



# PRESS RELEASE



2024年5月22日

各 位

会 社 名 北越コーポレーション株式会社  
代表者名 代表取締役社長 CEO 岸本 哲夫  
(コード番号：3865 東証プライム)  
問合せ先 広報室長 外川 義治  
電 話 03-3245-4500

(「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」補足説明資料)  
当社の企業価値向上に向けた取り組みについて

当社は、Oasis Japan Strategic Fund Ltd. 及び Oasis Investments II Master Fund Ltd. 並びに大王海運株式会社から、2024年6月27日開催予定の第186回定時株主総会における議案について株主提案を行う旨の書面をそれぞれ受領し、本日付けで株主提案について反対する旨の「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」を公表いたしました。その内容をわかりやすく補足説明する資料を別途作成いたしましたので、お知らせいたします。

以上

当社の企業価値向上に  
向けた取り組みについて

---



2024年5月22日

北越コーポレーション株式会社

## 目 次

1. エグゼクティブサマリー .....	P.1
2. 当社の企業価値向上に向けた取り組みと実績 .....	P.3
2-1. これまでの当社グループの着実な経営実績 .....	P.3
2-2. 大王製紙との戦略的業務提携 .....	P.12
2-3. 当社のガバナンス体制 .....	P.16
3. 株主提案に対する当社取締役会意見 .....	P.26
4. 大王海運らに対する対応方針の導入と更新 .....	P.40
5. 大王海運らに対する対抗措置の条件付き発動議案 .....	P.42

# 1. エグゼクティブサマリー

---

岸本CEOの就任以降、競合他社対比で当社の経営成績は着実に成長しており、業界における地位向上・競争力確保に成功。適切なガバナンス体制と多様且つ経験豊富な取締役会メンバーの下、大王製紙との戦略的業務提携の推進を含め、さらなる成長を目指す。

## 01 当社は岸本CEOの就任以降、業界内トップクラスの経営成績を実現

- 岸本CEOの就任期間において、当社はグローバル企業への展開を実現しており、売上高成長率、営業利益率、純利益率等の主要財務指標や株価パフォーマンスは、いずれも競合他社平均を上回る水準で推移
- 2021年度には営業利益、経常利益、純利益において創業以来最高益、2022年度においては過去最高の売上高を計上
- 紙生産量シェアなどの観点で当社の業界内での地位は向上。財務指標やCO2排出原単位においても優位性がある状況

## 02 大王製紙との戦略的業務提携は、更なる企業価値・株主利益向上に資するものと確信

- 生産技術、原材料購買及び製品物流分野から取組みを開始し、3年後の2026年度には、大王製紙にて20億円程度、当社にて30億円程度の営業利益の増加を見込む
- 本業務提携の実施は、独立社外取締役のみを構成員とする再編検討会議において、大王製紙株式の売却／買増し、同社との資本提携、合併等の経営統合も含めたあらゆる選択肢を比較検討した上での判断



**社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会における代表取締役含む取締役の評価・人選を通じて、当社企業価値向上に向けて、経営陣に対する適切なガバナンスを達成**

## 03 適切なガバナンス体制を構築の上、体制強化に向け継続的な取り組みを実施

- 現取締役会メンバーは当社事業に精通する上、それぞれ専門性を有しており、規模、スキルセット及び多様性を含めた構成、バランスの観点からも適切に構成。家庭紙事業への参入計画凍結、大王製紙との業務提携などについても、事業環境を踏まえて、独立社外取締役を含む当社取締役会全体で審議・検討して判断を下している
- 取締役は10名中7名を、執行役員は11名中4名を、それぞれ外部企業出身者から選任することで、取締役及び経営陣の多様性を確保
- 新規事業案件、撤退縮小案件、株式売却等、重要案件につき社外取締役は積極的に指導・アドバイスをを行い、高い緊張感を持って議論を重ねており、オアシスが指摘するような、岸本CEOへの忖度が入る余地は全くない体制

当社の現状を誤認した主張を展開し、当社の一般株主と利益相反状況にあるオアシス及び大王海運からの株主提案に反対するとともに、大王海運らによる大規模買付行為等に対する対応方針の継続・更新を取締役会において決議し、株主意思の尊重の観点から、大王海運らに対する対抗措置の条件付き発動議案を本株主総会に上程。

## 04 オアシス及び大王海運による株主提案に対して反対意見を表明

- オアシス及び大王海運の株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではないことから、当社取締役会はいずれの株主提案に対しても反対を表明
- オアシス及び大王海運は、いずれも大王製紙の大株主であって、オアシス及び大王海運が主張する大王製紙との経営統合について当社の一般株主と利益相反関係にあるため、株主提案を通じて当社の一般株主の利益を犠牲に自己の利益を追求する可能性あり

## 05 大王海運らによる大規模買付行為等に対する現行対応方針の継続・更新を決議

- 現行の対応方針が継続されない場合、大王海運らが大規模買付行為等を再開する可能性が高く、足許では大王海運らと共同協調関係にあることが合理的に疑われる東京紙パルプ取引を通じて買付行為を行っていることにも鑑みると、現行対応方針の継続・更新が妥当と判断

## 06 株主意思の尊重の観点から、大王海運らに対する対抗措置に係る条件付き発動議案を上程

- 大王海運らと共同協調関係であることが合理的に疑われる東京紙パルプ取引を通じて買付行為を行っており、大王海運ら又は大王海運らと共同協調関係にある者が対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等を行う（又は既に行っている）蓋然性が、具体的に想定される
- 大王海運らによる当社株式取得の目的は、大王製紙の経営支配権の掌握であり、大王製紙株式を保有する同社と当社一般株主とは重大な利益相反関係が存在すること、大王海運は当社の経営方針につき何ら定見を有していないことから、同社が当社株式保有比率を引き続き増加させた場合、当社の企業価値並びに株主共同の利益が毀損するリスクがある
- 株主意思の尊重の観点から、2024年6月27日開催予定の定時株主総会において、今後、大王海運らが、対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等に着手したと認められる場合における（その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重した上での）当社取締役会による対応方針に基づく対抗措置を発動することにつき、条件付き承認議案を上程

## 2. 当社の企業価値向上に向けた取り組みと実績

- 2-1. これまでの当社グループの着実な経営実績 ..... P.3 ~ P.11
- 2-2. 大王製紙との戦略的業務提携 ..... P.12 ~ P.15
- 2-3. 当社のガバナンス体制 ..... P.16 ~ P.25

## 2-1. これまでの当社グループ の着実な経営実績

---

「中期経営計画 2023」の連結経営目標は計画期間中にいずれも達成。2021年度には、営業利益、経常利益、純利益において創業以来最高益を計上。2022年度においては原燃料価格の高騰と為替の円安進行といった外的要因により減益となったものの、過去最高の売上高を計上。「中期経営計画 2023」を上回る目標連結経営指標を掲げた「中期経営計画 2026」では、更なる売上高及び営業利益の成長と保有する大王製紙株式の削減をはじめとした資本効率の改善に向けた取り組みにより当該指標の達成を目指す。

中期経営計画 2023 連結経営目標 (2022年度)		2020年度 実績	2021年度 実績	2022年度 実績	2023年度 実績	2024年度 予想	中期経営計画 2026 連結経営目標 (2025年度)
売上高	2,800億円	2,225億円	2,616億円	3,012億円	2,971億円	3,100億円	3,300億円
営業利益	150億円	17億円	205億円	173億円	153億円	170億円	200億円
経常利益	200億円	98億円	295億円	115億円	178億円	190億円	240億円
親会社株主に 帰属する 当期純利益	150億円	142億円	212億円	83億円	84億円	140億円	200億円
ROE	7.0%	7.6%	10.3%	3.8%	3.5%	5.5%	8.0%
EBITDA	350億円	248億円	433億円	243億円	316億円	323億円	390億円

計画前提		実績 (年度平均)			実績 (年度平均)	予想 (年度平均)	計画前提
為替*	108円	106円	113円	136円	145円	155円	135円
ドバイ原油	\$50/bbl	\$45/bbl	\$78/bbl	\$93/bbl	\$82/bbl	\$85/bbl	\$90/bbl

\*USD/JPY

## 連結経営指標（2025年度）

売上高	営業利益	経常利益
3,300 億円	200 億円	240 億円
親会社株主に帰属する当期純利益	ROE	EBITDA
200 億円	8.0 %	390 億円

## 中期経営計画 2026 基本方針

### 競争力強化

- 「コスト」「環境」「安全」に係る競争力を更に強化し、国内・印刷情報用紙マーケットの縮小傾向の中にあっても収益性を確保する安全かつ安定的な生産体制を追求する
- とりわけ業界トップクラスの環境競争力を更に向上させることで、お客様から選ばれる製紙企業グループとしての地位を確立する

### 事業ポートフォリオシフト

- 当社グループの持続的成長を目指して将来の中核となる新たな事業を開拓することで、事業ポートフォリオシフトを更に加速させる
- 国内外での新規事業の検討、M & A 推進、顧客ニーズをとらえた新商品開発などを通して成長事業の拡大を図る

### サステナビリティ（ESG）活動推進

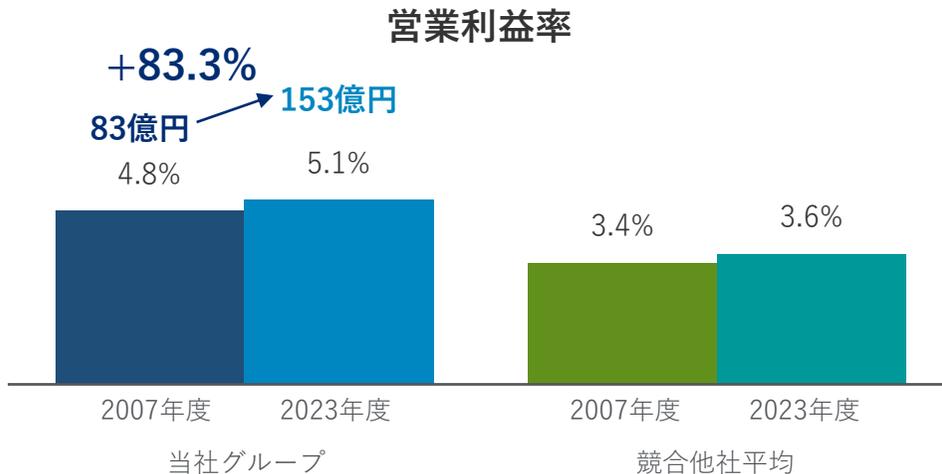
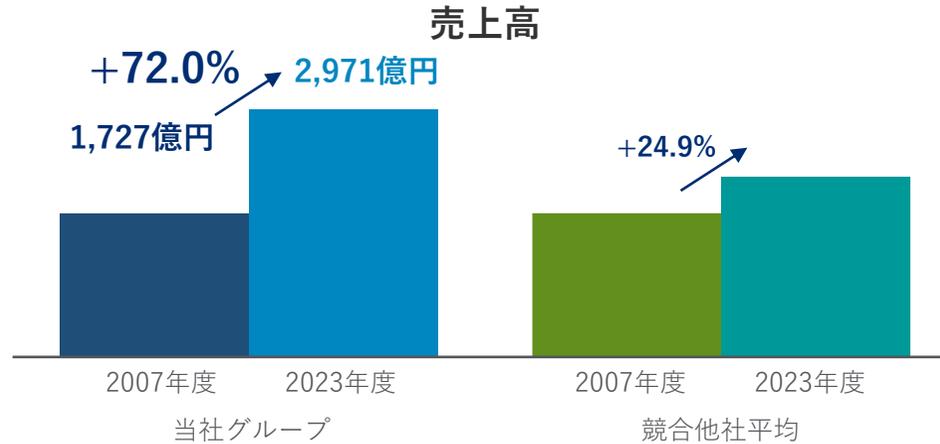
- 気候変動問題への対応と環境配慮型商品の開発を推進する
- 人間本位の企業としてダイバーシティと働き方改革を推進し、人権を尊重した事業活動と人的資本経営の推進によりレジリエントな組織を構築する
- リスクマネジメント体制の強化等によるコーポレートガバナンスの充実を図る

※計算前提：為替：135円/USD、ドバイ原油：USD90/bbl

2024年度見通しについて、売上高は国内紙需要減退を輸出拡大によりカバーし、併せて市況回復によりパルプ価格上昇が見込まれることから増収を見込み、過去最高となる売上高を計画。  
 利益面では、ドル高進行による原燃料価格の高騰などの影響があるも、工場メンテナンスコスト負担軽減もあり、**営業利益・経常利益共に増益予定。親会社株主に帰属する当期純利益も大きく改善が見込まれることから、年間配当予想は+4円増配の年間22円を計画。**

(億円)	2023年度実績	2024年度予想	増減	増減率
売上高	2,971	3,100	+129	4.4%
営業利益	153	170	+17	11.3%
経常利益	178	190	+12	6.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	84	140	+56	66.7%
一株当たり配当 (円)	18	22	+4	22.2%

岸本CEO就任期間において、当社グループは、足許の売上高成長率や利益率は、競合他社平均を上回る水準であり、経営状況は良好。当社グループの経営の失敗という指摘は、客観的事実に反している。



出所：各社開示資料

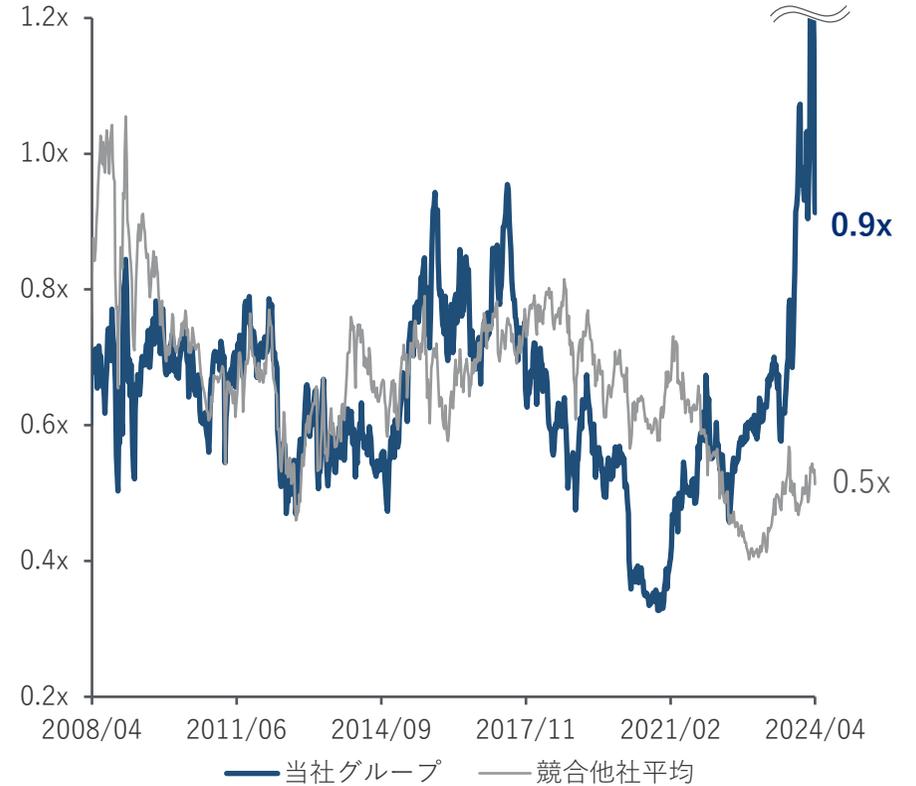
注記：売上高成長率における当社グループと競合他社平均の2007年度の棒グラフは便宜上同水準と仮定

