



2025年5月27日

各位

会社名 株式会社エージーピー
代表者名 代表取締役社長執行役員 杉田 武久
(コード番号：9377 東証スタンダード市場)
問合せ先 コーポレート部門統括執行役員 辻 佳子
TEL. 03-3747-1631

**「日本航空株式会社による株主提案（株式併合等）に対する意見表明（反対）のお知らせ」
の一部訂正について**

2025年5月26日に公表しました「日本航空株式会社による株主提案（株式併合等）に対する意見表明（反対）のお知らせ」につきまして、記載内容の一部に誤りがございましたので、下記のとおりお知らせいたします。なお、訂正箇所は下線を付して記載しています。

記

2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額が不十分であると考える根拠等

- (3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置
④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見
13 ページ目

【訂正前】

また、上記取締役会には、当社の監査役4名（うち社外監査役1名）が出席し、その全員が上記決議に異議がない旨の意見を述べております。

【訂正後】

また、上記取締役会には、当社の監査役4名中1名が出席し、上記決議に異議がない旨の意見を述べております。

以上



2025 年 5 月 26 日

各 位

会 社 名 株式会社エージーピー

代表者名 代表取締役社長執行役員 杉田 武久

(コード番号：9377 東証スタンダード市場)

問合せ先 コーポレート部門統括 執行役員 辻 佳子

TEL. 03-3747-1631

日本航空株式会社による株主提案（株式併合等）に対する意見表明（反対）のお知らせ

当社は、当社株主である日本航空株式会社（以下「JAL」といいます。）より、2025 年 6 月 26 日開催予定の第 60 回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）における議題に関し、3 件の株主提案（株式併合（以下「本株式併合」といいます。）の件（以下「本株式併合議案」といいます。））、定款の一部変更の件、取締役 3 名選任の件。以下「本株主提案」といいます。）を行う旨の書面を、2025 年 4 月 25 日付で受領いたしました。

これを受け、当社は、2025 年 2 月 25 日に設置した独立社外取締役等 3 名で構成される特別委員会（以下「本委員会」といいます。）において客観的視点から本株主提案に係る事実を検証のうえ、対応方針について検討してまいりました。

本株主提案に至る経緯として、2025 年 1 月 17 日に JAL 執行役員より、株式会社東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」という。）の非公開化を含む協議を開始したい旨の書面が提示されました。こうした重要かつ重大な提案が JAL の執行役員から提示されたことを受け、当社は、同月 23 日付及び 27 日付で JAL 代表取締役宛に、2021 年 11 月に JAL との間で締結した「上場維持に向けた覚書」及びその後の資本政策・資金調達に向けた具体的な取組状況との整合性の観点から、照会書を提出しました。

その後、当社と JAL の間では文書を通じて幾度かのやり取りが行われましたが、JAL から受領した文書は、企業の根幹に関わる「上場廃止」を含む極めて重大な提案であるにもかかわらず、回答はすべて執行役員からのものであり、代表取締役による直接の応答も対話も実現しませんでした。同文書における説明の内容も抽象的かつ断片的であり、不明瞭な点が多く、意思決定に必要な情報を欠いており、また、本件の正当性や妥当性、実行主体、経営責任の所在といった企業経営の根幹に関わる論点について、依然として明確な説明がなされないままでした。

こうした状況を踏まえ、当社は 2025 年 2 月 25 日付で、外部専門家を含む本委員会を設置いたしました。本委員会は、当社の独立性・企業価値・少数株主の利益保護といった観点から、本株主提案の影響を客観的かつ多角的に検討することを目的としており、以後、取締役会は当該検討結果を踏まえて慎重な協議を重ねてまいりました。

【1】 株式併合に対する反対

まず、本株式併合議案について、本委員会は以下の理由により「反対が妥当」との答申を行い、当社取締役会もこれを尊重して反対の意思を表明いたします。

【1 点目：目的の合理性がない】

- ・ JAL、日本空港ビルデング株式会社（以下「JAT」といいます。）、ANAホールディングス株式会社（以下「ANA」といい、JAL、JAT 及び ANA を総称して「当社大株主」といいます。）

の 3 社のみで当社株主を構成することが目的とされているが、当社の企業価値は公共インフラとしての中立性と公平性に根ざしており、特定株主に支配された状態ではかかる中立性と公平性が損なわれる。

- ・ JAL は「脱炭素の促進」を非公開化の目的としていますが、当社は既に GPU の再エネ化や EMS 導入などの施策を自律的に進めており、非公開化の必要性についての説得力ある根拠は示されていない。

【2 点目：手続の公正性が著しく欠けている】

- ・ 公開買付け（TOB）を経ず、協議もなく少数株主の排除を強行しようとしている。
- ・ MOM（Majority of Minority：少数株主の過半数同意）条件もなく、2025 年 7 月施行予定の東証新ルールの開示強化を回避する形で提案されている。
- ・ JAL のコーポレート・ガバナンス報告書との整合性も欠いており、合理的な説明は得られていない。

【3 点目：条件の妥当性が欠如している】

- ・ JAL 提案の 1 株あたり 1,550 円は、当社が依頼した第三者算定機関による評価額（（ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」といいます。））による最小値 1,710 円）を下回る。
- ・ 成長見込みが反映されておらず、価格交渉や意見表明の機会も与えられていない。
- ・ 手続・価格の両面で少数株主に著しい不利益を与える内容である。

【2】 定款変更案に対する反対

本定款変更案は、単独での合理性や必要性があるものではなく、株式併合を前提とした従属的・技術的な提案に過ぎません。よって、株式併合に合理性が認められない以上、定款変更案も当然容認できません。

【3】 取締役 3 名選任に対する反対

さらに、2025 年 5 月 25 日には、指名・報酬委員会より、取締役 3 名選任に関する株主提案（以下「本取締役選任議案」といいます。）に対して、以下の見解を含む答申書（以下「本答申書」といいます。）が提出されました。

1. 提案された取締役候補者との面談が一切実施されておらず、適任性についての客観的判断が困難であること。
2. 当該面談を実施するための当社からの照会に対し、JAL が連絡先の提供を拒否したことにより、少数株主に対する説明責任の履行が阻害されていること。
3. 指名報酬委員会の構成に対する JAL の不合理な主張は、当社のガバナンス体制に対する正当な信任と株主意思を軽視するものであり、到底容認できないこと。

当社は、本答申書を踏まえ、本取締役選任議案に対して反対の意見を表明するとともに、株主の皆様に対し、本株主提案に賛同されないようお願い申し上げます。

また、本委員会による勧告を受け、当社は、本株式併合により当社の少数株主が不利益を被ることをできる限り回避するため、本定時株主総会において少数株主がこれらの議案に対する意見を表明する機会を確保し、その結果を当社の経営に反映するための措置を講じる予定です。かかる措置の内容は詳細が決定次第お知らせします。

【総括】

なお、本株主提案に含まれる 3 件の議案は、形式上は分かれていても、目的・構造・効果の点で密接に連動した一体の提案です。本株主提案のうち 1 件でも受け入れると、当社の企業統治と企業価値に対

して深刻な毀損が生じるリスクがあると考えます。よって、当社取締役会として3件すべてに対して反対意見を表明することは、市場に対する責任であり、企業の将来に対する正しい判断であると確信しております。

1. 本株式併合議案の目的及び本株式併合議案に反対する理由

(1) 本株式併合議案の概要

- 本株式併合の提案は、当社株主を JAL、JAT 及び ANA の3社のみとし、当社株式を非公開化するための手続として当社の株式に係る株式併合を実施することを提案するものとすることです。
- 本株式併合に係る議案が本定時株主総会にて承認可決された場合、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる予定とのことことです。
- 日程といたしましては、2025年6月26日から2025年9月28日まで整理銘柄に指定された後、2025年9月29日をもって上場廃止となる予定とのことことです。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。
- 当社大株主以外の当社株主の皆様が保有する当社株式の数は、本株式併合により、1株未満の端数となる予定とのことことです。
- 本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第235条第2項の準用する同法第234条第2項及び第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、当社が自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金を当社株主の皆様へ交付する予定とのことことです。
- また、当社は、端数合計に相当する当社株式（1株未満は切り捨てとなります。）を買い受けるに際し、本株式併合の効力発生後に、JALからの借入れ、出資その他の方法により資金を確保する予定とのことことです。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である2025年9月30日の最終の当社株主名簿において当社株主の皆様が所有する当社株式の数に1,550円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定とのことことです。
- 本株式併合議案の背景・経緯・目的、本株式併合後の経営方針等につきましては、2025年4月25日付でJALより公表された「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定めの上場廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」（以下「JALプレスリリース」といいます。本書末尾に添付）をご参照ください。

(2) 本株式併合議案に反対するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本株式併合後の経営方針

① 当社における本株式併合議案に対して**反対の意見表明**を決議するに至った意思決定過程及び理由

当社は、2025年1月17日、当社の主要株主かつ筆頭株主であるJALの執行役員名にて、当社株式を非公開化することを目的とした公開買付けを含む一連の取引（以下「本非公開化取引」といいます。）の実施に関する初期的な意向の表明（以下「本初期的意向表明」といいます。）を受けました。続いて、当社は、2025年2月26日、再度JAL執行役員名にて、同社がJAT及びANAとともに買収目的会社を設立し、当該買収目的会社が公開買付者となり本非公開化取引を実施することについての意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）を受領いたしました。

その後、当社は、2025年4月25日、JALより、当社が本定時株主総会の議題に係る株主提案を受領いたしました。かかる株主提案は、①当社の株主を、当社大株主のみとし、当社株式を非公開化するために行う本株式併合、②本株式併合に伴う所要の変更を行うための定款の一部変更、及び③当社取締役3名の選任を内容とするものです。なお、JALによれば、JAT及びANAは本株式併合の実施に賛同しており、本定時株主総会において、本株式併合議案に賛成することに同意しているとのことです。

当社は、本初期的意向表明に対する対応を含む当社の資本政策の在り方（以下「本資本政策」といいます。）を検討するにあたり、本資本政策に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを可及的に排除するとともに、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として、当社及び当社大株主から独立した本委員会の設置及び本委員会からの答申書の取得を実施することとし、本資本政策に関する本委員会を設置いたしました。

当社取締役会は、本委員会の設置に際して、本資本政策について、企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるか否かの観点から検討し、当社取締役会に提言又は勧告を行うこと（本初期的意向表明に関する意見表明を含むが、これに限られない。以下「本諮問事項」といいます。）について本委員会に諮問を行いました。本株式併合議案は、その趣旨及び内容に鑑みれば、本資本政策に係る検討の一環として当然に取り扱われるべき事項です。そのため、本委員会は、本株式併合議案に対する当社取締役会の意見内容についても本諮問事項として取り扱い、本答申書では、これに関する提言又は勧告を行うものいたします。

また、当社取締役会は、本委員会の設置にあたり、

- ・ 本資本政策に関する本委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行うものとすること
- ・ 当社は、当社大株主と本資本政策の具体的な内容について交渉するにあたり、本委員会に適時にその状況を報告し、重要な局面で意見、指示及び要請を受けるようにすること
- ・ 本委員会が必要と判断した場合には、本資本政策に係る調査（本資本政策に係る当社の役員又は従業員、本資本政策に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明を求めることを含む。）を行うことができること
- ・ 本委員会は、本諮問事項に関する検討及び判断を行うに当たり、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関若しくはリーガル・アドバイザーその他本委員会が合理的に必要とするアドバイザーを選任し、若しくは指名すること（当該アドバイザー等の費用は当社が負担する。）、又は当社のファイナンシャル・アドバイザー若しくはリーガル・アドバイザーその他本委員会が合理的に必要と判断するアドバイザーを指名し、若しくは承認（事後承認を含む。）することができること
- ・ 本委員会は、当社に対し、本委員会としての提案その他の意見又は質問を当社大株主に伝達すること、及び本委員会自ら当社大株主（本初期的意向表明に関与するその役職員及び本資本政策に係るそのアドバイザーを含む。）と協議・交渉する機会の設定を要望することができ、本委員会よりかかる要望を受領した場合には、当社は、本委員会の要望どおりの協議の機会が設定されるよう最大限努力すること

- ・ 議事運営上の便宜の観点から、本委員会に当社の役職員が陪席する場合であっても、本委員会は、当該陪席者に対し、適宜、退席を求めることができ、本委員会が答申の内容を決定するにあたって委員で協議を行うに際しては、当該陪席者を退席させるものとする
という旨を決議しております。

本委員会は、2025年2月25日開催の当社取締役会決議により設置され、以下の委員3名によって構成されております。

委員長 阿南 剛

(当社独立社外取締役・弁護士)

委員 佐々木 かをり

(当社独立社外取締役・株式会社イー・ウーマン代表取締役社長)

委員 三又 裕生

(外部有識者・パナソニックホールディングス株式会社顧問・株式会社パナソニック総研理事長)

なお、三又氏は、本定時株主総会において上程予定の取締役選任議案に係る社外取締役候補者です。

本委員会は本答申書作成にあたり、2025年2月26日より2025年5月24日までの間に、(i)当社、(ii)本資本政策に関する当社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所、及び(iii)本資本政策に関する当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である岡三証券株式会社（以下「岡三証券」といいます。）と本委員会会議を開催いたしました。各会日外においても、都度本委員会会議に向けた会議の実施や、電子メール等を通じた報告・情報共有、審議及び意思決定等を行い、また、必要に応じて柴田・鈴木・中田法律事務所及び岡三証券から助言を受ける等をして、以下のとおり本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。

- i. 本委員会は、2025年2月26日より2025年5月24日までの間に、合計12回、計約23時間にわたって本委員会会議を開催し、各議題に関する情報提供を受け、かつ、質疑応答及び意見交換を行いました。
- ii. 本委員会は、2025年2月26日、当社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認いたしました。
- iii. 本委員会は、2025年2月26日、当社が社内に構築した本資本政策の検討体制に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認いたしました。
- iv. 本委員会は、2025年4月4日、当社のファイナンシャル・アドバイザーである岡三証券について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認いたしました。
- v. 本委員会は、柴田・鈴木・中田法律事務所から聴取した意見を踏まえ、本資本政策において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行いました。
- vi. 本委員会は、当社を通じて、JALに対し、本非公開化取引の概要、本非公開化取引の主要な条件（本非公開化取引のスキーム選択を含む。）、本非公開化取引を提案するに至った背景、本非公開化取引の意義・目的（本非公開化取引の実行により実現することが期待されるシナジーの内容を含む。）、当社株式の非公開化に係るメリット・

デメリットに関する情報の提示を複数回にわたり要請し、JAL からの当社に対する当該要請への回答内容及び本非公開化取引の検討・交渉状況について、説明を受けました。

- vii. 本委員会は、2025 年 5 月 8 日開催の第 9 回本委員会会議にて、当社の作成した事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受け、質疑応答を行い、岡三証券による財務的見地からの助言を踏まえつつ、事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認し、承認いたしました。
- viii. 本委員会は、岡三証券から、岡三証券が実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認いたしました。また、本委員会は、2025 年 5 月 22 日付で、岡三証券から当社を通じて当社株式に係る株式価値算定書の提出を受け、当該算定書の内容を確認いたしました。
- ix. 上記の手續等を踏まえ、本委員会は、柴田・鈴木・中田法律事務所から本答申書のドラフトの内容について説明を受け、本答申書のドラフトについて審議いたしました。

本委員会は、以上の協議及び検討を踏まえ慎重に検討した結果、2025 年 5 月 25 日付で、当社取締役会に対し、本答申書を提出いたしました（本答申書の内容については、下記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額が不十分であるとする根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③当社における特別委員会の設置」をご参照ください。）。

当社は、本答申書の内容を踏まえ、当社株式を非公開化し、当社の株主を当社大株主のみとするための手續として本株式併合を実施することは当社の企業価値向上に資するものではないと判断するとともに、本件端数処理交付見込額は適正であるとはいえないと判断するに至り、2025 年 5 月 25 日開催の取締役会において、本株式併合議案に対して反対の意見表明を決議いたしました。

なお、当社取締役会の決議の詳細については、下記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額が不十分であるとする根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

また、当社は本株式併合議案の提案を受領した後、企業価値及び少数株主の利益に重大な影響を及ぼし得る事案であることに鑑み、2025 年 5 月 1 日付で、第三者による客観的・中立的な観点からの検証を目的として、外部有識者で構成されるガバナンス検証委員会を設置いたしました。ガバナンス検証委員会は、以下の委員 3 名によって構成されております。

委員長 山口 利昭

（弁護士・特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事）

委 員 嶋野 修司

（弁護士・弁護士法人色川法律事務所）

委 員 ワイズマン 廣田 綾子

（CFA・米ホライゾン・キネティックス社 アジア戦略担当ディレクター）

ガバナンス検証委員会は、2025 年 5 月 1 日より 2025 年 5 月 20 日までの間に、合計 8 回にわたって会議を開催し、当社及び当社関係者の保有する資料（電子データを含む。）の関

覧、当社取締役及び監査役に対するアンケートの実施、並びに当社関係者 14 名へのヒアリングを実施いたしました。ガバナンス検証委員会は、本初期的意向表明及び本株式併合議案の提案に至る経緯や当社大株主との事実認識の齟齬、当社のガバナンス体制の妥当性等について精査を行い、同月 21 日に、当社取締役会に対し、ガバナンス検証委員会報告書（以下「本ガバナンス検証委員会報告書」という。）を提出し、当社取締役会に対し本ガバナンス検証委員会報告書の内容を説明いたしました。

本委員会は、当該報告書の内容が本諮問事項に対する答申を行うにあたり重要な判断要素となるものと考え、本委員会における審議の参考資料の一つとして参照いたしました。

2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額が不十分である と考える根拠等

(1) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額が不十分であるとする根拠及び理由

JAL プレスリリース（本書末尾に添付）の「2. 本株式併合の要旨」の「(2) 本株式併合の内容」の「⑦ 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」をご参照ください。

(2) 算定に関する事項

① 算定機関の名称並びに上場会社及び株式併合後株主等との関係

本委員会は、本株式併合議案における端数処理交付見込額の評価を行うにあたり、その公正性を担保すべく、当社及び当社大株主から独立した第三者算定機関である岡三証券に当社の株式価値の算定を依頼し、2025 年 5 月 22 日付で、岡三証券より、当該算定結果に関する株式価値算定書を取得いたしました。

② 算定の概要

岡三証券は当社の将来の事業活動の状況を評価に反映させる目的から DCF 法を用いて、当社株式の株式価値の算定を行いました。なお、類似会社比較法については、当社との事業内容や収益性の類似性に鑑み、適切に類似会社比較法を採用することが困難と考えられるため、最終的な評価方法として採用しておりません。DCF 法を用いて算定された当社の普通株式 1 株あたりの価値の範囲の最小値は 1,710 円と算定されており、JAL より公表された本株式併合議案に係る株式併合により保有株式が 1 株に満たない端数となる当社株主に対して端数処理の手続において交付される金銭の額（株式併合の効力発生前の当社株式 1 株当たりの額を、以下「本端数処理交付見込額」という。）1,550 円を大幅に上回っております。

DCF 法では、当社が作成した 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの事業計画、当社の 2025 年 3 月末時点における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2026 年 3 月期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値や株式価値を算定しております。

(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

当社は、本株式併合議案に係る検討を開始するに当たり、当社大株主が合計で 9,896,100 株（議決権数 98,961 個、所有割合 71.15%：2025 年 3 月 31 日現在）の当社株式を保有しており、支配株主との取引等に準ずる取引として、当社の少数株主との間で利益相反の問題が生じる可能性があることから、本株式併合議案に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、以下の措置を講じております。

① 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本株式併合における本端数処理交付見込額の評価を行うに当たり、当社少数株主の皆様の利益に十分配慮し、その公正性を担保すべく、当社及び当社大株主から独立した第

三者算定機関である岡三証券に当社の株式価値の算定を依頼し、2025年5月22日付で、岡三証券より、当該算定結果に関する株式価値算定書を取得いたしました。なお、岡三証券は、当社及び当社大株主の関連当事者には該当せず、本株式併合に関して、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

② 独立した法律事務所からの助言

当社は、当社及び当社大株主から独立したリーガル・アドバイザーとして柴田・鈴木・中田法律事務所を選任し、同事務所から、当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。なお、柴田・鈴木・中田法律事務所は、当社及び当社大株主の関連当事者には該当せず、本株式併合に関して、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

③ 当社における特別委員会の設置

上記「1. 本株式併合議案の目的及び本株式併合議案に反対する理由」の「(2) 本株式併合議案に反対するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本株式併合後の経営方針」の「①当社における本株式併合議案に反対することを決議するに至った意思決定過程及び理由」に記載のとおり、当社は2025年2月25日付で、本委員会を設置し、本諮問事項を諮問いたしました。また、当社取締役会は、本委員会に対し、(i) 当社の費用負担の下、本株式併合議案に係る調査を行う権限、(ii) 当社大株主その他の取引関係者と協議・交渉する権限、(iii) 本株式併合議案検討に際して当社が選任するファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザーその他のアドバイザー（以下「外部専門家」といいます。）から助言を受ける他、当社の外部専門家に対して必要な指示を行う権限、(iv) 当社費用の下、本委員会独自の外部専門家を選任する権限を与えることを決定いたしました。

これを受けて、本委員会は、2025年2月26日開催の第1回特別委員会において、柴田・鈴木・中田法律事務所について、その専門性及び独立性を確認の上、当社のリーガル・アドバイザーとして承認するとともに、本委員会としても柴田・鈴木・中田法律事務所から必要な助言を受けることができることを確認いたしました。また、本委員会は、2025年4月4日開催の第6回特別委員会において、岡三証券について、その専門性及び独立性を確認の上、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認するとともに、本委員会としても岡三証券から必要な助言を受けることができることを確認いたしました。

その後、本委員会は、2025年2月26日より2025年5月24日まで合計12回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、本委員会は、当社を通じてJALに対して、(i) 本非公開化取引の概要、本非公開化取引の主要な条件、本非公開化取引を提案するに至った背景、本非公開化取引の意義・目的、当社株式の非公開化に係るメリット・デメリットに関する情報の提示を複数回にわたり要請し、JALからの当社に対する当該要請への回答内容及び本非公開化取引の検討・交渉状況について、説明を受け、当社に対して、(ii) 岡三証券による株式価値算定の前提として事業計画の内容に関してヒアリングを行いました。また、本委員会は、岡三証券に対して、(iii) 当社の株式価値算定の方法及び結果に関してヒアリング等を実施いたしました。

当社は本委員会における協議・検討を踏まえ、当社大株主との間で本件端数処理交付見込額を含む本株式併合議案の諸条件に関する交渉を実施しており、本委員会に対してその進捗状況や結果を報告しております（具体的な協議・交渉の過程については上記「1. 本株式併合議案の目的及び本株式併合議案に反対する理由」の「(2) 本株式併合議案に反対するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本株式併合後の経営方針」の「①当社における本株式併合議案に反対することを決議するに至った意思決定過程及び理由」をご参照ください。）。

本委員会は、上記のとおり慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年5月25日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下を内容とする本答申書を提出いたしました。

(i) 答申内容

- i. 本株式併合議案に係る目的には合理性があるとはいえない。

- ii. 本株式併合議案に係る手続の公正性が認められない。
- iii. 本株式併合議案に係る条件に妥当性があるとはいえない。
- iv. 当社取締役会が本株式併合議案に対して反対の意見表明を決議することは合理的である。

- ・ 本委員会は、当社が株式の上場維持と独立性を確保した経営を継続することは、公平・中立の立場から安定的にかつ継続してサービスを提供することが求められるという当社の事業の公共的性格に適合し、企業価値ひいては株主共同の利益の向上に資すると思料する。これとは逆に、当社を非公開化したうえで当社大株主から派遣される者のみで当社取締役会を構成することは、本邦主要空港において多数の航空会社に対し公平かつ中立の立場から安定的にインフラサービスを提供するという当社の使命の遂行を妨げるおそれがあると思料する。
- ・ 本委員会は、本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案はその目的が不合理であるうえに、手続の公正さ及び条件の妥当性も著しく欠いており、当社の企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるものではないと思料するので、当社取締役会に対し、本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案に対して反対する旨の意見を表明することを決議することを勧告する。なお、本取締役選任議案についての意見は、本委員会ではなく、当社の指名報酬委員会において検討されるべきものであるため、ここでの言及はしない。
- ・ 本委員会は、本株式併合議案及び本定款一部変更議案により当社の少数株主が不利益を被ることをできる限り回避するため、当社取締役会に対し、2025 年 6 月開催予定の当社定時株主総会において少数株主がこれらの議案に対する意見を表明する機会を確保し、その結果を当社の経営に反映するための措置を講じることを勧告する。

(ii) 答申理由

答申の理由は以下に項を改めて述べるが、ここでは、当社が空港・航空領域で果たすべき役割と当社の歴史を踏まえ、本委員会が本株主提案の問題と考えるところの要旨を述べておきたい。

- ・ 当社の主たる事業は、国内主要 10 空港において、140 を超える数の多くの航空会社に対し、航空機向けの動力供給や設備保守等のインフラサービスを提供することである。このような当社の事業にとって、安定かつ継続したサービスの提供は必須の要素であり、そのためには、長期にわたり多額の投資を継続して実施することが必要である。1965 年に当時の運輸省航空局の指導の下で当社が設立されたのも、2001 年に JAL の主導の下で長期投資資金の調達のために当社株式が上場されたのも、長期かつ多額の投資を継続して実施する必要があるという当社の事業構造を特定少数の株主による出資で支え続けることが難しいためであった。このような事業構造は今も同じである。
- ・ また、当社を取り巻く環境は設立後 60 年で大きく変わった。当社は、国内主要 10 空港へと事業領域を広げ、取引関係を有する航空会社も飛躍的に増えた。この結果、当社にはより一層高いレベルで公平性・中立性が求められることになった。
- ・ JAL による当社の非公開化を目的とした本株主提案は、以上述べた当社の成り立ちや歩みと全く逆行するものである。後に詳しく述べるが、本株主提案で示された JAL、JAT 及び ANA の三社のいずれもが当社を支配しない体制の下に当社を位置付けるとする計画は、経営に対する無責任を招来し、長期かつ多額の投資の継続を困難にするリスクを抱えている。また、当社に求めら

れる公平性・中立性も損なうおそれがある。

- ・ それでも、当社が他社による救済を今すぐにでも必要とする経営危機にあるというのであれば、JAL の株式併合による当社の非公開化の提案も理解できる。しかしながら、ガバナンス検証委員会報告書でも明らかにされたように、当社はそのような状況にはない。当社の非公開化を本年6月に開催予定の本定時株主総会において急いで決議し実行しなければならない理由は見当たらないのである。JAL 自身も、直ちに株式併合という強行的手段によって当社の非公開化を図らなければならない理由を明らかにしていない。
- ・ しかも、JAL が当社の少数株主に提案する買収対価は当社の本源的価値を反映していない非常に低廉なものである。
- ・ そのため、本委員会は、当社の非公開化を目的とする JAL による本株主提案が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとは認められないと判断したのである。

【当社企業価値の本質的源泉】

当社は、我が国の国内主要 10 空港において、航空機向けの動力供給や設備保守等のインフラサービスを提供する事業を展開しており、その業務の性質上、常に公平・中立な立場から、140 社以上の航空会社や国内主要 10 空港に対し安定的にサービスを提供することが求められており、そのためにガバナンスを高め、企業価値を高めている。

このような事業構造に鑑みれば、当社の企業価値は、単に財務的成果や短期的な成長指標のみによって測られるものではなく、むしろ、経営判断の健全性を確保し、長期にわたる「公平性・中立性」に対する社会的信頼、およびインフラサービスの「安定的・継続的」な提供体制そのものが企業価値の重要な要素になっているといえる。

A) 公平・中立なサービス提供に対する信頼の持続と、政策目的・公共目的への貢献が当社の企業価値の基盤であること

- ① 当社は、羽田空港を含む国内主要 10 空港において、JAL、ANA の 2 社を含む 140 社以上の航空会社に対し、同一基準に基づく動力供給等のサービスを提供してきた。その運営にあたっては、これまでどおり、全てのステイクホルダーから「公平・中立な事業者である」と認識され、信頼され続けることが極めて重要である。
- ② 当社は空港における脱炭素化の推進にも長年積極的に取り組んでおり、実績がある。CO₂排出量を大幅に削減可能な固定式埋設型 GPU の導入促進等を通じて、国の政策的課題にも呼応した事業展開を行っていることに加えて、政府が掲げる「質の高いインフラ輸出」政策と整合する形で、当社の技術力を活かした海外展開も進めており、国際的にも一定の評価を受けている。

B) サービス提供の引き続きの安定性確保のためには、人財・技術・設備に対する継続的な投資が不可欠であり、そのためには株式上場を含む資金調達手段の選択における柔軟性の確保が必要であること

- ① 空港インフラサービスの安定した提供をこれまで通り継続することは、航空機運航の安全性及び空港機能の信頼性の確保に直結するものであり、これを支える人的資本・技術・設備への継続的な投資は不可欠である。
- ② 人的資本に関しては、当社は、外国籍人材や多様な雇用形態による人材の登用と定着支援を通じて、安定した人材基盤を維持してきた。加えて、マルチスキル化や職種転換の推進により、変化に柔軟に対応できる配置体制を構築している。これらの取組みは、すべて現経営体制の下で自律的に遂行されてきたものであり、大株主企業のブランドに依存することなく、慢性

的な人材不足が課題とされる空港業界においても、適切な人的リソースの確保と運用が可能であることを実証している。

- ③ また、当社の企業価値は、公共インフラ事業者としての公平性・中立性・安定性・継続性に基づき構築されており、これをこれまでどおり維持・成長させるには、外部からの資金調達の柔軟性、とりわけ株式の上場を維持して株式市場を通じた資金調達の選択肢を保持し続けることが極めて重要である。

i. 本株式併合議案に係る目的の合理性に関する事項 -企業価値・株主共同の利益の確保・向上に資するか-

本株式併合議案に係る目的は、当社の株主を当社大株主のみに限定し、当社を非公開会社とすることにより、当社の企業価値を向上させるとともに、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に取り組むことを図る点にあるとされている。しかしながら、非公開化による懸念事項は多く、当社の上場維持と独立経営の継続こそが、空港・航空業界の安定、並びに、企業価値の持続的な向上及び株主共同の利益の確保に最も資する経営体制であると考えます。一方、当社株式の非公開化は当社の企業価値の向上に資するものとはいえ、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に資する手段として非公開化を選択することにも合理性は認められないことから、本株式併合議案に係る目的には合理性があるとはいえない。本株式併合議案は当社の企業価値の向上に資するものとはいえ、当社株式の非公開化を目的とした本株式併合議案に係る目的には合理性があるとはいえない。

- a. 上場維持・独立経営の現在の体制が公平・中立なサービスの安定・継続に資すること
- (a). 現行経営体制は、ガバナンスが機能し、事業の成長が見込まれること
 - (b). 株式上場・少数株主による規律は取引条件・資源配分の適正性確保に資すること
 - (c). 収益源の多様性を確保することは空港インフラサービスの安定・継続に資すること
 - (d). 株式上場により資金調達手段の多様性を確保することは空港インフラサービスの安定・継続に資すること
 - (e). 独立経営は脱炭素・エネルギー最適化など、航空・空港業界全体の課題への取組みに資すること
- b. 非公開化が企業価値・株主共同の利益に資するとはいえないどころか、非公開化することで当社の公平・中立なサービスの安定・継続に対する悪影響も懸念され、ひいては、これまで蓄積してきた日本の空港・航空業界の健全な発展を妨げることで懸念されること
- (a). 当社と JAL との関係等が企業価値向上を妨げているという事実はないこと（JAL プレスリリース 3～4 頁）
 - (b). 本株式併合議案が企業価値を向上させるとの主張に根拠はないこと（JAL プレスリリース 6 頁以下）
 - (c). 非公開化後に想定されている経営体制では経営の遂行及び成果に対する責任の所在が不明であるため当社の企業価値の持続的な向上を妨げるリスクがあること（JAL プレスリリース 10 頁）
 - (d). 非公開化に伴い JAT が当社の経営への関与を強めることが当社のブランド・信用を毀損する懸念があること

ii. 本株式併合議案に係る手続の公正性に関する事項 -手続きの公正性の欠如-

本株式併合の手続については、その一つ一つを形式的にみれば、会社法の規定に違反する点を直ちに見出すことはできない。

しかしながら、JAL は、当社との対話を一貫して拒否し、事実と反する発表を行い、少数株主への適切な情報開示を経ることなく、当社の企業価値を適切に反映していないと考えられる本端数処理交付見込額の提示をもって、少数株主の退出を一方的に強行しようとするものである。このような経緯及び方法は、手続面のみならず内容面においても、公正性を著しく欠くものである。

もとより、本株式併合議案の提案及びそれに基づく本株式併合の実施は、当社株主としての権利行使に基づくものであるが、当該権利の行使は無制限に許容されるものではない。経営を左右し得るだけの株式を保有する者が株主権の行使により少数株主の利益に重要な影響を及ぼすことを実行するときは、少数株主の利益に配慮する責務があるはずである。当社大株主の三社がそれを拒む姿勢は、これからの重要な空港・航空関連事業の経営判断が公正に行われることがないことさえも想像させる。本委員会としては、本株式併合議案の提案が、当社の企業価値及び少数株主の権利に対する配慮を著しく欠いていることに鑑み、社会通念上、株主権の行使として許容される限度を明らかに逸脱したものと判断せざるを得ない。

以上の事情に鑑みれば、JAL による本株式併合議案及び本株式併合にかかる一連の手続は、形式的には合法であるとしても、その実質においては明白に不公正であると評価されるべきである。

- a. JAL からの真摯な買収提案がないまま、突如として株式併合に係る緊急の株主提案がなされたこと
 - (a). 上場維持に関する覚書を前提とした当社の経営体制の構築と資本政策の実行
 - (b). JAL による意向表明とコーポレート・ガバナンス報告書との整合性の欠如とその後の説明を欠いた同報告書の差し替え
 - (c). JAL による意向表明の不透明性と企業買収指針上の「真摯な買収提案」への不適合
 - (d). 情報提供義務の不履行と意思決定手続の阻害
- b. 株主提案には事実誤認、重要な事実への言及省略が多くあり、当社少数株主を誤導するおそれがあること
 - (a). JAL による事実と反する公表
 - (b). 企業買収行動指針（株主の意思決定に資する情報提供）への不適合
 - (c). 共同買収的構造の不透明性と説明義務の意図的回避
- c. 株主提案による株式併合の手法は、少数株主との対話を封殺し、JAL の企図を強行するものであること
 - (a). 少数株主を排除する手続構造
 - (b). 公開買付けから株式併合に手法を変更する合理的理由の欠如
 - (c). 東証新ルールの実質的回避と説明の欠如

iii. 本株式併合議案に係る条件の妥当性に関する事項 -条件の妥当性の欠如-

JAL による株式併合の提案においては、本端数処理交付見込額を 1,550 円とすることが妥当であるとされている。しかしながら、以下の理由で、本端数処理交付見込額が適正であるとはいえず、本端数処理交付見込額の交付を前提とする本株式併合議案に係る条件に妥当性があるとはいえない。

- a. 本端数処理交付見込額が、当委員会が確認した事業計画及び算定結果に照らして著しく低いこと

- (a). 本委員会による事業計画の合理性確認と承認
- (b). 独立算定機関による株式価値レンジの算定
- (c). 本委員会による算定方法及び評価レンジの合理性確認
- (d). 評価

- b. 株主提案における株価が適正な価格とはいえないこと
 - (a). 事業計画に基づかない価格算定の不合理性
 - (b). 中長期的企業価値を軽視した価格設定
 - (c). 独立算定機関による算定レンジ下限を下回る本端数処理交付見込額
 - (d). 価格交渉・意見表明を伴わない価格決定とその不透明性

iv. 上記 i 乃至 iii その他の事項を踏まえ、当社取締役会が本株式併合議案に反対の意見表明を決議することが合理的か

上記 i 乃至 iii のとおり、本株式併合議案に係る目的に合理性があるとはいえないこと、本株式併合議案に係る条件に妥当性があるとはいえないこと、本株式併合議案に係る手続の公正性が認められないことを踏まえると、本株式併合議案について当社の企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるものとは認められないことから、当社取締役会が、本株式併合議案に対して反対の意見表明を決議することは合理的である。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、本委員会（本委員会の具体的な活動内容等については、上記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③当社における特別委員会の設置」をご参照ください。）から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本株式併合議案の諸条件について慎重に検討いたしました。

その結果、上記「1. 本株式併合議案の目的及び本株式併合議案に反対する理由」の「(2) 本株式併合議案に反対するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本株式併合後の経営方針」の「①当社における本株式併合議案に対して反対の意見表明をを決議するに至った意思決定過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本株式併合議案は当社の企業価値向上に資するものとは言えないと判断するとともに、本件端数処理交付見込額は適正であるとはいえないと判断するに至り、2025 年 5 月 25 日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（当社の取締役 9 名のうち審議及び決議に参加した 6 名）の全員一致で、本株式併合議案に反対の意見を表明する旨を決議いたしました。また、上記取締役会には、当社の監査役 4 名中 1 名が出席し、上記決議に異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、山崎 有浩氏、阿南 優樹氏、平岡 正明氏並びに当社監査役のうち、岩本慎哉氏、徳武大介氏及び森本浩平氏は、当社大株主出身であり、本株式併合議案に関して当社の少数株主との間で利益相反の問題が生じる可能性があるため、特別利害関係人として、当社取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また当社において、本株式併合議案における大株主含む取引関係者との間で本株式併合議案に係る取引条件等に関する協議・交渉にも一切参加しておりません。

3. 支配株主との取引等に関する事項

(1) 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針との適合状況

当社に支配株主は存在しないため、本株式併合議案は支配株主との取引等には該当しないものの、当社大株主が合計で 9,896,100 株（議決権数 98,961 個、所有割合 71.15%：2025 年 3 月 31 日現在）の当社株式を保有していることから、その構造上、支配株主との取引等に準ずる取引であると考えられます。なお、当社に支配株主は存在しないため 2024 年 6 月 29 日に開示したコーポレート・ガバナンスに関する報告書の「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」では、記載を行っておりません。当社取締役会は、本株式

併合議案検討の公正性を担保するため、上記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の措置を講じております。

(2) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関する事項

上記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」をご参照ください。

(3) 少数株主にとって不利益ではないことに関する支配株主と利害関係のない者から入手した意見の概要

当社は2025年5月25日付で、本委員会より、当社取締役会が本株式併合議案に反対の意見表明を決議することは、当社の少数株主にとって不利益でない旨を内容とする本答申書を入手しております。詳細は上記「2. 本株式併合議案に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③当社における特別委員会の設置」をご参照ください。

添付資料：

- ・ 本委員会答申書
- ・ 指名・報酬委員会答申書
- ・ ガバナンス検証委員会報告書（開示版）
- ・ JALより2025年4月25日付で公表された「株式会社エーजीピーに対する株式併合、単元株式数の定め、廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」
- ・ JALより2025年5月20日付で公表された「株式会社エーजीピーからの2025年5月13日付書面に対する回答に関するお知らせ」

以 上

2025 年 5 月 25 日

株式会社エージーピー 取締役会 御中

特別委員会答申書

株式会社エージーピー 特別委員会

委員長 阿 南 剛

委員 佐々木 かをり

委員 三 又 裕 生

はじめに

本件は単なる企業買収の話ではない。日本にとって重要な空港・航空業界の公正かつ長期的な安定成長とサービス向上を促進させるために適切なガバナンスのあり方とはどのようなものかという観点から、関わる企業の取締役一人ひとりが、また市場、社会が真剣かつ公正に考えて頂く必要がある問題である。当委員会は、日本航空株式会社からの株主提案の問題点を整理し、指摘し、これに反対するものである。

第1. 諮問事項

株式会社エージーピー（以下「当社」という。）は、2025 年 1 月 17 日、当社の主要株主かつ筆頭株主である日本航空株式会社（以下「日本航空」という。）の執行役員名にて、株式会社東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」という。）を非公開化することを目的とした公開買付けを含む一連の取引（以下「本非公開化取引」という。）の実施に関する初期的な意向の表明（以下「本初期的意向表明」という。）を受けた。当社は、2025 年 2 月 26 日、再度、日本航空執行役員名にて、同社が当社の大株主である日本空港ビルディング株式会社（以下「日本空港ビルディング」という。）及びANAホールディングス株式会社（以下「ANAホールディングス」といい、日本航空、日本空港ビルディング及びANAホールディングスを総称して「当社大株主」という。）とともに買収

目的会社を設立し、当該買収目的会社が公開買付者となり本非公開化取引を実施することについての意向表明書（以下「本意向表明書」という。）を受領した。その後、当社は、2025年4月25日、日本航空執行役員名にて、当社が2025年6月開催予定の第60回定時株主総会（以下「本定時株主総会」という。）の議題に係る株主提案を受領した。かかる株主提案は、①当社の株主を、当社大株主のみとし、当社株式を非公開化するために行う株式の併合（以下「本株式併合」といい、本株式併合にかかる株主提案を「本株式併合議案」という。）、②本株式併合に伴う所要の変更を行うための定款の一部変更（以下「本定款一部変更議案」という。）、及び③社外取締役3名の選任（以下「本取締役選任議案」という。以下①から③の議案を総称して「本株主提案」という。）を内容とするものである。なお、日本航空の2025年4月25日付「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」（以下「JAL プレスリリース」という。）によれば、日本空港ビルデング及びANAホールディングスは本株式併合の実施に賛同しており、本定時株主総会において、本株式併合議案に賛成することに同意しているとのことである。

当社は、本初期的意向表明に対する対応を含む当社の資本政策の在り方（以下「本資本政策」という。）を検討するにあたり、本資本政策に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを可及的に排除するとともに、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として、当社及び当社大株主から独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得を実施することとし、本資本政策に関する特別委員会（以下「当委員会」という。）を後述第2の経緯のとおり設置した。

当社取締役会は、当委員会の設置に際して、本資本政策について、企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるか否かの観点から検討し、当社取締役会に提言又は勧告を行うこと（本初期的意向表明に関する意見表明を含むが、これに限られない。）（以下「本諮問事項」という。）について当委員会に諮問を行った。本株式併合議案は、その趣旨及び内容に鑑みれば、本資本政策に係る検討の一環として当然に取り扱われるべき事項である。そのため、当委員会は、本株式併合議案に対する当社取締役会の意見内容についても本諮問事項として取り扱い、本答申書では、これに関する提言又は勧告を行うものとする。

また、当社取締役会は、当委員会の設置にあたり、(i)本資本政策に関する当委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行うものとする、(ii)当社は、当社大株主と本資本政策の具体的な内容について交渉するにあたり、当委員会に適時にその状況を報告し、重要な局面で意見、指示及び要請を受けるようにすること、(iii)当委員会が必要と判断した場

合には、本資本政策に係る調査（本資本政策に係る当社の役員又は従業員、本資本政策に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明を求めることを含む。）を行うことができること、(iv)当委員会は、本諮問事項に関する検討及び判断を行うに当たり、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関若しくはリーガル・アドバイザーその他当委員会が合理的に必要とするアドバイザーを選任し、若しくは指名すること（当該アドバイザー等の費用は当社が負担する。）、又は当社のファイナンシャル・アドバイザー若しくはリーガル・アドバイザーその他当委員会が合理的に必要と判断するアドバイザーを指名し、若しくは承認（事後承認を含む。）することができること、(v)当委員会は、当社に対し、当委員会としての提案その他の意見又は質問を当社大株主に伝達すること、及び当委員会自ら当社大株主（本初期的意向表明に参与するその役職員及び本資本政策に係るそのアドバイザーを含む。）と協議・交渉する機会の設定を要望することができ、当委員会よりかかる要望を受領した場合には、当社は、当委員会の要望どおりの協議の機会が設定されるよう最大限努力すること、(vi)議事運営上の便宜の観点から、当委員会に当社の役職員が陪席する場合であっても、当委員会は、当該陪席者に対し、適宜、退席を求めることができ、当委員会が答申の内容を決定するにあたって委員で協議を行うに際しては、当該陪席者を退席させるものとする旨を決議している。

第2. 本答申書作成の過程

当委員会は、2025年2月25日開催の当社取締役会決議により設置され、以下の委員3名によって構成される。

委員長	阿南 剛	（当社独立社外取締役・弁護士）
委員	佐々木 かをり	（当社独立社外取締役・株式会社イー・ウーマン代表取締役社長）
委員	三又 裕生	（外部有識者・パナソニックホールディングス株式会社顧問・株式会社パナソニック総研理事長）

なお、三又裕生は、本定時株主総会において上程予定の取締役選任議案に係る社外取締役候補者である。

当委員会は、本答申書の作成にあたり、2025年2月26日より2025年5月24日までの間に、(i)当社、(ii)本資本政策に関する当社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所、及び(iii)本資本政策に関する当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である岡三証券株式会社（以下「岡三証券」という。）と特別委員会会議を開催した。各会日外においても、都度特別委員会会議に向けた会議の実施や、電子メール等を通じた報告・情報共有、審議及び意思決定等を行い、また、必要に応じて柴田・鈴木・中田法律事務所及び岡三証券から助言を受ける等して、以下のとおり本諮問事項に係る職務を遂行した。

- ① 当委員会は、2025 年 2 月 26 日より 2025 年 5 月 24 日までの間に、合計 12 回、計約 23 時間にわたって特別委員会会議を開催し、各議題に関する情報提供を受け、かつ、質疑応答及び意見交換を行った。
- ② 当委員会は、2025 年 2 月 26 日、当社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認した。
- ③ 当委員会は、2025 年 2 月 26 日、当社が社内に構築した本資本政策の検討体制に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認した。
- ④ 当委員会は、2025 年 4 月 4 日、当社のファイナンシャル・アドバイザーである岡三証券について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認した。
- ⑤ 当委員会は、柴田・鈴木・中田法律事務所から聴取した意見を踏まえ、本資本政策において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行った。
- ⑥ 当委員会は、当社を通じて、日本航空に対し、本非公開化取引の概要、本非公開化取引の主要な条件（本非公開化取引のスキーム選択を含む。）、本非公開化取引を提案するに至った背景、本非公開化取引の意義・目的（本非公開化取引の実行により実現することが期待されるシナジーの内容を含む。）、当社株式の非公開化に係るメリット・デメリットに関する情報の提示を複数回にわたり要請し、日本航空からの当社に対する当該要請への回答内容及び本非公開化取引の検討・交渉状況について、説明を受けた。
- ⑦ 当委員会は、2025 年 5 月 8 日開催の第 9 回特別委員会会議にて、当社の作成した事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受け、質疑応答を行い、岡三証券による財務的見地からの助言を踏まえつつ、事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認し、承認をした。
- ⑧ 当委員会は、岡三証券から、岡三証券が実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認した。また、当委員会は、2025 年 5 月 22 日付で、岡三証券から当社を通じて当社株式に係る株式価値算定書の提出を受け、当該算定書の内容を確認した。
- ⑨ 上記の手続等を踏まえ、当委員会は、柴田・鈴木・中田法律事務所から本答申書のドラフトの内容について説明を受け、本答申書のドラフトについて審議した。

