



# Hokuetsu Corporation

## 今こそ責任追及を： 北越のコーポレートガバナンス 改善

---

2023年5月22日

OASIS

[www.hokuetsucorpgov.com](http://www.hokuetsucorpgov.com)

# 北越の株主の皆様へのメッセージ

コーポレートガバナンスの  
改善に失敗



大規模な政策保有株式に  
関連したリスクの管理に失敗



大王とのシナジーの  
発現に失敗



岸本氏は様々な観点から北越の経営に失敗している

事業の成長を通じて従業員の  
給与を上げることに失敗



将来の成長の方向性を  
示すことに失敗



自身の掲げた収益目標の達成  
に継続的に失敗



上記にも関わらず、岸本氏による意思決定支配は続いている。  
岸本氏の経営の失敗について取締役会は責任を問われるべきである。

## OASIS

オアシスは定時株主総会で岸本氏の再任に反対票を投じる

## OASIS

また、他の株主も同様の投票行動をとることを推奨

# 北越のガバナンス改善

## OASIS

オアシスは北越の株式の**18%以上**を保有する**最大株主**である



- オアシスは北越のコーポレートガバナンスを改善し、企業価値と収益性を向上させるための対話を2019年より行ってきた



オアシスは北越コーポレーション株式会社(「北越」)が保有する大王製紙株式会社(「大王」)株式の売却を2021年10月26日に要求



北越は大王とのシナジーが全く存在しないのにも関わらず、オアシスの要求を拒否



以降、大王の株価は-48%下落し、北越とその株主に対して、**純利益の5年分に相当する400億円**相当の損失をもたらした

## 北越のガバナンス改善(続き)



- 岸本氏は北越の代表取締役を15年にわたって務めてきた。長年の在任期間を通じて、誰もが岸本氏的意思決定に逆らうことができない強力な支配体制を確立してきた
- 岸本氏のリーダーシップのもと、北越は大王に対する訴訟を実施し、大王との関係性を悪化させた。これにより大王とのシナジーの創出は不可能となった。にもかかわらず、岸本氏はオアシスによる大王株式の売却要請を拒否した。結果として北越は、日本企業においても稀にみるような、シナジーがないにも関わらず、純資産に対して大量の政策保有株式を保有する企業となった
- 岸本氏の社長在任中、ペーパーレス化が進み、製紙業界の経営環境が厳しさを増す中、北越は将来の成長の方向性を示すことに失敗した
- また、最大株主であるオアシスからの長年に亘る、複数回の要求にも関わらず、岸本氏はオアシスとの面会を拒否してきた
- 北越株式は岸本氏がCEOに就任する直前である2006年からPBR1倍割れの状況が続いている

## OASIS

### オアシスの提案:

- オアシスは定時株主総会において、岸本氏の再任に**反対**を投じる。また、他の株主も同様の投票行動をとることを推奨
- 岸本氏による会社支配を終え、北越の保有する大王株の取り扱いについて、客観的な意思決定を行うための用意をするべき時が来たとオアシスは確信

## OASIS

# 数字で見る北越

(特に明記ない限り2023年5月時点)

時価総額

JPY  
152bn

国内製紙業界における  
売上規模

#5

従業員数  
(2023年3月時点)

4,163

売上高(FY23/3)

JPY  
301bn

営業利益(FY23/3)

JPY  
17.3bn

営業利益率(FY23/3)

5.7%

# 北越の企業概要

## 会社概要

社名	北越コーポレーション株式会社
証券コード	3865
設立	1907年4月
本社所在地	東京都中央区日本橋本石町3-2-2
代表取締役社長 CEO	岸本 哲夫
ウェブサイト	<a href="http://www.hokuetsucorp.com/en/index.html">http://www.hokuetsucorp.com/en/index.html</a>

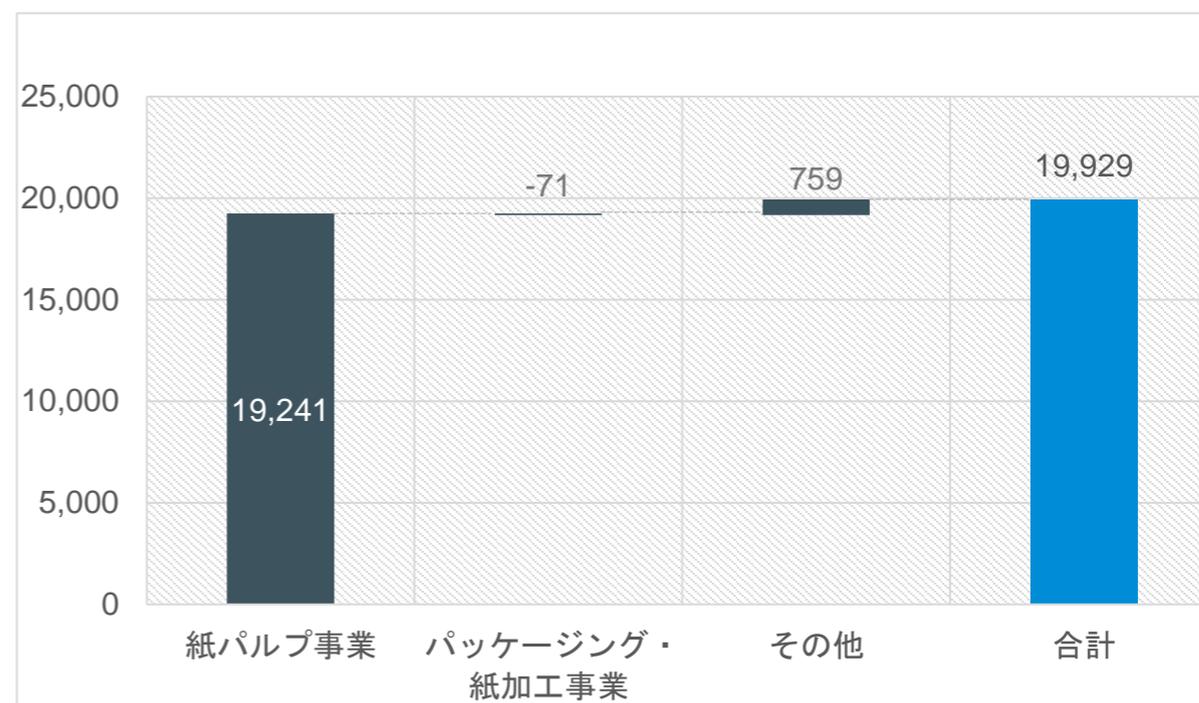
## 取締役

代表取締役社長 CEO	岸本 哲夫
常務取締役	<ul style="list-style-type: none"> <li>山本 光重</li> <li>立花 滋春</li> </ul>
取締役	<ul style="list-style-type: none"> <li>近藤 保之</li> <li>若本 茂</li> <li>大塚 裕之</li> </ul>
取締役 (社外取締役)	<ul style="list-style-type: none"> <li>岩田 満泰</li> <li>中瀬 一夫</li> <li>倉本 博光</li> <li>二瓶 ひろ子</li> </ul>

## 事業内容

		
<b>紙パルプ事業</b>	<b>パッケージング・紙加工事業</b>	<b>その他</b>
紙・パルプ製品の製造販売	紙器・液体容器等の製造販売、ビジネスフォーム等の各種印刷製品の製造販売、DPS(データプロセッシングサービス)事業等	木材事業、建設業、諸資材の販売、運送・倉庫業等

## 営業利益の内訳 (百万円, FY3/23)



# 目次

---

1. 株主が今、岸本氏の責任追及を行うべき理由は多岐に渡る：
  - a. 大王とのシナジー発現、ないしは政策保有株式の売却を岸本氏は頑なに拒み続けてきた
  - b. 現状の政策保有株式の状況はコーポレートガバナンス・コードやISS/Glass Lewisの議決権行使助言基準に反するものである
  - c. 岸本氏は会社目標の達成に幾度となく失敗してきた
  - d. 岸本氏は将来的な成長戦略を描くことに失敗してきた
  - e. 従業員と取締役が被害者になっている
2. 北越の株主の皆様へのメッセージ: 株主は岸本氏を退任させるべきである

## Section 1-a

---

大王とのシナジー発現、ないしは  
政策保有株式の売却を岸本氏は  
頑なに拒み続けてきた

# 北越と大王の関係性の歴史： 北越は大王の大株主であるのにも関わらず、両者の関係は悪い

- 両者の関係性の悪さから、北越は保有する大王株式からシナジーを得られていない
- 大王との関係性の悪化は岸本氏によって先導されたため、岸本氏が代表取締役を務める限りは関係性の改善は難しいとオアシスは確信