当社グループの株価パフォーマンスは、岸本CEO就任以降、競合他社平均対比で高い水準を達成。  
 足許PBRは、競合他社平均対比では優位な水準で推移。

相対株価（岸本CEO就任以降）



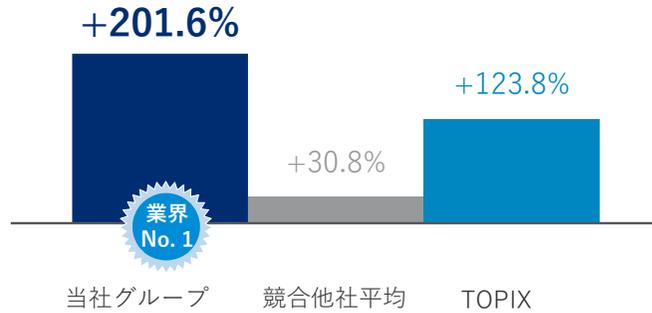
PBR（岸本CEO就任以降）



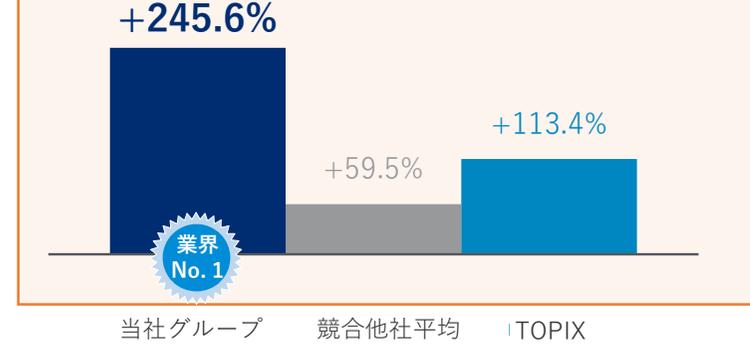
※市場データは2024年4月19日時点（オアシスプレゼンテーション資料（2024年5月8日）の基準日を使用）

当社グループの株主総利回り（TSR）は岸本CEO就任以降、どの期間においても業界首位の水準であり、TOPIX対比でも優位。特に岸本CEO就任以降のTSRのパフォーマンスは、競合他社を圧倒。

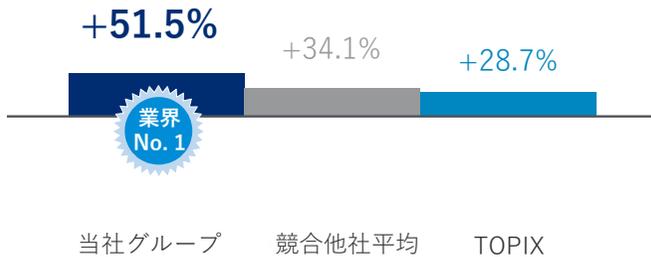
## 直近10年 TSR



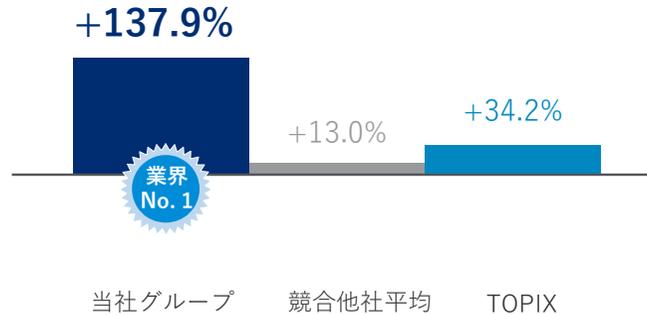
## 岸本CEO就任以降 (2008年4月1日 - 2024年4月19日)



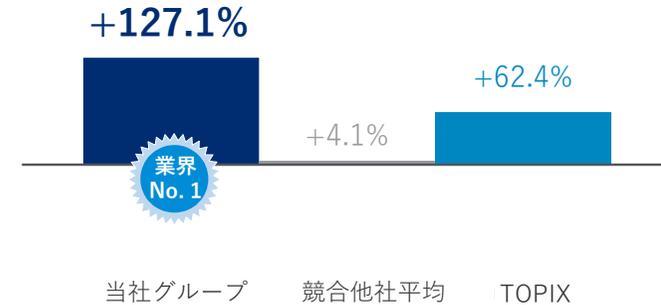
## 直近1年 TSR



## 直近3年 TSR



## 直近5年 TSR

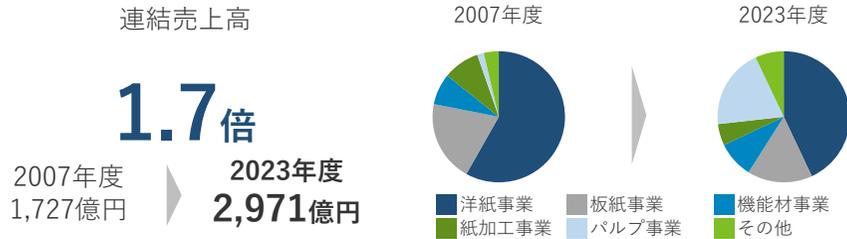


出所：各社開示資料

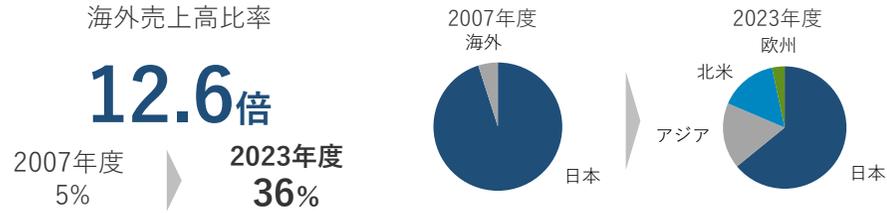
※市場データは2024年4月19日時点（オアシスプレゼンテーション資料（2024年5月8日）の基準日を使用）

## 北越コーポレーションへの貢献

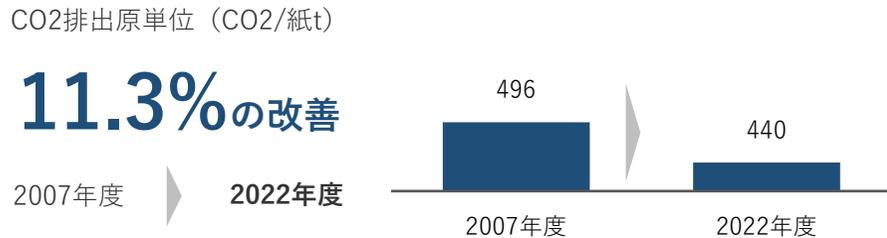
### 事業ポートフォリオシフトによる売上高拡大



### 海外売上高比率の拡大



### 環境経営の推進



## 業界への貢献

1

日本製紙連合会の副会長兼パルプ・古紙部会長として、16年間に亘って、業界が抱える地球環境問題や、パルプ・古紙の需給変動等、様々な課題に取り組んでいる。

2

省エネを通じた地球温暖化防止への貢献や、資源の有効活用、ゴミ減量化による循環型社会の形成等を目指し、強いリーダーシップの下で業界をあげて取り組んだ結果、日本における古紙利用率は2007年の61%から2023年の67%へと大きく向上した。

3

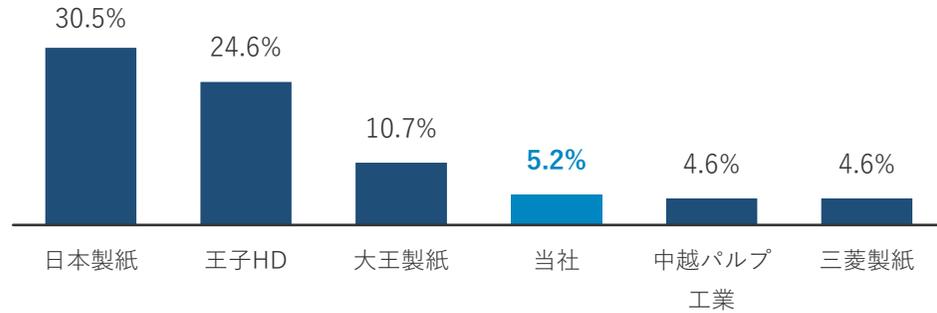
アジア主要9カ国・地域の紙パルプ団体が参加する国際会議において、日本製紙連合会が率先してアジア各国の古紙リサイクルシステムの構築に向けて協力していくことを提案し、そのシステム構築に大きく貢献した。

2023年11月、当社の事業発展及び業界への功績が評価され、岸本CEOが旭日中綬章を受章

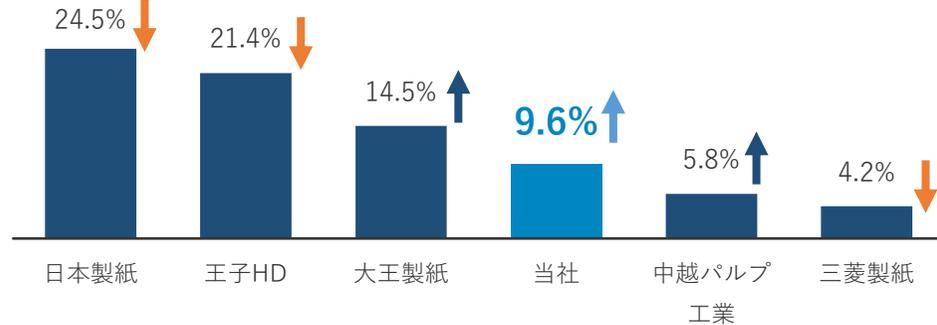
岸本CEOの就任以降、紙生産量のシェア拡大により、当社の業界内での地位は向上。  
足許の財務指標においても優位性がある状況。

## 紙生産量シェア

2007年

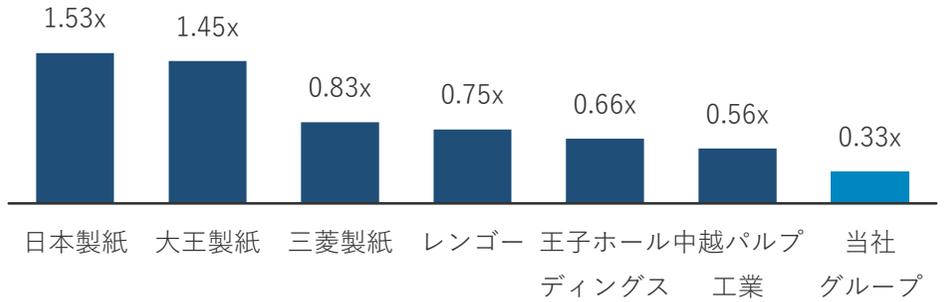


2022年



## 財務指標

ネットD/Eレシオ (2023年度末)



JCR格付



R&I格付



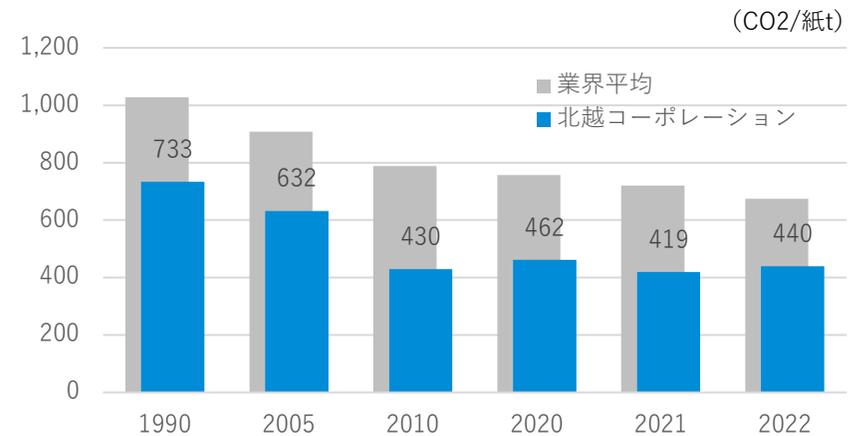
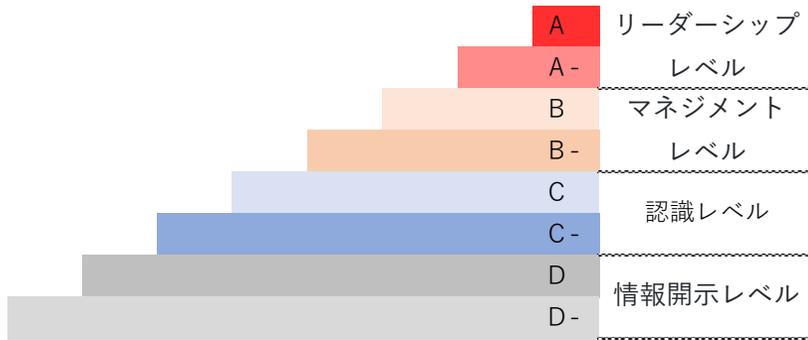
出所：各社開示資料、R&I、JCR、日本製紙連合会  
 注記：各社の生産数量は連結グループ内の生産数量を含む

長期ビジョン（Vision 2020）で掲げた環境経営に注力した結果、**ESG関連インデックス構成銘柄に選定**、ESG評価機関から高い評価を得ることに成功し、**CO2排出原単位は業界平均よりも約35%低い水準を達成**。

CDP2023レポートにおいて  
気候変動「A-（Aマイナス）」フォレスト「B」の評価獲得

CO2排出原単位は業界平均よりも  
約35%低い水準を達成

CDPスコアレベルのイメージ



## 「FTSE Blossom Japan Sector Relative Index」構成銘柄に選定

- ESG分野で優れたパフォーマンスを評価された日本企業のうち、脱炭素経済への移行を促進するため、**TPI 経営品質スコア<sup>(1)</sup>により温室効果ガス排出量への改善の取り組みが評価された企業のみが組み入れられたインデックス**（FTSE Russel社により2022年に開発）
- 同インデックスは、世界最大の機関投資家である**年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が採用する、ESG投資向けのインデックスの一つに選定**されている

(1) TPIはTransition Pathway Initiativeの略。脱炭素経済への移行に向けた企業の進捗を「経営品質」とカーボンパフォーマンス」の側面から評価するイニシアチブ。TPI経営品質スコアは、企業の温室効果ガス排出量及び脱炭素への移行に関するリスクと機会の管理の質を評価するスコア。

## 2-2. 大王製紙との 戦略的業務提携

---

当社は、大王製紙株式を取得して以降、業界再編に関し当該株式の売却も含めあらゆる選択肢を検討してきた結果、大王製紙との戦略的業務提携が当社の企業価値向上に最も有効であるとの結論に至った。