また、当社は、本株式併合議案の提案を受領した後、企業価値及び少数株主の利益に重大な影響を及ぼし得る事案であることに鑑み、2025 年 5 月 1 日付で、第三者による客観的・中立的な観点からの検証を目的として、外部有識者で構成されるガバナンス検証委員会を設置した。ガバナンス検証委員会は、以下の委員 3 名によって構成される。

委員長 山口 利昭

（弁護士・特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事）

委員 嶋野 修司 (弁護士・弁護士法人色川法律事務所)
委員 ワイズマン 廣田 綾子 (CFA・米ホライゾン・キネティックス社 アジア戦略担当ディレクター)

ガバナンス検証委員会は、2025年5月1日より同月20日までの間に、合計8回にわたって会議を開催し、当社及び当社関係者の保有する資料（電子データを含む。）の閲覧、当社取締役及び監査役に対するアンケートの実施、並びに当社関係者14名へのヒアリングを実施した。ガバナンス検証委員会は、本初期的意向表明及び本株式併合議案の提案に至る経緯や当社大株主との事実認識の齟齬、当社のガバナンス体制の妥当性等について精査を行い、同月21日に、当社取締役会に対し、ガバナンス検証委員会報告書（以下「本ガバナンス検証委員会報告書」という。）を提出し、当社取締役会に対し本ガバナンス検証委員会報告書の内容を説明した。

当委員会は、当該報告書の内容が本諮問事項に対する答申を行うにあたり重要な判断要素となるものと考え、当委員会における審議の参考資料の一つとして参照した。

第3. 留保事項

本答申書は、本資本政策に係る検討及び判断に関与する当社役職員が特別委員会会議において当委員会に対して行った説明、及び当委員会との質疑応答並びに同会議において配付された資料に基づき作成されたものであり、これらの提供された資料その他の情報は重要な点において真実かつ正確であることを前提としている。

また、本答申書は本諮問事項への答申を目的として作成されたものであることから、法令若しくは規則に基づき開示する場合、又は金融商品取引所若しくは裁判所の要請により開示が要求される場合（裁判上若しくは行政上の手続において証拠又は疎明資料として用いる場合を含む。）を除き、当委員会の事前の承諾を得ることなく外部への公表又は本資本政策に係るアドバイザーを除く第三者に開示することのないよう留意されたい。

第4. 答申

1. 当委員会は、当社が株式の上場維持と独立性を確保した経営を継続することは、公平・中立の立場から安定的にかつ継続してサービスを提供することが求められるという当社の事業の公共的性格に適合し、企業価値ひいては株主共同の利益の向上に資すると思料する。これとは逆に、当社を非公開化したうえで当社大株主から派遣される者のみで当社取締役会を構成することは、本邦主要空港において多数の航空会社に対し公平かつ中立の立場から安定的にインフラサービスを提供するという当社の使命の遂行を

妨げるおそれがあると思料する。

2. 当委員会は、本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案はその目的が不合理であるうえに、手続の公正さ及び条件の妥当性も著しく欠いており、当社の企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるものではないと思料するので、当社取締役会に対し、本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案に対して反対する旨の意見を表明することを決議することを勧告する。なお、本取締役選任議案についての意見は、当委員会ではなく、当社の指名報酬委員会において検討されるべきものであるため、ここでの言及はしない。
3. 当委員会は、本株式併合議案及び本定款一部変更議案により当社の少数株主が不利益を被ることをできる限り回避するため、当社取締役会に対し、2025 年 6 月開催予定の当社定時株主総会において少数株主がこれらの議案に対する意見を表明する機会を確保し、その結果を当社の経営に反映するための措置を講じることを勧告する。

第 5. 答申の理由

答申の理由の詳細は以下に項を改めて述べるが、ここでは、当社が空港・航空領域で果たすべき役割と当社の歴史を踏まえ、当委員会が本株主提案の問題と考えるところの要旨を述べておきたい。

- ・ 当社の主たる事業は、国内主要 10 空港において、140 を超える数の多くの航空会社に対し、航空機向けの動力供給や設備保守等のインフラサービスを提供することである。このような当社の事業にとって、安定かつ継続したサービスの提供は必須の要素であり、そのためには、長期にわたり多額の投資を継続して実施することが必要である。1965 年に当時の運輸省航空局の指導の下で当社が設立されたのも、2001 年に日本航空の主導の下で長期投資資金の調達のために当社株式が上場されたのも、長期かつ多額の投資を継続して実施する必要があるという当社の事業構造を特定少数の株主による出資で支え続けることが難しいためであった。このような事業構造は今も同じである。
- ・ また、当社を取り巻く環境は設立後 60 年で大きく変わった。当社は、国内主要 10 空港へと事業領域を広げ、取引関係を有する航空会社も飛躍的に増えた。この結果、当社にはより一層高いレベルで公平性・中立性が求められることになった。
- ・ 日本航空による当社の非公開化を目的とした本株主提案は、以上述べた当社の成り立ちや歩みと全く逆行するものである。後に詳しく述べるが、本株主提案で示された日本航空、日本空港ビルデング及びANAホールディングスの三社のいずれもが当社を支配しない体制の下に当社を位置付けるという計画は、経営に対する無責任を招来し、長期かつ多額の投資の継続を困難にするリスクを抱えている。また、当社に求められる公平性・中立性も損なうおそれがある。

- それでも、当社が他社による救済を今すぐにも必要とする経営危機にあるというのであれば、日本航空の株式併合による当社の非公開化の提案も理解できる。しかしながら、ガバナンス検証委員会報告書でも明らかにされたように、当社はそのような状況にはない。当社の非公開化を本年6月に開催予定の本定時株主総会において急いで決議し実行しなければならない理由は見当たらないのである。日本航空自身も、直ちに株式併合という強行的手段によって当社の非公開化を図らなければならない理由を明らかにしていない。
- しかも、日本航空が当社の少数株主に提案する買収対価は当社の本源的価値を反映していない非常に低廉なものである。
- そのため、当委員会は、当社の非公開化を目的とする日本航空による本株主提案が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとは認められないと判断したのである。

1. はじめに～当社企業価値の本質的源泉～

当社は、我が国の国内主要 10 空港において、航空機向けの動力供給や設備保守等のインフラサービスを提供する事業を展開しており、その業務の性質上、常に公平・中立な立場から、140 社以上の航空会社や国内主要 10 空港に対し安定的にサービスを提供することが求められており、そのためにガバナンスを高め、企業価値を高めている。

このような事業構造に鑑みれば、当社の企業価値は、単に財務的成果や短期的な成長指標のみによって測られるものではなく、むしろ、経営判断の健全性を確保し、長期にわたる「公平性・中立性」に対する社会的信頼、およびインフラサービスの「安定的・継続的」な提供体制そのものが企業価値の重要な要素になっているといえる。

(1) 公平・中立なサービス提供に対する信頼の持続と、政策目的・公共目的への貢献が当社の企業価値の基盤であること

- ① 当社は、羽田空港を含む国内主要 10 空港において、日本航空、ANAホールディングスの 2 社を含む 140 社以上の航空会社に対し、同一基準に基づく動力供給等のサービスを提供してきた。その運営にあたっては、これまでどおり、全てのステイクホルダーから「公平・中立な事業者である」と認識され、信頼され続けることが極めて重要である。
- ② 当社は空港における脱炭素化の推進にも長年積極的に取り組んでおり、実績がある。CO₂排出量を大幅に削減可能な固定式埋設型 GPU の導入促進等を通じて、国の政策的課題にも呼応した事業展開を行っていることに加えて、政府が掲げる「質の高いインフラ輸出」政策と整合する形で、当社の技術力を活かした海外展開も進めており、国際的にも一定の評価を受けている。

(2) サービス提供の引き続きの安定性確保のためには、人財・技術・設備に対する継続的な投資が不可欠であり、そのためには株式上場を含む資金調達手段の選択における柔軟性の確保が必要であること

① 空港インフラサービスの安定した提供をこれまで通り継続することは、航空機運航の安全性及び空港機能の信頼性の確保に直結するものであり、これを支える人的資本・技術・設備への継続的な投資は不可欠である。

② 人的資本に関しては、当社は、外国籍人材や多様な雇用形態による人材の登用と定着支援を通じて、安定した人材基盤を維持してきた。加えて、マルチスキル化や職種転換の推進により、変化に柔軟に対応できる配置体制を構築している。これらの取組みは、すべて現経営体制の下で自律的に遂行されてきたものであり、大株主企業のブランドに依存することなく、慢性的な人材不足が課題とされる空港業界においても、適切な人的リソースの確保と運用が可能であることを実証している。

③ また、当社の企業価値は、公共インフラ事業者としての公平性・中立性・安定性・継続性に基づき構築されており、これをこれまでどおり維持・成長させるには、外部からの資金調達の柔軟性、とりわけ株式の上場を維持して株式市場を通じた資金調達の選択肢を保持し続けることが極めて重要である。

2. 本株式併合議案に係る目的の合理性に関する事項～企業価値・株主共同の利益の確保・向上に資するか～

本株式併合議案に係る目的は、当社の株主を当社大株主のみに限定し、当社を非公開会社とすることにより、当社の企業価値を向上させるとともに、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に取り組むことを図る点にあるとされている。しかしながら、以下に述べる理由により、非公開化による懸念事項は多く、当社の上場維持と独立経営の継続こそが、空港・航空業界の安定、並びに、企業価値の持続的な向上及び株主共同の利益の確保に最も資する経営体制であると考えられる。一方、当社株式の非公開化は当社の企業価値の向上に資するものとはいえず、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に資する手段として非公開化を選択することにも合理性は認められないことから、本株式併合議案に係る目的には合理性があるとはいえない。

(1) 上場維持・独立経営の現在の体制が公平・中立なサービスの安定・継続に資すること

ア 現行経営体制は、ガバナンスが機能し、事業の成長が見込まれること

① 本日現在の取締役会は、独立社外取締役2名を含む合計9名で構成されており、

主要大株主から各 1 名ずつ、社内取締役 4 名、独立社外取締役 2 名という構成を採っている。これは、大株主が主要取引先でもあるという特定の者の利害に偏った事業運営がなされるおそれを内包する当社の現在の状況の下で、様々な利害のバランスと多様な視点を確保することで、建設的かつ公正な意思決定を可能とする体制である。これに対し、本株主提案で示されている非公開化後の取締役会構成は、日本航空から 3 名、日本空港ビルデングから 2 名、ANAホールディングスから 1 名の取締役を当社に派遣するというものである。このような取締役会の構成は、特定の事業者の利害に偏るおそれのあるものであるが、これと比べると、当社の現在の取締役会の構成が公平・中立なサービスの提供という当社の企業価値の源泉に適合していることは一層明らかであるといえる。

なお、当社が本株主提案により提案された社外取締役候補者 3 名に関して、当社の指名報酬委員会における所定の面談・評価プロセスの実施を申し入れたところ、日本航空株式会社より、以下のような回答が寄せられた。

「阿南剛氏と佐々木かをり氏は、会社提案の社外取締役候補者となる予定であることから、当社の株主提案に関して重大な利害関係を有しており、そのような委員が過半数を占める指名報酬委員会において、取締役候補者の面談及び評価等が客観的かつ公正に行われる保証はありません」（2025 年 5 月 20 日付 JAL●●●氏メール）

このように、日本航空は候補者 3 名の連絡先共有を拒み、自らの推薦する社外取締役候補の当社指名報酬委員会による面接を拒否している。そのため、当社としては面談・評価を実施できない状況が生じている。

② 当社は現行体制のもと、以下のとおりガバナンス強化策を実行してきた。

- ・ 取締役会の監督機能強化：独立社外取締役の増員（2021 年 3 月期及び 2024 年 3 月期株主総会における会社提案議案）
- ・ 指名プロセスの客観性・透明性確保：スキルマトリクスを導入・活用、指名報酬委員会の設置・運営
- ・ 利益相反リスクへの対応：特別委員会の設置、関連当事者取引規則の整備、動力対価引上げに向けた公正な交渉
- ・ 情報開示の充実：有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書等を通じた継続的な説明責任の履行
- ・ 上場維持による規律の担保：流通株式比率の向上施策の着実な遂行と基準達成

これらの取り組みは、単なる形式的な施策にとどまらず、企業価値向上に向けた実効的な統治体制として機能している。

③ 当社は、上記のガバナンス改革以降、2022 年 4 月 1 日からの中期経営計画（2022 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日）に沿って、財務指標において以下のとおり成果

をあげている。なお 2026 年 3 月期における売上高、営業利益は中期経営計画を上回る見込みである。

- ・ 売上高：110 億円（2023 年 3 月期）→160 億円（2026 年 3 月期見込）
- ・ 営業利益：5.2 億円（2023 年 3 月期）→16.1 億円（2026 年 3 月期見込）
※営業利益率 10%達成見込み（当初の中期経営計画目標を維持）
- ・ ROE：5.5%（2023 年 3 月期）→10%以上（2026 年 3 月期見込）
※ROE は 10%達成見込み（当初の中期経営計画目標を維持）

④ 当社は、以下のとおり ESG・非財務面でも顕著な進展を遂げている。

- ・ CO₂削減：固定式 GPU 等の活用により、2025 年 3 月期は 29.4 万トンの削減を果たしており、2026 年 3 月期には年間 33.5 万トンの削減を見込んでいる。
- ・ 人的資本戦略：外国籍人材や多様な雇用形態による人材を安定的に活用し、人的資本の多様性を高めています。外国籍社員は単体で 59 名、全体の 10.6%を占めており、女性採用比率についても 19%（新卒：6 名／27 名、中途：2 名／15 名）となり、中期経営計画における「女性採用比率 10%以上」という人材マネジメント目標を大きく上回る水準を達成している。
- ・ 省力化技術（遠隔技術支援等）の導入拡大も進んでいる。

⑤ さらに、当社は 2025 年度を、2026 年 4 月 1 日以降の次期中期経営計画（2026 年 4 月 1 日～2031 年 3 月 31 日）への橋渡しとなる年と位置づけている。重点施策としては、以下の事項が掲げられる。

- ・ 成長基盤の強化（技術革新、空港外事業の拡充、海外展開）
- ・ 業務構造改革（BPR）による業務効率化とシフト見直し
- ・ 人的資本投資とマルチスキル人材の育成
- ・ サステナビリティ推進（GPU の再エネ化、GPU 利用促進 100%、空港 EV 化対応）
- ・ 研究開発投資（新設された R&D 部門と CTO による技術戦略の強化）
- ・ IR 体制及びガバナンス体制の強化、「空港脱炭素化の中核企業」としてのブランド確立

また、2025 年度には、羽田空港の設備更新、物流倉庫事業への新規投資、EMS（エネルギーマネジメントシステム）・再生可能エネルギー・蓄電池・空港 EV インフラ等の分野に対して、総額 27 億円を超える戦略的投資を実行する計画である。これらの施策は、次期中期経営計画の実現に向けた布石であると同時に、当社の企業価値の持続的な向上に資する中長期的取り組みとして評価されるべきものである。

⑥ 株価及び株主数についても、いずれも上昇傾向にあり、市場からの信頼を獲得していることの客観的な裏付けとなっている。

イ 株式上場・少数株主による規律は取引条件・資源配分の適正性確保に資すること

① 当社大株主と取引先が重複するという利益相反の構造：

当社は、我が国の国内主要 10 空港において、当社大株主を含む 140 社以上の航空会社に対し、動力供給・設備保守等のインフラサービスを提供しているが、その取引構造上、以下のとおり当社大株主と取引先が重複するという利益相反の構造を内在的に抱えている。日本航空及びANAホールディングスは、当社の大株主であると同時に、サービス提供を受ける主要な顧客でもあり、可能な限り有利な条件（すなわち安価な対価）で当社のサービスを利用したいという経済的インセンティブを持っている。現実にも、両社との取引条件の改定は 30 年を超えて据え置かれており、原価や人件費の上昇を適切に転嫁できない状態が続いている。

② 羽田空港の商業的利害に特化した日本空港ビルデングが全国 10 空港にまたがる当社の事業への関与を強めることの懸念：

日本空港ビルデングに関しては、羽田空港の旅客ターミナルビルの運営を主たる事業とする会社であり、その主要な収益源は免税店・飲食・物販などのテナント賃料及び商業収益である。いわば、空港機能の中でも旅客サービスに付随する「建物の管理・商業運営」が中心であり、滑走路・誘導路・エプロン・動力供給などの空港インフラ本体（いわゆる「地べた」）の運営には関与していない。羽田空港は国が管理する空港であり、こうしたインフラの整備・運営は国土交通省東京航空局が直接所管している。これは、成田国際空港株式会社や関西エアポート株式会社のように空港全体（地べたも含む。）を一体で運営する空港会社とは大きく異なる構造である。一方、当社の事業領域はまさにこの「地べた」に該当し、動力供給、エネルギー設備、GPU、EMS 等のインフラ領域を担っており、空港全体の基盤機能に責任を持つ事業者である。日本空港ビルデングは羽田空港の商業的利害に特化した事業構造を有しているため、当社が事業を展開する国内主要 10 空港を俯瞰し、中立的な資源配分を判断する立場としての客観性・適格性に懸念がある。

③ 当社のガバナンス強化に向けた取組み

以上述べた利益相反構造等が存在する状況下において、現在、当社が適正な取引条件や空港間での公正な資源配分を維持できているのは、株式上場企業としての情報開示、ガバナンス体制の徹底、そして市場からの規律の存在によるものである。具体的には、以下の枠組みにより、当社はガバナンスの強化と少数株主保護を実効的に図ってきている。

- ・ コーポレートガバナンス・コードに基づく関連当事者取引管理（特別委員会・指名報酬委員会等の設置・運営）

- ・ 2023 年 12 月に施行された東京証券取引所の少数株主保護のための開示強化

④ 日本航空も当社の上場維持の意義を認めていた経緯

当社の株式上場を維持することの意義については、日本航空も、2021 年に当社と日本航空の間で締結された「東証スタンダード市場での上場維持基準適合に向けた対応における覚書」に加え、同年 3 月 24 日に代表者名義で公表された日本航空のコーポレート・ガバナンス報告書（以下「3 月 24 日付 JAL ガバナンス報告書」という。）において認めていた。

特に、3 月 24 日付 JAL ガバナンス報告書においては、日本航空は、当社において日本航空と一般株主の間に利益相反リスクがあることを認めたうえで、当社の取組みについて「独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会の設置等を通じて・・・株主の利益が不当に損なわれることのないよう努めております」と述べてその意義を認めていた。

⑤ 小括（上場維持の意義）

以上のとおり、少数株主による外部からの健全な規律が維持されている現行の上場体制は、利益相反の構造を前提とする当社の事業特性に照らし、企業価値及び株主共同の利益を守るうえで不可欠であるといえる。公平・中立なサービス提供体制を堅持し、その社会的信頼を維持・向上させるためにも、上場維持の意義は極めて大きい。

ウ 収益源の多様性を確保することは空港インフラサービスの安定・継続に資すること

- ① 当社は、空港インフラ事業者として長年にわたり培ってきた特殊設備の設計・保守・運用等に関する高度なノウハウや人材を活かし、空港外領域においても事業を展開してきた。具体的には、物流施設等に対するエンジニアリング業務や商品販売、さらには海外空港向けインフラ輸出など、多様な収益源を確保する取り組みを進めており、これらは企業価値の構造的強化に資するものである。

- ② また、当社が主たる事業領域とする空港インフラサービスは、その性質上、外的ショック（感染症拡大、国際情勢の変動、天災等）の影響を受けやすいというボラティリティの高さを有しており、収益構造の分散は経営の安定性確保に不可欠である。2001 年の米国同時多発テロ、2002 年のイラク戦争と SARS、2009 年の世界金融危機、2010 年の日本航空の経営破綻、2011 年の東日本大震災、そして 2020 年以降の新型コロナウイルス感染症の影響など、航空業界全体が経営的打撃を受けた局面は少なくない。

当社においても、新型コロナウイルス感染症の影響により、創業以来初めて赤字に転落したが、赤字は 1 期にとどまり、翌年度には黒字へと早期に回復している。これは、動力供給事業のみに依存しない事業ポートフォリオを構築していた

ことが、経営の下支えとなった結果である。

- ③ 当社の物流保守サービス事業が中核をなす空港外事業の現状と見通しは、以下のとおり概ね堅調であり、このような現況に照らすと、今後の成長も十分に見込まれる。
- ・ エンジニアリング事業（物流保守・設計・施工・システム開発等）
空港外の物流拠点や設備オーナーとのメンテナンス契約の獲得にとどまらず、設計・工事・システム開発にまで業務領域を拡張した。特定メーカーに依存しない中立的な立場や、上場企業としての信頼性が評価され、空港運営会社や物流業者からの直接契約を実現している。2026年3月期には9.6億円の売上が見込まれる。
 - ・ 商品販売事業（フードカート・医療・介護施設向け設備等）
高齢者福祉・医療機関向けへの供給が堅調に推移し、病院への大型更新案件なども控えている。2026年3月期は5.4億円の売上が見込まれる。
 - ・ GSE 関連製品（バッテリーGPU、ブレーキクーリングカート等）
バッテリーGPU や PBR（可動式屋根付き通路）、ブレーキクーリングカートなど、環境対応型機器の需要の増加に対応した。2026年3月期は、3.3億円の売上が見込まれる。
- ④ 当社は、日本独自の固定式埋設型 GPU や空港インフラに関する技術力を活かし、タイを中心とした東南アジア地域でインフラ輸出の取り組みを進めている。これは、日本国政府が掲げる「質の高いインフラ輸出」政策とも合致するものであり、産業政策との整合性を持った国際展開として評価できる。今後、ドンムアン国際空港、チェンマイ国際空港及びウタパオ国際空港との共同実証や案件化が見込まれており、空港インフラ分野における国際的な技術発信力の強化を通じて、事業収益の地域的分散と中長期的成長が期待される。
- ⑤ このように、空港外事業の多角化は、当社が「国内の空港事業にのみ依存しない安定したインフラ企業」として進化するための戦略的施策であり、収益の分散化・市場の拡張・中立性の強化という三つの観点から見ても、企業価値及び株主共同の利益の持続的向上に資する取り組みであると評価される。

エ 株式上場により資金調達手段の多様性を確保することは空港インフラサービスの安定・継続に資すること

- ① 当社の主力事業である空港インフラ分野は、設備投資と維持更新が長期的かつ高額になる構造を有しており、収益化までの投資回収期間も長期に及ぶ。こうした事業構造においては、適正な取引条件による収益の確保と並び、安定的かつ柔軟な資金調達手段の確保が経営基盤として不可欠である。
- ② 株式市場を通じた資金調達は、長期回収型インフラ事業と親和性が高く、当社の

投資活動にとって最適な原資調達手段の一つである。過去に日本航空が主導して当社株式が上場された理由も長期回収型の設備投資資金の調達のためであった。現在も、当社は、外部調達の多様性を確保する手段として、上場維持を重要な経営方針の一つと位置づけている。実際、当社は 2024 年末時点において、2026 年 3 月期以降の成長投資を見据えた公募増資の実施を具体的に検討しており、社内の準備手続及び関係機関との協議を進めていた（2025 年 1 月 17 日の日本航空による本初期的意向表明を受け、資本政策に不確実性が生じたことから、当該公募増資の実行は延期を余儀なくされる結果となった。）。当社は、現在においても、2026 年 3 月期に総額 27 億円超にわたる戦略的投資を計画しており、羽田空港再編対応、物流倉庫新設、再エネ・蓄電池・EV インフラ整備等、ESG 要請と成長戦略に整合した投資を着実に進めている。今後においても、成田空港におけるワンターミナル構想の検討や羽田空港再編の進展など、公共性の高い大規模インフラ案件に対応するためには、柔軟かつ大規模な資金調達を可能とする体制が必要不可欠である。

- ③ したがって、当社が株式上場を維持することにより確保できる資金調達手段の多様性は、空港インフラサービスの安定供給、中立性の確保、ならびに持続可能な企業成長を支える重要な基盤であるから、企業価値及び株主共同の利益の向上に資するのみならず、公共的インフラ企業としての責務を果たし続けるためにも、極めて重要である。

オ 独立経営は脱炭素・エネルギー最適化など、航空・空港業界全体の課題への取組みに資すること

- ① 現在、空港インフラ業界は、政府が掲げるカーボンニュートラル政策やエネルギー最適化施策に対応することが急務となっており、これらの課題に対して業界横断的に取り組むことが強く求められている。
- ② 当社は、GPU の利用促進や EMS（エネルギーマネジメントシステム）の開発・導入、AI・蓄電池による電力平準化技術の開発などを通じて、脱炭素と空港運用効率の両立を目指すインフラ企業として、空港のカーボンニュートラル化において中心的役割を果たすことが期待されている事業者である。
- ③ そのためには、航空会社・空港会社・官公庁など、多様なステイクホルダーとの連携が不可欠であり、特定の会社や系列の利害に左右されない中立的な立場の確保が必要である。そのためには、特定のステイクホルダーの利害に偏らない独立した経営体制が極めて重要となる。
- ④ 特に、GPU の 100%利用率達成、再生可能エネルギーへの転換、空港における EV 対応のためのインフラの整備等については、当社大株主といった特定の事業者のみならず、他の航空会社や全国の空港管理者との協調が求められる。こうした

全体最適の実現には、業界内で一定の信頼と公平性を備えたプレイヤーが必要であり、当社の独立した上場企業としてのポジションは、それに適したガバナンス形態といえる。

- ⑤ 仮に、当社が当社大株主の傘下に置かれた場合、他の航空会社・空港事業者から当社がこれまで保持してきた公平性・中立性に対する信頼が揺らぎ、これら他の事業者との連携が困難になったり、支障をきたしたりするおそれがある。独立性を喪失することは、むしろ社会的な信頼性や協業の円滑性を損ない、業界全体の脱炭素化・効率化への取り組みに支障を来す可能性がある。
- ⑥ 以上のとおり、当社の独立した経営体制は、単なる形式的ガバナンスの問題ではなく、業界全体の構造課題に対し、全体最適に資する立場として、信頼性と中立性を備えた構造的役割を果たすことができる。よって、企業価値の持続的向上に資するだけでなく、公共的インフラとしての社会的要請にも応えるものである。

- (2) **本株式併合議案に表れた事実及び内容の評価：非公開化が企業価値・株主共同の利益に資するとはいえないどころか、非公開化することで当社の公平・中立なサービスの安定・継続に対する悪影響も懸念され、ひいては、これまで蓄積してきた日本の空港・航空業界の健全な発展を妨げることまで懸念されること**

ア 当社と日本航空との関係等が企業価値向上を妨げているという事実はないこと
(JAL プレスリリース 3～4 頁)

- ① 当社が株主三社との個別対話を控える立場をとっていたことはないこと

当社が一般的に個別対話を控える立場をとっていたという事実はない。2024 年 2 月頃、適時開示事項である代表取締役の異動の決定に際し、日本航空から開示前・決議前に事前の情報提供を求められたが、これに応じなかった。かかる対応は、適時開示規則及びフェア・ディスクロージャー・ルール趣旨に則ったものであり、証券市場の公正性を確保するうえで当然かつ適切な対応である。

また、かかる当社の対応は、3 月 24 日付 JAL ガバナンス報告書に記載された「上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」についての「上場関連会社の意思決定プロセスへの当社の関与（事前承認、事前協議、事前報告等）はなく、関与を可能とする株主間協定等ありません。」という日本航空が最近まで開示していたガバナンスの方針にも合致するものである。

- ② 経営方針や事業戦略等に関する一般的な対話が困難な状況にはないこと (JAL プレスリリース 3 頁)

当社と日本航空との間では、過去において多数の対へ話の機会が確保されており、「対話が困難であった」とする同社の主張は事実と反する。

具体的には、当社は、日本航空の関係者と、訪問、書簡、電子メール等を通じ

て意見交換を多数重ねており、当社の社外取締役が日本航空のオフィスを訪問することも複数回行われており、相互の意思疎通の機会は適切に確保されていた。また、他の株主であるANAホールディングス等から経営方針や中期経営計画に関する照会を受けた際には、当社として丁寧かつ誠実に対応してきた。日本航空からはここ数年、経営戦略や事業計画の中身に関する問い合わせは一切なかった。

当社とのやり取りにおいて日本航空が強い関心を示していたのは、主として当社の取締役会構成や社長ポストといった人事に関する事項であり、当社としてもこれらの人事案件について複数回にわたって対話に応じてきた。しかしながら、当社は、指名報酬委員会及び取締役会における慎重な審議の結果、必ずしも日本航空又はその担当者の意向に沿う結論を採らなかった。日本航空がいう「対話」の内容は明らかではないが、ここで挙げた過去のやり取りの経過のことを指して「対話」が困難であるというのであれば、それは当社と日本航空の間にガバナンスに対する理解の相違があったということにすぎず、「対話」が困難であったというのは誤った評価であると言わざるを得ない。そして、この理解の相違は、ガバナンス検証委員会報告書が指摘する「証券市場の常識」と「羽田村の常識」の相違の1つの表れであるといえる（ガバナンス検証委員会報告書52頁参照）。

なお、当社は、役員選任に関しては、指名報酬委員会を設置し、スキルマトリクス等に基づく公正な選任プロセスを採用している。日本航空自身も、3月24日付JALガバナンス報告書において、当社の「意思決定プロセスへの関与・・・はなく、関与を可能とする株主間協定等ありません」と述べていたところであり、このような当時の日本航空の方針と当社のガバナンスの在り方の間に何らの齟齬もなかった。

③ 「過度に」利益相反を「強調」して対話を困難にさせたことはない（JALプレスリリース3頁）

当社において、当社大株主との間の利益相反に配慮すべき事項として、(A)上場維持基準の充足のために株式流動性比率の向上を図るための資本政策及び(B)当社と日本航空・ANAホールディングスとの取引関係が存在する。これらの重要論点については、少数株主との利益相反を回避する観点から適切な対応を講じてきたが、それ以外の事項について、利益相反を理由に対話を拒否または困難にした事実は一切ない。

(A)については、当社は、利益相反の観点から、当該審議において派遣役員を取締役会の議論から外す等の対応を行ったが、当社大株主との協議自体は継続して行っていたので、当社が当社大株主との対話を控えていたという事実はない。

(B) についても、当社は、2024 年 8 月に特別委員会を設置の上、取引条件の妥当性を検証する体制を整備しつつ、日本航空・ANAホールディングスとの間では引き続き協議・交渉を行ってきた。むしろ、当社が合理的な対価の引上げを求めたにもかかわらず、原価の全面開示を要求する、あるいは他の航空会社が受け入れている条件に対しても応じようとしなない等、両社による交渉上の硬直的な対応が、当社の企業価値に対して悪影響を及ぼしているのが実態である。

これらの対応は、上場会社として当然のガバナンス対応であり、コーポレートガバナンス・コードにも適合するものである。日本航空が上記の経緯を指して「利益相反を過度に強調して対話を困難にした」と評しているのであれば、コーポレートガバナンス・コード等により上場企業に求められるガバナンスについての基本的な理解を欠いていると言わざるを得ない。これもまたガバナンス検証委員会報告書が指摘する「証券市場の常識」と「羽田村の常識」の相違の1つの表れであるといえる（ガバナンス検証委員会報告書 52 頁参照）。

④ 空港内事業への経営資源の投下が不十分ということはない（JAL プレスリリース 4 頁）

JAL プレスリリースでは、当社が空港内事業に対して十分な経営資源を投下していないとの指摘がなされているが、この主張は事実と反し、また、背景事情を十分に踏まえていない。

まず、過去においては、日本航空から派遣された社長のもと、損益計算書に表示される短期の損益を重視する方針により、成長投資や設備更新に慎重な姿勢が取られ、投資判断が抑制された時期が存在した。これは、2020 年以降の新型コロナウイルス感染症による業界全体の打撃とも重なり、当社としても一定の投資抑制を余儀なくされた経緯がある。

しかしながら、現在の新しい経営体制の下では、当該期間における投資不足を挽回すべく、資本政策の見直しと並行して、積極的な設備更新及び成長投資を実行している。たとえば、羽田空港の再編にあわせた投資は総額 40 億円規模に達しており、空港全体工事との調整を含め、2025 年 3 月期も着実に実施された。さらに、2026 年 3 月期には、物流拠点・再エネ・EMS・EV インフラなどを含む 27 億円超の戦略的投資を計画しており、空港内外を問わず持続的成長のための資源配分を行っていることは明白である。

また、日本航空及びANAホールディングスとの間で 30 年にわたり動力供給料金が据え置かれたままとなっていることも、当社が経営資源を柔軟に投下できない要因の一つである。近年の物価・エネルギーコストの上昇にもかかわらず、上記二社に適正な価格改定が受け入れられていない現状は、当社の企業価値の維持・向上に対する制約となっている。

なお、航空会社の運航事情により APU の使用頻度が増加し、GPU 設備の稼働率

が低下するなど、設備投資の成果がフルに活かされない構造的課題も生じているが、これは、各航空会社の GPU 利用に係る方針又は個別対応の結果によるものであり、当社の経営資源の投下が十分かどうかの問題とは無関係である。

一方、空港内事業と並行して、当社は空港外の物流領域においてもエンジニアリング・保守技術を展開し、人的資源の再配置と収益の安定化を図っている。これにより、航空業界が大幅赤字となった 2021 年 3 月期から 2022 年 3 月期においても、当社は黒字転換を果たし、財務基盤と雇用を維持することができた。これは、投資余力と経営の柔軟性を確保するうえでの重要な戦略であった。

したがって、当社が空港内事業に対して「経営資源の投下が不十分である」とする JAL プレスリリースの記載は、過去の背景を無視した一面的な理解に基づくものであるとともに、現行体制のもとでの投資実績と計画を見れば、全くの事実誤認である。

⑤ 社員数が減少の一途をたどっているという事実はないこと（JAL プレスリリース 4 頁）

JAL プレスリリースでは、当社の社員数が「減少の一途をたどっている」との指摘がなされているが、これは客観的事実に反しており、当社の人的資本戦略の実態を正確に反映したものとはいえない。

当社においては、全従業員数ベースではおおむね安定的な水準を維持している。人材確保が困難な空港業界全体の市況を踏まえれば、むしろ安定的な人員構成を維持しているというべき状況にあり、このことは、当社の継続的な雇用維持努力と柔軟な人材活用戦略の成果として評価すべきである。さらに、当社は単に人員数の維持のみを目指すのではなく、省人化・省力化技術の導入、マルチスキル人材の育成、業務プロセス改革（BPR）の推進等を通じて、人的資本の「質的向上」にも注力しており、これらの取組みは、単純な人員増減を超えた企業価値向上に資する戦略的施策として機能している。

したがって、JAL プレスリリースの記載は、事実に反するのみならず、当社の人的資本戦略に対する評価としても不当である。当社の現行体制下での人的資本戦略は適切かつ合理的に運用されているといえる。

イ 本株式併合議案が企業価値を向上させるとの主張に根拠はないこと（JAL プレスリリース 6 頁以下）

① 当社の非公開化により脱炭素に向けた施策などが促進されるとする根拠はない（JAL プレスリリース 6 頁）

JAL プレスリリースでは、当社の非公開化により「脱炭素に向けた施策の実現が促進される」とする趣旨の記載がなされているが、当社はすでに業界内でも高水準の脱炭素推進の実績をあげており、日本航空の主張に合理的根拠を見出す

ことはできない。

まず、当社は日本航空に対し、本初期的意向表明及び本意向表明書の意図・説明やその具体的な効果に関して、複数回にわたり照会を行ってきた。しかしながら、非公開化と脱炭素推進との間に、いかなる因果関係があるのかと考えているのかについて、日本航空から具体的かつ論理的な説明は一切示されていない。

他方で、脱炭素に関しては、当社自身がすでに独自の戦略と実行体制を構築しており、以下の取り組みを通じて、空港インフラ領域における CO₂削減の中核的なプレイヤーとしての役割を果たしてきている。

- ・ 固定式埋設型 GPU の普及促進（APU 比 1/10 の CO₂排出量）
- ・ EMS（エネルギーマネジメントシステム）導入によるエネルギー最適化
- ・ EV 化・蓄電池システム導入への対応強化

これらにより、当社は、2026 年 3 月期には年間 33.5 万トン相当の CO₂削減効果を見込んでおり、これは業界内でも高水準の実績である。

他方、日本航空及び日本空港ビルデングの脱炭素関連施策については、個社ベースでの定量的な進捗が確認されておらず、実効性のある自主目標の達成状況も明らかではない。むしろ、日本航空及び日本空港ビルデングは、当社を傘下に置くことによって自らの取り組みの不十分さを補おうとしている可能性がある。

さらに、JAL プレスリリースに記載された「AGP との協業によるカーボンニュートラル達成」という主張についても、実態との乖離がある。当社としては、すでに GPU の利用率向上を進めており、再エネ化の技術導入も進展している中で、日本航空の課題は、むしろ GPU の使用率を 100%に近づけることであり、当社が上場していることが支障になっているとの主張は論理的に破綻している。

実際、これまで当社が業界横断的な脱炭素連携の枠組みを提案した際にも、日本航空からの協力的な対応は得られておらず、脱炭素のための非公開化という主張が真の意図に基づくものかすら疑わしい。

以上より、非公開化によって脱炭素が進展するという JAL プレスリリースの根拠は乏しく、むしろ現在の独立した上場企業体制のもとでこそ、社会的要請に応える持続的かつ中立的な脱炭素戦略が遂行可能であると考ええる。

② 非公開化が当社サービスの安全性向上に資する根拠はないこと（JAL プレスリリース 6 頁）

JAL プレスリリースでは、非公開化を通じて「安全文化の醸成」や「品質の向上」が実現すると主張されているが、当該主張には合理的根拠が示されておらず、実態との整合性にも欠ける。

まず、当社は既に、空港インフラ事業者として、電気・空調・機械装置等に関する高度な安全基準・品質管理体制に基づき、堅実かつ確実な運用を継続している。現行の独立経営体制のもと、社内におけるリスクマネジメント、点検体制、

社員教育プログラムは体系的に整備されており、業務の安全性はすでに一定水準を超えて確保されている。

一方、当社大株主が主張するような「非公開化による安全品質の向上」については、その因果関係やメカニズムに関する具体的な説明は一切なされていない。また、安全教育や作業手順の共有など、仮に必要な連携があるとしても、それらは現行体制下でも十分に実施可能であり、株式の非公開化を前提とする理由は存在しない。

加えて、業務内容の相違にも着目する必要がある。当社は空港インフラ（固定設備）の保守・運用を担うインフラ企業であり、航空会社各社の従業員が従事するランプ内オペレーションやハンドリング業務とは、そもそも業務領域もリスク特性も異なる。したがって、「航空会社と一体化すれば安全文化が浸透する」という主張は、業務構造の違いを無視した短絡的なものである。

さらに実態として、JAL プレスリリースにおいて日本航空が安全性の担保を主張する一方で、日本航空およびその関連会社において複数の重大な安全・規律違反（パイロットによる飲酒・不適切行動の複数回発生（是正命令後も再発）、2025 年 2 月における地上車両との接触事故等）が繰り返されているという事実は看過できない。2025 年 3 月期に羽田空港内ランプエリアで発生した事故 167 件のうち、約 3 分の 1 に相当する 56 件が日本航空の関連会社によるものであり、うち 3 件は人身災害である。

このような状況に照らせば、むしろ日本航空が主張する安全文化の担保力に対して疑義が生じるのが自然であり、当社の独立した安全管理体制が損なわれるリスクがあるとさえいえる。

結論として、非公開化によって安全性が向上するとの主張は、実態に反するばかりか、かえって当社における既存の安定的な管理体制を損なうおそれさえ否定できない。

③ 本株式併合により少数株主が排除されると取引条件や経営資源配分の適正さが損なわれることが懸念されること（JAL プレスリリース 7 頁）

本株式併合により、当社の発行済株式が当社大株主のみに集中した場合、現在のような株式市場や少数株主からの健全な規律が失われることとなり、取引条件や経営資源の配分の公正性に対する重大な懸念が生じる。

現在、当社が日本航空・ANAホールディングス等の主要取引先との価格交渉において、合理的な対価の確保を主張できている背景には、上場企業としての情報開示義務、市場からの評価、少数株主の存在といった外部的規律が働いていることがある。

これが非公開化によって失われた場合、たとえば以下の懸念が現実のものとなるおそれがある。特に当社大株主から派遣される者のみで当社取締役会が構

成された場合には、この懸念が現実化するおそれは一層高くなるといえる。

- ・ 当社大株主である航空会社との間の動力供給対価が恣意的に抑え込まれる。
- ・ 空港間での設備投資や人員配置が、当社大株主の利害に基づく偏ったものになる。
- ・ 他の航空会社や空港に対して、中立性を欠く条件設定が行われる。

また、JAL プレスリリース 10 頁で想定されている当社大株主による役員派遣体制（日本航空：3 名、日本空港ビルデング：2 名、ANAホールディングス：1 名）では、特定の企業が支配する構造とはされていないものの、「誰も責任を持たず、しかし主要な利害を持つ企業だけが意思決定を行う」体制となっており、公平・中立な運営が担保される保証はない。このような体制のもとでは、他の航空会社・空港事業者との関係において、取引条件や設備配置・優先順位が不透明になるおそれがあり、当社の企業価値の維持・向上を支えるステイクホルダーからの信頼の毀損につながる可能性がある。

さらに、もし主要株主が自己の経済的利益を優先して当社の意思決定に影響を与えた場合、他の航空会社や空港に対して差別的な取扱いが生じる余地があり、これは独占禁止法上の観点からも問題を生じさせる可能性がある。実際、特定の株主の利害から他の航空会社や空港に対し不利益な条件が設定されれば、「優越的地位の濫用」及び「不公正な取引方法」としての疑義が生じることも十分に想定される。

したがって、現在の上場維持体制においては、少数株主の存在を含む外部規律が、企業の透明性・中立性・公平性を担保する機能を果たしているものであり、これを失うことは企業価値と社会的信頼の基盤を毀損しかねないものである。

④ 非公開化により戦略投資や設備投資の実行が進まないことが懸念されること（JAL プレスリリース 7 頁）

JAL プレスリリースが想定する非公開化体制のもとでは、当社のような空港インフラ事業者にとって不可欠である中長期的な戦略投資及び設備投資の実行に、重大な支障が生じる可能性がある。

- ・ **構造的問題：当社大株主の利益にならない投資決定に対するインセンティブ不在**

日本航空及びANAホールディングスは、当社の主要な取引先であると同時に、サービス受給者でもある立場にある。両社にとっては、当社の投資によって提供されるサービスの質が向上し、140 社に安定供給されることよりも、日本航空及びANAホールディングスのコストを最小化することの方が直接的な関心事となる構造にある。これは 30 年以上にわたり料金改定の交渉に応じてこなかったことから想像できる。

また、本株主提案では、当社大株主のいずれも当社を子会社にしない旨が

表明されているが、そうすると、各社の財務諸表に反映されるのは当社の売上その他の収入から事業経費等を控除した残額の利益だけとなる。このような本株主提案が実現した場合に想定される会計処理も、日本航空及びANAホールディングスにとって当社のコストセンター化が直接的な関心事となりやすいことの要因といえる。

2001年に当社が株式を上場した背景には、日本航空及びANAホールディングス（当時は全日本空輸株式会社）という主要株主が大規模な資本投下を行うことが困難となり、インフラ投資に必要な資金を市場から調達する必要があったという経緯がある。この点を踏まえれば、非公開化によって外部調達手段が閉ざされることは、設備更新や新規プロジェクトの遂行にとって大きな制約となりうる。

また、日本空港ビルデングは羽田空港に特化した事業者であり、仮に経営に影響力を持つ立場となった場合には、全国空港間の資源配分に偏りが生じるおそれがある。当社は国内主要10空港で事業を展開しているが、日本空港ビルデングは羽田空港以外の空港における利害関係を持たず、中立的な立場から資源配分に係る判断を下す動機づけを持たない。

・ **無責任な経営体制：リーダーシップ・財務責任の不在**

本株主提案が想定する「3：2：1」の取締役構成、つまり日本航空から3名、日本空港ビルデングから2名、ANAホールディングスから1名では、いずれの株主も議決権の過半数を有さず、経営の実行責任や財務的なリスク負担が明確にならない。このような体制のもとでは、誰が成長投資の必要性を説き、実行を主導し、成果に責任を負うのかが不明確である。

特に、日本航空またはANAホールディングスが万一経営的に困難な状況に陥った場合には、自社の利益を優先して当社の投資を抑制する可能性も否定できず、インフラ企業としての機動的な投資判断が阻害されるおそれがある。

投資回収期間が長期にわたることを前提とする当社の事業構造において、「誰も意思決定に責任を取らず、かつ資金拠出も保証されない」体制は、ガバナンス上の欠陥であるといわざるを得ない。

⑤ **JAL プレスリリースに記載された「コアビジネスへの投資」は現状において可能であり、非公開化により実現する効果ではないこと（JAL プレスリリース7頁）**

JAL プレスリリースでは、当社が非公開化されることによって初めて「コアビジネスへの戦略的投資」が可能となるかのような記載がなされているが、これは事実に反し、実態を踏まえない主張である。

過去には、日本航空から派遣された当社代表取締役の下、主に短期業績を重視する経営方針が採られた結果、設備更新等の中長期的な投資が抑制された時期

があった。加えて、2020 年以降の新型コロナウイルス感染症拡大も重なり、当社としては一定期間、設備投資の遅れを余儀なくされた経緯がある。しかしながら、現経営体制の下では、2024 年度以降、当該遅れを着実に挽回すべく、戦略的な投資計画が策定・実行されており、2026 年 3 月期から 2028 年 3 月期にかけてその巻き返しを図ることとしている。具体的には、2026 年 3 月期には以下をはじめとする、総額 28 億 98 百万円に及ぶ戦略的投資が計画されている。

- ・ 羽田空港再編に伴う施設投資及び老朽化設備の更新：15 億 18 百万円
- ・ 物流倉庫事業への投資（新規成長領域）：5 億円
- ・ エネルギーマネジメント（EMS）、再生可能エネルギー化、蓄電池・EV 対応等のインフラ整備：7 億円

これらの計画はすでに取締役会で承認済みであり、必要な資金調達についても、当社のキャッシュ・フロー及び柔軟な外部調達（例：10 億円規模の資金調達計画及び特殊当座貸越枠の設定・実行）によって適切に担保されている。

当社は、現行体制のもとでも、投資資金・運転資金の両面において、必要な資金を機動的かつ自律的に調達・活用しており、企業価値の向上に資する成長投資を着実に実行してきている。したがって、これらの投資が「非公開化により初めて可能となる」との主張は、事実認識を欠くものであり、合理的根拠を欠いているといわざるを得ない。