# 大王との関係性が悪いままでは、北越は大王とのシナジーの発現は見込めない

- 2017年の関係性悪化以来、大王とのシナジーをどのように作り出すかについての開示は一切ない

## 北越と大王における協力関係の欠如を示す2017年資料

平成 29 年 4 月 12 日

各 位

北越紀州製紙株式会社

本日の大王製紙株式会社のプレスリリースについて

大王製紙株式会社（以下「大王製紙」といいます。）は、平成 29 年 4 月 12 日付け「北越紀州製紙株式会社との総合技術提携基本契約の終了に関するお知らせ」において、当社との間で締結した平成 24 年 11 月 14 日付け総合技術提携基本契約（以下「本件提携基本契約」といいます。）を終了することを公表いたしました。

しかしながら、本件提携基本契約の終了は、大王製紙が当社に一方的に通告し公表したものであり、当社としてこれを了解したものではありません。当社は、大王製紙との建設的な対話により、本件提携基本契約等を継続することが将来的に両社の企業価値を向上させるものであることを説明し、理解を得るべく努力してまいります。

以上

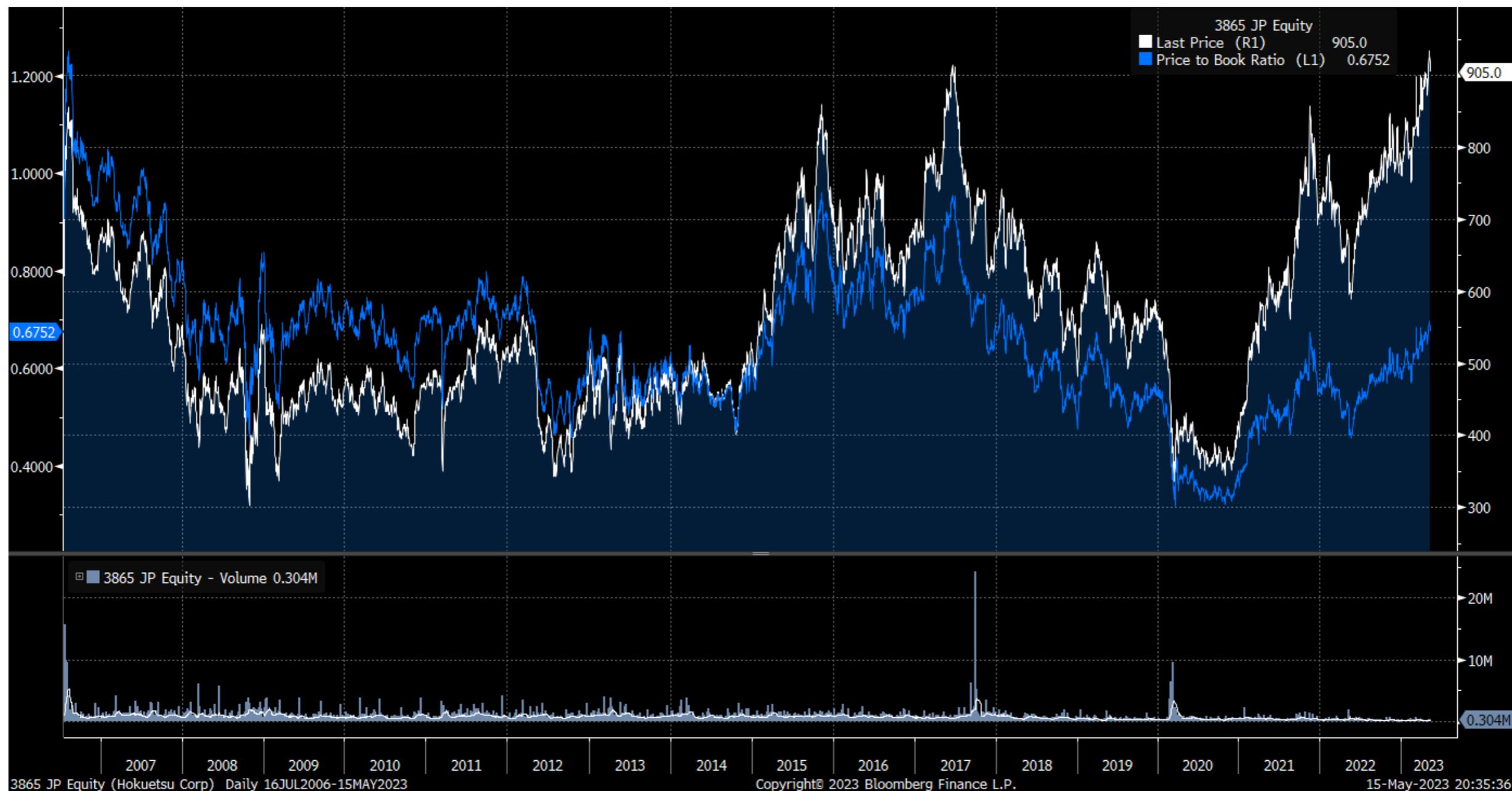
# 北越による大王株売却の拒否は400億円の経済的損失を招いた

- 両社の関係性は悪く、シナジーの発現が過去にないだけでなく、今後も見込めないことから、オアシスは2021年に公開提案において北越の大王株式売却を提案
- オアシスの提案にも関わらず、岸本氏は客観的な理由の説明なく大王株式の売却を実施しなかった。オアシスによる売却提案から大王の株式は48.1%下落し、400億円にも上る経済損失が発生。これは北越の純利益の5年分に相当
- 岸本氏が社長に留まる限り、北越は客観的な意思決定を行うことはできないとオアシスは信ずる

大王の株価推移(過去3年間)



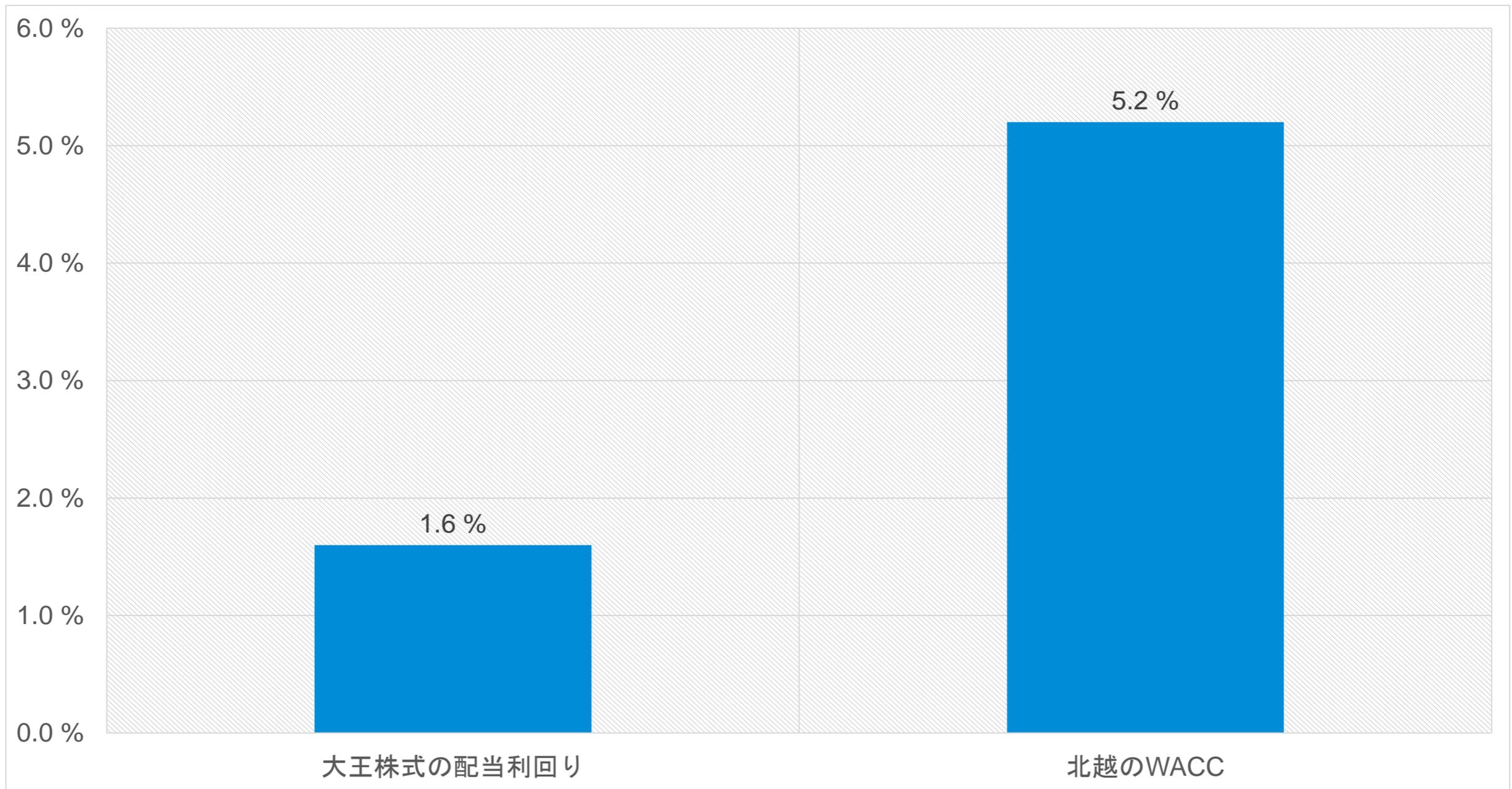
# 北越の株価は大量の政策保有株式保有によって岸本氏就任以降PBR1倍を遥かに下回る水準で推移