2024年5月15日に大王製紙と戦略的業務提携基本契約を締結。本業務提携の効果として、3年後の2026年度に大王製紙にて20億円程度、当社にて30億円程度の営業利益増加を見込む

## 本業務提携の主な取組み対象例

2024年度に以下の取り組み内容に着手を計画。現時点では、本業務提携の効果として、3年後の2026年度に大王製紙にて20億円程度、当社にて30億円程度の営業利益増加を見込む

### 1. 生産技術

- ノウハウの共有による、自社製品の品質改善と原価低減
- 設備等に関する情報共有による生産性改善
- 環境負荷低減に向けた情報の共有
- 相互OEMなどの生産協力体制の構築

### 2. 原材料購買

- 原料調達における安定調達、在庫適正化、コスト低減等を目的とした協力体制を構築
- 在庫等の有効活用と調達コスト低減
- 製品物流と併せて原材料国内輸送連携による物流コスト低減

### 3. 製品物流

- ラウンド輸送による交錯輸送の改善及び物流コストの低減
- コンテナや両社物流倉庫の相互利用による二次配送の効率化と製品物流におけるCO2削減

中長期的には、新技術等の共同研究やエネルギー転換、DX推進、森林資源活用等のテーマについても検討を推進



大王製紙との業務提携及び経営統合について、当社独立社外取締役のみを構成員とする再編検討会議で比較・検討した結果、経営統合によるデメリットに鑑みると、経営統合よりも業務提携こそが最も企業価値及び株主共同の利益の向上につながるものであるとの結論を得た。

## 経営統合によるデメリット

### 1 販売

- 当社と大王製紙の共通製品である印刷情報用紙については、**他社の統合事例では▲3%以上の販売シェアを落としており、本件においても両社の販売シェアを落とす可能性が極めて高い**
- その要因としては、以下が挙げられる
  - ▶ 大口顧客はその仕入政策において**1社によるシェアの極大化を避けるためシェアを調整する**
  - ▶ 統合により**統一ブランドとなると、品質特性が失われ、顧客が離反**
- 加えて、当社固有のデメリットとして、**当社大手顧客からの環境配慮型製品と高い評価に影響するおそれがある**

同種事例 <sup>(1)</sup>	製品	シェア	生産量 (千トン)
A社・B社のケース	印刷情報用紙	▲3.2% 31.4%→28.2%	▲14.2% 3,696→3,170

### 2 財務

- **大王製紙と統合した場合、当社の財務柔軟性が損なわれ、今後の投資戦略に影響を与えかねない**

2024年3月末時点 <sup>(2)</sup>	当社	大王製紙
有利子負債（億円）	1,044	4,748
自己資本比率	60.5%	26.3%
支払利息（億円）	8	63

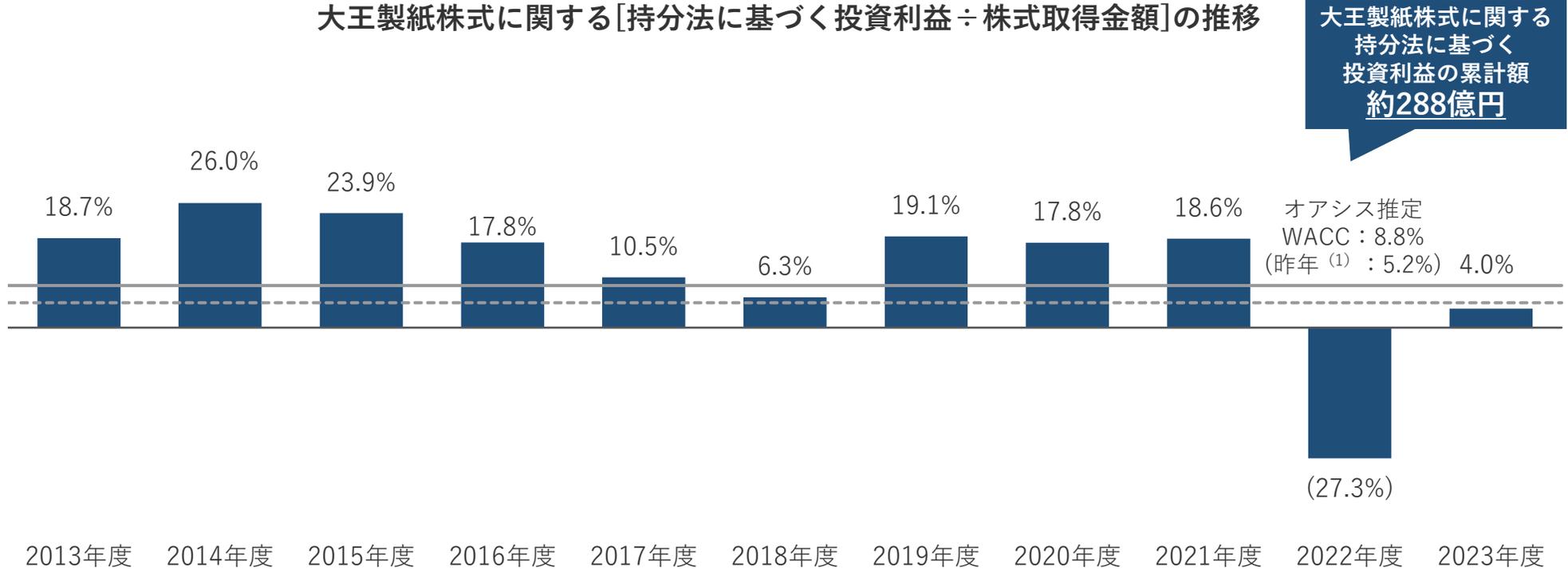
### 3 環境

- 大王製紙は脱炭素に向け石炭ボイラの廃止と代替エネルギー導入のための設備投資が今後発生する可能性
- **投資規模は相当なものになる可能性があり、環境戦略に影響を与える可能性**

(1) 日本製紙連合会「紙・板紙統計年報」参照。(2) 2024年3月末決算短信を参照。

これまで、事業戦略上の意義に加え、大王製紙株式会社による持分法に基づく投資利益の当社グループへの貢献度の高さから保有を継続。

大王製紙株式会社に関する[持分法に基づく投資利益÷株式取得金額]の推移



※2012年8月に持分法適用関連会社化。(1) オアシスは、2023年5月22日付け公表のキャンペーン資料「[今こそ責任追及を：北越改善のために](#)」ではWACCが5.2%と主張をしていたが、2024年5月8日付け公表のキャンペーン資料「[今こそコーポレートガバナンス改革の時](#)」ではWACCが8.2%と主張

## 当社保有大王製紙株式の削減方針の決定

- 当社は、大王製紙株式を取得して以降、業界再編に関し、合併、業務提携、当該株式の売却等も含め、あらゆる選択肢を検討してきた
- 今般、戦略的業務提携関係が構築されたことから、中長期的には資本効率向上と大王製紙との資本関係のバランス化の観点から、必要な範囲で同社株式を削減する方針を決定した
- しかしながら当面は持分法適用の資本関係を維持継続の上、両社のシナジー効果最大化と、当社への利益貢献の維持向上を図っていく

## 2-3. 当社のガバナンス体制

---

グローバル化や新規事業の推進に加え、大王製紙との提携形態の在り方を含む業界内再編に関する具体的な経営判断が求められる現在の当社においては、社外取締役による適切な助言・監督の下、経営を遂行するためには、業界の実情を十分に理解している社外取締役を含む取締役会とすることが求められる。現取締役会は、業界知見に加え、各メンバーのそれぞれが各分野の専門性を有しており、規模、スキルセット及び多様性を含めたバランスの観点からも適切に構成されている。

	氏名	役位	専門性・特徴								
			企業経営	国際性	業界知見	ESG／サステナビリティ	財務・会計	テクノロジー・IT	営業・マーケティング	人事・労務・法務	購買・調達
社内取締役	岸本 哲夫	代表取締役社長 CEO	●	●	●	●	●		●	●	●
	若本 茂	専務取締役	●		●	●		●			
	立花 滋春	専務取締役	●	●	●	●			●		
	柳澤 誠	取締役 CFO			●	●	●			●	
	石塚 豊	取締役			●	●		●			
	飯田 智之	取締役	●	●	●	●					●
社外取締役	岩田 満泰	社外取締役	●	●		●	●				
	中瀬 一夫	社外取締役	●		●	●			●		
	倉本 博光	社外取締役	●	●		●					●
	二瓶ひろ子	社外取締役		●		●				●	

現取締役会メンバーは当社事業に精通する上、それぞれ専門性を有しており、規模、スキルセット及び多様性を含めたバランスの観点からも適切に構成。

## 社内取締役



代表取締役  
社長 CEO  
**岸本 哲夫**

### 主なスキル

企業経営、国際性、業界知見、ESG／サステナビリティ、財務・会計、営業・マーケティング、人事・労務・法務、購買・調達



専務取締役  
**若本 茂**

### 主なスキル

企業経営、業界知見、ESG／サステナビリティ、テクノロジー・IT



専務取締役  
**立花 滋春**

### 主なスキル

企業経営、国際性、業界知見、ESG／サステナビリティ、営業・マーケティング



取締役 CFO  
**柳澤 誠**

### 主なスキル

業界知見、ESG／サステナビリティ、財務・会計、人事・労務・法務



取締役  
**石塚 豊**

### 主なスキル

業界知見、ESG／サステナビリティ、テクノロジー・IT



取締役  
**飯田 智之**

### 主なスキル

企業経営、国際性、業界知見、ESG／サステナビリティ、購買・調達

## 社外取締役



社外 独立

取締役  
**岩田 満泰**

### 主なスキル

企業経営、国際性、ESG／サステナビリティ、財務・会計

### 当社への貢献

岩田満泰氏は、経済産業省で要職を歴任しており、電力会社の経営者としての見識を有していることから、経営へのアドバイスや業務執行の監督等を行う



社外 独立

取締役  
**中瀬 一夫**

### 主なスキル

企業経営、業界知見、ESG／サステナビリティ、営業・マーケティング

### 当社への貢献

中瀬一夫氏は、製紙業界での経験と企業経営経験者としての見識を有しており、社外監査役として監査機能の強化に貢献した経験も踏まえ、2017年から社外取締役として経営へのアドバイスや業務執行の監督等を行う



社外 独立

取締役  
**倉本 博光**

### 主なスキル

企業経営、国際性、ESG／サステナビリティ、購買・調達

### 当社への貢献

倉本博光氏は、海外経験と企業経営経験者としての見識を有しており、当社取締役会にグローバルな視点をもたらし、かかる視点からの経営へのアドバイスや業務執行の監督等を行う



社外 独立

取締役  
**二瓶 ひろ子**

### 主なスキル

国際性、ESG／サステナビリティ、人事・労務・法務

### 当社への貢献

二瓶ひろ子氏は、弁護士として培った高度且つ専門的な法律知識及び国際商事等法務関連の経験を有しており、ジェンダー等の多様性の観点も含めた経営へのアドバイスや業務執行の監督等を行う

岸本CEOは「Vison 2030」及び「中期経営計画2026」達成のために欠くことのできない豊富な業務経験とグローバルな事業経営に関する知見を有する。工場運営及び生産技術向上に貢献してきた若本氏、洋紙・白板紙事業本部長として業績向上に貢献してきた立花氏は、共に岸本CEOの後継者候補として専務取締役に就任。

## 代表取締役社長 CEO



岸本 哲夫

### 経歴

- 1969年 7月 三菱商事(株) 入社
- 1992年 12月 米国ハーバード大学AMPコース終了
- 1995年 7月 同社製紙原料部長
- 1999年 3月 当社参与物資本部資材部長
- 1999年 6月 当社取締役物資本部副本部長兼資材部長
- 2001年 6月 当社常務取締役物資本部長
- 2004年 6月 当社専務取締役物資本部長
- 2006年 7月 当社代表取締役副社長
- 2007年 6月 当社代表取締役副社長CO-CEO
- 2008年 4月 当社代表取締役社長 CEO (現任)

### 取締役として選任した理由

岸本哲夫氏は、2008年4月より代表取締役社長として強いリーダーシップを発揮して、当社グループの急速な拡大及びグローバル化を実現した。また、三菱商事(株)及び当社における豊富な業務経験とグローバルな事業経営に関する知見を有しており、長期経営ビジョン「Vison 2030」及び「中期経営計画2026」達成のために欠くことのできない能力と経験を有する同氏には、今後も当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

## 専務取締役



若本 茂

### 経歴

- 1981年 4月 当社入社
- 2018年 4月 当社執行役員洋紙事業本部紀州工場長
- 2019年 6月 当社取締役技術開発本部長兼安全統括部、環境統括部担当  
MC北越エネルギーサービス(株)  
代表取締役社長(現任)
- 2020年 4月 当社取締役技術開発本部長兼安全統括部、環境統括部、品質管理室担当
- 2020年 10月 当社取締役生産技術本部長兼安全環境品質本部副本部長
- 2023年 4月 当社取締役生産技術本部長兼安全環境品質本部副本部長兼プロフィットマネジメント室
- 2023年 6月 当社専務取締役生産技術本部長兼安全環境品質本部副本部長兼プロフィットマネジメント室(現任)

### 取締役として選任した理由

若本茂氏は、新潟工場、関東工場及び紀州工場で培った技術部門における豊富な経験と知見を有しており、特に紀州工場では工場長として工場運営に尽力してきた。現在は、生産技術本部長として当社全工場の品質・生産効率の向上や安定操業に取り組むとともに、洋紙事業の構造転換及び環境配慮型製品の開発責任者として、今後も当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

## 専務取締役



立花 滋春

### 経歴

- 1981年 4月 当社入社
- 2017年 6月 当社取締役白板紙事業本部長  
江門星輝造紙有限公司 董事長
- 2018年 4月 当社取締役江門星輝造紙有限公司 董事長
- 2019年 4月 当社取締役洋紙事業本部長兼営業支社担当
- 2020年 4月 当社取締役洋紙事業本部長
- 2021年 4月 当社取締役洋紙・白板紙事業本部長
- 2021年 6月 当社常務取締役洋紙・白板紙事業本部長
- 2022年 4月 当社常務取締役洋紙・白板紙事業本部長兼生産物流部長
- 2023年 4月 当社常務取締役洋紙・白板紙営業本部長兼プロフィットマネジメント室
- 2023年 6月 当社専務取締役洋紙・白板紙営業本部長兼プロフィットマネジメント室
- 2024年 4月 当社専務取締役洋紙・白板紙国内営業本部長兼プロフィットマネジメント室(現任)

### 取締役として選任した理由

立花滋春氏は、営業部門における豊富な経験と知見を有しており、洋紙・白板紙事業本部長として業績向上に貢献してきた。現在では、さらなる効率化、収益の安定化を目指す洋紙・白板紙営業本部長の責任者として経営手腕を発揮しており、今後も当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

## 当社社内取締役の経歴及び選任理由（続き）

柳澤氏は財務・会計に関する豊富な知見を当社に提供している。石塚氏は技術部門における豊富な知見及びグループ経営の経験を、飯田氏は豊富な海外経験及び事業本部長としての経験を有し、当社の業績に貢献してきた。

