

株式の併合に関する事前開示書面

(会社法第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

2025 年 6 月 11 日

株式会社エージーピー

2025 年 6 月 11 日
(2025 年 7 月 14 日更新)
(2025 年 9 月 2 日更新)

東京都大田区羽田空港一丁目 7 番 1 号
株式会社エージーピー
代表取締役 杉田 武久

株式の併合に関する事前開示書面
(会社法 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

当社は、当社の株主である日本航空株式会社（以下「日本航空」といいます。）から、2025 年 6 月 26 日開催予定の当社第 60 回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）において、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）に関する議題等を株主総会の目的とすることの請求を受けるとともに、当該議題について本株式併合を行う旨の議案等の提出を受け（以下「本株主提案」といいます。）、本定時株主総会において、本株主提案が付議される予定です。

本株式併合に関し、会社法（平成 17 年法律第 86 号。その改正を含みます。以下同じです。）第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則（平成 18 年法務省令第 12 号。その後の改正を含みます。）第 33 条の 9 に掲げる事項は以下のとおりです。

1. 会社法第 180 条第 2 項各号に掲げる事項

(a) 併合の割合

当社株式 1,235,700 株を 1 株に併合いたします。

(b) 株式併合がその効力を生ずる日（効力発生日）

2025 年 10 月 1 日

(c) 効力発生日における発行可能株式総数

40 株

2. 会社法第 180 条第 2 項第 1 号及び第 3 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

(a) 株式併合を行う目的及び理由

当社は、1965 年 12 月に、日本空港動力株式会社として設立され、現在、国内主要空港において駐機中の航空機へ動力（電力・空調）を供給する事業に従事し、24 時間体制で空港施設の維持管理を行うエンジニアリング事業、商品販売事業などをグループとして営んでおります。

一方、日本航空は、当社の株式 4,115,400 株（所有割合：30.47%（注））を有する同社の筆頭株主であり、また、2024 年 3 月期において、当社の売上額の 26%を占める主要取引先でもあるとのことです。

（注）「所有割合」とは、当社が 2025 年 1 月 30 日に提出した 2025 年 3 月期第 3 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「当社決算短信」といいます。）に記載された 2024 年 12 月 31 日現在の当社の発行済株式総数（13,510,000 株）から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（2,135 株）（なお、役員向け株式給付信託及び従業員向け株式給付信託（J-ESOP）が所有する当社株式の数（439,200 株）は当社が所有する自己株式に含んでおりません。以下同じです。）を控除した株式数（13,507,865 株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）をいいます。以下同じです。なお、当社は、2025 年 3 月 24 日、従業員向け株式給付信託（J-ESOP）につき、株式給付信託（J-ESOP-RS）を上乗せする改定を行い、当該信託に対し、第三者割当により 400,000 株の新株式を発行しておりますが、所有割合の計算においては、当該新株式発行による希薄化は

考慮しておりません。

日本航空によれば、当社の航空機への動力供給は、航空機そのものの運航のみならず、航空機整備、グランドハンドリング、貨物の搭・降載といった空港におけるほぼ全ての業務を実施するために必要不可欠な基本機能であるとともに、仮に航空機への動力供給に不具合が発生した場合には航空機システムへ甚大な損害を及ぼす可能性（その程度によっては航空機の火災などにつながる可能性もあるとのこと）があるなど、航空・空港事業において安全上極めて重要な技術的要素となっているとのこと。

日本航空によれば、このように航空・空港における安全で安定的な動力供給や空港施設の維持管理の事業を行う当社は、日本航空のみならず、全ての航空・空港関係事業者にとっても極めて関心の高い重要インフラであるとのこと。そのため、日本航空は、当社が、自ら掲げる「技術を極め、環境社会に貢献します」という企業理念に基づき、その企業価値を向上させ、社会的使命を果たしていくためには、全ての航空・空港関係事業者と密な情報交換を行いながら、強い連携や協業を図りつつ、安定した経営を維持することが必要であると考えているとのこと。

もっとも、日本航空によれば、近時、当社においては、独立した上場企業として、日本航空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、日本航空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理解しているとのこと。また、日本航空によれば、当社は、日本航空の当社株式の保有割合に鑑み、日本航空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、日本航空において、当社との間で、当社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のこと。そのような状況が高じて、2024 年6月に開催された当社の株主総会では、株主との協議も十分になされなかった結果、同社の役員報酬議案がいずれも否決されるに至っているとのこと。

日本航空によれば、当社と当社の株主3社（日本航空、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」といいます。）及びANAホールディングス株式会社（以下「ANAHD」といいます。）を指し、日本航空、日本空港ビルディング及びANAHDを総称して「本株主3社」といいます。）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、業界一丸となって当社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ないとのこと。また、日本航空によれば、当社においては、今後も航空需要の拡大が見込まれ、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる環境下において、主たる事業である空港内事業に対し十分な経営資源の投下がなされておらず、人的資本の確保・充実にも課題を抱えているものと思われるとのこと。日本航空としては、そのような状況を変えていかない限り、当社の中長期的な企業価値向上を図ることができないのではないかと懸念を深めてきたとのこと。以上に鑑み、日本航空は、当社の企業価値の向上のためには、当社を非公開化して潜在的な利益相反構造を解消した上で、効率的なガバナンス体制を新たに構築し、航空・空港関連事業者と密に連携し、本邦航空・空港運営という社会インフラを支える公器として持続可能な成長を図ることが必要であると考えに至ったとのこと。

以上のような経緯を踏まえ、日本航空は、2025 年2月上旬、日本空港ビルディング及びANAHDに対し、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目的として、当社株式を非公開化するための一連の取引（以下「本非公開化取引」といいます。）を打診し、協議を開始したとのこと。

