検討委員会の設置を要求**”
出典：同上

③“**要求に応じない場合には、保有する議決権を背景に、株主提案権・臨時株主総会の招集請求権の行使やパブリック・キャンペーンを実施することを示唆**”
出典：同上

「純投資」目的という3Dの主張と実態の乖離

3Dの「純投資」目的という主張は、3Dの実際の行動に照らすと実態と著しい乖離がある

3Dの主張
3Dは本説明書において今回の買付が「純投資」目的であると主張している
- 経営統合や業界再編を前提とした株主還元を実施すること
- 余剰資産の見直しを前提とした株主還元を実施すること
- パブリック・キャンペーンを実施すること

▲ 実態との著しい乖離

3Dの実際の行動
しかし、3Dの実際の行動に照らすと実態と著しい乖離があり、当社の経営に影響を与えて自らの思うとおりに意思決定をさせることが主要な目的である
- 同業他社との経営統合・業界再編、余剰資産の見直しを前提とした株主還元を実施すること
- 余剰資産の見直しを前提とした株主還元を実施すること
- パブリック・キャンペーンを実施すること

3Dの「純投資」目的という主張は、3Dの実際の行動に照らすと実態と著しい乖離がある

3Dの提案・行為は、いずれも「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」の範囲内です¹

■ 「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」には、事業ポートフォリオの見直しを求める行為や、代表取締役の指名や選解任の方針の変更を求める提案等が含まれると理解されています

東邦の主張	3Dの主張
①3Dが経営統合、業界再編、株主還元の実施に固執	<ul style="list-style-type: none"> 3Dが個別の施策の実行に固執していないことについて、以下のとおり回答済み 「具体的な事業施策は、当社が提言する適切なガバナンス体制の下、現場を熟知した貴社経営陣がその責任において自律的に立案・実行すべきものであり、株主が強要すべきものではありません」(回答書①P.61)(P.99参照) 3Dが各施策に言及したことは「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という保有目的の範囲内
②3Dの意向が反映される構造の戦略検討委員会の設置を要求	<ul style="list-style-type: none"> 戦略検討委員会は、3Dの意向を経営方針に反映できる仕組みとなっていない(回答書②P.25～P.26)(P.31～P.33参照) 3Dによる戦略検討委員会に関する提案は「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という保有目的の範囲内
③議決権を背景に株主提案・臨時株主総会の招集請求権の行使やパブリック・キャンペーンを実施することを示唆	<ul style="list-style-type: none"> 3Dの2026年3月31日時点での議決権割合は24.66%に過ぎず、株主総会では3Dの議決権行使のみで議案を可決することは不可能であるため、株主提案や臨時株主総会の招集請求権を行使したとしても、一般株主の賛成がなければ、3Dの要求が通ることはない(P.96参照) 本取得後の議決権割合も27.02%に留まるため、上記の状況に変化はない(P.96参照) 3Dの議決権割合では経営支配権を獲得することは不可能であり、株主提案・臨時株主総会の招集請求権の行使やパブリック・キャンペーンを実施することは「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為を行うこと」という保有目的の範囲内

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる; [1] 金融庁「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A等の整理～機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて～」(2025年)参照
 出典: 東邦HD「3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について」; 金融庁「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A等の整理～機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて～」(2025年)

要件A 経営支配権取得の場面である

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

2

事実と矛盾

追加取得により、
3Dが経営に対する強い影響力を
持つに至る

8

本取得により3Dが経営に対するより重要な影響力を有することとなる上、今後さらなる追加取得の可能性もある

過去の東邦の対応に鑑みると、3Dは意向を強制できず、防衛策を導入しつつ崩し的に追加取得の可能性を主張するのは自己矛盾

P.93

9

27%の取得によっても、3Dは拒否権を取得可能

そもそも27%上限は、東邦が主張する拒否権水準を下回るように自主的に設定したもの

P.94

10

3Dが企業価値向上に資する施策に拒否権を行使する恐れがある

3Dの目的は企業価値向上であり、企業価値向上に資する施策に対して、拒否権行使の意図/想定はない

P.95

11

議決権27%は普通決議の結果を左右し得、3Dの意向を強要可能

株主構成等から3Dは普通決議の結果を単独で左右し得ないことは明らか

P.96

12

3Dが株主権行使/キャンペーンを示唆し、意向を強いる恐れがある

これらは正当な株主権の行使にすぎず、発動理由にはならない

P.97

「強い影響力の取得」
「経営支配権の取得」である

欠落

主張無し

8 過去の東邦HDの対応に鑑みると、3Dが東邦HDに対して自らの意向を強要することが可能という主張は成立し得ないことは明らかです

東邦HDは、3Dがより重要な影響力を獲得し、その意向を強要することが可能であると主張しますが...