### 取締役 CFO



柳澤 誠

#### 経歴

- 1980年 4月 (株)日本興業銀行(現(株)みずほ銀行) 入行
- 2010年 6月 当社内部統制監査室長
- 2022年 4月 当社執行役員経営企画部、経営管理部副担当兼  
チーフ・リスクマネジメント・オフィサー兼総務  
部、法務リスクマネジメント室、広報室担当
- 2022年 11月 当社執行役員CO-CFO、CRO、総務・法務R・広  
報担当
- 2023年 4月 当社執行役員CO-CFO、CRO、総務・法務R・広  
報担当兼プロフィットマネジメント室
- 2023年 6月 当社取締役CFO、CRO、総務・法務R・広報担当  
兼プロフィットマネジメント室長  
星輝投資控股有限公司 CHAIRMAN(現任)
- 2023年 9月 当社取締役CFO、CRO、総務・法務C・広報担当  
兼プロフィットマネジメント室長
- 2024年 4月 当社取締役CFO、CRO、法務C・広報担当兼プロ  
フィットマネジメント室長(現任)

#### 取締役として選任した理由

柳澤誠氏は、金融機関における豊富な経験と知見を有していることから、財務及び会計に関する相当程度の知見を有している。2010年6月、当社に入社以来、様々なコーポレート部門を担当し、コーポレートガバナンスの向上に貢献。現在は、CFOとして経営計画の策定・実行を通じて当社の経営基盤の強化に尽力しており、今後も当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

### 取締役



石塚 豊

#### 経歴

- 1982年 4月 当社入社
- 2019年 4月 当社執行役員洋紙事業本部紀州工場  
副工場長
- 2019年 6月 当社執行役員洋紙事業本部紀州工場長
- 2020年 8月 当社執行役員洋紙事業本部新潟工場  
副工場長兼抄造部長
- 2021年 4月 (株)北越ペーパーテック新潟  
代表取締役社長  
(株)テクノ北越 代表取締役社長
- 2023年 6月 当社取締役新潟工場長(現任)

#### 取締役として選任した理由

石塚豊氏は、新潟工場及び紀州工場で培った技術部門における豊富な経験と知見を有している。2021年4月以降、新潟地区における子会社2社の社長を務め、当社グループの強化に尽力してきたが、今後は新潟工場長としてグループ経営手腕を発揮することにより、当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

### 取締役



飯田 智之

#### 経歴

- 1984年 4月 丸紅(株) 入社
- 2020年 1月 当社資源・パルプ事業本部副本部長
- 2020年 4月 当社執行役員資源・パルプ事業本部長兼チップ・  
パルプ部長
- 2020年 7月 当社執行役員資源・原料本部長兼チップ・  
パルプ部長
- 2023年 4月 当社執行役員資源・原料本部長兼チップ・パルプ  
部長兼プロフィットマネジメント室
- 2023年 6月 当社取締役資源・原料本部長兼チップ・  
パルプ部長兼プロフィットマネジメント室  
(現任)

#### 取締役として選任した理由

飯田智之氏は、他社のパルプ部門における豊富な海外経験と知見を有しており、2020年1月、当社に入社以来、資源・パルプ事業本部長として業績向上に貢献してきた。現在も、資源・原料本部長として経営手腕を発揮しており、今後も当社の長期安定的な企業価値の向上への貢献が期待できると判断した。

岩田氏は経済産業省及び企業経営経験者として、中瀬氏は製紙業界における企業経営経験者として、当社経営陣に対して中立的な立場から助言・監督業務を行ってきた。

## 社外取締役



### 岩田 満泰

社外

独立

#### 経歴

1969年 7月 通商産業省（現経済産業省）入省  
 1999年 9月 中小企業庁長官  
 2000年 6月 通商産業省（現経済産業省）退官  
 2000年 7月 国際協力銀行（現（株）国際協力銀行）  
 理事  
 2003年 10月 関西電力（株）顧問  
 2005年 6月 同社常務取締役  
 2007年 6月 同社代表取締役副社長  
 2009年 6月 大阪中小企業投資育成（株）代表取締役  
 社長  
 2015年 6月 当社社外取締役（現任）  
 一般財団法人企業活力研究所理事長  
 2015年 7月 一般財団法人経済産業調査会理事長

#### 社外取締役として選任した理由及び期待される役割の概要

岩田満泰氏は、経済産業省（旧通商産業省）等において要職を歴任された豊富な経験と、電力会社における経営者としての高い見識を有しており、当社取締役会において経営へのアドバイスや業務執行の監督等にその役割を十分果たしてきた。今後も、経済産業省及び企業経営経験者としての豊富な経験を活かし、当社において、主に経営陣から独立した中立的な立場から助言を行い、当社経営の重要事項の決定及び業務執行の監督等を行うことが期待できると判断した。

## 社外取締役



### 中瀬 一夫

社外

独立

#### 経歴

1973年 4月 三菱製紙（株）入社  
 2006年 6月 同社取締役常務執行役員  
 2008年 6月 同社取締役専務執行役員  
 2009年 6月 同社代表取締役専務執行役員洋紙事業部長（洋紙事業部、ドイツ事業担当）  
 2011年 6月 三菱製紙販売（株）  
 （現三菱王子紙販売（株））代表取締役  
 社長執行役員  
 2015年 6月 同社相談役  
 2016年 6月 当社社外監査役  
 2017年 6月 当社社外取締役（現任）

#### 社外取締役として選任した理由及び期待される役割の概要

中瀬一夫氏は、製紙業界における豊富な経験と企業経営経験者としての高い見識を有しており、当社取締役会において社外監査役として経営に対する監督機能の強化に十分な役割を果たしてきた。2017年6月からは、社外取締役として経営へのアドバイスや業務執行の監督等にその役割を十分果たしてきた。今後も、企業経営経験者としての豊富な経験を活かし、当社において、主に経営陣から独立した中立的な立場から助言を行い、当社経営の重要事項の決定及び業務執行の監督等を行うことが期待できると判断した。

倉本氏は豊富な海外経験と企業経営者としての経験を、二瓶氏は国際商事法務を含む弁護士としての専門知識及び多様性の観点を、それぞれ踏まえ、当社経営陣に対して中立的な立場から助言・監督業務を行ってきた。

## 社外取締役



### 倉本 博光

社外

独立

#### 経歴

1972年 4月 日本郵船（株）入社  
 2001年 6月 同社取締役  
 2003年 6月 同社常務取締役経営委員  
 2006年 4月 同社代表取締役専務経営委員  
 2008年 4月 同社代表取締役副社長経営委員  
 2010年 4月 同社取締役  
 2010年 6月 郵船航空サービス（株）取締役副社長執行役員  
 2010年 10月 郵船ロジスティクス（株）取締役副社長執行役員  
 2011年 4月 同社代表取締役社長執行役員  
 2016年 6月 同社代表取締役会長執行役員  
 2017年 4月 同社代表取締役会長  
 2018年 6月 同社相談役  
 2021年 6月 当社社外取締役（現任）

## 社外取締役



### 二瓶 ひろ子

社外

独立

#### 経歴

1999年 4月（株）富士銀行（現（株）みずほ銀行）入行  
 2008年 3月 同行退行  
 2009年 9月 司法修習修了、弁護士登録  
 （第一東京弁護士会）  
 2009年 10月 外国法共同事業オメルベニー・アンド・マイヤーズ法  
 律事務所入所アソシエイト弁護士  
 2014年 9月 オックスフォード大学法学修士号取得  
 2016年 1月 同法律事務所カウンセラー弁護士（現任）  
 2019年 3月 早稲田大学大学院法学研究科先端法学専攻  
 知的財産法LL.M.先端法学修士号取得  
 2019年 6月（株）シード社外監査役（現任）  
 2020年 1月 インベスコ・オフィス・ジェイリート  
 投資法人監督役員  
 2022年 6月 当社社外取締役（現任）  
 2023年 3月 JUKI（株）社外監査役（現任）

#### 社外取締役として選任した理由及び期待される役割の概要

倉本博光氏は、豊富な海外経験と企業経営経験者としての高い見識を有しており、当社取締役会においてグローバルな視点から経営へのアドバイスや業務執行の監督等にその役割を十分果たしてきた。今後も他業界での企業経営経験者としての豊富な経験を活かし、当社において、主に経営陣から独立した中立的な立場から助言を行い、当社経営の重要事項の決定及び業務執行の監督等を行うことが期待できると判断した。

#### 社外取締役として選任した理由及び期待される役割の概要

二瓶ひろ子氏は、弁護士として培われた高度且つ専門的な法律知識及び国際商事等法務関連の豊富な経験を有しており、当社取締役会においてジェンダー等の多様性の観点も含めた経営へのアドバイスや業務執行の監督等にその役割を十分果たしてまいりました。今後もこれらの法律知識と豊富な経験を活かし、当社において、主に経営陣から独立した中立的な立場から助言を行い、当社経営の重要事項の決定及び業務執行の監督等を行うことが期待できると判断した。

当社は取締役会の多様化とガバナンス体制強化に向けた継続な取り組みを実施。近年は社外取締役比率の増加、女性取締役の選任、会社や業界の外部人材の積極登用を推進。

## 2021年度

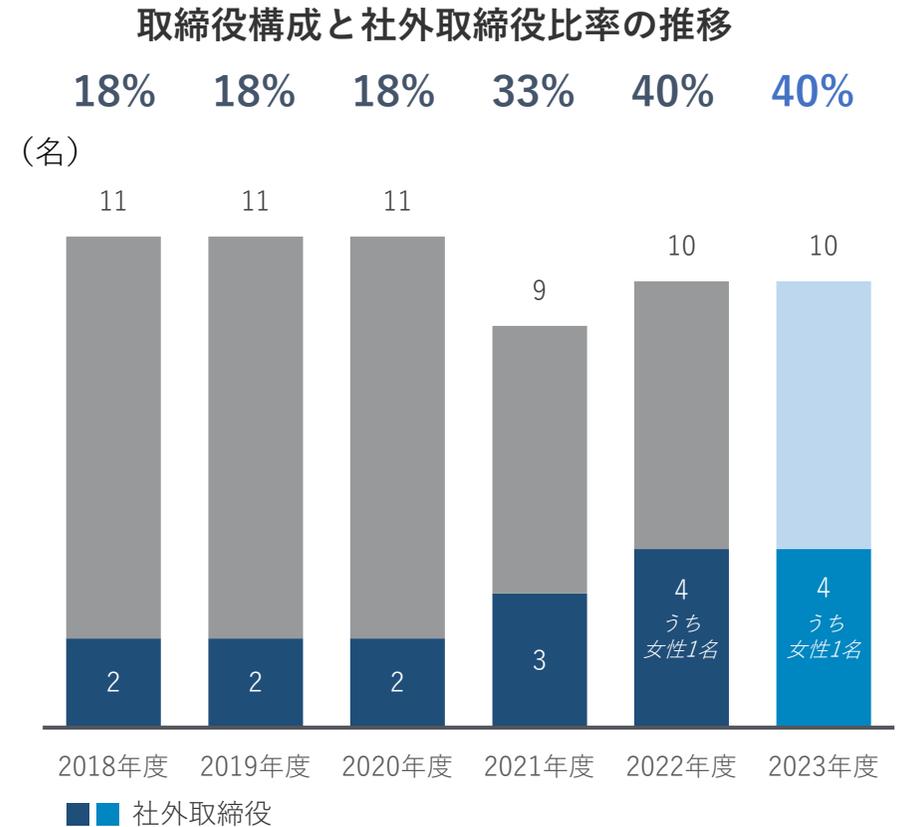
- 社外取締役比率増加：18%→33%

## 2022年度

- 女性取締役の選任：10名中1名
- 社外取締役比率増加：33%→40%

## 2023年度

- 取締役は10名中7名を、執行役員は11名中4名を、外部企業出身の人材から選任して多様性を確保
- 新任の取締役3名のうち、2名が他業界の出身者
- 定時株主総会終了後の取締役会にて、指名・報酬委員会の委員長を社外取締役とする旨を決議しており、岩田取締役が委員長に就任。同委員会は3名（過半となる2名が社外取締役）で構成



後継者育成のため、独立社外取締役が過半を占め、独立社外取締役を委員長とする指名・報酬委員会においてサクセッションプランの継続的な検討・見直しを行っており、現在は2専務体制とし、後継体制を整えている。

## 社長後継者の選任プロセスについて

- 当社は、後継者選任プロセスとして取締役会の諮問機関である指名・報酬委員会において、継続的に「代表取締役が有する経営者の要件（的確なビジョンを有しそれを実行する能力、ポートフォリオマネジメント能力、国際企業としてのグローバル・ガバナンス能力等）」に基づき、外部招聘、若手選抜まで後継者候補を拡大し、透明性と客観性をもって多角的に検討を継続している
- 現在は、技術系1名、営業系1名の2専務体制とし、後継体制を整えている



## 取締役選任のプロセスについて

- 全取締役及び執行役員に対し、中長期的企業経営の方向性や戦略に関わる論文の提出を求め、さらに社外の指名・報酬委員会委員との個別面談を実施。その後、スキルバランスの取れた役員構成を判断するスキルマトリックスに基づき、評価・人選を行っている

## 指名・報酬委員会による選任案の取締役会承認

- 指名・報酬委員会において作成された社長後継者・取締役候補者選任案は、取締役会に提案し承認を得ている

当社グループは2023年度は計83回の投資家面談を実施しており、投資家との対話を重視。投資家との面談では経営陣及び取締役も対応しており、岸本CEOによる投資家への説明としてはコーポレートガバナンスに関する基本方針のとおり、半期に一度の決算説明会を実施。

投資家との面談回数（2023年度実績）：

**年間計83回（IR面談：56件、SR面談：27件）**

投資家との面談には岸本CEOを含む経営陣、取締役も対応

当社グループは、策定したコーポレートガバナンスに関する基本方針に従い、株主・投資家の皆様に当社の経営・財務状況をタイムリーに情報開示するため、IR担当部署及びSR担当部署が、岸本CEOが出席する決算説明会を半期毎に開催する他、ニーズに応じた投資家エンゲージメント活動を随時実施

家庭紙事業への参入計画凍結は、**同業他社の製造設備増設や原燃料価格高騰等の事業環境を踏まえた適切な経営判断**であり、これを一貫性を欠いた対応と批判するオアシスは、これらの経営判断の前提状況を看過している。中期経営計画2026においても、事業環境の変化に対応した事業ポートフォリオシフトに注力している。

## 当社の家庭紙事業への参入計画凍結の背景

- 競合他社の設備増強及び原燃料価格高騰等の事業環境悪化に鑑み、2022年11月11日に家庭紙生産設備建設計画の凍結を発表
- 価格の下方硬直性は高い一方で値上げの浸透に時間を要し、足許までの近年の原燃料高に伴い家庭紙大手は軒並み収益性が大きく悪化。同業他社における家庭紙事業は、多額の営業損失の計上や一部撤退も公表されている
- 人口減少により国内出荷量は減少傾向。2022年は値上げ発表から浸透までの期間において一時的需要が発生し国内出荷量は前年比+5.2%増加したものの、足許2023年1-4月の国内出荷量は前年同期比▲7.6%で大きく減少。他方で、輸入紙は予想に反して減少していないため、供給過剰に陥っている