他方で、日本航空によれば、当社との間でも本非公開化取引の協議開始を繰り返し求めたとのことですが、具体的な協議に応じてもうことはできなかったとのこと。特に、日本航空によれば、当社が2024 年8月29日付で開示した「特別委員会の設置に関するお知らせ」にて示されている「当社の主要株主と少数株主の間に構造的な利益相反の可能性があること」を課題として認識し、その点を尊重しつつ、当社の企業価値向上について建設的な対話を開始頂けるよう提案を行ったものの、具体的な前進

がないまま一定期間が経過したとのことです。

そのため、日本航空によれば、当社の株主として、自らイニシアチブをとって当社株式の非公開化を行うことについても検討を進め、日本空港ビルデング及びANAHDに対し、株式併合により早期に本非公開化取引を実施する計画を示し、慎重に協議を行ってきたとのことです。

その結果、日本航空によれば、今般、本株主3社間において、下記の本非公開化取引の意義に照らし、本非公開化取引により当社を非公開化することが少数株主を含めた全てのステークホルダーにとって最善の選択肢であるとともに、その方法としては、当社との間で建設的な対話が困難である現状をできるだけ早期に解消し、一刻も早く当社の企業価値向上に向けた施策に取り組むべく、当社の株主総会で株式の併合による非公開化に関する議案を提案することが合理的であるとの方針につき合意が成立したとのことです。

日本航空が考える本非公開化取引の意義は、具体的には以下のとおりとのことです。

まず、日本航空によれば、我が国では、2050年に脱炭素社会を実現するべく、交通・物流（運輸部門）においては、2030年度に二酸化炭素排出量を対2013年度比35%削減することを目標としており、また、航空産業においては、国際民間航空機関（ICAO）の中期目標として、2030年にSAF（Sustainable Aviation Fuelの略で、持続可能な航空燃料を意味します。）の10%導入、2035年までにCORSIA（国際航空のためのカーボン・オフセット及び削減スキーム）も活用し、①燃料効率を毎年2%改善するとともに、②2020年以降二酸化炭素の総排出量を増加させない取組みを進めることが求められているとのことです。航空輸送の分野は、空港という広大な用地と大型施設により支えられた産業構造上、幅広い関連産業との連携により脱炭素化を進めていく必要性が高く、また、そのことが関連産業の活性化や、新たな事業創出にもつながりうると日本航空は考えているとのことです。そのため、日本航空によれば、空港施設管理会社、日本航空を含む航空会社、当社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いるとのことです。また、日本航空は、日本航空や当社を始めとする空港内の関連産業が、高いレベルで脱炭素化が実現された航空サービスを提供し、顧客の皆様がこのサービスをご利用いただくことが、顧客の皆様と日本航空の双方にとって大きな社会的価値を生み出すと考えているとのことです。このように、脱炭素化への取組みを進めていくことは、当社や日本航空が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させていくとともに、企業としての社会的責任を果たし、社会的価値を生み出していく上で必要であると日本航空は考えているとのことです。

この点、当社は、空港領域・航空業界の脱炭素化に向け、「グループ中期経営計画(2022-2025年度)」(以下「本中期経営計画」といいます。)にて「2025年度末までに2019年実績の33.5万トンを超えるCO₂排出量削減」との方針を打ち出しており、空港の脱炭素化推進に向けた取組みとして、地上電源装置（GPU）利用の促進と更なる展開、GPUのグリーンエネルギー化及び航空機地上支援機材（GSE）のEV化に伴う基盤整備を掲げています。他方で、日本航空によれば、当社が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、日本航空としては、当社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認識しており、当社の事業運営にも影響を及ぼしうる状況であると考えているとのことです。

さらに、当社は、本中期経営計画において、空港脱炭素化の取組みに加えて、空港外への事業領域拡大についても方針として掲げ、空港外売上比率3割以上を目指すとしているところ、日本航空は、新規事業については本中期経営計画に沿った事業収支を達成することができずに事業撤退を行う等、必ずしも順調な進捗とはいえない状況にあると認識しているとのことです。航空需要の回復が本中期経営計画の想定を上回り、動力供給事業、エンジニアリング事業等空港内事業の更なる伸長が期待できる一方で、当社において人材の確保が困難な環境にある中で、日本航空としては、当社の主たる事業である空港内

事業へ経営資源を集中させることにより、企業価値の向上ひいては空港領域・航空業界を取り巻く環境社会への貢献を果たすことが可能であると考えているとのことです。

また、日本航空は、当社においては、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しているとのことです。今後、航空需要が拡大し、空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、当社従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると日本航空は考えているとのことです。

日本航空は、日本空港ビルデング及びANAHDとも協議の上、本非公開化取引により当社において以下のような企業価値向上効果が見込めるものと考えているとのことです。

(i) 航空業界全体で脱炭素を含む価値向上策を実現することによる利益

日本航空によれば、当社の主たる収益源は日本航空及びANAHDの子会社である全日本空輸株式会社（以下「ANA」といいます。）その他の航空会社からの委託業務であり、航空業界全体の価値向上により当社の企業価値向上も実現される関係にあるとのことです。

日本航空によれば、航空運輸における脱炭素化を含む環境対策は、航空業界全体で一丸となって対応すべき喫緊の課題であるとのことです。日本航空によれば、仮にも対応が遅れた場合には、本邦航空事業及び空港全体の国際競争力の低下を招くとともに、当社を含む航空関連事業全体の収益性にも悪影響を及ぼし、ひいては当社の企業価値を毀損することにもなりかねないとのことです。