シナジーのない状況では、配当のみを以てして大王株式の所有理由とすることはできない。むしろ、大王株式の保有は北越の企業価値を破壊している

- 大王の配当利回りは北越のWACC(加重平均資本コスト)と比べると著しく低い

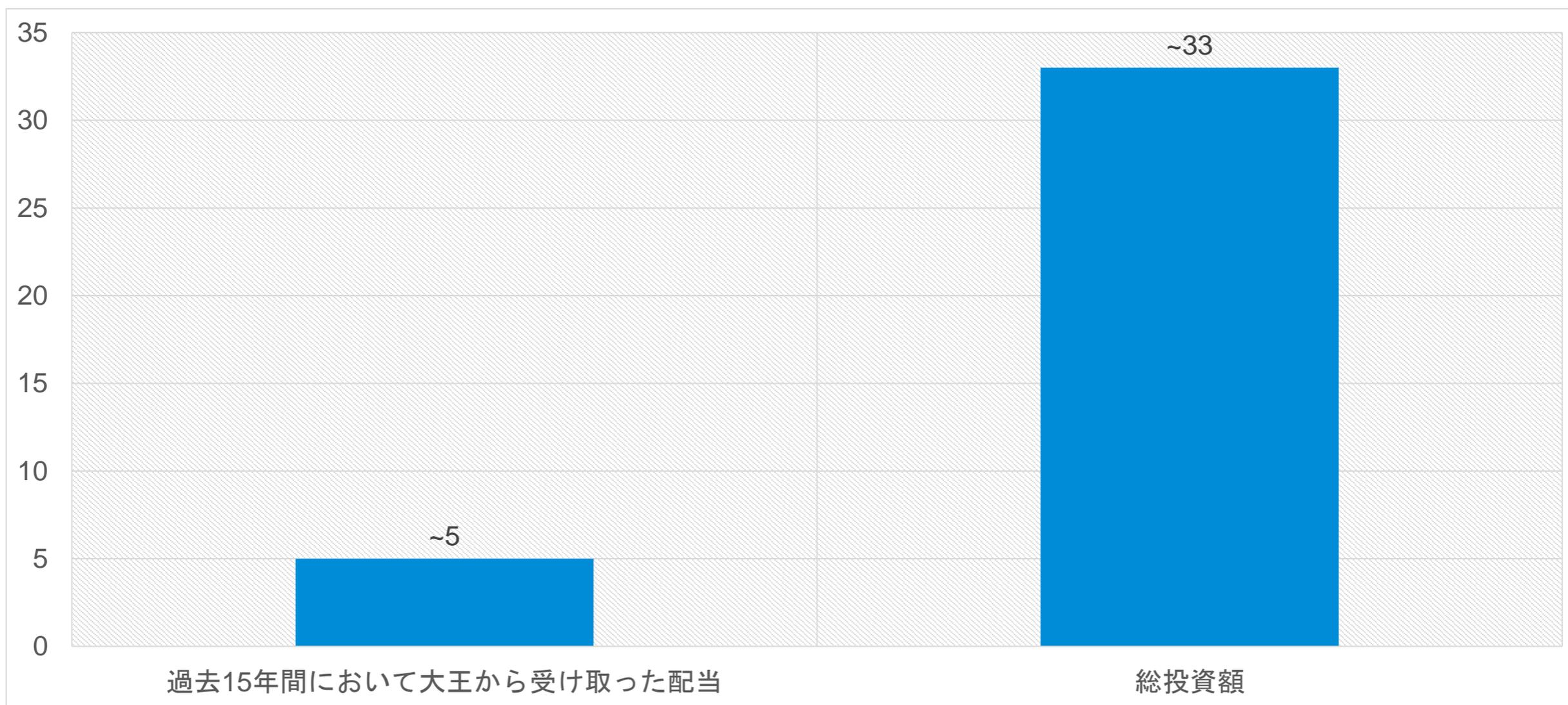
### 大王の配当利回りと北越のWACC



# 北越による大王に対する~330億円の投資からの資本回収は17年でわずか~50億円程度

- 北越による大王への~330億円の投資から、資本回収はわずか~50億円
- これは、北越が17年かけて15%のリターンを出したことを意味し、単純年平均では0.90%のリターンを意味する
- 年間あたり0.90%しか利益を生まない投資に対して、北越がそのバランスシートの相当部分を割り当て続ける客観的な意義はない

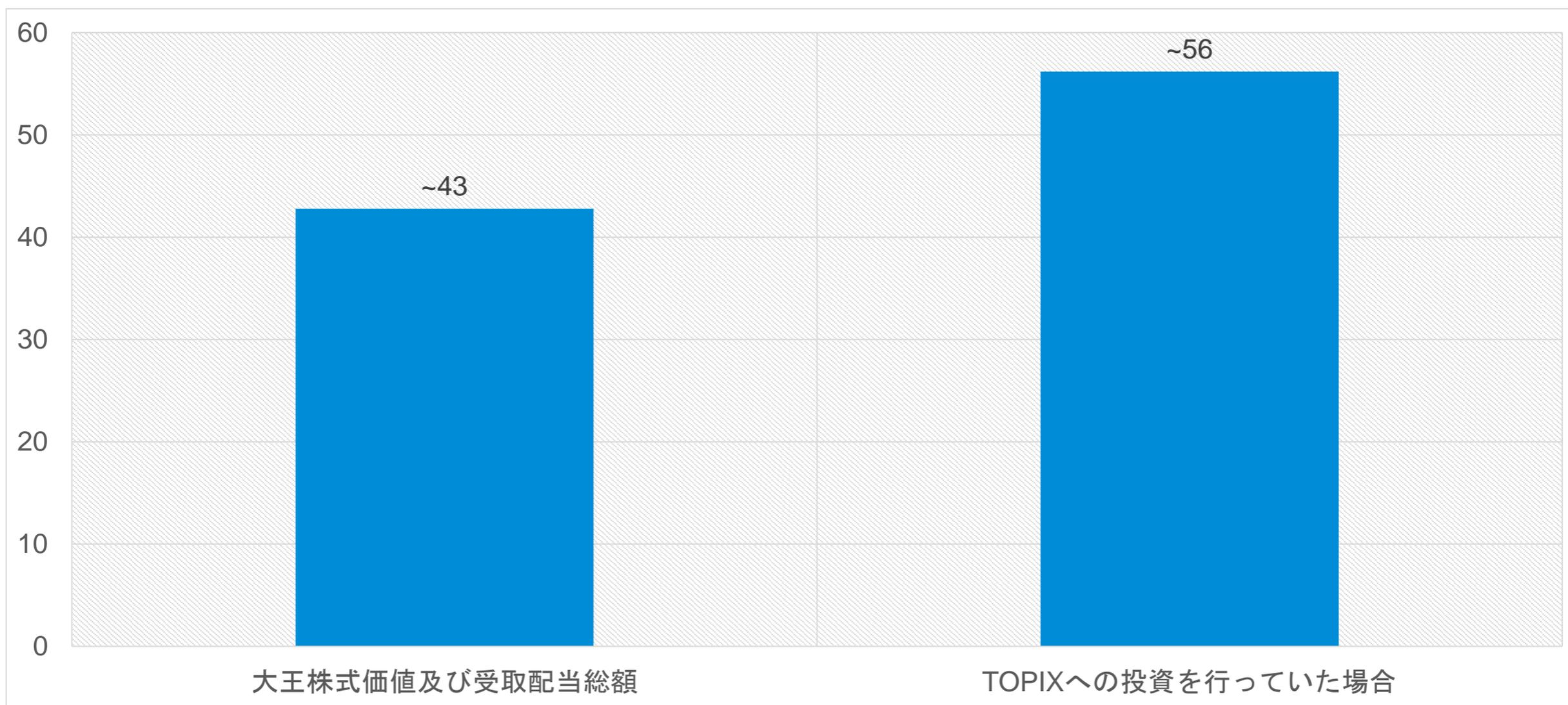
大王株式から北越が得ている収益(十億円、オアシス推定値)