## 中期経営計画2026の事業ポートフォリオシフト

- 家庭紙事業への参入計画は凍結したものの、高付加価値商品への注力やM&A、新規事業開発などの事業ポートフォリオシフトを計画

### 高付加価値商品への注力

- 新規商品の開発、新規分野への参入
- 既存商品の用途開発

### M&A + 新規事業

- 世界的に需要の底堅いパルプ関連投資
- 産業用特殊紙等の技術開発分野
- 脱プラの動きを踏まえた紙加工分野等

中期経営計画 2023  
発表時前提  
(2020年5月22日発表)

ドバイ原油：USD50/bbl

2023年3月期  
第2四半期の実績  
(2022年11月25日発表)

ドバイ原油：USD103/bbl

### 3. 株主提案に対する 当社取締役会意見

---

オアシス及び大王海運の株主提案について、**当社取締役会はいずれに対しても反対。**

提案株主 	議題 	内容 	当社見解 
オアシス	① 代表取締役1名解任の件	代表取締役岸本哲夫氏を解任する	<b>反対</b>
オアシス	② 社外取締役4名解任の件	社外取締役岩田満泰氏、中瀬一夫氏、倉本博光氏及び二瓶ひろ子氏の4名を解任する	<b>反対</b>
オアシス	③ 社外取締役5名選任の件	Wendy Shiba (ウェンディ シバ氏)、Kenneth Nysten (ケネス ナイスタン氏)、中島勇一郎氏、Michael Baisley (マイケル ベイズリー氏) 及び渡辺治氏の5名を社外取締役に選任する	<b>反対</b>
オアシス	④ 社外取締役の個人別の基本報酬額決定の件	各社外取締役の基本報酬の額を、1人当たり、1事業年度につき1,500万円とする	<b>反対</b>
オアシス	⑤ 社外取締役に対する譲渡制限付株式の付与のための報酬決定の件	各社外取締役に対し、譲渡制限付株式の割り当てのための金銭債権報酬として、基本報酬の額とは別に、1人当たりにつき750万円を設定する	<b>反対</b>
大王海運	⑥ 取締役5名選任の件	以下の5名を取締役として選任する。なお、いずれも社外取締役候補者である。 ①田中一行、②松岡真宏、③上田昌孝、④陶浪隆生、⑤菅野みずき	<b>反対</b>
大王海運	⑦ 社外取締役の報酬決定の件	大王海運が提案する議題⑥「取締役5名選任の件」につき、少なくとも1名の候補者について承認可決された場合に新たに選任される社外取締役（以下、「対象社外取締役」）について、個人別の固定報酬の額を年額1,200万円（新たに選任される社外取締役が5名である場合の総額は年額6,000万円）とする。ただし、他の社外取締役に対し、本提案よりも高額な報酬が支給され、かつ、同種同等の報酬が対象社外取締役にも支給される場合は、当該支給に加えて上記年額1,200万円の固定報酬が支給されるものではないこととする	<b>反対</b>

- 当社取締役会は、「2. 当社の企業価値向上に向けた取り組みと実績」に記載のとおり、主要財務指標の観点から見て良好な経営状況を保っており、大王製紙との戦略的業務提携によって営業利益の増加を見込むなど、社外取締役による適切な監督の下、当社の企業価値向上に繋がる経営を行っている
- 今回の株主提案は、当社の中長期的な企業価値向上を目指すものではなく、岸本CEOの解任をはじめ当社取締役会を実質支配することを狙うものである
- しかしながら、オアシス及びオアシスが提案する社外取締役候補は、当社の経営方針について具体的且つ現実的な考えを有しておらず、また当社の経営を担う資質も不足しており、当社の経営を真摯に検討しているとは考えられない
- オアシスが、当社と大王製紙の関係について、場当たりに主張を変遷させているのは、当社の経営方針につき何ら定見を有しておらず、当社と大王製紙の大株主である立場を利用して、自らの独自の利益を追求することのみを目的としていることの証左である
- オアシスは、公開するプレゼンテーションにおいて、当社の経営体制及びコーポレートガバナンス体制並びにその体制下で行われた個々の経営上の意思決定について、上記のとおり当社取締役会の実質支配を実現するため、重大な事実誤認又は自身の都合のいいように歪曲した事実に基づく正当な根拠のない説明を行っており、当社の株主を含むステークホルダーの皆さまに大きな誤解を生じさせるものである
- また、オアシスは大王製紙の大株主であり、当社の一般株主とは重大な利益相反関係が存在する点にも留意が必要

オアシスには、以下のとおり、当社一般株主との間に重大な利益相反関係が存在。

1

オアシスは、大王製紙の第9位の大株主（2023年9月末時点で、OASIS JAPAN STRATEGIC FUND LTD. は大王製紙株式を2.8%保有）

2

オアシスの当社に対する主張は、以下のとおり、変遷を繰り返している。

- ① 2023年2月10日以前：大王製紙株式の**売却**を主張
- ② 2023年2月10日付け書簡：大王製紙との**統合**を要請
- ③ 2023年5月22日付けキャンペーン資料：当社が大王製紙株式の売却を拒否したことで、当社は400億円の損失を当社株主とステークホルダーに与えたと主張して、再度、大王製紙株式の**売却**を要求
- ④ （当社が大王製紙との業務提携の検討開始を公表した後の）2024年3月19日付け書簡：再び、当社が相応のプレミアムを支払って大王製紙の株式を取得し、**経営統合することは理にかなっている**と表明
- ⑤ （当社がオアシスに一般株主の皆様との間に重大な利益相反があると指摘した後の）2024年5月2日付け書簡：**大王製紙との統合の是非は株主総会の争点ではないと主張**

オアシスは、当社の大株主であるだけでなく、大王製紙の大株主でもあるため、大王海運と同様、

オアシスが主張する当社と大王製紙の経営統合について、

大王製紙の株式を保有していない（大王海運を除く）大部分の当社の一般株主の皆様との間で

重大な利益相反関係を抱えており（大王海運についてはPage. 46参照）、

しかも、その主張は場当たりので何ら一貫性がない。

従って、オアシスが、当社と大王製紙との経営統合問題を巡って利益を追求することしか念頭になく、

当社の企業価値の向上には興味がないことは明らか

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張



### オアシス

岸本CEOが唯一の代表取締役として君臨し後継者を育成せずにワンマン経営支配を維持してきた結果、取締役会は弱体化し長期的な課題を見誤り、成長の展望を株主に提示できていない

## 当社見解

岸本CEOの下、当社はグローバル企業への展開を実現しており、主要財務指標の観点からみた当社の経営状況は良好に推移している

- 岸本CEOの下、2020年に目標とするグローバル企業への展開を実現しており、「中期経営計画2023」の連結経営目標は計画期間中にいずれも達成。「中期経営計画2026」においても当該目標連結経営指標の達成を目指している
- 岸本CEOの就任以降、当社主要財務指標はいずれも競合他社平均を上回る水準で推移
- 2022年3月期においては営業利益、経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益が過去最高、さらに、2023年3月期の連結売上高が会社創業以来初の3,000億円を超えを達成

家庭紙生産設備計画凍結の経営判断は、事業環境の変化に基づいて、取締役会全体で審議・検討した結果実行に至っており、岸本CEOのワンマン経営支配の一例とする主張は不適切

- 2022年11月での家庭紙生産設備建設計画の凍結（以降、本凍結）は、同時期に生じた競合他社の生産設備増強や原燃料価格の高騰といった事業環境の変化に基づく、適切かつ合理的な経営判断によるもので、同業他社における家庭紙事業は、多額の営業損失の計上や一部撤退も公表されるなど厳しい事業環境に置かれている事実を鑑みると、家庭紙事業を凍結した当時における当社取締役会の経営判断には問題がなかったと考えられる
- このように、事業環境の変化があった場合には従前の経営判断に固執せず、柔軟かつ機動的に対応すべきであるところ、従前の経営判断を変更したことを以て「混乱」と批判することは、かかる経営判断の前提状況を看過するものといわざるを得ない
- また、本凍結は、独立社外取締役を含む当社取締役会全体で審議・検討した結果実行に至ったものであり、これを「ワンマン経営支配」の一例として挙げることは不適切といわざるを得ない

岸本CEOの後継者選任についても検討が進んでおり、昨年2専務体制を開始し、後継体制を整えている

- 取締役会の諮問機関である指名・報酬委員会での後継者選任プロセスにおいて多角的に検討を進めており、その結果として、昨年、技術系1名、営業系1名の2専務体制を開始し、後継体制を整えている

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張



### オアシス

当社と大王製紙との戦略的業務提携は当社による大王製紙株式の保有を正当化するための見せかけに過ぎない

## 当社見解

大王製紙との戦略的業務提携は、経営統合と多角的に比較検討した上での経営判断であり、オアシスの主張は当社を批判することだけを目的としたものであることは明らか

- **2024年5月15日付けで締結した大王製紙との戦略的業務提携基本契約**は、構造変革による競争力強化及び事業ポートフォリオ変革という経営課題に取り組み、各々の強みを活かし、補完し合うことなどで中長期的な企業価値向上を目指すもので、生産技術、原材料購買及び製品物流分野から取組を開始し、**3年後の2026年度には、大王製紙にて20億円程度、当社にて30億円程度の営業利益の増加を見込む**
- かかる本業務提携の実施は、**大王製紙と当社とが敢えて合併等の経営統合に踏み込むよりも、契約上の業務提携の締結とすることが、より効率的に両社の企業価値の向上に繋がる**との判断に基づくもの
- そもそも当社は、大王製紙株式を取得して以降、業界再編に関し当該株式の売却も含めあらゆる選択肢を検討してきた結果、大王製紙との戦略的業務提携が当社の企業価値向上に最も有効であるとの結論に至った。当社は、当該判断に際して、大王製紙と当社との提携形態をどのようにすべきかについて、**当社経営陣から独立した観点から審議するために、当社の独立社外取締役のみを構成員とする再編検討会議を設置し、経営統合と業務提携のメリット・デメリットについて定量的なデータも踏まえて多角的な視点から比較検討を行った結果、より大きなシナジー効果を獲得するためには、大王製紙及び当社がそれぞれ独立経営体として切磋琢磨しつつ、業務提携を深化させてシナジー効果を追求していくことが適切であると結論づけられた**
- 他社との戦略的業務提携には慎重な検討を要するにも拘らず、当社が業務提携の検討を開始する旨のプレスリリースを開示した時から約2か月程度しか経過していない時期に、当社と大王製紙との戦略的業務提携を見せかけと断定することは、拙速かつ独断的な判断といわざるを得ず、**オアシスの左記主張は、当社の企業価値ないし株主共同の利益に鑑みた真摯な主張ではなく、当社を批判することだけを目的とした主張であると考えられる**
- また、**オアシスが当社と大王製紙との関係について、場当たりに主張を変遷させているのは、当社の経営方針につき何ら定見を有しておらず、当社と大王製紙の大株主である立場を利用して、自らの独自の利益を追求することのみを目的としていることの証左**である

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張



### オアシス

買収防衛策の再導入は岸本CEO及び現在の独立社外取締役による保身を目的としたものである

## 当社見解

**本対応方針は、大王海運らによる当社株式の大量取得により当社企業価値ないし株主共同の利益を毀損する可能性があるとの判断から導入されたものであり、岸本CEO含む当社経営陣の保身を目的としたものではない**

- 本対応方針は、大王海運の実質的なオーナーである井川俊高氏が、当社に対し、大王海運らが保有する当社株式を当社へ譲渡する代わりに、当社が保有する大王製紙株式を大王海運に譲渡してほしい旨の提案をし、当社がこれを断った直後から、大王海運らが、当社株式を急速かつ大量に市場内外で買い増したことを受けて導入のやむなきに至ったもの
- なお、2023年7月27日には、井川俊高氏から、オアシスと大王海運とが共同協調行為等に及んでいたことを示唆する発言があり、今後もいつまたそのような共同協調行為等に及ぶか分からないという疑念・懸念も払拭できない状況にあった
- 本対応方針は、上記の事情等から、大王海運らによる当社株式の買集めが、基本的には大王海運らが大王製紙に対する経営支配権を掌握することを目的とするものであって当社の企業価値向上を目的とするものではなく、本株式買集めの結果が、当社の企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるおそれが否定できないとの判断の下、大王海運らによる当社株式の株式買集めが当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切なご判断を下すための情報と時間を確保するために導入されたものであって、岸本CEOを含む当社経営陣の保身を目的としたものではない
- 実際に、大王海運らと共同協調関係にある疑いが払しょくできない東京紙パルプ取引が2024年3月に本対応方針所定の手続を履践することなく当社株式を相当量取得しており、このような事実からも、本対応方針の導入は合理的であり、当社経営陣の保身を目的としたものではないと考えられる

**本対応方針の導入には、当社の独立社外取締役4名を含む取締役会全員が賛成している**

- 当社の独立社外取締役は、いずれも社外取締役も高い独立性を備えており、またその経歴やスキルからも、岸本CEOの意向に左右されることなく、独立した客観的な立場から執行に対する監督機能を発揮することができる構成となっているところ、かかる独立社外取締役4名全員を含む取締役会全員が本対応方針の導入に賛成している

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張



### オアシス

多くの課題を当社が克服し、持続的な成長を実現するためには新たな経営陣が必要である

## 当社見解

**オアシスから明確な経営方針が示されていないことや、オアシスが主張する当社と大王製紙の経営統合におけるオアシスと当社一般株主との間の重大な利益相反関係の存在に鑑みると、オアシス提案の取締役候補の可決は当社の株主共同の利益に反する結果になりうる**

- オアシスは、オアシスが提案する取締役の選解任議案が全て可決された場合、取締役会で拒否権をもち、指名・報酬委員会の過半数を掌握することとなるため、**結局のところ、当社の社内取締役を含む取締役候補者の実質的な決定権限を有することとなり、実質的に当社の経営支配権を掌握することになる**
- オアシスからは、オアシスが提案する取締役の選解任議案が全て可決された後における当社の経営の基本的な方針について、**何ら具体的な経営方針を含まない抽象的な回答しか得られておらず、当社を実際に経営していくプランを有する者の真摯な回答とはいえない**
- 加えて、オアシスは、**現在、大王製紙の株式を相当数保有しており、オアシスが主張する当社と大王製紙の経営統合について、大王製紙の株式を保有していない（大王海運らを除く）大部分の当社の一般株主の皆様との間で重大な利益相反関係を抱えている**。オアシスは、従前より、当社がプレミアムを支払って大王製紙株式を取得することによる当社と大王製紙の経営統合を提案しているが、大王製紙の大株主でもある立場で、当該経営統合を提案をしながら、実質的に当社の経営支配権を掌握するに至ることとなるオアシスが提案する取締役の選解任議案の可決を目指す行為は、大王製紙の株式を保有していない（大王海運らを除く）大部分の当社の一般株主の利益を損ない、当社の株主共同の利益に反する結果を招くことになりかねない