また、日本航空によれば、本邦航空業界は、インバウンドツーリズムの隆盛等に伴い活況を呈し、空港の利活用も拡大する状況にあるとのことです。しかし、日本航空によれば、本邦においては人員不足や人件費増加等も深刻であり、航空会社や空港運営会社のみならず、当社を含む航空・空港関連事業者が一丸となって協業・連携し、業務の効率化等に取り組む必要があるとのことです。日本航空は、航空会社、空港施設管理会社と連携し、お互いに協力することで、デジタル・イノベーションを通じた環境に配慮した事業推進等、より時代の流れに沿った、かつ、迅速な経営戦略の実践が可能となるような取組みを進めていきたいと考えているとのことです。

さらに、日本航空は、当社の日々のオペレーションにおける不安全事故をゼロに近づけるべく、航空関連事業に携わる企業として最重要事項である「安全」にかかる考えや方針、文化の醸成について、当社との連携を密にすることを通し、「安全」を大前提とする基本品質の維持、向上にむけた支援を図り、空港関連事業を営む当社の企業価値を高めていきたいと考えているとのことです。日本航空によれば、具体的には、航空会社との合同の安全教育、訓練実施を検討していくとのことです。

以上のように、日本航空は、本非公開化取引により、本株主3社と当社の少数株主との間の潜在的な利益相反の懸念等が解消され、航空・空港関連事業者が一体となって連携を深めることができれば、空港領域・航空業界全体の価値向上につながり、当社の企業価値向上を図ることができると考えているとのことです。

(ii) 非公開化による中長期的な視点での戦略投資の実現

日本航空によれば、当社が担う空港関連事業の公益性・公共性にも鑑みれば、当社は中長期的に持続可能な発展を遂げる必要があるとのことです。

日本航空によれば、当社において中長期的な戦略に基づき大規模な投資を実行する場合、短期的に当社の財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあり、また、資本市場から十分な評価が得られずに短期的には当社の株価が下落する可能性があるとのことです。また、日本航空によれば、当社の事業の特性上、空港設備の基本的な品質・性能を維持するための設備投資も必要不可欠であるところ、そのような投資は、短期的に目に見える業績向上につながりにくく、やはり資本市場からの評価を得に

くいという問題があるとのことです。

これに比して、日本航空は、本非公開化取引の実施により当社を非公開化する場合には、一時的な費用の先行支出や短期的な業績悪化が株価に与え得る影響、短期的な業績向上に向けた資本市場の期待にとらわれず、当社の中長期的な成長を推進するための戦略投資や設備投資を躊躇なく実行することができると考えているとのことです。

例えば、上記のとおり、当社は本中期経営計画にてGPUのグリーンエネルギー化を掲げておりますが、日本航空は、GPU電源の一部は日本空港ビルデングが運営する旅客ターミナルビルからも供給されており、同社で検討を進めている水素利活用による旅客ターミナルビルへの電力・熱供給とも連携し、空港全体のエネルギー利用の最適化を進めながら脱炭素化に取り組み、持続可能な社会の実現に貢献することで当社の企業価値向上を図ることができると考えているとのことです。

また、日本航空によれば、本非公開化取引を通じて当社の非公開化を実現することで、当社においては配当政策の見直しも可能となり、戦略投資や設備投資の原資をより柔軟に確保できることになるとのことです。さらに、日本航空は、当社が非公開化することで、上場を前提とした各種手数料、開示書類の作成費用、株式事務代行機関への委託費用等の諸費用の大幅な縮減が可能となり、これらの費用の一定部分を当社のコアビジネスへの投資に振り向けることが可能となると想定しているとのことです。具体的には、GPUのさらなる活用推進（活用規模の拡大のみならず、航空機駐機時以外への活用）、エアラインのEV化に連動したEV電力供給事業の展開（充電施設の新設）、航空機用動力設備の既存ハンドリング空港以外への展開、航空機用動力設備等の計画的な更新投資の実施、空港ターミナルを含めた空港全体の電力マネジメントの新規構築等、コアビジネスの拡張にむけての投資が可能になると想定しているとのことです。

以上のように、日本航空は、本非公開化取引により、当社においては、より柔軟に、中長期的な視点での戦略投資や設備投資を行うことができるようになるものと考えているとのことです。

(iii) 人材の確保や活性化

日本航空によれば、当社の2024年度3月期有価証券報告書において、人材戦略について「日本航空においては労働人口減少の課題に対してコロナ前より重く捉えており、外国人や女性技術者の採用、定年退職者の再雇用を進めてまいりましたが、BtoB事業が主体であり知名度が低く、働く環境も不規則なシフト勤務などの課題もあるため、人材確保は厳しい状況が続いています」と記載されており、日本航空は、当社において、今後も航空需要の拡大が想定される中、人材不足がさらに深刻化しているものと考えているとのことです。また、当該有価証券報告書にて、当社はこの課題に対して、①人材確保、②人材の有効活用、③人材配置、能力開発・育成、④人材の活性化・適正な人件費水準の維持、⑤労働環境の整備を施策として実行してきていると記載しておりますが、日本航空は、2022年度から2024年度にかけて、売上高は年々上昇している一方、社員数は減少の一途をたどっている状況にあると認識しているとのことです。日本航空は、今後、航空需要が拡大することに伴う空港領域・航空業界における人材不足に対処すべく、業界全体で連携した人材確保が喫緊の課題となる中で、当社従業員の皆様の物心両面の幸福のための還元が非常に重要であると考えているとのことです。

日本航空は、本非公開化取引を通じて当社の非公開化が実現された際には、非公開化後もご活躍いただけるような環境を提供するべく、日本航空の福利厚生制度などの継続利用により、ご支援をさせて頂く予定であるとのことです。さらには、日本航空は、日本航空及びANAの知名度、ブランドを活かすことで当社の採用活動等を強化することが可能であり、人材の確保と更なる充実につながるものと考えているとのことです。