⑥ 福利厚生制度の継続利用による社員還元は非公開化の効果ではないこと（JAL プレスリリース 7 頁）

JAL プレスリリースにおいては、福利厚生制度の継続利用（健康保険組合への継続的な加入資格の保持を指すものと考えられる。）を非公開化のメリットとして挙げられているところ、この主張は実態を踏まえたものとはいえない。

まず、当社従業員の健康保険の加入に関しては、加入資格の有無や継続可否は個々の従業員の意思及び制度上の資格要件によって定まるものであり、株式の上場又は非上場の別とは直接的な関連性を有しない。仮に当社の非公開化が実現したとしても、そのみをもって従業員が特定の健康保険組合に加入し続けられる法的・制度的根拠はない。

また、当該健康保険組合に関しては、日本航空から、当社が日本航空グループに属さない独立企業である以上、組合から脱退すべきとの意向がかねてより示されていたという経緯がある。本株主提案によれば、日本航空が当社の経営を支配しないということは本株主提案による当社の非公開化が実現した場合であっても変わりはなく、仮に当社の非公開化がなされたとしても、制度上の資格基準が自動的に緩和されるわけでもない。

したがって、日本航空が福利厚生制度の継続可否が非公開化により確保されるかのように主張していることは、関連する制度の内容に即しないものである。

か、そうではなくても少なくとも関係者の誤解を招く表現であると言わざるを得ない。

結局のところ、当社の従業員が日本航空の福利厚生制度の利用を継続できるかどうかは、当社の非公開化が実現するかどうかではなく、日本航空の意向によるということであろうか。そうであれば、日本航空が主張する福利厚生制度の継続利用による社員還元なるものは、非公開化が当社の企業価値の維持・向上をもたらすことの根拠とはならないだけでなく、福利厚生制度の利用者である当社の従業員に対する誠実さを欠いている。

ウ 非公開化後に想定されている経営体制では経営の遂行及び成果に対する責任の所在が不明であるため当社の企業価値の持続的な向上を妨げるリスクがあること (JAL プレスリリース 10 頁)

- ① 本株主提案では、当社大株主が「3 : 2 : 1」の割合で役員を派遣し、いずれの企業も過半数を有しない体制が想定されている。しかし、当社大株主はそれぞれ空港インフラに対する関心領域が異なっており、利害が一致していない。このような構造下では、経営方針の統一や意思決定の整合性が保てず、責任の所在も曖昧となる。
- ② また、当社大株主いずれも当社を連結子会社化せず、当社の損益がいずれの当社大株主の財務諸表にも反映されないという点も見逃せない。この構造は、将来的な設備投資や新規事業の遂行に対して、財務的・経営的な責任主体が不在となるおそれがあることを意味しており、実行力のある戦略遂行体制とはいえない。
- ③ 特に、空港インフラ事業のような中長期的な設備投資を要する分野においては、「誰が費用を出し、誰が回収リスクを負い、誰が成果に責任を持つのか」という経営の基本構造が極めて重要であるが、JAL プレスリリースにおいてはこの記載が欠落している。

さらに、これまでの対話や提案文書では、当社大株主がどのような形で経営戦略の整合を図るのか、あるいはコンフリクトが生じた場合の調整手段について一切説明がない。それにもかかわらず、「ガバナンスが向上する」及び「経営の安定が図れる」とする JAL プレスリリースの主張は、論理的裏付けに欠ける。

- ④ よって、本株式併合後の体制は、戦略決定におけるリーダーシップの不在、責任分担の曖昧さ、利害調整の欠如といった構造的リスクを孕んでおり、企業価値の持続的な向上や長期的な資本政策の一貫性を担保する体制とはいえない。

エ 非公開化に伴い日本航空ビルディングが当社の経営への関与を強めることが当社のブランド・信用を毀損する懸念があること

- ① JAL プレスリリースでは、日本空港ビルディングを含む当社大株主が本株式併合後の経営に関与する体制が想定されているが、日本空港ビルディングのガバナンス

状況及び本件に関する対応姿勢を踏まえると、当社のブランド及び中立性に対する信頼性への影響は極めて重大である。

- ② すなわち、日本空港ビルデングでは、長年にわたり経営トップの関与の下で関係先への利益供与が行われていたことが発覚した。この件に関しては、国土交通省からも、ガバナンスの機能不全、空港利用者の信頼を損なったという趣旨の指摘を受けている。日本空港ビルデングは現在もなお再発防止と信頼回復は緒に就いたばかりである。

- ③ 当社は2025年5月、日本空港ビルデングに対し正式な通達文を発出し、同社の経営参画の目的・合理性・将来の方針等について説明を求めた。しかし、現時点までに明確かつ納得し得る回答はなされていない。

特に、当社と日本空港ビルデングの間には、羽田空港内の一部電力供給に関する小規模な取引を除き、実質的な業務上の連携やシナジー関係は存在していない。加えて、日本空港ビルデングの事業領域は羽田空港のターミナルビルの商業運営に限定されており、滑走路・誘導路・電力供給といった「地べた」インフラには一切関与していない。羽田空港ではこれらは国土交通省（東京航空局）が直接管理しており、当社の事業とは全く異なる構造である。

そうであれば、これまで羽田空港ターミナルビルの商業運営に事業領域を限定していた日本空港ビルデングが当社の経営への関与を強めることは、空港・航空業界に関係する様々なステイクホルダーには、日本空港ビルデングによる新たな空港利権の拡大と受け止められるであろう。

- ④ コンプライアンス上の問題に関する再発防止が緒に就いたばかりの日本空港ビルデングが、明確な目的の説明もないまま当社経営への関与をさらに強めることには、当社の「公共性・中立性」に基づくブランド及び信用を毀損する重大なリスクがある。
- ⑤ 以上から、日本空港ビルデングを含む本株主提案が想定する経営関与体制は、企業価値向上に資するどころか、長年培ってきた社会的信頼や中立的ポジションを根底から揺るがす懸念を生じさせるものであり、到底容認できるものではない。

(3) 小括

以上のとおり、日本の空港・航空業界全体にとって、当社の非公開化によるデメリットは大きく、当社の上場維持と独立経営には、当社という一企業の企業価値ひいては株主共同の利益に資するというにとどまらず、多くの人々が関わる空港・航空を支えるインフラの安定に資するという社会的意義がある。

一方、本株主提案による当社株式の非公開化には、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るのみならず、上述のインフラの安定という社会・

公共に関わる問題について悪影響を生じるおそれがある。

したがって、当社株式の非公開化を目的とした本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案の目的には合理性は認められない。

なお、本株主提案の提案者である日本航空は、当社の筆頭株主である。また、本株主提案に賛同しているとされる日本空港ビルデング及びANAホールディングスも、当社の第2位及び第3位の株主である。当社大株主合計で当社発行済株式総数の7割超を保有している。ここで挙げた三社が、当社の大株主として、企業価値の最大化に対し最も深い利害関係を有する立場にあることに疑いはない。

にもかかわらず、JAL プレスリリースには、前記のとおり、客観的事実に反する記載や、企業価値に与える重大な懸念についての考慮が欠けており、真に企業価値を向上させようとする提案であるとは到底評価できない内容が多数含まれている。

当委員会としては、当社大株主が本株主提案の提案に関して一貫して権利行使を強調し、合理的根拠や影響分析に基づく十分な説明を行っていない現状に鑑みると、その真意を的確に把握することは困難である。

ここで当社と当社大株主のやり取りを振り返ると、以下の事実が浮かび上がってくる。

- ・ 当社設立以降のほとんどの期間において、日本航空の出身者が当社の社長の地位にあった。
- ・ 長年にわたり、日本航空及びANAホールディングスと当社との間の取引条件の改定がなされず、当社は、原価や人件費の上昇分を適切に転嫁できない状態が続いていた。特に、移動式設備を使用した動力供給事業は恒常的に赤字の状態にあったが、その大半を利用する顧客が日本航空であり、同社出身者が当社の社長を務めていたこともあり、価格の適正化が進んでいなかった。(ガバナンス検証委員会報告書 28～30 頁参照)
- ・ 近時の当社と日本航空の間におけるやり取りでは、当社の上場維持に関わる資本政策の件を除き、日本航空が当社の経営方針や事業戦略そのものをテーマとして取り上げて対話を求めてきたという事実は確認されず、近時のやり取りで日本航空が強い関心を示していたのは、取締役会の構成や社長の人選など当社の役員人事に関するものであった。
- ・ 当社が 2024 年 8 月に当社大株主との利益相反の問題に対処するための特別委員会を設置したことは、コーポレートガバナンス・コードに準拠した当然の行動であるし、これについて当社の取締役会決議の前に日本航空との間で協議等をしなかったことは、3 月 24 日付 JAL ガバナンス報告書に記載された日本航空の方針にも沿うものであった。にもかかわらず、日本航空は、当社が同委員会の設置について事前に協議等をしなかったことについて否定的な反応を

示していた。

- ・ 本株主提案で示された経営体制の下では、各社の財務諸表に反映されるのは、売上から事業経費等を控除した後に算出される利益だけであり、当社の企業価値向上の基盤となる売上や資産などの項目はどの株主の財務諸表にも反映されないことになり、どの株主も責任を持たないことになる。
- ・ 本株主提案では、空港内事業への投資が不十分であることを強調して暗に当社の収益源の多様性の確保に資する取り組みを否定している。
- ・ 前記のとおり、本株主提案では、当社の企業価値の向上について合理的な説明が見られない。

これらの事実を総合すると、日本航空による本株主提案の目的は、当社の企業価値の向上ではなく、当社をコストセンターにした上で日本航空のコストの削減を図る（ANAホールディングスも同じ状況にある）ことであるという以外には、合理的な説明が困難である。

ここで述べたことが事実と異なるということであれば、日本航空を含む当社大株主からしかるべき説明があるはずであるが、それがなされないのであれば、日本航空による本株主提案の目的は、当社の企業価値の向上ではなく、日本航空の企業価値の向上であるというほかない。かかる目的は当社の企業価値ひいては株主共同の利益の確保に資するとはいえないから、当委員会はこれを支持することはできない。

3. 本株式併合議案に係る手続の公正性に関する事項～手続の公正性の欠如～

以下の理由で、本株式併合議案に係る手続の公正性が認められない。

(1) 日本航空からの真摯な買収提案がないまま、突如として株式併合に係る緊急の株主提案がなされたこと

① 上場維持に関する覚書を前提とした当社の経営体制の構築と資本政策の実行

当社は、2021年11月14日において、当社と日本航空との間で、「東証スタンダード市場での上場維持基準適合に向けた対応における覚書」（以下「上場維持に関する覚書」という。）を締結した。同覚書には法的拘束力はないものの、当社と日本航空間の書面による合意としての実質的な意味を有するものであった。本ガバナンス検証委員会報告書においても、少なくとも2023年8月10日の当社大株主と当社間の協議に至るまでの期間については、日本航空が上場維持に関する覚書に基づく方針を転換しておらず、当社の上場維持について協力的な姿勢を示してきたことが認められる旨が記載されている（同報告書27頁）。

当社は、上場維持に関する覚書の有効性及び日本航空の意向を信頼し、上場

維持を前提とした経営体制の整備を進めてきた。実際、当社は、2025年3月7日、従業員に成果に応じた報酬を付与するインセンティブ制度として従業員の主体的な行動を促すことに加え、東京証券取引所の流通株式比率25%以上という上場維持基準の充足も目的として、株式給付信託（J-ESOP）制度の改定を行い、第三者割当てによる新株発行を行う旨の公表を行い、同月24日これを実施した。このように、当社は上場維持を前提とした資本政策を具体的に実行していた。

それにもかかわらず、日本航空は、上場維持に関する覚書について、明示的な終了手続を経ることなく、その効力が継続している状態の下で、2025年1月17日付で、執行役員名義により、本株式併合議案の前提となった本初期的意向表明を行ったのである。

② 日本航空による意向表明とコーポレート・ガバナンス報告書との整合性の欠如とその後の説明を欠いた同報告書の差し替え

日本航空は、2025年3月24日付に代表者名義で公表されたコーポレート・ガバナンス報告書（3月24日付 JAL ガバナンス報告書）において、当社が株式を上場していることの意義について、「主要事業の航空機用地上動力設備や空港施設整備等の主要ユーザーである当社との対話を促進することでより効率的・効果的な設備投資や運営を実現するとともに、上場により、資金需要に対応した経営資金の自己調達能力の強化を実現することで、企業価値を高めることを目指しています。」と述べていた。

にもかかわらず、2025年1月17日以降、日本航空は、執行役員名義であったとはいえ、当社に対し、本初期的意向表明及び本意向表明書を送付してきたのである。

このような行動は、前記の3月24日付 JAL ガバナンス報告書の内容とも整合性を欠いているが、これまで日本航空からその整合性についての合理的説明はなされていない。

のみならず、日本航空は、当社からそのことを指摘されるや、4月25日付のコーポレートガバナンス報告書において、何らの理由も述べることなく当社の上場に関する方針についての記載を一転させているのである。

ここで指摘した日本航空の行動を踏まえると、執行役員名義による本初期的意向表明及び本意向表明書が真摯な買収提案であったとはいえない。

③ 日本航空による意向表明の不透明性と企業買収指針上の「真摯な買収提案」への不適合

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一」(以下「企業買収行動指針」という。)

においては、買収者は、買収提案を行うにあたって買収主体及び買収対価その他取引の主要な条件などを明示した「真摯な買収提案」であることが求められている。

本株式併合議案の前提となった本初期的意向表明及び本意向表明書は、本非公開化取引における買収主体及び買収対価その他取引の主要な条件が具体的に明示されていないものであった。また、本初期的意向表明及び本意向表明書においては、空港領域・航空業界の脱炭素化を推進するために本非公開化取引が必要であるという趣旨の記載があるものの、上述のとおり当該脱炭素化の推進が上場会社としての現行体制下で妨げられているとはいえず、論拠に乏しいものであった。さらに、特定株主による支配からの独立性の確保、並びに公平性、中立性及び透明性を確保した経営が不可欠であるにもかかわらず、本初期的意向表明及び本意向表明書においては、非公開化取引後、どのようにかかる要請を満たす経営体制を確保するのかについて、何ら具体的な方策が示されていない。これらの事情を総合的に勘案すれば、本株式併合議案の提案前の一連の対応を通じて、日本航空が真摯に当社の買収を提案していたとは評価し難く、企業買収行動指針における「真摯な買収提案」に該当するものとは到底認められない。

④ 情報提供義務の不履行と意思決定手続の阻害

当委員会は、企業買収行動指針を踏まえ、本初期的意向表明及び本意向表明書に対する対応を含め、本資本政策について慎重な検討を実施・継続しており、その一環として、日本航空の取締役に対し、当社を通じて、本非公開化取引の概要、主要条件、目的・意義等に関する情報の提示を複数回にわたり要請した。それにもかかわらず、日本航空からは、これらの要請に対する具体的かつ十分な回答は得られないまま、当社との協議を十分に尽くすことがないばかりか事前の予告なく、一方的に、突如として本株式併合議案を含む株主提案が公表された。

企業買収行動指針においては、買収者が対象会社に対して、買収が企業価値に及ぼす影響を理解したうえで、株主が買収に応じるか否かの判断をできるよう、市場の判断に資する具体的な情報を適時・適切に提供することが望ましい旨、行動規範として明記されている。特に、①のとおり、当社は上場維持に関する覚書が存続しているとの前提の下で事業運営を継続してきており、少数株主においても、当社が上場を継続することを前提に対応してきたものと考えられる。このような状況に照らせば、本非公開化取引という経営方針の大転換を行うに際しては、通常以上に誠実かつ透明な情報提供と説明が求められるにも

かかわらず、それがなされていない本株式併合議案は、当社の独立した判断形成を著しく軽視するものであり、当社における適正な意思決定手続を不当に阻害するものといわざるを得ない。

(2) 株主提案には事実誤認、重要な事実への言及省略が多くあり、当社少数株主を誤導するおそれがあること

以下の事情を踏まえると、株主提案に書かれた理由の内容は、当社の少数株主を誤導するおそれのある不正確かつ不十分な内容にとどまっており、情報提供の公正性を欠くものと評価せざるを得ない。

① 日本航空による事実と反する公表

日本航空は、JAL プレスリリースにおいて、当社が協議を拒否し続けたため、止むを得ず本株式併合議案の提案に至った旨表明している。

しかしながら、前記(1)④のとおり、当社は日本航空に対し、繰り返し真意の確認及び説明を求めていたものであり、当該日本航空の表明は事実と大きく乖離している。

本ガバナンス検証委員会報告書においても、当社の担当者及び当委員会が、真摯に情報を得ようと日本航空に対して繰り返し当社側の質問が少数株主保護の観点から合理的な内容の質問を行っていたことが認められ、日本航空がその回答を十分に行わなかった旨、認定されている（同報告書 35 頁乃至 38 頁）。

日本航空の上記主張には重大な事実誤認があるといわざるを得ない。

② 企業買収行動指針（株主の意思決定に資する情報提供）への不適合

当社が繰り返し真意を尋ねていた 3 月 24 日付 JAL ガバナンス報告書におけるガバナンス方針と本初期的意向表明及び本意向表明書の矛盾について、日本航空は明確な説明を行っておらず、当社が当該矛盾を指摘しなければ、多くの株主やステイクホルダーが当該矛盾の存在にすら気づくことはなかったものと考えられる。

企業買収行動指針においては、株主の意思決定に重大な影響を及ぼす買収提案において、不正確又は誤認を招く情報開示や、株主を誤導するような情報提供は明確に排除されるべき行為として位置付けられている。

それにもかかわらず、本件においては、上記矛盾の存在を説明することなく本株式併合議案の提案が進められたことにより、株主が当該提案の背景・整合性を正しく理解することが困難な状況が生じており、株主の公正な意思形成を阻害しかねない深刻な問題があるといわざるを得ない。

③ 共同買収的構造の不透明性と説明義務の意図的回避

本非公開化取引後に株式を保有し役員を派遣することが予定されているとされる日本空港ビルデング及びANAホールディングスは、本株式併合議案の提案者ではないものの、本株式併合議案に賛同しているとされている。しかしながら、両社からは、当社及び当社株主に対し、当該賛同の意思及びその理由に関する説明は一切なされていない。

通常、公開買付けによる共同買収が行われる場合には、買収後の共同経営体制や役員構成、ガバナンスの在り方等について、投資家保護の観点から、金融商品取引法上の義務に基づき公開買付け届出書及び意見表明報告書にて一定の開示が行われ、金融当局及び金融商品取引所による審査も課される。これに対し、本非公開化取引においては、金融商品取引法に基づく開示規制が求められないために比較的開示規制の緩やかな株式併合の手法を用いることにより、実質的な共同買収であるにもかかわらず、共同経営の具体像が開示されておらず、関係者の意図・役割分担の不透明性が解消されていない。

本ガバナンス検証委員会報告書においても、日本空港ビルデング及びANAホールディングスが日本航空による非公開化提案に賛同しているものの、その理由について日本航空の開示文書や交渉経過からは明らかでないこと、また、当社関係者との間で実質的なコミュニケーションもなかったことが指摘されており、少数株主の視点からは、両社の賛同理由を明らかにすることが必要である旨の認識が示されている（同報告書 42 頁）。

以上を踏まえると、このような手法は、少数株主による意思決定や判断を著しく困難にさせるものであり、情報提供義務や説明責任の回避につながるものである点で、手続の公正性に重大な懸念を生じさせるものである。

(3) 株主提案による株式併合の手法は、少数株主との対話を封殺し、日本航空の企図を強行するものであること

① 少数株主を排除する手続構造

当社は、現経営体制のもとに企業価値を高め、株主数も 2021 年度末から比べて 2 倍以上に増え、現在 3500 名以上の株主により支えられているが、本株式併合議案は、公開買付けその他の株主に対する対価提示並びに当社との価格交渉及び意見表明を伴う手続を経ることなく、当社大株主の三社による対話なき突然の提案により、株主総会における特別決議のみで株式併合を実施しようとするものである。

当社大株主は当該特別決議のために必要となる 3 分の 2 以上の議決権を既に取得しているため、3500 名を超える当社の少数株主の意向に沿わずとも強硬的に本株式併合議案を可決させることが法的には可能である。

しかしながら、(2)③で述べたとおり、株式併合は、公開買付けと異なり、買収者が買収される側である少数株主の承諾を得なくてもその保有する株式を強制的に処分させることができる手続である。

また、株式併合では、金融商品取引法上の公開買付け届出書や対象会社の意見表明報告書の提出義務がなく、金融庁による審査も課されないため、開示内容の十分さ・適切さを担保するための仕組みが乏しく、提案株主が説明したいことだけを開示文書に載せるということが公開買付けの場合よりも容易である。そのため、この手法は少数株主が本株式併合議案の是非を判断するために必要となる情報提供及び検討の機会が適切に確保されないおそれのある手続となっており、企業買収行動指針が掲げる少数株主保護の趣旨を顧みないものである。

とりわけ、公開買付けを実施する場合において実施される MOM (Majority of Minority) 条件の設定のような少数株主の意思を反映させる手続が設けられていない点においても、手続的公正性に欠ける。

② 公開買付けから株式併合に手法を変更する合理的理由の欠如

日本航空は、執行役員の名義で 2025 年 1 月 17 日付の本初期的意向表明及び同年 2 月 26 日付の本意向表明書では、非公開化の手段として株式公開買付けを示していた。ところが、日本航空は、同年 4 月 25 日付の株主提案においては、同年 6 月開催予定の当社定時株主総会における株式併合の決議へと非公開化の手法を変更した。

ガバナンス検証委員会報告書で述べられているとおり、現在、当社は、他社による救済的支援が必要な状況にはないのであることは、ガバナンス検証委員会報告書で述べられている通りであるから（同報告書 15～16 頁）、本年 6 月の当社定時株主総会の決議に基づく株式併合の手法に切り替えてまで当社の非公開化を強行しなければならない必要性も緊急性も認められない。

日本航空自身からは、非公開化の手法を株式公開買付けから株式併合に変更する理由は何ら説明されていない。それどころか、日本航空の株主提案書では、非公開化の手法を変更したこと自体の説明すらなされていない。

このように、日本航空が何の説明もすることなく問題のある株式併合の手法へと切り替えたことは、日本航空による本株主提案に係る一連の手続の公正さを欠くことを物語る。

さらに言えば、ここで日本航空が非公開化の手法を株式併合へと切り替えるまでの経緯を振り返ると、次の事実が浮かび上がる（年はいずれも 2025 年である）。

- ・ 2 月 26 日：日本航空が以下の記載のある本意向表明書を提出。
 - 6 月上旬：本件に関する予告 TOB の公表

- 7月下旬（予定）：独占禁止法に基づくクリアランス取得
- 8月上旬（予定）：公開買付の開始・公表
- 9月上旬（予定）：公開買付の完了
- 10月以降速やかに：スクイーズ・アウト実施
- ・ 3月7日：当社が従業員向け株式給付信託導入のお知らせを公表。このとき、これに伴う新株発行により、流通株式比率の改善が見込まれ、上場維持基準（25%以上）を満たす予定であることも併せて公表された。
- ・ 3月24日：上記新株発行の払込完了
- ・ 4月2日：日本航空が当社に定時株主総会の日時と付議議案を問い合わせ
- ・ 4月10日：日本航空による個別株主通知の申し出
- ・ 4月25日：日本航空による株主提案の提出・公表。株主提案書では公開買付から株式併合へと手法を切り替えたこと自体も、その理由も説明されていない。

上記の時系列からすれば、日本航空は、当初は株式公開買付けを前置する手法を想定していたが、3月下旬頃には、当社定時株主総会における株主提案による株式併合へと手法を切り替えたことがうかがわれる。そして、当初の意向表明から株式併合への切り替えまでに生じた事象としては、当社の従業員向け株式給付信託導入により当社が株式上場維持基準を満たすことがほぼ確実になったことくらいしか見当たらない。この事実、日本航空にとって、当社株式の上場廃止のおそれを背景として当社との非公開化を巡る協議・交渉を自己に有利に進めることができなくなったということを意味する。

これらの事実に加えて、他社による救済的支援が必要な状況にはないなど株式併合による非公開化を強行しなければならない必要性も緊急性も認められないことを踏まえると、日本航空は、2026年3月末をもって当社株式の上場が廃止されるおそれという、自己に有利に交渉を進めることを可能にする事情がなくなったことから、株式併合という強硬策に切り替えたと考えられる。

当委員会が認識している事実からは、以上述べたことのほかに、日本航空が株式併合という強硬策に切り替えたことについて合理的な理由を見出すことは困難である。

ここで述べたことが事実と異なるということであれば、日本航空を含む当社大株主からしかるべき説明があるはずであるが、それがなされないのであれば、日本航空は、自らに有利に事を運ぶために非公開化の手法を株式公開買付けを前置する方法から株式併合という強硬策に切り替えたというほかない。このような目的で選択された強引な手法が不公正であることは言うまでもない。

③ 東証新ルールの実質的回避と説明の欠如

本定時株主総会において本株式併合を強行することにより、2025年7月以降に適用が開始される東京証券取引所の新ルールによる開示義務や手続的要請が実質的に回避される結果となることから、少数株主の利益保護に対する軽視が顕著である。

(4) 小括

本株式併合の手続については、その一つ一つを形式的にみれば、会社法の規定に違反する点を直ちに見出すことはできない。

しかしながら、上述のとおり、日本航空は、当社との対話を一貫して拒否し、事実上反する発表を行い、少数株主への適切な情報開示を経ることなく、当社の企業価値を適切に反映していないと考えられる本端数処理交付見込額の提示をもって、少数株主の退出を一方的に強行しようとするものである。このような経緯及び方法は、手続面のみならず内容面においても、公正性を著しく欠くものである。

もとより、本株式併合議案の提案及びそれに基づく本株式併合の実施は、当社株主としての権利行使に基づくものであるが、当該権利の行使は無制限に許容されるものではない。経営を左右し得るだけの株式を保有する者が株主権の行使により少数株主の利益に重要な影響を及ぼすことを実行するときは、少数株主の利益に配慮する責務があるはずである。当社大株主の三社がそれを拒む姿勢は、これからの重要な空港・航空関連事業の経営判断が公正に行われることがないことさえも想像させる。当委員会としては、本株式併合議案の提案が、当社の企業価値及び少数株主の権利に対する配慮を著しく欠いていることに鑑み、社会通念上、株主権の行使として許容される限度を明らかに逸脱したものと判断せざるを得ない。

以上の事情に鑑みれば、日本航空による本株式併合議案及び本株式併合にかかる一連の手続は、形式的には合法であるとしても、その実質においては明白に不公正であると評価されるべきである。

4. 本株式併合議案に係る条件の妥当性に関する事項～条件の妥当性の欠如～

日本航空による株式併合の提案においては、株式併合により保有株式が1株に満たない端数となる当社株主に対して端数処理の手続において交付される金銭の額（株式併合の効力発生前の当社株式1株当たりの額を、以下「本端数処理交付見込額」という。）を1,550円とすることが妥当であるとされている。しかしながら、以下の理由で、本端数処理交付見込額が適正であるとはいえず、本端数処理交付見込額の交付を前提とする本株式併合議案に係る条件に妥当性があるとはいえない。

(1) 本端数処理交付見込額が、当委員会が確認した事業計画及び算定結果に照らして著

しく低いこと

① 当委員会による事業計画の合理性確認と承認

2025年5月8日開催の第9回特別委員会会議にて、当社の作成した事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受け、当委員会は岡三証券による財務的見地からの助言を踏まえた上で、合理性を確認し、承認をした。

② 独立算定機関による株式価値レンジの算定

独立した算定機関である岡三証券は、特別委員会会議において合理性を承認した事業計画を踏まえ、当社の本源的価値を反映した株価の最小値を1,710円と算定した。

③ 当委員会による算定方法及び評価レンジの合理性確認

2025年5月8日開催の第9回特別委員会会議にて、岡三証券から、当社株式の価値算定に係る算定方法及び算定評価レンジについて説明を受け、当委員会として合理性を確認した。

④ 評価

以上を踏まえると、本端数処理交付見込額を1,550円とすることは、当委員会が合理性を確認した事業計画に照らして著しく低く、当社の企業価値を適切に反映するものとは到底いえない。

(2) 株主提案における株価が適正な価格とはいえないこと

① 事業計画に基づかない価格算定の不合理性

日本航空は、当社の中長期事業計画の具体的内容、並びに当該事業計画の策定経緯及び前提条件に関する情報につき当社の説明を受けずに本株式併合議案を含む株主提案を行っており、これらの情報に関する検討なしに本端数処理交付見込額を算定している。このため、本端数処理交付見込額には、当社の将来の収益見通しや本源的価値が的確に反映されていない可能性が高く、算定の基礎に重要な不備又は誤認が含まれているおそれがある。

② 中長期的企業価値を軽視した価格設定

当社は現在、新型コロナウイルス感染症流行下における業績悪化からの回復基調にあり、2024年度における売上及び利益ともに大幅な伸長を示しているほか、エンジニアリング事業の空港外領域の拡大及び海外展開等の成長分野においても複数のプロジェクトを進行中である。これらを踏まえると、当社の中長期的な企業価値のさらなる向上が期待される状況であるにもかかわらず、本端数処理交付見込額において将来の当社の成長可能性が適切に織り込まれていないとはいえない。

③ 独立算定機関による算定レンジ下限を下回る本端数処理交付見込額

本端数処理交付見込額は、岡三証券が算出した株式価値算定結果における当社の1株当たりの株式価値に関する算定評価のレンジの下限を下回っている。

④ 価格交渉・意見表明を伴わない価格決定とその不透明性

本端数処理交付見込額の決定にあたり、本端数処理交付見込額その他の条件提示、当社との価格交渉及び当社による意見表明を伴う手続を経おらず、公開買付けを経たうえで当該公開買付価格と同額で株式併合を実施するという市場慣行上一般に採用されている二段階取引の手法も採用されていない。少数株主の検討及び意思表示の機会を排除する方法で本端数処理交付見込額が一方的に設定されていることに鑑みれば、価格形成過程における本端数処理交付見込額算定の透明性及び妥当性が担保されているとはいえず、本株式併合議案に係る条件の妥当性において重大な疑義がある。

5. まとめ及び結論

(1) 結論～反対の意見表明

当社の企業価値の源泉に照らすと、当社にとって、株式の上場を維持したまま主要株主から独立した体制で経営することが、現在のガバナンスの効いた経営体制で企業価値ひいては株主共同の利益に資するし、また、日本の空港・航空業界の発展と安全の継続にも資すると考えられる。

他方で、当社の非公開化を企図する本株式併合議案の提案は、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとはいえないのみならず、提案されている非公開化後の取締役会の構成からもわかるとおり、当社の公平かつ中立なサービスの安定的な提供という当社の企業価値の源泉に対して悪影響を及ぼすことが懸念され、非公開化後の経営体制では責任の所在が不明であるから、その目的に合理性は認められない。

加えて、本株式併合議案は、実質的には日本航空、日本空港ビルデング及びANAホールディングスの三社で構成される支配株主による共同提案としての性質を有している。本株式併合議案の提案者である日本航空は、当該提案の背景・目的・手続的正当性等について説明責任の中核を担うべき立場にあるにもかかわらず、当社及び当社株主に対して十分に説明義務を果たしているとはいえない。同じく支配株主を構成する日本空港ビルデング及びANAホールディングスの両社についても、その賛同の理由や関与の趣旨について一切の説明を行っておらず、当社及び当社少数株主に対する説明責任を果たしているとは評価し難い。

一連の手続は、当社及び当社少数株主との対話を封殺し、情報を十分に有しない少数株主を誤導して日本航空の望む当社の非公開化を強行しようとするものであるから不公正である。

しかも、本株式併合議案に示された条件は、当社の本源的価値を反映したものと認められないため妥当性を欠く。

以上述べたことを踏まえると、本株式併合議案及びこれに関連する本定款一部変更議案は、当社の企業価値ひいては株主共同の利益（一般株主の利益を含む。）を確保し又は向上させるものとは認められないから、当社取締役会が、これらの議案に対して反対の意見表明を決議することは合理的である。

よって、当委員会は、当社取締役会に対し、前記第4の2に記載した内容の決議をすることを勧告する。

(2) 当社企業価値及び少数株主利益を確保するための措置に関する提言

当社大株主が保有する議決権の割合が7割を超えていることに鑑みると、前述した多くの問題を抱える本株主提案が多数決により可決される可能性は高い。

この結果自体は、現行会社法の定めに従った帰結であり、その点は致し方のないことと言わざるを得ない。しかしながら、会社法が定める数の賛成票が得られることと、少数株主の利益や当社の事業に携わるステイクホルダーの利益が確保されることは別の問題である。

当委員会としては、前述した本株主提案が抱える多くの重大な問題、とりわけ、日本航空が不公正な手続により妥当性を欠いた対価を少数株主に押し付けて当社からの退出を迫ろうとしていることを看過することはできないと考え、当社の企業価値及び当社少数株主の利益を守るため、前記第4の3に記載のとおり、当社取締役会に対し、2025年6月開催予定の本定時株主総会において少数株主がこれらの議案に対する意見を表明する機会を確保し、その結果を当社の経営に反映するための措置を講じることを勧告する。

かかる措置の具体的内容は、技術的な事項を含めて十分な検討を経たうえで当社の取締役会で決定されるべきであるが、一例を挙げるとすれば、次のとおりである。なお、本取締役選任議案についても同様の措置を実施することも考えられる。

(I) 本定時株主総会に上程される本株式併合議案による株式併合をしてはならない旨の議案及び本定款一部変更議案による定款変更をしてはならない旨の議案を会社提案として本定時株主総会に上程する

(II) これらの議案の可決の条件を当社大株主を除いた議決権を有する株主の過半数の賛成（いわゆる MOM: Majority of Minority）を得ることとする

これらによる決議が成立したとしても、決議の内容は法的拘束力を有するものではないが（法的には勧告的決議と呼ばれるものである。）、当委員会は、これらの議案に対して少数株主が意見を表明し、その結果を明確にすること自体に意義があると考えている。今後、当社の定時株主総会までには、本株主提案を巡り様々なやり取りがあることが予想されるが、上記の措置を講じることは、これまで不公正な手

続の下で本株主提案の可決を図ろうとしてきた日本航空、並びに、本株主提案に賛成する意向を表明している日本空港ビルデング及びANAホールディングスの今後の行動に一定の規律をもたらすことが期待される。

また、本株式併合議案及び本定款一部変更議案に異議を唱える少数株主には、裁判所に対して株主総会決議取消しの訴えや価格決定の申立てを行うという救済手段が用意されている。仮に上記の措置の下で反映された少数株主の多数の意思に反して株式併合が強行された場合、その事実が少数株主がこれらの手段に訴える際の権利主張の根拠の1つとなることが期待される。このような手段を少数株主に提供することは、当社取締役の重要な責務であると考ええる。

以 上

2025 年 5 月 25 日

株式会社エージーピー 取締役会 御中

株式会社エージーピー 指名・報酬委員会
委員長 佐々木 かをり
委員 阿南 剛
委員 杉田 武久

当指名・報酬委員会は、指名・報酬委員会規則第7条 1 項②に基づいて、日本航空株式会社による 2025 年 4 月 25 日付株主提案書に記載された取締役3名選任の件(以下「本提案」という。)に対する取締役会の意見(会社法施行規則 93 条 1 項 2 号参照)について、以下のとおり答申する。

第1 答申の趣旨

本提案に対して反対することが相当である。

第2 答申の理由

2025 年 5 月 14 日、当社は、本提案の提案者である日本航空株式会社に対し、本提案の候補者である原田昌平氏、荒金隆氏及び山上俊夫氏との面談の設定をするため、これら三氏の連絡先を照会したが、同社が回答を拒否したため、三氏との面談をすることができていない。そのため、三氏が当社取締役に適任であるかどうかは不明と言わざるを得ないから、本提案に対しては反対することが相当である。

なお、上記の日本航空株式会社の対応について若干の付言をする。

日本航空株式会社が当社に対する候補者の連絡先の回答を拒否した理由は、次のとおりである。

「貴社の指名・報酬委員会の委員のうち阿南剛氏と佐々木かをり氏については、会社提案議案の社外取締役候補者となる予定であることから、ご両名は当社の株主提案に関して重大な利害関係を有しており、そのような委員が過半数を占める指名・報酬委員会において、取締役候補者の面談及び評価等が客観的かつ公正に行われる保証はありません。」

日本航空株式会社によるこの指摘は、当指名・報酬委員会の委員である上記両名が日本航空株式会社の提案する候補者と社外取締役の地位を競い合う地位にあることから、個人的利益を優先し、指名・報酬委員会の委員としての公正な職務遂行が期待できないおそれがあるということをいうものである。これが根拠を欠いた不合理なものであることは言うまでもないが、それにとどまらず、去年の当社定時株主総会において上記両名に取締役会の

機能の独立性・客観性と説明責任を強化するための役割を負託した日本航空株式会社以外の当社株主の意思を軽んじる指摘であり、およそ容認できるものではない。

また、当社は、株主提案に対する意見表明により少数株主への説明責任を果たすべき立場にある(会社法施行規則93条1項2号参照)。日本航空株式会社自身が自らの提案する取締役候補者の面談自体を拒否した結果、当社による上記の説明責任を適切に果たすことが困難になる。日本航空株式会社は、一方では当社とのコミュニケーションの困難さを理由として株式併合による非公開化を提案しながら、他方では、このように当社から少数株主への説明責任の履行を妨げる行動に出ている。当社の経営を左右し得るだけの議決権を有する筆頭株主の行動としては誠に遺憾と言わざるを得ない。

以 上

ガバナンス検証委員会報告書

(開示版)

2025年5月21日

株式会社エージーピー

ガバナンス検証委員会

2025 年 5 月 21 日

株式会社エージーピー 取締役会 御中

株式会社エージーピー ガバナンス検証委員会

委員長 山口 利昭

委 員 ワイズマン 廣田 綾子

委 員 嶋野 修司

目次

第一 本委員会について	1
1 本委員会設置の経緯.....	1
2 本委員会の構成.....	2
3 諮問事項（検証の目的）	2
4 活動状況.....	3
5 その他留意事項.....	4
6 本委員会による検証作業の前提事項.....	4
第二 AGP の現況について	6
1 ビジネスモデル.....	6
2 株主関連事項.....	8
3 近時の AGP の業績.....	10
4 脱炭素化に向けた AGP の取組み.....	12
5 コーポレートガバナンス、内部統制の状況（第 59 期有価証券報告書より）	13
6 総括	15
第三 AGP と JAL、JAT、ANA とのビジネス連携の経緯	16
1 AGP と大株主 3 社との資本関係	16
2 AGP と大株主 3 社との取引の状況.....	17
3 AGP と大株主 3 社との人的交流関係	19
4 AGP の上場維持に向けた大株主 3 社の取組み.....	21
5 その他、過去の議事録等から判明した事情.....	28
6 「公正な M&A の在り方に関する指針」の適用について	32
第四 JAL による非公開化提案理由に対する検証結果.....	34
1 JAL による非公開化提案までの事実関係.....	34
2 開示資料から読み取れる「提案理由」について.....	35
第五 JAL による非公開化提案内容に対する検証結果.....	40
1 本委員会が企業価値向上策の内容を検討する意義.....	40
2 これまでの JAL による上場維持方針との整合性.....	40
3 JAL の提案に対する JAT、ANA の賛同理由の不透明性.....	42
4 大株主 3 社による非公開化策によって企業価値は上がるか（当委員会としての意見）	

.....	42
5 ガバナンス、内部統制の脆弱化リスク	43
6 近時の少数株主保護に向けた指針と「非公開化提案」との整合性	45
7 総括	47
第六 「認識の違い」解消に向けた AGP 取締役の行動について	48
1 支配株主による非公開化手続時における従属会社取締役の行動規範.....	48
2 企業価値向上策への賛否表明の必要性	48
3 株式併合による端株主への価格補償の妥当性判断の必要性	48
4 このような行動規範からみた AGP 取締役の対応への評価及び提言.....	49
第七 結語－AGP による自己検証のための本委員会からの指摘	50
1 はじめに－AGP のコーポレートガバナンスの特殊性.....	50
2 AGP と JAL との「認識の違い」が生まれる背景（根本原因）	52
3 AGP の非公開化による企業価値について	52
4 大株主 3 社による共同経営（合併企業化）の危うさ	53
5 AGP 取締役の「構造的な利益相反の問題の解消」に向けた対応	54

＜ 略称一覧 ＞

報告書表記	社名・表記
ANA	ANA ホールディングス株式会社又は全日本空輸株式会社
AGP	株式会社エージーピー
JAS	株式会社日本エアシステム
JAT	日本空港ビルデング株式会社
JAL	日本航空株式会社
大株主 3 社	ANA、JAT 及び JAL の 3 社を併せた表記
公正買収指針	2019 年に策定された経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」
日本証券業協会	社団法人日本証券業協会
羽田空港	東京国際空港
本委員会	AGP の第 705 回臨時取締役会の決議に基づき設置された、外部有識者で構成されるガバナンス検証委員会
本株式併合	AGP の株主を、JAL、JAT 及び ANA のみとし、AGP 株式を非公開化するための手続として行う AGP 株式に係る株式併合
本株主提案	2025 年 4 月 25 日付け株主提案書（作成者：JAL）における株主提案の内容
本中期経営計画	AGP グループ中期経営計画（2022-2025 年度）
空港情報通信	空港情報通信株式会社
三菱商事	三菱商事株式会社
本覚書	2022 年 11 月 15 日に AGP と大株主 3 社各社との間で締結された「上場維持に向けた覚書」

＜ 用語一覧 ＞

用語	説明
APU	航空機の小型ガスタービン補助動力装置
GPU	地上において航空機に必要な電力や空調を供給する地上動力

	設備
GSE	航空機地上支援機材。例えば、航空機に積もった雪を除雪する除雪作業車、着陸後高温となったブレーキを冷却するブレーキクーリングカートなど、航空機運航に付帯する製品
固定式設備	固定式の地上動力設備(なお、地下埋設方式による固定式 GPU を固定式埋設型 GPU という。)。現在、動力供給の主要形態となっている設備
移動式設備	移動式の地上動力設備。固定設備のない駐機場において、電力・冷暖房気・圧搾空気を供給する車両
国内主要 10 空港	新千歳・成田・羽田・中部・伊丹・関西・神戸・広島・福岡・那覇空港
4 大空港新設プロジェクト	新東京国際空港（現・成田国際空港）2 期開港、新千歳空港供用開始、羽田第 1 ターミナル供用開始及び関西空港開港に係るプロジェクト

第一 本委員会について

1 本委員会設置の経緯

(1) 大株主による AGP への株主提案

2025 年 4 月 25 日、AGP(株式会社エージーピー、東証スタンダード上場。以下、AGP という)は、日本航空株式会社(以下、JAL という)より、同年 6 月 26 日開催予定の AGP 第 60 回定時株主総会に関して行う予定の株主提案(以下、本件株主提案という)を受領した(同日、JAL は、本株主提案を行ったことを「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」と題する文書によって開示した)。

本株主提案は、これに賛同する予定とされている ANA ホールディングス株式会社(以下、事業子会社と区別せず ANA という)、日本空港ビルデング株式会社(以下、JAT という)を合わせた 3 社(以下、大株主 3 社という)の合計議決権数 73.26%を基に、本株式併合、定款の一部変更、取締役 3 名の選任を内容とするものである。

これに対して、AGP は、同年 4 月 28 日付けにて、本株主提案に関する同社の認識及び対応方針として「株主提案に関する当社の認識と対応方針のお知らせ」なる文書を開示した。

当該「お知らせ」により、AGP は、JAL が本株主提案の理由として述べている内容には事実に反する指摘や重要な事実でありながら言及が欠けているものも少なくないため、本株主提案は、AGP 少数株主をはじめとする同社のステークホルダーの理解・判断を誤らせる危険があるとして、「本株主提案に関する事実に反する記載」の具体例を示した。また、AGP は、「事実に反する前提と独自に算定した買取価格に基づく非公開化の企図」を主張して、AGP において社会インフラである同社事業の「公平性・中立性と責任ある経営の確保に関する懸念」があると公表した。

(2) AGP による本株主提案への対応

そのうえで AGP は、「今後の対応方針」として、株主やステークホルダーに本株主提案の是非について正しく判断し、理解してもらうため特別委員会¹の意見を最大限尊重し、アドバイザーの助言を受けて、以下の対応方針を決定した。

- ① 本株主提案に含まれる事実の誤りや重要な事実への言及の欠如について開示する
- ② 本株主提案を精査し、これに対する同社の意見を決定して適時開示する
- ③ JAL との間で必要な交渉機会を設定し、不明点や懸念事項について、具体的かつ

¹ 2025 年 1 月以降、JAL 担当者からの非公開化に関する打診を受け、同年 2 月 25 日開催の AGP 取締役会にて設置された委員会であり、AGP の独立社外取締役 2 名と外部有識者 1 名で構成されたものである。

誠実な回答を求めるとともに、本株式併合により AGP 株主の地位を失う少数株主の皆様の利益に最大限資するよう、JAL に対して本買取価格の引き上げを求める

(3) 本委員会の設置

AGP としては、これまで独立した上場会社として利益相反の排除を含むコーポレートガバナンスの強化に継続的に取り組んできたが、本株主提案によって同社の経営姿勢や体制に対する誤解が生じるおそれがあるとして、前記対応方針に基づき、2025 年 4 月 28 日開催の第 705 回臨時取締役会において、第三者による客観的検証の実施方針を決議し、本委員会を設置した。

2 本委員会の構成

AGP は、本委員会の構成員として、下記の 3 名を委員として選任した。選任にあたり、AGP の特別委員会は「利害関係を有しない中立・公正な外部専門家」を候補者として選定し²、第 706 回臨時取締役会において承認されたものである。

委員長	山口利昭	山口利昭法律事務所 弁護士、公認不正検査士 特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事
委員	ワイズマン廣田綾子	米ホライズン・キネティックス社 アジア戦略担当ディレクター
委員	嶋野修司	弁護士法人色川法律事務所 パートナー弁護士

本委員会は検証活動に必要な限りで委員補佐を選任し(久保田萌花弁護士、加藤憲田郎弁護士、いずれも弁護士法人色川法律事務所所属)、さらに法令や金融市場ルール解釈・運用については、金融商品取引法の研究者である梅本剛正氏(甲南大学全学教育センター教授、前法学研究科教授)から適宜助言を得た。

3 諮問事項(検証の目的)

本委員会は、AGP 取締役会の諮問機関として設置され、AGP による自己検証に必要な事項について検証を行うことを受託した。具体的には、以下を中心とした具体的な論点について検証(事実調査及び事実に基づく評価)を行い、AGP のコーポレートガバナンスに関する検証結果について報告書を提出するものである。

² 本委員会委員は、法人としての AGP だけでなく、特別委員会の構成員とも何ら利害関係を有しない。

- ・ 2025 年 1 月以降、大株主より非公開化に関する書面を AGP が受領するに至るまでの事実関係の整理
- ・ 非公開化提案に至るまでに、主要株主と AGP との間でどのような対話があったかを確認し、それが主要株主側の意思決定や公表方針と整合しているかの検証
- ・ 株主提案に示された非公開化理由と、AGP の上場維持方針・コーポレートガバナンス報告書との整合性
- ・ 非公開化提案に向き合う AGP の意思決定プロセス・ガバナンス体制の透明性・独立性・妥当性の検証

