



2026年4月28日

各 位

会社名 東邦ホールディングス株式会社
代表者名 代表取締役社長執行役員 CEO 枝廣 弘巳
(コード番号：8129 東証プライム市場)
問合せ先 常務執行役員 経営戦略本部長 河村 真
(電話 03-6838-2803)

**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**

当社は、2025年10月31日付で「当社株券等に係る大規模買付行為等に関する対応方針」（以下「本対応方針」といいます。）を導入しているところ、2026年1月16日付「当社株券等の大規模買付行為等に係る大規模買付行為等説明書の受領に関するお知らせ」においてお知らせしたとおり、同日付で、3D Investment Partners Pte. Ltd.（以下「3D」といいます。）より、当社株券等の大規模買付行為等に係る大規模買付行為等説明書（以下「本説明書」といい、本説明書に記載された、3D、3Dが投資一任運用サービスを提供するとされる Citco Trustees (UT) Limited（以下「CTL」といいます。）及びCTLを受託者とするとされる CITCO TRUSTEES (UT) LIMITED AS TRUSTEE OF 3D ENDEAVOR MASTER FUND - II（以下、3D及びCTLと総称して「本大規模買付者」といいます。）による大規模買付行為等を以下「本大規模買付行為等」といいます。）を受領いたしました。

その後、当社取締役会は、本対応方針に従い、本大規模買付者に対し、本大規模買付行為等について株主の皆様がその是非等をご判断し、当社取締役会が評価・検討等を行うために必要な情報の提供を要請した上で、本大規模買付行為等について、慎重に評価・検討を重ねてまいりました。そして、当社取締役会は、本日をもって取締役会評価期間を終了し、本日開催の取締役会において、下記一のとおり、本大規模買付者により本大規模買付行為等が行われた場合、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ため、本大規模買付行為等に対して本対応方針に基づく対抗措置（以下「本対抗措置」といいます。）を発動すべきであると判断し、下記二の独立委員会からの勧告を最大限尊重した上、独立社外取締役5名（監査等委員である取締役4名を含みます。）を含む取締役全員の一致により、本大規模買付行為等に対して、本対抗措置を発動することの是非を当社の株主の皆様にお諮りする議案（以下「本議案」といいます。）を、2026年6月に開催予定の当社の第78回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）に上程することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

本議案は、本定時株主総会において、当社取締役会による本対抗措置の発動について、株主の

皆様に普通決議によるご承認をお願いするものです。

なお、本大規模買付者が本定時株主総会の前日までに、本大規模買付行為等を撤回し、今後本大規模買付行為等を実施しないことを書面により誓約した場合等、本対抗措置を発動する必要性がなくなったと当社取締役会が判断した場合には、本議案を本定時株主総会に上程せず、又は取り下げることにします。

本議案が可決された場合において、本大規模買付者が、本大規模買付行為等を行った場合には、当社取締役会は、当社取締役会が独立委員会の意見を踏まえて合理的に定める時点で、本対応方針に基づく対抗措置の発動として、新株予約権の無償割当て決議を行うこととなります。

他方で、仮に本議案が承認されなかった場合には、株主の皆様の意思を尊重して、新株予約権の無償割当てを実施しません。また、その場合、本対応方針は本定時株主総会後最初に開催される当社取締役会の終結時に廃止いたします。

本定時株主総会及び本議案の詳細については、決定次第速やかにお知らせする予定です。

記

一 本大規模買付者による本大規模買付行為等に対する当社取締役会の評価・意見

第1. 本大規模買付行為等により、3D が当社経営に対するより強い影響力を獲得し、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より、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り、かつ、本大規模買付行為等には強圧性があるため、対抗措置の発動が必要である（総論）

3D は、本大規模買付行為等は、「貴社のガバナンス体制の改善によりもたらされる企業価値の飛躍的向上を期待」して実施するものであり、「純投資を通じたリターンの獲得を目的としたものであり、貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではありません」と説明しています。

しかし、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おり、3D の目的は、当社にこれらを実施させることにあると合理的に推認されます。また、3D が繰り返し主張している当社のガバナンス体制に関する指摘も、これまでの3D との対話の経緯や3D の主張の変遷に鑑みると、3D が真に当社のガバナンス・コンプライアンス体制の改善を目指しているとは考え難く、その本来の意図は単に当社経営陣にプレッシャーを与え、揺さぶりをかけることにあると考えられます。そのため、3D による本大規模買付行為等の目的は、「純投資」ではなく、当社経営に対する影響力を高めることで、自らの意向に沿った経営判断を当社に強制し、自らの短期的な利益を追求することにあることが合理的に推認され、これは3D の過去の投資事例からも裏付けられています。

一方、当社は、収益性及び資本効率を重視した経営への転換を図り、企業価値の持続的な向上を目指す、新中期経営計画「次代を翔ける」（2027年3月期～2029年3月期）（以下「新中計」といいます。）を策定しており、新中計においては、各事業について収益性及び成長性の観

点から再評価を行い、資本コストを上回る収益創出が見込まれる領域に経営資源を重点的に配分することにより、事業ポートフォリオ改革を推進することを目指しています。当社は、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、かつ資本効率の改善及び株主還元の強化を両立するものであることから、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しており、新中計を確実かつ実効的に遂行するためのガバナンス体制も構築されていると考えています。

3D 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るにもかかわらず、「純投資」であるという実態に反した目的により、ガバナンスの整備が企業価値向上に向けたあらゆる当社の経営課題を解決するかのような主張を繰り返しており、当社の経営方針を具体的に示していないことに鑑みれば、自らの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ます。医薬品卸売事業を中核事業とする当社においては、医薬品を供給する製薬メーカーや医薬品を取り扱う医療機関、薬局等の取引先との継続的かつ長期的な関係を維持・強化し、さらには、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です。3D が、かかる当社の事業構造や特性を理解せず、自らの短期的な利益を追求する場合、取引先からの信頼を喪失し、当社の収益機会の喪失を招く可能性があります。加えて、3D が当社の事業に関する経験及び知識を有していないことは明らかであり、3D が当社の経営に対する影響力をさらに高めた場合には、当社の経営に混乱を生じさせるほか、当社経営陣による企業価値向上のための施策の遂行に支障をきたし、又は短期的な利益追求のための施策を強制される可能性があり、本大規模買付行為等が行われた場合、不可逆的に当社の企業価値ひいては株主共同の利益が毀損されるおそれがあります。

また、3D と一般株主の皆様との間において利益相反が生じる可能性が高いことは明らかであるにもかかわらず、3D は、この点について一切の理解や配慮すらしようとしておらず、3D が当社に対してさらに影響力を高めた場合、一般株主の皆様の利益が犠牲になる可能性が否定できないといわざるを得ません。

さらに、本大規模買付者による本大規模買付行為等は、十分な情報提供がなされないまま、市場内買付による上場維持を前提とした買収であり、一般株主の皆様に対する強圧性があり、かかる強圧性を可能な限り排除する必要があります。

以上より、当社取締役会は、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ため、本対抗措置を発動すべきであると判断いたしました。

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

3D は、本説明書において、「本取得は、純投資を通じたリターンの獲得を目的としたものであり、貴社の経営支配権の獲得を目的とするものではありません。」「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。

この点、「純投資」とは、確立した定義のある用語ではないものの、「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」のA「共通事項」の5-19-3-2において、『純投資目的』とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう」とされており、「専ら」株価の変動又は配当のみを目的とするものとされています。このことからすれば、株式価値の変動や配当から利益を得る目的があったとしても、発行会社の経営に影響を与える目的を同時に有している場合には、純投資目的には含まれないことが前提とされていると考えられます。また、一般的にも、「純投資」という場合には、投資先の経営支配権の取得又は経営への関与を行わず、株価の値上がり益及び配当益のみに注目して行う投資であると理解されています。

下記2.でも述べるように、これまでの3Dによる当社への投資の経緯を踏まえると、本大規模買付者による本大規模買付行為等の実施は、単にその追加取得分について株価の値上がり益により利益を得ることが目的というよりも、むしろ3Dの要求する内容が、当社や当社の株主の皆様を受け入れられていない状況を踏まえて、自らの意向に従った経営判断や株主総会決議を実現するために、自らの保有する議決権数を増やすことによって当社及び当社の株主の皆様に対する影響力を高めること、言い換えれば、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という評価が合理的であると考えられます。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。

3Dは、3Dが2026年2月3日に提出した『本必要情報の提供の要請』に対する回答書（以下「2月3日回答書」といいます。）において、本説明書において純投資と記載しているのは、「あくまで今回追加で取得する株式の取得目的について記述したもの」であると述べ、今回の取得分のみが純投資目的であるかのような説明をしました。しかしながら、株式の保有目的は、通常、保有全体の目的を示すものであり、同一の発行会社の株式について取得時期ごとにその性質を峻別することが想定されているとは考えられません。3Dは、変更報告書等においても重要提案行為等を行う可能性を開示していることに加えて、実際に当社に対して重要提案行為等を行っているところ、そのような3Dが、今後の追加取得分のみを純投資目的と位置付けて実際に投資を行うと整理することは困難です。なお、3Dは、その後3月18日に提出した『追加情報の提供の要請』に対する回答書（以下「3月18日回答書」といいます。）において、「本取得は、当社が提出している変更報告書に記載されている現在の保有目的を変更するものではなく、また、それにより取得される貴社株式は、当社が既に保有している貴社株式と異質なものでもありません」と説明しております。これは、2月3日回答書における今回の取得分のみが純投資目的であるかのような説明と明らかに矛盾した内容であり、純投資目的という自らの説明を貫くことに困難が生じていることを

示しています。

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

3D は、エンゲージメントを開始した 2023 年当初から、事業ポートフォリオの検証や余剰資産の見直しを前提とした 900 億円規模の自己株式の取得に関する提案を行い、これらを実現するために自ら推薦する候補者を委員に含む戦略検討委員会の設置を求めてきました。また、2024 年 10 月には、当社の同業他社との経営統合を提案し、その後の面談においても度々、要望に応じない場合には定時株主総会における株主提案権の行使やパブリック・キャンペーンの可能性があることを示唆しつつ、同業他社との経営統合の検討、それを前提とするファイナンシャル・アドバイザーの起用や検討プロセスへの 3D の関与を要求しております。

2025 年 9 月 10 日及び同年 10 月 3 日に実施された面談並びに同年 10 月 6 日付で 3D より受領した書簡においては、3D は、当社に対し、戦略検討委員会を設置し、戦略検討委員会において、国内医薬品卸との統合・業界再編を含む戦略的選択肢の検討、並びに事業ポートフォリオ、資産の保有方針及び成長投資・株主還元の再検証等をアジェンダとするよう要求しました。3D は、当該戦略検討委員会に関して、当社の重要な経営戦略に関する事項がアジェンダであるにもかかわらず、3D が推薦する少なくとも 2 名の委員に加えて、現在の中期経営計画を主導する業務執行取締役を除外した当社社外取締役の一部を委員として構成すること、3D が推薦した者を当該委員会の議長及びその下位機関として設置するワーキンググループのグループ長とすること、当該委員会の独自のアドバイザーの選定に際して提案依頼書の作成は 3D の合意を要すること等、3D の意向を強く反映することが可能となる仕組みとすることを要求しました。さらに、3D は、2025 年 9 月 10 日及び同年 10 月 3 日に実施された面談において、3D の要望する戦略検討委員会が設置されない場合には臨時株主総会の招集請求を行う旨を明言しています。これは、当社が 3D の意に沿わなければ臨時株主総会を開催して取締役の選解任をすることを示唆することで、当社に対して、自らが要求する戦略検討委員会の設置に係る意思決定を強要しているものといえます。これらの 3D の主張及び協議におけるスタンスを前提とすると、3D の目的は、当社に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策を強引に実行させ、3D の短期的な利益を追求することにあることは明らかです。