また、日本航空は、当社にとって人材こそが最大の資本であると考えており、本非公開化取引を通じて当社の非公開化を実現することで、当社従業員の皆様に還元ができるよう、当社従業員の皆様の成果・職責に応じた最適な報酬体系をはじめとする人事制度の再設計や最適な人材投資を行うことを検討しているとのことです。なお、日本航空は、現在当社において導入されている、従業員向け株式

給付信託（J-ESOP）につきましては、今後当該信託に関する規約等を踏まえて適切な対応を検討する予定であるとのことですが、本株式併合によって当社の従業員の皆様が不利益を被ることがないように取り扱う予定であるとのことです。

以上のように、日本航空は、本非公開化取引により、当社従業員の皆様への還元が可能になることで、当社においては、人材の確保や活性化にもつながると考えているとのことです。

また、日本航空によれば、本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の皆様に対して端数処理の手続において交付される金銭の額（本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」といいます。）に関し、当社株主の皆様には十分配慮し、公正な価格とするため、日本航空は、本株主3社及び当社のいずれからも独立したフィナンシャル・アドバイザーである大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）に対し、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。

その上で、日本航空は、大和証券による当社の株式価値の算定結果を踏まえて、日本空港ビルデング及びANAHDとの間で協議・検討を行い、当社の本源的価値及び市場株価の動向等に鑑み以下の諸点を考慮した上、2025年4月23日、当社の少数株主の皆様の利益が最大限確保された価格として、本端数処理交付見込額を1,550円とすることが妥当であるとの結論に至ったとのことです。

- (a) 当該価格が、下記「(d) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（本株式併合に関して当社株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項）」「①独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の株式価値算定書における大和証券による当社株式の価値算定結果のうち、市場株価法による算定結果を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること
- (b) 当該価格が、当該価格について本株主3社の間で合意した2025年4月23日の前営業日である2025年4月22日（以下「本基準日」といいます。）の株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）における当社株式の終値1,094円に対して41.68%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、本基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値（円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）1,115円に対して39.01%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,178円に対して31.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,083円に対して43.12%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、過去における当社平均株価に対しても相応にプレミアム水準が付与されているものと認められ、また、類似事例におけるプレミアム水準（下記「(c) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」において定義します。）との比較においても合理的なプレミアム水準であると認められ、当社株式の上場来高値（1,509円、2018年3月15日のザラ場）を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること

なお、本端数処理交付見込額は、本株主提案の公表日の前営業日である2025年4月24日の東京証券取引所における当社株式の終値1,113円に対して39.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,110円に対して39.64%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,176円に対して31.80%、同過去6ヶ月間終値単純平均値1,086円に対して42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっているとのことです。

(b) 端数処理の方法に関する事項

- ① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

本株式併合により、本株主3社以外の当社株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。なお、日本航空によれば、仮に本株主3社以外の株主様が1株以上の当社株式を保有されることになった場合は、本株主3社としては、当該株主様との間で当該株式の買取りに向けた協議を行うか、又は、再度の株式併合を行うことにより、当社株主を本株主3社のみとすることを考えているとのことです。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、当社株式が2025年9月29日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項及び第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、当社が自己株式取得により買い取ることを予定しており、その買取りに係る代金を端数が生じた当社株主の皆様へ交付する予定です。この場合の買取価格は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である2025年9月30日の最終の当社株主名簿において当社株主の皆様が所有する当社株式の数（以下「基準株式数」といいます。）に本端数処理交付見込額である1,550円を乗じた金額に相当する金銭を交付できるような価格に設定する予定です。

- ② 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称
株式会社エージーピー

- ③ 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

当社は、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式については、自己株式取得を行うことを予定しています。

取得に要する資金につきましては、日本航空は、当社において、本株式併合の効力発生後に、日本航空からの貸付、出資その他の方法により賄うことを予定しており、日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の買取代金の支払のための資金に相当する額の現預金を有していることから、当該資金の確保に問題はないものと考えているとのことです。

なお、日本航空は、本日時点においては、上記自己株式取得に際し、当社における分配可能額に不足はないものと見込んでおりますが、仮に、当社の分配可能額に不足が生じる場合には、当社における減資及び増資等により対応することを想定しているとのことです。

その他、日本航空は、当社及び日本航空において、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の買取代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことです。したがって、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の買取りに係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しているとのことです。

- ④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

日本航空は、本株式併合の効力発生後、2025年10月下旬を目処に、当社をして、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式を当社が買い取るについて許可を求める申立てを行わせることを予定しているとのことです。日本航空は、当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得るものの、当該裁判所の許可を得て、当社をして、当該買取りに係る代金を当社株主の皆様へ交付するために必要な準備を行わせた上で、2026年1月下旬を目処に、当該代金を当社株主の皆様へ交付させることを見込んでいるとのことです。

日本航空は、本株式併合の効力発生日から当社株式の買取りに係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、当社において、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の買取りを行い、また、当該買取りに係る代金の当社株主の皆様への交付が行われる

ものと判断しているとのことです。

(c) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により当社株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「(b) 端数処理の方法に関する事項」の「① 会社法第 235 条第 1 項又は同条第 2 項において準用する同法第 234 条第 2 項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、基準株式数に本端数処理交付見込額である 1,550 円を乗じた金額とする予定です。