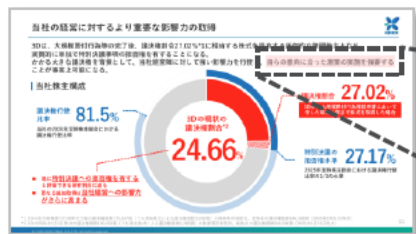
“3Dは、現時点でも既に当社の経営に対する重要な影響力を有しているところ、本大規模買付行為等の実施により、かかる影響力をさらに高めることとなります”

“24%から27%の議決権に相当する株式を保有する圧倒的な筆頭株主になれば、かかる大きな議決権を背景として直接又は間接に当社経営陣に対して強い影響力を行使…することが事実上可能になると評価することが可能です”

“本大規模買付者は、本大規模買付行為等により、当社の経営に対するより重要な影響力を有することになり”

“当社株式を追加で取得し、当社の経営に対する影響力をさらに高めていき、なし崩し的に当社の経営支配権を取得する可能性も否定できません”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意識確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



自らの意向に沿った施策の実施を強要する

過去の東邦HDの対応に照らすと、3Dが自らの意向を強要することが可能であるという主張は成立しえません

- 3Dの保有持分が東邦HDの意思決定を左右し、これを誘導し得るものではないことは、これまでの東邦の対応等から明らかです

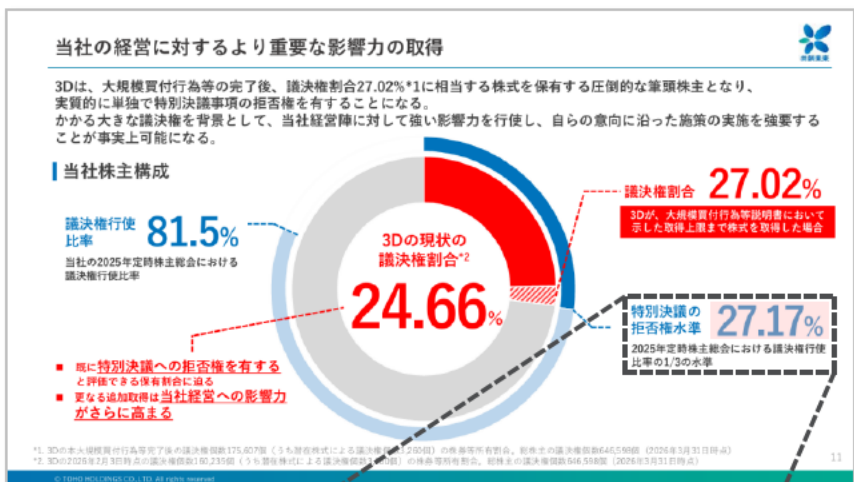
- 1 第三者委員会の設置を頑なに拒絶 (P.46, P.47参照)
- 2 供述調書の東邦HDに対する提示後、3Dの誓約書案を秘匿するなど、架空の有事を作出した上での買収防衛策の導入 (P.12参照)
- 3 対話の恣意的な切り取りに基づく情報提供要請 (P.12参照)

- 東邦HDが買収防衛策を導入している中で、「なし崩し的に」経営支配権を取得する可能性があること自体、自己矛盾です

9 3Dは、東邦HDに経営支配権の懸念を生じさせないよう、東邦HDが恣意的に主張する拒否権水準を下回る割合を追加取得の上限に設定しました

東邦HDは、議決権27.17%の取得により拒否権を有することになると主張しますが...

3Dによる追加取得後の議決権の上限27%は、買収防衛策の導入時に東邦HDが独自に主張した拒否権水準27.17%を下回るように設定したものです



特別決議の拒否権水準 27.17%
2025年定時株主総会における議決権行使比率の1/3の水準



2025年10月

- 3Dによる誓約書の受領を拒否し、拒否権水準（27.17%）を主張、有事導入型買収防衛策を導入



3Dによる大量買付に関する対応方針 導入補足説明資料¹

※ 開示はこちら



2026年1月

- 拒否権水準27.17%を踏まえ、それを下回る27%（現在から約3%の追加取得）の買付意向表明



大規模買付行為等説明書

※ 開示はこちら

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる。; [1]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」を指す。
出典: 3D「誓約書」、「大規模買付行為等説明書」; 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」

10 3Dの目的は一貫して企業価値向上であるうえ、拒否権を行使する意図はないことを明言しています

東邦HDは、3Dが実質的拒否権を行使し、企業価値の向上に資する施策が実施できなくなると主張しますが...

3Dの目的は一貫して企業価値向上であるうえ、拒否権を行使する意図・想定はないことを明言しています



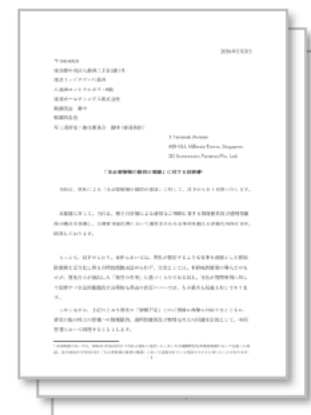
“3Dが（中略）**実質的に拒否権**を有する場合、（中略）企業価値の向上のために必要であると当社取締役会が判断した場合でも、（中略）**経営統合は、3Dの同意を得なければ実施できないことになり**（中略）**企業価値・株主共同の利益の観点から適切ではない**と考えます”



”3Dらは、貴社株主総会における特定の特別決議事項について**拒否権を行使する意図を有しておらず**、具体的に**拒否権を行使することを想定している特別決議事項も存在しません**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

3D
「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日)



注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる。

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」; 3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書

11 議決権構成を踏まえても、3Dは、普通決議の結果を単独で左右し得ません

東邦HDは、27%の保有が普通決議の結果を左右し得る水準と主張しますが...