3D は、2 月 3 日回答書において、「3D らは、貴社と同業他社との経営統合を貴社取締役会に正式に提案したことはなく、あくまでも貴社事務局とのディスカッションでそのような企業価値向上策もあり得ることを共有した」に過ぎず、枝廣弘已取締役（以下「枝廣取締役」といいます。）との面談においては、「ブレインストーミングの一環として発

言したもの」等と説明しました。しかしながら、3Dの要求は、同業他社との経営統合について、具体的な数値等を用いて検証を行い、独占禁止法上の具体的な論点については専門の弁護士に依頼して分析を実施した上で、提案資料まで作成して行われたものです。さらに、枝廣取締役が面談で同業他社との経営統合を直ちに行うことは難しいと考えている旨を回答した後も、度々面談において検討を要請しております。このような3Dの対応からすれば、当該経営統合が正式な提案ではなく、ブレインストーミングの一環であるという主張は明らかに不合理です。なお、3Dは、本説明書において、枝廣取締役が、国内大手医薬品卸との経営統合について、部長職等のポジションが減るといった現状維持を優先した理由により、検討を行わない旨の回答を行ったと主張しています。しかし、実際には、枝廣取締役は、3Dに対し、①過去の同業他社同士の経営統合の事例を踏まえば販売価格の低下が生じることが予想されること、②エリアシェアの調整が必要になることに加え、取引先において統合会社のシェアが高まることを懸念する結果他社の比重を高めることが想定されるため、統合効果として1プラス1が2未満になると想定されること、③コストシナジーを追求する必要が生じ、従業員の削減が必要になること、④検討に際しては情報管理に最大限配慮する必要があることといった具体的な理由を説明した上で、同業他社との経営統合は慎重に検討する必要がある、その時点では積極的ではない旨を説明しております。

(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

3Dはこれまで、約6年から10年前の独占禁止法違反に関する不祥事案（以下「本件独禁法違反事案」といいます。）や日本大学病院に関する事案等を理由に繰り返し当社のガバナンス・コンプライアンス体制に問題がある旨を主張しており、本説明書においても、本大規模買付行為等の目的に当社のガバナンス体制の改善を掲げています。

しかし、3Dは同時に、3Dが設置を要求している戦略検討委員会が設置された場合、当該委員会ではガバナンス・コンプライアンス体制についての検証は不要であると明言するなど、当該問題点に関する主張を変遷させており、一連の要求が真にガバナンス・コンプライアンス体制の改善を目的としたものとは考え難いところです。

この点について、3Dは、2026年1月19日付で公表した「当社による東邦HD株式の追加取得に関するご説明資料」において、当社における課題の解像度が高まることにより変遷したのであり、このような変遷は不可避であると説明しています。しかし、3Dは、3Dが指摘する当社の本件独禁法違反事案及び日本大学病院に関する事案のいずれについても認識し、3Dのこれらの事案に関する質問に対する当社の回答も確認した上で、2024年10月1日に当社に対して同業他社との経営統合を提案しており、それに当社が応じないと、当社の過去のガバナンスの問題を指摘し、頃合いを見て再度同業他社との経営統合を要求し、当社が応じないと再度ガバナンスの問題を指摘するという対応を繰り返しており、当社における課題の解像度が高まったことによる不可避の変遷にはあた

らないことは明らかです。

また、3Dは、本説明書において、本件独禁法違反事案における枝廣取締役及び馬田明取締役（以下「馬田取締役」といいます。）の供述調書（以下「本供述調書」と総称します。）を問題視しておりますが、かかる主張は3Dが本供述調書を取得してから直ちに行われたものではありません。3Dは、遅くとも2025年8月14日には既に本供述調書の写しを取得していましたが、本供述調書について確認するという理由で設定された2025年9月10日の面談において、本供述調書に言及することは一切なく、むしろ当社のCEOが枝廣取締役でよかった旨の発言までしていました。もっとも、当社が戦略検討委員会の設置の要求を拒絶すると、2025年12月3日、第三者委員会設置の要求を行い、さらに、本供述調書に記載される事実を根拠に、同月15日付で当社の取締役（退任した取締役を含みます。）に対する責任追及訴訟の提訴請求（以下「本提訴請求」といいます。）を行いました。そして、同日付の当社社外取締役宛の書簡において、本提訴請求は「第三者委員会の調査をより実効的かつ有意義なものにするための『法的論点の提示』という趣旨」を有しているなどと説明しております。このような3Dとの対話の経緯に鑑みても、3Dが真に本供述調書を問題視してガバナンス・コンプライアンス体制の改善を目指しているとは解し難く、むしろ、本供述調書や本提訴請求を当社経営陣に揺さぶりをかける手段として使用しているとしか考えられません。

本件独禁法違反事案は、事案の発生から約6年から10年が経過し、判明からも約5年以上が既に経過しております。この間、当社は、当該事案も踏まえて再発防止策やガバナンス体制の様々な強化策を策定・実行してきており、現在の当社のガバナンス・コンプライアンス体制は、当該事案が発生した当時の状況とは大きく異なっております。当社は、これまで再三に亘り、3Dに対してかかる事実関係や第三者委員会の設置の必要性がないことを具体的かつ丁寧に説明してきましたが、3Dは、これらの説明を一切聞き入れず、一方的に当時の状況を前提として第三者委員会の設置の要求等を続けてきており、建設的な対話を行う意思がないものと考えざるを得ません。加えて、3Dのガバナンスに関する主張は、本大規模買付行為等に際して行われた一般論としてのガバナンス改善の提言（この点に関する当社の意見は下記第3の1.(2)参照）以外には、独占禁止法違反事案に関与したとする枝廣取締役及び馬田取締役の取締役としての適性と第三者委員会の設置により過去の事実を明らかにすることのほか、有働前取締役が逝去した際の枝廣取締役の承継プロセス及び相談役・顧問制度に関する開示に係る指摘にとどまっています。

これらのことからすれば、3Dは、第三者委員会の設置等の施策を通じた当社のガバナンス・コンプライアンス体制の是正を目指しているのではなく、むしろ、当社が3Dの要求に応じない場合にガバナンス・コンプライアンス体制に関する指摘や提訴請求を行うことで、当社経営陣や社外取締役にプレッシャーをかけて自らの要求を実現することを企図していると考えるのが自然です。

- (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

3D による他の投資事例を見ても、3D が投資先に対する影響力を高めた上で、最終的に投資先においてコーポレートアクションを実施させることで短期的利益を獲得している事例が多いことがわかります。

① 富士ソフトへの投資事例

富士ソフト株式会社（以下「富士ソフト」といいます。）への投資事例においては、3D は、変更報告書等から確認できる範囲で株券等保有割合にして 22.01%まで株式の買増しを行いつつ、株主提案権や臨時株主総会招集請求権を行使し、パブリック・キャンペーンを行い、3D の推薦した取締役を企業価値向上委員会や特別委員会の委員とする等、自らの影響力を強めた上で、富士ソフト経営陣の同意がないにもかかわらず、3D 主導により富士ソフトの非公開化提案を募集するプロセスを実施しました。その後、3D との間で撤回不能な応募契約を締結した PE ファンドにより公開買付けが実施され、富士ソフトは非公開化されることとなりました。このように、3D は、富士ソフトの投資事例において、自らの議決権による影響力を背景に、自ら推薦する者を委員に含む特別委員会を設置させ、かつ、自ら主導して非公開化プロセスを行い、最終的に富士ソフトに自らの要求事項である非公開化に係る意思決定を行わせていると評価できます。

非公開化の公表後には、他の PE ファンドから、より高い買付価格による対抗提案が行われましたが、3D は、対抗提案がなされても撤回不能な応募契約を締結していたため対抗提案に応じることはできず、株券等保有割合 20%以上の株式を保有する 3D との間での応募契約の影響は大きく、当該対抗提案は実現可能性が乏しい等の理由で富士ソフトの賛同を得られませんでした。このような 3D の対応は、対抗提案の機会を実質的に阻害し、より高い価格での売却の機会を享受するという一般株主の共同の利益を省みず、自らの株式の売却（自らの利益の早期かつ確実な実現）を追求したものと見て、まさに一般株主との利益相反の問題が顕在化した事例といえます。

② サッポロホールディングスへの投資事例

サッポロホールディングス株式会社（以下「サッポロホールディングス」といいます。）への事例においても、3D は、変更報告書等から確認できる範囲で株券等保有割合にして 19.44%まで株式の買増しを行いつつ、パブリック・キャンペーンを実施し、サッポロホールディングスが不動産事業を抱えることによりコア事業の低収益性が是正されないまま放置され、資本効率の悪化に繋がっていること等を主張しています。

また、3D は、戦略検討委員会を設置し、不動産事業の売却又はスピンオフを含む

保有方針の抜本的見直し等をアジェンダとすることを要求し、サッポロホールディングスは当該要求を受けてか、公表情報によれば3Dが推薦する者を委員に含むグループ戦略検討委員会を設置しています。その結果、サッポロホールディングスは、不動産事業をPEファンドに対して売却することを決定しています。

このように、3Dは、サッポロホールディングスへの投資事例においても、自らの議決権による影響力を背景に、自ら推薦する者を委員に含む特別委員会を設置させ、最終的にサッポロホールディングスに不動産事業の売却という自らの要求事項に関する意思決定を行わせていると評価できます。

③ 東芝への投資事例

株式会社東芝（以下「東芝」といいます。）への事例においては、3Dは、大量保有報告書等から確認できる範囲で株券等保有割合にして7.20%まで株式を買い増しつつ、書簡を公表するなどして、東芝の公表した戦略的再編の施策について、戦略委員会のプロセス及び結論に対する懸念を表明するとともに、潜在的な買収者が提案を作成できる環境整備をするよう要請し、東芝は戦略的再編のスキームを変更するに至りました。その後、臨時株主総会において、東芝が上程した戦略的再編に関する議案が否決されたことにより、東芝は株式非公開化を含む企業価値向上に向けた提案を募集することとなり、最終的にPEファンドによる非公開化を行うことを決定することとなりました。

④ 東北新社への投資事例

株式会社東北新社（以下「東北新社」といいます。）への投資事例においては、3Dは、変更報告書等から確認できる範囲で株券等保有割合にして17.65%まで株式を買い増しつつ、パブリック・キャンペーンを実施して既存事業における収益性の向上、過剰資本の解消、ガバナンス体制の整備等を要求していましたが、その後、3D自ら東北新社を非公開化する提案を行いました。当該非公開化提案については、東北新社との間で守秘義務契約の合意に至らず、協議・交渉は打ち切られています。

なお、3Dは、3月18日回答書において、東北新社に対する非公開化提案の前提として、東北新社の流通株式比率が上場廃止基準に抵触している懸念があったと説明していますが、当該上場廃止基準抵触への懸念は3D自らの買増し行為も一因であったと考えられ、自らの買増しにより上場廃止の懸念を高めた上で、非公開化提案を行ったものとも評価できます。

⑤ 焼津水産化学工業への投資事例

焼津水産化学工業株式会社（以下「焼津水産」といいます。）への投資事例においては、3Dは、焼津水産において、人口減少・少子高齢化、原料・エネルギー価格の高騰等の経営環境が厳しさを増す中、中長期的に企業価値を高めるために戦略的パートナ

一の下での非公開化を実施するため公開買付けを実施していたところ、公開買付期間中に株券等保有割合にして9.78%の株式を取得し、その結果、同時に株式会社南青山不動産、株式会社シティインデックスイレブンス及び株式会社エスグラントコーポレーション（以下「南青山不動産等」といいます。）も株式を取得したことも相俟って、当該公開買付けは不成立となっています。

また、その後、焼津水産が改めて戦略的パートナーの探索を行い、取引関係のあったいなば食品株式会社（以下「いなば食品」といいます。）により非公開化のための公開買付けを実施したところ、南青山不動産等からは公開買付期間中に市場での売却又は公開買付けへの応募を通じて処分する旨の意向が確認されている中、3D は、当該公開買付けの公表後も買増しを行い、株券等保有割合を13.80%まで増加させています。最終的には、いなば食品が3Dの要請等を受けて公開買付価格を引き上げ、3Dは保有株式の全てを公開買付けに応募しています。