日本航空は、(i) 下記「(d) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（本株式併合に関して当社株主の皆様へ利益に配慮すべく実施した事項）」「① 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている大和証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定の結果のレンジの上限値を上回るものであり、かつ、DCF 法による算定結果のレンジの範囲内であり、中央値に近い数値であること、(ii) 本基準日である 2025 年 4 月 22 日のスタンダード市場における当社株式の終値 1,094 円に対して 41.68%、本基準日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 1,115 円に対して 39.01%、同過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 1,178 円に対して 31.58%、同過去 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おり、類似事例におけるプレミアム水準（注）との比較においても、本基準日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値及び過去 3 ヶ月間の終値単純平均値については類似事例のプレミアム水準の平均値を下回るものの、本基準日の終値及び同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値については、類似事例のプレミアム水準の平均値を上回る水準にあること等に鑑みれば、合理的なプレミアム水準であると認められ、また、当社株式の上場来高値（1,509 円、2018 年 3 月 15 日のザラ場）を上回る水準であることから相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、(iii) 下記「(d) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（本株式併合に関して当社株主の皆様へ利益に配慮すべく実施した事項）」に記載の当社株主の皆様へ利益に配慮するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること等を踏まえ、日本航空を含む本株主 3 社は、本端数処理交付見込額（1,550 円）及び本株式併合に係るその他の諸条件は当社株主の皆様にとって妥当であり、本株式併合は、当社株主の皆様に対して、合理的な株式の換価の機会を提供するものであると判断したとのことです。

（注）日本航空によれば、経済産業省が「公正な M&A の在り方に関する指針」を公表した 2019 年 6 月 28 日以降に公表された、対象会社の議決権を 50%以上保有する株主による非公開化を目的とした公開買付けの成立事例合計（非公開化後に残る対象会社株主が複数おり、当該複数株主の公開買付け前における議決権保有割合の合計が 50%以上となるものを含む。）90 件における、公表日前営業日の終値、並びに過去 1 ヶ月間、3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値は、順に 41.15%、42.94%、43.44%、42.67%となっているとのことです。

なお、日本航空によれば、本株式併合の公表日の前営業日である 2025 年 4 月 24 日の東京証券取引所における当社株式の終値 1,113 円に対して 39.26%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 1,110 円に対して 39.64%、同過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 1,176 円に対して 31.80%、同過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,086 円に対して 42.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっているとのことです。

また、当社は、本定時株主総会後、当社の社外取締役（独立役員）で構成する特別委員会において本端数処理交付見込額の合理性について検証を行い、当該見込額は合理的である旨の答申を受けております。詳細につきましては、下記「(d) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（本株式併合に関して当社株主の皆様へ利益に配慮すべく実施した事項）」の「③当社における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」をご参照ください。

(d) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（本

株式併合に関して当社株主の皆様の利益に配慮すべく実施した事項)

① 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

日本航空は、本株式併合における本端数処理交付見込額の評価を行うに当たり、当社株主の皆様の利益に十分配慮し、その公正性を担保すべく、日本航空を含む本株主3社及び当社から独立した第三者算定機関である大和証券に当社の株式価値の算定を依頼し、2025年4月23日付で、大和証券より、当該算定結果に関する株式価値算定書を取得したとのことです。なお、日本航空によれば、大和証券は、日本航空を含む本株主3社及び当社の関連当事者には該当せず、本非公開化取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有していないとのことです。算定の概要は以下のとおりとのことです。

日本航空によれば、大和証券は、本株式併合における算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社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、当社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、当社株式の1株あたりの株式価値算定を行っているとのことです。日本航空によれば、大和証券が上記の手法に基づいて算定した当社株式1株あたりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法：	1,083 円から 1,178 円
DCF 法：	1,288 円から 2,280 円

日本航空によれば、市場株価法では、算定基準日を2025年4月22日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,094円、直近1ヶ月の終値単純平均値1,115円、直近3ヶ月の終値単純平均値1,178円及び直近6ヶ月の終値単純平均値1,083円を基に、当社株式の1株あたりの株式価値の範囲を1,083円から1,178円と算定しているとのことです。

日本航空によれば、DCF法では、日本航空を含む本株主3社が当社の事業に関して有する知見をもとに、当社が属する業界に精通するビジネスアドバイザーの助言も踏まえつつ、当社の直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して見積もった、2025年3月期から2033年3月期までの当社の事業計画案に基づき、当社が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定のレンジにおける割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,288円から2,280円と算定しているとのことです。なお、日本航空によれば、DCF法の前提とした当社の事業計画案について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないものの、大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2027年3月期～2029年3月期の各期及び2033年3月期において、動力供給事業における設備投資の増減が主因となり、対前年度比較においてフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいるとのことです。また、日本航空によれば、当該事業計画案は、本非公開化取引の実行を前提としたものではなく、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については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該事業計画案には加味されていないとのことです。

② 適切な情報開示を行い、十分な検討期間を確保した上で本定時株主総会に付議されること

日本航空は、本株主提案を構成する本株式併合に係る議案を本定時株主総会において提案するにあたり、当社の協力を得ることができない中においても、一般的な上場会社の非公開化事案に関してなされる情報開示と同等の情報開示を行うよう努めているとのことです。

また、本株式併合公表後、本定時株主総会までの間には、62日が存しており、株主の皆様がご判断いただくにあたり十分な時間が確保されていると日本航空は考えているとのことです。

このような株主総会における株主意思の確認の手法は、その構造上、強圧性が働きにくいというメリットもあると日本航空は考えているとのことです。

③ 当社における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

2025年4月28日付け「株主提案に関する当社の認識と対応方針のお知らせ」のとおり、当社は、日本航空から、当社株式の非公開化に関する書面による意向表明を受け、当該提案について検討するための体制として、2025年2月25日に、現任（当時）の当社社外取締役及び当社社外取締役候補者（以下「旧特別委員」といいます。）を構成員とする特別委員会を設置いたしました。その後、本定時株主総会において本株式併合に係る議案が承認可決されるとともに、旧特別委員の取締役選任議案はいずれも否決され、新たな社外取締役が選任されたことから、当社取締役会は、2025年6月26日に、特別委員会の構成員を、山上俊夫氏（当社社外取締役）、原田昌平氏（当社社外取締役）及び荒金隆氏（当社社外取締役）に変更する旨を決議しました（以下、当該構成員変更後の特別委員会を「本特別委員会」といいます。）。なお、本特別委員会の委員の報酬については、時間単位の報酬となっており、成功報酬は採用しておりません。また、当社は、2025年6月26日の委員の変更後、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。