“3Dの議決権割合が27.02%になれば、パブリック・キャンペーン等により、**わずか13.8%**の株主の賛成を得ることにより、**普通決議事項を否決し、株主提案を可決**することが可能になります”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

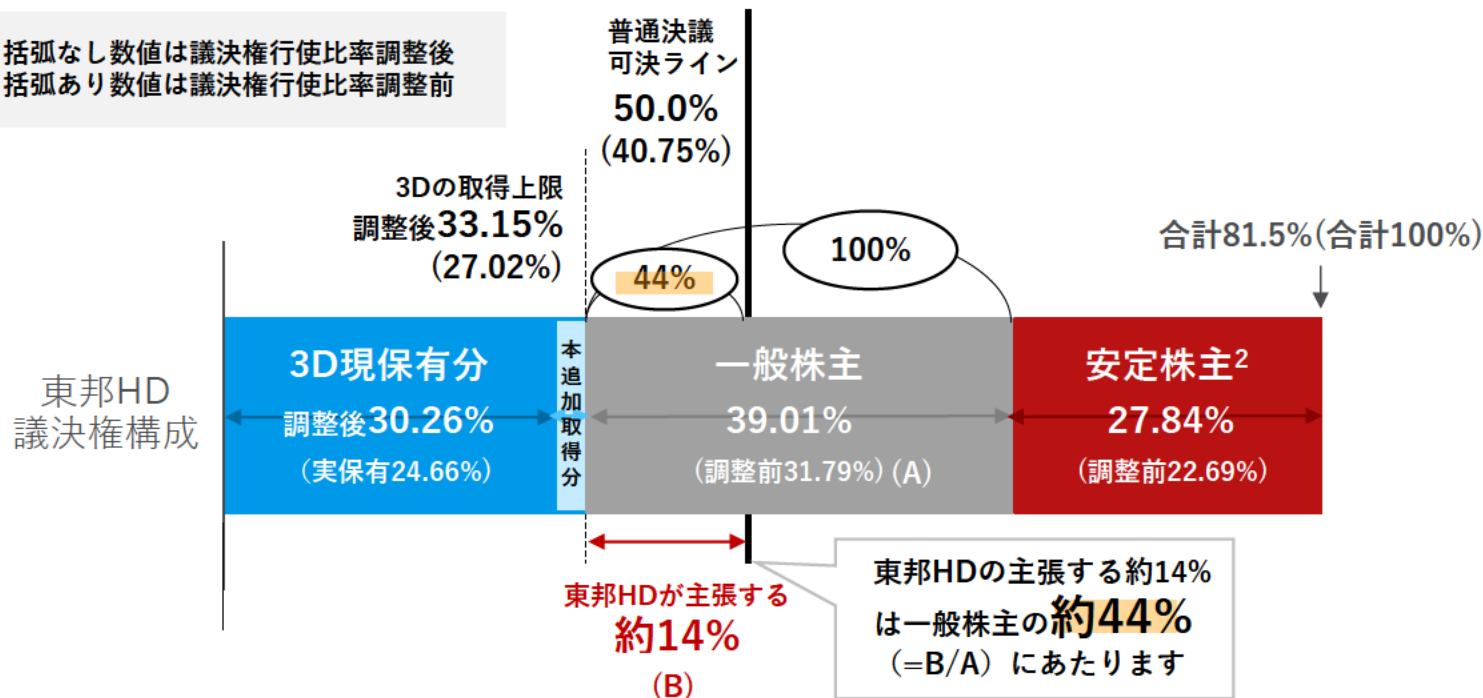


東邦HDの2026年4月28日付の開示では、2025年定時総会の議決権行使比率 **(81.5%)** を使用

株主構成から3Dが普通決議の結果を単独で左右し得ないことは明らかです

仮に東邦HDが用いている議決権行使比率 (81.5%) を前提とした場合の議決権行使比率

- 括弧なし数値は議決権行使比率調整後
- 括弧あり数値は議決権行使比率調整前



- 3Dは、普通決議の結果を単独で左右しえませんが
- そのうえ、東邦HDが「わずか14%」と主張する支持率は、議決権を行使する一般株主の**約44%に相当**します

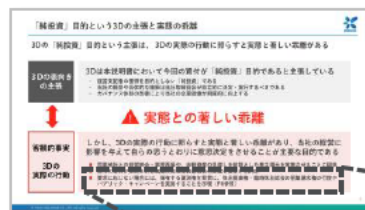
12 株主提案・臨時総会招集・キャンペーンなどは株主の判断を仰ぐための正当な株主権の行使にすぎず、買収防衛策の発動理由にはなりません

東邦HDは、3Dが株主提案・臨時総会招集・キャンペーンを示唆しており、意向に沿った施策の実施を強要すると主張しますが...