**オアシスが提案する社外取締役候補者のいずれからも当社の具体的な経営方針が全く示されていない**

- オアシスが提案するいずれの候補者も、オアシスから当社の社外取締役候補者となることについて打診を受けたのは、2024年2月又は3月のことであり、当社の経営方針について全く具体的な回答をしてないことから、当社の経営に真摯に取り組む準備ができていないと思われず、**当社の経営について定見があるとは到底思われない**
- **候補者の中には日本の製紙業界に精通した者は1名もおらず、適切な経営判断や監督に必要な素質が欠けていると言わざるを得ない**

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張



### オアシス

多くの課題を当社が克服し、持続的な成長を実現するためには新たな経営陣が必要である（続き）

## 当社見解

**当社取締役はそれぞれの専門性や多様性等の観点から最適な構成となっており、その監督機能の高さが良好な当社主要財務指標に表れている**

- 当社の現取締役は、当社事業に精通する上、それぞれが当社の経営に必要なスキル・専門性を有しており、これらの現取締役から成る**現在の当社取締役会は、全体として最適なチームであると考えられる**
- 実際に、現在の取締役会による経営の下、主要財務指標の観点から見て**当社の経営状況が良好に推移していることは当社の現在の取締役会がチームとして適切に監督機能を発揮していることの現れ**である

**当社の社外取締役は、それぞれの見識に基づき、独立した客観的な立場から執行に対する監督機能を発揮**

- 当社の独立社外取締役は、いずれも社外取締役も高い独立性を備えており、またその経歴やスキルからも、**岸本CEOの意向に左右されることなく、独立した客観的な立場から執行に対する監督機能を発揮することができる構成**となっている
- 実際に、社外取締役からの厳しい指摘及び意見によって、新規大型投資案件等の実施、撤退、縮小等の方針が修正されたことも、執行側とは独立した社外取締役による忌憚のない意見、指摘を踏まえて経営判断がなされている
- また、各独立社外取締役は、当社の各経営判断について、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を目指す観点から、それぞれの見識に基づき、善管注意義務を全うするために、**経営陣への忖度なく良識ある判断**を行っている
- そして、これら4名の独立社外取締役は、そのスキルの組み合わせ、ジェンダーやバックグラウンドの多様性等に照らして、**現在の当社取締役会が、その監督機能を最大限発揮するために必要不可欠な存在**であると考えられる

オアシスの株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張

### オアシス

社外取締役の一人当たりの報酬額を一律に一定金額とすることで、報酬に対する予測可能性が高まり、経営陣への監督機能を発揮し得る有能な人材の招来が可能となり、金額の決定プロセスの透明性が確保され、社外取締役の独立性の担保につながる

### オアシス

社外取締役に企業価値の持続的な向上を図るインセンティブを与えるとともに、社外取締役と株主の皆様とのより一層の価値共有を進めることを目的に、社外取締役に対して譲渡制限付株式報酬を割り当てるべき

## 当社見解

**オアシスが主張する有用な人材の招来や報酬額決定プロセスの透明性確保は、報酬の一律化で達成されるとは考えられず、本提案が当社のガバナンス向上に資するものではないのは明らか**

- オアシスは、今回の株主提案で実質的に当社の社外取締役をオアシス提案取締役に交代させることを目指していることから、本株主提案は、オアシス提案取締役の便益のために提案されているものであって、当社のガバナンス向上に資するものではないことは明らか（オアシスが取締役の交代を目指したフジテックやツルハ、クスリのアオキホールディングスでも、取締役交代の株主提案とともに、本株主提案と同様の議題を提案している）
- 本株主提案における社外取締役の報酬水準（1,500万円）は、基本報酬だけでも国内上場会社の標準的な水準より大幅に高いのみならず、取締役の報酬については、取締役の知見・経験や役割に応じた報酬を設定すべきであって、基本報酬の額を一律に固定すると、外部環境や市場環境の変化等を踏まえた柔軟な報酬設計が困難となり、社外取締役に求められる役割や責任等に応じた柔軟性が阻害され、適切な報酬設定ができないことによって、有用な人材の招来が困難となる可能性があると思料される
- さらに、取締役の報酬は、取締役の知見・経験や役割に応じた報酬を設定すべきであり、基本報酬の額を一律に固定すると、金額の決定プロセスの透明性が確保されても報酬の支給根拠が不明瞭となるおそれがあると考えられる

**社外取締役の高い独立性確保の観点から、業績と連動し得る報酬を社外取締役の報酬に入れることは適切とは考えられず、本提案が当社のガバナンス向上に資するものではないのは明らか**

- オアシスは、今回の株主提案で実質的に当社の社外取締役をオアシス提案取締役に交代させることを目指していることから、本株主提案は、オアシス提案取締役の便益のために提案されているものであって、当社のガバナンス向上に資するものではないことは明らか（オアシスが取締役の交代を目指したフジテックやツルハ、クスリのアオキホールディングスでも、取締役交代の株主提案とともに、本株主提案と同様の議題を提案している）
- 社外取締役は、高い独立性を確保した上で、経営の監督機能を強化することが求められていることから、当社の社外取締役の報酬は、固定報酬としての基本報酬のみによって構成しており、当社としては、業績と連動する譲渡制限付株式報酬を社外取締役の報酬に含めることは適切ではないと考えている。また、国内をはじめとする多くの機関投資家の議決権行使基準においても、社外取締役を対象とする株式報酬には原則として反対するとされており、当社として社外取締役に対する個人別の譲渡制限付株式報酬をあえて導入する必要はないと考えている
- さらに、オアシスが提案する基本報酬（1,500万円）と本株式報酬（750万円）を併せた水準は、国内上場企業の標準的な水準を大幅に超過するものであり、本提案の趣旨は、社外取締役の交代が成功した場合における、オアシス提案取締役の報酬水準を総額2,250万円とすることを保証する点にある旨が強く推認される

いずれの候補者も、当社の経営について定見があるとは思われないばかりか、日本の製紙業界に精通した者が全くいないこと、現任社外取締役とのスキルの重複等の理由から、当社取締役会は当該株主提案に反対を表明。

氏名	候補者に対する当社取締役会の見解
Wendy Shiba	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内上場会社の役員の経験がないことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの当社のコーポレートガバナンスに対する貢献は期待できない</li> <li>● 当社は、アジアを中心としたグローバルな事業展開を予定しているが、<u>Wendy Shiba氏は、北米における勤務歴しか有していないため、そのグローバルに関する知見は、当社との関係では有益とは言えない</u></li> <li>● Wendy Shiba氏の経歴から推察されるグローバルの観点以外のスキルを当社の現在の取締役会のスキルマトリックスに照らすと、他の取締役のスキルと重複する部分が多いことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの貢献は期待できず、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> </ul>
Kenneth Nysten	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内上場会社の役員の経験がないことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの当社のコーポレートガバナンスに対する貢献は期待できない</li> <li>● また、同氏は、株主提案書面によれば、欧州等での製紙・パルプ業界での経験を有しているとのことだが、当社の経営においては日本の製紙・パルプ業界では日本独自の事業環境に関する知見が不可欠であり、Kenneth Nysten氏は大前提となるべきかかる知見に乏しいことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの貢献は期待できず、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> </ul>
中島 勇一郎	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 既に役員に就任している会社が5社あり、<u>当社の社外取締役に就任すれば6社もの役員を兼任することになる</u>。この点、コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-11②においても、複数社での役員の兼任は、取締役・監査役としての役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けられる程度の合理的な範囲に留めるべきである旨の原則が規定されているところ、6社もの役員を兼任した場合には、当社社外取締役として十分なリソースを割いていただけない可能性があること懸念される</li> <li>● また、中島勇一郎氏の経歴によれば、日本の製紙・パルプ業界に関する知見やスキルを有していないと思われ、同氏が有する財務に関する専門性は、当社の現在の取締役会のスキルマトリックスに照らすと、他の取締役のスキルと重複することから、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> </ul>
Michael Baisley	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内上場会社の役員の経験がないことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの当社のコーポレートガバナンスに対する貢献は期待できない</li> <li>● また、株主提案書面には、M&amp;Aの経験を有していると記載されているが、米国において、米国公認会計士の資格に基づき、M&amp;A案件に関与していたことに鑑みると、同氏の経験、知見は、米国の観点からの経験、知見に偏っている可能性が高いと考えられる。<u>当社の社外取締役に、既に、日本の弁護士資格に基づき、米国を本拠とする国際的法律事務所の東京オフィスで勤務している二瓶ひろ子氏がおり、日本法及び米国の両面の知識、経験が取締役に提供される構成となっていることから、日本法の知見で当社の現在の社外取締役に劣るMichael Baisley氏を敢えて当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</u></li> </ul>
渡辺 治	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本株主提案の候補者のうち、唯一の日本の上場会社における社外取締役経験者であるが、以下背景から、<u>オアシスからの独立性には疑念がある</u>といわざるを得ない <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>自らが代表を務める法律事務所においてオアシスが提出する多数の会社に係る大量保有報告書等の提出代理をしていたほか、アルパインへのキャンペーンに関与し、事務所所属弁護士をオアシスの株主提案の取締役候補者として擁立するなど、オアシスと関係が深い大塚和成弁護士が代表を務めるOMM法律事務所の出身</u></li> <li>2. 同じく大塚和成弁護士が代表を務めていた二重橋法律事務所（現・祝田法律事務所。なお、同事務所はオアシスが提出している当社株式に係る大量保有報告書の提出代理及び事務上の連絡先）出身の沼井英明弁護士と共に、マーチャント・バンカーズ株式会社の第三者委員会委員を務めている</li> <li>3. OMM法律事務所が事務所HP上でオアシス側を代理してプロキシーファイトに成功したと公表している株式会社イメージワンの第三者委員会調査補助者を務めており、<u>大塚和成弁護士やその関係者との密接な関係が窺える</u></li> </ol> </li> </ul>

大王海運の株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張

### 大王海運

取締役会の独立性と実効性の向上を企図して、新たに社外取締役5名を増員すべき

## 当社見解

当社取締役はそれぞれの専門性や多様性等の観点から最適な構成となっており、その監督機能の高さが良好な当社主要財務指標に表れている

- 当社の現取締役は、当社事業に精通する上、それぞれが当社の経営に必要なスキル・専門性を有しており、これらの現取締役から成る 現在の当社取締役会は、全体として最適なチームであると考えられる
- 実際に、現在の取締役会による経営の下、主要財務指標の観点から見て 当社の経営状況が良好に推移していることは当社の現在の取締役会がチームとして適切に監督機能を発揮していることの現れである

大王製紙との戦略的業務提携は、経営統合と多角的に比較検討した上での経営判断であり、大王海運の主張は当社を批判することだけを目的としたものであることは明らか

- 2024年5月15日付けで締結した大王製紙との戦略的業務提携基本契約は、構造変革による競争力強化及び事業ポートフォリオ変革という経営課題に取り組み、各々の強みを活かし、補完し合うことなどで中長期的な企業価値向上を目指すもので、生産技術、原材料購買及び製品物流分野から取組を開始し、3年後の2026年度には、大王製紙にて20億円程度、当社にて30億円程度の営業利益の増加を見込む
- かかる本業務提携の実施は、大王製紙と当社とが敢えて合併等の経営統合に踏み込むよりも、契約上の業務提携の締結とすることが、より効率的に両社の企業価値の向上に繋がるとの判断に基づくもの
- そもそも当社は、大王製紙株式を取得して以降、業界再編に関し当該株式の売却も含めあらゆる選択肢を検討してきた結果、大王製紙との戦略的業務提携が当社の企業価値向上に最も有効であるとの結論に至った。当社は、当該判断に際して、大王製紙と当社との提携形態をどのようにすべきかについて、当社経営陣から独立した観点から審議するために、当社の独立社外取締役のみを構成員とする再編検討会議を設置し、経営統合と業務提携のメリット・デメリットについて多角的な視点から比較検討を行った結果、同会議において、より大きなシナジー効果を獲得するためには、大王製紙及び当社がそれぞれ独立経営体として切磋琢磨しつつ、業務提携を深化させてシナジー効果を追求していくことが適切であると結論づけられた
- 他社との戦略的業務提携には慎重な検討を要するにも拘らず、当社が業務提携の検討を開始する旨のプレスリリースを開示した時から約2か月程度しか経過していない時期に、当社と大王製紙との戦略的業務提携を見せかけと断定することは、拙速かつ独断的な判断といわざるを得ず、当該主張は、当社の企業価値ないし株主共同の利益に鑑みた真摯な主張ではなく、当社を批判することだけを目的とした主張であると考えられる

大王海運の株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張

### 大王海運

取締役会の独立性と実効性の向上を企図して、新たに社外取締役5名を増員すべき  
(続き)

## 当社見解

大王海運は、大王製紙株式の保有がない当社一般株主との間で重大な利益相反関係にあり、同社提案の取締役候補の可決は当社の株主共同の利益に反する結果になりうる

- 大王海運らによる当社株式取得の経緯に照らすと、大王海運が提案する候補者5名が当社の取締役に就任した場合には、大王海運らによる当社の経営に対する影響力が大きく増大する結果、大王製紙の経営支配権の掌握を企図する大王海運らの圧力によって、当社が、その保有に係る大王製紙株式を手放す事態に追い込まれたり、大王製紙との業務提携を一方的に大王製紙にとって有利な態様で運用されたりする等して、当該業務提携に基づくシナジー効果を十分享受できない状況に追い込まれる事態も十分に予想され、大王製紙の株式を保有していない（オアシスを除く）大部分の当社の一般株主の皆様の利益を損ない、当社の株主の皆様共同の利益に反する結果を招くことになりかねない

大王海運が提案する社外取締役候補者のいずれの候補者についても当社の経営に対し真摯に取り組む姿勢がみられない

- 大王海運が提案する候補者5名が当社社外取締役に選任された後の当社の経営方針については、いずれの候補者からも特段の意見は全く示されておらず、大王海運からも当社の経営方針が示されていないことから、当社の経営に真摯に取り組もうとしているとは到底考えられず、大王海運が提案する候補者5名が当社の取締役として適切なスキルを有しているかを検討することすら困難といわざるを得ない
- 日本のマーケットは、そのほとんどのシェアを国内メーカーが占めており、高い古紙回収率、高品質な紙製品、物流システムなど日本独自の事業環境に関する知見が不可欠であり、その上で取締役会における適切な経営判断や監督が可能となるところ、候補者の中に日本の製紙業界に精通した者が1名もいない本株主提案は、その要素が欠けているといわざるを得ない

当社は株主との対話について要望に応じて適切な経営メンバーで対応しており、当社が株主に対して対話の機会を与えていないという主張は事実と反した印象操作を図るものといえる

- 面談については、大王海運から当社と大王製紙の提携や当社による大王製紙株式の保有を主題として、本対応方針に基づく独立委員会委員である社外取締役と面談したい旨の申し出があったのに対し、他社との関係を含む経営方針等は当社取締役会の監督の下に執行側において検討すべき事項であること、及び、経営方針等に関する株主様との面談は本対応方針とは関係のないものであることから、社外取締役ではなく執行取締役において面談に対応させていただきたい旨連絡したところ、大王海運よりこれを断られたものであり、「対話の機会さえ得られておりません」との表現は、当社の株主の皆様に対する対話態度について、事実と反した印象操作を図るものといえる