## また、現在の大王株式の価値を加味しても、大王よりもTOPIXに投資を行っていた方がより高いリターンを生み出していた

- 大王への~330億円への投資に対して、大王株式の現在の価値と受け取ってきた配当の総額は~430億円程度で、投資額に対して29%のリターン
- 同時期にTOPIXへの投資を行っていたらそのリターンは~72%となり560億円となっていた

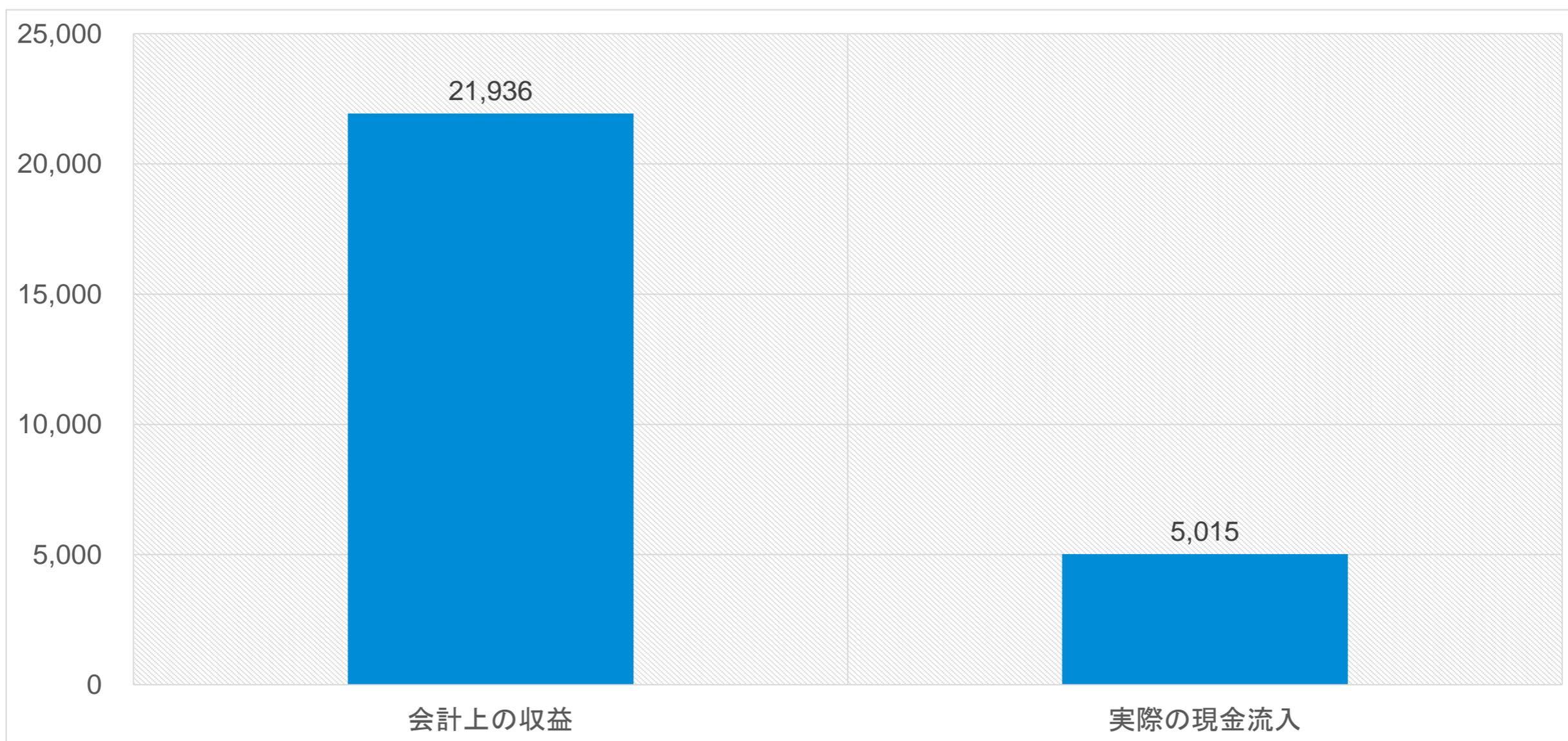
大王株式から北越が得ている収益(十億円、オアシス推定値)



# 北越は会計上の利益に固執するのではなく、 実のある現金流入に意識をむけるべきである

- 北越は連結会計における利益取り込みの重要性を強調するが、配当を通じた実際の現金の取り込みは連結会計による利益取り込みよりも相当程度小さい
- 会計上の見栄えをよくするために大王株式の保有を継続するべきではない

北越による連結会計からの大王持分からの利益取り込みと実際の現金収入(百万円、2022年3月期)





## Section 1-b

---

現状の政策保有株式の状況は  
コーポレートガバナンス・コードや  
ISS/Glass-Lewisの議決権行使助  
言基準に反するものである

# 北越は大量保有報告書において大王株式の保有目的を“政策保有目的”と開示

## 北越の大王株式に関する大量保有報告書

### 第2【提出者に関する事項】

#### 1【提出者（大量保有者）／1】

##### (1)【提出者の概要】

###### ①【提出者（大量保有者）】

個人・法人の別	法人（株式会社）
氏名又は名称	北越コーポレーション株式会社
住所又は本店所在地	新潟県長岡市西蔵王三丁目5番1号
旧氏名又は名称	
旧住所又は本店所在地	

###### ②【個人の場合】

生年月日	
職業	
勤務先名称	
勤務先住所	

###### ③【法人の場合】

設立年月日	明治40年4月27日
代表者氏名	岸本 哲夫
代表者役職	代表取締役社長CEO
事業内容	洋紙・板紙その他の製造、加工、販売

###### ④【事務上の連絡先】

事務上の連絡先及び担当者名	経営戦略室長 一木 康司
電話番号	03(3245)4500

##### (2)【保有目的】

政策投資目的にて保有しております。

##### (3)【重要提案行為等】

該当事項なし

# 日本のコーポレートガバナンス・コードは政策保有株式の売却を推奨

- コーポレートガバナンスによる政策保有株式の売却の推奨は既知の事実である

## コーポレートガバナンス・コードは政策保有株式の売却を推奨

### 【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

# 北越の政策保有株式保有はISSおよびGlass Lewisの議決権行使助言基準における反対基準に該当

## ISSおよびGlass Lewisの議決権行使助言基準

## 北越にあてはめた場合



- 監査役設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。
  - いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合（政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合）、経営トップである取締役



政策保有株式は会社の純資産の39.8%<sup>1)</sup>に相当

- 現行の過度な政策保有株式の定義や方針には変更はなく、前年度の有価証券報告書で開示された「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が、**連結純資産と比較して10%以上**の場合、原則、取締役会議長に反対助言を行う。



政策保有株式は会社の純資産の36.6%<sup>1)</sup>に相当



- ただし、この方針には例外規定が制定されているが、2023年2月1日以降に開催される株主総会より、この規定内容が変更となる。具体的には、**上記基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合であっても、明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合 (...) 反対助言を控える**



政策保有株式縮減に対する目標の設定はなし

- または、政策保有株式の保有比率が、**対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間の自己資本利益率（ROE）の平均値が5%以上である場合、反対助言を控える**



政策保有株式は会社の純資産の36.6%<sup>1)</sup>に相当

## Section 1-c

---

岸本氏は会社目標の達成に  
幾度となく失敗してきた

# 代表取締役の岸本氏はその役職を15年間にも亘って保持

- 代表取締役の岸本氏(76)は北越の取締役を24年間に亘って、代表取締役社長を~15年にも亘って務めてきた
- 会社は北越の将来的な事業改善を達成するために、新たな社長を必要としている

## 岸本氏の経歴

候補者  
番号

1

岸本 哲夫

再任

生年月日

1945年5月16日

取締役在任年数

22年(本株主総会終結時)

取締役会への出席状況

14回/14回

所有する当社の株式数

271,100株

### 略歴、地位及び担当

1969年7月	三菱商事(株)入社
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)

### 取締役候補者とした理由

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てまいりました。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、昨年新たに策定した長期経営ビジョン「Vision 2030」および「中期経営計画 2023」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、引き続き取締役候補者といたしました。