“3Dは、議決権を背景に、株主提案権及び臨時株主総会招集請求権の行使やパブリック・キャンペーンを示唆しつつ、自らの意向に沿った施策の実施を強要しようとしている”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



株主提案権・臨時株主総会の招集請求権の行使やパブリック・キャンペーンを実施することを示唆

いずれも会社法に定められる正当な株主権であり、これらの行使は、株主の皆様のご判断を仰ぐためのものです

- ・株主提案権（会社法303～305条）や臨時総会招集請求権（同297条4項）は会社法の定める適切な株主権の行使にすぎず、これをもって**発動の合理性を基礎付けることは不合理です**
- ・さらに、**株主提案や臨時総会においては、一般株主の判断がなされるため、3Dのみの意向を強要し得ません(P.96参照)**
- ・なお、パブリック・キャンペーンも、3Dの主張の当否につき、一般株主の皆様のご判断を仰ぐためのものに過ぎません

■ また、上記の株主権行使を伴うエンゲージメントが企業価値を向上させるものであるという検証結果が、著名な会社法学者により示されています

“アクティビストの介入は、主にフリーキャッシュフローの株主への還元を通じて企業価値を向上させるという仮説（フリーキャッシュフロー仮説）と整合的である。アクティビストが、既存事業の遂行または新規事業のために必要な資金を株主に分配させるなどして、標的企業の企業価値を損なうといった見方（短期志向仮説）は、本研究結果からは支持されない”

田中亘（東京大学社会科学研究所教授）＝後藤元（東京大学法科大学院法学政治学研究科准教授）
日本におけるアクティビズムの長期的影響
(2019年3月11日)

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです

(3/4)

再掲

要件B 企業価値・株主共同の利益の毀損がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

3Dが経営
支配権を取得するに至る

欠落

主張無し

1

事実と矛盾

13

3Dが強要する具体的な施策は企業価値を毀損する恐れがある

建設的な対話の中での提言にすぎず、3Dはそもそも個別の施策の実行を強制しない

P.99

3Dは、自らの意向に沿った経営を強制する場合、自らの短期的利益を追求するその結果、企業価値が毀損される恐れが高い

論点ずらし

14

3Dの短期利益追求により、東邦HDが社会インフラとしての信頼を失い、中長期的な企業価値を毀損

経産省の指針はこのような定性的な価値を強調して対抗措置を発動することを認めていないうえ、3Dは東邦の社会インフラ性を尊重

P.100

論点ずらし

15

事業の経験・知識を有していない3Dが強制する経営方針は具体的でなく、企業価値を毀損

3Dは経営支配権を取得しないため、具体的な経営方針は不要なうえ、各提言も、真摯な分析・検討を行った上でやっている

P.101,
P.102,
P.85

「自らの短期的利益を追求する」
⇨「企業価値を毀損する」

欠落

主張無し

2

論点ずらし

16

新中計は企業価値を向上する

東邦HDの中計は、前中計の目標や実績値を据え置いたものであり、新中計が企業価値向上を実現するかについては疑義がある

P.104

新中計は企業価値を向上するが、3Dの追加取得で新中計の追求が困難になる

3

論点ずらし

17

新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資する

本件は経営支配権争いでなく、経産省の指針によっても、双方の経営計画を比較すべき状況にない

P.105

新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資するが、追加取得で新中計追求が困難になる

13 3Dは東邦HDに対して具体的な施策の実施を強要しないと約束しています

東邦HDは、3Dが短期利益追求のために、施策の実施を強要すると主張していますが...

3Dは、各施策の実施を強要せず、施策の実施は取締役会が自律的に行うべきものと明言しています

セールアンドリースバック

“3Dが提案する、(中略) 物流施設の**セール・アンド・リースバック**による流動化は(中略) 物流・製造資本及び財務資本を制約する懸念”

“不採算取引の整理・縮小施策や、営業拠点の統合(中略)といったコスト改善施策等についても**短期的な利益を追求する場合**、取引先の要請に応じることができなくなり、**収益機会を喪失するおそれ**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

“**セール&リースバック**や、(中略) **政策保有株式の売却等**は、一般的に検討に値する施策である(中略) これらを実行するか否か、あるいはより優れた代替案を採用するか否かは、**ガバナンスが正常化された貴社取締役会において自律的に判断されるべきもの**です”

3D「本必要情報の提供の要請」に対する回答書
(2026年2月3日)

政策保有株売却

“**政策保有株式及び非事業用資産の短期間での売却を過度に推し進め**”

出典同上

“3Dらは、貴社の経営支配権を獲得することを考えていません。(中略) そのため、貴社が保有する**不動産、有価証券その他の資産に係る保有方針、活用方針等**に関しても、あくまでも貴社との**建設的な対話**として提言を行っていますが、**具体的な施策の実施を貴社に対して強制するものではありません**”

出典同上

ROIC

“3Dはこのような検証や施策の提示を行うことなく、**一方的に高いROICを提示**することで、自らの考えの正当性を主張”

出典同上

“一般株主が参照できる公開情報に基づく資産アプローチにより算出することができ(中略) 貴社や貴社の**一般株主の皆様への参考情報**として示すために(中略) 3Dらは、貴社に対して、約15%という水準の**ROICの達成を求めたものではありません**”

出典同上

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 経済産業省「企業買収における行動指針 一企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」; 3D「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」; 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」

14 上場会社は、取引先との信頼などの「定性的な価値を強調することで保身を図るべきではない」とされています

東邦HDは、社会インフラとしての使命や取引先との信頼の喪失によって企業価値が毀損される恐れがあると主張しますが...