大王海運の株主提案に至った背景はいずれも当社認識と異なっており、当社の企業価値向上、株主共同の利益に資するものではない。

## 株主の主張

### 大王海運

大王海運が提案する社外取締役候補者が承認可決された場合、職務執行に十分な時間とエネルギーを投下してもらうべく、年額1,200万円の固定報酬を支給すべき

## 当社見解

**本提案が当社のガバナンス向上に資するものではないのは明らかであり、報酬の一律化は職務執行に十分な時間とエネルギーを投下するインセンティブを阻害するおそれがある**

- 本株主提案に基づき支払うこととされている報酬は、大王海運が提案する「取締役5名選任の件」につき、少なくとも1名の候補者が承認可決された場合に新たに選任される社外取締役について支払われるとされていることから、**本株主提案は大王海運の提案に係る取締役の便益のために提案されており、当社のガバナンス向上に資するものではないことは明らか**
- 取締役の報酬については、取締役の知見・経験や役割に応じた報酬を設定すべきであり、報酬の額を一律に固定することは、**外部環境や市場環境の変化等を踏まえた柔軟な報酬設計が困難となり、かえって、社外取締役に求められる役割や責任等に応じた柔軟性が阻害される**ことによって、有用な人材の招来が困難となったり、職務執行に十分な時間とエネルギーを投下するインセンティブを阻害したりする可能性があると考えられる
- さらに、取締役の報酬は、取締役の知見・経験や役割に応じた報酬を設定すべきであり、報酬の額を一律に固定すると、**金額の決定プロセスの透明性が確保されても報酬の支給根拠が不明瞭となる**おそれがあると考えられる
- **本株主提案における社外取締役の報酬水準（1,200万円）は、国内上場会社の標準的な水準より大幅に高いものである**であって、かつ、本株主提案は、大王海運が提案する取締役候補者5名につき、少なくとも1名の候補者が承認可決された場合に新たに適用される旨を明記していることから、**本株主提案を提案する趣旨が、大王海運が提案する取締役の報酬水準につき年間1,200万円とすることを保証する点にある旨は明白**である

いずれの候補者も、当社の経営について定見があるとは思われないばかりか、日本の製紙業界に精通した者が全くいないこと、現任社外取締役とのスキルの重複等の理由から、当社取締役会は当該株主提案に反対を表明。

氏名	候補者に対する当社取締役会の見解
田中一行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主提案書面には、<u>同氏のスキルとしてコーポレートガバナンスの実務や再編を推進した経験を有すると記載されているものの、これらの知見は、日本の製紙・パルプ業界に関する知見を有する当社の現在の社外取締役も全員有している</u>ことから、田中一行氏に当社の現在の社外取締役に代わるほどの貢献は期待できず、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> <li>● その経歴から、日本の製紙・パルプ業界に関する知見やスキルを有していないと思われる</li> </ul>
松岡真宏	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>同氏が有する財務に関する専門性は、当社の現在の取締役会のスキルマトリックスに照らすと、他の取締役のスキルと重複することから、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</u></li> <li>● その経歴から、日本の製紙・パルプ業界に関する知見やスキルを有していないと思われる</li> </ul>
上田昌孝	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主提案書面には、<u>上田昌孝氏のスキルとしてコーポレートガバナンスの知見を有すると記載されているに留まり、当社に対して提供される具体的なスキルが明示されていない</u>ことから、当社の現在の社外取締役に代わるほどの貢献は期待できず、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> <li>● その経歴から、日本の製紙・パルプ業界に関する知見やスキルを有していないと思われる</li> </ul>
陶浪隆生	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主提案書面には、経営トップとしての知見と経験を有すると記載されているが、同氏がJA三井リース株式会社代表取締役社長を務めていたのは約15年も前のことである</li> <li>● また、<u>陶浪隆生氏が川崎近海汽船株式会社の社外取締役を勤めていた期間、同社のROEは低水準で推移しており、同氏の社外取締役として企業価値向上を実現させるスキルが、当社の現在の社外取締役に代わるほどに高いとは思えない</u>。したがって、同氏を当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</li> </ul>
菅野みずき	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>当社の社外取締役には、既に、日本の弁護士資格に基づき、米国を本拠とする国際的法律事務所の東京オフィスで勤務している二瓶ひろ子氏がおり、日本法及び米国法の両面の知識、経験が取締役会に提供される構成となっており、菅野みずき氏が有する独占禁止法に関する専門性は、当社の現在の取締役会のスキルマトリックスに照らすと、他の取締役のスキルと重複することから、グローバルの知見で当社の現在の社外取締役に劣る菅野みずき氏を敢えて当社の社外取締役とすべき理由は見出せない</u></li> <li>● 経歴を見る限り、日本の製紙・パルプ業界に関する知見はなく、グローバルについても深い知見は有していないと思われる</li> </ul>

## 4. 大王海運らに対する 対応方針の導入と更新

---

## 大王海運らに対する対応方針導入及び更新の妥当性

### 現行対応方針導入の理由

- 大王海運が、その共同保有者である川崎紙運輸及び美須賀海運（以下、総称して「大王海運ら」）とともに、2023年10月19日時点において株券等保有割合にして12.10%（議決権比率13.50%）に相当する当社株式を保有していることを公表して以降、当社株式を市場内外にて急速かつ大量に買い集め（以下、大王海運らによる当社株券等の大量買集めを「本株式買集め」）、2023年12月8日時点において、株券等保有割合にして17.68%（議決権比率19.73%）に相当する当社株式を保有するに至ったことを踏まえ、当社の企業価値及び株主共同の利益を確保する観点から、2023年12月22日開催の当社取締役会において、会社の支配に関する基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組みとして、①大王海運らによる当社株券等を対象とする本株式買集め及び②大王海運らによる当社株券等を対象とする大規模買付行為等が継続している状況下において企図されるに至ることがあり得る、他の大規模買付行為等への対応策（以下「現行対応方針」）を導入
- 現行対応方針は、既に具体化している本株式買集めを踏まえ、大規模買付行為等への対応を主たる目的として導入されるものであって、具体的な大規模買付行為等が企図されなくなった後において現行対応方針を維持することは予定されておらず、その有効期間は、2024年6月開催の当社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までとされていたが、同時に、現行対応方針においては、当該有効期間の満了時において、現に大規模買付行為等を行っている者又は当該行為を企図する者であって当社取締役会において定める者が存在する場合には、当該行われている又は企図されている行為への対応のために必要な限度で、かかる有効期間は延長されることとされていた

## 大王海運らに対する対応方針導入及び更新の妥当性

### 継続・更新の理由

- 以下の背景に鑑み、大王海運らは、現行対応方針の有効期間の満了時において、現に大規模買付行為等を行っている者又は当該行為を企図する者に該当する可能性が高いと判断されたこと
  - ― 大王海運らは、2023年12月22日以降、当社株式を買い増していないが、その理由は、大王海運が2023年12月25日付け「北越コーポレーション株式会社の発表内容に対する当社の認識・見解のご説明」で「今後は買収防衛策の趣旨に配慮しながら対応してまいります」と述べていることから分かります。また、当社株式の買増しを断念したためではなく、現行対応方針が存在するために過ぎないと考えられる
  - ― 大王海運らは、井川俊高氏が、当社に対し、大王海運らが保有する当社株式を当社へ譲渡する代わりに、当社が保有する大王製紙株式会社の株式を大王海運に譲渡して欲しい旨の提案をしたことに対して、当社がこれを断ったところ、その直後から、新たに100億円の資金を借り入れる等して、当社株式を、株価が急騰することも厭うことなく、急速且つ大量に買い増しており、大王海運らが当社株式を大量に取得している真の目的は、当社株式の大量取得を通じて当社に対し強い圧力を掛け、本大王製紙株式を大王海運に譲渡させること（ひいては、大王海運が大王製紙株式を大量に取得・保有することを通じて、井川氏及び井川氏が属する大王製紙の創業家の一部が、大王製紙の経営支配権を掌握すること）にあり、当社がこれに応じない限り、大王海運らは当該株式の交換を実現するために更に本株式買集めを進める可能性が高いこと
  - ― 東京紙パルプ取引は、対応方針導入後の2024年3月15日及び同月18日に、対応方針所定の手続を履践することなく、当社株式を取得。東京紙パルプ取引は、以下の事情から大王海運らの共同協同行為者である可能性があるため、大王海運らが東京紙パルプ取引を通じて当社株式を取得している可能性がある
    - 大王海運及び同社のグループ会社である三共エンジニアリング株式会社は東京紙パルプ取引の株主である
    - 実際に、2023年定時株主総会において、東京紙パルプ取引は、大王海運らと同じく、第2号議案「取締役10名選任の件」のうち、当社代表取締役社長CEO岸本哲夫の選任議案には反対する一方で、株主提案である第3号議案乃至第5号議案に全て賛成している
    - 上記総会では議場でも大王海運グループの川崎紙運輸の専務が、「私ども川崎紙運輸、・・・入場ナンバー15、東京紙パルプ取引・・・の議決権行使については、・・・岸本哲夫氏の取締役選任に対して反対票にカウントしてください」と発言
    - 当社が、大王海運に対して、2024年4月26日付けの書簡において、上記の事実を提示しつつ本株式取得について質問したところ、本株式取得について意思連絡はないとの回答があったものの、本株式取得に関して上記の事実から大王海運らと東京紙パルプ取引の間に共同協同関係が存在すると合理的に推認される点については全く反論・言及がされておらず、上記回答の信用性には疑いがある

## 5. 大王海運らに対する 対抗措置の条件付き発動議案

---

1) 直近の東京紙パルプ取引による買増しや井川俊高氏によるオアシスとの協調を示唆する発言に鑑みると、大王海運らが本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等を行う蓋然性が具体的に想定され、2) 大王海運の主目的は大王製紙の経営支配権の掌握であり、一般株主との間に利益相反があること、3) 大王海運には当社についての経営方針がないことに鑑みると、大王海運らの大規模買付行為等によって当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益が毀損される。

① 大王海運らによる更なる買増しとオアシスとの協調に対する懸念

⇒ P. 45

② 大王海運らと当社一般株主との間の利益相反

⇒ P. 46

③ 大王海運には当社の経営に関する具体的方針がない

⇒ P. 47

## 対抗措置の発動議案概要

### 決議事項

- 本対応方針において、大規模買付者が本対応方針を遵守しない場合には、株主意思確認総会を経ることなく、当社取締役会限りで本対抗措置を発動することとしているが、本議案は、株主意思の尊重の観点から、2024年6月27日開催予定の当社第186回定時株主総会において、大王海運らが、本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等に着手した場合における（その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重した上で）当社取締役会による本対抗措置の発動について、株主の皆様は予めご承認をお願いするもの

## 対抗措置の発動議案概要

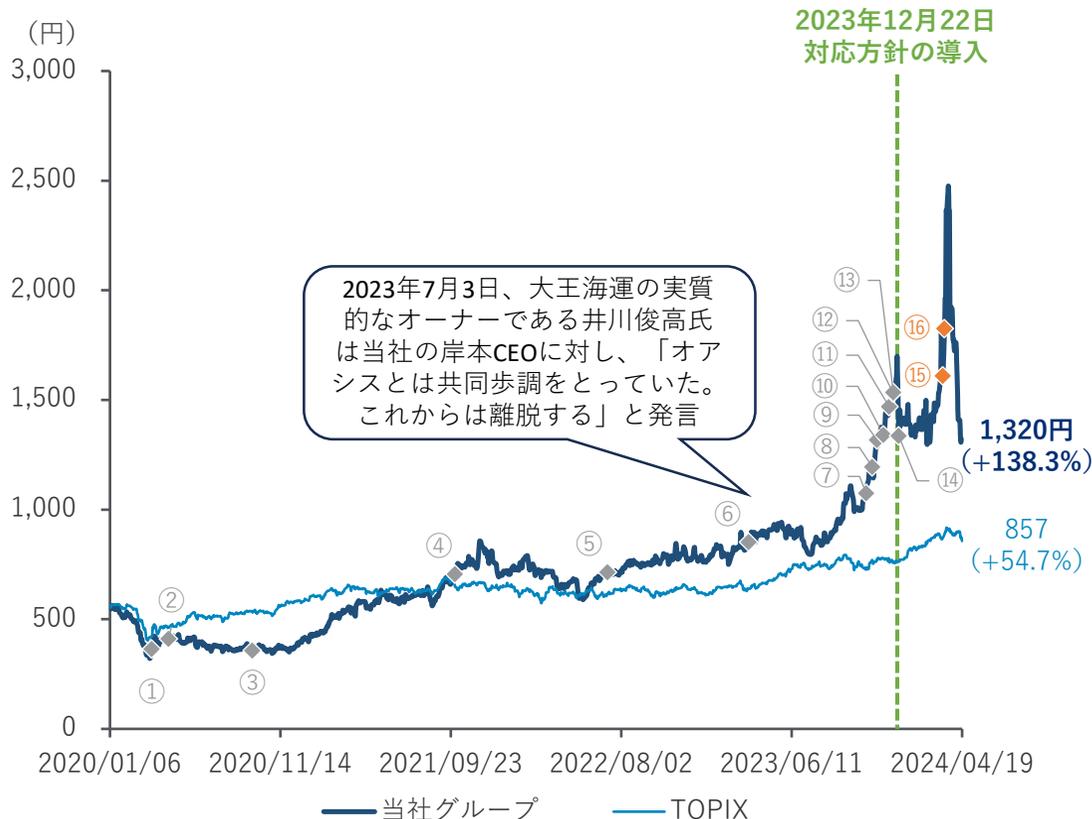
### 条件付き発動を付議する理由

当社は以下の点を踏まえて、独立委員会からの勧告を最大限象徴したうえで、取締役全員（独立社外取締役4名を含む）の一致により、本議案を上程。

- 以下の事情から、**大王海運らは現に大量買付行為等を行っている可能性があり、2024年6月27日開催予定の定時株主総会后、本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等を行う蓋然性が具体的に想定されること**
  - 東京紙パルプ交易が、対応方針導入後の2024年3月15日及び同月18日に、対応方針所定の手続を履践することなく、当社株式を取得。東京紙パルプ交易は、以下の事情から大王海運らの共同協調行為者である可能性があるため、**大王海運らが東京紙パルプ交易を通じて当社株式を取得している可能性がある**
    - 大王海運及び同社のグループ会社である三共エンジニアリング株式会社は東京紙パルプ交易の株主である点
    - 実際に、2023年定時株主総会において、東京紙パルプ交易は、大王海運らと同じく、第2号議案「取締役10名選任の件」のうち、当社代表取締役社長CEO岸本哲夫の選任議案には反対する一方で、株主提案である第3号議案乃至第5号議案に全て賛成した点
    - 上記総会では議場でも大王海運グループの川崎紙運輸の専務が、「私ども川崎紙運輸、・・・入場ナンバー15、東京紙パルプ交易・・・の議決権行使については、・・・岸本哲夫氏の取締役選任に対して反対票にカウントしてください」と発言した点
    - 当社が、大王海運に対して、2024年4月26日付けの書簡において、上記の事実を提示しつつ本株式取得について質問したところ、本株式取得について意思連絡はないとの回答があったものの、本株式取得に関して上記の事実から大王海運らと東京紙パルプ交易の間に共同協調関係が存在すると合理的に推認される点については全く反論・言及されておらず、上記回答の信用性には疑いがある点
  - **井川俊高氏が、2023年7月3日に、岸本CEOに対し、「オアシスとは共同歩調をとっていた。これからは離脱する」と発言**しており、本対応方針導入直前においては、オアシスと大王海運とが共同協調行為等に及んでいたことが明らかになっており、今後もいつまたそのような共同協調行為等に及ぶか分からないという疑念・懸念も払拭できない
- **①大王海運らが当社株式を大量に取得している真の目的は、当社株式の大量取得を通じて当社に対し強い圧力を掛け、本大王製紙株式を大王海運に譲渡させること（ひいては、大王海運が大王製紙株式を大量に取得・保有することを通じて、大王製紙の経営支配権を掌握すること）にあることが明らかであり、大王海運らは、当社の企業価値及び株主の皆様共同の利益の向上には興味がなく、当社株式の大量取得を、当社の一般株主の皆様との利益とは全く無関係な自己の要求を実現するための手段としている。また、②大王海運は、当社と大王製紙との経営統合問題について、当社の一般株主の皆様との間で重大な利益相反関係を抱えている。さらに、③大王海運が当社の経営方針について何ら定見を有していないことは明らか。**そのため、大王海運らにより大規模買付行為等が行われた場合には、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益が毀損される可能性が否定できないと判断されること