# 岸本氏は、北越を率いた過去10年間、約束をほぼ全て実現できていない

	2020/3までの 中期経営計画 (十億円)			2017/3までの 中期経営計画 (十億円)			2014/3までの 中期経営計画 (十億円)		
	計画値		実績	計画値		実績	計画値		実績
売上	300.0	×	264.6	270.0	×	262.4	235.0	×	223.9
営業利益	15.0	×	11.2	13.5	×	12.9	—	—	—
営業利益率	5.0%	×	4.2%	5%	×	4.9%	—	—	—
経常利益	—	—	—	—	—	—	15.0	×	8.6
経常利益率	—	—	—	—	—	—	6.3%	×	3.8%
ROE	6.0%	×	4.3%	—	—	—	—	—	—
EBITDA	40.0	×	34.9	33.0	✓	33.9	34.0	×	26.9
EBITDA/売上	—	—	—	—	—	—	14.4%	×	12.0%
ネット・デット/ エクイティ	Below 0.6	✓	0.47	—	—	—	—	—	—

## 岸本氏は今中期経営計画においても、自身の掲げた目標の達成に失敗

- 北越の実績は今中期経営計画の目標を大きく下回った
- このような失敗は許容の範囲を超えている。過去と現在の経営上の失敗を鑑みると、北越による岸本氏の再任が行われること自体、北越におけるコーポレートガバナンスの失敗を体現している

	中期経営計画 (十億円)	2023年3月期実績値 (十億円)	達成
売上	280.0	301.2	✓
営業利益	15.0	17.3	✓
経常利益	20.0	11.5	✗
純利益	15.0	8.3	✗
ROE	7.0%	3.8%	✗
EBITDA	35.0	30.0	✗