このように、焼津水産への投資事例は、3Dが、焼津水産により公表された非公開化取引に乗じて、株式保有を背景に、公開買付価格を吊り上げることで、短期的に利益を得た投資事例と評価することができます。

以上のとおり、3Dの過去の多くの投資事例において、3Dは、投資先の株式を大量に買い増し、投資先の経営や買付者の判断に対する自らの影響力を高めつつ、パブリック・キャンペーン、株主権の行使や買収提案を通じて、自ら提案するコーポレートアクションや短期的な利益を得るための行為を実現させようとしていると評価できます。当社に対する3Dの一連の働きかけは、買い増しを行いながら戦略検討委員会の設置やコーポレートアクションのパブリック・キャンペーンを行い、株主提案や臨時株主総会招集請求を示唆することにより、経営陣にプレッシャーをかけようとする点等で、他社事例における投資手法と共通する点が多く存在しています。

また、3Dは、各投資先の大量保有報告書及び変更報告書の保有目的を、当社の大量保有報告書及び変更報告書の保有目的と同様に、「純投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと。」としております。3Dが自ら非公開化提案を行った東北新社の事例や、非公開化プロセスを主導した富士ソフトの事例における保有目的とも同様であることを踏まえると、3Dが本大規模買付行為等は純投資目的であると標榜していることを鵜呑みにすべきではなく、本大規模買付行為等は純投資とみるより、過去の事例と同様に、将来の大規模なコーポレートアクションの実行を強制するために自らの影響力を高めるための行動であると考えることが合理的です。

3. 小括

以上のとおり、3Dは本説明書において、本大規模買付行為等は当社の経営支配権の獲得を目的とするものではなく、あくまで「純投資」の目的である旨を主張しているところ、これまでの当社に対する働きかけの内容等を踏まえると、本大規模買付行為等が「純投資」目

的でないことは明らかです。3Dの目的は、当社と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にあることが合理的に推認され、3Dが繰り返し主張している当社のガバナンス体制に関する指摘も、その本来の意図は当社経営陣にプレッシャーを与え、揺さぶりをかけることにあると疑われます。さらに、3Dのこれまでの他社への投資事例を見ても、議決権を通じた影響力を背景に投資先のコーポレートアクション等を通じて短期的な利益を獲得していることが確認でき、かかる事実を鑑みても、3Dの本大規模買付行為等の目的は、当社経営に対するより強い影響力を獲得することで、自らの意向に沿った経営判断を当社に強制し、自らの短期的な利益を追求することにあると考えられます。

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

(1) 新中期経営計画に基づく企業価値ひいては株主共同の利益の向上

新中計は、前中期経営計画「次代を創る」(2024年3月期～2026年3月期)(以下「前中計」といいます。)において推進してきた事業基盤の整備を前提に、当該基盤を収益へと転換する「収益化フェーズ」への移行を明確に位置付けるものです。前中計においては、医薬品卸売事業における組織再編やDX導入、スペシャリティ医薬品対応の強化、調剤事業の再編、各種アライアンスの推進等を通じて、事業基盤の整備に取り組んでまいりました。一方で、収益性の改善及び資本効率の向上の観点においては、なお改善の余地があるものと認識しております。

このような認識を踏まえ、新中計においては、収益性及び資本効率を重視した経営への転換を図り、企業価値の持続的な向上を目指します。そのため、各事業について収益性及び成長性の観点から再評価を行い、資本コストを上回る収益創出が見込まれる領域に経営資源を重点的に配分することにより、事業ポートフォリオ改革を推進してまいります。

また、新中計においては、連結ベースで営業利益300億円以上、営業利益率1.5%以上、ROE8%以上、販管費率5.5%以下の達成を目指すとともに、DOE4%以上、総還元性向100%を基本方針とし、政策保有株式については純資産比10%未満(2029年3月期末)への縮減を進めてまいります。これらの指標を通じて、収益性、資本効率及び株主還元の各側面から、経営の規律を明確化しております。

これらの目標の達成に向けた具体的な取組みとして、まず、医薬品卸売事業においては、スペシャリティ医薬品への対応力強化、医療機器・検査薬等の取扱い拡大、DXの活用による営業・物流プロセスの高度化を通じて、収益力の強化に取り組んでまいります。

また、調剤事業においては、組織再編、技術料の取得率向上及びDX推進による生産性向上を通じて、事業の効率化を進めてまいります。

さらに、製造販売(CDMO)事業及び新規事業については、将来の成長ドライバーと

して位置付け、新たなモダリティーへの対応やアライアンス・M&A の活用を通じて、収益基盤の拡大を図ってまいります。

加えて、営業・物流の生産性向上、間接コストの削減、業務プロセス改革等を通じて効率化施策を徹底し、収益構造の改善を進めてまいります。

さらに、資本政策の観点からは、営業キャッシュフローの創出に加え、政策保有株式及び非事業用資産の売却等を通じた資産効率の改善を進めることにより、キャッシュ創出力の向上を図ってまいります。創出された資金については、成長投資及び株主還元適切に配分することを基本方針としております。

成長投資については、新規事業及び CDMO 事業を中心に、アライアンスや M&A を含めた投資機会を積極的に検討してまいります。その実行にあたっては、投資委員会における審議を通じて、資本コストを上回るリターン確保及び戦略的整合性の観点から、投資規律に基づいた厳格な判断を行ってまいります。なお、当該投資機会が十分に確保できない場合には、資本効率を意識し、株主還元を機動的に強化する方針としております。

株主還元については、DOE4%以上を基軸とした安定的な増配に加え、自己株式取得を柔軟に実施することで、資本の最適配分を図ってまいります。さらに、新中計期間においては、総還元性向 100%を基本方針として位置付け、成長投資の進捗状況等を踏まえつつ、株主還元の水準についても柔軟かつ機動的に見直してまいります。

加えて、新中計では、ROE8%以上及び営業利益率 1.5%以上の達成を主要な経営指標として掲げており、これらの達成を通じて収益力の向上と資本効率の改善を図り、企業価値の持続的な向上に取り組んでまいります。

なお、新中計は、経営戦略委員会において、社外取締役及び外部専門家の関与のもと、資本市場の視点も踏まえた、活発な聖域なき議論を経て重層的に策定されたものであり、事業戦略・財務戦略・ガバナンスを統合した経営方針として位置付けています。特に、新中計の策定にあたっては、株主の皆様との対話を通じて頂いたご指摘も真摯に受け止め、事業ポートフォリオの最適化、資本効率の向上、コスト構造改革等の論点について、従来以上に踏み込んだ検討を実施しております。具体的には、経営戦略委員会において、各事業の収益性・成長性の定量分析、資本コストを意識した投資判断の在り方、間接コスト削減及び業務プロセス改革の実行可能性等について、外部専門家の知見も活用しながら多面的な検証を行い、その結果を新中計に反映しております。

以上のとおり、新中計は、事業ポートフォリオ改革、収益性改善、資本効率向上及び適切な株主還元を一体として推進することで、持続的な企業価値の向上を図るものです。当社は、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、かつ資本効率の改善及び株主還元の強化を両立するものであることから、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しております。

- (2) 当社の新中期経営計画を確実にかつ実効的に遂行するためのガバナンス体制が構築されていること

当社におけるガバナンス・コンプライアンス体制の整備に係る取組み

当社は、2024年9月から2025年10月までの間、ガバナンス強化特別委員会を開催し、2025年10月に当該委員会から受領した提言に基づき、以下のようなガバナンス体制を構築し、新中計を確実に実行していくためのガバナンス体制の整備に着実に取り組んでいます。

第一に、取締役会における自由闊達な議論を活性化すべく、取締役会等の強化及び充実に取り組んでいます。具体的には、社外取締役の独立性について当社独自の基準を策定したほか、今後、社外取締役のみによる議論の機会を定期的に設けることを予定しております。

第二に、チーフ・ガバナンス・オフィサー（以下「CGO」といいます。）の実効的な機能発揮が重要であることが指摘されたことを踏まえ、関連する社内規程の改定や組織変更を通じて、CGOの権限強化及び明確化を実施しています。

第三に、監査の実効化のため、監査の人員を増員・強化することを予定しており、予告なし監査を導入する等、監査やフォロー監査の方法を改定しております。

加えて、不祥事発生時の対応の重要性が指摘されたことを踏まえて、不祥事対応の迅速化、適正化及び資料化のため、リスク管理基本規程の見直しや不祥事発生時の対応マニュアルを作成する等して、迅速かつ適切な対応体制を整備しています。

その他にも、相談役・顧問・アドバイザーの委嘱基準・役割等の明確化のために「相談役・顧問・アドバイザー委嘱規程」を改定し、これに従い契約内容の見直しを行った。投資委員会における判断の合理化及び客観化のために投資委員会投資基準を策定する等、提言事項に基づく当社の具体的な対応方針に沿った、抜本的かつ実効性のある具体的な取組みを様々進めており、新中計を確実に実行していくための基礎として、ガバナンス体制を大幅に強化しています。

3Dの主張するガバナンス体制整備の主張について

他方で、3Dは、本説明書、2月3日回答書、3月18日回答書及び3Dが2026年4月17日に提出した「『追加情報の提供の要請（2）』に対する回答書」（以下「4月17日回答書」といいます。）において、唯一の企業価値向上策としてガバナンス体制の整備を主張し、2026年1月16日付で「ガバナンス体制の整備に関する具体的提言」を行っています。

もっとも、当社は、本件独禁法違反事案以降、当社のガバナンス・コンプライアンス体制に課題があったことを認識し、再発防止策の実施や様々なガバナンス上の変更を行い、改善に向けて真摯に取り組んできました。また、上記のとおり、当社は、ガバナンス強化特別委員会を設置し、同委員会からの提言事項について、具体的な取り組み方針

を策定の上、コンプライアンスの徹底及びガバナンス体制の強化に向けた改革の実行を進めております。このように、当社は、本件独禁法違反事案も踏まえた再発防止策やガバナンス体制の強化策を策定・実行しており、現在の当社のガバナンス・コンプライアンス体制は、当該事案が発生した当時の当社の状況とは大きく異なります。そのため、3Dの具体的提言におけるStep1（第三者委員会による事実確認・原因究明・再発防止策の策定）については、事案の発生から約6年から10年が経過し、判明からも約5年以上が既に経過している中で、あらためて第三者委員会を設置して現状とは大きく異なる過去の調査に多大なリソースを割くことよりも、未来に向けて資本効率の改善、ガバナンスの実効性強化及び人事戦略・人事制度改革等にリソースを集中させることが、企業価値の向上及び株主共同の利益の最大化に資すると考えております。

また、3Dの具体的提言のStep2（3層構造のガバナンス・インフラの整備）については、3Dが整備を要求する事項の内容は、既に当社において対応済み又は構築済みとなっているもののほか、前提とする事実が誤っているもの、3Dの独自の見解に基づくもの、当社の状況を踏まえれば実施することが適切ではないものが大部分です。なお、現時点では当社において対応が未了となっている提言事項につきましても、当社としては、当社の状況を踏まえて実施を検討することが適切と思われるものについては、今後、ガバナンス体制のさらなる強化に向けて、真摯に検討・対応を進めていく予定です。