4 活動状況

活動期間については、2025 年 5 月 1 日から同月 20 日までである。

本委員会は、AGP 及び AGP 関係者の保有する資料(電子データを含む)を閲覧し、必要に応じて関係者への面談によるヒアリングを行い、事実認定やその評価において委員間での協議を行った。

具体的な検証方法については以下のとおりである。

- (1) 本委員会が関係者の協力を得て取得した文書の閲覧(電子データを含む)
- (2) AGP 関係者へのヒアリング(面談・書面回答)
- (3) AGP 取締役、監査役へのアンケート調査
- (4) 関連法令、実務に詳しい有識者からの意見聴取

当委員会は、AGP の取締役及び監査役に対して別紙 1 のとおりアンケート質問票を送付し、合計 13 名より、回答を得た。

また、下記のとおり、AGP 関係者 14 名へのヒアリングを行った。

ヒアリング対象者	ヒアリング日時(すべて面談)
徳武監査役	2025 年 5 月 12 日
山崎取締役	同月 12 日
森本監査役	同月 13 日
佐々木取締役	同月 13 日
阿南剛取締役	同月 13 日
坂本監査役	同月 13 日
平岡取締役	同月 14 日
阿南優樹取締役	同月 14 日
竹山取締役	同月 14 日
辻取締役	同月 14 日

岩本取締役	同月 15 日
山田取締役	同月 15 日
杉田代表取締役（社長執行役員）	同月 15 日
溝渕執行役員	同月 16 日

なお、本委員会の開催日時は以下のとおりであるが(いずれも日本時間)、それ以外にも委員や委員補佐間での個別の協議を複数回行っている。

第 1 回	2025 年 5 月 3 日
第 2 回	同月 5 日
第 3 回	同月 9 日
第 4 回	同月 11 日
第 5 回	同月 15 日
第 6 回	同月 17 日
第 7 回	同月 19 日
第 8 回	同月 20 日

5 その他留意事項

本委員会による検証は、諮問事項の内容に鑑みて、件外調査を実施しておらず、また、デジタルデータの検証も限定的に実施しているため、日本弁護士連合会の「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン(2010 年 7 月 15 日策定、同年 12 月 17 日改訂)」に全面的には準拠していない。しかし、同ガイドラインに準拠した第三者委員会と同等の独立性と信頼性が付与されるガバナンス検証委員会として、今後 AGP が自社のコーポレートガバナンスの状況を検証し、さらにステークホルダーに対して説明責任を果たすために参考となる検証と提言を行っている。

6 本委員会による検証作業の前提事項

(1) 「認識の違い」について

AGP は、2025 年 4 月 28 日付け開示文書「株主提案に関する当社の認識と対応方針のお知らせ」において、AGP と JAL との間には認識の違いがあると主張しているため、本委員会として AGP が「認識の違い」と主張している点を整理しておく。なお、この整理にあたっては、AGP による一連の開示資料のほか、関係者ヒアリングの結果を参考としている。本委員会としては、下記のような認識の違いが存在することを前提として、AGP のガバナンス検証を行うこととする。

① AGP の非公開化について

(JAL)

- ・ AGP の企業価値向上のためには、非公開化をして構造的な利益相反状況を解消したうえで、効率的なガバナンス体制を構築すべきである。AGP が過度に利益相反問題を強調することで、両者におけるコミュニケーションの不全をもたらしており、これを非公開化によって改善する必要がある。

(AGP)

- ・ 企業価値向上のために非公開化が必要かどうかは、検討のための情報を受領しなければ AGP としては判断できないが、本株主提案には検討に必要な情報が記載されていない。
- ・ 大株主との対話においては、利益相反問題に配慮しながら対処する必要があるが、「過度に強調」したことはなく、AGP はあくまでも上場企業に求められる行動指針に沿った対応をとってきたにすぎない。

② 提案までの過程

(JAL)

- ・ これまで、AGP との間で非公開化取引の協議開始を繰り返し求めたが、応じてもらえなかった。よって 2025 年 2 月上旬、JAT、ANA に対して一連の非公開化取引を打診し、協議を開始した。その結果として、株式併合に関する株主提案権行使の判断に至った。

(AGP)

- ・ JAL より、2025 年 1 月 17 日付け「貴社の非公開化を通じたより深い協業関係の構築に関する協議開始の件」と題する文書を受領して以来、AGP は JAL の非公開化方針への回答や質問によって応答しており、誠実に対処している。
- ・ 同年 4 月 25 日付け JAL による「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」と題する文書には、そのような協議過程が一切記載されていない。

③ 株式の買取価格

(JAL)

- ・ 大和証券に株式価値の算定を依頼し、さらに大株主間で協議を行い、AGP の本源的価値、市場株価動向に鑑みて端株の買取価格を算定している。

(AGP)

- ・ AGP の本源的価値を踏まえた少数株主に対して支払う対価に関する協議は、これまで一度も実施されていない。
- ・ 今後、AGP としては、非公開化の賛否とともに、少数株主の利益最大化のために買取価格の引き上げを要求する。

(2) その他前提事項

本委員会は、第一、3で示した検証対象となる具体的な論点を検証するにあたり、過去の関係者間における取引事実や協議内容を精査することに重点を置き、そこから判明する事実を参考にしながら検証期間前までのAGP及びJALの交渉経過を評価するものとした。

したがって、検証開始後にAGPからJALに提出された書面及びJALからAGPに提出された書面の内容については検証対象としていない。

第二 AGP の現況について

1 ビジネスモデル

AGPは、駐機中の航空機への電力、冷暖房等を供給する動力供給事業、並びに空港内外の特殊設備、建物・諸設備及びセキュリティ機器の保守管理、ビジネスジェットの支援サービスを行うエンジニアリング事業を主な事業内容とし、さらにフードシステム販売、GSE販売等の商品販売事業を行っている。2025年3月31日現在、グループ会社を含めて従業員数は（非正規雇用者含め）747名である。

動力供給事業については、航空業界における環境意識が高まりを見せるなか、国内主要10空港（新千歳、成田、羽田、中部、伊丹、関西、神戸、広島、福岡、那覇）で動力供給事業を展開している。航空機への動力（電力・冷暖房気・圧搾空気）の供給には2つの方式があり、「固定式」は、固定式設備を使用した電力や空調の供給方法である。現在、動力供給の主要形態となっているのは固定式設備を使用する方法である。一方「移動式」とは、移動式設備を使用した供給方法であり、固定式設備のない駐機場において、電力・冷暖房気・圧搾空気を供給する車両を使用する方法である。固定式設備がない駐機場や地方空港などで活用されている。

エンジニアリング事業や商品販売事業については、航空需要のボラティリティや経済変動への柔軟な対応力を高めるため、空港外の分野にも事業領域を広げている。たとえば、空港で培った高度な保守技術と24時間365日運用の知見を活かし、物流センター・倉庫のメンテナンス業務を受託している。さらには医療・介護分野にも展開し、病院・サ高住向けフードカートの製作・販売を推進する等、空港外売上比率20%超を目標に、事業の多角化と収益基盤の強化を進めている。

近時のセグメントごとの売上高の比率については、動力供給事業42.2%、エンジニアリング事業50.0%、商品販売事業7.8%である（連結会計年度2023年4月1日～2024年3月31日）。

事業	内 容	会社名
動力供給 事業	・国内 10 空港(新千歳・成田・羽田・中部・伊丹・関西・神戸・ 広島・福岡・那覇)において、航空機が必要とする電力、冷暖 房及び圧搾空気を固定式設備及び移動式設備により供給	(株)エージェンシー 中部 (株)エージェンシー 沖縄 Airport Ground Power (Thailand) Co.,Ltd. (株)A リリーフ SmartAirport Systems Japan(株)
エンジン アリング 事業	・整備保守 空港関連の特殊設備(旅客搭乗橋、手荷物搬送設備)の保守管 理業務 ・施設保守 建物・諸設備(航空機用格納庫、機内食工場、貨物ターミナル、 冷熱源供給設備、特高変電所、ホテル等)の保守管理業務 ・セキュリティ保守 受託手荷物検査装置の運用管理業務やハイジャック防止設備 等セキュリティ機器の保全業務 ・ビジネスジェット支援 ビジネスジェットの格納庫駐機、機体クリーニング等のサポ ート業務 ・物流保守サービス 空港外の特殊設備(総合物流センター等の保管・搬送設備)の 保守管理業務	
商品販売 事業	・フードシステム販売 機内食システムを病院、介護施設、学校、ホテル等の給食シス テムに転用した、保冷・加熱カート、保冷カート、保温カート 等の製作販売 ・電力販売 ・GSE(Ground Support Equipment：航空機地上支援機材)等 の販売 航空業界のニーズに応じた海外製機材の輸入販売及び航空機 用冷暖房車等の特殊車両及び Be power.GPU (*1)、ブレーキク ーリングカート等の製作販売、アフターサービス ・その他 航空機部品管理業務、空港内電気自動車の充電設備の賃貸と 設備の保守管理業務及び国内外の空港特殊設備に関する技術 支援業務等 (*1) Be power.GPU とは、「脱炭素・環境負荷低減」を目的 として AGP で開発したものであり、国産初のバッテリー駆動 式 GPU の登録商標である。	

また、連結子会社、持ち分法適用会社は以下のとおりである。

名称	主要な事業の内容	議決権の 所有割合	関係内容
(連結子会社) 株式会社エージェピー中部	現在は事業活動を休止	100.0	役員の兼任 3名
株式会社エージェピー沖縄	動力供給事業・エンジニアリング事業・商品販売事業	100.0	当社事業の業務委託 資金の借入 役員の兼任 3名
Airport Ground Power (Thailand) Co.,Ltd.	当社既存事業の海外での事業展開及び技術人材の育成	100.0 〔10.0〕 〔 〕は 間接所有	当社事業の海外展開 役員の兼任 2名
(持分法適用関連会社) 株式会社Aリリース	特殊技術者の派遣並びに育成等	49.0	役員の兼任 3名
Smart Airport Systems Japan 株式会社	APU-OFF サービスの国内空港への展開	40.0	役員の兼任 2名

2 株主関連事項

(1) 株式公開に至る経緯

AGP は、1965 年 12 月に運輸省航空局(現在の国土交通省) が中心になり、国内主要航空会社 4 社の共同出資で設立された³。2000 年頃までには日本国内の主要空港に営業店を構えて事業を拡大していった。

事業拡大に伴い、2001 年 12 月に日本証券業協会に株式を店頭登録し、2004 年 12 月に日本証券業協会への店頭登録を取り消し株式会社ジャスダック証券取引所に株式を上場した後、2022 年 4 月の東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所スタンダード市場に上場している。

(2) 主要株主構成比率の推移

AGP における主要株主構成比率の推移(及び該当時の主要イベント) は以下のとおりである。

① AGP 設立 ～ 上場前

1965 年(設立時) : JAL 49.60%

³ 設立当初の商号は「日本空港動力株式会社」である。

1966 年：JAL 51.90%(過半数を取得)

→ 以降、4 大空港新設プロジェクトに伴い新株発行

(1966 年：20 万、1968 年：30 万、1986 年：30 万、1993 年：100 万、
1994 年：200 万)

1994 年：JAL 67.16%

1999 年：JAL 67.16%(この時点で JAL の持株比率がピークに達している)

② AGP 上場時

2001 年(上場)：JAL 51.43%

→ JAL は 115 万株を売却し、75 万株を一般向けに新規発行(空港情報通信にも 5 万株割当)

2004 年：JAL 63.02%、ANA 20.02%、その他 16.96% (JAL と JAS 統合)

2007 年(前半)：JAL 60.15%、ANA 20.02%、その他 19.83%

③ JAL 経営危機と株式譲渡

2007 年(後半)：JAL 33.34%、三菱商事 26.81%、ANA 20.02%、その他 19.83%

→ JAL が三菱商事へ一部譲渡

2010 年：JAL 経営破綻

④ 三菱商事 → JAT へ株式譲渡

2019 年：JAL 33.34%、JAT 26.81%、ANA 20.02%

⑤ 資本政策の実施(ガバナンス強化、CG コード対応、上場維持)

2022 年 3 月末：JAL 33.35%、JAT 26.81%、ANA 20.02% (3 社合計：80.18%)

2023 年 3 月末：JAL 31.49%、JAT 25.32%、ANA 18.91% (3 社合計：75.72%)

2024 年 3 月末：JAL 30.46%、JAT 24.49%、ANA 18.29% (3 社合計：73.24%)

→ 自己株式取得・消却 (ToSTNeT-3)、ESOP 導入により形式的に流通株式比率を改善

⑥ 従業員向け RS(譲渡制限付株式) 導入

2025 年 3 月末：JAL 29.59%、JAT 23.79%、ANA 17.77% (3 社合計：71.14%)

→ 人的資本として従業員向け RS 導入：新株発行し、第三者割当(信託)した結果、
流通株式比率 25%も達成

(3) 上場維持基準への適合

AGP は、2024 年 3 月末時点において、スタンダード市場の上場維持基準のうち、流通株式比率の基準を充たしていなかったが、2025 年 4 月 24 日付け AGP リリース「上場維持基準への適合に関するお知らせ」(下図参照)により、2025 年 3 月末時点では当該基準を含む全項目において適合していることを開示している。

1. 当社の上場維持基準の適合状況の推移

2024年3月末時点において、スタンダード市場の上場維持基準のうち、流通株式比率の基準を満たしていませんでしたが、2025年3月末時点では当該基準を含む全項目において適合いたしました。

		株主数 (人)	流通株式数 (単位)	流通株式 時価総額 (億円)	流通株式比率 (%)
当社の状況	2021年6月末 (移行基準日時点)	1,308	24,388	13.6	17.4
	2023年3月末	2,171	28,892	21.9	21.3
	2024年3月末	2,789	32,197	28.6	23.8
	2025年3月末	3,088	35,468	42.2	25.4
上場維持基準		400	2,000	10	25.0
2025年3月末時点の適合状況		適合	適合	適合	適合

※適合状況は、東京証券取引所が基準日時点で把握する当社の株券等の分布状況等に基づき算出したものです。

3 近時の AGP の業績

(1) 2023 年度の業績（第 59 期有価証券報告書より）

当期においては、物価上昇や原材料価格等の高騰はあるものの、円安を背景としたインバウンド需要も好調に推移し、航空需要においても国際線の回復が一段と進んだ。

このような状況における AGP の業績は、運航便数の増加により動力供給事業、エンジン・エンジニアリング事業が牽引したことに加え、商品販売事業は堅調に推移した結果、売上高合計は 129 億 86 百万円と前期末比 19 億 46 百万円増（17.6%）となり、全てのセグメントにおいて増収となった。営業利益は 10 億 59 百万円と前期末比 5 億 31 百万円（100.8%）の増益、経常利益は 10 億 75 百万円と前期末比 5 億 62 百万円（109.7%）の増益、親会社株主に帰属する当期純利益は 6 億 89 百万円と前期末比 1 億 78 百万円（35.0%）の増益となった。

各セグメントの業績（2023 年 4 月 1 日～2024 年 3 月 31 日）は次のとおりである。

セグメントの名称	業績の概況
動力供給事業	順調に推移している国内線需要に加え、欧米や豪州、東南アジア諸国からのインバウンド需要により、国際線の運航便数が増加したことで、電力供給機会が増加。さらに 2023 年 4 月利用分より原材料費の変動に応じた価格転嫁を開始したことで、売上高は 54 億 75 百万円と前期末比 12 億 8 百万円(28.3%) の増収。 セグメント利益は、復便に伴う設備稼働の向上により、10 億 10 百万円と前期末比 7 億 64 百万円(310.5%) の増益。

エンジニアリング事業	運航便数の増加に伴う特殊機械設備の稼働再開等により、保守業務および整備工事等が増加した結果、売上高は 64 億 93 百万円と前期末比 6 億 23 百万円(10.6%) の増収。 セグメント利益は、増収により、13 億 35 百万円と前期末比 46 百万円(3.6%) の増益。
商品販売事業	AGP でんきサービス終了の影響がある一方で、フードシステム販売は新規顧客の獲得により、介護・福祉施設へのカート販売が好調に推移。また、GSE の販売も増加したこと等により、売上高は 10 億 17 百万円と前期末比 1 億 15 百万円(12.8%) の増収。 セグメント損失は、5 百万円(前期末セグメント損失 36 百万円) と赤字幅が縮小。

(2) 過去 10 年の業績

過去 10 年の AGP の業績の推移は下表のとおりであり（過去 10 年の各年度の有価証券報告書より）、コロナ禍であった 2020 年度には、売上高は減少、営業利益、経常利益、親株主に帰属する当期純利益のいずれも赤字となっているが、翌年には黒字回復し、2023 年度まで増収、増益となっている。

セグメント別に見ると、動力供給事業では、2015 年度以降コロナ前の 2019 年度まで、売上高は増収が続いており、コロナ禍の 2020 年度に減収、赤字となったものの、2021 年度には赤字幅が縮小し、その後、2023 年度まで、売上高は増収、セグメント利益は増益となっている。

エンジニアリング事業でも、2015 年度以降コロナ禍の 2020 年度以前においては売上高は増収、セグメント利益も 2017 年度を除いて増益となっており、コロナ禍の 2020 年度には売上高は減収、セグメント利益は減益となっているものの、2021 年度以降は、それぞれ増収、増益となっている。

商品販売事業では、2015 年度以降コロナ禍の 2020 年度までは、ほとんどの年度で売上高は増収傾向にあり、セグメント利益も 2015 年度の赤字を除いてほとんどの年度で増益となっている。コロナ禍の 2020 年度には、売上高は減収、セグメント利益は増益となり、その後、2022 年度には売上高は減収、セグメント利益は赤字となっているが、2023 年度には売上高が増収し、赤字幅が縮小している。

[過去10年の業績]

(単位：千円)

	2014 (50期)	2015 (51期)	2016 (52期)	2017 (53期)	2018 (54期)	2019 (55期)	2020 (56期)	2021 (57期)	2022 (58期)	2023 (59期)
売上高合計	10,671,015 (△5.7)	11,582,113 (8.5)	12,291,716 (6.1)	13,196,417 (7.4)	13,818,300 (4.7)	14,742,940 (6.7)	10,404,895 (△29.4)	10,381,548 (△0.2)	11,039,908 (6.3)	12,986,882 (17.6)
営業利益	778,716 (△28.1)	887,786 (14.0)	1,115,506 (25.7)	1,403,607 (25.8)	1,356,291 (△3.4)	1,422,221 (4.9)	△131,428 (-)	121,870 (-)	527,819 (333.1)	1,059,605 (100.8)
経常利益	860,801 (△20.1)	902,386 (4.8)	1,132,384 (25.5)	1,389,490 (22.7)	1,352,428 (△2.7)	1,446,612 (7.0)	△58,026 (-)	236,070 (-)	512,726 (117.2)	1,075,002 (109.7)
親会社株主に帰属 する当期純利益	469,275 (△17.7)	547,956 (16.8)	754,423 (37.7)	914,955 (21.3)	877,890 (△4.1)	498,706 (△43.2)	△45,902 (-)	11,420 (-)	510,882 (4373.2)	689,497 (35.0)

[セグメント別]

(単位：千円)

			2014 (50期)	2015 (51期)	2016 (52期)	2017 (53期)	2018 (54期)	2019 (55期)	2020 (56期)	2021 (57期)	2022 (58期)	2023 (59期)
セグメント別	動力供給事業	売上高	4,959,488 (△0.6)	5,069,665 (2.2)	5,205,540 (2.7)	5,370,661 (3.2)	5,475,013 (1.9)	5,776,394 (5.5)	3,278,447 (△43.2)	3,647,752 (11.3)	4,267,257 (17.0)	5,475,433 (28.3)
		セグメント利益	580,763 (△18.9)	805,410 (38.7)	953,101 (18.3)	1,192,884 (25.2)	1,135,715 (△4.8)	1,288,359 (13.4)	△169,788 (-)	△113,779 (-)	246,172 (-)	1,010,588 (310.5)
	エンジニアリング事業	売上高	4,480,828 (△1.7)	4,847,576 (8.2)	5,280,320 (8.9)	5,591,318 (5.9)	6,166,330 (10.3)	6,482,254 (5.1)	4,704,202 (△27.4)	4,932,749 (4.9)	5,870,338 (2.8)	6,493,659 (10.6)
		セグメント利益	720,612 (25.2)	822,540 (14.1)	889,211 (8.1)	864,136 (2.8)	1,015,470 (17.5)	1,039,077 (2.3)	694,687 (△33.1)	928,797 (33.7)	1,288,368 (17.8)	1,335,194 (3.6)
	商品販売事業	売上高	1,230,698 (△30.4)	1,664,871 (35.3)	1,805,856 (8.5)	2,234,436 (23.7)	2,176,957 (△2.6)	2,484,291 (14.1)	2,422,246 (△2.5)	1,801,046 (△25.6)	902,312 (△11.9)	1,017,789 (12.8)
		セグメント利益	71,605 (△83.1)	△72,328 (-)	36,348 (-)	104,415 (187.3)	65,991 (△36.8)	73,694 (11.7)	192,868 (161.7)	201,719 (4.6)	△36,533 (-)	△5,847 (-)

4 脱炭素化に向けた AGP の取組み

AGP は、1965 年の設立当初より、駐機中の航空機に対して電力及び空調（冷暖房）を供給することで、航空機からの CO₂排出削減及び騒音低減を図り、空港環境の改善に寄与してきた。現在では、空港における環境貢献のリーディングカンパニーとして、「空港における脱炭素化の実現」を掲げ、国内主要 10 空港のうち 9 空港で固定式設備を使用した動力供給事業を実施。航空機への電力・空調供給サービスを通じて、2030 年度末までに GPU 利用率 100%の実現を目指している。

これらの取組みにより、2024 年度には CO₂排出量を 29.4 万トン削減するなど、環境負荷の低減と収益性の両立に尽力している。

また、動力供給事業にとどまらず、ナショナルアジェンダとしての CO₂排出削減推進を背景に、新たな環境事業の創出を目指しており、エネルギーマネジメント、再生可能エネルギー活用、蓄電池技術との連携といった成長分野においても脱炭素社会の実現に貢献す

る企業として、更なる成長を目指している。

具体的な対応としては、空港における脱炭素化とエネルギー利用の最適化に向けた取り組みを進める中で、

- ・ 空港内 EV 化の進展に対応し、GSE 向け充電ステーションの構想を推進している
- ・ 再生可能エネルギーの導入に伴う電力コスト上昇に対応するため、エネルギーマネジメントシステム（EMS）と AI 蓄電池を活用した電力最適化の仕組みを開発中である
- ・ 再生可能エネルギーの導入拡大に伴い、調達コストの上昇が航空会社の負担増につながる可能性があるため、エネルギーマネジメントシステム（EMS）の導入による電力需給の最適化と大型蓄電池の活用による負荷調整を進めている
- ・ これにより、グリーン電力導入に伴うコスト上昇の抑制と空港全体の電力使用効率の向上の両立を目指し、技術開発を推進している
- ・ また、空港内 EV 化の進展に対応し、GSE 向け充電ステーションの構想も進めている

ものと認められる。

5 コーポレートガバナンス、内部統制の状況（第 59 期有価証券報告書より）

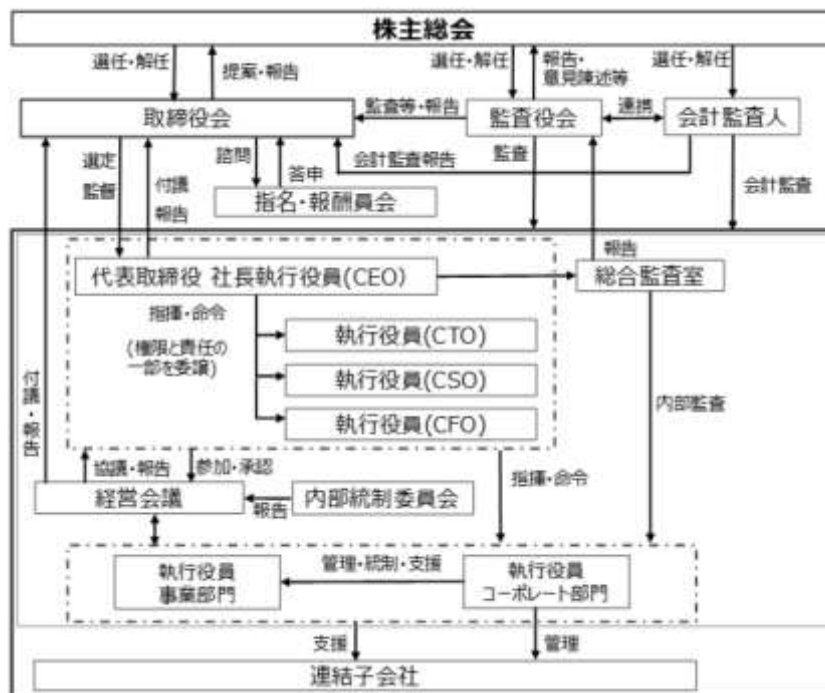
(1) AGP グループのコーポレートガバナンス（企業統治）に関する基本的な考え方

AGP では、あらゆる企業行動の根幹をなす考え方として、AGP グループの企業理念のもと策定した AGP グループ中期経営計画（2022-2025 年度）（以下、本中期経営計画という）を公表しており、中期経営計画期間中に成し遂げなければならないこととして「ESG 経営を推進していくことで、『成長の実現』と『戦略投資と還元の両立』を実現させる」と宣言している。

そして、AGP グループでは、自主独立の経営体制で持続的な成長を実現するために、スタンダード市場の上場企業が具備すべきガバナンス水準を充たせるよう取り組みを進めており、現時点において独立社外取締役を 2 名選任し、かつ、独立社外取締役が委員長を務める任意の指名・報酬委員会を設置している。

コーポレートガバナンス体制の構築には熱心に取り組み、株主をはじめとするステークホルダーに対する経営責任と説明責任を果たすために、健全性、透明性、効率性の高い経営体制の確立を目指している。

なお、2025 年 3 月 31 日時点における AGP のガバナンス体制の概要は下図のとおりである。



(2) コーポレートガバナンスの体制の概要及び当該体制を採用する理由

AGP では、経営課題及び各業務の執行状況を共有・可視化し活発な協議を行うこと、並びに、取締役会に付議する事項などを検討及び決定する目的で、社長並びに経営組織の常勤取締役、常勤監査役、顧問、執行役員の全員が出席（部長が陪席）する「経営会議」を定期的に毎月4回開催している。

また、業務執行機関に関する重要事項、全社の方向性や目標、経営資源配分の決定などの経営機能、さらに、それらの行動を監視・チェックするボード機能の観点から、毎月1回定例の取締役会を開催しており、独立社外取締役2名のほか、非常勤社外監査役3名を含む監査役全員が出席（顧問と執行役員が陪席）し、活発な議論がなされている。

各監査役は取締役会に出席するのは勿論、常勤監査役は経営会議等の重要会議にも出席し、また、必要に応じて、取締役及び従業員から随時報告を求め業務執行状況の確認を行っており、取締役の職務執行を監視できる体制となっている。

(3) 経営方針とサステナビリティに対する考え方

AGP は 1965 年に設立して以来、企業活動を通して空港分野において環境貢献に寄与する経営を推進している。AGP の経営方針及び中期経営計画の中には、サステナビリティに関する考え方及び取組みも含まれており、本経営方針及び本中期経営計画のもと、中期経営計画期間中にコロナ前（2019 年度）の売上・利益水準へ早期に回復させ、その後はさらなる成長を目指して売上規模 200 億円を目標に掲げ、企業価値向上に向けて経営を推進するとともに、環境・社会・ガバナンスを重視した ESG 経営を推進している。

(4) リスク管理体制

AGP では、直接的または間接的に同社グループの経営あるいは事業運営に支障をきたす可能性のあるリスクに対し、迅速かつ的確に対応を図るために定めたリスク管理規則に則り、毎年定期的にリスクマネジメント一覧表を取りまとめ、経営会議に報告するなどして、全社的なリスクの評価、管理、対策立案を実行している。

顕在化したリスクがあった場合には、顕在化したリスクの内容に沿って予め決められた施策で対応を図ることとしており、必要に応じて取締役会へ情報を共有し監督及びモニタリングを実施するとともに、リスク評価・分析を行い、全社におけるリスク管理の強化を図っている。

(5) 内部監査の状況

AGP は、代表取締役直属の総合監査室を設置し内部監査を実施している。総合監査室に3名の内部監査担当者を配置し、年間の監査スケジュールに基づき、AGP 各部門、連結子会社の業務執行状況について、「法令、定款及び社内規程に準拠し、かつ経営目的達成のため合理的、効率的に運営されているか否か」の観点から内部監査を実施している。内部監査結果は、代表取締役及び取締役会へ報告している。

また、監査役、会計監査人との連携のもと、金融商品取引法に基づく財務報告に係る内部統制の整備と運用の状況を把握し、代表取締役と総務部門担当取締役を構成員とする内部統制委員会へ報告している。

(6) AGP のコーポレートガバナンスの特殊性について

AGP のコーポレートガバナンスを検証するにあたり、同社には以下のような特殊性が認められる。

① 人的構成

後記第三、3（AGP と大株主3社との人的交流関係）で詳述するが、AGP には大株主3社から出向している業務執行担当の取締役が就任しており、また、同じく大株主3社から派遣されている非常勤社外監査役が就任している。これにより、大株主による経営管理が一定程度図られているものと言える。

② 特別委員会の存在

大株主による経営管理が認められる一方で、特定の株主と一般株主との利益相反状況が生じる可能性も高まるため、AGP では利益相反管理規則を策定して、平時から利益相反行為の管理を目的とした特別委員会が設置されており、独立社外取締役が委員長を務めている。

6 総括

以上で検証したところから、AGP は上場企業として独立して持続的成長を図るに足りる人的資源、物的資源、そしてガバナンスの仕組みを有しているものと認められる。つまり、AGP の現状において、他社による救済的支援が必要な状況にある、ということは認められ

ない。

第三 AGP と JAL、JAT、ANA とのビジネス連携の経緯

1 AGP と大株主 3 社との資本関係

第二、2、(2)で述べたこととも関連するが、AGP の大株主の状況は下記のとおりである
(2024 年 3 月 31 日現在)。

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己株式を除く)の 総数に対する所有株式数の割合 (%)
日本航空株式会社	4,115	30.46
日本空港ビルデング株式会社	3,309	24.49
A N A ホールディングス株式会社	2,471	18.29
株式会社日本カストディ銀行（信託E口）	439	3.25
エージーピー社員持株会	258	1.91
STIFEL, NICHOLAUS + COMPANY, INCORPORATED SEG EBOC (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	118	0.88
上田八木短資株式会社	100	0.74
個人	89	0.65
栗原工業株式会社	86	0.63
個人	72	0.53
計	11,061	81.89

さらに、AGP と大株主 3 社との関係は以下のとおりである(第 59 期有価証券報告書より)。

(その他の関係会社)	業種	株式保有割合	株式被保有比率	関係内容
日本航空株式会社	航空運輸	0.0	30.5	航空機用動力供給および施設・設備の保守管理業務 役員の受入 2 名
日本空港ビルデング株式会社	ビル管理 運営等	—	24.5	事務所の賃借 空港内の電力供給 役員の受入
A N A ホールディングス株式会社	持株会社	0.0	18.3	航空機用動力供給および施設・設備の保守管理業務 役員の受入 2 名

2 AGP と大株主3社との取引の状況

(1) AGP と JAL の取引関係 (2010 年度から 2023 年度まで)

前記第二、1 のとおり、AGP は主として、動力供給事業（駐機中の航空機への電力、冷暖房等を固定式設備及び移動式設備により供給する業務）、エンジニアリング事業（空港内外の特殊設備、建物・諸設備及びセキュリティ機器の保守管理、ビジネスジェットの支援サービス等を行う業務）及び商品販売事業（フードシステム販売、GSE 販売等を行う業務）を行っているところ、JAL との間では、これらいずれの事業についても取引関係が存在する。

AGP における上記 3 事業の各年度の合計売上高は、約 100 億円～140 億円であるところ、このうち JAL からの売上割合は約 %を占めており、特に、動力供給事業における JAL からの各年度の売上げは、同事業の年度売上高の約 %を占め、また、エンジニアリング事業についていえば、約 %を占める。

商品販売事業における JAL からの各年度の売上げは、同事業の年度売上高の約 %を占めている。

このように、AGP にとって、JAL は売上高の多くを占める重要な顧客であるといえる。

(2) AGP と JAT の取引関係 (2010 年度から 2023 年度まで)

JAT は羽田空港の国内線旅客ターミナルビル等の建設・管理運営等を行っているが、AGP と JAT との間には、AGP を賃借人とする羽田空港内の電気室等の賃貸借契約に加え、同社を受給者とする電力供給契約が存在しており、AGP は、JAT に対し、2023 年度には約 円程度の費用を支払っている。他方で、同社間には、AGP を売主、JAT を買主とする、GSE 等の売買契約も存在もするが、これによる AGP の売上高(2023 年度)は 円程度である。

なお、AGP は、2022 年 8 月頃、JAT より、同社が開発に携わっている「羽田イノベーションシティ」内の物件に本社移転の提案を受けたが、契約条件が折り合わず、契約締結には至らなかった。

- (3) AGP と ANA との取引関係(2010 年度から 2023 年度まで。なお、本項における「ANA」は、全日本空輸株式会社を指すものとする。)

AGP と ANA との取引関係を見るに、AGP は、ANA との間で、動力供給事業、エンジニアリング事業及び商品販売事業のいずれについても取引が存在する。

AGP における上記 3 事業の各年度の合計売上高に対する ANA からの売上割合は、約 %を占めており、特に、動力供給事業における ANA からの各年度の売上げは、同事業の年度売上高の約 %を占める。もっとも、かかる事業のうち、移動式設備により電力等を供給する業務での売上割合は低く、そのほとんどは固定式設備による電力等供給業務での売上げである。

エンジニアリング事業についていえば、ANA のグループ会社が同様のサービスを提供していることから、ANA からの各年度の売上げは、同事業の年度売上高の %にも満たない。

商品販売事業における ANA からの各年度の売上げは、同事業の年度売上高の約 %を占めている。

動力供給事業における ANA からの売上割合に鑑みれば、AGP にとって、ANA もまた、重要な顧客であるといえる。

- (4) JAL と JAT の取引関係

JAL と JAT は、資本関係のみならず、羽田空港における施設利用等で取引関係が存在する。

まず、資本関係について、JAL は、JAT の主要株主の一つであり、2024 年 3 月 31 日時点で JAT の発行済株式の約 4.72% (4,398 株) を保有している。かかる株式の保有目的について、JAL は、「主に当社基幹空港である羽田空港ターミナルにおける取引・協業関係の構築・維持・強化のため。」と説明している (JAL 第 75 期有価証券報告書 91 頁)。一方、JAT もまた、JAL との「施設管理運営業セグメントにおける更なる連携の強化・信頼関係の構築」を目的として、同社の株式を保有している (JAT 第 80 期有価証券報告書 70 頁)。また、JAL は、JAT に対し、社外取締役を 1 名派遣している。

次に、施設利用に関していえば、JAL と JAT との間では、羽田空港旅客ターミナルビルに係る賃貸借契約等の取引が存在する。

- (5) ANA と JAT の取引関係

ANA もまた、JAT との間で、資本関係のみならず、羽田空港における施設利用等で取引関係が存在する。

まず、資本関係について、ANA は JAT の主要株主の一つであり、2024 年 3 月 31 日時点で発行済株式の約 4.72% (4,398 株) を保有している。かかる株式の保有目的につい

て、ANA は、「主に羽田空港ターミナルにおける協業関係の構築を通じた航空事業の維持・強化のため。」と説明している（ANA ホールディングス株式会社 第 74 期有価証券報告書 83 頁）。一方、JAT もまた、ANA との「施設管理運営セグメントにおける更なる連携の強化・信頼関係の構築」を目的として、同社の株式を保有している（JAT 第 80 期有価証券報告書 70 頁）。また、ANA は、JAT に対し、社外取締役を 1 名派遣している。⁴

次に、施設利用に関していえば、ANA（全日本空輸株式会社を指す。）と JAT との間には、羽田空港旅客ターミナルビルに係る賃貸借契約等の取引が存在する。また、ANA と JAT は、羽田空港の機能強化を目的とした共同プロジェクトを推進しており、2025 年 3 月には、羽田空港第 2 ターミナルの拡張エリアが供用開始され、ANA の国際線の約 7 割が第 2 ターミナルに集約された。⁵

3 AGP と大株主3社との人的交流関係

(1) AGP の歴代の代表取締役の状況

2001 年度以降、2023 年度に現代表取締役社長である杉田氏が代表取締役社長になるまでの間、AGP の歴代の代表取締役社長は、2009 年度から 2011 年度に三菱商事出身者が代表取締役社長を務めていた期間を除いて、全て JAL 出身者が務めている。

(2) 取締役及び監査役の状況

2001 年度以降の歴代の AGP の取締役及び監査役の構成を見ると、下図のとおり、大株主 3 社ないしそのグループ会社の出身者あるいはこれらの会社からの出向取締役及び派遣監査役（以下では、当該会社及びそのグループ会社の出身者、出向取締役及び派遣監査役について、出身者等という）が多くを占めていることが分かる。

(3) 取締役の状況

AGP の取締役全体数のうち JAL 出身者等は、最も多いときは 8 名中 5 名（2002 年度）であり、現在に至るまで、常に 2 名以上いることが認められる。

2001 年度以降現在に至るまで、ANA 出身者等は、常に 1 名おり、三菱商事からの株式譲渡により JAT が株主となった 2019 年度以降は、JAT 出身者等が常に 1 名いる状態である。

(4) 監査役の状況

次に、2001 年度以降の歴代の監査役の構成であるが、2008 年度までは、AGP 出身の

⁴ JAT 第 80 期有価証券報告書 60 頁。ただし、同資料からは、ANA ホールディングス株式会社、全日本空輸株式会社のいずれから派遣されているのか明らかではない。

⁵ 「ANA の羽田国際線、「第 2」に 7 割集約 ハブ機能強化」2025 年 3 月 10 日付け日本経済新聞社電子版

監査役は一名もおらず、全年度において、JAL（2021 年度から 2003 年度は JAS を含む）出身者等 2 名、ANA 出身者等 1 名を含む外部の出身者ないしは外部からの派遣監査役が監査役を務めてきた。

2009 年度以降は、AGP 出身の監査役 1 名を含む構成となり、2009 年度以降 2018 年度までは、JAL 出身者等 1 名、ANA 出身者等 1 名、2007 年度に JAL から株式譲渡を受けた当時の株主である三菱商事出身者等 1 名の体制となっている。

2019 年度以降は、AGP 出身の監査役 1 名、JAL 出身者等 1 名、ANA 出身者等 1 名、JAT 出身者等 1 名での体制となっている。

このように 2001 年度以降の歴代の監査役の状況を見るに、大株主 3 社の出身者等が常に半数以上を占めている状況であることが認められ、年度によっては監査役全員がこれらの外部出身者等で構成されている年度もあったことが認められる（2005、2006 年度）。

(5) 小括

以上のとおり、2001 年度以降の歴代の取締役及び監査役の状況を見るに、大株主 3 社の出身者等の数は全年度で取締役及び監査役の全体数の半数以上を占めており、大株主 3 社が AGP の経営管理に深くかかわってきた状況が認められる。

年度（表内の数字は人数を示す。）

2001	6	2	2	1	2	
2002	7	2	2	1		
2003	5	2	2	3		
2004	5	2	2	3		
2005	5	2	1	4		
2006	5	2	1	4		
2007	5	2	1	2	3	
2008	5	2	1	2	2	
2009	3	2	1	2	4	
2010	3	2	1	2	4	
2011	3	2	1	2	3	
2012	3	2	2	3		
2013	3	2	2	3		
2014	3	2	2	3	1	
2015	3	2	2	3	1	
2016	3	2	2	3	1	
2017	3	2	2	3	1	
2018	3	2	2	3	1	
2019	3	2	2※3	3	1	
2020	3	2	2	3	1	
2021	2	2	2	3	2	
2022	3	2	2	4	2	
2023	2	2	2	5	2	

JAL※1

ANA

JAT

AGP※2

新東京国際空港公団

三菱商事

運輸省

独立社外役員

※1 本表において「JAL」とは、JAL又はJALグループ会社の出身者又はこれらの会社からの出向取締役又は派遣監査役を指す。「ANA」「JAT」「新東京国際空港公団」「三菱商事」も同様である。なお、2001年度から2003年度のJALの人数には、JASからの派遣監査役を含む（JASは2004年4月にJALと経営統合）。

※2 本表において、「AGP」とはAGP社員を指す。

※3 2019年度から取締役となった阿南優樹氏は、JAL出身者であるが、JALからJATに移籍し、JATからAGPに出向しているとのことであるから、本表内においてはJATからの出向取締役としてカウントしている（2020年度から2023年度まで同じ）。

4 AGP の上場維持に向けた大株主3社の取組み

(1) AGP の 2001 年上場から JAL による本株主提案に至るまでの上場維持に向けた大株主3社の取組み及び AGP に示されていた意向

AGP が上場した 2001 年 12 月から JAL による本株主提案に至るまでの上場維持に向

けた大株主 3 社の取組み及び AGP に示されていた意向については、AGP と大株主 3 社各社との間で行われた協議に関する AGP の社内議事録や、大株主 3 社との 4 社による上場維持に向けた 4 社間協議の議事録、メールの記録、JAL から AGP に提出された書面、JAL のコーポレートガバナンス報告書等から、主要なものとして、以下のとおり認められる。

なお、2025 年 1 月 17 日以降の AGP と JAL との間での詳細なやりとりについては、第四、1 で後述する。

2001 年 12 月	AGP 増資資本金 20 億 3875 円 ジャスダックに株式上場
2007 年 3 月 2 日	JAL、立会外分売－40 万株（JAL 保有比率 63.02%→60.15%）
同年 11 月 5 日	JAL が三菱商事に 374 万株を譲渡（JAL 保有比率 60.15%→33.34%）
2019 年 11 月 8 日	三菱商事が JAT に 374 万株を譲渡（JAT 保有比率 26.81%、JAL 保有比率 33.34%、ANA 保有比率 20.02%、大株主 3 社保有比率 80.17%）
2020 年 12 月 25 日	東証「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）」公表（流通株式比率 25%以上が必要であるが、AGP は 17.4%）
2021 年 7 月 29 日	AGP 第 642 回取締役会にて、東証新市場区分適合に向けた考え方として上場維持、独立経営志向の経営方針、上場維持基準の適合及び大株主と強固な関係を維持しつつも少数株主の利益を適切に保護するガバナンス体制の構築実現を目的とすることについて承認。
同年 8 月 26 日	AGP 第 643 回取締役会にて、東証新市場区分適合に向けた検討体制（外部コンサルタント及び弁護士を含めたプロジェクトを社内立ち上げ、特定利害関係取締役にあたる出向社員（取締役、監査役）を除いた構成メンバーで進めること）やスケジュールについて、承認。
同年 9 月 24 日	AGP 第 644 回取締役会にて、上場維持について AGP から大株主宛てのレター案が検討される。同レター案では、流通株式比率の向上策として、株式処分信託を活用した大株主持分株式の一部の市場での売却が望ましい旨記載あり。
同月末	AGP、東証スタンダード市場の上場維持基準への適合（流通株式比率 30%）を目指し、大株主 3 社に対してプロラタ方式での株式売却及び処分信託の活用を提案。AGP 社内の議事メモやメールには、大株主 3 社とも、担当者レベルでは、①株式流通比率 30%を目標とし、プロラタ方式で信託活用による株式売却を行うこと、②12 月の東証への選択申請・計画書提出には対応可能であることについて合意を得られたこと等の記載あり。
	以降、AGP と大株主 3 社各社との間で売却手法も含めた協議がなされる。
同年 10 月 14 日	AGP・JAL 面談。AGP 社内議事メモには、JAL 担当者 B 氏から、JAL 社内には上場維持に否定的な意見もあるところ、上場維持を支援する方針に変わりはないが、上場維持の意義や目標を明確に示してほしい旨や自己株式取得・消却の要望等の発言があった旨記載あり。
同年 11 月 17 日	大株主 3 社及び A 銀行との 5 者間協議実施。

	本協議の議事録には、A 銀行より株式処分信託スキームの説明等がなされたこと、JAL 担当者 B 氏より「筆頭株主として本プロジェクトに協力はしたい」と、ANA 担当者 E 氏より「当社としては基本的に AGP の上場維持をしっかりと支援することが決定しております。」と発言があった旨記載あり。
同年 11 月 25 日	AGP と大株主 3 社との協議を経て、大株主 3 社各社との間で「上場維持に向けた覚書」（以下、本覚書という）を締結。本覚書において、AGP が東証の市場区分見直し後において、スタンダード市場を選択し、上場維持を目指すこと（第 1 条 1 号）、AGP が東証が策定した経過措置としての改善期間の満了日までにその流通株式比率を 30%以上とすることを旨とする（同条 4 号）等に AGP と大株主 3 社各社が相互に協力することについて合意。
	「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の内容について AGP・JAL 間で協議
同年 12 月 2 日	5 社間協議（2 回目）
同年 12 月 7 日	AGP 大貫社長、竹山氏、JAL 担当者（A 氏、B 氏、C 氏）との面談 AGP 社内での同面談に関する報告メールに「XLZ としては上場維持、株式処分信託でいったん進めることで変わりはないが、JAL 社内では議論は振り出しでニュートラルに非上場も含めて整理が必要な状況である旨 JAL 担当者 A 氏より説明があった。（非上場のパターンは JAL が筆頭、JAT が筆頭のパターンがある。）MOU で上場維持、プロラタで株式売却を締結していることは十分理解している（JAL 担当者 B 氏） MOU については本部長決裁で取得し、ノンバインディングであることなどを踏まえ社長名で押印」などと記載あり（なお、XLZ とは JAL のグループ経営管理部を指すとのことである。）。 AGP 関係者ヒアリングによれば、本覚書が社長決裁でなかったことから、JAL 内での意思統一がなされておらず、JAL のグループ経営管理部と財務部門との間での調整ができていなかったことが背景となり、JAL 側から上記のような発言があったとのことである。
同月 10 日	第 647 回取締役会 同取締役会の第 2 号議案「新市場区分の上場維持の適合に向けた計画書の提出について」に、本覚書締結後、JAL より、取組方針及び具体的な計画について、上場廃止（TOB）も含めて再検討すべきとの指摘があり、当初の AGP 案を推進することができない状態となり、計画書の内容・表現においても JAL から指示があった結果、計画内容の変更と文章表現の修正をせざるを得なかった旨記載あり。
同月 23 日	AGP「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を東京証券取引所（TDnet）で開示
2022 年 1 月 26 日	JAL 担当者 B 氏から AGP 竹山氏宛てにレター案（「東証市場区分変更に伴う貴社の対応につきまして」別紙②-1「今後の進め方と対応に関する対案」）と共にメール送付。同メールには「JAL 内では、昨日、財務担当役員、総務担当役員を含め、「条件付き上場維持」のスタンスを確認しています。」「来期に入っても株価や出来高に改善が見られない場合の対応は、その時に考えることとしており、何かの条件をもとに自動的に非上場に舵を切るという整理は取敢えてしていません。選択肢としては残るものの、あくまでも現時点では上場維持が妥当で、上場維持に向けあらゆる取り組みを行うこととしています。」とあり、同レター案には、2021 年度第 1 四半期中に流