Section 1-d

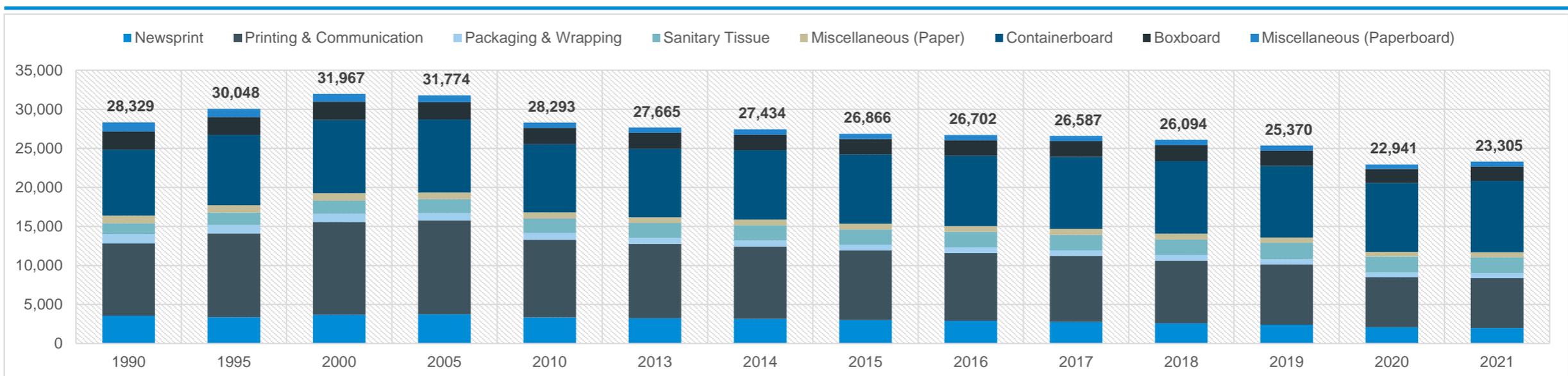
---

岸本氏は将来的な成長戦略を  
描くことに失敗してきた

# 日本におけるペーパーレス化の進展に伴い、情報用紙の需要は減少傾向

- 2010年以降、製紙市場は-1.5%の年平均成長率で縮小
- 同期間において成長した製品は衛生用紙及び段ボール用紙のみ

## 日本における紙の生産量(千トン)

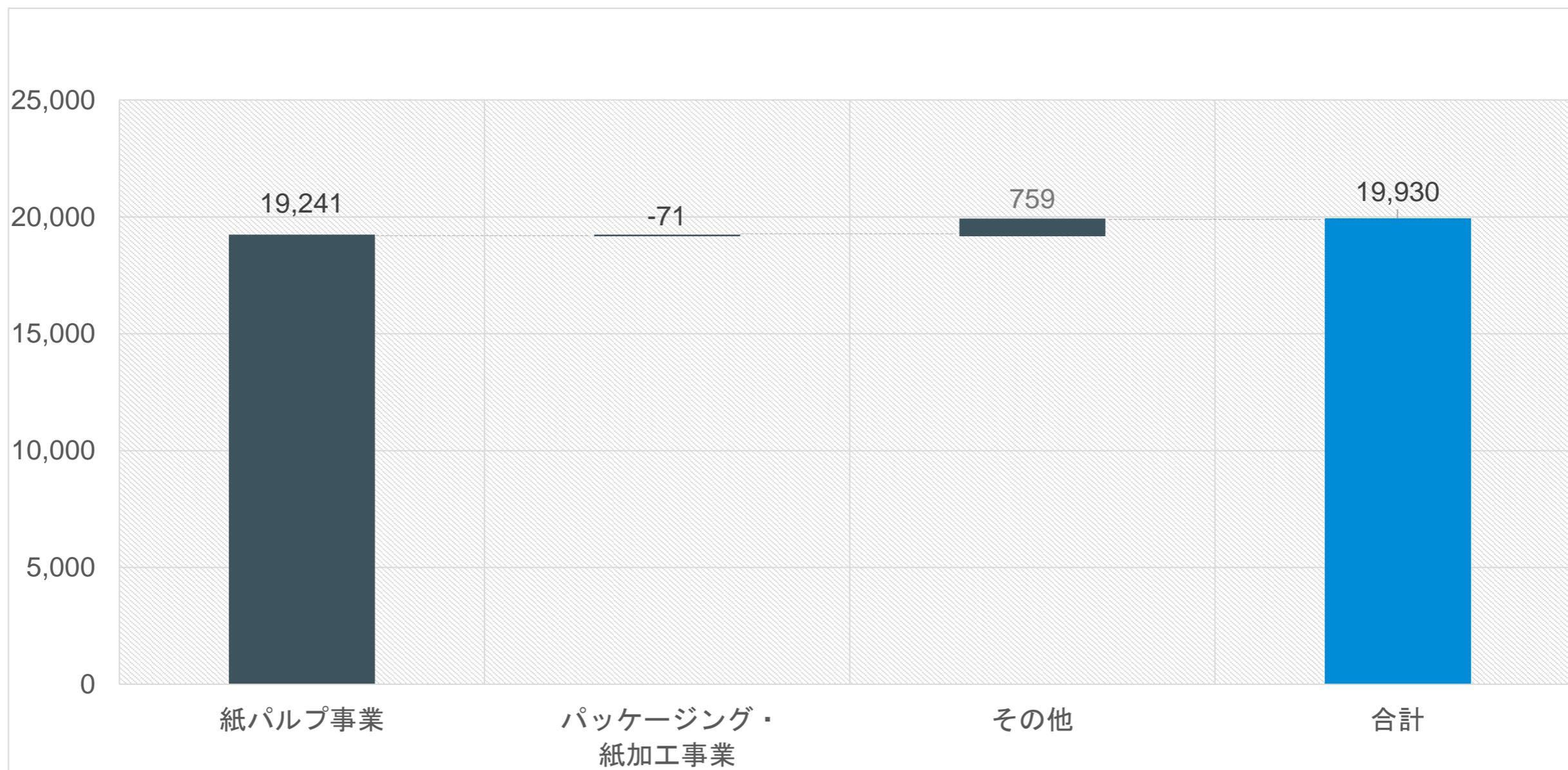


	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2000-2021	2010-2021
<b>Newsprint</b>	3,579	3,381	3,699	3,759	3,349	3,247	3,181	3,033	2,926	2,777	2,609	2,409	2,099	2,001	-2.2%	-4.6%
<b>Printing &amp; Communication</b>	9,239	10,716	11,866	11,993	9,949	9,531	9,231	8,893	8,670	8,434	8,019	7,727	6,390	6,386	-2.2%	-3.5%
<b>Packaging &amp; Wrapping</b>	1,205	1,110	1,041	952	852	761	766	729	717	714	723	704	612	662	-2.0%	-2.7%
<b>Sanitary Tissue</b>	1,379	1,576	1,725	1,810	1,856	1,895	1,945	1,946	1,994	1,994	1,974	2,050	2,038	2,015	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>
<b>Miscellaneous (Paper)</b>	988	920	924	826	797	728	758	747	730	775	743	694	612	629	-1.5%	-2.0%
<b>Containerboard</b>	8,443	9,020	9,392	9,342	8,728	8,788	8,877	8,884	9,022	9,204	9,314	9,167	8,818	9,143	-0.1%	<b>0.7%</b>
<b>Boxboard</b>	2,349	2,286	2,314	2,236	2,094	2,046	2,004	1,983	1,999	2,026	2,029	1,960	1,775	1,838	-0.9%	-0.9%
<b>Miscellaneous (Paperboard)</b>	1,147	1,040	1,006	858	667	669	674	650	645	662	682	658	597	630	-2.2%	-0.2%
<b>Total</b>	<b>28,329</b>	<b>30,048</b>	<b>31,967</b>	<b>31,774</b>	<b>28,293</b>	<b>27,665</b>	<b>27,434</b>	<b>26,866</b>	<b>26,702</b>	<b>26,587</b>	<b>26,094</b>	<b>25,370</b>	<b>22,941</b>	<b>23,305</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-1.5%</b>

## 北越の利益はパルプ市況に大きく依存

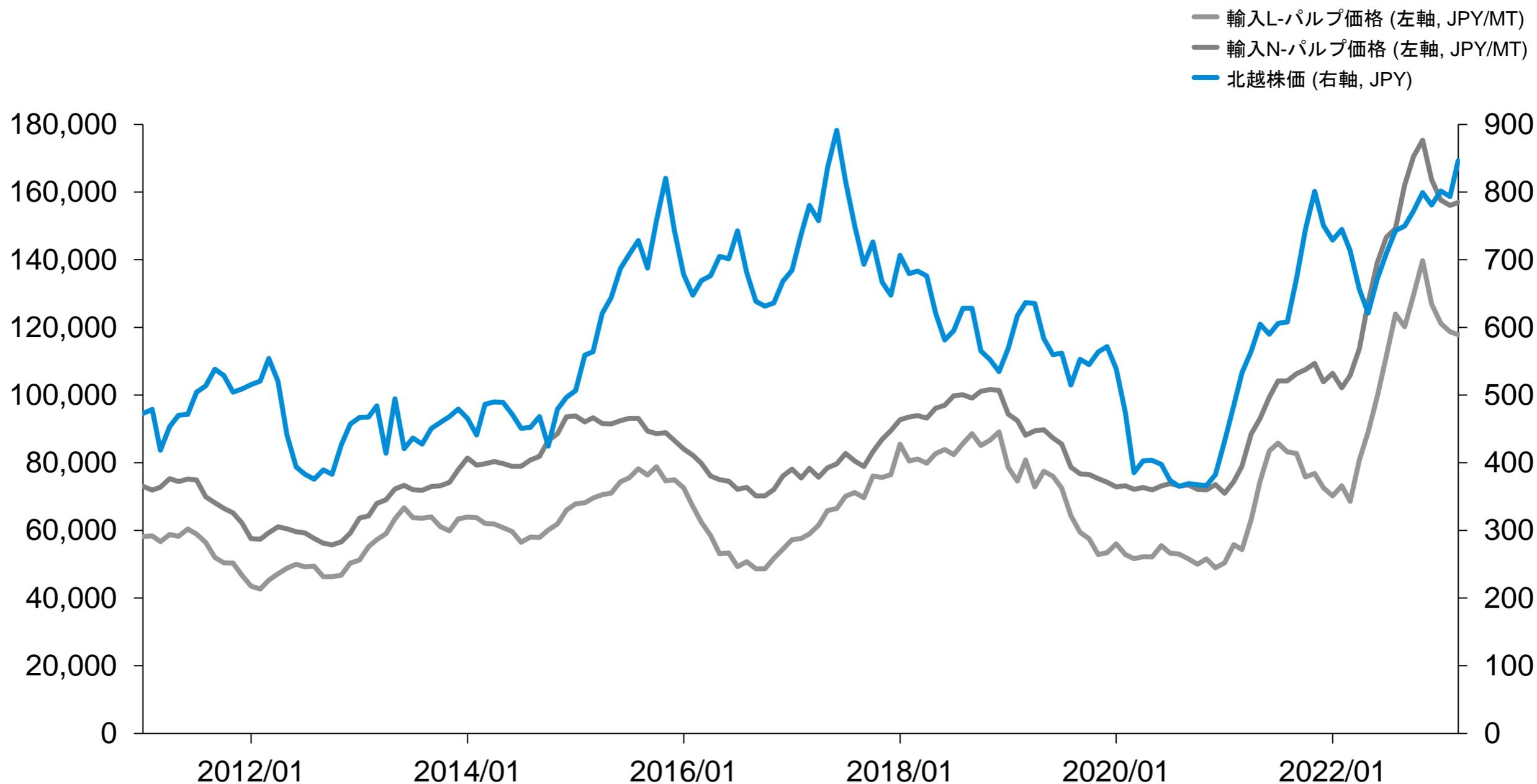
- 岸本氏は会社を衰退産業である製紙中心の事業構造へと進め、再生エネルギー市場における大きな機会を逃した

北越の利益構造 (23年3月期)



# 近年の北越の株価の好調さはよい経営ではなく、 パルプ価格によって支えられている

## 紙パルプ価格と北越株価の比較 (JPY/MT, JPY)



# 北越の経営陣による経営方針は一貫性を欠く



2021年5月



北越は**家庭用紙事業への参入**と、最大生産量で50~60億円の売上を達成するために、150億円の投資を行うことを発表

2022年11月



同業他社による増産や原燃料価格の高騰を受けて、北越は**家庭用紙事業への参入計画を凍結**することを発表

Section 1-e

---

従業員と取締役が被害者になっている

# 従業員は会社の経営の失敗から苦しんでいる

岸本氏の体制下での経営の失敗によって、従業員の賃金が低下し、従業員の士気が低下しているとの声が従業員から挙がっている



主な経営の問題として以下が挙げられている:



ペーパーレスのトレンドに逆行した印刷用紙事業への注力



不必要かつ実りのない大王との訴訟



2015年の従業員による資金横領事件での、24億円の損失

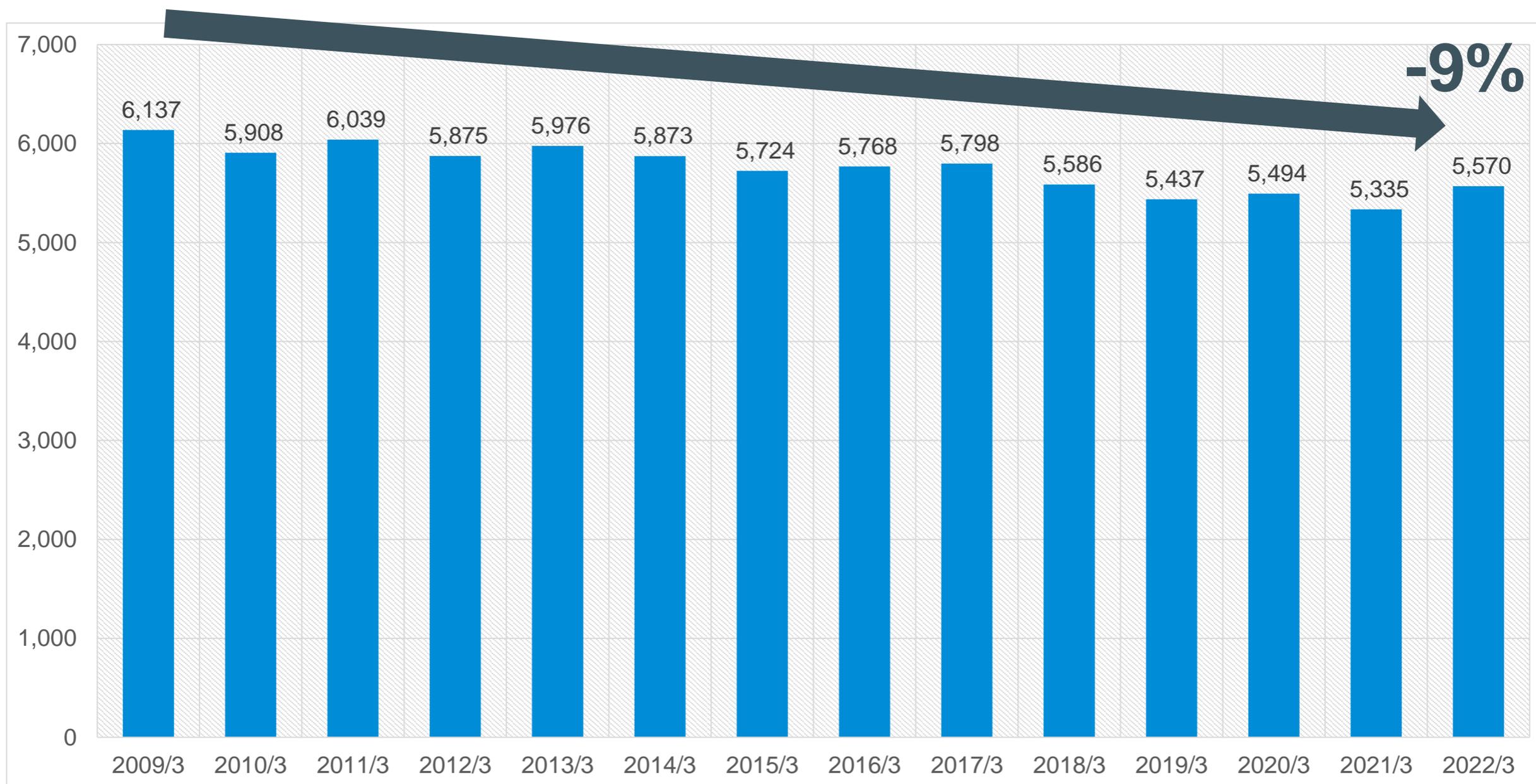


従業員の給料の低下

## 北越の従業員の給与は減少している

- 岸本氏の在任期間中に北越の従業員の給与は9%減少した

北越の平均給与(単位:千円)



# 岸本氏の在任中である2015年には従業員による横領があった

- 2015年、北越の社員が資金を横領
- 横領による会社の損失額は約25億円

## 2015年の不正行為

当社連結子会社における元従業員による不正行為に係る調査結果及び再発防止策について

当社は、平成27年5月12日付「平成27年3月期決算短信（連結）の発表の延期に関するお知らせ」においてお知らせしたとおり、連結子会社一社の会計処理に懸念を生じさせる事実が発覚したことから、調査委員会を立ち上げ、同委員会による調査等を進めた結果、連結子会社において元従業員による不正行為（以下「本件不正行為」といいます。）が確認されました。

本日、同委員会による調査結果の報告を受け、当社取締役会で再発防止策等について決議いたしましたので、調査結果及び再発防止策等について下記のとおりお知らせいたします。

株主及び取引先の皆さまをはじめ、関係各位の皆さまに多大なるご迷惑とご心配をおかけいたしましたことを、深くお詫び申し上げます。

### 記

#### 1. 調査委員会の組織

委員長	糸魚川 順（社外監査役、独立役員）
副委員長	松木 和道（常務取締役、チーフ・コンプライアンス・オフィサー）
委員	鈴木 信里（社外監査役、独立役員）
委員	堀川 淳一（常勤監査役）

#### 2. 不正行為の概要

当社の100%子会社である北越トレーディング株式会社（以下「HTC」といいます。）の総務部長であった元従業員1名（以下「本件元従業員」といいます。）が、平成12年4月以降、本件不正行為が発覚するまでの間、HTC名義で締結されていた銀行との当座貸越契約を利用して、不正に小切手を振り出し、現金に換金することなどにより着服していました。また、着服金の穴を埋めるため、架空の商品在庫や前払費用を計上していたほか、借入をオフバランスにするなどして、着服金の隠蔽を図っていました。不正借入からオフバランスの当座預金残高などを除いた着服合計金額は、2,476百万円であります。着服金は、主にギャンブル、

# 岸本氏は自身のリーダーシップを維持するため、他の若い取締役をすべて解任してきた

- 2008年のCEO就任以降、岸本氏は他のすべての取締役を解任し、会社における自身の役職と支配体制を維持してきた
- 今回の株主総会においても山本氏、近藤氏および大塚氏が退任する予定

## 北越の取締役の歴史

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
岸本 哲夫															
鈴木 正晃															
田村 潔															
矢野 雅英 社外															
三輪 正明															
下越 典彦															
堀田 実															
鈴木 収															
赤川 公一															
菅原 洋															
細井 和則															
土田 道夫															
小野田 荘平															
山田 保裕															
佐々木 孝行															
浅井 文樹															
春木 洋一															
木下 眞一															
加賀 道夫 社外															
松木 和道															
阿部 文男															
青木 昭弘															
家里 義久															
村越 晃 社外															
葦沢 清															
坂本 正紀															
鈴木 裕															
川島 嘉則															
尾畑 守神 2014まで社外															
目黒 敬人															
山本 光重															
内山 公男															
岩田 満泰 社外															
牛島 信 社外															
関本 修司															
近藤 保之															
立花 滋春															
中瀬 一夫 社外															
岩本 茂															
大塚 裕之															
栗林 雅之															
倉本 博光 社外															
二瓶 ひろ子 社外															

# 成長を実現するためには取締役会の刷新が必要

- 北越の取締役の平均年齢は67歳で、女性は一人のみ
- 北越が成長に向けた適切な意思決定ができるよう、岸本氏は職を解かれるべき
- 岸本氏退任後、次期社長として、立花氏は会社を運営するに足る十分な業界経験を持つと弊社は理解。同時に、取締役会を最良の人材で構成するための継続的な努力は今後も不可欠であると弊社は信ずる

## 北越取締役会構成

No.	役職	名前	年齢	社外/社内	出身国	性別	出身会社
1.	代表取締役社長CEO	岸本 哲夫	77	社内	日本	男性	三菱商事
2.	常務取締役	山本 光重	66	社内	日本	男性	北越
3.	常務取締役	立花 滋春	64	社内	日本	男性	北越
4.	取締役	近藤 保之	65	社内	日本	男性	北越
5.	取締役	若本 茂	65	社内	日本	男性	北越
6.	取締役	大塚 裕之	65	社内	日本	男性	北越
7.	社外取締役	岩田 満泰	76	社外	日本	男性	通産省
8.	社外取締役	中瀬 一夫	73	社外	日本	男性	三菱製紙
9.	社外取締役	倉本 博光	74	社外	日本	男性	日本郵船
10.	社外取締役	二瓶 ひろ子	46	社外	日本	女性	弁護士
<b>Stats</b>			<b>67.1</b>	<b>社外: 40%</b>	<b>日本: 100%</b>	<b>女性: 10%</b>	