具体的には、3Dは、取締役会の能力及び構成に関し、スキルセットの刷新や構造的な利益相反の排除等を提言されていますが、当社はスキルマトリックスの全面改訂を実施済みである上、機関投資家が求める水準を踏まえた厳格な社外取締役の独立性基準を制定し、利益相反を排除する仕組みを構築しています。CEOの選解任を含む指名・報酬ガバナンスに関しては、取締役の適格性再審査やプロセスの情報開示、サクセッションプランの策定等を提言されていますが、CEOサクセッションプランは策定済みであるほか、取締役選解任基準及びCEO選定解職基準を策定の上、当該基準に基づくゼロベースの審査を実施しており、取締役候補者及びCEOの決定については、選解任・選定解職基準及びその判断プロセス・理由を2026年4月28日付「取締役候補者及びCEO候補者の決定に関するお知らせ」にて開示しています。また、有事対応について、不祥事対応体制の構築や買収防衛策の運用に関する独立性・客観性の確保を提言されていますが、法令違反・不正事案対応マニュアルを新規制定し、第三者委員会の設置ルールを含む不祥事発生時の判断プロセスを明確化するとともに、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。資本コスト経営・事業ポートフォリオ最適化の観点からは、資本コスト設定の妥当性検証やハードルレートの導入、政策保有株式の売却等を提言されていますが、当社は、上記のとおり、経営戦略委員会において、あらゆる戦略的選択肢を検討し、検討結果を踏まえて新中計を策定しているほか、投資委員会投資基準を新規策定し、客観的データに基づいて算出された当社の資本コストにマージンを上乗せしたハードルレートを設定しており、今後は当該ハードルレートを十分に

考慮した投資判断を行うことを予定しております。また、政策保有株式についても、従前から縮減を進めているところですが、上記のとおり新中計において縮減をさらに進めていくこととしています。

また、Step 2として提言されている提言には、実質的に上記の Step 1（第三者委員会による事実確認・原因究明・再発防止策の策定）を要求するにほかならない提言が多く含まれていることに加え、執行から独立した取締役会事務局の設置や、買収防衛策の運用の事後検証メカニズム、本来アセットオーナーが行うべきである運用機関の議決権行使の当社によるモニタリング等、3Dの独自の見解に基づく提言や、当社が経営陣の保身のために客観的事実と乖離した説明を株主の皆様に行ってきたことを前提とする提言等、前提が誤っている提言も含まれており、これらの提言については、当社の状況に鑑みれば、実施することが適切ではないと考えられます。

上記にもかかわらず、3Dは、本説明書、2月3日回答書及び3月18日回答書並びにその他の公開資料において、当社のガバナンス不全が著しく悪化していると繰り返し主張していますが、上記のとおり、当社のガバナンス体制は着実かつ大幅に強化されており、3Dの主張はかかる当社の取組みについて意図的に無視したものであり、当社の現在の実態を踏まえたものではありません。

供述調書に関する批判の誤り

3Dのガバナンスに関する主張は、当社の本件独禁法違反事案に関する検察による捜査に際して2020年に作成された枝廣取締役及び馬田取締役の本供述調書の記載を基に、両名が、当社が医薬品の入札において受注調整を行っていたことを容認していたこと、及びそれに対して是正措置を講じていなかったことを前提としておりますが、そのような事実はありません。

まず、枝廣取締役及び馬田取締役のいずれも受注調整が行われていたことを認識していたことについて明確に否定しています。本供述調書も両名が本件独禁法違反事案の受注調整に関与し、又はそれを具体的に認識していた内容にはなっておりません。

また、枝廣取締役の本供述調書については、枝廣取締役の説明によれば、前職時代に限れば同業者間の受注調整が行われることがあるという話を聞いたことがあると話したところ、その後の取調べ時には既に検察官により医薬品卸業界で受注調整が行われているだろうと思っていた等の内容を含む本供述調書が作成されており、その内容を否定して訂正を求めたにもかかわらず、検察官から誘導的・威圧的な発言がなされるなど、本供述調書の内容をめぐる問答が終日にわたって行われたことから、本供述調書には枝廣取締役の発言や認識と異なる内容が含まれていたものの、最終的に本供述調書に署名をしてしまったとのことです。これについては、枝廣取締役の当時の手帳の記載内容やその他の事実と整合しています。

馬田取締役の本供述調書については、馬田取締役の説明によれば、検察官による取調べは約1か月半の間に14回も行われ、短い時でも4時間30分、長い時には半日と長時

間にわたって実施され、かつ、取調べにおいては、検察官から再度の強制捜査の可能性、それによる会社の機能停止や市場評価の低下、逮捕の可能性等を明示されるなど誘導的・威圧的な発言がなされたため、本供述調書には馬田取締役の発言や認識と異なる内容が含まれていたものの、最終的に本供述調書に署名をしてしまったとのこと。これについては、馬田取締役の当時の手帳の記載内容やその他の事実と整合しています。

加えて、当社監査等委員会は、本提訴請求を受け、当社又は本提訴請求の対象者との間で利害関係のない独立した法律事務所である中村・角田・松本法律事務所を補助者として選任し、当社経営陣から独立して調査を実施し、本供述調書は信用性が低いと認定した上で、枝廣取締役及び馬田取締役が本件独禁法違反事案の受注調整に積極的に関与した事実は認められず、また、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はいえないと判断しております。

したがって、当社としては、3Dの本供述調書に基づく批判又は主張は、前提としての事実認識を誤っており、根拠がないと考えております。

- (3) 新中計は、3Dの当社への提案内容に比して、当社の実務を踏まえた具体的かつ実効的な企業価値向上策であり、当社の企業価値の向上については株主共同の利益に資するものであること

2023年8月17日付で3Dより受領した「貴社の飛躍的な企業価値創造のために」において、3Dは当社の企業価値成長案として「ガバナンス体制の整備」、「コア事業の収益性改善」、「余剰資産の最適化を通じた投資原資の創出」、「ハードルレートを上回る再投資」を挙げており、当社取締役会としても、株主・投資家からの貴重な意見として、他の施策も含めて詳細に検討をいたしました。一方で、3Dによる当社への企業価値向上策の提案について、2026年1月以降の当社株券等の大規模買付行為等に係る情報提供要請への回答を含め、「ガバナンス不全により市場株価が本源的価値を大きく下回っている」との主張が執拗に繰り返されるのみで、事業戦略や業績向上策における具体性・実効性が認められるような提案はなされておりません。加えて、3Dは当社グループの営む医薬品卸売事業等の事業や会社の経営に関する知識及び経験を有している必要はないとの考えを表明していることも踏まえると、今後議論を重ねた場合にも当社の状況に即した具体性・実効性の高い施策が提示される可能性は高くないものと考えられます。

当社策定の新中計は、前中計での積み残しや課題を踏まえ、当社を取り巻く事業環境の今後の変化を念頭に、社外取締役や外部アドバイザーを含む幅広い知見を活かし策定したものです。その内容は上記のとおり、当社の強みが十分に発揮される成長戦略と収益向上策、保有資産の抜本的な見直し、適切な財務戦略・株主還元方針、そしてそれを実行する最適な執行体制を通じて資本収益性の向上を目指すものです。新中計策定に際し、企業価値については株主共同の利益の向上が最大限図れるよう、資本市場を含む多様なステークホルダーの考えを反映させ、より当社の実態に即したロードマップを作成し、実効性を高めています。

新中計は、企業価値の向上に資する十分なスキルセットを有し、独立社外取締役が過半数を構成する取締役会の監督のもと、豊富な経験と知見を有する執行体制により推進するものであり、当社の企業価値向上については株主共同の利益の中長期的な向上を実現することを可能にするものであると考えております。

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

実質的な拒否権の取得

2月3日回答書によれば、本大規模買付者は、回答日時点において、16,023,534株（うち新株予約権付社債券に係る株券等 326,000株）保有しているとのことですが、これは議決権割合（本対応方針3.(1)①において定義され、2026年3月31日時点の総株主の議決権の数（646,598個）に対する割合をいいます。以下同じです。）にして24.66%にあたります。また、本説明書によれば、本大規模買付行為等が完了した後に本大規模買付者が有する当社株式は議決権割合にして27.02%となります。

この点、当社の2025年定時株主総会における議決権行使比率は約81.5%であるため、その3分の1である約27.17%の議決権数が当社の定時株主総会において会社法上の特別決議事項につき拒否権を有する議決権数であると考えられます。すなわち、本大規模買付行為等の実施により、ほぼ上記の議決権割合に達することになるため、本大規模買付者が特別決議事項について実質的に単独で拒否権を有することになると評価することができます。

なお、厳密には、本大規模買付行為等を上限まで実施してもわずかに27.17%には満たないこととなりますが、わずか0.15%程度の議決権割合に相当する数の当社株式に係る議決権を有する株主が本大規模買付者と同様に議決権行使した場合には、本大規模買付者の意向に沿った議決権行使結果が実現されることとなります。本大規模買付者がこれを達成する手段としては、本大規模買付者と協調して行動する株主を確保すること又はパブリック・キャンペーンを実施すること等が考えられますが、本大規模買付者が当社や他社に対する投資案件において、本大規模買付者の意見を公表するなどパブリック・キャンペーンを実施していることからすれば、議決権割合にして約0.15%という数値は極めて小さく、3Dにおいて容易に確保することが可能であるといえます（なお、現時点の3Dの議決権割合を前提としても、実質的な拒否権まで約2.51%しかなく、既に容易に確保することが可能な状態にあるといえます。）。また、今後の株主総会において議決権

行使率が低下する可能性もあることも鑑みれば、議決権割合が 27.02%になれば（場合によっては、それよりも小さい割合でも）、3D が特別決議事項について実質的に拒否権を有しているということが合理的です。

3D が特別決議事項について実質的に拒否権を有する場合、仮に 3D も要求する同業他社との経営統合等による業界再編が当社の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、特別決議事項である共同株式移転や株式交換等の組織再編、又は公開買付け及びその後のスクイズアウト取引による当社の非公開化を通じた経営統合は、3D の同意を得なければ実施できないこととなります。このように、企業価値ひいては株主共同の利益の向上に資する重要な経営施策が、特定の一株主の一存（例えば、統合比率が 3D の求めるリターン水準に達していないなどとして反対することが考えられます。）により阻害され得る歪な状況は、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。

経営に対するより重要な影響力の取得

3D が単独で特別決議事項に係る拒否権を有しているかにかかわらず、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。

具体的には、3D は、上記のとおり、特別決議事項について、容易に否決することが可能な状況になることに加え、普通決議事項についても、2025 年定時株主総会における議決権行使比率（約 81.5%）を前提とすれば約 40.8%が否決ラインとなり、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となります。また、3D は、本大規模買付行為等の実施により、信託口を除く実質的な第 2 順位の株主の議決権数の約 5.02 倍を有する圧倒的な筆頭株主となります。このように普通決議事項についても否決等される現実的な可能性がある状況においては、上場会社の経営陣としては、かかる圧倒的筆頭株主の意向に十分に配慮しなければならないことは当然といえます。この点、わが国において一般的な買収への対応方針（買収防衛策）の適用対象は 20%以上の株式取得とされることが多いところ（昨今は、より小さい議決権割合であっても、いわゆるアクティビストの経営に対する影響力が高まっていることを受けて、基準を 15%に設定する買収への対応方針も散見されます。）、これは対象会社の総議決権の 3 分の 1（すなわち、形式的にも特別決議事項に係る拒否権を有する割合）を超えない議決権割合であっても、対象会社の経営に重要な影響を及ぼすことが可能であるという考え方に基づくものであると考えられています。裁判例においても、買付後の買付者の所有割合が 27.57%となる公開買付けに対する対抗措置として行われた差別的新株予約権無償割当てが適法とされています（日邦産業事件（名古屋高決令和 3 年 4 月 22 日金融・商事判例 1635 号 2 頁））。

また、米国においても、アクティビスト・ファンドが 20%の株式を保有する圧倒的な

筆頭株主となる場合、支配権や明示的な拒否権を有していなくても、重要な会社の行為に十分な影響を与えられることになるとの懸念は合理的なものであるとした上で、アクティビスト等の対象会社への経営支配権の変更や経営への影響力の行使を目的とした投資家等については 10%以上の株式取得を適用対象とするライツ・プランについて、10%という基準は、アクティビストが会社の実質的所有者としての地位を獲得することを許容する水準であると認めた裁判例があります（Third Point LLC v. Ruprecht, No.9469-VCP, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014)）。

