

2023年6月14日

北越コーポレーション株式会社  
株主各位

大王海運株式会社  
代表取締役 曾我部雅司

北越コーポレーションの第185回定時株主総会につき、同社株主の皆様方にぜひお伝え申し上げたい件があり、当社ウェブサイトにて当社見解を表明いたします。

### 大王海運について

大王海運株式会社（本店：愛媛県四国中央市三島紙屋町7番35号、1967年1月16日設立）は海上運送事業、港湾運送事業、倉庫業を事業内容とし、RO-RO船や内航船の運航を通じて海上輸送によるモーダルシフトを推進するとともに、三島川之江港にて国際コンテナターミナルと32棟の倉庫を運営し、港湾荷役から保管、配送まで一貫物流サービスを提供しています。また、海外の製紙原材料の輸送、輸入通関、紙製品の輸出通関、輸送、そして国内の製紙原材料や紙製品の輸送、保管、配送に携わってきました。

大王海運は特に製紙業に海上輸送、陸上輸送の面で貢献することにより成長を遂げてまいりましたので、日本の製紙業界が今後も持続的に発展することを心から願っております。そうした期待と願いがあり、製紙会社の株式の取得・保有も進めてまいりました。

大王海運は従前より、事業上の関係が深い大王製紙株式会社の大株主であり、2023年3月31日現在、同社株式8,452千株（持株比率5.0%）を保有しております。

さらに、2023年3月16日現在、大王海運および美須賀海運株式会社（本店：東京都千代田区富士見二丁目2番5号）の2社合計で、北越コーポレーションの株式18,826千株（株券等保有割合10.01%）を共同保有しております（大量保有報告書提出済み）。

### 北越コーポレーションのコーポレートガバナンスに対する懸念

これらの株式保有を通じ、大王製紙と北越コーポレーションのそれぞれと建設的な対話を行っておりますが、北越コーポレーションのコーポレートガバナンスには重大な懸念を抱いております。

大王海運は北越コーポレーションに対し、2013年以来、株主総会の開催に際し対話を試みてきましたが、従前より、同社の経営戦略、資本政策、コーポレートガバナンスについて議論しようにも、北越コーポレーションの経営陣からは合理的に納得しうる説明が十分にはなされてきませんでした。

## 大王製紙株式の大量保有と大王製紙との関係悪化

特に、北越コーポレーションは2023年3月31日現在、大王製紙の株式41,589千株（持株比率24.6%）を保有しておりますが、その保有目的が合理的に説明されないままです。

この10年を振り返れば、2012年11月14日、北越紀州製紙（当時）と大王製紙の間で総合技術提携基本契約書が締結されましたが、協業にむけた協議は進まず、5年後の2017年4月12日、大王製紙は同基本契約書の終了を発表しました。

また、大王製紙は2015年9月に300億円の2020年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債を発行し、北越コーポレーションは転換社債の発行の違法性を争い、大王製紙を被告とする訴訟を裁判所に提起しました。この訴訟は、2020年12月24日の最高裁判決にて、北越コーポレーションの請求棄却判決が確定するまで続きました。

北越コーポレーションは大王製紙の定時株主総会にて、2013年以降、佐光正義氏および阿達敏洋氏の2名の取締役選任議案に対し、昨年まで、連続して反対票を投じ続けています（阿達氏への反対票は2017年以降）。佐光正義氏の取締役再任議案は昨年、事前に撤回されましたが、その決定的な要因となったのも、北越コーポレーションの反対票が見込まれたからであると認識しております。

このように、北越コーポレーションと大王製紙は、前者が後者の発行済株式の24.6%を保有する関係性でありながら、事業上の協業を図るところか、まさに犬猿の仲と呼べるような対立関係に陥っております。

## 大王製紙株式の継続保有が北越コーポレーションにもたらす負の影響

北越コーポレーションの経営という観点で見れば、大王製紙が持分法適用会社であるにもかかわらず、有価証券報告書では同社との関係が空欄となっており、何ら事業上の意味のない株式保有となっております。