現行対応方針導入後も、大王海運らとの共同協調関係が疑われる東京紙パルプ交易が、現行対応方針所定の手続を履践することなく当社株式を取得していることから、**更なる買増しが懸念**される。また、**過去オアシスと協調していた旨の井川氏の発言から大王海運とオアシスが共同協調関係にあったことが示唆**されており、今後もその疑念・懸念が払拭できない。

## 相対株価の推移と大王海運による当社株式の買い増しの経緯



	日付	イベント
①	2020/03/23	大王海運が大量保有報告書 (5.26%) を提出
②	2020/04/23	大王海運が変更報告書 (6.26%) を提出
③	2020/09/24	大王海運が変更報告書 (7.26%) を提出
④	2021/10/01	大王海運が変更報告書 (8.26%) を提出
⑤	2022/07/08	大王海運が変更報告書 (9.26%) を提出
⑥	2023/03/24	大王海運が変更報告書 (10.01%) を提出
⑦	2023/10/26	大王海運が変更報告書 (12.10%) を提出
⑧	2023/11/06	大王海運が変更報告書 (13.25%) を提出
⑨	2023/11/15	大王海運が変更報告書 (14.52%) を提出
⑩	2023/11/27	大王海運が変更報告書 (15.54%) を提出
⑪	2023/12/07	大王海運が変更報告書 (16.63%) を提出
⑫	2023/12/14	大王海運が変更報告書 (17.45%) を提出
⑬	2023/12/15	大王海運が変更報告書 (17.68%) を提出
	2023/12/22	<b>当社が対応方針の導入を発表</b>
⑭	2023/12/25	大王海運が変更報告書 (18.56%) を提出
⑮	2024/03/15	<b>東京紙パルプ交易が当社株式を取得</b>
⑯	2024/03/18	<b>東京紙パルプ交易が当社株式を追加取得</b>
	2024/03/31	第186回定時株主総会の基準日

出所：会社開示資料、EDINET

※市場データは2024年4月19日時点（オアシスプレゼンテーション資料（2024年5月8日）の基準日を使用）。大量保有報告書や変更報告書の日付は提出日を記載

大王海運らによる当社株式取得の目的は、当社の企業価値の向上ではなく、大王製紙の経営支配権の掌握であることは明らかであり、当社一般株主との間に重大な利益相反関係が存在。

大王海運らによる当社株式取得の目的が大王製紙の経営支配権の掌握であると考えられる背景

1

大王海運らによる当社株式の取得開始及び当社株主総会における執拗な行為は、当社による大王製紙株式の取得に端を発している

2

大王海運の実質的なオーナーである井川俊高氏は、当社に対し、大王海運らが保有する当社株式を当社へ譲渡する代わりに、当社が保有する大王製紙株式を大王海運に譲渡して欲しい旨の提案を行っていた

3

大王海運らによる当社株式の市場内外における急速且つ大量の買増しは、井川氏の上記提案を断ったことを契機として開始されており、そのこと以外に、新たに野村信託銀行から100億円の資金を借り入れてまで、当社株式を、株価が急騰することを厭うことなく、主として市場内で大量に買い増す理由は特に見当たらない

4

大王製紙の株式は流動性に乏しく、同社株式を大量に買い集めることは困難である一方、当社株式は、流動性が相対的に高いため、市場内外での大量買集めが相対的に容易

5

大王海運は、大王製紙株式を株券等保有割合にして5.62%保有しており、更に、大王海運の実質的なオーナーである井川俊高氏の関係者からは当社に対して、「大王製紙株式の20%を支配している」という趣旨の発言があったことに鑑みれば、仮に同社が、当社が保有している大王製紙株式24.60%の取得に成功すれば、その持株割合は合計約45%に達することとなって、実質的に大王製紙の経営支配権を掌握できる

また、大王海運が当社株式を大量取得した場合、大王海運らによる当社の経営に対する影響力が大きく増大する結果、大王海運らの圧力によって、当社が保有する大王製紙株式を全て手放す事態に追い込まれたり、大王製紙との間の業務提携を一方的に大王製紙にとって有利な態様で運用されたりする等して、当該業務提携に基づくシナジー効果を十分享受できない状況に追い込まれる事態も十分に予想される。

このように、大王海運は、当社と大王製紙との経営統合問題について、大王製紙の株式を保有していない（オアシスを除く）大部分の当社の一般株主の皆様との間で重大な利益相反関係を抱えている

大王海運からは株主提案に際して当社の経営方針について何ら示されておらず、大王海運や同社提案の各取締役候補者が、当社の経営に真摯に取り組もうとしているとは到底考えられず、大王海運が当社の経営方針について何ら定見を有していないことは明らか。

### 2024年4月26日付け 当社から大王海運を通じた大王海運提案の取締役候補者5名への質問状：

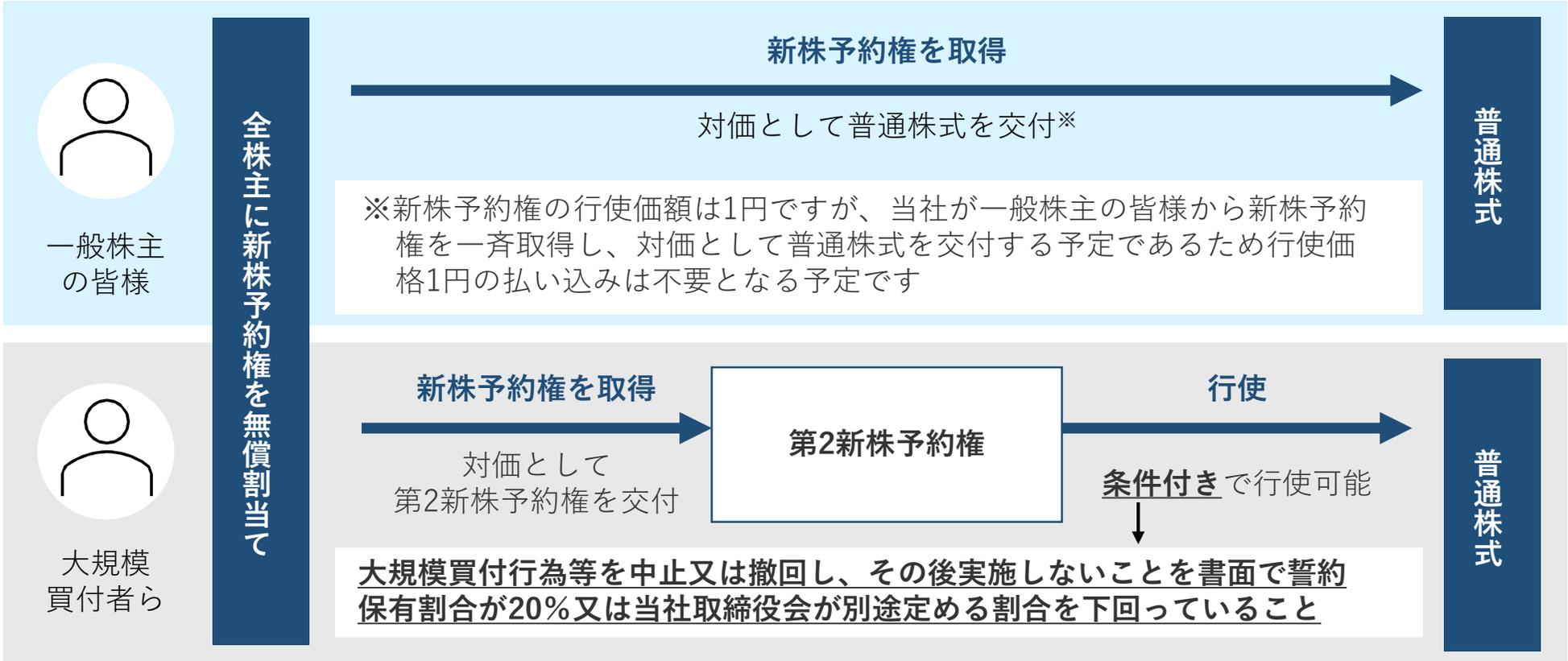
- 当社指名・報酬委員会は、大王海運提案の取締役候補者5名に対して、当社の社外取締役に就任した際の当社の経営方針等について質問

### 2024年5月7日付け 大王海運から当社への書簡：

- 大王海運提案候補者5名からの個別の回答はなかった
- その代わりとして、大王海運から、それら各候補者の回答内容をまとめた書簡を受領。本株主提案の各候補者が当社社外取締役に選任された後の当社の経営方針について、取締役就任後に当社の状況を精査して検討したい旨の回答がなされるばかりで、いずれの候補者も、当社の経営について定見があるとは思えない

## 大規模買付行為等への対抗措置

- 本条件付き発動議案が株主の皆様によって承認可決され、かつ、今後、大王海運らが、本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等に着手したと認められる場合にのみ、本対抗措置が発動されることとなります
- その際、一般株主と大規模買付者らとで行使条件及び取得条項が異なる新株予約権の無償割当てを行います
- 一般株主の皆様が保有する当社株式全体の価値が、一般株主の皆様のご意向に反し希釈化されることはありません



項目		内容
有事／平時		有事導入型（既に具体化している大規模買付行為等への対応方針）
トリガー		<p>特定株主グループの議決権割合が20%以上となるような買付行為に対して、以下のいずれかが充足されることを条件として効力が発生</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>株主意思確認総会による承認が得られ、かつ、大規模買付行為等が撤回されない場合</li> <li>大規模買付者が、当社指定の手順を遵守せず、大規模買付行為等を実施しようとする場合</li> </ul>
独立委員会の構成		<b>独立社外取締役4名</b> にて構成（対抗措置の発動の是非、その他必要な事項について勧告）
手続き	趣旨説明書の提出期日	60営業日前 （大規模買付者は、大規模買付行為等を行う60営業日前までに当社取締役会に提出）
	情報提供要請（期日）	5営業日以内 （当社は、趣旨説明書受領から5営業日以内に、大規模買付者に対して情報の提供を要請）
	取締役会評価期間	60営業日以内 （当社は、趣旨説明書を受領した日から60営業日以内に大規模買付行為等の是非を評価・検討）
	株主意思確認総会	大規模買付者が手続きを遵守すれば、株主意思確認総会を開催 （趣旨説明書受領後60営業日以内に株主意思確認総会の開催を決定）
対抗措置の概要		<ul style="list-style-type: none"> <li>新株予約権の無償割当て</li> <li>当社による新株予約権行使の取得の結果、非適格者は当社普通株式の代わりに第2新株予約権を取得（20%又は当社取締役会が定めた比率を下回る範囲で行使可能）</li> </ul>
有効期間		2025年6月開催の当社定時株主総会開催後に最初に開催される取締役会の終結時まで（2024年5月22日に当社取締役会において有効期間の延長を決議）

独立委員会は当社の独立社外取締役4名で構成。当議案に関する勧告内容は下記のとおり。

## 独立委員会による勧告

### 勧告の内容

- 現行対応方針の有効期間満了時に大王海運らが大規模買付行為等を企図する者に該当すると判断し、大王海運らによる当社株式の買集めへの対応のために必要な限度で、現行対応方針の有効期間を2025年6月開催予定の当社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まで延長し、現行対応方針を継続更新することが適当であり、**現行対応方針の継続・更新を当社取締役会の決議によって行うことは合理的である**
- また、現行対応方針が継続・更新されることを条件として、2024年定時株主総会において、今後、大王海運らが、本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等に着手したと認められる場合における（その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重した上で）**当社取締役会による本対抗措置の発動について、株主に予め承認をお願いする議案を付議することは合理的である**

### 勧告の理由

- 現行対応方針の有効期間の満了時において、現に大規模買付行為等を行っている者又は当該行為を企図する者であって当社取締役会において定める者が存在する場合には、当該行われている又は企図されている行為への対応のために必要な限度で、かかる有効期間は延長されるとされていること
- 現行対応方針を廃止すれば、大王海運らが直ちに大規模買付行為等を実行する可能性があることが具体的に懸念されること
- 大王海運らが原則として20%超の株式取得を意味する大規模買付行為等を実施する意向を有している可能性は否定できず、仮に現行方針がない状態で大王海運らが大規模買付行為等を実行した場合、株主について当該大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かについて判断するための必要かつ十分な情報及び時間を確保することは困難と考えられること
- 井川氏ひいては大王海運らの究極的な目的は、本大王製紙株式を取得して大王製紙に対する実質的な支配権を取得することであり、当社株式を大量取得している目的は、当社株式の大量取得を通じて当社に対し強い圧力を掛け、本大王製紙株式を大王海運に譲渡させることにあると考えられること
- 大王海運らと共同協調関係にあることが疑われる東京紙パルプ取引は、2024年3月に現行対応方針所定の手続を履践することなく当社株式を取得しており、今後も、大王海運ら又は大王海運らと共同協調関係にある者が本対応方針所定の手続を遵守せず、大規模買付行為等を行う蓋然性が具体的に想定されること

**取締役会にて、独立委員会からの勧告を最大限尊重した上で、本議案を上程することを決議**



## 北越グループ企業理念

私たちは人間本位の企業として、  
自然との共生のもと技術を高め  
最高のものづくりによって、  
世界の人々の豊かな暮らしに貢献します。

2018年4月制定

本資料に掲載されている目標等に関する内容は、計画策定時点における各種の前提に基づいたものであり、その実現性を保証するものではありません。  
ご利用の際は、ご自身の判断にてお願いいたします。  
投資判断に使用した結果、いかなる損失が生じたとしても当社は一切責任を負いません。  
また、当社は新しい情報、将来の出来事等に基づきこれらの将来予測を更新する義務を負うものではありません。