以上を踏まえれば、本大規模買付者の保有する議決権が形式的に特別決議事項に係る拒否権を取得する水準に至らないとしても、3D の過去の投資先に対する積極的な行動等も踏まえれば、本大規模買付者が 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し、当社経営陣が企業価値・株主共同の利益に適うと判断した経営施策を阻止し、あるいは自らの意向に沿った施策の実施を強要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。また、実際に 3D は、既に自らの議決権を背景に、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ことは上記第 2.のとおりであり、本大規模買付行為等の実施後においても同様の対応を行う可能性が高いことは明らかです。

追加取得による経営支配権の取得の可能性

加えて、3D は 2 月 3 日回答書及び 3 月 18 日回答書において、当該回答書作成時点において、本大規模買付行為等の実施後に当社株式を追加取得する予定はなく、検討もしていないと説明しつつも、本大規模買付行為等の実施後に当社株式を追加で取得する可能性は否定していません。

また、3D からは、本対応方針導入前において、2025 年 7 月 11 日から 1 年間の期間に、議決権割合が既に保有するものと合わせて最大 30%となるまで、市場内取引を通じて（市場外取引の可能性は否定されていません。）当社株式を一定程度追加取得することを決定した旨が伝えられていたことや、これまでの 3D の言動や投資行動を踏まえれば、本大規模買付者がかかる追加取得を行う可能性があると考えることがむしろ合理的です。

そのため、3D が本大規模買付行為等を行った場合には、その後一定期間が経過した後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。

- (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

会社の経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有することとなる株式を取得しようとする買付者は、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、

会社の経営については当該買付者以外の一般株主の利益に重大な影響を及ぼし得るため、当該買付者は、一般株主が当該買付者による経営支配権ないし経営に対する重要な影響力の取得の是非を適切に判断できるよう、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。

経済産業省が2023年8月31日に公表した「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—」（以下「買収指針」といいます。）においても、上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき原則の一つとして透明性の原則（第3原則）を掲げ、「短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面においては、買収が企業価値に及ぼす影響を理解した上で株主が買収に応じるか否かの判断をできるよう、買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、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、資本市場や対象会社に対して適時、任意の方法で行うことが望ましい」とするほか、「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。これらは、経営支配権の取得に至らない程度であっても、経営に対して重要な影響力を有することになる株式を取得する場面においても当てはまります。

しかしながら、3Dは、本説明書、2月3日回答書、3月18日回答書及び4月17日回答書において、当社の企業価値向上策として終始ガバナンス体制の整備を繰り返し、あたかもガバナンスの整備が企業価値向上に向けたあらゆる当社の経営課題を解決するような主張を行っています（なお、3Dが当社に対して提言するガバナンス水準については、現時点においてその大部分が構築されていることは、上記1.(2)のとおりです。）。また、3Dは、これまでの対話においても、ガバナンス体制の整備、事業ポートフォリオの検証や余剰資産の見直しを前提とした900億円規模の自己株式の取得、同業他社との統合に尽き、具体的な経営方針や企業価値向上策を一切提示していません。

また、3Dは、上記第2.の2.(2)のとおり、現在に至るまで、当社のガバナンスや企業価値向上策に係る主張を二転三転させ、その変遷についても合理的な説明を提示していません。さらには、当社が一貫して建設的な対話を行うことに努め、3Dからの要求についても、企業価値向上の観点から有益であると判断した事項は自ら実施し、また、ガバナンスの改善のために様々な施策を実施しているにもかかわらず、これらについて一切考慮せず、ただ自らの要求をし続けるのみであり、当社として3Dとの建設的な対話は困難であると考えざるを得ない状況にまで至っています。その上、3Dがガバナンスの整備が企業価値向上に向けたあらゆる当社の経営課題を解決するような主張を繰り返していることに鑑みれば、3Dは、株式取得後の当社の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と判断せざるを得ません。

このような3Dの姿勢は、3Dが、上記第2.の2.(3)のとおり、自らの短期的な利益の追求のみに関心があり、当社の中長期的な経営方針や企業価値向上策に一切の関心がないことを示していると考えられます。また、かかる3Dの姿勢は、株主の皆様をはじめ多数

のステークホルダーを抱える当社の経営に対する重要な影響力を有する者として、無責任と言わざるを得ず、3Dが当社の経営に対するより強い影響力を有することになる場合、当社株主、投資家その他のステークホルダーとの関係に悪影響を与え、企業価値ひいては株主共同の利益の毀損につながるおそれがあります。

なお、2月3日回答書によれば、3Dは、本大規模買付行為等により当社の経営支配権を取得する予定がないことを理由として、本大規模買付行為等の後における当社の経営方針を具体的に示さないことを正当化しようとするようです。しかし、上記第2の1.のとおり、そもそも3Dによる本大規模買付行為等が経営支配権の取得を目的としない純投資であるとの主張は合理性に欠けることに加え、上記のとおり、会社の経営に対する重要な影響力を有することになる株式取得を行う者は、当該会社及びその他の株主が当該株式取得の是非やそれに対する対応を判断することを可能にするよう、株式取得後の当該会社の経営方針を示すべきであり、3Dの主張は受け入れられません。

- (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

医薬品卸売事業を中核事業とする当社の特性として、医薬品を供給する製薬メーカーや医薬品を取り扱う医療機関、薬局等の取引先との継続的かつ長期的な関係を維持・強化していくことが、当社に収益を生じさせる基盤となり、企業価値を中長期的に向上させていくためには必要不可欠です。また、当社は、「安心・安全な医薬品流通」という使命を果たすことを通じて、すべての人に平等に提供されるべき社会の基本かつ重要なインフラである医療を支える企業集団であり、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必要があります。その着実な実施により社会全体や取引先からの信頼が構築され、当社の企業価値の基礎を構成しています。

しかしながら、上記第2の2.のとおり、本大規模買付行為等の目的は、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、そのようなことが起これば、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。

具体的には、例えば、3Dが提案する、当社が保有する3つの物流施設のセール・アンド・リースバックによる流動化は、下記(4)のとおり、短期的には売却益の計上等により損益が改善する可能性があるものの、当該売却益は一時的なものであり、中長期的にはリース料負担の増加により営業利益及びキャッシュフローに対する下押し要因となることが想定される他、リース契約期間満了時の更新交渉において貸主側の交渉力が強まる構造に起因して長期コストの予見可能性が低下するなど、当社の物流・製造資本及び財務資本を制約する懸念があります。

また、3Dが提案する、不採算取引の整理・縮小施策や、営業拠点の統合、バックオフ

イス・間接費の削減といったコスト改善施策等についても短期的には利益向上が見込めるかもしれませんが、不採算を理由とした医療機関への配送頻度の低下や営業拠点の統合による物流ネットワークの縮小を進めた場合、取引先が求める安定供給の要求を満たさないとして、今後の取引受注に悪影響が生じる懸念があります。バックオフィス機能は取引先が求める安定供給の基幹であり、短期的なバックオフィス・間接費の削減施策を進めた場合には、当社の安定供給を支えるインフラの劣化を招き、製薬メーカーの医薬品卸選定基準に対する適合性を損なうおそれもあります。このように、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、今後の新たな収益機会を喪失するおそれがあります。

加えて、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、それにより得た資金を基に大規模な株主還元を行う場合、当社の政策保有株式には取引先の株式が含まれるため、当該取引先との信頼関係を毀損することが予想されることに加え、適切なタイミングで売却して得た資金を利用して必要な成長投資を実施できないことになり、その結果、中長期的に当社の競争力が低下し、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。上記 1.の(1)のとおり、当社として、そのような施策を実施して資本効率を改善することを否定するものではなく、むしろ重要な経営方針として位置付けているところですが、これらは、当社の取引先との関係や事業や中長期的な成長への影響に適切に配慮しながら進めていく必要があります。当社の事業構造や特性を理解せず、短期的利益のみを過度に追及すれば、当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれがあります。

さらに、上記のとおり、当社は公共性の高い社会インフラとしての使命を果たしていく必要がありますが、上記のように、短期的な利益の追求により、当社の供給能力が著しく低下し、平時・有事を問わない全国各地への安定供給や品質管理体制の維持・向上が疎かとなった場合、当社の社会インフラとしての公共性を失わせる結果となる可能性を否定できません。短期的な利益の追求は、一時的には資本効率が向上する可能性があるものの、社会的インフラとしての責任を担う当社においては、中長期的には取引先からの信頼を損ねるものとなり、結果として資本効率の低下を招く可能性があります。当社として資本効率の向上を目指しているものの、社会インフラとしての使命を果たす上では、その前提として、取引先からの信頼を維持・向上させることが不可欠です。取引先の当社に対する信頼は、当社の高い公共性に対する信頼を前提とするものであり、かかる公共性が一度失われることとなれば、当社の取引関係に重大かつ不可逆的な影響を及ぼすこととなります。

したがって、3D が当社に短期的利益の追求のみを強制した場合、当社の中長期的な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と考えられます。

- (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

3Dは、2月3日回答書及び3月18日回答書において、3Dは当社の取締役会の意思決定に影響を及ぼすことはできず、当社の経営判断は当社取締役が行うものであり、当社の経営支配権を獲得するつもりはないため、医薬品卸売事業等の事業についての知識及び経験を有している必要はないと主張しています。これは、当社の営む医薬品卸売事業等についての知識及び経験を有していないことを自認しているものです。

以下の3Dの主張を踏まえると、3Dによる当社の経営施策や当社を取り巻く経営環境に関する理解は誤っています。

実現性に欠ける資本収益性向上への主張

本説明書によれば、3Dは、当社は実力に基づけば、15%程度のROICを稼ぎ出すポテンシャルを有していると主張しています。しかし、3Dが主張する実力に基づく評価とは、ROICを資産サイドのみで評価するものであり、3Dが定義する非事業用資産や事業用資産を見直すことにより、ROICの分母である投下資産から除外することで、ROICを引き上げる主張に他なりません。本来、ROICは資産サイド、負債・資本サイドの両面から検証を行うべきもので、これは、ROICが企業の資産効率のみならず、調達した資本全体に対してどの程度の収益を創出しているかを測る指標であるためです。すなわち、投下資産は負債・資本により調達された資金により形成されているものであり、資産の圧縮や売却により創出される資金の使途や資本構成の変化を踏まえて初めて、当該ROICの変化が企業全体としての資本効率の改善につながるかを評価することが可能となると考えております。しかしながら、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しています。特に、3Dによる事業用資産の適正化によるROIC向上の主張は、当社の企業価値の源泉である事業資産の保有意義を検証することなく主張しているものであり、資産サイドから見たROIC評価を行う場合、分母である投下資産から事業用資産を除けば、資産サイドから見たROICが向上するのは当然であり、その主張自体は単なる数字の提示にとどまるものと考えます。実際、ROICの向上は3Dによる当社の企業価値向上策における根幹であると考えられるにもかかわらず、3月18日回答書においては「参考情報である」と弁明しており、その論拠の薄弱性が窺われます。

具体的には、3Dは事業用資産の最適化手段として、当社が保有する3つの物流施設をセール・アンド・リースバックにより流動化することを提案しておりますが、セール・アンド・リースバックは資産効率改善の一手法として一定の有効性を有するものの、当社の物流拠点は医薬品卸売事業の安定供給体制を支える基幹インフラであり、その配置及び機能は事業運営と密接に連動していることから、その適用については慎重な検討が必要であると考えております。また、会計上も、セール・アンド・リースバックにより有形固定資産が減少する一方で、リースバックに伴い使用権資産及びリース負債が計上されることから、バランスシート上の実質的な資産効率の改善効果は限定的となる可能性があります。さらに、短期的には売却益の計上等により損益が改善する場合があるも