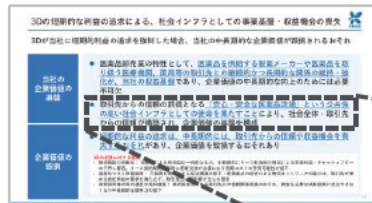


“目的は、3Dが当社に対して強い影響力を持った上で、当社に短期的な利益を追求する経営判断を強制することにあると考えられるところ、（中略）当社に対する**取引先からの信頼に悪影響が生じ収益機会の喪失等を招き、当社の中長期的な企業価値ひいては株主共同の利益が毀損するおそれがあります**”

“公共性の高い**社会インフラ**としての使命を安定的かつ持続的に果たしていくことが、中長期的に企業価値を維持・向上させていくためには特に重要”

“政策保有株式及び非事業用資産の短期間での売却を過度に押し進め（中略）、**取引先からの信頼の喪失**につながることも考えられます”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



高い**社会インフラ**としての使命を果たすことにより、**社会全体・取引先からの信頼**

「定性的な価値を強調し、保身を図るべきではない」とされています



“「企業価値」は**定量的な概念**であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である**定性的な価値を強調**することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、**経営陣が保身を図る**（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）**ための道具とすべきではない**”

経済産業省：企業買収における行動指針（2023年8月31日）



“「企業価値」とは、企業が将来にわたって生み出す**キャッシュフローの割引現在価値の総和**を意味しており、定量的な概念です。経営陣は、**定性的な価値を強調することで、保身を図るべきではありません**”

“経営陣は、従業員や取引先の反対などの事実関係だけを持ち出し、**定性的な価値を強調することで、保身を図るための道具とすべきではありません**”

経済産業政策局産業組織課
公正な買収の有り方に関する研究会（第10回）事務局説明資料（2026年4月28日）

■ なお、3Dも東邦HDの社会インフラとしての価値を深く尊重しています



“3Dらは、貴社の企業価値の源泉は、貴社のコア事業である医薬品卸売事業が、日本の医療体制を支える**極めて重要な社会インフラ**であり、（中略）非常に高い付加価値を有している点にあると深く認識し、**尊重しています**”

3D：「本必要情報の提供の要請」に対する回答書（2026年2月3日）

注：引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典：経済産業省「企業買収における行動指針 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」；経済産業政策局産業組織課「公正な買収の有り方に関する研究会（第10回）事務局説明資料」；3D「『本必要情報の提供の要請』に対する回答書」；東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」

15 経営支配権の取得を求めない株主に対し、経営方針の適否を論じることは不合理です

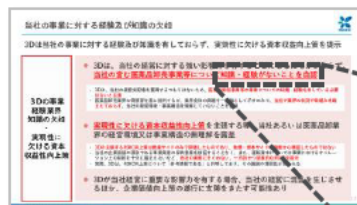
東邦HDは、3Dは、事業の経験・知識を有しておらず、3Dの主張を“机上の空論”などと批判しますが...



“3DによるROIC向上の主張は、運転資本の金融的側面のみに着目したものであり、当社事業における供給責任や取引慣行等のオペレーション上の制約を十分に踏まえたものとはなっており、当社実態にそぐわない机上の空論にとどまります”

“3Dの当社の事業に関する主張は、当社あるいは**医薬品卸業界の経営環境又は事業構造を理解していないことを自ら示すもの**といえます”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



知識・経験がないことを自認

経営支配権の取得を求めない株主に対し、経営方針の適否を論じること自体が不合理なものです



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

3D：「本必要情報の提供の要請」に対する回答書(2026年2月3日)



経営方針を示さないことのみをもって、「**目的の正当性**」を否定すべきでないとされています(詳細はP.84参照)

経済産業省
「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方(2023年8月31日)



“実際の買収攻防戦においては、対象会社の取締役会が際限なく**情報提供を繰り返すことで、買収提案を挫折させようとする**ことが、過去にも(集略)見られたことです。(中略)どこまで対象会社が(中略)買収者に**情報提供を求めることができるのか**という点は、実務的には結構**重要な問題**”

田中亘発言
座談会「企業買収における行動指針」の検討(2023年8月31日)

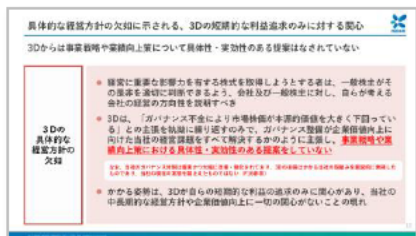


“行動指針が**買収側の情報提供**まで触れること自体には意味があるが、それが**濫用されるとまずい**ことにはなるという懸念はよく理解できます”

