

研究員 の眼

株式併合による非公開化

JAL 等による AGP のスクイズアウト

取締役 保険研究部 研究理事 松澤 登
(03)3512-1866 matuzawa@nli-research.co.jp

2025 年 4 月 25 日、日本航空（JAL）は、ANA ホールディングスおよび日本空港ビルと協議の上、3 社連名で株式会社エージーピー（AGP）の非公開化を目的とした株主提案を行った。6 月 26 日に行われる AGP の株主総会で付議される予定となっている。付議される議案は 3 社以外の AGP の少数株主を締め出すこと（スクイズアウト）を目的とするものである。

本スクイズアウトの手法としては、「株式併合」が用いられる（会社法 180 条）。JAL のリリース¹によると本件においては 123 万 5,700 株を 1 株とする株式併合を行うことで、3 社以外の株主の保有する株式を 1 株未満である「端株」とする。株式併合は株主総会で議決権を行使した株主の 3 分の 2 以上の賛成が必要とされる「特別決議」で行わなければならない（会社法 309 条 2 項 4 号）。この点、JAL (30.47%)、ANA (18.30%)、日本空港ビル (24.50%) の合計 (73.26%) が 3 分の 2 を超えていることから、決議が成立することが見込まれる。

株主併合によって生ずる端株の処理としては、裁判所の許可を経て、市場価格と算定される価格で売却した代金を端株主に交付することができる（会社法 235 条 2 項で準用する会社法 234 条 2 項）。そして株式会社は自社の端株を市場価格と算定される価格で買い取ることができ（会社法 235 条 2 項で準用する会社法 234 条 4 項）、本スクイズアウトでも株式併合後、AGP が端株を 1 株＝1550 円を基準として買い取るものとされている。この価格は株主提案公表日の前営業日である 2025 年 4 月 24 日の AGP 株式の終値 1,113 円に対して 39.26% のプレミアムを加えたもの等の基準に照らして設定されたものである²。

また、JAL のリリースを見ると、本スクイズアウトの意義として、i) 脱炭素への取り組み強化、ii) 経営資源の集中、iii) 人材不足への対応が挙げられている。

これらについて AGP のリリース³では、株主提案に反対するとし、以下のように述べている。

ア) 提案の目的に合理性がない：脱炭素のための非公開化という主張には合理性がなく、上場維持の

¹ <https://ssl4.eir-parts.net/doc/9201/tdnet/2598512/00.pdf> 参照。

² 同上 p7 参照。

³ https://www.agpgroup.co.jp/wp-content/uploads/2025/05/statement_and_requests_to_jal_20250528.pdf 参照。

ままでも施策は十分可能である。

イ) 手続に公正性が欠ける：案内容は公開買付から株式併合へ切り替えられ、その理由も説明されていない。

ウ) 提示価格の妥当性がない：1,550 円という買収価格は、AGP が起用した第三者算定機関による最小評価 1,710 円を大きく下回る水準である。

確かに脱炭素の取組に非公開化が本当に必要かと問われれば、躊躇を感じる。また、本スクイーズアウトの特色としては他の案件で行われるような公開買付け（TOB）を前置していない⁴ことが挙げられる。TOB が行われる場合においては、対抗 TOB がかかるなど価格設定の透明性が高い場合がある。

ところで JAL のリリースでは、「(AGP は) 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」をとっているとし、AGP は、「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、JAL 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」となっていると記載している。

他方、AGP のリリースでは、非公開化の提案を社長ではなく、執行役員名義で受け取ったという。そこで照会書を送ったところやはり執行役員名義での回答しかもらえなかったとする。

このように両者のコミュニケーションは円滑には行われてこなかった。ただ JAL のリリースによると、JAL・ANA・日本空港ビルいずれも取締役と監査役を一名ずつ AGP に送り込んでいることがわかる。この様に密接な関係にありながら、なぜ意思疎通の不足が生じたのだろうか。

非公開化で最も影響を受けるのは少数株主である。この点、議決権を有する株主においては、株主総会前に株式併合議案に反対する旨を通知し、かつ株主総会でも同議案に反対したときは、保有株式の全部を公正な価格で買い取ってもらうことができる（会社法 182 条の 4）。1 株当たり 1550 円という価格が納得できない少数株主はこの手続を活用できる。

妥当な株式価格を巡り、訴訟に発展する可能性もあるため、今後の動向に注意が必要である。

⁴ 日本経済新聞朝刊 2025 年 6 月 12 日付け 19 面