の、当該売却益は一時的なものであり、中長期的にはリース料負担の増加により営業利益及びキャッシュフローに対する下押し要因となることが想定されます。加えて、運転資本についても、当社以外の大手医薬品卸売業者との比較をもとに、その圧縮を主張していますが、医薬品卸売事業においては、医療機関・薬局との取引慣行や医薬品の安定供給責任等を踏まえた与信管理及び在庫水準の確保が求められることから、単純に他社水準との比較のみをもって一律に改善余地を評価することは適切ではないと考えております。このように、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らず、当社実態にそぐわない机上の空論にとどまります。

さらに、3Dは、非事業用資産の最適化として、現預金、政策保有株式及びその他有価証券の売却等により資金創出余地があるとしています。当社としても、資産効率の向上に向けた非事業用資産の見直しは重要な経営課題であると認識しており、新中計においても、政策保有株式の縮減や保有資産の流動化等を通じた資産効率の改善を計画的に進めることとしております。その上で、現預金については、医薬品の安定供給責任や運転資本の特性、外部環境の変動等を踏まえ、一定の手元流動性を確保することが必要であり、単純な比率に基づき余剰資金を算定することには制約があると考えております。政策保有株式については、上記(3)のとおり、取引関係や事業上の連携等を踏まえた段階的な見直しが必要であり、資本効率の向上と事業運営の安定性の双方を勘案しながら対応していく必要があります。さらに、その他有価証券についても、投資リターンのみならず、事業戦略上の位置付けや中長期的な価値創出への寄与等を踏まえた総合的な判断が必要であると考えております。このように、資産の最適化については、個別資産の性質や事業への影響を踏まえた上で、段階的かつ実効性のある形で進めていくことが重要であると認識しております。

なお、当社は、新中計において資本効率の改善を明示しているとおおり、保有資産の見直しを行い、ROICやROEといった資本効率性を高めていく取り組みを行ってまいります。この取り組みは当社の競争優位性を維持向上させ、また資本収益性を高めることを目的としているものであり、金融資産や事業用資産を対象に聖域なく見直しを行い、最適化・効率化の達成を目指すものとなります。

当社及び医薬品卸売業界の経営環境・事業構造に対する理解の欠如

さらに、3Dは、2025年12月に公表した「東邦HDの企業価値を蝕む病理について」と題する資料において、当社の事業に関する問題を指摘し、企業価値を毀損していると主張しています。具体的には、医薬品卸売業界に商慣習として存在する、(i)個別品目ではなく全品目で価格を合意する総価契約、(ii)医療機関への納入後に価格が合意される未妥結・仮納入、並びに(iii)医療機関への販売価格が仕入価格を下回る逆ザヤ及び製薬メーカーからのリベートへの依存が当社による価格決定権の放棄であるとし、(a)1日に複数

回の頻回配送や急配、(b)同一商品の重複物流が顧客に付度した非合理的なオペレーションであると批判しています。また、3D は、上記の商慣習が完全に解消していないことが国からの是正勧告の無視であるとし、また、出所の不明な従業員口コミサイトのコメントや関連性のないガバナンス特別委員会委員長の発言を根拠に現場レベルで改善を諦めていると批判するとともに、当社が粗利率の低下・薄利多売の状況を放置していると批判しており、4月17日回答書においても、かかる不合理な商慣習が依然として残存している中、業界横並びでの自律的な改善には限界があり、当社を含む各社が、それぞれの経営判断として、かかる商慣習の是正を図ることが求められると主張しています。

しかしながら、これらは川上の製薬メーカーと川下の医療機関の間の中間物流に位置する医薬品卸の業界全体に存在する課題を一般論として示したものに過ぎません。医薬品卸業界全体に存する解決が難しい課題であるからこそ、厚生労働省により「医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が遵守すべきガイドライン(流通改善ガイドライン)」が策定・改訂されているのであり、業界全体で解消に向けて取り組んでいるものです。また、少なくとも当社においては、流通改善ガイドラインを基に取引先との交渉に取り組んできており、総価取引交渉の是正、逆ザヤ(医療機関に対する販売価格が仕入価格を下回ること)の改善、基本的に1日1回配送等による頻回配送の改善を実現しています。さらに、薬価改定による薬価の低下、モダリティーの変化による相対的に粗利率の低い新薬創出加算品・特許品の割合の増加、相対的に粗利率の高い長期収載品・ジェネリック品の減少等を背景に粗利率が低下していることは事実ですが、中間物流に位置する医薬品卸の一社である当社の努力のみで全てを改善することは構造上困難な問題です。そのような状況の中でも、当社は、流通コストの適正化や保険外の周辺ビジネスへの展開など粗利率改善に向けた取り組みを行っています。

このように、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。

上記のとおり、3Dは、当社が営む事業に関する運営経験や理解・ノウハウに加えて、当社の経営施策や当社を取り巻く経営環境に対する理解を欠いており、そのような者が当社の経営に対する強い影響力を有することになれば、新中計の実行を含む当社の提案する企業価値向上に向けた施策の遂行が妨げられたり、本大規模買付者の短期的な利益を追求するために提案された当社の事業等に対する理解のない施策を強制されかねず、当社の企業価値ひいては株主共同の利益が大きく毀損される可能性が否定できません。

- (5) 本大規模買付行為等により当社の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(まとめ)

以上のとおり、3Dは、本大規模買付行為等により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、当社の経営方針を具体的に示していないことに鑑みれば、自らの短期的な利益を追求することにのみ関心を有していることは明らかです。3D

が自らの短期的な利益を追求する場合、取引先からの信頼を喪失し、当社の収益機会の喪失を招くことに加え、当社の事業の経験及び知識を有していないことは明らかであることに鑑みれば、3D が当社の経営に対する影響力をさらに高めた場合には、当社の経営に混乱を生じさせるほか、当社の現経営陣による企業価値向上のための施策の遂行に支障をきたし、又は短期的な利益追求のための施策を強制される可能性があり、本大規模買付行為等が行われた場合、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と考えられます。

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

- (1) 3D のこれまでの当社に対する提案内容及び過去の投資事例における提案内容に鑑みれば、重要な影響力を背景に、自己の短期的利益の追求を優先し、一般株主の利益を犠牲にする可能性があること

上記第2の2.(3)のとおり、3D は、富士ソフトへの投資事例において、自ら主導した非公開プロセスにおいて選定された PE ファンドによる公開買付けに際して、対抗提案がなされても撤回できない応募契約を締結しています。そのため、その後、他の PE ファンドにより、より高い買付価格での対抗提案が行われたにもかかわらず、3D が当該応募契約に従って公開買付けへ応募する旨を表明し、富士ソフトとしても、かかる表明を受けて、対抗提案について実現可能性がないものと判断せざるを得なかったものと考えられます。このような 3D の対応は、自らが主導した非公開化プロセスで選定した買付者による公開買付けに対する対抗提案の機会を実質的に阻害し、より高い価格での売却の機会を享受するという、一般株主の共同の利益を全く省みず、自らの株式の売却（自らの利益の早期かつ確実な実現）を優先したものといえ、まさに 3D と一般株主との間で利益相反が生じていたといえます。

このような 3D の対応を踏まえると、3D は、当社の企業価値や株主共同の利益を犠牲にして、自らの短期的利益のみを追求する可能性があるといわざるを得ません。

- (2) 一般株主との間における利益相反が存在するにも関わらず、利益相反回避に関する方針や配慮を一切示さないこと

3D と一般株主との間における利益相反が存在すること

3D は、すでに議決権割合 24.66%に相当する当社株式を保有しており、本大規模買付行為等が実施されれば、当社に対してさらに影響力を高めることとなることから、いわゆる一般株主の皆様とは立場が異なり、投資回収に係る方針や想定する時間軸等により、中長期的な企業価値の向上を志向する当社の一般株主の皆様との間に利益相反が生じる可能性があります（経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」（2022年7月19日公表）80~81頁参照）。仮に企業価値の向上

による投資リターンという大きな意味で利益を共通にしていたとしても、想定する投資の時間軸をはじめとして、その詳細や実現のための方法等について考え方が異なれば、利益相反が生じ得ることになります。

特に、投資家株主からの提案の中には、短期的視点や利己的な部分を隠した提案なども含まれ得ることを念頭に置いて検討する必要があるとの指摘がなされているところ、上記第2の2のとおり、3Dの現在に至るまでの提案内容に鑑みれば、3Dはかかる影響力を背景に、短期的な利益の追及のため3Dの要望するコーポレートアクションを実行させることを目的としていると考えられます。そのため、中長期的な視点で当社に投資する当社の一般株主との間で、利益相反が生じる可能性が高いと考えられます。

加えて、3Dは、2月3日回答書において当社株式を合理的な参加率を前提としても数年間のうちに売却することが可能であるとしていますが、大量の株式が長期間にわたって市場内で売却されることが実行された場合、もしくはその方針が公表されたり、その蓋然性が高いと株式市場で判断されたりする場合、一般的に株価に下押し圧力がかかることから、3Dによる投資回収との関係でも、方針次第では一般株主の皆様との間で利益相反が生じる可能性が高いといえます。

他の株主との間で利益相反や構造的強圧性は存在しないとする3Dの主張は、いずれも根拠がないこと

3Dは、2月3日回答書において、①中長期保有株主と時間軸が一致していること、②方法論の相違による利益相反は生じないこと、③本説明書の公表により株価が上昇していること、④濫用的買収者としての類型に該当しないこと、⑤「構造的な強圧性」が存在しないことを理由に、他の株主との間で利益相反や構造的な強圧性は存在していないと主張しています。

しかしながら、①については、3Dが2025年5月27日付で公表した「東邦ホールディングスの企業価値最大化に向けて」と題する資料においても、2029年3月期を目線とした当社の実行計画について「時間軸が長期」であることを理由にネガティブに評価していることを踏まえると、3Dと他の中長期保有の株主と時間軸が一致しているとは考えにくいといえます。なお、3Dは、償還期限を設定しないオープンエンド・ファンドであることに加え、3月18日回答書において、保有する個別銘柄についての想定保有期間や売却方針、利回り等を定めていない旨主張していますが、オープンエンド・ファンドとして、明確な想定保有期間等を定めていないことと、短期的な時間軸による投資は相反するものではなく、経済合理性を追求する投資ファンドとして、上記第2の2のとおり、短期的な利益を追求することが考えられます。

②については、最終的な経営判断を行うのはあくまで当社の取締役であることを理由に、方法論の違いによる利益相反は生じないと主張していますが、3Dは、既に保有する議決権を背景とする影響力の行使により、当社の取締役に自らの意向に従った経営判断を強制しようとしているのであり、3Dの行為は「株主として最善と考える意見を述べる

に留ま」るようなものではまったくないことは上記第 2.の 2.のとおり明らかであり、主張の前提が事実と反しています。

③についても、本説明書受領公表翌日の当社株価の上昇は、株式市場が本大規模買付者（その特定株主グループを含みます。）を短期的な利益を追求するものとして捉え、短期的な株価上昇に期待した一時的な買いが集まった可能性も否定できません。現に 2026 年 1 月 19 日終値は 1 月 16 日株価を上回っているものの、過去 1 か月や 3 か月における平均株価と同水準であることを踏まえると、3D の主張するような裏付けにはなりません。

④についても、3D は、ニッポン放送事件東京高裁決定が示した 4 類型に該当しないことをもって、利益相反を回避する方策であると主張していますが、3D が引用する買収指針においても、当該類型について、「これは強力な対抗措置（作成者注：「経営支配権者を別の第三者に確定させる「第三者割当型」という強力な対抗措置）」が用いられた事案におけるあくまで例示であり、これ自体が適法性の外延を定めるものではないことには留意が必要である」旨が明示的に記載されており（同指針脚注 83）、当該 4 類型に該当する行為をしないことにより、利益相反を回避できるとの主張は、3D が裁判例の解釈を誤っていることを自ら表明しているものといえます。

⑤についても、本件において強圧性が存在することは、下記 4.のとおりです。

したがって、3D の主張は、いずれも一般株主の皆様との間の利益相反を否定するような根拠にはなり得るものではなく、むしろ 3D が一般株主の共同の利益を理解していない（あるいは無視している）ということをも裏付けるものといえます。