その後、当社は、2025年6月19日に、Macquarie Asia-Pacific Infrastructure Investments 4 Pte. Ltd.（以下「マッコーリー」といいます。）より受領した、デューディリジェンスの実施、当社取締役会の賛同等を条件に、1株当たり2,015円の価格で、当社が発行する普通株式（当社が保有する自己株式を除きます。）の全部を取得することを目的とした公開買付けを行う意向がある旨が記載された提案書に係る提案（以下「マッコーリー提案」といいます。）の取扱い及び端数処理を含む本株式併合に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社の取締役会の意思決定過程における恣意性を排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年7月14日に、本特別委員会に対し、①マッコーリー提案の取扱いについては、これが真摯な買収提案であるか否か、及び、仮に真摯な買収である場合にはこれに対する当社の意見の在り方を含めて検討し、当社取締役会に答申を行うこと（以下「本諮問事項①」といいます。）、並びに、②端数処理については、本端数処理交付見込額の合理性について検証し、答申を行うこと（以下「本諮問事項②」といい、本諮問事項①及び本諮問事項②を総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問しておりました。

本諮問事項の諮問に際して、当社取締役会は、マッコーリー提案及び端数処理に関する取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行う旨を併せて決議しております。

また、当社取締役会は、本諮問事項の検討に関して、本特別委員会に対し、(a)本株主3社及びマッコーリーを含む関係者との間で、必要に応じ、面談、協議及び交渉を行うこと、(b)本諮問事項の検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務、法務若しくはその他の専門的事項に関するアドバイザー又は第三者算定機関を選任すること（この場合の費用は当社が負担するものとします。）、(c)必要に応じ、当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断（当社の事業計画に係る検討及び判断を含みます。）に必要な情報を受領し、又はインタビュー等を行うこと、(d)当社の事業計画の作成及び検証に当たる当社の役職員の選定に対して意見を述べ、当該役職員に対して必要に応じ指示を行うこと（なお、当社は、当該意見及び指示を尊重し、それに従って対応するものとします。）、(e)その他本諮問事項の検討及び判断に際して必要であると特別委員会が認める事項に係る権限を付与いたしました。

本特別委員会は、本特別委員会の委員の互選により、山上俊夫氏を本特別委員会の委員長に選定するとともに、本特別委員会独自のアドバイザーとして、その独立性及び専門性を確認した上で、TMI総合法律事務所を本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーに選定するとともに、株式会社プルート・コンサルティング（以下「プルート・コンサルティング」といいます。）を本特別委員会独自の第三者算定機関に選定しました。

本特別委員会は、2025年7月14日から2025年8月28日までの間に合計10回開催されたほか、各会日間においても必要に応じ都度電子メール等を通じて報告・情報共有等を行う等して、本諮問事項の検討を行いました。具体的には、(i)マッコーリーに対するマッコーリー提案の目的・背景、マッコー

リー提案に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の取引条件及び前提条件並びに本公開買付け後の当社の経営方針等に関する事項についての書面による質疑、(ii)当社に対するマッコーリーとの協議・交渉状況に関するヒアリング、(iii)本株主3社に対するマッコーリー提案に応じるか否かの意向等についての書面による質疑、(iv)当社に対する事業計画の策定経緯・内容等に関する事項のヒアリング、(v)プルータス・コンサルティングに対する株式価値算定方法・内容等に関する事項のヒアリング、及び(vi)その他合理的に必要又は適当と考えた書類等の精査・検討等を行いました。

本特別委員会は、以上の経緯で、上記のとおり本諮問事項について慎重に協議を重ねた結果、2025年8月28日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下を内容とする答申書を提出しております。

(I) 答申内容

(A) 本諮問事項①に関する意見

マッコーリー提案は、少なくともその実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しない。

(B) 本諮問事項②に関する意見

本端数処理交付見込額は合理的である。

(II) 答申理由

(A) 本諮問事項①について

(ア) マッコーリー提案の概要

ア マッコーリー提案の背景・趣旨

- マッコーリーは、Macquarie Asset Management（マッコーリーと総称して、以下「マッコーリーグループ」という。）によりマネージされているファンドの子会社であるところ、マッコーリーグループは、パブリック・マーケットとプライベート・マーケットのいずれも投資対象としたグローバルな資産運用会社であり、クライアント、ポートフォリオ企業、そして地域社会にとってポジティブな成果が創出されることに大変強いフォーカスを有しており、マッコーリーグループは、多様な機関、政府、財団、個人から約9,410億オーストラリアドルの資産の管理を委託されているとのことである。また、マッコーリーグループは特に国際的なインフラファンドマネージャーとして世界中の空港に関する豊富な投資実績を有し、高い評価を得ており、マッコーリーグループは、当社とその事業内容において類似性を持つ企業に対し、長年にわたり長期的かつ安定的で信頼できる支援者としての役割を提供してきたとのことである。
- マッコーリーは、2025年5月27日の日本経済新聞の記事を契機としてマッコーリー提案の検討を開始し、マッコーリーグループのような国際的なインフラ投資家が当社の投資家として参画することにより、①脱炭素関連やその他資金回収に長期間を要する設備投資を十分に機動的に行う体制を整えることが出来る、②中立的で一定の独立性のある事業形態を対外的に示すことが出来る、③日本航空及びANAHDのバランスシートのノンコアビジネスへの使用を最小限に留める手伝いが出来得る、④本株主3社と当社とのスムーズなコミュニケーションの橋渡しになれる、と考え、ソリューションを提供する機会を得ることを目指して、当社へのマッコーリー提案についての書面送付、及び本株主3社への面談要請を行ったが、現時点において本株主3社及びマッコーリー間で、マッコーリー提案に係る協議は実施されていないとのことである。
- マッコーリーは、マッコーリー提案に係る取引の実行後、当社の経営陣・従業員とともに以下の取り組みを実施することで、当社の中長期的な成長に貢献できればと考えているとのことである。

