



2025 年 5 月 27 日

各 位

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

特別委員会による答申書（要約版）について

当社は、2025 年 6 月 26 日開催予定の第 60 回定時株主総会に関し、株主である日本航空株式会社（以下「JAL」）より提出された株主提案（株式併合、定款の一部変更、取締役 3 名選任）について、2025 年 5 月 26 日付で、当社取締役会としての意見表明（反対）を開示いたしました。

本株主提案に対する対応方針を検討するにあたり、当社は 2025 年 2 月 25 日に、独立社外取締役 3 名で構成される特別委員会（以下「本委員会」）を設置し、客観的かつ中立的な視点から本提案の妥当性についての検証を依頼してまいりました。

本委員会からの答申書の原本は、昨日（5 月 26 日）の意見表明開示文書に添付しておりますが、すべてのステークホルダーの皆様にご覧いただき、当社の判断の背景と検討過程への理解を一層深めていただくことを目的として、このたび、「特別委員会答申書（要約版）」を新たに取りまとめましたので、お知らせします。

（添付資料）

- 「特別委員会答申書（要約版）」

以 上

2025 年 5 月 26 日

特別委員会報告書（要約）

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

第 1 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。

第 2 当委員会に対する諮問事項

- 2025 年 2 月 25 日、当社取締役会は、当委員会を設置して、当社の資本政策の在り方について、企業価値ひいては株主共同の利益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を諮問した。

第 3 当委員会による当社取締役会に対する答申の内容

- 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。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。
- 日本航空が提案する株式併合の目的は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を確保し又は向上させるものではないから、当社取締役会に対し、日本航空による株式併合及びこれに関連する定款変更の提案に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。
- 日本航空が提案する株式併合により当社の少数株主が不利益を被ることをできる限り回避するため、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4 答申の理由

1 当社が果たすべき役割と歴史から見た本株主提案の問題

- 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。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。
- 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株式併合の提案は、このような当社の成り立ちや歩みと全く逆行するものである。株主提案で示された日本航空（以下「JAL」）、日本空港ビルデング（以下「日本空港ビル」）及びANAホールディングス（以下「ANA」）の三社（以下「当社大株主」）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、当社の経営に対する無責任を招来し、長期かつ多額の投資の継続を困難にするリスクを抱えている。また、当社に求められる公平性・中立性も損なうおそれがある。
- それでも、当社が他社による救済を今すぐにでも必要とする経営危機にあるというのであれば、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が、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 月に開催予定の当社の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。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、日本航空による当社の非公開化を目的とする株主提案は、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとは認められない。

2 当社企業価値の本質的源泉

- 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企業価値の基盤である。

- サービス提供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。

3 日本航空による株式併合の提案の目的は不合理である

(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

- 現在の経営体制は、ガバナンスが機能しており、事業においても実績を上げ、今後の成長も見込まれる。
- 当社大株主と少数株主の利益相反の構造の下、少数株主の利益への配慮の必要性が当社経営に規律を与え、当社と JAL・ANA の間の取引条件の適正なものとしたり、空港間で偏りなく経営資源を配分することを可能にしている。
- 空港外事業や海外展開などにより収益源の多様性を確保することや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、長期・多額の投資の継続を必要とする当社の空港インフラサービスの安定・継続に資する。
- 特定の事業者の利害に偏ることなく独立して経営をすることは、多くの関係事業者との幅広い連携・協調を可能にするので、脱炭素・エネルギー最適化などの航空・空港業界全体の課題への取組みに資する。

(2) 日本航空の提案による当社の非公開化は当社の企業価値・株主共同の利益に資するものではなく、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る

ア 日本航空は当社の現状についての事実と反する指摘を前提に当社の非公開化を提案している

- 当社は、東証が定めるコーポレートガバナンス・コードに従い、指名報酬委員会を設置した公正な役員選任プロセス、特別委員会による主要株主との利益相反問題の監督などの措置を講じた上で、日本航空との間では当社の上場維持、役員人事、取引条件の改定等についての対話を重ねてきた。当社が過度に利益相反を強調して対話を困難にしたことはない。
- 過去日本航空から派遣された社長の下では短期の損益を重視する観点から成長投資・設備更新に慎重な姿勢が見られたが、現経営体制の下では投資不足の挽回を図るべく投資を着実に進めており、今期も 27 億円超の戦略的投資を計画している。空港内事業への資源配分が不十分ということはない。
- 日本航空は当社の従業員数が減少の一途をたどっていると指摘するが、当社の人員体制は全従業員数ベースで安定的水準を維持しており、事実と反する指摘である。

