



2025 年 5 月 22 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
T E L . 0 3 - 3 7 4 7 - 1 6 3 1

ガバナンス検証委員会報告書の受領および今後の対応について

当社は、2025 年 4 月 25 日付で日本航空株式会社（以下「JAL」）より提出された、株式併合を通じた非公開化を内容とする株主提案に関し、その影響の重大性および、事実認識や経緯に関する齟齬が多数見受けられることから、同年 5 月 2 日付で開示のとおり、弁護士らの外部有識者で構成される「ガバナンス検証委員会」（以下「検証委員会」）を設置し、客観的かつ専門的な視点からの検証を進めてまいりました。

昨日、検証委員会より、当該株主提案およびその背景等に関する調査・検証を取りまとめた報告書を受領いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします

1. 検証結果の概要と開示方針について

報告書では、JAL による提案の経緯および内容、当社との認識の相違点、大株主 3 社による「3 社合意」の構図、ならびに当社のガバナンス体制の特性等について、中立的かつ多角的な視点からの検証が行われております。

本報告書は、すべてのステークホルダーに対して透明性をもって情報を提供する観点から、開示可能な範囲において開示いたします。

※ なお、本報告書の開示にあたっては、個人情報や機微情報への配慮から、一部内容についてマスキングを施しております。AGP の役員（元役員を含む）については実名で記載しておりますが、従業員については匿名とし、JAL、ANA、JAT の関係者については氏名を伏せつつ、所属会社名は明示しております。また、取引に関する売上比率や契約単価、収支の詳細、未公表の経営判断に関する発言内容、金融機関名、インサイダー情報に該当するおそれのある事項等についても、原則として非開示としております。これらは、透明性の確保と適正な情報管理の両立を目的としたものです。

2. 今後の対応

当社は、少なくとも現時点において、JAL からの本株主提案には同意しておりません。

今後、当該報告書の内容に加え、特別委員会からの答申を受領したうえで、取締役会としての最終的な意見を決定し、数日以内に速やかに公表いたします。

当社は引き続き、すべての株主およびステークホルダーに対して、誠実かつ公正な情報開示と対話を継続してまいります。

添付資料：

- ・ガバナンス検証委員会報告書（開示可能範囲に限定）

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の解釈・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 (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)
エンジニアリング事業	・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)、ブレーキクリーニ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) 株式会社エージェンシー中部	現在は事業活動を休止	100.0	役員の兼任 3名
株式会社エージェンシー沖縄	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）

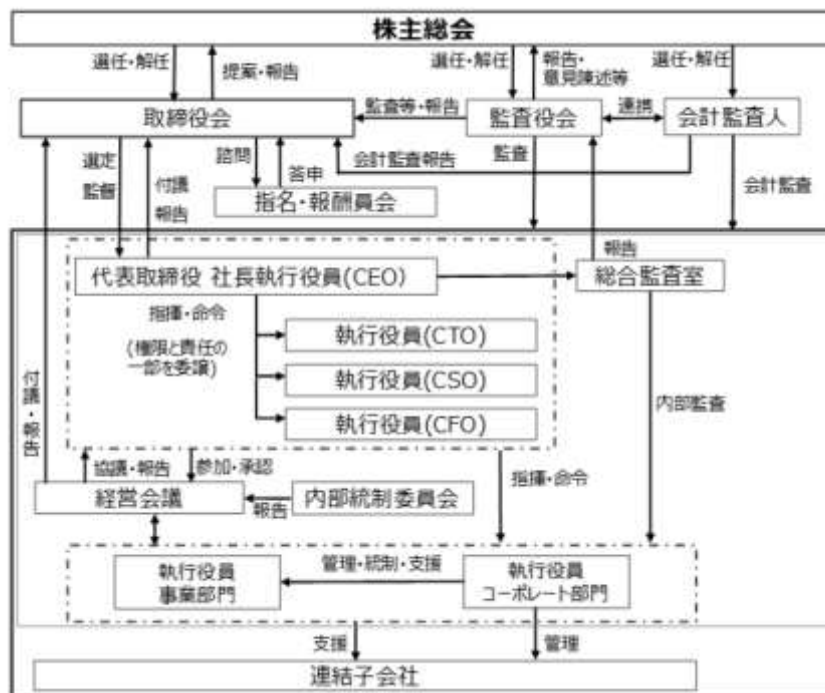
(1) AGP グループのコーポレートガバナンス（企業統治）に関する基本的な考え方

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わない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を整備、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り（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」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、との疑いも生じる場所である(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るとしても、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」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。

--

--

- Q 4 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。

--

- Q 5 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）。

--

- Q 6 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。