	通株式比率向上施策を実施するための環境を整え、それ以降四半期毎に中期計画の内容と事業成長の可能性、株価・出来高の改善状況を確認した上で、流通株式比率向上施策の実施是非を判断する旨記載あり。 AGP 竹山氏より、上記レター案について本覚書の合意に反するものではないか、方針転換の趣旨かを確認するが、JAL 担当者 B 氏より、「当社の理解は、MOU の認識とは違わない」との回答あり。
同年 2 月 14 日	JAL 担当者 A 氏名で「東証市場区分変更に伴う貴社上場維持に関しての当社方針について」が出される。同書面添付別紙には、上記 1 月 26 日のレター案と同内容の記載あり。また、「貴社が上場を維持され、益々成長していくことを期待しており、東証新市場への上場基準適合に向けた貴社の取組については、株主として出来得限りの協力をしていく所存です。」と記載あり。
同年 8 月 9 日	AGP 上場維持に向けた 4 社間協議（初回） JAL 及び JAT のスタンスとして「AGP の上場維持意向に対して協力。株主単独として上場維持させたいか否かという観点での判断はしていない」こと、ANA のスタンスとして「AGP の上場維持意向に対して協力。株主として AGP に上場維持させたいという判断をしている」ことを確認、具体的なトランザクションについての検討。
同年 9 月 21 日	4 社間協議 MOU の再締結（4 社間 MOU 締結）は不要であり、既存の本覚書が有効であることを合意。
同年 10 月 13 日	4 社間協議 どのような株価・出来高であれば具体的な売却トランザクションを実行するのか基準を定めておくこと、11 月末までに具体的なトランザクションについて概要レベルでの意思決定を合意することについて合意。
同月 25 日	4 社間協議 第 2 四半期に JAL 先行売却する件について協議がなされ、11 月末までに全体方針を決める（第 3 四半期売却手法、ボリューム含む）こと等が決まる。
同年 11 月 17 日	4 社間協議 第 2 四半期 JAL 先行実施についての協議がなされる。JAL のトランザクション実施予定スケジュール確認。第 2 四半期 JAL 先行のモニタリングを実施すること等決定。
同月 21 日	JAL が AGP 株式 10 万株を市場売却（ 証券の立会外トレードを利用） (JAL33.34%→32.62%)
同月 30 日	4 社間協議 各社が今期内のしかるべきタイミングで、各種売却手法が実施できるように、準備を進めること、個別の売却手法単位ではなく、今期内に必要となる全体の売却数をもって社内決裁を進めること、各社の今期内に必要となる全体の売却数については、流通株式比率 25%達成を目安に 3 社プロラタで準備すること、+α の売却に関しては、来期以降に継続して協力すること、AGP は流通株式比率 25%達成に向けた数値配分案を作成し知らせることを合意。

同年 12 月 23 日	自己株式取得（JAL－37 万株、JAT－29 万株、ANA－22 万株） （JAL 保有比率 29.97%、JAT 保有比率 24.73%、ANA18.44%に）
2023 年 1 月 16 日	4 社間協議 第 3 四半期決算後のトランザクション実行判断基準の方針合意
同年 2 月 6 日	JAL65,600 株、JAT140,700 株、ANA101,600株（計 307,900 株）を売却（立会外トレード）
同月 10 日	自己株式消却 44 万株 （JAL 保有比率 30.46%、JAT 保有比率 24.50%、ANA 保有比率 18.29%に）
同年 3 月 10 日	4 社間協議 具体的なトランザクションの実施は、一旦冷却期間と考えて様子を見ることが決まる。
同年 5 月 9 日	自己株式処分 44 万株
同年 6 月 9 日	AGP、上場維持基準の達成時期を 2025 年 3 月末に変更したことを東京証券取引所（TDnet）で開示（「上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況」）
同年 8 月 10 日	4 社間協議 JAL 担当者 D 氏より「いままでの活動は AGP 社が上場維持をしたいという意向を受けて、上場維持基準の流通株式比率 25%をクリアするために、大株主 3 社として最大限尊重し、上場維持に協力してきたが、JAL 社内において、筆頭株主として、AGP をどうすべきか等については積極的に議論してこなかった。 ここで一度、立ち止まって JAL 社としての方向性を決める時期なのではと思っている。現時点で方向性は決まっていないが、外部の環境の変化もあったので、JAL は筆頭株主として、AGP 社の企業価値向上に向けて、何が最善であるか、AGP をどのようにするのか等について検討する時間をいただき、社としての意思確認をしたいと考えている。社内でのコンセンサスをとって進めたい。」旨発言あり 。
同年 12 月 5 日	4 社間協議（AGP 作成議事録（各社担当者の確認は未了）によると以下の旨記載あり。） JAL 担当者 D 氏より、前回協議で検討する旨述べた今後の方針について検討したが結論が出なかった旨回答あり。2023 年度（3 月末）時点における成長の取組、成果を確認し、2024 年 5 月末から 6 月に回答する予定となる。また、4 社間協議会は、AGP の上場維持を目的に流通株式比率の適合基準を充足することであったが、大株主 3 社は一定の協力をしてきたため、次回会議までの間は AGP がすべき①航空会社 2 社に依存しない収益の獲得、②その他事業法人株主の協力を推し進めることとなる。 なお、ANA 担当者 E 氏より「基本は AGP 上場維持に協力したい。引き続き売却方針進めて問題ない。ただし、3 社プロラタの協力が大前提。」等、JATF 氏より「JAT 社のスタンスは変わっていない。」「残り 1 %弱、協力ができなくはないが、次は、AGP 社が努力する番」等発言あり。 （なお、4 社間会議はこれが最後となる。）
	AGP 役員ヒアリング結果によれば、以降、AGP より上記について複数回面談の要望等を出し、面談時に確認を行ってきたが、JAL から上記についての正式な回答はなかったとのことである。

2024 年 10 月	AGP 辻取締役と JAL 担当者 C 氏他との面談実施 上記面談時の内容について、AGP 辻取締役から JAL 担当者 C 氏、G 氏、H 氏宛てに送信されたメール（10 月 31 日）には、「①当社の上場維持に向けた株式保有比率の低減のお願いについて「今後、JAL として AGP をどのような位置づけで考えるのかについて」の回答」「JAL 社は当社に対して、株式の保有比率の低減についての議論／協力する前に、特別委員会の設置などの重要事案に関して、事前の共有がないということに問題があると考えている旨も FB しました。」と記載あり。
同年 11 月 30 日	AGP より成長戦略遂行に向けた資金調達の一環としてエクイティファイナンスを含む複数の方策を検討していることを理由に、JAL に NDA 締結を依頼。以降、NDA 締結に向けたやりとりを実施。
2025 年 1 月 17 日	JAL より「貴社の非公開化を通じたより深い協議関係の構築に関する協議開始の件」にて公開買付けを通じた非公開化の提案がなされる。
2025 年 3 月 24 日	コーポレートガバナンス報告書（JAL） 以下の記載あり。 「主要事業の航空機用地上動力設備や空港施設整備等の主要ユーザーである当社との対話を促進することでより効率的・効果的な設備投資や運営を実現するとともに、上場により、資金需要に対応した経営資金の自己調達能力の強化を実現することで、企業価値を高めることを目指しています。以上のことから、株式会社エージービーが当社の関連会社であることは、同社の健全な発展につながるものであるとともに、当社グループ全体の企業価値の最大化に資するものと考えております。」
2025 年 4 月 25 日	JAL による本株主提案。
同日	コーポレートガバナンス報告書（JAL） 本株主提案と同趣旨の記載あり。

(2) 2001 年 AGP 上場の背景と JAL の目的

AGP 上場の JAL の目的については、JAL への調査を実施していない以上不明であるが、AGP 関係者ヒアリング等によれば、AGP 上場時、2002 年の成田空港第 2 スポット増設、2004 年の羽田新ターミナル建設、2005 年の中部空港開設といった航空需要拡大に伴い、社会的使命に応じていくため、動力供給設備の拡大が求められ、AGP の非上場株式を筆頭で保有している JAL は、高額長期資金調達の対応を求められていたとのことである。そして、4 大空港新設プロジェクトの際に多額の出資をした JAL にとっては、このような高額長期資金需要の拡大に対して、JAL の財務状況悪化による保証能力低下を補填するため、AGP を上場させることで投資資金の自己確保・経営資金の自己調達をさせ、設備投資のための借入金を自己資本で賄わせることで、JAL の出費を抑制し、上場により株式の益出しが期待できるというメリットがあったものと思われるとのことであった。

(3) 上場維持に関する覚書締結の経緯

2020 年 12 月に東証より「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二

次制度改正事項)」が公表され、スタンダード市場の流通株式比率は 25%以上との基準が示されたところ、当時の AGP の大株主 3 社による保有比率は 80.17%であり、流通株式比率は 17.4%であった。

AGP としては、上場維持に向けた流通株式比率の向上策として、大株主 3 社が所有する株式の一部の市場での売却を協力依頼することとし、大株主 3 社との協議を進め、2021 年 11 月 25 日、AGP と、大株主 3 社の各社との間で、本覚書が締結された。

(4) 本覚書締結後の上場維持に向けた大株主 3 社の取組みや AGP に示された意向

本覚書締結後、「新市場区分の上場基準の適合に向けた計画書」の内容について、AGP と JAL との間で協議が進められた。

2021 年 12 月 7 日の JAL・AGP 間の面談においては、JAL 担当者 A 氏より、JAL 社内では非上場も含めて整理が必要な状況である旨話がなされ、2022 年 1 月 26 日には、JAL 担当者 B 氏から AGP 竹山氏へ、「東証市場区分変更に伴う貴社の対応につきまして」と題するレター案とともに、「条件付き上場維持のスタンス」である旨のメールが送信された。

同人は、これを受けて、本覚書から方針転換されたのかとの確認をしているが、JAL 担当者 B 氏からは、同覚書の認識とは違う旨回答がなされている。

その後、2022 年 8 月 9 日には、大株主 3 社と AGP の初回の 4 社間協議が開催されたが、同協議でも、AGP 上場維持意向に対して協力姿勢であることが確認されており、同年 9 月 21 日の 4 社間協議でも、上記覚書が有効であることを確認し、その後の 4 社間協議では、具体的な流通株式比率の向上策について協議がなされている。

その後、2022 年 11 月 21 日には JAL が株式の一部を売却、2023 年 2 月 6 日には大株主 3 社がそれぞれ株式の一部を売却していることが認められる。

2023 年 8 月 10 日の 4 社間協議では、JAL 担当者 D 氏より、JAL として AGP の企業価値向上に向けて何が最善であるか、AGP をどうするか検討する時間がほしい旨の意向が示されているが、それまでの 4 社間協議内での発言や上記の JAL による 2 度にわたる株式売却の事実には照らせば、JAL が AGP の上場維持に向けて一定の取組みをしていたこと、少なくとも 2023 年 8 月 10 日の 4 社協議までの間、上記覚書から方針転換はしておらず、上場維持について協力姿勢であることを示してきたことは認められる。

そして、JAT、ANA についてみても、4 社間協議における発言や 2023 年 2 月 6 日の株式の一部の売却の事実から、AGP の上場維持に賛同しており、協力体制であったことが認められる。

その後、同年 12 月 5 日に 4 社間協議が実施されたが、JAL から同年 8 月 10 日の協議での方針に関する回答はなく、AGP 関係者ヒアリングによれば、以降、AGP から JAL 担当者に複数回、検討の結果がどうなったか確認したことがあったものの、その回答は得られないまま、2025 年 1 月 17 日の非公開化提案を受けるに至ったとのことである。

(5) JAL が上場維持に取り組んできた理由

JAL がこのように上場維持に向けて取り組んできた理由について、JAL へのヒアリングを行っていないためにその真意は不明であるが、2025 年 3 月 24 日の JAL コーポレートガバナンス報告書においては、「主要事業の航空機用地上動力設備や空港施設整備等の主要ユーザーである当社との対話を促進することでより効率的・効果的な設備投資や運営を実現するとともに、上場により、資金需要に対応した経営資金の自己調達能力の強化を実現することで、企業価値を高めることを目指しています。以上のことから、株式会社エージーピーが当社の関連会社であることは、同社の健全な発展につながるものであるとともに、当社グループ全体の企業価値の最大化に資するものと考えております。」と記載されている。同報告書の該当部分は、同年 4 月 25 日の本株主提案と同日に出されたコーポレートガバナンス報告書においては、削除され、本株主提案の内容と同旨に修正されているが、この記載内容を踏まえれば、JAL において、AGP が上場を維持することで資金需要に対応した経営資金の自己調達能力強化等が図られると考えていたものと思われる。

5 その他、過去の議事録等から判明した事情

(1) AGP と大株主との利益相反

大株主 3 社は AGP の主要な取引先でもあることから、上記のとおり、大株主 3 社と AGP については大株主 3 社と AGP の少数株主との間には構造的に利益相反のリスクがあるが、以下の事例では、その利益相反のリスクが現実化したといえる。

① 新型コロナウイルスの感染拡大を受けた大株主に対する減免措置

2020 年 1 月以降、新型コロナウイルスの感染拡大により航空業界は深刻な経営危機に直面した。AGP は JAL 及び ANA から動力使用料金の減免要請を受けたが、AGP も各地の空港にある事務所について空港ビル会社から賃料の減免を受けており、減免のメリットを AGP のみが享受するべきではないと考え、動力使用料金の減免を実施することにした。この判断は JAL 出身であった日岡社長の判断で行ったものであり、経営会議や取締役会では決議していない。

もっとも、航空会社のうち 2 社のみを優遇することはサービスの公共性の観点から妥当ではないため、2020 年 7 月、日系航空会社を対象にして、同年 8 月から 2021 年 3 月まで、動力使用料金を売上ベースで 10%減免することとした。この減免措置の実施については、2020 年 7 月 22 日開催の経営会議及び同年 9 月 24 日開催の第 631 回取締役会において報告がなされている。

2021 年 3 月末をもって上記減免措置が終了したが、大株主である JAL 及び ANA に対しては、前年供給率を著しく下回らないことを条件にして、2022 年 3 月まで動力使用料金を売上ベースで 5%割引することとした。この割引は日岡社長の判断で行ったものであり、経営会議や取締役会では決議していない。なお、JAL は前年供給率を著しく下回らないことという条件を満たすことができなかったため、2021 年

9月に割引を打ち切ったが、ANAに対しては2022年3月まで割引を実施した。

② 移動式設備を使用するサービスの価格の適正化

動力供給事業には固定式設備を使用する方法と移動式設備を使用する方法があるが、移動式設備を使用する方法は稼働率が低い上、移動式設備を操作するための人件費が必要になるため、固定式設備を使用する方法よりもコストがかかる。しかし、AGPでは固定式設備を使用する方法と移動式設備を使用する方法で動力供給の単価に差を設けていない。

そのため、例えば、2019年度の動力供給事業の収支は売上が約57.8億円、営業利益が約 [] 円の黒字であるが、移動式設備を使用した動力供給事業の収支は、売上が約 [] 円、営業損失が約 [] 円の赤字であった。また、2022年度の動力供給事業の収支は売上が約42.7億円、営業利益が約 [] 円の黒字であるが、移動式設備を使用した動力供給事業の収支は、売上が約 [] 円、営業損失が約 [] 円の赤字であった。

このように、移動式設備を使用した動力供給事業は構造的に赤字であるが、動力供給の実質的な単価は30年間変わっていないため（動力供給の課金方法が時間単位から分単位に変更しているため、これに合わせて単価自体は変わっている）、移動式設備を使用する動力供給事業の価格を適正化することが長年の課題であった。しかし、移動式設備を使用する動力供給事業の大半が大株主であるJAL向けのサービスであるところ、AGPでは大半の期間においてJAL出身者が社長を務めていたこともあり、価格の適正化が進んでいなかった。

2023年8月24日開催の第677回取締役会において移動式設備を使用する動力供給価格の適正化が議論されたが、当該議題に関する資料には、「事業撤退等を含むドラスティックな方針転換を直ちに実行することはできない。（ほとんどが株主でもあるJAL向け対象事業のため）」と記載されている。これに対しては、社外取締役から、AGPが安定的にサービスを提供しようという使命感は理解できるが、今後の成長のためには、過去の常識を脇に置いて解決策を検討すべきとの意見がなされた。

現在、動力供給価格の適正化を目指して航空会社と協議を行っているが、JAL及びANAとは合意に至っていない。

③ 施設設備保守運用管理業務の契約定量単価の見直し交渉

JAL向けの施設設備保守運用管理業務の契約定量単価は、2009年8月までは1時間あたり [] 円であったが、同年9月にJALの経営悪化を理由に [] 円、JALが経営破綻した2010年9月には [] 円まで引き下げられた。さらに、2011年12月には [] 円となった。その後、2012年にJALが再上場したが、長く [] 円という単価が維持され、2017年12月になって [] 円に、2018年12月に [] 円に改善された。それでも2009年8月当時より安く、JAL向けの施設設備保守運用管理業務は度々赤字となっていたため、定量単価の適正化はAGPの中では大きな課

題として認識されていた。そこで、中期経営計画の実現のための重要な施策として、2022 年 6 月頃から契約定量単価の見直しの交渉を開始し、2023 年 4 月から再び 〇〇 円に戻ることになった。その後、2023 年 10 月から 〇〇 円、2024 年 4 月から 〇〇 円に定量単価を変更する旨を合意している。

なお、2022 年 6 月頃からの JAL との単価適正化交渉にあたり、AGP 内部では、2022 年 12 月から 2023 年 11 月までの年間契約の単価は 〇〇 円が妥当であると考えており、その方向で担当者が交渉を行っていた。しかし、JAL からは、2022 年 12 月 1 日～2023 年 3 月 31 日は 〇〇 円、同年 4 月 1 日～2024 年 3 月 31 日は 〇〇 円という回答がメールであり、この回答どおりに妥結することになった。その JAL からのメールの中に「大貫社長から弊社 I 氏への依頼事項も踏まえた内容となっておりますので、ご確認のほど宜しくお願い致します。」との記載があったので、JAL 出身の大貫社長が担当者の知らないうちに JAL との間で単価の合意をしたのではないかと考える者がいたが、大貫社長はそのような合意はしていないと否定した。

(2) AGP によるガバナンス強化の動き

AGP は、2022 年 5 月 26 日、本中期経営計画を策定したが、その中には ESG 経営の推進が謳われていた。

企業統治（Governance）に関しては、その時点で遵守できていないコーポレートガバナンス・コード 19 項目のうち、5 項目は 2022 年 6 月段階で達成し、残りは本中期経営計画の中に全て達成するという方針を立てた。また、先に述べたように、AGP には大株主との間の構造的な利益相反のリスクが存在することから、「適切なガバナンスの仕組みを整え、透明性・公正性を高めると共にリスクマネジメントを強化することで経営基盤の強化を図ります。」「企業経営において公正な判断・運営がなされるよう、監視・統制する仕組みの整備、浸透、運用の強化を図ります。」という方針が示された。

AGP では、本中期経営計画策定後、以下のような施策を行っている。

① 独立社外取締役の増員

AGP では、コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-8-③「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。」を踏まえて、本中期経営計画において独立社外取締役を 1 名増員するとの目標を掲げ、2022 年 6 月 21 日開催の第 57 回定期株主総会において独立社外取締役 1 名を選任した。

2025 年 6 月 25 日開催の第 60 回定期株主総会においては、さらに独立社外取締役を 1 名増員する予定である。

② 指名・報酬委員会の設置

AGP では、コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-10-①「上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。」を踏まえて、ESG 経営を推進し、ガバナンス強化とともに健全な経営を行い、企業価値の向上を図ることを目的にして、2022 年 9 月 21 日、指名・報酬委員会を設置した。

同委員会は、取締役会の決議により選任された取締役 3 名以上の委員で構成され、委員の過半数は独立社外取締役とし、委員長は独立社外取締役である委員の中から指名・報酬委員会の決議により選定することとしている。

指名・報酬委員会の設置以前は大株主から推薦された取締役を選任するのが通常であったが、以降は、後述するスキル・マトリックスや CEO 選任にあたって重視する項目に従って、指名・報酬委員会が AGP 独自の観点から取締役候補者を選任するようになった。

その結果、2024 年 4 月 1 日、AGP では初めてとなる大株主出身者以外の社長として杉田氏が社長に就任した。また、2025 年 2 月 27 日にプレスリリースされた同年 4 月 1 日以降の役員体制の検討過程において、指名・報酬委員会は JAT から推薦のあった取締役候補者が AGP の取締役候補者としては適任ではないと判断し、別の候補者を推薦するよう依頼したが、JAT から別の取締役候補者の推薦がされなかったという出来事があった。

③ 取締役のスキル・マトリックスの導入

AGP では、コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-11-①「取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。」を踏まえて、2023 年 5 月 23 日、10 のスキル項目で構成される取締役のスキル・マトリックスを導入することを決定した。

10 のスキル項目は AGP の取締役としてのあるべき姿から設定されたものである。

④ 特別委員会の設置

AGP では、コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-8-③「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。」を踏まえて、AGP の主要株主と少数株主との間に構造的な利益相反の可能性があることから、主要株主又はその関係会社と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為等及び資本政策その他の主要株主又はその関係者と少数株主の利益が相反するおそれのある事項に関して、少数株主の利益保護の観点から審議・検討を行うことを目的として、2024 年 8 月 29 日、第 693 回取締役会において特別委員会の設置を決議した。

特別委員会は取締役会の諮問機関であるが、取締役会は諮問事項に関する特別委員会の意思決定の内容を最大限尊重しなければならないとされた。

特別委員会は、取締役会の決議により選定された委員 3 名以上で構成することになっている。そして、その過半数は独立社外取締役でなければならないが、また、独立社外取締役以外から委員を選定する場合は、主要株主の役職員を兼務しておらず、かつ、過去に主要株主の役職員としての地位を有していないことが条件とされた。なお、特別委員会の委員長は独立社外取締役である委員の中から、特別委員会の決議によって選定することになっている。

特別委員会は、2024 年 8 月 29 日に設置が決議された後、4 回開催されており、JAL 及び ANA との間で行っていた動力使用料金の改訂交渉等に関して審議した。

⑤ 関連当事者取引管理規則の新設

AGP では、上記のとおり、特別委員会を設置し、主要株主やその関係会社と少数株主の利益が相反する重要な取引・行為等について中立的な審議・検討を行う体制を整備したが、関連当事者取引の定義、手続、審査・承認・報告体制等を一体的に明文化し、日常的なガバナンス体制として機能させる必要があったため、「関連当事者取引において、透明性・客観性・公正性を確保するための判断基準と手続きを明文化し、関連当事者との取引全般について、社内での管理及び説明責任を果たす体制を構築すること」を目的にして、2025 年 3 月 31 日開催の第 703 回取締役会において、関連当事者取引管理規則を新規に制定することを決議した。

具体的には、関連当事者取引管理規則を規定することで、関連当事者の範囲の明確化、新規・継続取引の把握と報告ルールの整備、承認プロセスの整備、モニタリング体制の強化を図っている。

6 「公正な M&A の在り方に関する指針」の適用について

以上 1 から 5 で検討した事項から判断すると、少なくとも JAL と AGP との関係においては、2019 年に策定された経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下、公正買収指針という）が適用されるべき支配株主と従属会社の関係が認められ、JAL が他の大株主と共同して AGP を非公開化するにあたっては、AGP の取締役及び監査役において「構造的な利益相反の問題」と「情報の非対称性の問題」への対処について十分な検討が必要である。

なお、公正買収指針の一般的な適用場面については後記第五、6（近時の少数株主保護に向けた指針と「非公開化提案」との整合性）で検証するが、本委員会としては、

- ① AGP が JAL に依存した取引（JAL が AGP の大口顧客である他、海外の航空会社との動力供給契約を JAL が仲介している場合がある）を継続していること
- ② 第二、2 で記載したとおり、JAL は、AGP の上場後においても AGP 株式を過半数保有していた時期が続いていたこと
- ③ 第三、5、(1)で示したような利益相反状況が実際に認められること
- ④ AGP は長年において、JAL から出向取締役、派遣監査役を継続的に迎え入れていること

等により、JAL は AGP にとって実質的支配株主としての地位を有していることから、JAL による一連の非公開化プロセスにおいては公正買収指針に基づく対応が求められるものと判断した。

第四 JAL による非公開化提案理由に対する検証結果

1 JAL による非公開化提案までの事実関係

本委員会が AGP より受領した文書によると、2025 年 1 月 17 日から同年 4 月 25 日までの JAL と AGP との文書による交渉経過は概ね以下のとおりである。

2025 年 1 月 17 日	JAL「貴社の非公開化を通じたより深い協業関係の構築に関する協議開始の件」を AGP 社長に提出
同月 23 日	AGP「『貴社の非公開化を通じたより深い協業関係の構築に関する協議開始の件』について（確認事項の連絡）」を JAL 社長に提出
同月 27 日	AGP「追加の重要情報のご提出『貴社の非公開化を通じたより深い協業関係の構築に関する協議開始の件』について」を JAL 社長に提出
同月 30 日	JAL、上記 23 日、27 日付け文書への「回答書」を AGP 社長に提出
同年 2 月 5 日	AGP「2025 年 1 月 30 日付回答書について（確認事項のご連絡）」を JAL 担当者に提出
同月 14 日	JAL、上記 5 日付文書への「回答書」を AGP 社長に提出
同月 24 日	AGP「2025 年 2 月 14 日付「回答書」に対するご連絡」を JAL 担当者に提出
同月 26 日	JAL「貴社株式に対する公開買付けを通じた非公開化に関する意向表明書」を AGP に提出
同年 3 月 10 日	JAL「調査依頼書」を AGP に提出
同月 13 日	JAL「株式給付信託についての申入れ及び質問書」を AGP に提出
同月 14 日	AGP「特別委員会による質問事項書のご送付」を JAL 担当者に提出
同月 24 日	AGP「2025 年 3 月 13 日付「株式信託給付についての申入れ及び質問書」に対するご連絡」を JAL 担当者に提出
同月 25 日	JAL 調査依頼書に対して、AGP が「法律意見書」を提出
同月 28 日	JAL「特別委員会からの質問事項書に対する回答書」を AGP 社長に提出
同年 4 月 9 日	AGP 特別委員会「貴社のコーポレートガバナンスに関する経営方針についてのご確認」を JAL 社長に提出

同月 10 日	AGP 特別委員会「「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の上場関連会社に関する方針について」を JAL 総務部長に提出
同月 11 日	AGP「2025 年 3 月 28 日付「特別委員会からの質問事項書」に対する回答書」への再質問」を JAL 担当者に提出
同月 23 日	JAL「特別委員会からの再質問に対する回答書」を AGP 社長に提出
同月 25 日	JAL、本株主提案を AGP に通知

これらの交渉経過をみると、JAL による非公開化提案に対して、AGP がこれに全く応じていないというものではなく、AGP の担当者及び特別委員会が、真摯にこれに対応するために必要な情報を JAL から入手しようとしていたことが窺われる。

しかも、2025 年 2 月 26 日付けにて JAL 担当者から AGP 杉田社長宛に送付された「貴社株式に対する公開買付けを通じた非公開化に関する意向表明書」には、今後の非公開化への手続き（予定）が記載されており、そこでは大株主が出資する SPC（特別目的会社）を設立し、当該 SPC が TOB（株式公開買付）を行う、2025 年 9 月中旬には公開買付を完了し、同年 10 月以降すみやかにスクイーズアウトを実施する予定であることも記載されている。

さらに、2025 年 4 月 23 日に JAL から AGP に提出されている「特別委員会からの再質問に対する回答書」において、特別委員会側からの SPC 出資比率に関する質問に対して、JAL 担当者は「現時点では、ご説明している以上のことについては、回答を控えさせていただきます」との回答であり、TOB を行うことを否定する発言は、JAL 担当者からは一切出ていない。

このような経緯から検証するに、AGP が TOB を介さずに株式併合を成立させようとする JAL の意図を事前に把握することは困難であったと認められる。

2 開示資料から読み取れる「提案理由」について

(1) AGP と大株主 3 社との建設的な対話を行うことが困難な状況の存在

JAL は、本株主提案において、「AGP と本株主 3 社との間で建設的な対話を行うことが困難な状況においては、航空・空港関連事業者が適切に連携しつつ、業界一丸となって AGP の経営を取り巻く様々な課題に対応するための取組みを進めていくことはできません」と述べている。

AGP が上場会社となった 2001 年以来、大株主の間で保有株式の変動はあるものの、適切に連携しながら AGP の経営が維持されてきたのであるから、これまでは建設的な対話が図られてきたものと推察される⁶。

⁶ 2024 年 4 月以前における AGP の代表取締役社長は、JAL 出身者によって長年担われて

しかしながら、そのような建設的な対話が AGP 側の事情によって困難となり、これを「株式の非公開化」によって解消することが企図されているのであるから、JAL ほか大株主が問題視するのは、まさに AGP のコーポレートガバナンスであり、非公開化によって AGP の企業価値を向上させるためには、AGP のコーポレートガバナンスを再構築することが必要、との大株主側の判断に至ったものと思料する。

なお、JAL は本株主提案において「AGP においては、独立した上場企業として、当社をはじめとする大株主を含む全ての株主に対する情報提供の平等性を厳格に徹底するという立場から、当社を含む大株主との個別の対話を控える立場をとっておられると理解しております」と述べる。

この点において、上場会社に求められる「フェア・ディスクロージャー・ルール」に依拠した AGP の対応のようにも思えるが、フェア・ディスクロージャー・ルールについては、金融商品取引法 27 条の 36 が念頭に置いている「情報伝達の対象者」は、基本的に証券会社や資産運用会社等株式の売買を行う者であるため、親会社や実質支配会社については、子会社株式、従属会社株式の売買を行うことが予想されるなどの事情がない限り、当該ルールは適用されないように思われる⁷。

したがって、ここでは「建設的な対話が困難となる」要因として、AGP のコーポレートガバナンスにおける構造的な利益相反の問題、少数株主の情報の非対称性の問題だけを取り上げて検討する。

(2) 過度に利益相反を強調することでのコミュニケーション不足の招来

JAL は、本株主提案において「AGP は、当社の AGP 株式の保有割合に鑑み、当社と少数株主との間の利益相反構造を過度に強調するあまり、当社において、AGP との間で、AGP の経営方針や事業戦略等に関する株主としての一般的な対話さえ行うことが困難な状況となっております。」と述べる。

JAL は、単独で AGP の株式を過半数保有している、つまり親子会社の関係にあるわけではない。そこで、利益相反の問題はあるとしても、AGP の経営方針や事業戦略に関する一般的な対話は推奨されるべきであり、それゆえに「AGP の JAL への対応は過度に

きたからこそ建設的な対話が可能であった、という推測も生じるところである。

⁷ 金融庁総務企画局「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について

(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)」では、「法第 27 条の 36 第 1 項関係 (Q&A)」において、「上場会社等が他の会社の子会社である場合には、当該上場会社等の属する企業グループの経営管理のために、株主である親会社に重要情報を伝達する場合があると考えられます。このような重要情報の伝達は、通常、「投資者に対する広報に係る業務に関して」行われるものではなく、本ルールの対象とはならないものと考えられます。」とされている。これは従属会社の株式売買を目的とせず、主に経営管理を目的とする支配会社との関係でも妥当する回答だと思料される。

利益相反を強調する姿勢のように見える」ことにも相応の理由があるように思える。

ただ、①JAL としては、AGP との関係において「実質支配者」概念で利益相反構造を把握する必要がある（後記第五、6 で示す公正買収指針や東証の「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役期待される役割」等参照）、②JAL は AGP の大株主であるだけでなく、売上を占める比率が3割に上るため「顧客」という立場にもあり、さらには③第三、5、(1)で検証したように、その支配力によって実際に公正な取引が歪められているおそれがあるため、厳格に利益相反状況を管理する姿勢が AGP の取締役には（取締役の善管注意義務の実践として）求められる。

JAL の AGP に対する見方として、AGP をコストセンターとして活用して「JAL の企業価値向上につなげるための非公開化」を企図するのであれば、JAL の非公開化決定には合理的な理由があるように思えるが、あくまでも AGP の企業価値を向上させるために非公開化を行うのであれば、JAL としても（少数株主保護の見地から）利益相反状況を厳格に管理する AGP の姿勢については当然の行動として受容すべきではないかと思われる。

また、大株主3社からの出向取締役や派遣監査役を、AGP の重要な経営判断の審議及び決議から除外する AGP の姿勢については、公正買収指針でも提言されているように⁸、大株主と少数株主との利益相反状況を排除するために要請されている手段であるため、これをもって「コミュニケーションが不全である」との理由にもならないように思われる。

なお、具体的なエピソードとして2024年5月取締役会において、AGP の重要なビジネス情報に関する取締役会での議事内容が、ある大株主出身の役員から大株主側に漏えいしていた事態が発覚している。AGP のガバナンスの特徴として出向取締役、派遣監査役が多数含まれる取締役会において、実際にも情報漏えいリスクが顕在化しているのであるから、利害関係人の範囲を広く捉える必要がある。

(3) 非公開化に向けた協議要請への AGP の拒絶姿勢

JAL は本株主提案において「当社は、AGP との間でも本非公開化取引の協議開始を繰り返し求めましたが、具体的な協議に応じて頂くことはできませんでした。」と述べている。ここは第一、6（本委員会による検証作業の前提事項）で述べたとおり、AGP と JAL との認識の違いが生じているところである。

第四、1（JAL による非公開化提案までの事実関係）で整理したように、2025年1月17日から同年4月下旬にかけての両社間における文書での交渉は頻繁になされている。もし JAL の提案に対する AGP の返信が「時間稼ぎ」のような意味のない内容であれば、たしかに AGP は JAL の非公開化手続を妨害することを目的として具体的な協議に応じていないと評価することができる。つまり、客観的にみて認識の違いは存在しないと

⁸公正買収指針（3.2.6「対象会社の社内検討体制」）参照。

いうる。

しかし、AGP が少数株主保護のために（少数株主が本株主提案に対して賛否を決するために必要な情報を取得するために）AGP の取締役が執るべき姿勢を正当に示しているのであれば、単なる非公開化手続の妨害ではなく、AGP の少数株主にとって有意な行動だと評価しうる⁹。

そこで、これまで本委員会が客観的な資料に基づいて検証したところでは、イ) JAL は交渉当初から大株主の賛同を得て株主提案権を行使する予定ではなかったこと（交渉当初には、SPC を活用した TOB によってスクイーズアウトを検討していたこと）から、なぜ少数株主の売却判断の機会を喪失させるような方法に方向転換したのか、AGP が JAL に質問することには合理的な理由があり、ロ) 第五、2 において、非公開化提案内容の検証結果としても詳述するが、JAL が 2025 年 3 月に更新したコーポレートガバナンス報告書を、わずか数日後に改訂して、AGP の上場方針に関する記述を削除したことは不自然な事象と受け取られかねず、その真意を質問することにも合理的な理由があると思われる¹⁰。

したがって、客観的な資料に基づいた検証結果からみて、AGP の執行部門及び特別委員会が、少数株主にもわかるような説明が未だ JAL からなされていないと考えて、質問を繰り返している点については、とうてい無意味な時間稼ぎとは評価できず、すでに真摯な協議を開始していたことが認められる。

よって、AGP が「認識の違い」があると開示している点は正当なものと考える。

(4) 脱炭素化と非公開化との関係性

JAL は本株主提案において「空港施設管理会社、当社を含む航空会社、AGP を含む空港内の関連産業においては、様々な分野における脱炭素化の可能性を、相互に密接に連携して多角的に検討することが、空港領域・航空業界 における喫緊かつ重要な課題となっております」、「AGP は、本中期経営計画においては既存主要事業等への投資を打ち出しているものの、同社が空港領域・航空業界の脱炭素化において果たすべき重要な役割に鑑みると、当社としては、AGP の具体的な投資の実行や成果は十分なものではなく、具体的には、航空機用動力設備等の計画的な更新投資も現状十分な水準ではないものと

⁹ 客観的な資料から検証するに、JAL において「AGP が協議に応じない」と表現しているのは、AGP が非公開化提案に同意することを前提として交渉しないことを指しているようにも読める。

¹⁰ JAL 担当者からの回答文書によれば「意向表明書を AGP に提出することの取締役会での承認決議はなされていたが、AGP 株式の非公開化までの決定はなかったから」とのことである。しかし意向表明書の承認時点で JAL が適時開示を行わなかった理由等、少数株主保護の視点からは、さらなる疑問が生じる可能性があり、AGP としては、JAL との協議を継続する必要があったと思料される。

認識しており、AGP の事業運営にも影響を及ぼしうる状況である」として、AGP の脱炭素化への不十分な取組みを非公開化の理由としている。

本委員会としては、業界一丸となって脱炭素化に取り組むことが重要であることは理解するものの、ではなぜ AGP を非公開化しなければ一丸となった取組みがなしえないのか、その理由が明確には理解しがたいものと思料する。もし、JAL が指摘するような課題が AGP にあるとすれば、AGP 社内に JAL からの問題意識が認識できるような文書が残っているはずであるが、環境対策の一環として AGP の非公開化が大株主によって問題視されたこと、もしくは AGP の環境対策への投資が不十分であり、大株主より AGP のアセットアロケーションに対する指摘がなされていたことを示す証拠は見当たらなかった。

したがって、JAL の本株主提案において理由とするところを AGP の少数株主に理解してもらうには、これまでの開示情報だけでは不十分と考えられる。

(5) 少数株主に対する株式買取価格の妥当性

JAL は本株主提案において「本端数処理交付見込額を決定するに際して、本端数処理交付見込額の公正性を担保するため、日本航空を含む本株主 3 社及び AGP から独立した第三者算定機関として、日本航空のフィナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、AGP の株式価値の算定を依頼し、2025 年 4 月 23 日付で株式価値算定書を取得いたしました。」と述べ、「AGP 株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、AGP の将来の事業活動の状況を算定に反映するため DCF 法を用いて、AGP 株式の 1 株あたりの株式価値算定を行う」たとする。さらに「端数処理により AGP 株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額」については、過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,083 円に対して 43.12%のプレミアムが加算されているとのことである。

しかし、この 43.12%のプレミアムが合理的な価格と言えるためには、そもそも AGP の非公開化が将来の AGP の企業価値向上のために行われるものであることが前提である(将来の企業価値の上昇分を少数株主に分配するという理屈を前提としている)。一方、大株主の JAL は、単なる大株主であるだけでなく、売上の 3 割を占める顧客の地位にもある。ということは、AGP を非上場化することで、動力供給事業に事業を集約化させて「コストセンター」として活用し、自社の企業価値を高めることが目的ではないか、との疑いも生じるところである(仮に AGP をコストセンター化することが目的であれば、AGP の企業価値の一部は JAL はじめ大株主に移転する可能性があることから、少数株主からの買取価格についても算定根拠が変わるであろう)。したがって、JAL の非公開化提案が、真に AGP の将来的な成長ストーリーを果たすために行われるものであることは、少数株主にも理解できるように説明する必要がある。

企業価値向上策の内容に関する検証は第五にて行うが、AGP の取締役が「なぜ脱炭素化を連携協働するために非公開化が必要なのか、上場を維持したままではなぜ企業価値

が向上しないのか」という点について少数株主に説明するために、JAL との更なる交渉を行うことについては不自然な対応ではないと考える。したがって、JAL と AGP とのコミュニケーション不全という理由について、AGP 側に一方的に問題があるものではないと思料する。

第五 JAL による非公開化提案内容に対する検証結果

1 本委員会が企業価値向上策の内容を検討する意義

本件の一連の非公開化手続は、過半数を保有する大株主によるものではなく（提案株主以外の大株主 2 社の賛同が予定されている、とのこと）、また、対象会社の取締役が他の買主を探す機会もなく、さらには少数株主が自ら売却のための賛否を判断する情報が乏しいため、JAL による開示情報に依拠せざるを得ないのが現実である。さらに、第七「結語」で詳しく述べるとおり、AGP のコーポレートガバナンスの特殊性によって、少数株主は AGP の役員が少数株主の利益の最大化のために行動したこと（善管注意義務を尽くしたこと）を確認できる根拠にも乏しい。

よって、本委員会が「JAL が掲げた企業価値向上策」内容の妥当性についても検証することが必要と考えた。

ただし、本委員会は、検証の時間的制約により、JAL 関係者からのヒアリングを行っていないことから、JAL が開示する企業価値向上策の実現可能性について判断できる立場ではない。したがって、あくまでも少数株主保護の視点から、現在開示されている情報のみに依拠して株主提案内容への賛否を判断しうるかどうか、という点からのみ検証を行った。

2 これまでの JAL による上場維持方針との整合性

2025 年 1 月 17 日から同年 4 月 25 日までの AGP と JAL との交渉経過は、すでに第四、1（JAL による非公開化提案までの事実関係）で整理したとおりである。

両社間での交渉経緯の中で、同年 4 月 9 日付けで AGP 特別委員会が JAL 担当者に提出した「貴社のコーポレートガバナンスに関する経営方針についてのご確認」なる文書には、以下のような記載がある。

本日は、貴社が 2025 年 3 月 24 日に開示された CG 報告書の内容と、当社が貴社執行役員から受領している一連の要請が、矛盾ないし齟齬していることから、貴社のガバナンス方針について改めて確認させていただきたくご連絡を差し上げた次第です。

最新の貴社 CG 報告書では、新たに「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」として【グループ経営に関する考え方及び方針】と【上場関連会社の

ガバナンス体制の実効性確保に関する方策】が追記され、当社を含む上場関連会社に対する貴社のガバナンスに関する方針が示されています。東京証券取引所が 2023 年 12 月 26 日に公表した「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」を踏まえた貴社のご方針に敬意をもっております。

一方、当社は、貴社執行役員から以下の要請を受けております（詳細は別紙 1 を参照ください）。

- 1：取締役会議案の事前説明の要請
- 2：株主総会議案の早期開示の要請
- 3：上場維持の否定、非公開化の意向表明

上記の要請はいずれも、貴社が 2025 年 3 月に CG 報告書に追記された別紙 2 記載の上場関連会社に対するガバナンスに関する方針と矛盾しているだけでなく、2021 年 11 月 25 日付で貴社社長名（当時の代表取締役社長執行役員である赤坂祐二様）で当社と締結されている覚書の内容にも反しております。

その後、AGP が 2025 年 4 月 28 日に「株主提案に関する当社の認識と対応方針のお知らせ」において開示した文書には、

(4) 日本航空が開示したガバナンス方針と非公開化提案の矛盾

その後、2025 年 3 月 24 日に日本航空が開示した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」では、当社の上場維持を含むガバナンス方針が明記されていますが、上記の非公開化意向表明は、その方針と真っ向から矛盾しており、当社はますます日本航空の真意を測りかねる状況にありました。そのため、当社は 2025 年 4 月 9 日付で、日本航空の取締役全員宛に「コーポレート・ガバナンス報告書記載方針と執行側要請の整合性に関する確認のお願い」と題する書面を送付し、その真意について確認を求めました。しかしながら、現在に至るまでかかる書面に対するご回答をいただけていない中、突如として本株主提案がなされるに至ったものであります。日本航空は 2025 年 4 月 25 日付で、当該ガバナンス方針について更新を行っておりますが、その矢先になされたのが本株主提案であり、本株主提案に関連する 2025 年 1 月 17 日以降の協議経緯において、当社が対話を拒絶したという事実は一切ありません。

と記載されている。本委員会が入手した客観的な資料に基づくと、たしかに 2025 年 3 月 24 日に JAL が開示したコーポレートガバナンス報告書と、同年 4 月 25 日以降に開示されている同報告書とでは記載に相違がみられる。

このような検証結果からみると、JAL の経営判断として、従来から AGP の非公開化が議論されていたわけではなく、2025 年 1 月 17 日以降における両社の意見の相違が判明した後に、JAL において AGP の非公開化の検討が開始された疑いが生じる。とくにコーポレー

トガバナンス報告書の記載更新の理由を AGP から質問を受けた後、それまで意向表明書でも明らかにされなかった「株主提案」の手法で非公開化を目指すに至ったことは、AGP が JAL の非公開化の真意（本当に AGP の企業価値向上のための非公開化なのか）を強く疑う要因になったものと思料する。

なお、第三、4（AGP の上場維持に向けた大株主 3 社の取組み）で詳述したとおり、AGP の上場維持に関する（4 社間での）協議の中で、2021 年頃から JAL 担当者より「AGP の非公開化」についての発言があったことは認められる。しかし、AGP の非公開化方針が、当時の JAL の経営判断ではないことは、JAL と AGP 間で逐次確認されていたのであるから、実際に JAL において、AGP の非公開化による企業価値向上策が真摯に検討されていたとは認められない。

3 JAL の提案に対する JAT、ANA の賛同理由の不透明性

2025 年 1 月 17 日から同年 4 月 25 日までの AGP と JAL との交渉経過を検証すると、JAL の AGP に対する非公開化提案に対して、他の大株主 2 社（JAT、ANA）も、これに賛同していることが判明する。すでに述べたように、JAL の非公開化案は TOB スキームによる株式併合が模索されており、大株主 3 社が SPC を設立し、当該 SPC が公開買付けを行うことが企図されていたようである。

なお、AGP 関係者のヒアリングによれば、上記交渉の時点において、AGP 関係者は JAL 以外の関係者と非公開化提案に関するコミュニケーションをとったことはなく、また、JAL における本株主提案を受領した以降においても、コミュニケーションの機会はない。

株式併合に関する議案は株主総会においては特別決議となるので、大株主 3 社（合計 72% 超）による賛成によって株式併合の可否が決まることになる。したがって、AGP の少数株主からすると「なぜ JAT や ANA が AGP の非公開化提案に賛同するのか」、「JAT や ANA は、AGP の経営管理を強めることが、どのように AGP の企業価値の向上につながるのか、両社の株主に合理的な説明ができるのだろうか」と疑問を抱くものと考えられる。

現時点においては、JAT や ANA が JAL と同様の理由で AGP の非公開化に賛成しているのかどうか、これまでの JAL と AGP との交渉経過や JAL の開示文書からは判明していないのであるから、今後は JAT や ANA の賛同理由が明らかになることが AGP の少数株主保護の観点からは必要と考える。