以上のとおり、3D と一般株主の皆様との間において利益相反が生じる可能性が高いことは明らかであるにもかかわらず、3D は、これまでの回答において、企業価値向上を唯一無二の目的とする以上、一般株主の皆様との利益相反は存在しないと主張するのみで、利益相反に配慮するための具体的な対策についても一切説明していません。このように、3D は、一般株主の皆様との利益相反の問題やそれに関連する一般株主の皆様との保護の必要性について、具体的な方策を示さないばかりか、問題意識を理解しておらず、一切の理解や配慮すらしようとしていません。したがって、3D が当社に対してさらに影響力を高めた場合、一般株主の皆様との利益が犠牲になる可能性が否定できないといわざるを得ません。

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

本大規模買付者による現在の議決権割合にして 24.66%に相当する当社株式の取得は、その大部分が、ほぼ情報開示がなされない状況において市場内買付けによって行われたものであることに加え、上記第 3.の 2.(2)のとおり、本大規模買付行為等についても十分な情報

開示は行われずに市場内買付けによって行われることとなります。また、上記第 3.の 2.(1)のとおり、本大規模買付者においては、本大規模買付行為等後に当社株式を追加取得する可能性があります。

このように、十分な情報開示をせずに市場内買付けにより徐々に株式を買い増し、会社の経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有するに至る株式を取得する行為については、その過程で買付者から株式を売却した株主に対して適切な支配権プレミアムが支払われないこと、また、市場内で一定割合の株式を取得した買付者が後に対象会社の非公開化を実行する場合等には、当該買付者が既に一定割合の株式を保有しているために対抗提案がなされる可能性が低下し、それに起因して一般株主に支払われるプレミアムが低下することが指摘されており、このような買付手法については株主共同の利益を損なうおそれがあります。

以上からすれば、本大規模買付者による本大規模買付行為等は、一般株主に対して適切な支配権プレミアムを支払うことなく当社の経営支配権が取得されるリスクに当社の一般株主を晒すことになるものであり、当社の株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

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

上記第 3.の 2.(1)のとおり、3D は、本大規模買付行為等により、当社に対して影響力をさらに高めることとなる上、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していないのであれば、一般株主が本大規模買付行為等後に当社の企業価値が損なわれるか否か、すなわち本大規模買付行為等に応じるか否かを判断できるよう、一般株主の皆様に対し、本大規模買付行為等後の当社の経営方針を十分かつ適切に説明すべきであるといえます。

この点、本説明書、2月3日回答書、3月18日回答書及び4月17日回答書においては、一定の情報を開示しているようにも見受けられるものの、その実質については、経営方針ないし企業価値向上策として、ガバナンス体制の整備という抽象的な主張を行うのみであり、経営支配権の取得を目的としないことを理由として、その他に経営方針ないし企業価値向上策を一切示していません。また、当社に対するガバナンス水準の提言も、いずれも一般的なガバナンスに関する議論を並べるのみで、当社の実情を踏まえた提言となっております。

また、本大規模買付行為等の是非を判断するためには、本大規模買付者（その特定株主グループを含みます。）の実態、投資行動について把握することが極めて重要です。それにもかかわらず、経営支配権を取得するものでないことを理由に最低限の情報を回答するのみで、それ以上の情報については回答を拒絶しています。

以上のとおり、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といえます。

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

上記第3.の2.(1)のとおり、本大規模買付者は、現在、議決権割合にして当社株式の24.66%を保有しており、本大規模買付者が本大規模買付行為等を行った場合には、本大規模買付者の議決権割合は27.02%まで上昇し、3Dが当社の経営に対するより強力な影響力を有することになる上、本大規模買付行為等の後の追加取得の可能性が否定されていない中では、最終的に3Dが当社の経営支配権を取得する可能性があり、一般株主としては、その可能性も想定する必要がある状況にあります。一方で、当社の一般株主のうち本大規模買付行為等に応じなかった株主の皆様は、本大規模買付行為等の後も引き続き当社の株主であり続けることとなります。

このような本大規模買付行為等については、当社の株主の皆様が、3Dが当社の経営に対して強い影響力を有する状況の下では当社の企業価値が損なわれると考える場合又は（本大規模買付行為等後の経営方針等の情報が不十分であること等により、企業価値が損なわれるか否かを判断できないため）当社の企業価値が損なわれるおそれが否定できないと考える場合において、そのような会社に一般株主としてとどまることにより、企業価値が損なわれ、保有する株式の価値も減少してしまうことを甘受するよりは、たとえ買付けの条件に不満があってもこれに応じることで、保有株式を現金化し、会社から退出することにインセンティブを持つことになるため、構造的な強圧性が存在することになります。

そして、上記第3.の2.のとおり、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、また、上記第3.の2.(2)のとおり、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、その他にも本大規模買付行為等の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ます。このような状況においては、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こととなるため、本大規模買付行為等には一般株主の皆様に対する強圧性があります。

さらに、本大規模買付行為等は市場内買付けの方法により行われるところ、市場内買付けについては、公開買付けの場合と異なり、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。なお、3Dは本説明書や各回答書の公表によって本大規模買付行為等について一定の情報開示は行っているものの、株主の皆様が本大規模買付行為等の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ことは上記3.のとおりです。

したがって、本大規模買付者による本大規模買付行為等には、一般株主の皆様に対する強圧性があり、かかる強圧性を可能な限り解消するため、本対応方針及びそれに基づく本対抗措置の発動が必要になると考えております。

二 独立委員会に対する諮問及び同委員会による勧告

上記のとおり、当社取締役会は、本大規模買付者による本大規模買付行為等の是非について、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の確保・向上の観点から評価し、大規模買付行為等に対して本対抗措置を発動することの是非について検討を重ねてまいりました。かかる過程において、当社取締役会は、本対応方針に従い、当社取締役会による恣意的な判断を防止し、本対応方針の運用の公正性・客観性を一層高めることを目的として、当社の独立社外取締役3名によって構成される独立委員会に対して、本大規模買付行為等が当社の企業価値又は株主共同の利益に与える影響についての評価をした上で、本大規模買付者が本大規模買付行為等を行った場合に、本対抗措置を発動することの是非等について諮問を行いました。そして、本日、独立委員会から、独立委員会委員の全員の一致により、株主意思確認総会において本対抗措置の発動に関する議案が承認されていることを前提として、本大規模買付者が本大規模買付行為等を行った場合に、当社取締役会が独立委員会の意見を踏まえて合理的に定める時点で、本対抗措置を発動することは相当であることを内容とする勧告書（以下「本勧告書」といいます。）を受領しました。本勧告書の要旨は以下のとおりです。

I. 以下に掲げる理由から、本大規模買付者が、本大規模買付行為等を行った場合、当社の企業価値及び株主共同の利益を毀損するおそれがあると思料する。

1. 当社の企業価値の源泉は、取引先との継続的かつ長期的な関係及びこれを支える経営資本である

- 当社の中核的事業は医薬品卸売業であり、当該事業の維持・成長が企業価値の維持・向上に不可欠である。医薬品卸売業の維持・成長のためには、その事業構造上、製薬メーカー及び医療機関・薬局（以下「取引先」と総称する。）から医薬品卸として選定され、当該取引先と継続的かつ長期的な関係を維持・強化することが必要不可欠である。
- 取引先との継続的かつ長期的な関係の維持・強化のためには、当社に対する取引先の要請に応えることが不可欠である。取引先が当社に要請する機能・能力は、「安定供給責任」、「品質管理とトレーサビリティ」、「情報伝達と情報還元」、「有事対応力」、「長期にわたり共に社会的使命に応えようとする姿勢」等多岐にわたる。これらに応えるべく「適正な品質管理と安定供給体制の確立による信頼ある医薬品サプライチェーン」としての多面的な機能・能力の強化を図ることが不可欠である。そして、当該要請に応え続けることが長期にわたる取引関係の存続を可能にし、将来の収益の源泉となる。
- 取引先との継続的かつ長期的な関係の維持・強化のためには、これを支える経営資本の維持・強化が重要である。具体的には、社会資本（取引先をはじめとする各パートナーとの信頼関係・連携）、物流・製造資本（全国をカバーする物流ネットワーク）、知的資本（事業で培ったノウハウと蓄積したデータを活用した取引先の課題解決への貢献）、及び財務資本（事業活動を支える強固な財務基盤）であり、現に当社はこれら

の維持・強化に注力している。

2. 短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先した場合には、当社の企業価値の源泉ひいては中長期的な企業価値が毀損するおそれがある

- 短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先した場合、かえって当社の企業価値の源泉を損なう懸念がある。すなわち、短期的に損益や投資効率を上昇させる施策は、各々を単独で見れば一定の合理性を有することもある。しかし、当社の企業価値の源泉に対する理解や配慮を欠いた場合、たとえ一時的には損益や投資効率に係る数値が上昇したとしても、中長期的にみれば企業価値の源泉が損なわれ、将来キャッシュフローの総和が減少し企業価値の源泉が損なわれる懸念がある。例えば、短期的に損益や投資効率を上昇させる施策としては、不採算取引の整理・縮小（不採算の基幹病院や僻地医療機関への配送頻度の低減等）、コスト構造の合理化（営業拠点の統合施策等）、バランスシートの見直し（現預金の最小化等）、投資効率の追求（定量的な投資効率に偏った投資等）等が考えられる。なお、当委員会は、短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させる施策を講じること自体を否定するものではない。当社自身も、当社の企業価値の源泉に対する影響を十分に考慮に入れて、損益や投資効率に係る数値を改善するための施策を必要な範囲で着実に実施している。
- 当社の企業価値の源泉が毀損した場合、ひいては当社の中長期的な企業価値の毀損に繋がる懸念がある。すなわち、短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先したことにより、取引先からの要請に応えられず、その結果、取引先からの信頼を失い、医薬品卸として当社が選択されない懸念がある。この場合には、高採算品目の取扱機会の喪失、出荷調整品目の配分順位低下、販売チャネルでの競争力低下、MR-MS 連携機会の縮小、データビジネス・新規事業からの排除等を通じて当社の収益機会の喪失を招く懸念がある。
- また、近時の医薬品卸売業の事業環境を踏まえると、取引先との継続的かつ長期的な関係の維持強化の重要性と難易度が更に増している。すなわち、取引先が医薬品卸を選別する傾向を強めており、医薬品卸間の競争激化により取引関係が縮小したり、場合によっては失ったりする可能性が高まっている。また、医薬品卸が公共インフラとしての安定供給責任を負いながら、収益性は低位にとどまる傾向も顕著となっている。
- さらに、いったん当社の企業価値の源泉が毀損した場合、その修復は困難である。すなわち、取引先との継続的かつ長期的な関係は、長期間を通じて取引先の要請に応えつつ安定的な供給を行ってきた結果として得られるものである。一度その関係が毀損された場合、再び同等の投資・努力を投じたとしても、一度失われた信頼関係を容易に元の水準に戻すことはできず、当該信頼関係がいったん毀損・消滅すれば悪影響は長期に及ぶ。そのため、短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先して企業価値の源泉たる取引先との継続的かつ長期的な取引関係を毀損することは、同時に当社の長期的な事業基盤を回復困難な形で毀損する危険を孕むため、当