藤田友敬発言
座談会「企業買収における行動指針」の検討(2023年8月31日)

15 そのうえ、経営支配権を取得しない3Dは、具体的な経営方針を有する必要はありません

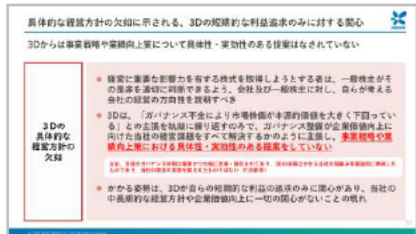
東邦HDは、3Dが具体的な経営方針を示さないことをもって、「目的の正当性」に疑義を呈しますが...



“当該買付者自身が直接的に**会社の経営を行うか否かにかかわらず**、(中略)会社及び一般株主に対し、自らが考える当該会社の**経営の方向性を説明すべき**であると考えられます”

“「経営支配権を取得した後の**経営方針が示されない買収提案**」は「**目的の正当性が合理的に疑われる場合**」の例として挙げられています”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び
対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)



“3Dは、ガバナンス整備が企業価値向上に向けた当社の経営課題をすべて解決するかのよう主張し、**事業戦略や業績向上策における具体性・実効性のある提案をしていない**”

東邦HD
3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置
発動に関する株主意思確認について(2026年5月8日)

買収の事案ですら、経営方針を示さないことのみをもって、「目的の正当性」を否定すべきでないとしています。

- 経産省によると、財務的な投資リターンのみを目的とするフィナンシャル・バイヤーが、経営方針を示さないことをもって「目的の正当性」は否定されない」とされています

Q

”ファイナンシャル・バイヤーが、**経営は基本的に経営陣に委ねつつ、株主として適切なモニタリングやガバナンスを行い、経営に健全な規律を働かせることにより、企業価値を高めることを目的として買収提案を行う場合、経営方針が示されていないなどとして直ちに買収提案の目的の正当性が否定されることにはならないとの理解でよいか**”

A



経済産業省の考え方

“**ファイナンシャル・バイヤーによる買収であること(中略)をもって、目的の正当性が否定されることにならず、**”

経済産業省
「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方
(2023年8月31日)

経営支配権取得を目的せず、「買収」に当たらない本件では、なおさら、経営方針を示さないことを理由に、「目的の正当性」を否定すべきではありません

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 経済産業省「「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方; 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」; 「3Dによる大規模買付行為等に対する取締役会評価結果・対抗措置発動に関する株主意思確認について」

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです

(3/4)

再掲

要件B 企業価値・株主共同の利益の毀損がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解		東邦HDの主張	3Dの見解	ページ
3Dが経営支配権を取得するに至る		主張無し		
1	<p>3Dは、自らの意向に沿った経営を強制する場合、自らの短期的利益を追求するその結果、企業価値が毀損される恐れが高い</p> <p>事実と矛盾</p> <p>論点ずらし</p> <p>論点ずらし</p>	<p>13 3Dが強要する具体的な施策は企業価値を毀損する恐れがある</p> <p>14 3Dの短期利益追求により、東邦HDが社会インフラとしての信頼を失い、中長期的な企業価値を毀損</p> <p>15 事業の経験・知識を有していない3Dが強制する経営方針は具体的でなく、企業価値を毀損</p>	<p>建設的な対話の中での提言にすぎず、3Dはそもそも個別の施策の実行を強制しない</p> <p>経産省の指針はこのような定性的な価値を強調して対抗措置を発動することを認めていないうえ、3Dは東邦の社会インフラ性を尊重</p> <p>3Dは経営支配権を取得しないため、具体的な経営方針は不要なうえ、各提言も、真摯な分析・検討を行った上でやっている</p>	<p>P.99</p> <p>P.100</p> <p>P.101, P.102, P.85</p>
「自らの短期的利益を追求する」 ≒「企業価値を毀損する」		主張無し		
2	<p>新中計は企業価値を向上するが、3Dの追加取得で新中計の追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>16 新中計は企業価値を向上する</p>	<p>東邦HDの中計は、前中計の目標や実績値を据え置いたものであり、新中計が企業価値向上を実現するかについては疑義がある</p>	<p>P.104</p>
3	<p>新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資するが、追加取得で新中計追求が困難になる</p> <p>論点ずらし</p>	<p>17 新中計が3Dの提案内容より企業価値向上に資する</p>	<p>本件は経営支配権争いでなく、経産省の指針によっても、双方の経営計画を比較すべき状況にない</p>	<p>P.105</p>

16 東邦HD経営陣が示す新中期経営計画の遂行によって、企業価値向上が実現するかについては、疑義があります

再掲

東邦HDは、新中期経営計画の遂行が企業価値・株主共同の利益の向上に最も資すると主張しますが...