4 大株主 3 社による非公開化策によって企業価値は上がるか（当委員会としての意見）

本株主提案において、JAL がいかにして AGP の非公開化を通じて同社の企業価値を上げるか、その成長ストーリーとして示したのは以下の点である。

- ・脱炭素化に向けた4社の連携協調
- ・非公開化による中長期的な視点での戦略投資の実現
- ・人材の確保や活性化

本委員会は、これらの企業価値向上策が、AGPの成長戦略として正しいのか、将来的に本当に企業価値向上に結び付くのか、といった判断をなしうる立場ではない。

ただ、JALの本株主提案によると、AGPの非公開化後においても、大株主3社はいずれかの株主がAGPの過半数の株式を保有することはない、とのことである。つまりAGPの経営の独立性は認めつつ、大株主3社において経営管理を行うことになるかと推測される。

しかし、そうであれば、JALの掲げたAGPの成長ストーリーが想定どおりの結果に至らなかったときに、その実行責任は誰が負うのだろうか。また、人材確保には航空業界におけるブランドも必要となるが、誰のブランドを活用するのだろうか。

今後、航空業界、空港施設事業者を挙げて、AGPを支えていくという点は一定の評価が得られるものの、責任主体が不明確なままで成長戦略が実行できるのかどうか、AGPの少数株主にとっては多大な懸念を残しているといえよう。

5 ガバナンス、内部統制の脆弱化リスク

(1) 共同経営管理における不正リスクマネジメント

前項4では、AGPの「攻めの戦略」が大株主3社による共同経営管理によって実現することへの懸念を述べたが、「守りの戦略」、たとえば不正リスクマネジメントについても同様の懸念がある。

これまで、AGPが独立した上場企業としてのガバナンス、内部統制を具備していることは第二、5において述べたところであるが、今後、非公開化された場合には、当該ガバナンスや内部統制が脆弱化して、とりわけ不正リスクが顕在化することが懸念される。近時の企業統治改革では、グループガバナンスや企業集団内部統制の強化が求められおり、たとえばAGPの株式を過半数取得する親会社が存在すれば、これまでと同様の不正リスクマネジメントが運用されることにも期待されよう。

しかし、大株主3社においてAGPの過半数の株式を保有せず、共同管理方式によって経営管理を行うとなれば、AGPの不正リスクマネジメントについてどこが責任をもって対応するのが明らかではない。

2024年4月19日付け「日本カストディ銀行 ガバナンス検証第三者委員会報告書(要約版)」 「ガバナンス・企業風土の問題」(22頁以下)によれば、同銀行の大株主である3銀行による監督不全が、元取締役の不適切行為¹¹経営陣の不正を早期に発見し、止めるこ

¹¹ システム発注などの外部委託案件で、元取締役の潜在的な利益相反の可能性のある契約

とができなかった原因のひとつと指摘されている。

AGP においても、不正リスクマネジメントの責任主体がどこにあるのか明らかにされなければ、カストディ銀行と同様のガバナンス、内部統制上のリスクが顕在化するおそれがあると考ええる。

(2) 競争法リスク

なお、不正リスクのひとつとして、大株主 3 社による共同経営管理による競争法上のリスクも懸念される。

AGP は国内主要 10 空港で約 140 社の航空会社に対して動力供給事業を行っているが、動力供給事業は、固定式設備を利用した動力供給と移動式設備を利用した動力供給がある。このうち、国内主要 9 空港（広島空港には固定式設備がない）で固定式設備を用いて動力供給事業を行っているのは AGP のみであるため、固定式設備を利用する動力供給は AGP が独占している状態である。そして、固定式設備を自ら空港に設置するには多額の初期投資が必要になるし、空港会社が所有する固定式設備を賃借するには既に利用している AGP や空港会社との権利関係の調整が必要になることから、新規参入の障壁は高いといえる。

一方、移動式設備を調達する場合には、固定式設備を設置する場合に比べると初期投資額を抑えることができるが、移動式設備を利用した動力供給は固定式設備を利用する場合に比べると、移動式設備を操作する作業員の人件費がかかる上、作業員の待機時間が長く非効率的であるという問題点がある。そのため、航空機の発着数からすると、JAL、ANA 以外の航空会社にとって、自ら移動式設備を調達することは非効率的であるし、第三者が移動式設備を使用した動力供給事業に新規参入することについても障壁が高いといえる。

駐機中の航空機に動力を供給する方法としては、駐機中も航空機の小型ガスタービン補助動力装置（以下、APU という）を稼働させて発電する方法があるが、APU を稼働させるために燃料が必要になることや APU の稼働中に CO₂を排出し続けることから、今後より CO₂の排出抑制が必要になると想定されることを踏まえると、AGP から受けている動力供給を全て航空機の APU の稼働による発電に代替することは現実的ではない。

このように、国内主要 10 空港における動力供給事業は、一部 ANA や航空運送事業者が自社向けに移動式設備を利用して動力供給を行っていることを除くと、AGP がほぼ独占しているといって過言ではない。このような状況において、大株主 3 社が少数株主をスクイズアウトして AGP を非上場化すると、AGP が JAL、ANA 以外の航空会社に対して、動力供給を拒絶したり、差別的な対価を設定することで、航空市場における競争

について取締役会での報告・議論がなかったことや、委託先選定の比較検討や再委託先のモニタリングが不十分であったことなどがガバナンス上の問題とされた。

が実質的に制限される可能性がある。また、AGP が他の航空会社に対して供給する動力の価格情報が JAL や ANA に流出すると、航空市場の競争に影響が生じる可能性がある。現在でも大株主 3 社で AGP の 73.26% の株式を保有しているから、このようなリスクは存在するが、少数株主がいなくなった結果、大株主 3 社の AGP への影響力が増し、AGP の役員の善管注意義務を問う株主が大株主 3 社のみになると、上記リスクは相対的に高まるといえる。

6 近時の少数株主保護に向けた指針と「非公開化提案」との整合性

AGP は、2025 年 4 月 24 日付けリリース「上場維持基準への適合に関するお知らせ」において「当社は今後も、独立性・透明性・持続可能性を重視したガバナンス体制の下、株主・投資家の皆様との対話を重ねながら、企業価値の向上に努めてまいります。」と述べる。

これまでも、AGP は上場維持基準に適合しつつ、事業を継続してきたのであるから、AGP の役員は、上場企業の取締役が遵守すべき行動規範について真摯に対応すべきである。

ここで、AGP の取締役及び監査役が遵守すべき行動規範の根拠について整理しておくが、JAL の非公開化提案への対応においても、AGP 役員らの遵守すべき行動規範の根拠として尊重されるべきではないかと考える。

(1) 東証コーポレートガバナンス・コード

まず、AGP は東証スタンダード市場に上場している会社であるから、原則として全てのコーポレートガバナンス・コードを遵守することが求められる。このたびの「非公開化提案」との関係では

【原則 1－7. 関連当事者間の取引】

上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

【原則 4－3. 取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

【原則 4－7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

(i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

(ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと

(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること

(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

等の各コードへの対応が要請される。

(2) 公正買収指針の本件への適用

次に、第三、6（「公正な M&A の在り方に関する指針」の適用について）で示したように、公正買収指針への対応が求められる。

同指針によると、支配株主による従属会社の買収とは、従属会社の支配株主が一般株主から従属会社の株式全部を取得する場面、つまり親会社による子会社支配の場面が想定されている。そして、支配株主による従属会社の買収には、従属会社が上場会社である場合と非上場会社である場合が存在するが、本指針は、その対象を、株式が不特定多数の投資家によって分散保有されており、株主利益の確保がより問題となりやすい、上場会社である従属会社の非上場化を目指して行われる支配株主による買収に限定している。

買収の方法については、まず公開買付けを行い、その後にスクイーズアウトを行うことによって従属会社の株式全部を取得する、いわゆる二段階買収の場合と、株式交換等の組織再編や株式併合等の一段階の取引によって従属会社の株式全部を取得する場合を共に対象としている。また、買収対価の種類についても、金銭を買収対価とする場合と、支配株主が上場会社等である場合にその株式を買収対価とする場合を共に対象としている（指針 4 頁）。

支配株主とは、原則として、東京証券取引所の有価証券上場規程に規定される「支配株主」が該当するが、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題の有無やその程度、他の大株主の存否等を勘案して実質的に判断されることが想定される。

本事案への公正買収指針の適用については議論もあるだろうが、『「公正な M&A の在り方に関する指針」の解説』（経済産業省監修 商事法務 2020 年 95 頁参照）によれば、「構造的な利益相反の問題」とは「本来は会社や一般株主の利益のために行動すべき対象会社の取締役が、自ら買収者となり（中略）、または買収者の影響下にある（中略）ことから、その役割を十分に果たせるかどうかにつき懸念が生じる」こと

「情報の非対称性の問題」とは「M&A 取引の妥当性や取引条件の公正性を判断するにあたり、支配株主と一般株主との間に判断材料となる情報に差が生じることであり、これを解消するために①公正性担保措置がとられ、②重要な情報開示のルールが定められ

る（同書 18 頁～20 頁参照）。」

と解説されているところを前提とすれば、取引内容を精査したうえで、本件でも大株主と一般株主との間には「構造的な利益相反の問題」と「情報の非対称性の問題」が存在しており、独立当事者間取引がなされるべく AGP の取締役が行動することが要請される、との結論に達するものと判断した¹²。

(3) 東証ガイドラインの本件への適用

東証が 2023 年 12 月 26 日にリリースした「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役期待される役割」では、支配株主が存在する従属会社の独立社外取締役の（少数株主保護の視点に立った）行動規範が示されているが、当該ガイドラインにおいて「実質的な支配力を生じさせる議決権保有割合の閾値を一義的に画することは困難ですが、過去一定期間の株主総会における議決権行使の実態や、契約の締結等の特段の事情を踏まえると、ある程度の議決権保有割合（例えば 20%や 30%程度）でも実質的な支配力を有している場合があり得ることが指摘されており、そのような場合は、本資料の対象となります。」と示されている（2 頁）。したがって、JAL による非公開化提案との関係において、AGP の独立社外取締役も少数株主保護の視点に立った行動が求められる。

(4) その他、少数株主保護に必要な開示ルールへの遵守

東証が 2023 年 12 月 26 日にリリースした「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」によれば、親子関係にある上場会社や持分法適用関係にある上場会社における情報開示については、少数株主保護やグループ経営に関する情報が投資判断上重要になるにもかかわらず、十分な開示がなされているとはいえない会社が現状では多いことが投資者から指摘されている（3 頁）。本資料は、こうした指摘を踏まえ、投資者から開示が期待される事項として、コーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）における少数株主保護やグループ経営に関する開示についての記載上のポイントが示されており、従属会社の立場にある AGP の情報収集に関する行動規範として尊重されるべきものといえる。

7 総括

以上の検証結果から、本委員会は AGP と JAL との間における「認識の違い」が生じることには合理的な理由があるものと認め、今後、AGP の定時株主総会に向けて、この認識の違いを双方の努力によって埋めることが必要と判断した。

¹² なお、2025 年 4 月 14 日付けで東証は「MBOや支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等について」を公表し、公正M&A指針の枠組みがより実効的に機能していくよう、MBOや支配株主による完全子会社化等に関する企業行動規範の遵守すべき事項について、所要の見直しを行っている。

第六 「認識の違い」解消に向けた AGP 取締役の行動について

1 支配株主による非公開化手続時における従属会社取締役の行動規範

第五、6で考察したとおり、本委員会は、支配株主が存在する従属会社の取締役としての行動規範が本事案においても適用されるものと判断する。具体的には、少数株主保護のために、株式併合時の株式買取請求権行使の環境確保が要請される。既に述べたとおり、TOBを介さないプロセスでの株式併合の手続きが進められているので、従属会社の取締役としては、少数株主の非公開化スキームへの賛否の意見形成（株式併合が株主共同の利益を高めること、高めるとしても、退出を余儀なくされる株主への補償が適正なものであること）に必要な交渉をJALとの間で行い、その結果及び過程を少数株主にも透明化して情報提供を行うことが求められる。

2 企業価値向上策への賛否表明の必要性

第五、2で述べたように、JALの非公開化提案の内容についてはAGP少数株主の視点において疑問が生じるのであるから、少数株主の情報の非対称性問題を解消するためにも、AGPとしては企業価値向上策への賛否表明が必要である。

とりわけJALは大株主であると同時に大口顧客であるから、JALの企業価値向上のためにAGPをコストセンター化する動機も考えられる。非公開化は、そのような意図ではなく、真にAGPの企業価値向上に向けた施策であることを少数株主が理解できるように努めるべきである。

3 株式併合による端株主への価格補償の妥当性判断の必要性

AGPの取締役としては、かりにJALの非公開化提案がAGPの企業価値向上に資するものと判断したとしても（もしくは、AGPの取締役の意見表明にもかかわらず、大株主3社の賛同によって本株主提案が可決されることにもなるので）、少数株主のスクイーズアウトが適正な補償価格で遂行されるのかどうか十分に検討を行い、できる限り補償価格の最大化に向けた交渉を行うべきである¹³。とりわけJALの本株主提案によると「相応のプレミアムが付された価格であると評価できる」としているが、引受額である1,550円は、算定根拠である「DCF法による1,288円から2,280円」の中央値にも満たない設定となってお

¹³ JALの非公開化スキームはTOBを介さないものであり（つまりJALとの価格交渉が困難であり）、しかも株式併合は従属上場会社と株主との取引で行われるものであるから（原則としてAGPの取締役としては、できる限り安い補償金額を提示したい動機があるので）、AGPの独立社外取締役を構成員とする特別委員会が、交渉を主導すべきである。

り、これが少数株主の利益を十分に考慮しているかどうか、その妥当性を判断するための交渉は必要であろう。

4 このような行動規範からみた AGP 取締役の対応への評価及び提言

これまで検証した事実及び AGP 取締役に求められる行動規範をもとに、本委員会として、「非公開化提案に向き合う当社の意思決定プロセス・ガバナンス体制の透明性・独立性・妥当性」についての意見は下記のとおりである。

(1) 現時点までの AGP 取締役の行動に対する評価

JAL による 2025 年 1 月 17 日の非公開化提案を受けて、AGP 取締役会が「特別利害関係人」となる取締役及び監査役を適宜指定して、当該役員への情報を遮断したことについては、AGP による利益相反排除の姿勢としては適切であり、特段過度に利益相反問題を強調したものではない。

また、同提案を受けて、AGP 取締役会が特別委員会を設置したことについても、適切な判断である。なお、特別委員会の委員に社外有識者が含まれており、当該社外有識者に会社の重要情報が伝達されているが、これは特別委員会を活用するためには必要な範囲での情報共有がなされたものであるため、とりわけインサイダー情報の漏えい等が問題視するものとは言えない（AGP としても法務アドバイザーから問題がないことの意見書を受領している）。

さらに、2025 年 1 月以降における AGP 取締役会（及び特別委員会）と JAL との交渉について詳細に検証をしたが、AGP 取締役会は少数株主保護の視点から、情報の非対称性の解消に向けた行動に終始しており、とくに自己の保身（自己の利益）のために行動しているものとは認められない。

AGP 特別委員会の行動についても、少数株主の利益保護を最優先として、同社特別委員会規程を遵守した対応であり、特段過度に利益相反問題を強調したものではなく、支配株主が存在する従属会社の取締役として善管注意義務を果たしているものと認められる。

(2) AGP の定時株主総会に向けての AGP 取締役に期待される行動について

今後、AGP の定時株主総会に向けて、AGP の取締役会としてはどのように対処すべきか、本委員会としての意見を述べる。いずれも少数株主保護の視点に基づくものである。

まず、大株主 3 社と AGP 取締役会（とりわけ「特別委員会」）との間で、本株主提案に対する AGP 取締役会としての意見形成のため、さらには AGP の少数株主自身による意見形成のために必要な情報を収集すべく、JAL との交渉を続ける必要がある。

なお、AGP としての賛否表明に向けた JAL との交渉を継続することも必要だが、第五、3 で述べたように、本株主提案が可決されるに必要な JAT、ANA の賛同理由についてもできる限り明らかにされるよう、要請すべきである。

ちなみに 2025 年 2 月 4 日に東証がリリースした「親子上場等に関する投資者の目線」(21 頁) によれば、

- ・ 投資者においては、一定程度の割合の議決権を保有することなどにより支配的な関係にある会社についても、グループ経営や少数株主保護（株主共同の利益の確保）の在り方に関して、親子上場と同様の問題意識を有しています。
- ・ 支配的な株主である会社や支配的な株主を有する会社についても、それぞれが、このような投資者の目線を踏まえ、グループ経営、少数株主保護の両面から、その在り方について、取締役会で継続的に検討し、開示や投資者との対話を通じて、適切に説明責任を果たしていくことが期待されます。

と示されており、支配株主側においても、投資者に向けてグループの在り方や少数株主保護の在り方に関する説明責任があるとされている。本委員会としても、今回の JAL による非公開化提案については、大株主 3 社側の説明責任の問題も発生するものとする。

本事案は、同意なき M&A に近いものとして（AGP が株式併合に同意していない）、公正買収指針が直接想定している M&A の想定事例とはやや異なるものであるから、公正性担保措置のひとつである「MOM（マジョリティ・オブ・マイノリティ）」による決議方法を採用することは困難である。ただ、そのような公正性担保措置が採用できない事案だからこそ、他の手法で少数株主保護を徹底することが要請されるはずである。

第七 結語—AGP による自己検証のための本委員会からの指摘

本委員会は、第六までに記載したとおり、AGP 取締役会から諮問を受けた事項に関する検証結果を述べたが、最後に本委員会として申し上げたい点を総括として付記しておく。

1 はじめに—AGP のコーポレートガバナンスの特殊性

本報告書では、AGP の取締役が JAL の非公開化提案に対してどう対処すべきか、つまり取締役としての有事における行動規範について、第六で提言を行った。これは、AGP のコーポレートガバナンスに AGP 固有の特殊な構造が存在することを念頭に置いている。

すでに述べたとおり、AGP の取締役会は、AGP に長年勤務している取締役と常勤監査役、大株主（JAL、JAT、ANA）から出向している取締役（社外取締役ではなく、業務執行を担当している出向取締役）、何ら利害関係を有しない独立社外取締役、そして大株主

(JAL、JAT、ANA) から派遣されている非常勤社外監査役で構成されている。

たとえば大株主の 1 社から AGP の支配株主として株式併合 (AGP の非公開化) 提案が出され、さらに他の大株主 2 社がこれに賛同する旨が開示された場合、AGP の取締役は構造的な利益相反問題に直面し¹⁴、とりわけ AGP の独立社外取締役は少数株主保護の立場から大株主と対峙することが取締役としての善管注意義務を尽くすことになる。そして AGP の監査役にとっては、AGP の取締役 (独立社外取締役を含む) が、有事において善管注意義務を果たしているかどうか、監視検証することが重要な職務となる。

しかし、AGP の社外監査役は全員が大株主からの派遣監査役であるため、利害関係人として一切の情報に触れることができない。情報が遮断されたなかでは、社外監査役に求められる監視検証が困難となる。

なお、監査役は独任制の機関であるため、常勤監査役一人でも取締役の職務執行を監視検証することは可能である。ただ、AGP は会社法上「半数以上」が社外監査役でなければならない監査役会設置会社であり、だからこそ監査の独立性が保持されるものと認識されている。すべての社外監査役の監査機能が不全となった場合には、社内の常勤監査役のみによる監査結果のみでは、少なくとも外観的には AGP の監査に対する信用性は乏しいものと推測される。

したがって、本委員会による検証結果には、(権限行使のための情報に乏しい) 少数株主に対して AGP 取締役の職務執行の適法性と、今後の「あるべき善管注意義務の実践」についての情報を提供するという意義があり、そこに検証を行う大きな目的もあるといえよう。

JAL による非公開化提案では、TOB によるものではなく、株主提案権行使によって株式併合が成立するのであるから、少数株主にとっては情報の非対称性の問題が最後まで残されている。したがって、第三者の目で有事における取締役の行動規範を示すことが (たとえ非公開化手続が完了するとしても)、AGP の少数株主保護の見地から必要と判断した¹⁵。

¹⁴公正買収指針によれば、支配株主による従属上場会社の買収事案にあつては、支配株主と一般株主 (少数株主) との間で構造的な利益相反状況が生じるものとされる (『『公正な M&A の在り方に関する指針』の解説』経済産業省監修 商事法務 2020 年) 13 頁図表 2 参照。

¹⁵ 近時の裁判例によれば、株式併合によって一株未満となった株主には株式代表訴訟における原告適格が否定される (東京高裁令和 6 年 3 月 6 日 東芝株主代表訴訟事件判決)。しかし、会社法 429 条に基づく元株主自身の損害賠償請求や株式買取価格決定申立の裁判において、AGP 非公開化のプロセスの適法性や役員の職務の適法性が争点となる可能性はあると考えられる。

2 AGP と JAL との「認識の違い」が生まれる背景(根本原因)

本委員会は、AGP 関係者 14 名にヒアリング調査を行ったが、その面談の過程で「羽田村」や「コストセンター」なる言葉を何度も耳にした。日本の証券市場において、2015 年に始まった上場企業向けの企業統治改革は、各上場企業に浸透しつつある。たとえ東証スタンダード市場に登録する企業でも、「資本効率を意識した経営」を機関投資家から強く求められる時代となり、規模の大小にかかわらず「取締役会改革」は果たさねばならない課題といえる。とりわけ AGP においては、上場維持基準をクリアするための施策を実践しているのであるから、可能な限り市場に求められる取締役会改革を進めなければならない状況にある。そのような状況を JAL も理解をして、非公開化提案にあたり「AGP の企業価値を高めるために非上場化したい」と強調する点には納得できる。

しかし、長い AGP と JAL との歴史をみるに、AGP の役職員からすれば「非公開化によって、また当社は航空事業者の『コストセンター』になってしまうのではないか」「動力供給事業以外にも、エンジニアリング事業や商品販売事業によって収益を上げようとするビジネスモデルが否定されるのではないか」「AGP の企業価値向上のため、と言いつつ、実は大株主の収益拡大のため、というのがホンネなのではないか」との疑念を抱くのも無理はないと考える。長い取引関係を詳細にみていくと、JAL の経営破綻においても、またコロナ禍における経営危機においても、航空業界は、国土交通省も含めて一丸となって乗り切ってきた成功体験がある。そこには「羽田村」「空港村」としての常識があり、長年続く関係会社間の取引慣行は今も根強く関係会社を支配しているように思える。

このように、企業統治改革が進む日本の上場会社としての「証券市場の常識」と、戦後に官民一体となって築き上げてきた航空業界と取り巻く「羽田村の常識」との乖離が、世間からは容易には理解しがたい「認識の違い」を生む根本原因ではないかと考える。

3 AGP の非公開化による企業価値について

AGP の取締役がどうすべきであるか、という点への諮問を受けた以上、本委員会としても AGP の株主共同の利益を意識した検証を行わなければならない。したがって、本委員会としても AGP の非公開化が果たして中長期的に企業価値の向上に資するものであるか、という点への関心は高い。

しかし、本委員会は、その判断に深入りすることは回避した（もし踏み込んだ判断を行うのであれば、AGP だけでなく、交渉相手である JAL ほか JAL の本株主提案に賛同している他の大株主の関係者からもヒアリングをしなければ中立性に欠けることになる）。つまり、本委員会は AGP の企業価値を向上させるためには非公開化以外には選択肢がない、といった考え方に合理的な疑いを抱かせる余地があるかどうか、といった観点から企業価値向上策の内容に関する検証を行ったものである。

また、TOB のプロセスを経ない株式併合手続きがとられるとなれば、AGP の少数株主にとっては、株式併合の決議に賛成して端株処理手続きに肅々と応じるべきなのか、同

決議に反対して株式買取請求権を行使する機会を確保すべきなのか、その判断に必要な情報は、JAL 側のみから付与されるものに依拠せざるを得ないことになる。したがって、AGP の非公開化が企業価値を向上させるかどうか、仮に向上させるものであったとしても、株式併合によって排除されてしまう少数株主への価値配分が公正なものなのかどうか、十分に理解できないという極めて不安定な地位に立たされることになる。そこで、当委員会としても、少数株主保護に必要なプロセスの視点からも検証を行った。

本委員会による報告書を参考として、AGP 取締役会がどのような自己検証を行うのかは定かではない。しかし、予定されているような大株主 3 社の実質的合意の結果として本株主提案が可決されたとしても、AGP 経営陣と JAL 経営陣との真摯な交渉経過が開示されなければ、JAL や ANA の株主にも AGP の非公開化に基づく組織再編の経済合理性を説明できないのではないかと危惧するものである。

4 大株主 3 社による共同経営(合併企業化)の危うさ

AGP の定時株主総会で株式併合議案が可決された場合、AGP は非上場会社となり、取締役や監査役の派遣を通じて、その経営管理は大株主 3 社による実質協議によって行われることが想定されている。

JAL や ANA にとっては「航空機への動力供給」はコストであるから、その取引を自社に有利に展開することは航空会社自身の企業価値向上にはつながるであろう。

しかし、JAL や ANA と AGP との取引の歴史をみていくと、コロナ禍における航空業界の不況や、とりわけ JAL の経営破綻によって、AGP の業績も大きな痛手を負った経験がある。空港における航空機への動力供給事業が競争の激しい業界であればまだしも、日本の空港において AGP はほぼ独占的な地位にあり、だからこそ世界 140 もの航空会社と動力供給契約を締結するに至っている。もはや AGP は日本の航空業界においては社会的インフラと言えるものである。

VUCA の時代と言われ¹⁶、5 年後、10 年後の航空業界の経営環境が不確実な時代において、AGP のような社会インフラを担う企業が、一部特定の企業の支配下に置かれることについては（「救済策」としての措置であれば別だが）、経営面での新たな事業リスクを背負うことになるのではないかと危惧するところである。

だからこそ過半数の株を保有しない航空事業者が共同して AGP を経営する、という理屈もあるかもしれないが、これまで本報告書で述べたとおり、事業戦略を実行する責任主体があいまいなままでは、戦略ストーリーの信用性は乏しい。また、リスク管理の面においても、非上場化によってコーポレートガバナンスや内部統制の脆弱化が進み、不正リスクが顕在化する可能性も高まるのではないか。

親子会社の解消が推奨される時代において、その責任主体が明確となれば非上場化も

¹⁶ Volatility (変動性), Uncertainty (不確実性), Complexity (複雑性), Ambiguity (曖昧性)

前向きに捉えられるが、責任主体があいまいなままでの AGP の非公開化には、社会インフラとしての AGP の存立に危機感を抱かざるを得ないように思われる。

5 AGP 取締役の「構造的な利益相反の問題の解消」に向けた対応

JAL は、本株主提案において、AGP の非公開化のために株式併合を提案する理由として、JAL と AGP とのコミュニケーションの不全を指摘している。そして、コミュニケーション不全の原因としては、AGP が「情報提供の平等性を厳格に徹底する」「当社を含む大株主との個別の対話を控える立場をとっている」とことと理解し、「当社と少数株主との間の利益相反構造を過度に強調するあまり、当社と AGP との間で AGP の経営方針や事業戦略等に関する株主としての一般的な対話さえ行うことが困難な状況となっている」と説明している。

そして、このような対話が困難な状況では「航空・空港関連事業者が適切に連携しつつ、業界一丸となって AGP の経営を取り巻く様々な課題に対応するための取組みを進めることはできない」としている。

この点において、本委員会は、JAL と AGP との関係においては支配株主と従属会社の関係にあり、AGP としては構造的な利益相反の問題、支配株主と少数株主との間に情報の非対称性の問題が存在することを示してきた。

おそらく、AGP が上場会社に要請されている利益相反排除、具体的には支配株主との間で情報提供の平等性を確保したり、独立当事者間取引と同等の対等な取引を求めることのみをもって、JAL が問題視しているものではないと思料する。JAL は、AGP が「過度に」利益相反問題を強調する、フェア・ディスクロージャー・ルールでも許容されているような一般的な株主の対話さえ拒絶する、といった「ルールの誤解に基づく行動」があるがゆえにコミュニケーション不全が発生していると指摘しているものと推察される。

しかし、このコミュニケーションの不全を放置することは、AGP にとっても、また JAL にとっても許されないものとする。

本株主提案の可否については最終的には株主の意思によって決せられるべきであり、本委員会が深入りすることではないが、せめて提案の可否を判断するすべての株主が情報の非対称性を解消したうえで判断できるか否か、という点だけは、本委員会として十分に検討すべきと考えた。

とりわけ TOB を介さない形で、いきなり大株主による株式併合提案がなされる状況は、まさに約 28%の株式を保有する少数株主にとっては「寝耳に水」であり、非公開化が AGP の企業価値を向上させるのか否か、さらには強制排除されるにあたっての補償は十分か、といった判断の根拠となる情報は、現状では大株主から提供された情報のみから判断せざるを得ないのである。

そうであるならば、AGP と JAL との真摯な交渉経過や AGP による利益相反排除措置に関する情報は少数株主に伝えるべきであるし、これを伝えることは AGP の取締役にと

っては善管注意義務を尽くすことと評価される。

このように、本委員会は「AGP の取締役らが、ルールを遵守して JAL との交渉に対応していたかどうか」を、少数株主保護の視点から判断した検証結果であると理解していただきたい。

以 上

(別紙 1)

アンケートへのご協力をお願い

2025年5月7日

ガバナンス検証委員会 委員長 山口 利昭

当委員会は、当社の2025年5月2日付け「ガバナンス検証委員会の設置に関するお知らせ」に記載のとおり、日本航空株式会社、ANAホールディングス株式会社及び日本空港ビルディング株式会社から株主提案（当社株式の株式併合及び非公開化）がなされたことを踏まえ、中立・公正な立場で当社のガバナンス検証を行うことを目的に設置されました。

当委員会では、上記検証の一環として、株主提案に関する当社役員の皆様のご意見、ご認識等を伺いたく、アンケートを実施することにいたしました。お忙しい所大変恐縮ですが、当委員会の活動期間に限りがございますので、本書受領後4日以内を目処に、委員である嶋野宛て（s-shimano@irokawa.gr.jp）に、下記質問事項に対するご回答をeメールでお送り頂きたく存じます。ご回答は、下記質問事項の後に貴殿のご回答を記載頂き、ワードファイルをご送付頂く形式でお願いいたします。ご回答を頂いたワードの表題は、「AGP 役員アンケート 本文（嶋野）」の様に、貴殿の氏名を記載頂きたく存じます。

アンケート結果につきましては、検証のために当委員会限りで活用し、事務局の方も関与されません。アンケート結果を集計して公表することではなく、誰が何を書いたのかという秘密は厳守いたしますので、自由に記載していただきますようお願いいたします。

以上

記

- Q1 日本航空株式会社（以下、「JAL」といいます）が2025年4月25日付けで「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め
の廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」を開示していますが（以下、「本開示」といいます）、本開示に記載されている「①本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のうち、当社とJALとのやりとりの経緯に関する記載（※2ページ下から5行目～4ページ上から3行目）に事実と異なる部分や重要な事実が抜けている部分があれば、どの部分がどのように事実と異なるのか、どのような事実が抜けているのかご教示下さい。

Q2 本開示において、JAL が認識する当社株式の非公開化の意義が記載されていますが（※4 ページ上から 4 行目～6 ページ下から 5 行目）、この意義について事実と異なる部分や重要な事実が抜けている部分があれば、どの部分がどのように事実と異なるのか、どのような事実が抜けているのかご教示下さい。

また、JAL が認識する当社株式の非公開化の意義について、ご意見（賛成、期待、反対、疑問、懸念等）があれば、どの部分について、どのようなご意見をお持ちか、そのようなご意見をお持ちになる理由をご教示下さい。

Q3 本開示において、「②AGP の非公開化後の経営方針」として、当社株式の非公開化後の経営方針が記載されていますが（※7 ページ下から 5 行目～8 ページ下から 11 行目）、記載されている経営方針にご意見（賛成、期待、反対、疑問、懸念等）があれば、どの部分について、どのようなご意見をお持ちか、そのようなご意見をお持ちになる理由をご教示下さい。

--

- Q4 本開示では、当社株式の非公開化後も、JAL、ANA ホールディングス株式会社（以下、「ANA」といいます）及び日本空港ビルディング株式会社（以下、「JAT」といいます）のいずれも単独で当社の支配株主にならない方針が記載されていますが、このような方針について、ご意見（賛成、期待、反対、疑問、懸念等）があれば、どのようなご意見をお持ちか、そのようなご意見をお持ちになる理由をご教示下さい。

--

- Q5 JAL、ANA、JAT は2021年11月25日付けで当社と「東証スタンダード市場での上場維持基準適合に向けた対応における覚書」を締結し、当社が上場を維持する方針を確認していましたが、なぜ、JALはその方針を変更して本開示を行うに至ったのか、その理由として考えられることや出来事があればご教示下さい（推測でも結構です）。

--

- Q6 これまでの当社の経営において、当社と大株主（JAL、ANA、JAT）との間で利害が対立して問題になった事例や、競合会社同士である JAL と ANA の利害が対立して問題になった事例があれば、いつ、どのような利害の対立が生じたのか、最終的にどのように解決したのか（又は解決に至らなかったのか） ご教示下さい。

--

Q 7 当社株式の非公開化により、今後、非公開化しなかった場合に比べて当社は成長するとお考えですか。貴殿のお考えとその理由をご教示下さい。

Q 8 上記ご回答の他、大株主（JAL、ANA、JAT）による当社株式の非公開化に関し、期待、要望、懸念、疑問、問題意識等があれば自由にご記載下さい。

Q 9 その他、当社株式の非公開化の問題にかかわらず、コーポレートガバナンスの在り方についてご意見があれば自由に記載して下さい。

--

※日本航空株式会社の２０２５年４月２５日付け「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め、廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」の該当箇所を抜粋したものを添付致しますので、ご確認の上でご回答下さい。



2025年4月25日

各 位

会社名 日本航空株式会社
代表者 代表取締役社長執行役員 鳥取 三津子
(コード: 9201 東証プライム市場)
問合せ先 財務部長 西澤 修英
(TEL 03-5460-3121 (代表))

**株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更
及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ**

日本航空株式会社（以下「日本航空」又は「当社」といいます。）は、本日、株式会社エージーピー（証券コード:9377。以下「AGP」といいます。）に対し、2025年6月開催予定の同社の第60回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）に関して別紙の内容の株主提案（以下「本株主提案」といいます。）を行う旨の書面を提出しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

本株主提案は、①AGPの株主を、日本航空、日本空港ビルデング株式会社（以下「日本空港ビルデング」といいます。）及びANAホールディングス株式会社（以下「ANAHD」といいます。日本航空、日本空港ビルデング及びANAHDを総称して「本株主3社」といいます。）のみとし、AGP株式を非公開化するために行う株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）、②本株式併合に伴う所要の変更を行うための定款の一部変更、及び③AGP取締役3名の選任の3つの議案を提案するものであります。AGP株式は、本日現在、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）スタンダード市場に上場されておりますが、本定時株主総会において本株主提案（そのうち本株式併合に係る議案）が承認可決された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、AGP株式は所定の手続きを経て上場廃止となる予定です。上場廃止後は、AGP株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできませんのでご注意ください。また、その場合、本株主3社以外のAGP株主の皆様は、本株式併合の効力発生をもって1株未満の端数となり、当該端数となったAGP株式の数に応じて、裁判所の許可その他の所定の手続きを経て金銭が交付される予定です。

なお、日本空港ビルデング及びANAHDは、本株式併合の実施に賛同し、本定時株主総会においても本株式併合の目的を実現すべく議決権を行使することに同意しておりますので、併せてお知らせいたします。

2024年12月31日現在、本株主3社の保有するAGP株式の数は以下のとおりです。

株主	保有株式数	所有割合（注）
日本航空	4,115,400株	30.47%
日本空港ビルデング	3,309,300株	24.50%
ANAHD	2,471,400株	18.30%
本株主3社合計	9,896,100株	73.26%

（注）「所有割合」とは、AGPが2025年1月30日に提出した2025年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「AGP決算短信」といいます。）に記載された2024年12月31日現在のAGPの発行済株式総数（13,510,000株）から、AGP決算短信に記載された同日現在のAGPが所有する自己株式数（2,135株）（なお、役員向け株式給付信託及び従業員向け株式給付信託（J-

ESOP) が所有する A G P 株式の数 (439, 200株) は A G P が所有する自己株式に含んでおりません。以下同じです。) を控除した株式数 (13, 507, 865株) に対する割合 (小数点以下第三位を四捨五入。) をいいます。以下同じです。なお、A G P は、2025年 3 月 24 日、従業員向け株式給付信託 (J-ESOP) につき、株式給付信託 (J-ESOP-RS) を上乗せする改定を行い、当該信託に対し、第三者割当により 400, 000株の新株式を発行しておりますが、所有割合の計算においては、当該新株式発行による希薄化は考慮しておりません。

記

I. 本株式併合の提案について

1. 本株式併合の目的及び理由

(1) 本株式併合の概要

本株式併合の提案は、A G P 株主を本株主 3 社 (合計所有議決権数 : 98, 961個、合計所有議決権割合 (注) 73. 26%) のみとし、A G P 株式を非公開化するための手続として A G P の株式に係る株式併合を実施することを提案するものであります。

本株式併合に係る議案が本定時株主総会にて承認可決された場合、本株主 3 社以外の A G P 株主の皆様が保有する A G P 株式の数は、本株式併合により、1 株未満の端数となる予定です。本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数については、会社法 (平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下同じです。) 第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 2 項及び第 4 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、A G P が自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金を A G P 株主の皆様へ交付する予定です。また、A G P は、端数合計に相当する A G P 株式 (1 株未満は切り捨てとなります。) を買い受けるに際し、本株式併合の効力発生後に、日本航空からの借入れ、出資その他の方法により資金を確保する予定です。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である 2025 年 9 月 30 日の最終の A G P 株主名簿において A G P 株主の皆様が所有する A G P 株式の数 (以下「基準株式数」といいます。) に 1, 550 円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定です。詳細につきましては、下記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」をご参照ください。

(注) 「合計所有議決権割合」とは、A G P 決算短信に記載された 2024 年 12 月 31 日現在の A G P の発行済株式総数 (13, 510, 000株) から、A G P 決算短信に記載された同日現在の A G P が所有する自己株式数 (2, 135株) (なお、役員向け株式給付信託及び従業員向け株式給付信託 (J-ESOP) が所有する A G P 株式の数 (439, 200株) は A G P が所有する自己株式に含んでおりません。以下同じです。) を控除した株式数 (13, 507, 865株) に係る議決権の数 (135, 078個) を分母として計算しております。なお、A G P は、2025 年 3 月 24 日、従業員向け株式給付信託 (J-ESOP) につき、株式給付信託 (J-ESOP-RS) を上乗せする改定を行い、当該信託に対し、第三者割当により 400, 000 株の新株式を発行しておりますが、合計所有議決権割合の計算においては、当該新株式発行による希薄化は考慮しておりません。

(2) 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針

① 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程

A G P は、1965 年 12 月に、日本空港動力株式会社として設立され、現在、国内主要空港において駐機中の航空機へ動力 (電力・空調) を供給する事業に従事し、24 時間体制で空港施設の維持管理を行うエンジニアリング事業、商品販売事業などをグループとして営んでおります。

一方、日本航空は、A G P の株式 4, 115, 400 株 (所有割合 : 30. 47%) を有する同社の筆頭株主であり、また、2024 年 3 月期において、A G P の売上額の 26% を占める主要取引先でもあります。

AGPの航空機への動力供給は、航空機そのものの運航のみならず、航空機整備、グランドハンドリング、貨物の搭・降載といった空港におけるほぼ全ての業務を実施するために必要不可欠な基本機能であるとともに、仮に航空機への動力供給に不具合が発生した場合には航空機システムへ甚大な損害を及ぼす可能性（その程度によっては航空機の火災などにつながる可能性もあります。）があるなど、航空・空港事業において安全上極めて重要な技術的要素となっております。

このように航空・空港における安全で安定的な動力供給や空港施設の維持管理の事業を行うAGPは、日本航空のみならず、全ての航空・空港関係事業者にとっても極めて関心の高い重要インフラです。そのため、AGPが、自ら掲げる「技術を極め、環境社会に貢献します」という企業理念に基づき、その企業価値を向上させ、社会的使命を果たしていくためには、全ての航空・空港関係事業者と密な情報交換を行いながら、強い連携や協業を図りつつ、安定した経営を維持することが必要であると考えております。

もっとも、近時、AGPにおいては、独立した上場企業として、当社をはじめとする大株主を含む全ての株主に対する情報提供の平等性を厳格に徹底するという立場から、当社を含む大株主との個別の対話を控える立場をとっておられると理解しております。また、AGPは、当社のAGP株式の保有割合に鑑み、当社と少数株主との間の利益相反構造を過度に強調するあまり、当社において、AGPとの間で、AGPの経営方針や事業戦略等に関する株主としての一般的な対話さえ行うことが困難な状況となっております。そのような状況が高じて、2024年6月に開催されたAGPの株主総会では、株主との協議も十分になされなかった結果、同社の役員報酬議案がいずれも否決されるに至っております。

AGPと本株主3社との間で建設的な対話を行うことが困難な状況においては、航空・空港関連事業者が適切に連携しつつ、業界一丸となってAGPの経営を取り巻く様々な課題に対応するための取組みを進めていくことはできません。また、AGPにおいては、今後も航空需要の拡大が見込まれ、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる環境下において、主たる事業である空港内事業に対し十分な経営資源の投下がなされておらず、人的資本の確保・充実にも課題を抱えているものと思われます。当社といたしましては、そのような状況を変えていかない限り、AGPの中長期的な企業価値向上を図ることができないのではないかと懸念を深めてまいりました。以上に鑑み、当社は、AGPの企業価値の向上のためには、AGPを非公開化して潜在的な利益相反構造を解消した上で、効率的なガバナンス体制を新たに構築し、航空・空港関連事業者と密に連携し、本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公器として持続可能な成長を図ることが必要であると考えに至りました。

以上のような経緯を踏まえ、当社は、2025年2月上旬、日本空港ビルデング及びANAHDに対し、AGPの企業価値を向上させるとともに、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に取り組むことを目的として、AGP株式を非公開化するための一連の取引（以下「本非公開化取引」といいます。）を打診し、協議を開始しました。

他方で、当社は、AGPとの間でも本非公開化取引の協議開始を繰り返し求めましたが、具体的な協議に応じて頂くことはできませんでした。特に、当社としては、AGPが2024年8月29日付で開示した「特別委員会の設置に関するお知らせ」にて示されている「AGPの主要株主と少数株主の間に構造的な利益相反の可能性があること」を課題として認識し、その点を尊重しつつ、AGPの企業価値向上について建設的な対話を開始頂けるようご提案を申し上げておりましたが、具体的な前進がないまま一定期間が経過いたしました。

そのため、当社は、AGPの株主として、自らイニシアチブをとってAGP株式の非公開化を行うことについても検討を進め、日本空港ビルデング及びANAHDに対し、株式併合により早期に本非公開化取引を実施する計画を示し、慎重に協議を行ってまいりました。

その結果、今般、本株主3社間において、下記の本非公開化取引の意義に照らし、本非公開化取引によりAGPを非公開化することが少数株主を含めた全てのステークホルダーにとって最善の選択肢であるとともに、その方法としては、AGPとの間で建設的な対話が困難である現状をできる

だけ早期に解消し、一刻も早くAGPの企業価値向上に向けた施策に取り組むべく、AGPの株主総会で株式の併合による非公開化に関する議案を提案することが合理的であるとの方針につき合意が成立しました。

当社が考える本非公開化取引の意義は、具体的には以下のとおりです。

まず、我が国では、2050年に脱炭素社会を実現するべく、交通・物流（運輸部門）においては、2030年度に二酸化炭素排出量を対2013年度比35%削減することを目標としており、また、航空産業においては、国際民間航空機関（ICAO）の中期目標として、2030年にSAF（Sustainable Aviation Fuelの略で、持続可能な航空燃料を意味します。）の10%導入、2035年までにCORSIA（国際航空のためのカーボン・オフセット及び削減スキーム）も活用し、①燃料効率を毎年2%改善するとともに、②2020年以降二酸化炭素の総排出量を増加させない取組みを進めることが求められております。航空輸送の分野は、空港という広大な用地と大型施設により支えられた産業構造上、幅広い関連産業との連携により脱炭素化を進めていく必要性が高く、また、そのことが関連産業の活性化や、新たな事業創出にもつながりうると当社は考えております。そのため、空港施設管理会社、当社を含む航空会社、AGPを含む空港内の関連産業においては、様々な分野における脱炭素化の可能性を、相互に密接に連携して多角的に検討することが、空港領域・航空業界における喫緊かつ重要な課題となっております。また、当社やAGPを始めとする空港内の関連産業が、高いレベルで脱炭素化が実現された航空サービスを提供し、顧客の皆様がこのサービスをご利用いただくことが、顧客の皆様と当社の双方にとって大きな社会的価値を生み出すと考えております。このように、脱炭素化への取組みを進めていくことは、AGPや当社が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させていくとともに、企業としての社会的責任を果たし、社会的価値を生み出していく上で必要であると当社は考えております。

この点、AGPは、空港領域・航空業界の脱炭素化に向け、「AGP グループ中期経営計画（2022-2025年度）」（以下「本中期経営計画」といいます。）にて「2025年度末までに2019年実績の33.5万トンを超えるCO₂ 排出量削減」との方針を打ち出しており、空港の脱炭素化推進に向けた取組みとして、地上電源装置（GPU）利用の促進と更なる展開、GPUのグリーンエネルギー化及び航空機地上支援機材（GSE）のEV化に伴う基盤整備を掲げています。他方で、AGPは、本中期経営計画においては既存主要事業等への投資を打ち出しているものの、同社が空港領域・航空業界の脱炭素化において果たすべき重要な役割に鑑みると、当社としては、AGPの具体的な投資の実行や成果は十分なものではなく、具体的には、航空機用動力設備等の計画的な更新投資も現状十分な水準ではないものと認識しており、AGPの事業運営にも影響を及ぼしうる状況であると考えております。

さらに、AGPは、本中期経営計画において、空港脱炭素化の取組みに加えて、空港外への事業領域拡大についても方針として掲げ、空港外売上比率3割以上を目指すとしているところ、新規事業については本中期経営計画に沿った事業収支を達成することができずに事業撤退を行う等、必ずしも順調な進捗とはいえない状況にあると認識しております。航空需要の回復が本中期経営計画の想定を上回り、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる一方で、AGPにおいて人材の確保が困難な環境にある中で、当社としては、AGPの主たる事業である空港内事業へ経営資源を集中させることにより、企業価値の向上については空港領域・航空業界を取り巻く環境社会への貢献を果たすことが可能であると考えております。

また、AGPにおいては、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しております。今後、航空需要が拡大し、空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、AGP従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると当社は考えております。