社の中長期的な企業価値を毀損する懸念がある。

3. 本大規模買付者は、当社の重要な意思決定に重要な影響を及ぼし、当社に対して短期的な損益や投資効率に係る数値の上昇のみを優先させることを意図している

- (1) 本大規模買付者が保有する議決権割合は、客観的にみて当社の重要な意思決定に重要な影響を及ぼし得る水準にあり、本大規模買付行為等及び更なる追加の買い増しによって、更にその影響が強まる
- 当社の現在の株主構成に照らすと、本大規模買付者が、現時点の保有株数であっても当社の重要な意思決定に重要な影響力を有していることは明らかである。すなわち、本大規模買付者は 24.66%の議決権割合を有する圧倒的な筆頭株主である。また、当社の過去の定時株主総会における議決権行使比率を前提とすると、本大規模買付者は、単独で普通決議事項の決定に必要な議決権比率の 6 割超の株式を保有し、特別決議事項に至っては単独で否決し得る水準の株式を保有している。このことだけでも、本大規模買付者は当社の重要な意思決定に重要な影響を及ぼすことができる地位にあるといえる。さらに、第 2 順位以下の株主構成や 3D が継続的に一般株主向けに議決権行使等に係るパブリック・キャンペーン等の働きかけを行っていること等も踏まえると、当社の重要な意思決定に重要な影響力を有していることは一層明らかである。
 - また、3D による過去の投資事例を見ても、当社における本大規模買付者の保有株式数が十分な影響力を有することが裏付けられる。すなわち、3D による過去の投資事例においては、20%前後の株式を保有する 3D による様々な提案・キャンペーン・株主提案等を受けて、投資先企業が株式の非上場化の実施・検討、取締役の受け入れ、不動産事業の売却等の重要な意思決定を行っている。当該投資事例は、20%前後の保有比率程度ですら投資先の重要な意思決定に影響を及ぼし得ることを物語るものであり、当社において上記の保有比率を超えるないし同程度の株式を有する本大規模買付者が当社の重要な意思決定に重要な影響力を有することの証左といえる。
 - 以上のとおり、本大規模買付者は、現時点においても、当社経営陣に自己の意向に沿った施策を実施させることが可能な程度の株式を保有している。実務上は、上場会社の経営陣として、日々の業務執行から中長期の事業運営方針に至るまで幅広い重要な意思決定を行うに際して、斯様な本大規模買付者の意向に十分配慮せざるを得ないことは、論を俟たない。
 - 本大規模買付者は、本大規模買付行為等やその後の追加買い増しにより、当社への影響力を更に高める可能性がある。すなわち本大規模買付者の影響力は本大規模買付行為等により更に強まり、本大規模買付者が本大規模買付行為等後に 27%を超える株式を追加取得することで更に高まる可能性も否定できない。
- (2) 本大規模買付者は、高い議決権割合を背景として、当社に対し、短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることを優先させることを意図している

- 3D は、ファンドである以上、利潤を得る形で当社株式の取得に投じた資金の回収を図らなければならない。オープンエンド・ファンドであったとしても、出資者から適時に相応の投資成果を要請される構造上、短期的な株価上昇や投資回収を志向する可能性があることは何ら否定されない。3D の当社への提案・当社株式の買い増しの経緯を踏まえると、3D は、実際にも高い議決権割合を当社に対する影響力行使の手段として利用している。すなわち 3D は、2023 年頃から当社に対するエンゲージメントを開始した。それ以降 3D は、3D の望む施策を当社に提案し、自らの提案が受け入れられない場合は保有する議決権数を増やした上で、株主提案、臨時株主総会の招集請求、役員選任議案に対する反対キャンペーン、提訴請求等による役員個人の責任追及等を示唆・要求することによって、当社に対する影響力を高める行動を繰り返している。当該行動は、3D が株式の買い増しの影響力を自覚し、高い議決権比率を当社経営への意思決定に対する影響力を行使する手段として利用する意図・目的を有していることを推認させる。
- 3D は、当社の企業価値の源泉に対する理解や配慮をせず、当社に対して短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先させる意図を有している懸念がある。第一に、3D による過去の投資事例を見ても、3D が短期的な損益や投資効率に係る数値の上昇を志向していることが裏付けられる。すなわち 3D は、過去の投資事例において、当社のケースと同程度の議決権割合まで株式を買い増しつつ、損益や投資効率に係る数値の短期的な上昇に重点を置いていると考えられる提案・要求を行い、実際にその一部を実現させた。そして、これらの事例が当社に対する 3D の行動履歴と酷似していることからすれば、当社との関係においても短期的な損益や投資効率に係る数値の上昇を志向していることが窺われる。第二に、3D は、当社に短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させる施策を実行させることを意図している。すなわち 3D は、当社が 2024 年 11 月 8 日に公表した実行計画において、3D が当社に提案した施策のうち合理的なものを取り込み、実行に着手したにもかかわらず、その後も当社に対して当初提示していた施策の提案・要求を現在に至るまで取り下げていない。また、当該施策について当社との対話を深めようとするのではなく、2025 年定時株主総会後は、むしろガバナンス体制の改善要求を強めている。しかし当該要求は、相当期間が経過し既に社内調査等の必要な対応が終了している過去の独占禁止法違反事案についての調査や、当社がガバナンス体制の様々な強化策を実行する前の過去の体制を前提としてガバナンス体制改善を行うことを要請するものであり、かつ一般的・抽象的な内容であるうえに、ガバナンスの整備があらゆる経営課題の解決につながる旨を述べており、当社の企業価値の源泉に照らして当社の中長期的な企業価値の向上にどう結びつくかが判然としない。これらの 3D の行動を見れば、3D は、当社が 3D の要求に応じない場合にガバナンス・コンプライアンス体制に関する指摘や提訴請求を行うことで、当社役員個人にプレッシャーをかけて、短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることを優先させる意図を有していると推定せざるを得

ない。以上の点からすると、3D は、当社の企業価値の源泉に対する理解や配慮をせず、当社に対して短期的に損益や投資効率に係る数値を上昇させることのみを優先させる意図を有していると考えざるを得ない。

II. 以下に掲げる理由から、本大規模買付行為等の発動には必要性及び相当性が認められるため、株主意思確認総会において本対抗措置の発動に関する議案が承認されていることを前提として、本大規模買付者が本大規模買付行為等を行った場合に、当社取締役会が独立委員会の意見を踏まえて合理的に定める時点で、本対抗措置を発動することは相当であると思料する。

1. 本対抗措置を発動する必要性がある

- 上記 I.のとおり、本大規模買付者が本大規模買付行為等を行う可能性があり、本大規模買付行為等により当社の企業価値及び株主共同の利益が毀損されるおそれがある。また、本対抗措置の導入及び発動が現経営陣の保身目的であることを推認させる事情はなく、本対抗措置発動の必要性を否定すべき特段の事情は見当たらない。
- したがって、以上の点のみをもってしても、本対抗措置を発動する必要性がある。
- 本大規模買付行為等に強圧性が存在しうることは、本対抗措置の必要性を補強する。すなわち、当社の株主が、本大規模買付行為等により当社の企業価値が毀損すると考える場合又は情報開示が不十分であること等により当社の企業価値が毀損するおそれを否定できないと考える場合、市場内買付けにより適切な支配権プレミアムが支払われなくても、これを甘受して大規模買付行為等に応じる圧力を受ける懸念がある。このような強圧性がある場合は、強圧性がない状況で一般株主が判断できる機会を確保する必要がある。これを本件について見ると、①本大規模買付行為等に応じなかった株主は、本大規模買付行為等の後も引き続き当社の株主であり続けること、②本大規模買付行為等によって当社の企業価値及び株主共同の利益を毀損するおそれがあること、③本大規模買付者が本大規模買付行為等を市場内買付けの方法により行うとしている一方で、本大規模買付者が経営に対する重要な影響力を有するに至ることの是非について当社の株主が判断するために十分な情報を提供していないことが認められるため、本大規模買付行為等には一般株主に対する強圧性が存在しうると考えられる。

2. 本対抗措置の発動には相当性がある

(1) 本対抗措置の発動には本大規模買付者の利益との関係において相当性がある

- 本大規模買付者の被り得る損害を回避・軽減する手当てがなされており、大規模買付者自身も損害を被り得ることを予見可能である。すなわち本対抗措置の発動により、本大規模買付者は持株比率の希釈化に伴う損害を被る可能性があるが、①本対応方針の内容からすれば、本大規模買付者において本対抗措置により生じ得る損害を回避する可能性が確保されており、②2025年10月31日付で公表された本対応方針の内容

を踏まえて2026年1月16日付で本説明書を提出している以上、本大規模買付者は、株主意思確認総会において本対抗措置の発動の是非を株主に諮る議案が承認可決された後に本大規模買付行為等を行えば、本対抗措置の発動により損害を被る可能性があることを現に予見しているといえ、かつ③本対抗措置においては、本大規模買付者に生じ得る損害を軽減する措置として実務上一般的に採用されており、かつ、裁判例において対抗措置の発動の相当性が認められた事案と比較しても同等以上であって買収指針にも沿う内容の合理的な措置が講じられている。

- また、当社取締役会により恣意的な判断・運用がなされ、不合理な内容の対抗措置が発動されることがないように仕組みも設けられている。すなわち実際に発動される際は株主意思確認総会の承認を得た上で、独立委員会による勧告を最大限尊重することとされている。
- したがって、本大規模買付者の利益との関係において本対抗措置は相当性を有するといえる。

(2) 本対抗措置の発動には株主共同の利益との関係においても相当性がある

- 現経営陣の下で当社の企業価値の源泉を踏まえた企業価値向上のための施策やコーポレートガバナンスの強化に関する施策が策定・実施されている。すなわち、①前中計及びその実行計画（2024年11月策定）において当社の企業価値の源泉である取引先との継続的かつ長期的な関係の維持・強化に資する各種の施策が講じられており、②取引先からの信頼を得るためのガバナンスの強化も着実に進捗しており、これらの施策の進捗状況に鑑みると、現中計が掲げていた「次代に向けた基盤づくり」としての一定の目標は達成されたものと評価できる。このように現体制におけるこれまでの経営は、当社の企業価値の源泉に対する理解や配慮を基礎として、企業価値の源泉の維持・強化に沿うものである。
- そして、新中計においても、当社の企業価値の源泉を維持・強化する内容が盛り込まれている。すなわち、同計画は、前中計において構築した事業基盤を礎とした成長投資の加速による収益化フェーズとして位置付けられており、当社の中核事業である医薬品卸売業の収益力を強化する具体的な施策に加えて、前中計において積み残し事項となっていた新規事業の拡大に関する具体的な戦略が盛り込まれており、具体的な数値目標も提示されている。同時に、企業価値の源泉や経営資本の維持・向上に必要な投資や財務基盤の維持にも配慮しつつ、キャピタルアロケーションや適切な株主還元策について具体的な数値目標が含まれている。また、3Dが当社に提案した施策のうち合理的な施策も、より具体化された上で引き続き新中計に盛り込まれている。
- よって、現体制における経営を継続することは当社の企業価値の向上については株主共同の利益に資するものであり、現体制における経営を肯定する本対抗措置は、株主共同の利益との関係でも相当性を有するといえる。

3. 本対抗措置の発動の決定にあたり、株主総会において株主意思を確認すべきである

- 特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきである。本対応方針及び当社の「当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」においても、本対抗措置の発動及び大規模買付行為等の是非を株主の意思に基づき判断すること、株主意思確認総会において本議案が否決された場合には取締役会が対抗措置を発動できないことが明記されている。よって本件においても、本大規模買付行為等ないし本対抗措置の発動の是非については、会社の利益の帰属主体である株主の意思に基づき判断されるべきである。
- また、強圧性がない状況で一般株主が判断できる機会を確保する必要がある。すなわち本大規模買付行為等には一般株主に対する強圧性が存在しうると考えられる。この点、(i) 株主総会においては強圧性の問題が小さく、(ii) 株主総会においては本大規模買付者に対する質疑応答の機会が設けられ、株主が取得できる情報の内容はより充実しており、(iii) 会社法は、株主総会を会社の最高意思決定機関と位置付けており、株主意思の表明としての株主総会の判断を尊重すべきであると考えられる。このため、強圧性が小さい状況で一般株主が判断できる機会を確保することをも目的として、株主意思確認総会を開催し、株主の判断を仰ぐことは相当である。
- 他方で、本対応方針が取締役会限りでの本対抗措置の発動を可能とする例外要件には該当せず、株主の意思を確認しないことを正当化する特段の事情は存在しない。
- したがって、本大規模買付行為等について、株主総会において株主意思を確認することが相当である。

以上