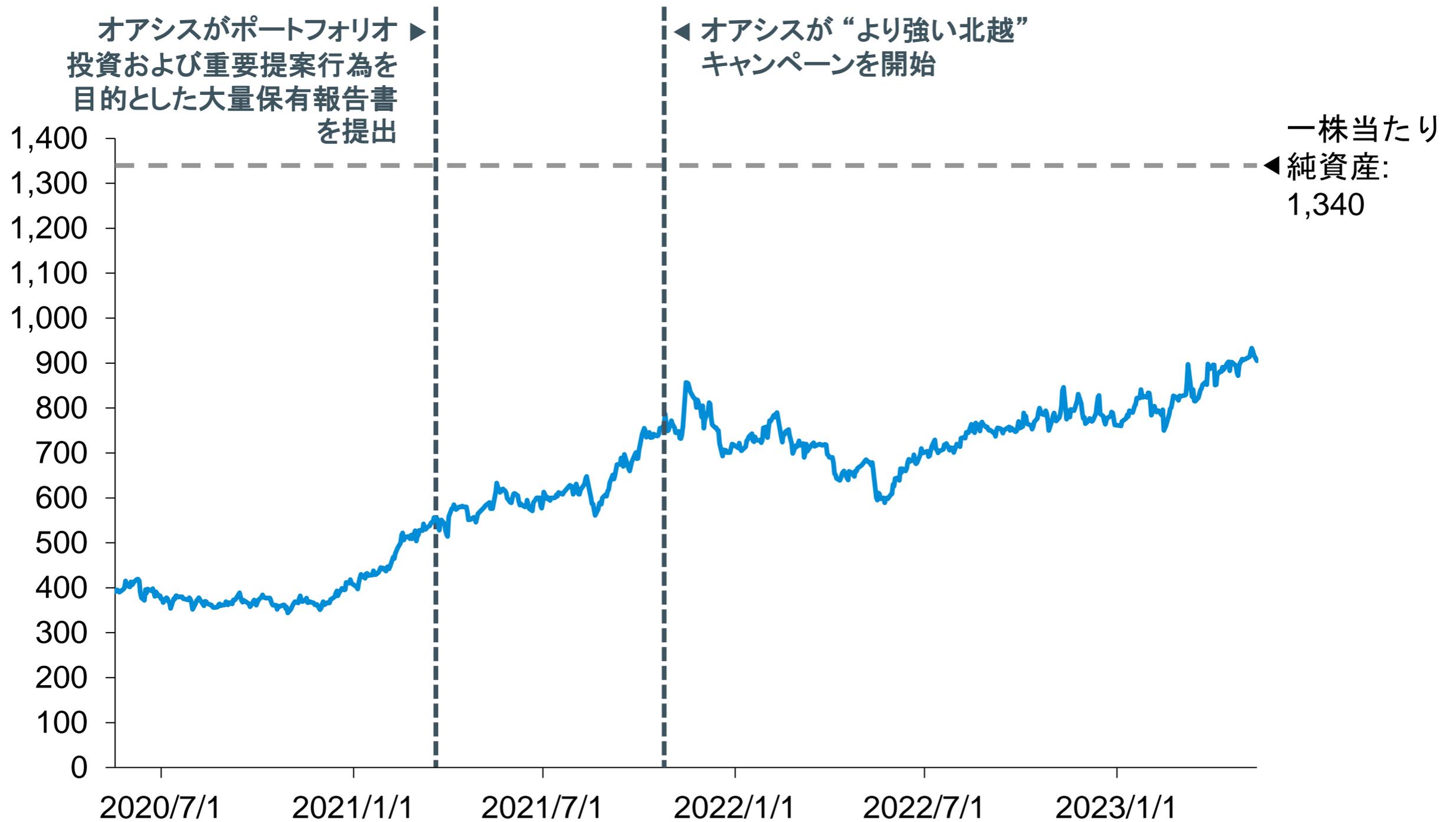
## Section 2

---

北越の株主の皆様への  
メッセージ: 株主は岸本氏を  
退任させるべきである

# オアシスのキャンペーン以降に北越の株価は上昇しているが、いまだに株価はPBR1倍以下である

北越株価 (過去3年)



オアシスは北越の最大株主であり、またコーポレートガバナンス・コードにおいて対話が推奨されているにもかかわらず、岸本氏との面談要請は断られつづけてきた

### コーポレートガバナンス・コード補充原則 5.1.1

株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。

#### オアシスによる岸本氏との面談要請の履歴

日付	オアシスは岸本氏との面談を要請
2021/5/13	 IRインタビュー
2021/6/1	 書簡
2021/8/12	 書簡についてのディスカッション
2021/10/26	 書簡
2021/12/14	 書簡についてのディスカッション
2022/1/19	 IRインタビュー
2022/5/27	 書簡についてのディスカッション
2022/8/19	 IRインタビュー
2022/12/1	 IRインタビュー
2023/2/24	 書簡についてのディスカッション
2023/2/10	 書簡
2023/3/17	 書簡についてのディスカッション

#### 北越株主

Holder Name	% Out
1.  Oasis Management Co Ltd	18.00
2. Hokuetsu Corp	10.32
3. Misuga Kaiun Co Ltd	10.00
4.  Government Pension Investment Fund Japan	5.54
5.  Daishi Hokuetsu Financial Group Inc	4.59
6.  Sompo Holdings Inc	4.35
7.  Mizuho Financial Group Inc	3.81
8. HOKUETSU CORP MOCHIKABUKAI	3.64
9. Sumitomo Realty & Development Co Ltd	3.23
10.  Dimensional Fund Advisors LP	3.13
11.  Vanguard Group Inc/The	2.36
12. BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC	2.32
13.  Merrill Lynch & Co Inc	2.03
14.  Nomura Holdings Inc	1.99
15.  Tokio Marine Holdings Inc	1.20
16.  BlackRock Inc	1.17
17.  Sumitomo Mitsui Trust Holdings Inc	1.02
18.  Daiwa Securities Group Inc	0.91
19. KPP Group Holdings Co Ltd	0.84
20. Japan Pulp & Paper Co Ltd	0.66

# 北越の株主の皆様へのメッセージ

コーポレートガバナンス  
の改善に失敗



事業の成長を通じて従業員の給  
与を上げることに失敗



大規模な政策保有株式に関連し  
たリスクの管理に失敗



将来の成長の方向性を示すこと  
に失敗



大王とのシナジーの  
発現に失敗



自身の掲げた収益目標の達成  
に継続的に失敗



岸本氏は様々な観点から北越の経営に失敗している

上記にも関わらず、岸本氏による意思決定支配は続いている。  
岸本氏の経営の失敗について取締役会は責任を今問われるべきである。

## OASIS

オアシスは定時株主総会で岸本氏の再任に反対票を投じる

## OASIS

また、他の株主も同様の投票行動をとることを推奨



北越のコーポレートガバナンス改善にご協力をお願いいたします

ご質問等ございましたら、下記までお問い合わせください:

[Info@hokuetsucorp.gov.com](mailto:Info@hokuetsucorp.gov.com)

## 留意事項

本プレゼンテーション資料に記載される情報と意見は、Oasis Management Company Ltd(以下、「オアシス」といいます)が情報提供目的またはご参考に供する目的でのみ提供するものであり、財務、法律、税務、投資、会計、監査等の専門家の助言として解釈されるべきものではありません。本プレゼンテーション資料及びそこに記載される情報と意見は、機密事項に関わる内容を含んでおり、オアシスが意図した受領者に対してのみ提供されるものです。従って、オアシスの書面による明示的な同意なしにいかなる形式でも転送又は再頒布することを禁止致します。本プレゼンテーション資料には、歴史的事実以外の情報である将来の見通しに関する情報が含まれている場合があります。そのような情報は、とりわけ、予測等が含まれる場合があります。本プレゼンテーション資料に記載されている予測等が実現する保証はありません。

本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見は、当該資料に記載される発行日におけるものであり、予告なく変わることがあります。これらの情報と意見は、オアシスが信頼しうると判断した情報に依拠して作成されています。オアシスは、本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見の正確性を確保するための合理的な努力が払われたと確信していますが、当該情報と意見の正確性、完全性、信頼性について、明示的にも黙示的にも、一切表明または保証するものではありません。また、本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見は、利用者の判断において利用されるものであり、オアシスは、当該情報と意見が、当該利用目的に適合することについて、明示的にも黙示的にも、一切表明または保証するものでもありません。オアシス及びその従業員、役員、関連会社、又はオアシスにより管理若しくは運営される投資ファンドは、本プレゼンテーション資料及びそこに記載された一切の情報と意見の全部または一部に起因して、またはその他の何らかの形で関連して生じた直接的、間接的、懲罰的、偶発的、特別あるいは派生的な損害及び損失(逸失利益の減少を含みます。)について、契約、不法行為その他の法律構成にかかわらず、一切の責任を負いません。オアシスは、本プレゼンテーション資料に記載された情報又は意見について、その改定または追加情報を提供する、または誤りを修正する義務を一切負いません。

オアシスは、本プレゼンテーション資料に含まれる情報について、商標権、著作権その他の知的財産権を有する場合があります。”Oasis”及びその他オアシスのロゴは、オアシスが有する商標権、著作権その他の知的財産権により保護されています。その他の会社名、製品及びロゴは、当該第三者が有する商標権、著作権その他の知的財産権により保護されています。本プレゼンテーション資料を提供することは、本資料に含まれる又は本資料に関連する知的財産権の利用を許可するものではありません。

本プレゼンテーション資料は、受領者に対して、オアシスと共同して特定の会社の株券その他の金融商品取引法における大量保有の状況等に関する開示制度の対象となる有価証券を取得し、若しくは譲渡し、又は議決権その他の権利を行使することを勧誘あるいは要請するものではありません。そのような共同行動をとる株主は大量保有の状況等に関する開示制度の共同保有者とみなされ、共同保有者は一般への情報開示のために合算した保有株式数を関係当局に報告しなければなりません。オアシスは、そのような報告が必要とされる共同保有者としての合意を明示的に締結する例外的な場合を除き、共同保有者としての報告義務を発生させる一切の行為を行わず、本プレゼンテーション資料その他の開示(書面及び口頭を含み、また媒体は問いません。)若しくは本ウェブサイトを通じた自らの見解及び意見の公表、その他の株主と意見交換を行う行為はかかる意図を有するものではないことをご了承ください。これらの資料は、オアシスの意見、解釈又は見通しを表明するものであり、オアシスは、オアシスが管理若しくは運営するファンドの投資アドバイザーとしての地位に基づきかかる行為を行っています。