イ 日本航空が提案する非公開化が当社の企業価値を向上させる根拠はない

- 当社は既に業界内でも高水準の脱炭素推進の実績をあげているし、当社の非公開化が脱炭素に向けた施策の実現を促進するという日本航空の主張の根拠も不明である。

- 当社では既に一定の水準を超えて業務の安全性を確保しているし、非公開化によって当社と航空会社が一体化すれば当社の安全性が向上するというのは、両社の業務構造の違いを無視した不合理な主張である。日本航空及びその関連会社が複数の重大な安全・規律違反を繰り返していることからすれば、現在の当社の安全管理体制が損なわれるリスクさえあるといえる。
- 非公開化により少数株主の存在が当社経営に与える規律が失われる結果、航空会社との間の取引条件や空港間の経営資源の配分の公正性に対する重大な懸念が生じる。その結果、当社の企業価値の基盤である公平性・中立性に対する各ステイクホルダーからの信頼が毀損されるおそれがある。他の航空会社や空港に対する差別的な取扱いによる独占禁止法上の問題も懸念される。
- 日本航空が提案する非公開化後の経営体制は、大株主三社のみを株主とするものであるため、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が欠如している。また、当社取締役会の構成については、JAL：日本空港ビル：ANA＝3：2：1として大株主三社のどれも当社を支配しないという提案がなされているが、この体制の下では、経営のリーダーシップや責任の所在も不明であるため、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。三社の利害もさまざまであるから経営方針の統一という観点からも問題がある。
- 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を行っていたことが発覚したばかりでコンプライアンス問題の再発防止が緒に就いたばかりの日本空港ビルが当社経営への関与を深めると、当社が培ってきた公平性・中立性を基盤とするブランド・信用を毀損するおそれがある。
- 日本航空による非公開化提案の目的は、当社の企業価値の向上とは認められず、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こと（ANA も同じ状況にある）以外には合理的な説明が困難である。

4 日本航空による株式併合の手続は不公正である

(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主提案がなされた

- 2021年11月14日、当社は、日本航空との間で各社の代表取締役社長の名義で上場維持に関する覚書を締結し、上場維持基準を充足するための資本政策を遂行してきた。日本航空は、この覚書に基づく合意を維持したまま、2025年1月に突如執行役員名義で当社の非公開化に関する初期的意向表明を行った。
- 2025年3月24日、日本航空は、当社が上場している意義を評価する内容のコーポレートガバナンス報告書を開示したが、その前後を通じて日本航空の執行役員名義での意向表明はなされていた。
- 当社が日本航空に対して上記のコーポレートガバナンス報告書に記載された

方針と非公開化の意向表明の齟齬について質しても合理的説明は得られなかった。それどころか、日本航空は、当社から上記の齟齬を指摘されるや、2025年4月25日付のコーポレートガバナンス報告書において、何ら理由を説明す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。

- 日本航空の執行役員名義での意向表明の内容は具体性や論拠に乏しいものであったことから、当社は複数回にわたり日本航空に対して質問を行ってきたが、十分な回答が得られないまま、2025年4月25日に突然日本航空から株式併合の提案がなされた。

(2) 日本航空による株主提案には事実誤認等があるため当社少数株主が誤導されるおそれがある

- 日本航空は当社が協議を拒否し続けた旨を指摘しているが事実と反する。当社は、少数株主の利益のため、日本航空から情報を得ようと繰り返し質問をしたが、日本航空がその回答を十分に行わなかったというのが事実である。
- 日本空港ビルとANAは日本航空の提案に賛成しているとされているが、両社は、当社及び当社の株主に対し、賛同の意思及びその理由を一切説明していない。このことも少数株主の判断を困難にさせるものであり、手続の公正性に重大な懸念を生じさせる。

(3) 日本航空は株式併合という強硬策によって少数株主との対話を封殺し、当社の非公開化を強行しようとしている

- 株式併合は、公開買付とは異なり、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。株主提案による株式併合によって非公開化を図る手法は、公開買付との比較において、少数株主に対する情報提供及び検討の機会の確保がされないおそれがあるという問題を有する。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。
- 日本航空は、当初は、当社の非公開化の手法として公開買付けを示していたが、何の説明もなく、株式併合に切り替えた。現在においても、日本航空は、手法を切り替えた理由はもとより、手法を切り替えたこと自体についても説明していない。
- 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、急い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ない。

(4) まとめ

- 日本航空による当社の非公開化を目的とする株式併合の提案に係る手続は、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。

5 日本航空が提案する買収対価は妥当性を欠く

- 日本航空が提案する少数株主に交付される買収対価の額（1 株 1550 円）は、当社が作成した事業計画に基づく第三者算定機関による株式価値の算定結果の下限值（1 株 1710 円）を下回っており、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。

6 当社企業価値及び少数株主の利益を確保するための措置に関する提言

- 当委員会としては、日本航空による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る。
- そのため、当委員会は、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日本航空が提案する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。
- かかる措置の一例を挙げると以下のとおりである。
 - 定時株主総会に上程される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定時株主総会に上程する。
 - 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。
- かかる措置を講じることは、これまで不公正な手続の下で株主提案の可決を図ろうとしてきた日本航空、並びに、日本航空による株主提案に賛成する意向を表明しているとされる日本空港ビル及び ANA 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。
- 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当社の非公開化が強行された場合、その事実、少数株主が後日裁判所において株式併合に対する不服を申し立てる際の権利主張の根拠の 1 つとなることが期待される。

以 上