



2025 年 5 月 26 日

各 位

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

ガバナンス検証委員会報告書（要約版）について

当社は、2025 年 5 月 22 日に「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」にて『ガバナンス検証委員会報告書（開示版）』を公表いたしましたが、すべてのステークホルダーに理解を深めていただくため、今般『ガバナンス検証委員会報告書（要約版）』を取りまとめましたのでお知らせいたします。

以 上

ガバナンス検証委員会報告書

(要約版)

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.....	3
6 本委員会による検証作業の前提事項.....	3
第二 AGP の現況について	5
1 ビジネスモデル.....	5
2 株主関連事項.....	6
3 近時の AGP の業績.....	7
4 脱炭素化に向けた AGP の取組み.....	8
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）	8
6 総括	10
第三 AGP と JAL、JAT、ANA とのビジネス連携の経緯	10
1 AGP と大株主 3 社との資本関係	10
2 AGP と大株主 3 社との取引の状況.....	10
3 AGP と大株主 3 社との人的交流関係	11
4 AGP の上場維持に向けた大株主 3 社の取組み.....	12
5 その他、過去の議事録等から判明した事情.....	14
6 「公正な M&A の在り方に関する指針」の適用について	17
第四 JAL による非公開化提案理由に対する検証結果.....	18
1 JAL による非公開化提案までの事実関係.....	18
2 開示資料から読み取れる「提案理由」について.....	19
第五 JAL による非公開化提案内容に対する検証結果.....	22
1 本委員会が企業価値向上策の内容を検討する意義.....	22
2 これまでの JAL による上場維持方針との整合性.....	22
3 JAL の提案に対する JAT、ANA の賛同理由の不透明性.....	23
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）	

.....	24
5 ガバナンス、内部統制の脆弱化リスク	24
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	25
7 総括	26
第六 「認識の違い」解消に向けた AGP 取締役の行動について	26
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.....	26
2 企業価値向上策への賛否表明の必要性	27
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	27
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.....	27
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	29
1 はじめに－AGP のコーポレートガバナンスの特殊性.....	29
2 AGP と JAL との「認識の違い」が生まれる背景（根本原因）	30
3 AGP の非公開化による企業価値について	31
4 大株主 3 社による共同経営（合併企業化）の危うさ	32
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	32

＜ 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）
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
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「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検証し、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アンケート質問票を送付し、合計 13 名より、回答を得た（アンケート質問票は開示版別紙 1 のとおり）。

また、AGP 関係者 14 名へのヒアリングを行った（ヒアリング関係者の氏名は開示版記載のとおり）。

本委員会を合計 8 回開催した。（具体的な開催日時は開示版記載のとおり）

また、委員や委員補佐間での個別の協議を複数回行っている。

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

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した。

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（事業の内容およびグループ会社の状況に関する詳細は開示版における各図表を参照されたい）。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。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）。

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 年の設立時には JAL 49.60%の株式を保有していたが、翌年に保有率が 51.90%となり、過半数を取得した。

以降、4 大空港新設プロジェクトに伴い順次新株発行を行い、これに伴い JAL の保有率も高まり 1999 年には 67.16%となった。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 年の上場時に JAL は 115 万株を売却し、保有率は 51.43%となった。

2004 年には、JAL と JAS の統合により、保有率は JAL が 63.02%、ANA が 20.02%となった。

③ JAL 経営危機と株式譲渡

2007 年(後半)の JAL 経営危機により、JAL 33.34%、三菱商事 26.81%、ANA 20.02%、その他 19.83%の保有率となった。(JAL が三菱商事へ一部譲渡)

2010 年に JAL が経営破綻。

④ 三菱商事 → JAT へ株式譲渡

三菱商事から JAT への株式譲渡に伴い、2019 年に保有率が JAL 33.34%、JAT 26.81%、ANA 20.02%となった。

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)

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して、2024 年 3 月末保有比率は JAL 30.46%、JAT 24.49%、ANA 18.29% (3 社合計：73.24%) となった。

⑥ 従業員向け RS(譲渡制限付株式) 導入

³ 設立当初の商号は「日本空港動力株式会社」である。

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%も達成し、保有比率は 2025 年 3 月末において JAL 29.59%、JAT 23.79%、ANA 17.77%（3 社合計：71.14%）となった。

(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」（詳細は開示版の図表を参照されたい）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。

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）については開示版図表を参照されたい。

(2) 過去 10 年の業績

過去 10 年の AGP の業績の推移に関する詳細な数値は開示版図表を参照されたい。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。

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 万トン削減した。

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。

5 コーポレートガバナンス、内部統制の状況

(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、「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。