日本航空は、日本空港ビルデング及びANAHDとも協議の上、本非公開化取引によりAGPにおいて以下のような企業価値向上効果が見込めるものと考えております。

(i) 航空業界全体で脱炭素を含む価値向上策を実現することによる利益

AGPの主たる収益源は日本航空及びANAHDの子会社である全日本空輸株式会社（以下「ANA」という。）その他の航空会社からの委託業務であり、航空業界全体の価値向上によりAGPの企業価値向上も実現される関係にあります。

航空運輸における脱炭素化を含む環境対策は、航空業界全体で一丸となって対応すべき喫緊の課題であります。仮にも対応が遅れた場合には、本邦航空事業及び空港全体の国際競争力の低下を招くとともに、AGPを含む航空関連事業全体の収益性にも悪影響を及ぼし、ひいてはAGPの企業価値を毀損することにもなりかねません。

また、本邦航空業界は、インバウンドツーリズムの隆盛等に伴い活況を呈し、空港の利活用も拡大する状況にあります。しかし、本邦においては人員不足や人件費増加等も深刻であり、航空会社や空港運営会社のみならず、AGPを含む航空・空港関連事業者が一丸となって協業・連携し、業務の効率化等に取り組む必要があります。航空会社、空港施設管理会社と連携し、お互いに協力することで、デジタル・イノベーションを通じた環境に配慮した事業推進等、より時代の流れに沿った、かつ、迅速な経営戦略の実践が可能となるような取組みを進めてまいりたいと考えております。

さらに、AGPの日々のオペレーションにおける不安全事故をゼロに近づけるべく、航空関連事業に携わる企業として最重要事項である「安全」にかかる考えや方針、文化の醸成について、AGPとの連携を密にすることを通し、「安全」を大前提とする基本品質の維持、向上にむけた支援を図り、空港関連事業を営むAGPの企業価値を高めてまいりたいと考えております。具体的には、航空会社との合同の安全教育、訓練実施を検討してまいります。

以上のように、本非公開化取引により、本株主3社とAGPの少数株主との間の潜在的な利益相反の懸念等が解消され、航空・空港関連事業者が一体となって連携を深めることができれば、空港領域・航空業界全体の価値向上につながり、AGPの企業価値向上を図ることができると考えております。

(ii) 非公開化による中長期的な視点での戦略投資の実現

AGPが担う空港関連事業の公益性・公共性にも鑑みれば、AGPは中長期的に持続可能な発展を遂げる必要があります。

AGPにおいて中長期的な戦略に基づき大規模な投資を実行する場合、短期的にAGPの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあり、また、資本市場から十分な評価が得られずに短期的にはAGPの株価が下落する可能性があります。また、AGPの事業の特性上、空港設備の基本的な品質・性能を維持するための設備投資も必要不可欠であるところ、そのような投資は、短期的に目に見える業績向上につながりにくく、やはり資本市場からの評価を得にくいという問題があります。

これに比して、本非公開化取引の実施によりAGPを非公開化する場合には、一時的な費用の先行支出や短期的な業績悪化が株価に与え得る影響、短期的な業績向上に向けた資本市場の期待にとらわれず、AGPの中長期的な成長を推進するための戦略投資や設備投資を躊躇なく実行することができると考えております。

例えば、上記のとおり、AGPは本中期経営計画にてGPUのグリーンエネルギー化を掲げておりますが、GPU電源の一部は日本空港ビルデングが運営する旅客ターミナルビルからも供給されており、同社で検討を進めている水素利活用による旅客ターミナルビルへの電力・熱供給とも連携し、空港全体のエネルギー利用の最適化を進めながら脱炭素化に取り組み、持続可能な社会の実現に貢献することでAGPの企業価値向上を図ることができるかと

えております。

また、本非公開化取引を通じてAGPの非公開化を実現することで、AGPにおいては配当政策の見直しも可能となり、戦略投資や設備投資の原資をより柔軟に確保できるようになります。さらに、AGPは、非公開化することで、上場を前提とした各種手数料、開示書類の作成費用、株式事務代行機関への委託費用等の諸費用の大幅な縮減が可能となり、これらの費用の一定部分をAGPのコアビジネスへの投資に振り向けることが可能となると想定しています。具体的には、GPUのさらなる活用推進（活用規模の拡大のみならず、航空機駐機時以外への活用）、エアラインのEV化に連動したEV電力供給事業の展開（充電施設の新設）、航空機用動力設備の既存ハンドリング空港以外への展開、航空機用動力設備等の計画的な更新投資の実施、空港ターミナルを含めた空港全体の電力マネジメントの新規構築等、コアビジネスの拡張にむけての投資が可能になると想定しております。

以上のように、本非公開化取引により、AGPにおいては、より柔軟に、中長期的な視点での戦略投資や設備投資を行うことができるようになるものと考えております。

(iii) 人材の確保や活性化

AGPの2024年度3月期有価証券報告書において、人材戦略について「当社においては労働人口減少の課題に対してコロナ前より重く捉えており、外国人や女性技術者の採用、定年退職者の再雇用を進めてまいりましたが、BtoB事業が主体であり知名度が低く、働く環境も不規則なシフト勤務などの課題もあるため、人材確保は厳しい状況が続いています」と記載されているとおり、当社は、AGPにおいて、今後も航空需要の拡大が想定される中、人材不足がさらに深刻化しているものと考えております。また、当該有価証券報告書にて、AGPはこの課題に対して、①人材確保、②人材の有効活用、③人材配置、能力開発・育成、④人材の活性化・適正な人件費水準の維持、⑤労働環境の整備を施策として実行されてきていると記載がございますが、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しております。当社は、今後、航空需要が拡大することに伴う空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、AGP従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると考えております。

当社といたしましては、本非公開化取引を通じてAGPの非公開化が実現された際には、非公開化後もご活躍いただけるような環境を提供すべく、当社の福利厚生制度などの継続利用により、ご支援をさせて頂く予定です。さらには、日本航空及びANAの知名度、ブランドを活かすことでAGPの採用活動等を強化することが可能であり、人材の確保と更なる充実につながるものと考えています。

また、当社は、AGPにとって人材こそが最大の資本であると考えており、本非公開化取引を通じてAGPの非公開化を実現することで、AGP従業員の皆様に還元ができるよう、AGP従業員の皆様の成果・職責に応じた最適な報酬体系をはじめとする人事制度の再設計や最適な人材投資を行うことを検討しております。なお、現在AGPにおいて導入されている、従業員向け株式給付信託（J-ESOP）につきましては、今後当該信託に関する規約等を踏まえて適切な対応を検討する予定ですが、本株式併合によってAGPの従業員の皆様が不利益を被ることがないように取り扱う予定です。

以上のように、本非公開化取引により、AGP従業員の皆様への還元が可能になることで、AGPにおいては、人材の確保や活性化にもつながると考えております。

また、本株式併合により保有株式が1株に満たない端数となるAGP株主の皆様に対して端数処理の手続において交付される金銭の額（本株式併合の効力発生前のAGP株式1株当たりの額を、以下「本端数処理交付見込額」といいます。）に関し、AGP株主の皆様には十分配慮し、公正な価格とするため、日本航空は、本株主3社及びAGPのいずれからも独立したフィナンシャル・アド

バイザーである大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）に対し、AGPの株式価値の算定を依頼しました。

その上で、日本航空は、大和証券によるAGPの株式価値の算定結果を踏まえて、日本空港ビルデング及びANAHDとの間で協議・検討を行い、AGPの本源的価値及び市場株価の動向等に鑑み以下の諸点を考慮した上、2025年4月23日、AGPの少数株主の皆様の利益が最大限確保された価格として、本端数処理交付見込額を1,550円とすることが妥当であるとの結論に至りました。

- (a) 当該価格が、下記「3. 本株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(2) 算定に関する事項」の「② 算定の概要」に記載の株式価値算定書における大和証券によるAGP株式の価値算定結果のうち、市場株価法による算定結果を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること
- (b) 当該価格が、当該価格について本株主3社の間で合意した2025年4月23日の前営業日である2025年4月22日（以下「本基準日」といいます。）の東京証券取引所におけるAGP株式の終値1,094円に対して41.68%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値（円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）1,115円に対して39.01%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,178円に対して31.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,083円に対して43.12%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、過去におけるAGP平均株価に対しても相応にプレミアム水準が付与されているものと認められ、また、類似事例におけるプレミアム水準（下記「3. 本株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(1) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠及び理由」の「② 端数処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」において定義します。）との比較においても合理的なプレミアム水準であると認められ、AGP株式の上場来高値（1,509円、2018年3月15日のザラ場）を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること

なお、本端数処理交付見込額は、本株主提案公表日の前営業日である2025年4月24日の東京証券取引所におけるAGP株式の終値1,113円に対して39.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,110円に対して39.64%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,176円に対して31.80%、同過去6ヶ月間終値単純平均値1,086円に対して42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

また、本株主3社は、本株式併合はAGPの企業価値の向上及び株主共同の利益に資するものであるところ、現在のAGP取締役会による株主との対話や協議の状況に鑑みると、本定時株主総会において本株式併合に係る議案が可決されても、本株式併合の実施についてAGP取締役会から適切に協力を得ることができるかが不透明であり、本株式併合及びその後のAGPの事業運営等を迅速かつ円滑に進めるためには、AGP取締役会の構成についても一定の変更を要するとの認識を共有するに至りました。

以上の経緯で、日本航空は、日本空港ビルデング及びANAHDから本株式併合の実施について賛同を得て、本株式併合に係る議案の提案を含む本株主提案を行うことといたしました。

② AGPの非公開化後の経営方針

当社は、AGPが本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公的な機能を有しており、日本航空やANA以外の航空会社などに対しても業務を提供していることを十分に理解しており、この点に適切に配慮してAGPを経営していくことが必要であると考えております。そのため、本非公開化取引完了後における本株主3社のAGP株式の最終的な所有割合については、本日現在では

決定されておりましたが、いずれにせよ、AGPの非公開化後も、日本航空、日本空港ビルデング及びANAHDのいずれも単独でAGPの支配株主になることは予定しておりません。

もともと、航空会社である日本航空及びANA並びに空港管理機能を担う日本空港ビルデングにとって、航空機への動力供給事業を始めとするAGPの事業は必要不可欠であり、空港領域・航空業界の脱炭素化の推進、本邦航空・空港の安定的な運営及び成長ひいてはAGPの企業価値向上のためには、各社が有する機能を十分に発揮できるよう、本株主3社及びAGPが一体となって連携を深める必要があると考えております。

そのため、本株式併合によるAGP株式の非公開化の完了後、本株主3社は、AGPの役員体制及び経営体制につきまして、AGP従業員の皆様の物心両面の幸福、また、AGPの更なる企業価値向上と空港領域・航空業界の脱炭素化の推進のため、AGPとも真摯に協議を行い、最適な体制を構築して参りたいと考えております。AGPの非公開化後の役員体制及び経営体制については、本株主3社において、本株式併合後のAGPの運営等に関して株主間契約を締結し、(i)機関設計及び役員指名権(注)、(ii)オブザーバー、(iii)報告事項、(iv)資金調達、(v)事前協議事項、(vi)事前承諾事項、(vii)デッドロック、(viii)AGP株式の取扱い、(ix)AGPとの取引などについて規定しています。

また、本株主3社は、AGPの更なる企業価値向上ひいては空港領域・航空業界の脱炭素化の推進のためには、主たる事業である空港内事業への会社資源の集中及び従業員の皆様への還元の強化が重要であると考えており、これらの施策に取り組むことで、AGPの持続的な成長を支援する予定です。

なお、当社は、AGPの従業員の皆様には常日頃より大変感謝しており、AGP株式の非公開化に際し、AGPの従業員の処遇の不利益変更を行うことは考えておりません。当社といたしましては、AGP従業員の皆様には、非公開化後もご活躍いただけるような環境を提供するべく、当社の福利厚生制度などの継続利用により、ご支援をさせていただきます。さらには、日本航空及びANAの知名度、ブランドを活かすことでAGPの採用活動等を強化することが可能であり、人材の確保と更なる充実につながるものと考えております。

また、当社は、AGP従業員の皆様に還元ができるよう、AGP従業員の皆様の成果・職責に応じた最適な報酬体系をはじめとする人事制度の再設計や最適な人材投資を行うことを検討しております。

(注) 取締役及び監査役の員数は(i)AGPの第60回定時株主総会の終結から1年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会(以下「次期定時株主総会」という。)までの間はそれぞれ10名以内及び4名以内、(ii)次期定時株主総会の終結以降はそれぞれ6名以内及び4名以内とし、このうち、日本航空は取締役3名(うち1名はAGPの役職員の中から指名する。)及び監査役1名を、日本空港ビルデングは取締役2名及び監査役1名を、並びに、ANAHDは取締役1名及び監査役1名をそれぞれ指名することができる旨合意しています。

2. 本株式併合の要旨

(1) 本株式併合の日程

① 本株主提案提出日	2025年4月25日(金曜日)
② 本定時株主総会開催日	2025年6月26日(木曜日)(予定)
③ AGP株式の最終売買日	2025年9月26日(金曜日)(予定)
④ AGP株式の上場廃止日	2025年9月29日(月曜日)(予定)
⑤ 株式併合の効力発生日	2025年10月1日(水曜日)(予定)

(2) 本株式併合の内容

- ① 併合する株式の種類
普通株式

- ② 併合比率
A G P 株式1,235,700株を1株に併合いたします。
- ③ 減少する発行済株式総数
13,909,990株
- ④ 効力発生前における発行済株式総数
13,910,000株
- ⑤ 効力発生後における発行済株式総数
10株
- ⑥ 効力発生日における発行可能株式総数
40株

- ⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額

上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(1) 株式併合の概要」に記載のとおり、本株式併合により、本株主3社以外のA G P株主の皆様が所有するA G P株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。なお、仮に本株主3社以外の株主様が1株以上のA G P株式を保有されることになった場合は、本株主3社としては、当該株主様との間で当該株式の買取りに向けた協議を行うか、又は、再度の株式併合を行うことにより、A G P株主を本株主3社のみとすることを考えております。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、A G P株式が2025年9月29日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項及び第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、A G Pが自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金を端数が生じたA G P株主の皆様へ交付する予定です。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、基準株式数に本端数処理交付見込額である1,550円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定です。

3. 本株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等

(1) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠及び理由

① 端数処理の方法に関する事項

- (a) 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」をご参照ください。

- (b) 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称
A G P (株式会社エージーピー)

- (c) 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式については、AGPにおいて、自己株式取得を行うことを予定しております。

取得に要する資金につきましては、AGPにおいて、本株式併合の効力発生後に、日本航空からの貸付、出資その他の方法により賄うことを予定しており、日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当するAGP株式の買取代金の支払のための資金に相当する額の現預金を有していることから、当該資金の確保に問題はないものと考えております。

なお、本日時点においては、上記自己株式取得に際し、AGPにおける分配可能額に不足はないものと見込んでおりますが、仮に、AGPの分配可能額に不足が生じる場合には、AGPにおける減資及び増資等により対応することを想定しております。

その他、AGP及び日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当するAGP株式の買取代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識しておりません。したがって、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式の買取に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

(d) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

日本航空は、本株式併合の効力発生後、2025年10月下旬を目処に、AGPをして、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式をAGPが買い取ることにについて許可を求める申立てを行わせることを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、日本航空は、当該裁判所の許可を得て、AGPをして、当該買取に係る代金をAGP株主の皆様へ交付するために必要な準備を行わせた上で、2026年1月下旬を目処に、当該代金をAGP株主の皆様へ交付させることを見込んでおります。

日本航空は、本株式併合の効力発生日からAGP株式の買取に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、AGPにおいて、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式の買取を行い、また、当該買取に係る代金のAGP株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。なお、下記「Ⅳ. 取締役選任の提案について」に記載のとおり、本株式併合に係る議案が本定時株主総会で承認された場合において、本株式併合を迅速かつ円滑に進めるため、本株主提案においては、取締役3名の選任を提案しております。

② 端数処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理によりAGP株主の皆様へ交付されることが見込まれる金銭の額は、上記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」に記載のとおり、基準株式数に本端数処理交付見込額である1,550円を乗じた金額とする予定です。

日本航空は、(a) 下記「(2) 算定に関する事項」の「② 算定の概要」に記載されている大和証券によるAGP株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定の結果のレンジの上限値を上回るものであり、かつ、DCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること、(b) 本基準日である2025年4月22日のスタンダード市場におけるAGP株式の終値1,094円に対して41.68%、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,115円に対して39.01%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,178円に対して31.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,083円に対して43.12%のプレミアムが加算されており、類似事例におけるプレミアム水準（注）との比較においても、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値については類似事例のプレミアム水準の平均値を下回るものの、本基準日の終値及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値については、類似事例のプレミアム水準の平均値を上回る水準にあること等に鑑みれば、合理的なプレミアム水準であると認められ、また、

AGP株式の上場来高値（1,509円、2018年3月15日のザラ場）を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、（c）下記「3.本株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「（4）本株式併合に関してAGP株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項」に記載のAGP株主の皆様の利益に配慮するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること等を踏まえ、日本航空を含む本株主3社は、本端数処理交付見込額（1,550円）及び本株式併合に係るその他の諸条件はAGP株主の皆様にとって妥当であり、本株式併合は、AGP株主の皆様に対して、合理的な株式の換価の機会を提供するものであると判断いたしました。

（注）経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された、対象会社の議決権を50%以上保有する株主による非公開化を目的とした公開買付けの成立事例合計（非公開化後に残る対象会社株主が複数おり、当該複数株主の公開買付けにおける議決権保有割合の合計が50%以上となるものを含む。）90件における、公表日前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値は、順に41.15%、42.94%、43.44%、42.67%となっています。

なお、本株式併合の公表日の前営業日である2025年4月24日の東京証券取引所におけるAGP株式の終値1,113円に対して39.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,110円に対して39.64%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,176円に対して31.80%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,086円に対して42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

③ AGPにおいて最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

日本航空は、本日現在、AGPグループ各社の事業、資産、負債、財政状態、経営成績、キャッシュフローの状況又は将来の収益計画若しくはその見込みに重大な悪影響を与える事由が生じていることを認識しておりません。

なお、AGPにおいて最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象に関しては、本定時株主総会の招集に際してAGPから株主の皆様へ提供される予定のAGPの第60回（2024年度）の計算書類及び連結計算書類もご参照ください。

（2）算定に関する事項

① 算定機関の名称並びに日本航空を含む本株主3社及びAGPとの関係

日本航空は、本端数処理交付見込額を決定するに際して、本端数処理交付見込額の公正性を担保するため、日本航空を含む本株主3社及びAGPから独立した第三者算定機関として、日本航空のフィナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、AGPの株式価値の算定を依頼し、2025年4月23日付で株式価値算定書を取得いたしました。なお、大和証券は、日本航空を含む本株主3社及びAGPの関連当事者には該当せず、本株式併合に関して、重要な利害関係を有しておりません。

また、日本航空は、下記「② 算定の概要」に記載の諸要素を総合的に考慮しAGP株式の1株当たり株式価値を判断・決定しているため、大和証券からAGP株式の1株当たり株式価値の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

② 算定の概要

大和証券は、本株式併合における算定手法を検討した結果、AGPが継続企業であるとの前提の下、AGP株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、AGP株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、AGPの将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、AGP株式

の1株あたりの株式価値算定を行っております。大和証券が上記の手法に基づいて算定した当社株式1株あたりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法： 1,083円から1,178円

D C F 法： 1,288円から2,280円

市場株価法では、算定基準日を2025年4月22日として、東京証券取引所スタンダード市場におけるAGP株式の基準日終値1,094円、直近1ヶ月の終値単純平均値1,115円、直近3ヶ月の終値単純平均値1,178円及び直近6ヶ月の終値単純平均値1,083円を基に、AGP株式の1株あたりの株式価値の範囲を1,083円から1,178円と算定しております。

D C F 法では、日本航空を含む本株主3社がAGPの事業に関して有する知見をもとに、AGPが属する業界に精通するビジネスアドバイザーの助言も踏まえつつ、AGPの直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して見積もった、2025年3月期から2033年3月期までのAGPの事業計画案に基づき、AGPが将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定のレンジにおける割引率で現在価値に割り引いてAGPの企業価値や株式価値を分析評価し、AGP株式1株当たりの株式価値の範囲を1,288円から2,280円と算定しております。なお、D C F 法の前提としたAGPの事業計画案について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2027年3月期～2029年3月期の各期及び2033年3月期において、動力供給事業における設備投資の増減が主因となり、対前年度比較においてフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでおります。また、当該事業計画案は、本非公開化取引の実行を前提としたものではなく、本非公開化取引の実行により実現することが期待されるシナジーについては、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該事業計画案には加味されていません。

③ 当該算定を踏まえて本端数処理交付見込額を決定するに至った理由

上記「（１）端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠及び理由」の「② 端数処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」をご参照ください。

（３）上場廃止となる見込み

① 上場廃止

上記「１．株式併合の目的及び理由」の「（１）株式併合の概要」に記載のとおり、本株主提案（そのうち本株式併合に係る議案）が本定時株主総会において承認可決された場合には、AGP株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる予定です。

日程といたしましては、2025年6月26日から2025年9月28日まで整理銘柄に指定された後、2025年9月29月をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

なお、本株主提案のうち本株式併合に係る議案が否決された場合の方針については現在未定ですが、否決された際の状況等に応じて、当該方針を決定する予定です。

② 上場廃止を目的とする理由

上記「１．株式併合の目的及び理由」の「（２）本株式併合を実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針」の「① 本株式併合を実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、本株式併合によりAGP株式を非公開化することが、AGPグループの企業価値の向上に資すると判断し、また、AGP株主の皆様に対して、合理的

な株式の換価の機会を提供するものであると判断したためであります。

(4) 本株式併合に関してAGP株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項

① 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

日本航空は、本株式併合における本端数処理交付見込額の評価を行うに当たり、AGP株主の皆様の利益に十分配慮し、その公正性を担保すべく、日本航空を含む本株主3社及びAGPから独立した第三者算定機関である大和証券にAGPの株式価値の算定を依頼し、2025年4月23日付で、大和証券より、当該算定結果に関する株式価値算定書を取得いたしました。なお、大和証券は、日本航空を含む本株主3社及びAGPの関連当事者には該当せず、本非公開化取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

本株式価値算定書の概要は、上記「(2) 算定に関する事項」の「② 算定の概要」をご参照ください。

② 適切な情報開示を行い、十分な検討期間を確保した上で本定時株主総会に付議されること

日本航空は、本株主提案を構成する本株式併合に係る議案を本定時株主総会において提案するにあたり、AGPの協力を得ることができない中においても、一般的な上場会社の非公開化事案に関してなされる情報開示と同等の情報開示を行うよう努めるとともに、本プレスリリースにより、当該情報が株主総会参考書類の提供に先立ち、AGP株主の皆様に提供されるよう努めております。

また、本プレスリリース公表後、本定時株主総会までの間には、62日が存しており、株主の皆様がご判断いただくにあたり十分な時間が確保されていると当社は考えております。

本株式併合は、そのような経緯を経て、最終的には株主総会参考書類において適切な情報開示がなされた上で、本定時株主総会に付議される予定です。

このような株主総会における株主意思の確認の手法は、その構造上、強圧性が働きにくいというメリットもあると当社は考えております。

③ AGPの少数株主は、会社法上、株式買取請求権の行使を通じて、本株式併合に係る対価の公正さを争う機会が確保されていること

本株主3社以外のAGP株主の皆様の保有するAGP株式は、本株式併合の効力発生をもって1株未満の端数となりますが、株式併合による端数となる株式の株主は、会社法上、所定の要件を満たした場合には、AGPに対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取することを請求することができ、当該買取価格の決定についてAGPとの間で協議が調わないときには、裁判所に対し、当該買取価格の決定の申立てをすることができます。

4. 本株式併合後の株主の概要

(1) 日本航空

① 名 称	日本航空株式会社
② 所 在 地	東京都品川区東品川二丁目4番11号
③ 代表者の役職・氏名	代表取締役社長執行役員 鳥取 三津子
④ 事 業 内 容	定期航空運送事業、不定期航空運送事業、航空機使用事業、及び、これらに付帯又は関連する事業
⑤ 資 本 金	273,200百万円(2024年12月31日現在)
⑥ 設 立 年 月 日	1953(昭和28)年10月1日

⑦ 大株主及び持株比率 (2024年9月30日)	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	17.73%
	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	6.21%
	京セラ株式会社	1.74%
	株式会社大和証券グループ本社	1.14%
	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常 任代理人 株式会社みずほ銀行 決済営業部)	1.11%
	STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY 505234 (常任代理人 株式会社みずほ銀行 決済営業部)	0.81%
	MAN INTERNATIONAL ICVC - MAN GLG JAPAN COREALPHA FUND (常任代理人 株式会社みずほ銀行 決済営業部)	0.72%
	NORTHERN TRUST GLOBAL SERVICES SE, LUXEMBOURG RE ARCUS JAPAN FUND (常任代理人 香港上海銀行東 京支店)	0.72%
	THE BANK OF NEW YORK, TREATY JASDEC ACCOUNT (常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	0.62%
	HSBC HONG KONG-TREASURY SERVICES A/C ASIAN EQUITIES DERIVATIVES (常任代理人 香港上海銀行 東京支店)	0.61%
	⑧ AGPとの関係	
資 本 関 係	日本航空は、AGP株式を 4,115,400 株 (所有割合 : 30.47%) 所 有しております。	
人 的 関 係	日本航空は、日本航空の社員をAGPの取締役として1名、及び監 査役として1名、それぞれ派遣しております。	
取 引 関 係	AGPは、日本航空に対して航空機用動力供給及び施設・設備の保 守管理業務に係る役務を提供しております。	
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	日本航空は、AGPを持分法適用関連会社としており、AGPから みて、その他の関係会社であるため、AGPの関連当事者に該当し ます。	

(2) 日本空港ビルデング

① 名 称	日本空港ビルデング株式会社
② 所 在 地	東京都大田区羽田空港三丁目3番2号 第1旅客ターミナルビル
③ 代表者の役職・氏名	代表取締役社長執行役員兼COO 横田 信秋
④ 事 業 内 容	羽田空港国内線旅客ターミナルビル等の建設・管理運営、物品販売 業務、その他のサービス業務
⑤ 資 本 金	38,126 百万円 (2024年9月30日現在)
⑥ 設 立 年 月 日	1953年7月20日

⑦ 大株主及び持株比率 (2024年9月30日)		日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	9.84%
		日本航空株式会社	4.72%
		ANAホールディングス株式会社	4.72%
		株式会社日本カストディ銀行(三井住友信託銀行再信託分・京浜急行電鉄株式会社退職給付信託口)	3.74%
		株式会社みずほ銀行	3.54%
		三菱地所株式会社	3.34%
		株式会社三菱UFJ銀行	3.29%
		大成建設株式会社	2.93%
		株式会社日本カストディ銀行(信託口)	2.75%
		みずほ信託銀行株式会社 退職給付信託 日本通運口	2.51%
		再信託受託者 株式会社日本カストディ銀行	
⑧ AGPとの関係			
	資 本 関 係	日本空港ビルデングは、AGP株式を3,309,300株(所有割合:24.50%)所有しております。	
	人 的 関 係	日本空港ビルデングは、日本空港ビルデングの社員をAGPの取締役として1名、及び監査役として1名、それぞれ派遣しております。	
	取 引 関 係	日本空港ビルデングとAGPは、電力供給を中心に取引関係があります。	
	関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	日本空港ビルデングは、AGPを持分法適用関連会社としており、AGPからみて、その他の関係会社であるため、AGPの関連当事者に該当します。	

(3) ANAHD

①	名	称	ANAホールディングス株式会社	
②	所	在	地	〒105-7140 東京都港区東新橋1丁目5番2号 汐留シティセンター
③	代表者の役職・氏名		代表取締役社長 芝田 浩二	
④	事業内容		ANAグループの経営戦略策定、経営管理及びそれに付帯する業務	
⑤	資本金		467,601百万円（2024年12月31日現在）	
⑥	設立年月日		1952（昭和27年）12月27日 持株会社制へ移行に伴い2013年4月1日に全日本空輸株式会社からANAホールディングス株式会社へ商号変更いたしました。	
⑦	大株主及び持株比率 （2024年9月30日）		日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	14.60%
			株式会社日本カストディ銀行（信託口）	3.27%
			名古屋鉄道株式会社	1.55%
			全日空社員持株会	1.39%
			全日空グループ社員持株会	0.90%
			STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY	0.89%
			505234（常任代理人 株式会社みずほ銀行）	
			東京海上日動火災保険株式会社	0.69%
			日本生命保険相互会社	0.62%
			STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	0.47%
			（常任代理人 株式会社みずほ銀行）	
JP MORGAN CHASE BANK 385781（常任代理人 株式	0.47%			
会社みずほ銀行）				
⑧	AGPの関係			
	資	本	関	係
	ANAHDは、AGP株式を 2,471,400 株（所有割合：18.30%）所有しております。			

人 的 関 係	ANAHDは、ANAの社員をAGPの取締役として1名、及び監査役として1名、それぞれ派遣しております。また、ANAの社員1名をAGPに出向させております。
取 引 関 係	AGPは、ANAに対して航空機用動力を供給しております。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	ANAHDは、AGPのその他の関係会社であるため、AGPの関連当事者に該当します。

5. 今後の見通し

上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(2) 本株式併合を実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針」、及び上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 上場廃止となる見込み」をご参照ください。

Ⅲ. 定款の一部変更の提案について

1. 定款変更の目的その他提案の理由

(1) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、会社法第182条第2項の定めに従って、AGPの発行可能株式総数は40株に減少することとなります。かかる点を明確化するために、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第5条（発行可能株式総数）を変更するものであります。

(2) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決された場合には、AGP株式は上場廃止となる見込みであり、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできなくなるため、定款第6条（自己株式の取得）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

(3) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、AGPの発行済株式総数は10株となり、単元株式数を定める必要性がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在1単元100株となっている当社株式の単元株式数の定めを廃止するため、定款第7条（単元株式数）及び第8条（単元未満株主の権利）の全文を削除し、また、第10条（株式取扱規則）の一部を修正し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

(4) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社株式は上場廃止となるとともに1株以上の当社株式を所有する者は本株主3社のみとなるため、定時株主総会の基準日に関する規定及び株主総会資料の電子提供制度に係る規定はその必要性を失うこととなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第11条（基準日）並びに第15条（電子提供措置）及び附則第1条（電子提供措置等に関する経過措置）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

2. 定款変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
（発行可能株式総数） 第5条 本会社の発行可能株式総数は <u>5,200万株</u> とする。 （自己株式の取得）	（発行可能株式総数） 第5条 本会社の発行可能株式総数は <u>40株</u> とする。 （削除）

第6条 本会社は、取締役会の決議によって市場取引等により自己株式を取得することができる。

(単元株式数)

第7条 本会社の単元株式数は100株とする。

(単元未満株主の権利)

第8条 本会社の株主は、その有する単元未満株式について、以下に掲げる権利以外の権利を行使することができない。

- (1) 会社法第189条第2項各号に掲げる権利
- (2) 取得請求権付株式の取得を請求する権利
- (3) 募集株式または募集新株予約権の割当てを受ける権利

第9条 (条文省略)

(株式取扱規則)

第10条 株主名簿および新株予約権原簿への記載または記録、単元未満株式の買取り、その他株式または新株予約権に関する取り扱いおよび手数料、株主の権利行使に際しての手續等については、法令または本定款に定めるもののほか、取締役会で定める株式取扱規則による。

(基準日)

第11条 本会社は、毎年3月31日の最終の株主名簿に記載または記録された議決権を有する株主をもって、その事業年度の定時株主総会において株主の権利を行使することができる株主とする。

② 前項にかかわらず、必要があるときは、取締役会の決議によって、あらかじめ公告して、一定の日の最終の株主名簿に記載または記録された株主または登録株式質権者をもって、その権利を行使することができる株主または登録株式質権者とする。

第12条～第14条 (条文省略)

(電子提供措置)

第15条 本会社は、株主総会の招集に際し、株主総会参考書類等の内容である情報について、電子提供措置をとるものとする。

② 本会社は、電子提供措置をとる事項のうち法務省令で定めるものの全部または一部について、議決権の基準日までに書面交付請求した株主に対して交付する書面に記載しないことができる。

(附 則)

(電子提供措置等に関する経過措置)

第1条 現行定款第15条(株主総会参考書類等のイ

(削除)

(削除)

第6条 (現行どおり)

(株式取扱規則)

第7条 株主名簿および新株予約権原簿への記載または記録、その他株式または新株予約権に関する取り扱いおよび手数料、株主の権利行使に際しての手續等については、法令または本定款に定めるもののほか、取締役会で定める株式取扱規則による。

(削除)

第8条～第10条 (現行どおり)

(削除)

(削除)

ンターネット開示とみなし提供)の削除および変更 案第15条(電子提供措置等)の新設は、会社法の一部を改正する法律(令和元年法律第70号)附則第1条ただし書きに規定する改正規定の施行の日(以下、「施行日」という。)から効力を生ずるものとする。 ② 前項の規定にかかわらず、2023年2月末日までの日を株主総会の日とする株主総会については、現行定款第15条(株主総会参考書類等のインターネット開示とみなし提供)はなお効力を有する。 ③ 本条は、2023年3月1日または前項の株主総会の日から3ヵ月を経過した日のいずれか遅い日後にこれを削除する。 第16条～第46条(条文省略)	第11条～第41条(現行どおり)
--	-------------------------

3. 定款変更の日程

2025年10月1日(予定)

4. 定款変更の条件

本定時株主総会において、本株主提案の株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が生じることを条件といたします。

IV. 取締役選任の提案について

1. 提案の理由

上記「I. 本株式併合の提案について」の「1. 本株式併合の目的及び理由」の「(2) 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針」の「①本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、AGPと本株主3社が緊密に連携することで、空港領域・航空業界及び日本全体の脱炭素化に大きく貢献し、また、シナジーを実現することで、AGPの企業価値を持続的に向上させるために、AGPを早期に非公開化することが必要であると考えております。他方で、上記「I. 本株式併合の提案について」の「1. 本株式併合の目的及び理由」の「(2) 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針」の「①本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社を含む本株主3社は、AGP取締役会との間で、本株主3社と少数株主との間の潜在的な利益相反を理由に、AGPの経営戦略についての建設的な対話を行うことが困難な状況に陥っております。したがって、本株式併合に係る議案が本定時株主総会で可決された場合に、本株式併合及びその後のAGPの事業運営等を迅速かつ円滑に進めるためにも、AGP取締役会の構成を変更する必要があるものと考えております。

また、上記「I. 本株式併合の提案について」の「1. 本株式併合の目的及び理由」の「(2) 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針」の「①本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、AGPは本中期経営計画において既存主要事業を含む各事業への投資を打ち出しているものの、具体的な投資の実行や成果は十分なものではなくAGPの事業運営上も悪影響を及ぼしている状況であると考えております。AGPの主たる事業である空港内事業へ会社資源を集中させることにより、AGPの中長期的な企業価値の発展や空港領域・航空業界が直面している社会的使命を果たしていくためにも、AGPの取締役会の変革が必要であるものと考えております。

そのため、下記2.に記載の候補者を取締役を選任することを提案するものであります。

2. 提案の内容

「取締役3名選任の件」として、原田昌平氏、荒金隆氏及び山上俊夫氏の選任を提案するものであります。候補者の略歴等は別紙の株主提案書に記載のとおりです。

以 上

2025年4月25日

〒144-0041

東京都大田区羽田空港1丁目7番1号

空港施設第2総合ビル

株式会社エージーピー

代表取締役 杉田武久 殿

〒140-8637

東京都品川区東品川2丁目4番11号

野村不動産天王洲ビル

日本航空株式会社

代表取締役 鳥取三津子 ㊞

株主提案書

日本航空株式会社（以下「日本航空」又は「当社」といいます。）は、株式会社エージーピー（以下「AGP」といいます。）の総株主の議決権の100分の1以上かつ300個以上の議決権を6か月前から引き続き有する株主として、会社法第303条第2項に基づき、2025年6月開催予定のAGPの第60回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）において、下記第1に記載する議題（以下「本議題」といいます。）を株主総会の目的とすることを請求するとともに、本議題について、下記第2に記載する議案（以下「本議案」といいます。）を提出しますので、会社法第305条第1項及び第325条の4第4項並びに会社法施行規則第93条に基づき、本議案の要領及びその提案の理由について本定時株主総会に係る招集通知及び株主総会参考書類に記載するとともに、電子提供措置をとることを請求します。

記

第1 株主総会の目的とする事項

1. 株式併合の件
2. 定款の一部変更の件
3. 取締役3名選任の件

第2 議案の要領及び提案の理由

1. 株式併合の件

（1） 議案の要領

- ア 株式併合を行う理由（会社法施行規則第93条第1項第5号ロ、第85条の3第1号）

(ア) 本株式併合の概要

日本航空は、A G Pの株主を、日本航空、日本空港ビルデング株式会社（以下「日本空港ビルデング」といいます。）及びA N Aホールディングス株式会社（以下「A N A H D」といい、日本航空、日本空港ビルデング及びA N A H Dを総称して「本株主3社」といいます。本株主3社の合計所有議決権数は98,961個、合計所有議決権割合（注）は73.26%です。）のみとし、A G P株式を非公開化するための手続として、A G P株式に係る株式併合（以下「本株式併合」といいます。）を実施することを提案します。

本株式併合に係る議案が本定時株主総会にて承認可決された場合、本株主3社以外のA G P株主の皆様の保有するA G P株式の数は、本株式併合により、1株未満の端数となる予定です。なお、仮に本株主3社以外の株主様が1株以上のA G P株式を保有されることになった場合は、本株主3社としては、当該株主様との間で当該株式の買取りに向けた協議を行うか、又は、再度の株式併合を行うことにより、A G P株主を本株主3社のみとすることを考えております。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第235条第2項の準用する同法第234条第2項及び第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、A G Pが自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金をA G P株主の皆様に交付する予定です。また、A G Pは、端数合計に相当するA G P株式（1株未満は切り捨てとなります。）を買い受けるに際し、本株式併合の効力発生後に、日本航空からの借入れ、出資その他の方法により資金を確保する予定です。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である2025年9月30日の最終のA G P株主名簿においてA G P株主の皆様が所有するA G P株式の数（以下「基準株式数」といいます。）に1,550円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定です。

（注）「合計所有議決権割合」とは、A G Pが2025年1月30日に提出した2025年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「A G P決算短信」といいます。）に記載された2024年12月31日現在のA G Pの発行済株式総数（13,510,000株）から、A G P決算短信に記載された同日現在のA G Pが所有する自己株式数（2,135株）（なお、役員向け株式給付信託及び従業員向け株式給付信託（J-ESOP）が所有するA G P株式の数（439,200株）はA G Pが所有する自己株式に含んでおりません。以下同じです。）を控除した株式数（13,507,865株）に係る議決権の数（135,078個）を分母として計算しております。なお、A G Pは、2025年3月24日、従業員向け株式給付信託（J-ESOP）につき、株式給付信託（J-ESOP-RS）を上乗せする改定を行い、当該信託に対し、第三者割当により400,000株の新株式を発行しておりますが、合計所有議決権割合の計算においては、当該新株式発行による希薄化は考慮して

おりません。

(イ) 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本株式併合後の経営方針

① 本株式併合を提案するに至った背景、目的及び意思決定の過程

A G P は、1965年12月に、日本空港動力株式会社として設立され、現在、国内主要空港において駐機中の航空機へ動力（電力・空調）を供給する事業に従事し、24時間体制で空港施設の維持管理を行うエンジニアリング事業、商品販売事業などをグループとして営んでおります。

一方、日本航空は、A G P の株式4,115,400株（2024年12月31日現在の自己株式を除く発行済株式総数に占める割合は30.47%）を有する同社の筆頭株主であり、また、2024年3月期において、A G P の売上額の26%を占める主要取引先でもあります。

A G P の航空機への動力供給は、航空機そのものの運航のみならず、航空機整備、グランドハンドリング、貨物の搭・降載といった空港におけるほぼ全ての業務を実施するために必要不可欠な基本機能であるとともに、仮に航空機への動力供給に不具合が発生した場合には航空機システムへ甚大な損害を及ぼす可能性（その程度によっては航空機の火災などにつながる可能性もあります。）があるなど、航空・空港事業において安全上極めて重要な技術的要素となっております。

このように航空・空港における安全で安定的な動力供給や空港施設の維持管理の事業を行うA G P は、日本航空のみならず、全ての航空・空港関係事業者にとっても極めて関心の高い重要インフラです。そのため、A G P が、自ら掲げる「技術を極め、環境社会に貢献します」という企業理念に基づき、その企業価値を向上させ、社会的使命を果たしていくためには、全ての航空・空港関係事業者と密な情報交換を行いながら、強い連携や協業を図りつつ、安定した経営を維持することが必要であると考えております。

もともと、近時、A G P においては、独立した上場企業として、当社をはじめとする大株主を含む全ての株主に対する情報提供の平等性を厳格に徹底するという立場から、当社を含む大株主との個別の対話を控える立場をとっておられると理解しております。また、A G P は、当社のA G P 株式の保有割合に鑑み、当社と少数株主との間の利益相反構造を過度に強調するあまり、当社において、A G P との間で、A G P の経営方針や事業戦略等に関する株主としての一般的な対話さえ行うことが困難な状況となっております。そのような状況が高じて、2024年6月に開催されたA G P の株主総会では、株主との協議も十分になされなかった結果、同社の役員報酬議案がいずれも否決されるに至っております。

A G P と本株主3社との間で建設的な対話を行うことが困難な状況においては、航空・空港関連事業者が適切に連携しつつ、業界一丸となってA G P の経営を取り巻く様々な課題に対応するための取組みを進めていくことはで

きません。また、A G Pにおいては、今後も航空需要の拡大が見込まれ、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる環境下において、主たる事業である空港内事業に対し十分な経営資源の投下がなされておらず、人的資本の確保・充実に課題を抱えているものと思われます。当社といたしましては、そのような状況を変えていかない限り、A G Pの中長期的な企業価値向上を図ることができないのではないかと懸念を深めてまいりました。以上に鑑み、当社は、A G Pの企業価値の向上のためには、A G Pを非公開化して潜在的な利益相反構造を解消した上で、効率的なガバナンス体制を新たに構築し、航空・空港関連事業者と密に連携し、本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公器として持続可能な成長を図ることが必要であると考えに至りました。

以上のような経緯を踏まえ、当社は、2025年2月上旬、日本空港ビルデング及びANA HDに対し、A G Pの企業価値を向上させるとともに、空港領域・航空業界が直面する社会課題の解決に取り組むことを目的として、A G P株式を非公開化するための一連の取引（以下「本非公開化取引」といいます。）を打診し、協議を開始しました。

他方で、当社は、A G Pとの間でも本非公開化取引の協議開始を繰り返し求めましたが、具体的な協議に応じて頂くことはできませんでした。特に、当社としては、A G Pが2024年8月29日付で開示した「特別委員会の設置に関するお知らせ」にて示されている「A G Pの主要株主と少数株主の間に構造的な利益相反の可能性があること」を課題として認識し、その点を尊重しつつ、A G Pの企業価値向上について建設的な対話を開始頂けるようご提案を申し上げておりましたが、具体的な前進がないまま一定期間が経過いたしました。

そのため、当社は、A G Pの株主として、自らイニシアチブをとってA G P株式の非公開化を行うことについても検討を進め、日本空港ビルデング及びANA HDに対し、株式併合により早期に本非公開化取引を実施する計画を示し、慎重に協議を行ってまいりました。

その結果、今般、本株主3社間において、下記の本非公開化取引の意義に照らし、本非公開化取引によりA G Pを非公開化することが少数株主を含めた全てのステークホルダーにとって最善の選択肢であるとともに、その方法としては、A G Pとの間で建設的な対話が困難である現状をできるだけ早期に解消し、一刻も早くA G Pの企業価値向上に向けた施策に取り組むべく、A G Pの株主総会で株式の併合による非公開化に関する議案を提案することが合理的であるとの方針につき合意が成立しました。

当社が考える本非公開化取引の意義は、具体的には以下のとおりです。

まず、我が国では、2050年に脱炭素社会を実現するべく、交通・物流（運輸部門）においては、2030年度に二酸化炭素排出量を対2013年度比35%削減

することを目標としており、また、航空産業においては、国際民間航空機関（ICAO）の中期目標として、2030年にSAF（Sustainable Aviation Fuelの略で、持続可能な航空燃料を意味します。）の10%導入、2035年までにCORSIA（国際航空のためのカーボン・オフセット及び削減スキーム）も活用し、①燃料効率を毎年2%改善するとともに、②2020年以降二酸化炭素の総排出量を増加させない取組みを進めることが求められております。航空輸送の分野は、空港という広大な用地と大型施設により支えられた産業構造上、幅広い関連産業との連携により脱炭素化を進めていく必要性が高く、また、そのことが関連産業の活性化や、新たな事業創出にもつながりうると当社は考えております。そのため、空港施設管理会社、当社を含む航空会社、AGPを含む空港内の関連産業においては、様々な分野における脱炭素化の可能性を、相互に密接に連携して多角的に検討することが、空港領域・航空業界における喫緊かつ重要な課題となっております。また、当社やAGPを始めとする空港内の関連産業が、高いレベルで脱炭素化が実現された航空サービスを提供し、顧客の皆様がこのサービスをご利用いただくことが、顧客の皆様と当社の双方にとって大きな社会的価値を生み出すと考えております。このように、脱炭素化への取組みを進めていくことは、AGPや当社が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させていくとともに、企業としての社会的責任を果たし、社会的価値を生み出していく上で必要であると当社は考えております。

この点、AGPは、空港領域・航空業界の脱炭素化に向け、「AGP グループ中期経営計画(2022-2025年度)」(以下「本中期経営計画」といいます。)にて「2025年度末までに2019年実績の33.5万トンを超えるCO₂ 排出量削減」との方針を打ち出しており、空港の脱炭素化推進に向けた取組みとして、地上電源装置(GPU)利用の促進と更なる展開、GPUのグリーンエネルギー化及び航空機地上支援機材(GSE)のEV化に伴う基盤整備を掲げています。他方で、AGPは、本中期経営計画においては既存主要事業等への投資を打ち出しているものの、同社が空港領域・航空業界の脱炭素化において果たすべき重要な役割に鑑みると、当社としては、AGPの具体的な投資の実行や成果は十分なものではなく、具体的には、航空機用動力設備等の計画的な更新投資も現状十分な水準ではないものと認識しており、AGPの事業運営にも影響を及ぼしうる状況であると考えております。

さらに、AGPは、本中期経営計画において、空港脱炭素化の取組みに加えて、空港外への事業領域拡大についても方針として掲げ、空港外売上比率3割以上を目指すとしているところ、新規事業については本中期経営計画に沿った事業収支を達成することができずに事業撤退を行う等、必ずしも順調な進捗とはいえない状況にあると認識しております。航空需要の回復が本中期経営計画の想定を上回り、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる一方で、AGPにおいて人材の確保が困難な

