

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・米ホライズン・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、全てのステークホルダーから「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・継続性に基つき構築されており、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：スキルマトリクスの導入・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とうえで、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、ブレーキクリーニングカート等）
バッテリーGPU や PBR（可動式屋根付き通路）、ブレーキクリーニングカートなど、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、多様なステー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、特定のステー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 of 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もありません。」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に反する。

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もありません」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られる。

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、それ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發出し、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ことであった。
- ・ 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、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。この事実は、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の意味する。

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。

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ておらず、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ます。

以 上