(a) 海外事業の展開を通じた、更なる顧客基盤の強化

当社が海外市場の取り込みを実施する際に、マッコーリーグループの有するグローバルネットワークや空港及び空港関連事業の運営ノウハウを活用することで、当社がより効率的にかつ

安定的に海外市場を取り込むことが可能と考えている。

(b) 脱炭素化のさらなる推進

インフラポートフォリオにおける脱炭素化計画の策定と実施支援する5年間の経験を有するマッコーリーグループは、それらの知見に基づき、新規及び既存のポートフォリオ企業におけるネットゼロ目標の達成の加速に貢献できる。

(c) 中長期的な成長にふさわしい経営方針と経営体制の確立

グローバルで卓越した空港インフラ投資実績を有するインフラファンドであるマッコーリーをパートナーとすることで、今後よりいっそう公共インフラ事業者として成長することが可能であると考えている。

イ 本公開買付けの主要条件

- ・ 本公開買付けの主要条件は、以下のとおりとすることである。
 - (a) 公開買付価格：普通株式1株につき2,015円（以下「マッコーリー提案価格」という。）
 - (b) 買付予定数の上限：なし
 - (c) 買付予定数の下限：発行済み株式総数の議決権の3分の2に相当する株式数（ただし、本株主3社との間の協議により変動する可能性あり）
 - (d) 公開買付期間：30営業日
 - (e) 資金調達の確実性：現在、50億米ドルの資金調達を目標に資金調達中のマッコーリーは、本公開買付けを実施するための十分なコミットメント資金を有している。
 - (f) 撤回条件：適用法で認められている範囲での慣習的な撤回条件
 - (g) 規制当局の承認：私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律に基づき、公正取引委員会に対する届出が必要（外国為替及び外国貿易法に基づく事前届出は不要）
- ・ なお、本公開買付けの開始の条件として、(a)当社のデューデリジェンスを実施すること、(b)当社の特別委員会が当社の取締役会に対して賛同意見を表明することが相当である旨の答申を行っていること、及び当社の取締役会が本公開買付けに賛同していること、(c)デューデリジェンス実施後のマッコーリー投資委員会の最終承認を取得すること、(d)重大な悪影響がないことが挙げられている。

ウ 本公開買付けの前提条件

- ・ マッコーリー提案は、当社の100%買収の提案という形式を採っているものの、必ずしも当社の100%の株式取得や2/3以上の基準に固執していたものではないとのことである。
- ・ もっとも、本特別委員会によるマッコーリーに対する質疑を通じて明らかになった事項として、マッコーリーは、投資のエグジットの柔軟性を維持することを主な目的として、マッコーリーの持分がマジョリティとなるのに必要な株式数の応募を本株主3社から取得することを想定しており、マッコーリー提案は、本株主3社のうち、少なくとも1社からの本公開買付けへの応募を前提としているとのことである。
- ・ また、マッコーリーとしては、マッコーリー提案は、本株主3社の一定割合の応募を前提としており、それが一切叶わないという状況が継続するのであれば、マッコーリー提案の実行は困難と考えざるを得ないと考えているとのことである。
- ・ さらに、マッコーリーとしては、本公開買付け後の当社の資本構成、経営関与及び当社株式の保有方針・売却方針その他のEXIT方針については、本株主3社との協議次第であると考えているとのことである。
- ・ なお、当社は、2025年6月20日付け「Macquarie Asia-Pacific Infrastructure Investments 4 Pte. Ltd.による当社株式の1株2,015円での公開買付け提案の受領のお知らせ」と題するプレスリリースのとおり、2025年6月19日開催の取締役会において、マッコーリー提案を取締役会

として正式に検討を行うことを決議しているものの、当該決議に先立って上記のようなマッコーリーの意向を確認した証跡は見受けられなかった。

エ マッコーリー提案価格の算定根拠

- ・ マッコーリーによれば、マッコーリー提案価格は、①当社の過去の財務実績、②当社の現行中期経営計画（FY22～FY25）及び 2024 年度決算報告に記載された上方修正、③当社の過去の財務状況と資本構成、④日本の航空業界の動向及びグローバル・地域のマクロ経済情勢に関するマッコーリーの見解を背景に、DCFアプローチを採用し、マッコーリーのファン드가求めるリスク調整後利回りで将来のフリー・キャッシュ・フローを割引計算することにより、算出されたとのことである。
- ・ また、マッコーリーによれば、EBITDA 倍率などのバリュエーション指標をベンチマークすることで、この結果をクロスチェックしているとのことである。当社の多様な主要事業セグメントの特性上、直接比較可能な株式は比較的限定されており、マッコーリーは当社の事業に関する DD を行う機会を得ていないため、グローバルな空港と施設管理資産の取引価格又は取引倍率を参考に、これらの多様なバリュエーションアプローチを考慮した上で、当社を適切に評価したと考えているとのことである。

(イ) マッコーリー提案に対する本株主 3 社の意向

本特別委員会は、本株主 3 社が公表した開示資料の内容等を確認するとともに、本株主 3 社に対して、マッコーリー提案に対する本株主 3 社の意向について質疑を行った。それらの内容をまとめると、大要以下のとおりである。