北越コーポレーションは大量保有報告書において、大王製紙株式の保有目的を政策目的である旨を説明しておりますが、その資産計上額は多額に及び、北越コーポレーションの資本効率性を悪化させております。

また、持分法適用によって大王製紙の利益が連結財務諸表には反映されておりますが、事業上の協力関係がないため、北越コーポレーションにとっては、大王製紙株式を継続保有することによって事業シナジーに基づくフリーキャッシュフロー（配当考慮前）が創出されることは期待できず、見かけ上の利益の嵩上げにとどまっております。

さらには、大王製紙株式の株価変動や大王製紙の業績によって北越コーポレーションのBS・PLが影響を受けるにもかかわらず、北越コーポレーションは大王製紙の経営やコーポレートガバナンスに対して、何ら有効な手立てを講じておりません。

特に今般、大王製紙が2023年3月期に多額の赤字決算となったことにより、北越コーポ

レーションにおいても投資損失 8,609 百万円が営業外費用として計上され、北越コーポレーションの経営が大王製紙株式の継続保有によって大きな影響を受けることの問題性が浮き彫りとなりました。

### 北越コーポレーションの無為無策、コーポレートガバナンスの機能不全

北越コーポレーションにとって、大王製紙株式の継続保有は資本効率性を悪化させ、事業上の効果がなく、大王製紙の経営やコーポレートガバナンスに有意義な働きかけを行わないまま、大王製紙の業績や株価の影響を一方的に受けるのみとなっており、大王製紙と事業上、いかなる関係を再構築するのか、それが期待できないのであれば、大王製紙株式の保有方針をどうするのかが従前より、重大な経営課題となっています。

私たちは北越コーポレーションのこのような経営課題を従前から憂慮しており、同社の2020年6月の定時株主総会では、大王製紙株式の継続保有方針について質問いたしました。

これに対し、北越コーポレーションの取締役は大王製紙株式の継続保有について、取締役会にて、配当利回り等の定量面、及び取引拡大の将来性等の定性面における事業活動上の必要性を検証し、保有継続の合理性、および保有株式数の見直し等を実施している旨を回答しました。

しかし、それから3年が経過したいまなお、事業上の成果や関係良化の兆しは一切見られません。北越コーポレーションの有価証券報告書、ウェブサイト、中期経営計画、決算説明資料、株主総会招集通知を見ても、大王製紙との関係や同社株式の継続保有について何ら説明がされておられません。

こうした問題を引き起こしている北越コーポレーションの経営陣や取締役会の責任は重く、コーポレートガバナンスの機能不全は看過できません。

### オアシスへの反論リリースにみる北越コーポレーションの重大な問題

私たちが北越コーポレーションのコーポレートガバナンスに対する懸念を強めた要因としてはさらに、Oasis Management Company Ltd. (オアシス) が2023年5月22日付で投資家向けプレゼンテーション資料「北越のガバナンス改善」を公表し、北越コーポレーションが2023年6月2日に「オアシスのプレゼンテーションに対する当社取締役会の見解」を公表したことがあります。

オアシスも北越コーポレーションによる大王製紙株式の継続保有に対し、資本効率性等の観点で反対しており、その点は私たちも同様の問題意識を従前から持っており、対話を試みてきたことは前記のとおりです。

私たちが驚いたのは、北越コーポレーションが大王製紙株式について事業上の関係がないにもかかわらず、政策保有株式には該当しないと強弁し、大王製紙との間で「両社の関係

改善に向けた意見交換を、両社間で実施しております」と弁明したことです。

北越コーポレーションの岸本代表取締役社長はこれまで長年にわたって大王製紙との関係改善に向けた努力を怠り、むしろ対立を激化させてきたわけですが、オアシスのキャンペーンが展開されるや、関係改善に向けた意見交換を実施している旨を抽象的にのみ表明しました。

これは、これまでの無為無策やコーポレートガバナンスの機能不全を覆い隠し、自己保身を図っているとしか映りません。北越コーポレーションが今般、株主に対して発した第185回定時株主総会招集ご通知を見ても、「大王製紙」の文字さえ見当たりません。北越コーポレーションが2023年5月26日に開示した中期経営計画2026でも、大王製紙との事業連携や大王製紙株式の保有方針についての言及は一切ありません。