東邦HDの新中期経営計画は、意欲的とは言い難いものです



“**新中計が**、当社の事業特性や経営資源を踏まえた実行可能性の高い施策に基づくものであり、(中略) **持続的な企業価値及び株主共同の利益の向上に最も資するものであると判断**”

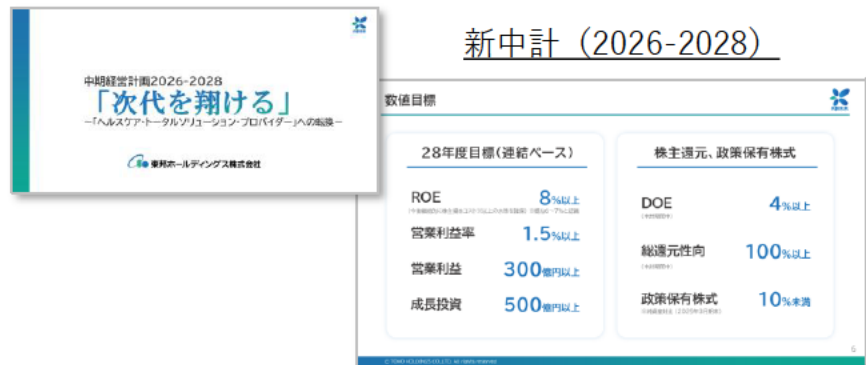
東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

■ 新中計の数値目標は、実績値以下か、前回目標を据え置いたものばかりです

	前回中計 2023-2025	2024 再検討時	新中計 2026-2028	目標または実績値 据え置き
ROE	8%以上	8%以上	8%以上	✓
営業利益率	未記載	1.5%以上	1.5%以上	✓
営業利益	未記載	未記載	300億円以上	比較対象無し
成長投資	200億円	500億円以上	500億円以上	✓
DOE	2%以上	2%以上	4%以上	✓
総還元性向	未記載	未記載	100%以上	✓
政策保有株式	未記載	10%未満 ¹	10%未満	✓

26年3月期
実績値 4.1%

過去3年間の
総還元性向
平均 94.8%



注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる。[1] 2029年3月期末での目標値

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」(2026年4月28日付); 「中期経営計画2023-2025『次代を創る』策定に関するお知らせ」; 「経営戦略委員会の検証結果に基づき策定した実行計画〜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〜」; 「中期経営計画2026-2028『次代を翔ける』」

17 3Dは経営支配権を取得しないため、本件は東邦HDと3Dの経営計画の優劣を比較すべき状況ではありません

再掲

東邦HDは、新中計が3D提案より優れており、本買収防衛策を發動しなければ新中計の遂行が妨げられることを発動理由としますが...

そもそも経営支配権争いが存在しない本件は、双方の経営計画の内容を比較すべき場面にはありません



“新中計は、3Dの当社への提案内容に**比して**、(中略)当社の**企業価値の向上**ひいては**株主共同の利益に資する**ものである”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

- 企業価値向上策の比較検討が求められるのは、「経営支配権取得」が問題となる場面です(経産省「企業買収行動指針」)



経済産業省

“**経営支配権を取得する買収提案**を巡る取締役・取締役会の行動規範について、局面に応じた考え方の整理を行う”

(中略)

“買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に**比較検討**することが望ましい”

経済産業省
企業買収における行動指針(2023年8月31日)



- 27%までの追加取得は経営支配権を取得することには当たりません(経産省職員による「企業買収行動指針」の解説)

“本指針(※企業買収における行動指針)はいわゆる「買収」を対象としており、具体的には、買収者が金銭を対価として、公開買付け、市場内買付等により、**上場会社の株式の過半数又はそれに近い割合を取得して経営支配権を取得する行為**を主な対象としている”

安藤元太(経済産業省大臣官房参事(前産業組織課長))
「時事 企業買収における行動指針」
(2023年10月25日)

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」;

経済産業省「企業買収における行動指針-企業価値の向上と株主利益の確保に向けて-」; 安藤元太(経済産業省大臣官房参事(前産業組織課長))「時事 企業買収における行動指針」

東邦HDが展開している主張は、いずれも事実と矛盾していたり、根拠を欠いているものです (4/4)

再掲

要件C 強圧性がある／時間・情報の確保の必要性がある

東邦HDによる発動相当の論理構成の分解

東邦HDの主張

3Dの見解

ページ

3Dが経営
支配権を取得するに至る

欠落

主張無し

1

事実と矛盾

3Dによる情報開示が不十分である

18

他の株主が3Dによる本追加取得の是非を検討するために必要な情報が提供されていない

3Dは自主的に企業価値向上策等を開示した上、東邦HDの情報提供要請にも全て回答し他の株主にも開示している

P.107

2

根拠不足

3Dの取得方法が市場内買付であり、強圧性の程度がますます高い

19

一般的に、市場内買付の強圧性の程度は高い

一般的に、単に市場内買付であることから直ちに強圧性が高いとはされていない中、東邦HDはなぜ本件市場内買付の強圧性が高いか、具体的に説明していない

P.108

18 3Dは、自主的な企業価値向上策の株主の皆様への公開、三度にわたる情報提供要請への回答などで、強圧性／時間・情報の確保の必要性を解消する措置を行っています

再掲

東邦HDは、株主が本取得の是非を検討するための情報が不十分であると主張しますが...