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を示す図表は開示版揭示のとおりである。

(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。

(3) 経営方針とサステナビリティに対する考え方

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。

(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

AGP の大株主の状況は開示版掲示の図表のとおりである（2024 年 3 月 31 日現在）。

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

ろ、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いる。

(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。

もっとも、かかる事業のうち、移動式設備により電力等を供給する業務での売上割合は低く、そのほとんどは固定式設備による電力等供給業務での売上げである。

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

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) その他の取引関係

JAL と JAT 及び ANA と JAT との資本関係及び取引関係に関する詳細は開示版記載のとおりである。

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、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（人的交流の経緯を示す図表については開示版記載のとおり）。

(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。

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、本委員会は、以下のとおり事実を認定した (主要な事実の指摘は開示版記載のとおり)。

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

(2) 2001 年 AGP 上場の背景と JAL の目的

AGP 上場に関する 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、高額長期資金調達へ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、「上場維持に関する覚書（以下、本覚書という）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を照らせば、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 ひいては大株主 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。

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。

このため、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。

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 9 月の JAL の経営悪化を理由に引き下げられ、その後も低価格で推移し、JAL 向けの同業務は度々赤字となっていたため、同単価の適正化は 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ているが、JAL 主導の回答がメールで届くと、この回答どおりに妥結した。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。」との記載もあった。

(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。

そして、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。

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

特別委員会は、2024 年 8 月 29 日に設置が決議された後、4 回開催されており、

JAL 及び ANA との間で行っていた動力使用料金の改訂交渉等に関して審議した。

⑤ 関連当事者取引管理規則の新設

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

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

6 「公正な M&A の在り方に関する指針」の適用について

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

親子会社関係の存在しない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 18～20 頁、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

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、JAL との関係においては、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。

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。

また、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 としては、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⁴。

⁴ 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、との判断に至ったものと思料する。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 と AGP は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、JAL による経営管理上、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 への対応は過度に利益相反を強調する姿勢のように見える」と述べることに相応の理由があるように思える。

ただ、①JAL としては、AGP との関係において後掲第五、6 記載のルールに基づく「実質支配者」概念で利益相反構造を把握する必要がある、②JAL は AGP の大株主であるだけでなく、AGP の売上に占める比率が高い「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。

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⁵、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、開示版に記載したとおり、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するなど、実際にも情報漏えいリスクが顕在化した事件が発覚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。

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、

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。

⁵ 公正買収指針（3.2.6「対象会社の社内検討体制」）参照。

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。

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) 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、公表後短期間で改訂して、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⁶。

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。

(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、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はフィナンシャルアドバイザーに依頼をして適切に算定したことを述べている。また、端数処理により AGP 株主に交付

⁶ 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、少数株主保護の観点からは、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。

される金銭の額については、適切に算定された 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、売上の多くを占める顧客の地位にもある。ということは、AGP を非上場化することで、動力供給事業に事業を集約化させて「コストセンター」として活用し、自社の企業価値を高めることが目的ではないか、との疑いも生じるところである(仮に AGP をコストセンター化することが目的であれば、AGP の企業価値の一部は JAL はじめ大株主に移転する可能性があることから、少数株主からの買取価格についても算定根拠が変わるであろう)。したがって、JAL の非公開化提案が、真に AGP の将来的な成長ストーリーを果たすために行われるものであることは、少数株主にも理解できるように説明する必要がある。

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、少数株主保護の視点から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、少数株主が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十分に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、さらには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、そして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によ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

主保護の視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（このような不正リスクマネジメントの必要性を想起

させる他社事例については開示版を参照されたい)。

(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。

詳細は開示版記載のとおりであるが、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ーズアウトして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

関連当事者間の取引について、取締役会が株主共同利益を害さないように監視すべきことを定めた【原則1－7. 関連当事者間の取引】、取締役会が経営陣・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ことを定めた【原則4－3. 取締役会の役割・責務(3)】、そして経営陣・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独立社外取締役の役割を定めた【原則4－7. 独立社外取締役の役割・責務】

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。

(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の遵守

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少数株主保護の視点からの配慮を求める 2023 年 12 月 26 日付け東証「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」も、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である。

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。

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、少数株主による「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⁷。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。

⁷ 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。

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⁸、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。

⁸ 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。

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⁹。

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

⁹ 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。

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ろう）。

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。

VOUCA の時代と言われ¹⁰、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

AGP と JAL の間における「コミュニケーションの不全」がどのような要因に基づくものか、これまで本委員会は検証を行ってきた。しかし、このコミュニケーションの不全を双方が放置することは、AGP にとっても、また JAL にとっても許されるものではない。

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。

¹⁰ Volatility (変動性), Uncertainty (不確実性), Complexity (複雑性), Ambiguity (曖昧性)

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