環境にある中で、当社としては、A G Pの主たる事業である空港内事業へ経営資源を集中させることにより、企業価値の向上ひいては空港領域・航空業界を取り巻く環境社会への貢献を果たすことが可能であると考えております。

また、A G Pにおいては、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しております。今後、航空需要が拡大し、空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、A G P従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると当社は考えております。

日本航空は、日本空港ビルデング及びANAHDとも協議の上、本非公開化取引によりA G Pにおいて以下のような企業価値向上効果が見込めるものと考えております。

(i) 航空業界全体で脱炭素を含む価値向上策を実現することによる利益

A G Pの主たる収益源は日本航空及びANAHDの子会社である全日本空輸株式会社（以下「ANA」という。）その他の航空会社からの委託業務であり、航空業界全体の価値向上によりA G Pの企業価値向上も実現される関係にあります。

航空運輸における脱炭素化を含む環境対策は、航空業界全体で一丸となって対応すべき喫緊の課題であります。仮にも対応が遅れた場合には、本邦航空事業及び空港全体の国際競争力の低下を招くとともに、A G Pを含む航空関連事業全体の収益性にも悪影響を及ぼし、ひいてはA G Pの企業価値を毀損することにもなりかねません。

また、本邦航空業界は、インバウンドツーリズムの隆盛等に伴い活況を呈し、空港の利活用も拡大する状況にあります。しかし、本邦においては人員不足や人件費増加等も深刻であり、航空会社や空港運営会社のみならず、A G Pを含む航空・空港関連事業者が一丸となって協業・連携し、業務の効率化等に取り組む必要があります。航空会社、空港施設管理会社と連携し、お互いに協力することで、デジタル・イノベーションを通じた環境に配慮した事業推進等、より時代の流れに沿った、かつ、迅速な経営戦略の実践が可能となるような取組みを進めてまいりたいと考えております。

さらに、A G Pの日々のオペレーションにおける不安全事故をゼロに近づけるべく、航空関連事業に携わる企業として最重要事項である「安全」にかかる考えや方針、文化の醸成について、A G Pとの連携を密にすることを通し、「安全」を大前提とする基本品質の維持、向上にむけた支援を図り、空港関連事業を営むA G Pの企業価値を高めてまいりたいと考えております。具体的には、航空会社との合同の安全教育、訓練

実施を検討してまいります。

以上のように、本非公開化取引により、本株主3社とAGPの少数株主との間の潜在的な利益相反の懸念等が解消され、航空・空港関連事業者が一体となって連携を深めることができれば、空港領域・航空業界全体の価値向上につながり、AGPの企業価値向上を図ることができると考えております。

(ii) 非公開化による中長期的な視点での戦略投資の実現

AGPが担う空港関連事業の公益性・公共性にも鑑みれば、AGPは中長期的に持続可能な発展を遂げる必要があります。

AGPにおいて中長期的な戦略に基づき大規模な投資を実行する場合、短期的にAGPの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあり、また、資本市場から十分な評価が得られずに短期的にはAGPの株価が下落する可能性があります。また、AGPの事業の特性上、空港設備の基本的な品質・性能を維持するための設備投資も必要不可欠であるところ、そのような投資は、短期的に目に見える業績向上につながりにくく、やはり資本市場からの評価を得にくいという問題があります。

これに比して、本非公開化取引の実施によりAGPを非公開化する場合には、一時的な費用の先行支出や短期的な業績悪化が株価に与え得る影響、短期的な業績向上に向けた資本市場の期待にとらわれず、AGPの中長期的な成長を推進するための戦略投資や設備投資を躊躇なく実行することができると考えております。

例えば、上記のとおり、AGPは本中期経営計画にてGPUのグリーンエネルギー化を掲げておりますが、GPU電源の一部は日本空港ビルデングが運営する旅客ターミナルビルからも供給されており、同社で検討を進めている水素利活用による旅客ターミナルビルへの電力・熱供給とも連携し、空港全体のエネルギー利用の最適化を進めながら脱炭素化に取り組み、持続可能な社会の実現に貢献することでAGPの企業価値向上を図ることができると考えております。

また、本非公開化取引を通じてAGPの非公開化を実現することで、AGPにおいては配当政策の見直しも可能となり、戦略投資や設備投資の原資をより柔軟に確保できることとなります。さらに、AGPは、非公開化することで、上場を前提とした各種手数料、開示書類の作成費用、株式事務代行機関への委託費用等の諸費用の大幅な縮減が可能となり、これらの費用の一定部分をAGPのコアビジネスへの投資に振り向けることが可能となると想定しています。具体的には、GPUのさらなる活用推進（活用規模の拡大のみならず、航空機駐機時以外への活用）、エアラインのEV化に連動したEV電力供給事業の展開（充電施設の新設）、航空機用動力設備の既存ハンドリング空港以外への展開、航空機用動力設備等の計画的な更新投資の実施、空港ターミナルを含めた空港

全体の電力マネジメントの新規構築等、コアビジネスの拡張にむけての投資が可能になると想定しております。

以上のように、本非公開化取引により、A G Pにおいては、より柔軟に、中長期的な視点での戦略投資や設備投資を行うことができるようになるものと考えております。

(iii) 人材の確保や活性化

A G P の2024年度3月期有価証券報告書において、人材戦略について「当社においては労働人口減少の課題に対してコロナ前より重く捉えており、外国人や女性技術者の採用、定年退職者の再雇用を進めてまいりましたが、BtoB事業が主体であり知名度が低く、働く環境も不規則なシフト勤務などの課題もあるため、人材確保は厳しい状況が続いています」と記載されているとおり、当社は、A G Pにおいて、今後も航空需要の拡大が想定される中、人材不足がさらに深刻化しているものと考えております。また、当該有価証券報告書にて、A G Pはこの課題に対して、①人材確保、②人材の有効活用、③人材配置、能力開発・育成、④人材の活性化・適正な人件費水準の維持、⑤労働環境の整備を施策として実行されてきていると記載がございますが、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しております。当社は、今後、航空需要が拡大することに伴う空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、A G P従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると考えております。

当社といたしましては、本非公開化取引を通じてA G Pの非公開化が実現された際には、非公開化後にご活躍いただけるような環境を提供すべく、当社の福利厚生制度などの継続利用により、ご支援をさせて頂く予定です。さらには、日本航空及びA N Aの知名度、ブランドを活かすことでA G Pの採用活動等を強化することが可能であり、人材の確保と更なる充実につながるものと考えています。

また、当社は、A G Pにとって人材こそが最大の資本であると考えており、本非公開化取引を通じてA G Pの非公開化を実現することで、A G P従業員の皆様に還元ができるよう、A G P従業員の皆様の成果・職責に応じた最適な報酬体系をはじめとする人事制度の再設計や最適な人材投資を行うことを検討しております。なお、現在A G Pにおいて導入されている、従業員向け株式給付信託（J-ESOP）につきましては、今後当該信託に関する規約等を踏まえて適切な対応を検討する予定ですが、本株式併合によってA G Pの従業員の皆様が不利益を被ることがないように取り扱う予定です。

以上のように、本非公開化取引により、A G P従業員の皆様への還元が可能になることで、A G Pにおいては、人材の確保や活性化にもつな

がと考えております。

また、本株式併合により保有株式が1株に満たない端数となるAGP株主の皆様に対して端数処理の手続において交付される金銭の額（本株式併合の効力発生前のAGP株式1株当たりの額を、以下「本端数処理交付見込額」といいます。）に関し、AGP株主の皆様には十分配慮し、公正な価格とするため、日本航空は、本株主3社及びAGPのいずれからも独立したフィナンシャル・アドバイザーである大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）に対し、AGPの株式価値の算定を依頼しました。

その上で、日本航空は、大和証券によるAGPの株式価値の算定結果を踏まえて、日本空港ビルデング及びANAHDとの間で協議・検討を行い、AGPの本源的価値及び市場株価の動向等に鑑み以下の諸点を考慮した上、2025年4月23日、AGPの少数株主の皆様の利益が最大限確保された価格として、本端数処理交付見込額を1,550円とすることが妥当であるとの結論に至りました。

- (a) 当該価格が、下記「（ウ）その他の併合の割合の相当性に関する事項」の「② 算定の概要」に記載の株式価値算定書における大和証券によるAGP株式の価値算定結果のうち、市場株価法による算定結果を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること
- (b) 当該価格が、当該価格について本株主3社の間で合意した2025年4月23日の前営業日である2025年4月22日（以下「本基準日」といいます。）の東京証券取引所におけるAGP株式の終値1,094円に対して41.68%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値（円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）1,115円に対して39.01%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,178円に対して31.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,083円に対して43.12%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、過去におけるAGP平均株価に対しても相応にプレミアム水準が付与されているものと認められ、また、類似事例におけるプレミアム水準（下記「ウ 会社法第180条第2項第1号に掲げる事項についての定め」の相当性に関する事項」の「（イ）会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」において定義します。）との比較においても合理的な水準であると認められ、AGP株式の上場来高値（1,509円、2018年3月15日のザラ場）を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること

なお、本端数処理交付見込額は、本株主提案公表日の前営業日である2025年4月24日の東京証券取引所におけるAGP株式の終値1,113円に対して39.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,110円に対して39.64%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,176円に対して31.80%、同過去6ヶ月間終値単純平均値1,086円に対して42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

また、本株主3社は、本株式併合はAGPの企業価値の向上及び株主共同の利益に資するものであるところ、現在のAGP取締役会による株主との対話や協議の状況に鑑みると、本定時株主総会において本株式併合に係る議案が可決されても、本株式併合の実施についてAGP取締役会から適切に協力を得ることができるかが不透明であり、本株式併合及びその後のAGPの事業運営等を迅速かつ円滑に進めるためには、AGP取締役会の構成についても一定の変更を要するとの認識を共有するに至りました。

以上の経緯で、日本航空は、日本空港ビルデング及びANAHDから本株式併合の実施について賛同を得て、本株式併合に係る議案の提案を含む本株主提案を行うことといたしました。

② AGPの非公開化後の経営方針

当社は、AGPが本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公的な機能を有しており、日本航空やANA以外の航空会社などに対しても業務を提供していることを十分に理解しており、この点に適切に配慮してAGPを経営していくことが必要であると考えております。そのため、本非公開化取引完了後における本株主3社のAGP株式の最終的な所有割合については、本日現在では決定されておりませんが、いずれにせよ、AGPの非公開化後も、日本航空、日本空港ビルデング及びANAHDのいずれも単独でAGPの支配株主になることは予定しておりません。

もともと、航空会社である日本航空及びANA並びに空港管理機能を担う日本空港ビルデングにとって、航空機への動力供給事業を始めとするAGPの事業は必要不可欠であり、空港領域・航空業界の脱炭素化の推進、本邦航空・空港の安定的な運営及び成長ひいてはAGPの企業価値向上のためには、各社が有する機能を十分に発揮できるよう、本株主3社及びAGPが一体となって連携を深める必要があると考えております。

そのため、本株式併合によるAGP株式の非公開化の完了後、本株主3社は、AGPの役員体制及び経営体制につきまして、AGP従業員の皆様の物心両面の幸福、また、AGPの更なる企業価値向上と空港領域・航空業界の脱炭素化の推進のため、AGPとも真摯に協議を行い、最適な体制を構築して参りたいと考えております。AGPの非公開化後の役員体制及び経営体制については、本株主3社において、本株式併合後のAGPの運営等に関して

株主間契約を締結し、(i)機関設計及び役員指名権(注)、(ii)オブザーバー、(iii)報告事項、(iv)資金調達、(v)事前協議事項、(vi)事前承諾事項、(vii)デッドロック、(viii)AGP株式の取扱い、(ix)AGPとの取引)などについて規定しています。

また、本株主3社は、AGPの更なる企業価値向上ひいては空港領域・航空業界の脱炭素化の推進のためには、主たる事業である空港内事業への会社資源の集中及び従業員の皆様への還元の強化が重要であると考えており、これらの施策に取り組むことで、AGPの持続的な成長を支援する予定です。

なお、当社は、AGPの従業員の皆様には常日頃より大変感謝しており、AGP株式の非公開化に際し、AGPの従業員の処遇の不利益変更を行うことは考えておりません。当社といたしましては、AGP従業員の皆様には、非公開化後もご活躍いただけるような環境を提供するべく、当社の福利厚生制度などの継続利用により、ご支援をさせていただきます。さらには、日本航空及びANAの知名度、ブランドを活かすことでAGPの採用活動等を強化することが可能であり、人材の確保と更なる充実につながるものと考えております。

また、当社は、AGP従業員の皆様に還元ができるよう、AGP従業員の皆様の成果・職責に応じた最適な報酬体系をはじめとする人事制度の再設計や最適な人材投資を行うことを検討しております。

(注) 取締役及び監査役の員数は(i)AGPの第60回定時株主総会の終結から1年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会(以下「次期定時株主総会」という。)までの間はそれぞれ10名以内及び4名以内、(ii)次期定時株主総会の終結以降はそれぞれ6名以内及び4名以内とし、このうち、日本航空は取締役3名(うち1名はAGPの役職員の中から指名する。)及び監査役1名を、日本空港ビルデングは取締役2名及び監査役1名を、並びに、ANAHDは取締役1名及び監査役1名をそれぞれ指名することができる旨合意しています。

イ 会社法第180条第2項各号に掲げる事項(会社法施行規則第93条第1項第5号ロ、第85条の3第2号)

- (ア) 併合の割合：AGP株式1,235,700株を1株に併合いたします。
- (イ) 効力発生日：2025年10月1日(水曜日)(予定)
- (ウ) 効力発生日における発行可能株式総数：40株

ウ 会社法第180条第2項第1号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項(会社法施行規則第93条第1項第5号ロ、第85条の3第3号、第33条の9第1号)

(ア) 会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項

① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条

第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、A G P株式が2025年9月29日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項及び第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、A G Pが自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金を端数が生じたA G P株主の皆様へ交付する予定です。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、基準株式数に本端数処理交付見込額である1,550円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定です。

② 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称
A G P（株式会社エージーピー）

③ 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するA G P株式については、A G Pにおいて、自己株式取得を行うことを予定しております。

取得に要する資金につきましては、A G Pにおいて、本株式併合の効力発生後に、日本航空からの貸付、出資その他の方法により賄うことを予定しており、日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当するA G P株式の買取代金の支払のための資金に相当する額の現預金を有していることから、当該資金の確保に問題はないものと考えております。

なお、本日時点においては、上記自己株式取得に際し、A G Pにおける分配可能額に不足はないものと見込んでおりますが、仮に、A G Pの分配可能額に不足が生じる場合には、A G Pにおける減資及び増資等により対応することを想定しております。

その他、A G P及び日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当するA G P株式の買取代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識しておりません。したがって、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するA G P株式の買取に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

日本航空は、本株式併合の効力発生後、2025年10月下旬を目処に、A G Pをして、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、

裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式をAGPが買い取るについて許可を求める申立てを行わせることを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、日本航空は、当該裁判所の許可を得て、AGPをして、当該買取に係る代金をAGP株主の皆様へに交付するために必要な準備を行わせた上で、2026年1月下旬を目処に、当該代金をAGP株主の皆様へに交付させることを見込んでおります。

日本航空は、本株式併合の効力発生日からAGP株式の買取に係る一連の手続に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、AGPにおいて、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当するAGP株式の買取を行い、また、当該買取に係る代金のAGP株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。なお、下記「3. 取締役3名選任の件」のとおり、本株式併合に係る議案が本定時株主総会で承認された場合において、本株式併合を迅速かつ円滑に進めるため、本株主提案においては、取締役3名の選任を提案しております。

(イ) 会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理によりAGP株主の皆様へに交付することが見込まれる金銭の額は、上記「(ア) 会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項」の「① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、基準株式数に本端数処理交付見込額である1,550円を乗じた金額とする予定です。

日本航空は、(a) 下記「(ウ) 併合の割合の相当性に関する事項」の「① 算定に関する事項」の「(b) 算定の概要」に記載されている大和証券によるAGP株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定の結果のレンジの上限値を上回るものであり、かつ、DCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること、(b) 本基準日である2025年4月22日のスタンダード市場におけるAGP株式の終値1,094円に対して41.68%、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,115円に対して39.01%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,178円に対して31.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,083円に対して43.12%のプレミアムが加算されており、類似事例におけるプレミアム水準（注）との比較においても、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値については類似事例のプレミアム水準の平均値を下回るものの、本基準日の終値及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値については、類似事例のプレミアム水準の平均値を上回る水準にあること等に鑑みれば、合理的なプレミアム水準であると認められ、また、AGP株式の上場来高値（1,509

円、2018年3月15日のザラ場)を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、(c) 下記「(ウ)併合の割合の相当性に関する事項」の「② 本株式併合に関してA G P株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項」に記載のA G P株主の皆様の利益に配慮するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること等を踏まえ、日本航空を含む本株主3社は、本端数処理交付見込額(1,550円)及び本株式併合に係るその他の諸条件はA G P株主の皆様にとって妥当であり、本株式併合は、A G P株主の皆様に対して、合理的な株式の換価の機会を提供するものであると判断いたしました。

(注) 経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された、対象会社の議決権を50%以上保有する株主による非公開化を目的とした公開買付けの成立事例合計(非公開化後に残る対象会社株主が複数おり、当該複数株主の公開買付前における議決権保有割合の合計が50%以上となるものを含む。)90件における、公表日前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値は、順に41.15%、42.94%、43.44%、42.67%となっています。

なお、本株式併合の公表日の前営業日である2025年4月24日の東京証券取引所におけるA G P株式の終値1,113円に対して39.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,110円に対して39.64%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,176円に対して31.80%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,086円に対して42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

(ウ) 併合の割合の相当性に関する事項

① 算定に関する事項

(a) 算定機関の名称並びに日本航空を含む本株主3社及びA G Pとの関係

日本航空は、本端数処理交付見込額を決定するに際して、本端数処理交付見込額の公正性を担保するため、日本航空を含む本株主3社及びA G Pから独立した第三者算定機関として、日本航空のフィナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、A G Pの株式価値の算定を依頼し、2025年4月23日付で株式価値算定書を取得いたしました。なお、大和証券は、日本航空を含む本株主3社及びA G Pの関連当事者には該当せず、本株式併合に関して、重要な利害関係を有しておりません。

また、日本航空は、下記「② 算定の概要」に記載の諸要素を総合的に考慮しA G P株式の1株当たり株式価値を判断・決定しているため、大和証券からA G P株式の1株当たり株式価値の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

(b) 算定の概要

大和証券は、本株式併合における算定手法を検討した結果、A G P が継続企業であるとの前提の下、A G P 株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、A G P 株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、A G P の将来の事業活動の状況を算定に反映するためD C F 法を用いて、A G P 株式の1株あたりの株式価値算定を行っております。大和証券が上記の手法に基づいて算定した当社株式1株あたりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法： 1,083円から1,178円

D C F 法： 1,288円から2,280円

市場株価法では、算定基準日を2025年4月22日として、東京証券取引所スタンダード市場におけるA G P 株式の基準日終値1,094円、直近1ヶ月の終値単純平均値1,115円、直近3ヶ月の終値単純平均値1,178円及び直近6ヶ月の終値単純平均値1,083円を基に、A G P 株式の1株あたりの株式価値の範囲を1,083円から1,178円と算定しております。

D C F 法では、日本航空を含む本株主3社がA G P の事業に関して有する知見をもとに、A G P が属する業界に精通するビジネスアドバイザーの助言も踏まえつつ、A G P の直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して見積もった、2025年3月期から2033年3月期までのA G P の事業計画案に基づき、A G P が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定のレンジにおける割引率で現在価値に割り引いてA G P の企業価値や株式価値を分析評価し、A G P 株式1株当たりの株式価値の範囲を1,288円から2,280円と算定しております。なお、D C F 法の前提としたA G P の事業計画案について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2027年3月期～2029年3月期の各期及び2033年3月期において、動力供給事業における設備投資の増減が主因となり、対前年度比較においてフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでおります。また、当該事業計画案は、本非公開化取引の実行を前提としたものではなく、本非公開化取引の実行により実現することが期待されるシナジーについては、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該事業計画案には加味されております。

(c) 当該算定を踏まえて本端数処理交付見込額を決定するに至った理由

上記「(イ) 会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」をご参照ください。

② 本株式併合に関してA G P株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項

(a) 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

日本航空は、本株式併合における本端数処理交付見込額の評価を行うに当たり、A G P株主の皆様の利益に十分配慮し、その公正性を担保すべく、日本航空を含む本株主3社及びA G Pから独立した第三者算定機関である大和証券にA G Pの株式価値の算定を依頼し、2025年4月23日付で、大和証券より、当該算定結果に関する株式価値算定書を取得いたしました。なお、大和証券は、日本航空を含む本株主3社及びA G Pの関連当事者には該当せず、本非公開化取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

本株式価値算定書の概要は、上記「① 算定に関する事項」の「(b) 算定の概要」をご参照ください。

(b) 適切な情報開示を行い、十分な検討期間を確保した上で本定時株主総会に付議されること

日本航空は、本株主提案を構成する本株式併合に係る議案を本定時株主総会において提案するにあたり、A G Pの協力を得ることができない中においても、一般的な上場会社の非公開化事案に関してなされる情報開示と同等の情報開示を行うよう努めるとともに、2025年4月25日付「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」と題するプレスリリース（以下「本プレスリリース」といいます。）により、当該情報が株主総会参考書類の提供に先立ち、A G P株主の皆様に提供されるよう努めております。

また、本プレスリリース公表後、本定時株主総会までの間には、62日が存しており、株主の皆様がご判断いただくにあたり十分な時間が確保されていると当社は考えております。

本株式併合は、そのような経緯を経て、最終的には株主総会参考書類において適切な情報開示がなされた上で、本定時株主総会に付議される予定です。

このような株主総会における株主意思の確認の手法は、その構造上、強圧性が働きにくいというメリットもあると当社は考えております。

(c) A G Pの少数株主は、会社法上、株式買取請求権の行使を通じて、本株式併合に係る対価の公正さを争う機会が確保されていること

本株主3社以外のA G P株主の皆様の保有するA G P株式は、本株式併合の効力発生をもって1株未満の端数となりますが、株式併合による端数となる株式の株主は、会社法上、所定の要件を満たした場合には、A G Pに対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取することを請求することができ、当該買取価格の決定についてA G Pとの間で協議が調わないときには、裁判所に対し、当該買取価格の決定の申立てをすることができます。

エ A G Pにおいて最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象（会社法施行規則第93条第1項第5号ロ、第85条の3第3号、第33条の9第2号イ）

日本航空は、本日現在、A G Pグループ各社の事業、資産、負債、財政状態、経営成績、キャッシュフローの状況又は将来の収益計画若しくはその見込みに重大な悪影響を与える事由が生じていることを認識しておりません。

なお、A G Pにおいて最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象に関しては、本定時株主総会の招集に際してA G Pから株主の皆様へ提供される予定のA G Pの第60回（2024年度）の計算書類及び連結計算書類もご参照ください。

（2） 提案の理由

上記のとおり、空港領域・航空業界では脱炭素化の推進が喫緊の課題となる中、A G Pとしても、中長期的な企業価値の向上を実現するため、脱炭素化に積極的に取り組む必要があります。しかし、A G Pにおいては、脱炭素化に係る投資は不十分であり、新規事業への投資も十分な成果をあげていません。また、航空需要の拡大が進む一方で、人材不足が深刻化する状況下、A G Pは、主たる事業である空港内事業に経営資源を集中しながら、従業員の皆様への還元を強化していく必要があります。

そこで、日本航空は、A G Pの非公開化により潜在的な利益相反構造を解消したうえで、効率的なガバナンス体制を新たに構築し、関連事業者と密に連携しながら、脱炭素化を含む中長期的な戦略投資を推進することにより、本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公器として持続可能な成長を図ることが、A G Pにとって最善であると判断し、本株式併合を提案します。

2. 定款の一部変更の件

（1） 議案の要領

A G Pの定款を以下のとおり変更する。ただし、本議案に係る定款変更の効力は、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件として、本株式併合の効力発生日である2025年10月1日に発生するものとする。

（下線は変更部分を示す。）

現行定款	変更案
（発行可能株式総数） 第5条 本会社の発行可能株式総数は <u>5,200万株</u> とする。 （自己株式の取得） 第6条 本会社は、取締役会の決議によって市場取引等により自己	（発行可能株式総数） 第5条 本会社の発行可能株式総数は <u>40株</u> とする。 （削除）

株式を取得することができる。	
(単元株式数)	(削除)
第7条 本会社の単元株式数は100株とする。	
(単元未満株主の権利)	(削除)
第8条 本会社の株主は、その有する単元未満株式について、以下に掲げる権利以外の権利を行使することができない。	
(1) 会社法第189条第2項各号に掲げる権利	
(2) 取得請求権付株式の取得を請求する権利	
(3) 募集株式または募集新株予約権の割当てを受ける権利	
第9条 (条文省略)	第6条 (現行どおり)
(株式取扱規則)	(株式取扱規則)
第10条 株主名簿および新株予約権原簿への記載または記録、 <u>単元未満株式の買取り</u> 、その他株式または新株予約権に関する取り扱いおよび手数料、株主の権利行使に際しての手続等については、法令または本定款に定めるもののほか、取締役会で定める株式取扱規則による。	第7条 株主名簿および新株予約権原簿への記載または記録、その他株式または新株予約権に関する取り扱いおよび手数料、株主の権利行使に際しての手続等については、法令または本定款に定めるもののほか、取締役会で定める株式取扱規則による。
(基準日)	(削除)
第11条 本会社は、毎年3月31日の最終の株主名簿に記載または記録された議決権を有する株主をもって、その事業年度の定時株主総会において株主の権利を行使することができる株主とする。	
② 前項にかかわらず、必要があるときは、取締役会の決議によって、あらかじめ公告して、一定の日の最終の株主名簿に記載または記録された株主または登録株式質権者をもって、その権利を行使することができる株主または登録株式質権者とする。	
第12条～第14条 (条文省略)	第8条～第10条 (現行どおり)

単元株式数を定める必要性がなくなるため、定款第7条及び第8条の全文の削除並びに第10条の変更を、④1株以上のAGP株式を所有する者が日本航空及び日本空港ビルデング株式会社のみとなり、定時株主総会の基準日に関する規定及び株主総会資料の電子提供制度に係る規定を定める必要性がなくなるため、定款第11条、第15条及び附則第1条の全文の削除を、それぞれ提案します。また、これらの変更に伴う条数の繰上げも提案します。

3. 取締役3名選任の件

(1) 議案の要領

以下の3名を社外取締役に選任する。

ア 原田 昌平

イ 荒金 隆

ウ 山上 俊夫

(2) 提案の理由

上記のとおり、日本航空は、空港周辺・航空業界及び日本全体の脱炭素化に貢献し、また、AGPの企業価値を持続的に向上させるため、AGPを早期に非公開化することが必要だと考えています。しかし、AGP取締役会との間では、AGPの経営戦略についての建設的な対話が困難な状況に陥っています。この状況を踏まえ、本株式併合に係る議案が本定時株主総会で可決された場合に、本株式併合及びその後のAGPの事業運営等を円滑に進めるため、AGP取締役会の構成を変更する必要があります。また、AGPの主たる事業である空港内事業へ会社資源を集中させることにより、AGPの中長期的な企業価値の発展や航空業界が直面している社会的使命を果たしていくためにも、AGP取締役会の変革が必要であるものと考えております。そこで、上記3名の候補者の選任を提案します。

(3) 候補者の氏名、略歴等

氏名 (生年月日)	略歴及び重要な兼職の状況	所有する AGP 株式の数
【社外取締役候補者】 原田 昌平 (1957年9月19日生)	1984年10月 監査法人太田哲三事務所 (現EY新日本有限責任監査法人) 入所 1988年4月 公認会計士登録 1999年5月 同パートナー 2004年5月 同シニアパートナー 2012年9月 同常務理事(アドバイザー 担当) 就任 2017年7月 公認会計士原田昌平事務所開 設(現任) 2017年7月 全国農業協同組合連合会監事 2018年4月 CITIC Limited独立非執行 役員 2018年4月 霞ヶ関キャピタル株式会社監	0株

	査役 2018年12月 MULプライベートリート投資法人（現三菱HCキャピタルプライベートリート投資法人） 監督役員 2019年11月 NTT都市開発プライベート投資法人補欠監督役員（現任） 2021年6月 日比谷総合設備株式会社監査役（現任） 2022年2月 一般社団法人100年企業戦略研究所監事（現任） 2025年3月 戸田建設プライベートリート投資法人監督役員（現任）	
【社外取締役候補者】 荒金 隆 （1960年12月5日生）	1984年4月 日興証券(株)（現SMBC日興証券）入社 2000年10月 (株)日本トレードワークス 常務取締役広報・営業担当 2002年6月 AIP証券(株)取締役内部管理担当 2003年10月 日興プリンシパルインベストメンツ(株)投資担当プリンシパル 2007年2月 同社代表取締役会長 2010年4月 同社代表取締役会長兼社長 2010年10月 (株)暮旅 東南アジア担当 2016年7月 グリーンビジネスサートیفケーションインスティテュートジャパン 合同会社職務執行者 2018年1月 フォレストフィールド(株) 代表取締役 2024年4月 インパクト・キャピタル(株) 内部管理責任者	0株
【社外取締役候補者】 山上 俊夫 （1966年2月14日生）	1997年4月 弁護士登録（第一東京弁護士会） 2006年3月 (株)オプト（現（株）デジタルホールディングス）社外監査役 2006年4月 やまうえ法律事務所開設（現任） 2016年3月 ソウルドアウト（株）監査役 2016年3月 (株)オプトホールディング（現（株）デジタルホールディングス）社外取締役監査等委員 2021年6月 (株)東北新社社外取締役	0株

（注）

- ① 各取締役候補者は、いずれも新任取締役候補者です。
- ② 各取締役候補者は、いずれも就任を承諾しています。
- ③ 各取締役候補者の所有するAGP株式数は、2025年3月31日現在の状況を記載しております。
- ④ 各取締役候補者とAGPの間には、特別の利害関係はありません。
- ⑤ 各取締役候補者は、東京証券取引所の規定に基づく、一般株主と利益相反が

生じるおそれのない独立役員としての要件を満たしています。

⑥ 社外取締役候補者の選任理由及び期待される役割等

原田昌平氏は、公認会計士として、上場会社の会計監査業務、証券化業務、リスク管理・コンプライアンス業務、コンサルティング業務等に従事するとともに、企業会計基準委員会や公認会計士協会等の委員を務めており、財務・会計に関する高度な専門知識を有しているうえ、他法人における役員としての経験も豊富であるため、社外取締役として選任をお願いするものであります。なお、同氏は、社外取締役又は社外監査役となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありませんが、財務・会計に関する高度な専門知識を有しており、他法人における役員としての経験も豊富であることから、社外取締役としての職務を適切に遂行することができると考えております。

荒金隆氏は、企業経営に関する豊富な経験を有するとともに、投資のプロフェッショナルとして M&A やガバナンス分野に関する深い見識を有しているため、社外取締役として選任をお願いするものであります。

山上俊夫氏は、弁護士として企業法務に従事し、法務、コンプライアンス、ガバナンスなどに関する深い見識と豊富な経験を有するため、社外取締役として選任をお願いするものであります。なお、同氏は、社外取締役又は社外監査役となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありませんが、豊富な企業法務の経験を有していることから、社外取締役としての職務を適切に遂行することができると考えております。

以 上



2025年5月20日

各 位

会社名	日本航空株式会社
代表者	代表取締役社長執行役員 鳥取 三津子 (コード: 9201 東証プライム市場)
問合せ先	財務部長 西澤 修英 (TEL 03-5460-3121 (代表))

株式会社エージーピーからの2025年5月13日付書面に対する回答に関するお知らせ

当社は、2025年4月25日付「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」（同月28日付の訂正を含みます。）でお知らせしたとおり、株式会社エージーピー（証券コード:9377。以下「AGP」といいます。）に対し、2025年6月開催予定の同社の第60回定時株主総会において株主提案（以下「本株主提案」といいます。）を行う旨の書面を提出したところ、AGPは、2025年5月13日付にて、AGP特別委員会名義の「貴社の株主提案に関する質問とガバナンス検証委員会報告を踏まえた最終判断の要請」と題する書面（以下「5月13日付書面」といいます。）を当社の取締役9名に対して送付するとともに、同日、その内容を公表しました。

当社は、5月13日付書面に関し、当社の取締役9名全員の総意として、本日別紙のとおり決定し、回答いたしましたので、お知らせいたします。

以 上

(別紙)

2025 年 5 月 20 日

株式会社エージーピー特別委員会

委員長 阿南 剛様

委員 佐々木 かをり様

委員 三又 裕生様

東京都品川区東品川二丁目4番 11 号

日本航空株式会社

執行役員 弓崎 雅夫

特別委員会からの質問に対するご回答

株式会社エージーピー(以下「AGP」といいます。)は、日本航空株式会社(以下「JAL」といいます。)の取締役 9 名に対し、2025 年 5 月 13 日付にてAGP特別委員会名義の「貴社の株主提案に関する質問とガバナンス検証委員会報告を踏まえた最終判断の要請」と題する書面(以下「5 月 13 日付書面」といいます。)を送付するとともに、同日、その内容を公表しました。

JALにおいては、既に、2025 年 4 月 25 日付株主提案書(同月 28 日付の訂正を含み、以下「本件提案書」といいます。)における株主提案(以下「本件提案」といいます。)の理由及びそれらの正当性について、同提案書において詳述し、かつ、同日付プレスリリース「株式会社エージーピーに対する株式併合、単元株式数の定め廃止その他の定款の一部変更及び取締役選任に関する株主提案に関するお知らせ」においてもお知らせしておりますが、AGPの 5 月 13 日付書面を踏まえ、改めて、JALの取締役 9 名全員の総意として、本件提案の趣旨・目的をご説明させていただくとともに、5 月 13 日付書面にご回答いたします。

1. 本件提案の趣旨・目的について

AGPは国内主要 10 空港で電力供給を行っており、航空機そのものの運航のみならず、航空機整備、グランドハンドリング、貨物の搭・降載といった空港におけるほぼ全ての業務を実施するために必要不可欠な基本機能を担う会社であると考えております。さらに、仮に航空機への動力供給に不具合が発生した場合には航空機システムへ甚大な損害を及ぼす可能性があり、またその程度によっては航空機の火災などにつながる可能性もあるため、航空・空港事業において安全上極めて重要な技術的要素となっています。

AGP設立以来、JALは経営面のみならず技術面でもAGPを支えてきましたが、近年、AGPはJALを含む主要株主と少数株主との間に構造的な利益相反の可能性あることを課題として認識し、主要株主との対話を控える立場をとっており、限定的な協業にとどまる状況が継続しています。

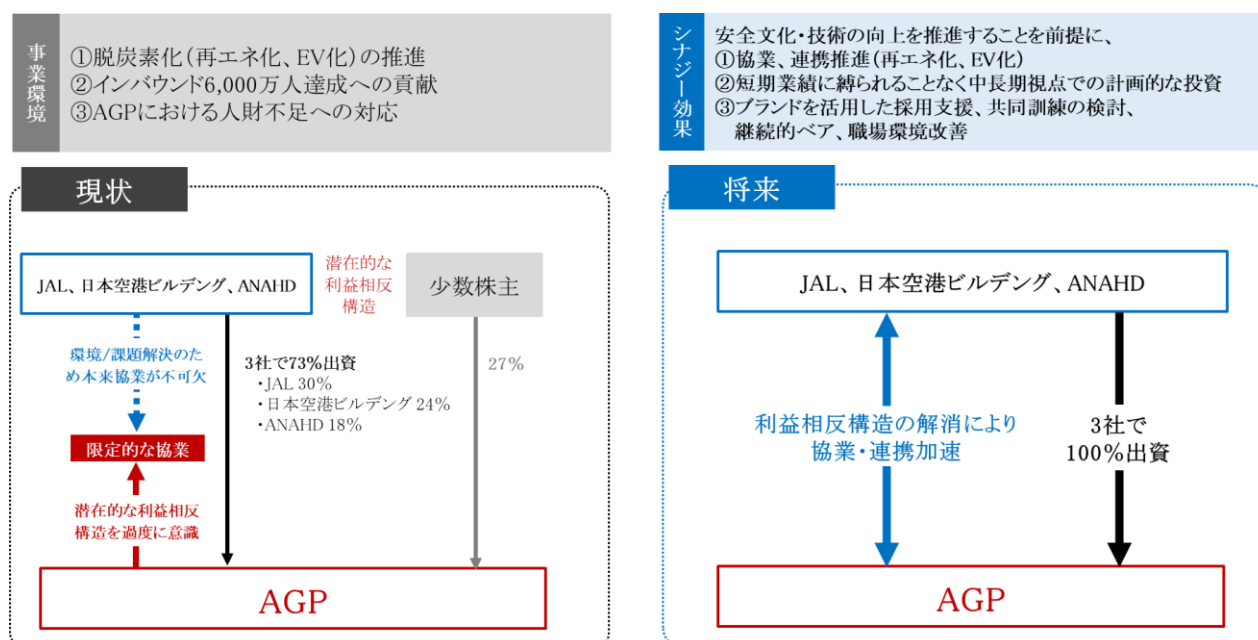
現在、AGPにおける環境認識・課題として、①脱炭素化(再エネ化、EV 化)の推進、②インバウンド

(別紙)

6,000 万人達成への貢献、③人材不足への対応の 3 点が挙げられますが、課題解決のためには、非公開化により利益相反構造を解消した上で、まずは安全文化・技術の向上を大前提とした上で、①再エネ化・EV 化対応を含む航空会社・空港ビルとの協業・連携の推進、②航空オペレーションを支えるための中長期視点での計画的な設備投資、③株主と連携した採用競争力の強化、共同訓練の検討、職場環境改善などを図っていくことが必要であると考えております。

そうした中で、JALは、これまでAGPと一定期間を設けて、株式の非公開化を含む企業価値向上施策を提案いたしました。具体的な協議に応じていただくことができませんでした。

そこで、今般本件提案を実施し、潜在的な利益相反構造を解消することで、新しいガバナンス体制の構築、また、主要株主以外の関連事業者を含め、航空・空港関連事業者との密な連携を可能にしていきたいと考えております。これにより、航空・空港運営という社会インフラとして持続的な成長を図ることができ、また、AGPの従業員の皆様への還元の強化にもつながるものと考えております。



2. 5月13日付書面に対する回答について

(1)「貴社(JAL)による『コーポレート・ガバナンス報告書』の突然の書き換えについての質問」について

AGPは、JALの「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(以下「CG 報告書」といいます。)のうち、2025年3月24日付のものにおいて、(i)AGPを上場関連会社として保有することの合理性に関する記載や、(ii)上場関連会社の意思決定プロセスへのJALの関与の在り方に関する記載があったことに触れ、JALがAGPに対して対話を要請してきたことが、上記のCG報告書に記載された、AGPを上場関連会社として保有するというガバナンス方針や上場関連会社の意思決定プロセスには関与し

(別紙)

ないというガバナンス方針と相違する旨の指摘をされています。その上で、(一)JALがAGPに対話を求めていることと CG 報告書に上場関連会社の意思決定プロセスに関与しないと記載があることに齟齬があること、及び、(二)本件提案後にJALが CG 報告書の記載を変更した理由について説明を求めています。

一点目については、JALは、これまで 2025 年 3 月 24 日付 CG 報告書に記載の方針に基づき、上場会社であるAGPの意思決定を尊重しつつ、関連会社であるAGPの企業価値向上を図るため、AGPとの間で経営方針や事業戦略等に関して建設的な対話を行うよう努めてまいりました。JALがAGPの株主として建設的な対話を求めることは、我が国のコーポレートガバナンス・コードに沿うものであって、CG 報告書に記載しておりました上場関連会社の意思決定プロセスへの関与の在り方と矛盾するものでもございません。

二点目のJALが 2025 年 4 月 25 日付で CG 報告書の記載を変更したことについては、それまでの記載はAGPが上場関連会社として維持されることを前提とするものであったところ、JALがAGPの非公開化を目的とする本件提案を行うことを同日付で決定したことに伴い、その前提が変わったためです。AGPは、JALが AGP からの 2025 年 4 月 9 日付の書面での指摘を受けて突然 CG 報告書の記載を差し替えたかのように述べられていますが、そのような経緯ではございません。

なお、AGP は、上記ご質問に関連して、2025 年 4 月 9 日付で「コーポレート・ガバナンス報告書記載方針と執行側要請の整合性に関する確認のお願い」と題する書面を JAL の取締役全員に宛てて送付したものの、誰からも回答がなかったと述べておられます。しかしながら、JAL の取締役において、そのようなタイトルの書面は受領しておらず、2025 年 4 月 9 日付で、「貴社(JAL)のコーポレートガバナンスに関する経営方針についてのご確認」と題する書面を受領しており、この書面のことと認識しております。当該書面に対しては、JALの取締役 9 名全員の確認を経た上で、2025 年 4 月 23 日付の回答書において既に回答しております。

【時系列】

日付	主体	内容
2025/3/24	JAL	CG 報告書修正 AGP を上場関連会社として保有することの合理性や、上場会社関連会社の意思決定プロセスへの JAL の関与はないとの記載
2025/4/9	AGP	JAL 取締役宛に「貴社(JAL)のコーポレートガバナンスに関する経営方針についてのご確認」と題する書面を送付
2025/4/23	JAL	2025/4/9 付のAGPからの書面への回答実施
2025/4/25	JAL	本件提案書送付 上記を踏まえたCG報告書修正
2025/5/13	AGP	JALのCG報告書について、2025/3/24 付と 2025/4/25 付の整合に関する質問

(2)「本株主提案が当社(AGP)のガバナンス強化及び企業価値向上の取組と矛盾することについての質問」について

AGPは、これまでJALがAGPの上場維持を支援してきたにもかかわらず、その立場を一転させ、「現在のAGPガバナンス体制及び企業価値の向上傾向を前提としないかのような提案」を行ったと述べ、そのような提案の意図と背景について説明を求めています。

本件提案は、まさにAGPのガバナンス体制及び企業価値の向上を目的とするものです。既に本件提案書で述べたとおり、AGPは、安全で安定的な航空機への動力供給や空港施設の維持管理を行う事業を営んでおり、全ての航空・空港関係事業者にとって極めて関心の高い重要インフラを担っています。したがって、AGPの企業価値向上のためには、全ての航空・空港関係事業者と密な情報交換を行いながら、強い連携や協業を図りつつ、安定した経営を維持することが必要不可欠です。

しかしながら、近年、AGPにおかれては、少数株主との間の利益相反構造を懸念されるがあまり、主要株主であるJAL等との間で建設的な対話を行うことが困難な状況になっております。その具体例としては、AGPは、不安全事故への対応としての安全関連投資方針や人材採用課題に対する方針等、重要な事項について、明確なご説明もされない状況が生じました。一方、2024 年、突如として、取締役の報酬枠を大幅に増額する旨の議案を定時株主総会に上程されました。当該議案は、取締役の報酬枠を実質的に2倍以上に増加する議案である中、提案の意図や内容についてJALを含む主要な株主に対して十分な説明がなされなかったことから、それらの報酬議案がいずれも否決されるという異例の事態に至りました。

また、AGPにおいては、今後も航空需要の拡大が見込まれ、空港内事業の更なる伸長が期待されている中で、JALは、このような状況を抜本的に変えない限り、AGPの中長期的な企業価値向上を図ることができないと判断し、AGPの非公開化によって潜在的な利益相反構造を解消した上で、実効的なガバナンス体制を新たに構築すべく、本件提案を行ったものです。

JALは、AGPが、新たなガバナンス体制のもと、航空・空港関連事業者と密に連携し、航空運輸における脱炭素化を含む環境対策や「安全」を大前提とする基本品質の維持、向上を図ることで、中長期的に企業価値を向上させていくとともに、社会インフラを支える公器として担う責任を果たし、社会的価値を生み出していくことができると確信しています。

(3)「本株主提案において経営責任を不明瞭なままとされていることについての質問」について

AGPは、AGPが公共インフラの一端を担っていることについて述べたうえで、AGPの経営の責任体制に関するJALの見解を明確にするよう要請されました。また、当該要請に関連し、AGPは、本件提案書記載のとおり、AGPの非公開化後、JAL、日本空港ビルデング株式会社及び ANA ホールディングス株式会社(以下「本株主 3 社」と総称します。)のいずれも単独でAGPの支配株主になることを予定していないことについて、経営責任の所在が不明瞭であると述べています。

AGPの非公開化後、本株主 3 社のいずれも単独でAGPの支配株主になることを予定していない

(別紙)

理由につきましては、既に本件提案書でご説明しているとおり、AGPが本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公的な機能を有し、JAL以外の航空会社などに対しても業務を提供していることへの配慮によるものです。AGPを非公開化した後には、貴社の公的な機能に十分に配慮しつつ、本株主 3 社及びAGPが一体となって連携を深め、AGPの企業価値向上に向けて各社が十分に貢献できるよう、本株主 3 社は 3 社間で規定した株主間契約に基づき、AGPの適切な経営体制を構築してまいります。したがって、非公開化後に経営責任の所在が不明瞭になるということはなく、新しいAGPの経営体制が責任をもって経営を推進していくものと考えております。

なお、AGPは、JAL取締役会においてどのような議論・検討を経て本件提案を決定したのかについてもご質問されていますが、本件提案内容及び実施については、JAL取締役会にて全会一致で承認しております。また、JALが本件提案を行った経緯は、本件提案書に記載したとおりです。

(4)「ガバナンス検証委員会の報告書を踏まえた最終判断の要請」について

AGPは、AGP取締役会として本件提案に対する見解を述べるに当たり、その諮問機関として、弁護士等の外部有識者で構成されるガバナンス検証委員会を設置されたとのことです。その上で、AGPは、同委員会が 2025 年 5 月 20 日頃を目途に報告書を提出する予定であることから、JALにおいても、同委員会による検証結果を確認した上で、最終判断を行うよう要請されています。

しかし、そもそもAGPの「ガバナンス検証委員会」は、AGPの取締役により、本件提案を受けて設置されたものであり、その設置の目的や検証内容についてJALとしては承知いたしておりません。JALは、AGPとの建設的な対話が困難な状況下、AGPの非公開化について慎重に検討・協議を重ねた結果、本件提案書に詳述したとおり、非公開化がAGPの企業価値向上に向けて最善であるとの判断に至ったものです。前述のとおり、JALは、取締役会の全会一致の承認に基づき本件提案を行っており、JALにおける本件提案の最終判断は完了しております。

なお、AGPは、本件についてJALの代表取締役社長との対話を複数回正式に申し入れた旨述べておられますが、JALとして、そのような申し入れがなされたという認識はございません。むしろ、JALは、2025 年 1 月 17 日にAGPへ非公開化の打診を行って以降、非公開化の協議に応じていただけよう、面談の設定をAGPに対して再三お願いしてきたものの、AGPには面談にも応じていただけなかったものと認識しております。一方、AGPから繰り返し行われた書面での質問に対してJALは真摯に回答をしてきたと認識しております。

以上