“本大規模買付行為等は当社の企業価値ひいては株主共同の利益を損なうおそれがあり（中略）、3Dは本大規模買付行為等の実行後における当社の**経営方針について十分な説明をしていない**ほか、（中略）**是非について検討を行うために必要な情報を十分に提供しているとはいい難い状況**にあり…”

“一般株主の皆様において本大規模買付行為等の後に当社の**企業価値が損なわれると考えるか、それを判断することが困難**であるため、少なくともその可能性があると考えることになるため、（中略）**強圧性があります**”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果
及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

3Dによる企業価値向上策の開示、三度の情報提供要請への回答等により強圧性／時間・情報の確保の必要性は十分解消されています

■ 株主の皆様への情報開示を最大限行っております

- ・ **買収防衛策のルールに従い**、大規模買付行為等説明書を提出し、三度にわたる情報提供要請における**すべての質問に最大限回答**をし、株主の皆様公開しています（P.11参照）
- ・ **買収防衛策導入前から企業価値向上策につき、株主の皆様**に開示しています（P.85参照）

■ 3Dの追加取得により、企業価値毀損は生じません

- ・ 3Dは**経営支配権を取得せず**、したがって、そもそも貴社に対して何らの行為も強制し得ません（P.99参照）
- ・ 3Dの目的は貴社の企業価値向上にあるため企業価値毀損的な行為を行うこともなく、回答においても、その旨を**明確に回答**しています（P.11参照）
- ・ **過去にも**企業価値毀損的行為を行ったことはありません（P.10参照）

■ むしろ、東邦HDの開示方針こそが情報の透明性を低めています

- ・ 誓約書案の存在を秘匿することによる、**3Dによる買い上がりリスクの誤導的な示唆**
- ・ 3Dの追加取得後の割合が27%に留まることの**不明瞭な開示**
- ・ 計116問の情報提供要請に対する3Dの回答書の**非開示**・一部回答の**恣意的な切り取り**

注: 引用文中の太字、下線などは3Dによる

出典: 東邦HD「当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ」

19 なぜ、市場内買増しによる強圧性が強度なのかについて、東邦HDから具体的な主張はされていません

東邦HDは、市場内買付であるために、強圧性の程度が高いと主張しますが...

■ 東邦HDは、本件は市場内買付であり、強圧性の程度が高いと主張しています



“市場内買付については（中略）、一般株主にとって、買付けに応じるか否かを判断するための情報や検討機会が与えられないという問題や、買付者がいつ、どれだけの株式を取得しようとしているか等の情報が開示されない結果、買付けが行われている間にいち早く株式を売却する動機が生じるという問題があることから、**強圧性の程度が高い**と考えられます”

東邦HD
当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果及び対抗措置発動に関する株主意思確認の議案上程に関するお知らせ
(2026年4月28日)

! なお本件は、全くの情報開示をせず、急速な買付けを行うことで、強度の強圧性があると裁判所に判断された東京機械製作所の事例とは全く異なります

東京機械製作所判例における強圧性認定の理由

- 1 買取者が現経営陣に経営を委ね、議決権行使を通じて債務者の**支配権取得目的であると明言していたにもかかわらず**、企業価値・株式価値の向上を図るといったほか、経営方針や事業計画を**明らかにしていない**こと
- 2 令和3年6月9日から買付を開始し、令和3年9月10日までに株券等保有割合39.94%まで買い上がるなど、**非常に急速な買付**を行ったこと
- 3 買取者が**買収防衛策の手続に従うことなく株式の買集めを続行**したこと

単に市場内買付けであることをもって、強圧性を強調することは望ましくないとされています。



“個別の事案における経緯や買取者の行動、株主の行動等に関して具体的な検証を行うことなく、**市場内買付け**や部分買付けであることの一事をもって**強圧性の問題を強調**し、対応方針や対抗措置を用いることを安易に正当化することは望ましくない”

“市場内買付けをしようとする買取者に対し、買付の目的や買付数、買取者の概要、買取後の経営の基本的な方針等について、少なくとも**公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を求めるものは、時間・情報・交渉機会の確保の観点から一定の合理性**があると考えられる”

経済産業省 企業買収行動指針（2023年8月31日）

- なお、東邦HDは、3Dが支配権プレミアムを払わず支配権を取得しようとすることを問題視しますが、3Dの追加取得の上限は支配権を取得し得ない約27%である上、今後も経営支配権を取得しないことを明言しており、本件は、支配権プレミアムが問題となる場面ではありません
- 3Dは、大規模な自己株式取得を強制することでエグジットする等の、一般株主の共同の利益を犠牲にすることを行わないことを約束しており、このような行為を強要すること等による利益相反の恐れもありません

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。

なお、本プレゼンテーションは、東邦HDの検討又は判断についての問題点の一部を例示的に整理したものであり、3DIPの主張がこれらに限定されるものではありません。また、本プレゼンテーションにおける3DIPの意見は、東邦HDの検討又は判断について確定的な見解を示すものではなく、3DIPが行い得る法的主張を何ら制限するものではありません。

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化形、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。