北越コーポレーションがオアシスからの指摘を受けた直後に、具体論なく、大王製紙との関係改善に向けた意見交換を実施している旨を抽象的に表明したことを受け、同社コーポレートガバナンスの機能不全を改めて痛感いたしました。北越コーポレーションはオアシスへの反論のなかで、大王製紙株式の継続保有の合理性を説明していますが、持分法適用による会計上の影響に言及するのみで、大王製紙株式の継続保有によってもたらされる事業上の効果には何ら触れられておらず、また、大王製紙株式の株価や大王製紙の業績によって重大な影響を受けることの不確実性についても説明がされておられません。北越コーポレーションの対応は、政策保有株式に付随する議決権の空洞化というコーポレートガバナンス上の重大な問題を顕著に示します。

北越コーポレーションでは、岸本氏が1999年6月に取締役就任し、2008年4月に代表取締役社長に就任以来、取締役在任期間が24年、代表取締役社長在任期間が15年に及びます。このうち、岸本氏が代表取締役社長に就任した後の15年間に限っても、岸本氏と社外取締役を除けば、計21名の取締役が就任していますが、2名を除く19名がすでに退任しており、その平均在任期間は4年間を下回っています。在任期間や取締役の年齢に着目すれば、岸本代表取締役社長が北越コーポレーションの取締役会でいかなる権力を握っているか、想像は難しくなく、同氏による独裁体制とさえ形容しうる状況に陥っています。

これが北越コーポレーションのコーポレートガバナンスの機能不全をもたらし、多くの経営上の問題を引き起こしています。私たちは従前より、岸本代表取締役社長の再任議案に反対してきましたが、今年の定時株主総会でも再度、反対票を投じます。

北越コーポレーションのオアシスへの対応を第三者的に見ることによって改めて、北越コーポレーションのコーポレートガバナンスの重大な問題を痛感し、改めて、株主各位に私たちの見解とこれまでの経緯をお伝えすることとした次第です。

## 北越コーポレーションの健全なコーポレートガバナンスへの期待

現在、日本の製紙業界は国内の需要減により衰退基調にあり、需要が堅調なのは板紙と家

庭紙にとどまります。製紙メーカー各社は、需要減、受注減、減産、生産マシン停機、工場閉鎖と負のスパイラルに陥りつつあり、工場のあった地方都市や地域経済の衰退要因ともなりかねません。各社、業容維持の為海外に設備投資を進めていますが、国内産業の空洞化にもつながります。

北越コーポレーションと大王製紙は、巨大総合製紙メーカーに比べ小規模ではありますが、ともに歴史的に、立地、生産設備、生産技術、生産品目、人に恵まれ、高い競争力と高収益を誇っていました。

日本の製紙メーカーそして各工場が厳しい経営環境に直面し、競争力の無い工場が淘汰される時代となっています。

しかし、北越コーポレーションと大王製紙はともにコーポレートガバナンスを強化し、適切な経営戦略のもと、経営を健全化する事ができれば、市場が縮小する厳しい経済環境の中でも生き残り、独自の存在意義を示し、顧客、従業員、取引先、地域社会などのさまざまなステークホルダーの期待に応えることができる優良会社になりうると考えています。

両社ともに、ただ単に海外への投資を行うのではなく、本業で、日本で、エクセレントカンパニーとして生き残って欲しい、そして地元社会に貢献できる新規事業を創生し、従業員、地元社会、地元企業に恩返しのできる企業となって欲しい、両社は経営さえ健全化すればそうしたことが出来る条件の整った選ばれた企業であると信じています。そして将来は、2社がともに足りない所を補い協力することで、さらに強力な企業に成長してほしいと願っています。

今般の定時株主総会は、北越コーポレーションのコーポレートガバナンスにとって重大な局面にあり、株主各位におかれましても、ご賢慮賜りたく、宜しくお願いいたします。

以上

<p style="text-align: center;">＜本件の問い合わせ先＞ 大王海運株式会社 専務取締役 佐々木 勝 雄 専務取締役 松 原 健 三 電話：03-3261-6728</p>
---