- ・ 日本航空は、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、単元株式数の定める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」と題するプレスリリースにおいて、本定時株主総会に関して、本株主提案を当社に対して行った旨を公表した。
- ・ その後、マッコーリー提案を受けて、日本航空は、2025 年 6 月 23 日付け「Macquarie Asia-Pacific Infrastructure Investments 4 Pte. Ltd. による株式会社エージーピー株式の公開買付け提案に関する当社見解について」と題するプレスリリースにおいて、本公開買付けに応募する予定はない旨、並びに、ANAHD及び日本空港ビルデングから本株主提案に対して賛同する方針に変更はない旨の連絡を受けている旨を公表した。また、ANAHDは、2025 年 6 月 23 日付け「Macquarie Asia-Pacific Infrastructure Investments 4 Pte. Ltd. による 株式会社エージーピー株式の公開買付け提案に関する当社見解について」と題するプレスリリースにおいて、本株主提案に対して賛同する方針に変更はない旨を公表した。
- ・ 本株主 3 社は、本定時株主総会において、本株主提案に賛同する旨の議決権行使を行った。
- ・ 日本航空の 2025 年 7 月 11 日付け「株式会社エージーピーの出資比率の合意に関するお知らせ」と題するプレスリリースによれば、本株主 3 社は、本株式併合による当社株式の非公開化後の本株主 3 社の出資比率に関する合意を締結したとのことである。
- ・ 加えて、本特別委員会から、本株主 3 社に対し、マッコーリー提案の背景・趣旨を説明の上、マッコーリー提案に対する本株主 3 社の意向について質疑を行ったところ、本株主 3 社より、本公開買付けに本株主 3 社の保有する当社株式を応募する意向は無く、本公開買付けに係る取引条件等についてマッコーリーとの協議に応じる意向は無い旨の回答がなされた。

(ウ) 検討

本特別委員会は、上記(ア)及び(イ)の事情等を踏まえ、マッコーリー提案が真摯な買収提案であるか否かについて詳細な検討を実施した。

ア 真摯な買収提案の判断要素

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―」は、取締役会では「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることを基本としつつ、「真摯な買収提案」の内容を「具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案」と定義している。その上で、「真摯な買収提案」の該当性は、取締役会として今後、時間とコストをかけて「真摯な検討」を進めるに値する提案かどうかを判断するための一つの指標であり、検討の当初段階で用いられるだけでなく、検討を進めた後の段階において検討の継続・中止を判断する際にも用いられることを想定しているとされている。

そして、例えば、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもあり得るとされている。

- ① 具体性が合理的に疑われる場合
 - 買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案
- ② 目的の正当性が合理的に疑われる場合
 - 経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案
 - (他の買収者がいる状況において) 買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
 - 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案
- ③ 実現可能性が合理的に疑われる場合
 - 買収資金の裏付けのない買収提案
 - 当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案
 - 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案

イ マッコーリー提案の「真摯な買収提案」の該当性

上記(ア)のとおり、マッコーリー提案においては、本公開買付けに関する公開買付価格・買付予定数・公開買付期間等の主要条件が明示されているとともに、本公開買付け及びその後のスクイーズアウト手続実行後における当社の企業価値向上に向けた施策が一定程度示されており、直ちにその具体性や目的の正当性を疑わせる事情は見受けられない(上記ア①②)。

一方で、マッコーリーによれば、マッコーリーは、マッコーリーの持分がマジョリティとなるのに必要な株式数の応募を本株主3社から取得することを想定しており、本株主3社のうち、少なくとも1社からの本公開買付けへの応募を前提としているところ、本株主3社の一定割合の応募が一切叶わないという状況が継続するのであれば、マッコーリー提案の実行は困難と考えざるを得ないと考えているとのことである。

そのため、マッコーリー提案の実現可能性を評価するには、本株主3社が本公開買付けに応募する(又は少なくとも当該応募に向けた協議に応じる)意向があるか否かが重要なポイントであると考えられるところ、上記(イ)の事情及びマッコーリー提案がなされた2025年6月19日以降、現時点に至るまで、いまだ本株主3社とマッコーリーとの協議が実現していないことに鑑みれば、本株主3社のいずれかが本公開買付けに応募する蓋然性は極めて低いと評価せざるを得ない。

以上のような事情に鑑みれば、マッコーリー提案は、その実行のための前提条件を充足することが困難な提案であり、実現可能性のない提案と評価せざるを得ない(上記ア③)。

なお、マッコーリー提案の実現可能性がないことは、当社監査役3名が2025年6月23日付けで当社取締役に対して発出した通知書においても指摘されているところ、当社が公表した2025年6月25

日付け「日本航空株式会社に対する株主提案の撤回・継続会への賛同の要請並びに同社派遣監査役らによる当社取締役を威嚇する内容の通知に係る事実関係の調査要請」（以下「2025 年 6 月 25 日付けプレスリリース」という。）によれば、当該通知書は 2025 年 6 月 24 日付けで撤回されたと記載されている。

この点について、当社監査役 3 名から事情を聴取したところ、上記撤回は通知書の表現や連名とすることの適否等について当社取締役（当時）から強い指摘と撤回の要請を受けて再提出を検討するためになされたものであって、少なくともマッコーリー提案の実現可能性に関する疑義が解消されたものではないとのことであった。

したがって、2025 年 6 月 25 日付けプレスリリースの内容は、マッコーリー提案の実現可能性がないとの評価を覆すものとはいえない。

（エ）結論

以上のとおり、本特別委員会において慎重に協議及び検討した結果、マッコーリー提案は、少なくともその実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しないと判断するに至った。

（B）本諮問事項②について

本特別委員会においては、本端数処理交付見込額の合理性を検討するに際し、上記（2）に記載の活動に加えて、当社株式の株式価値算定の前提となる 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの 6 期分の事業計画（以下「本事業計画」という。）の合理性を検討し、そのうえで本事業計画をベースとした株式価値算定結果を踏まえて、本端数処理交付見込額が合理的であるか否かを検討することとした。

（ア）本事業計画の合理性

本特別委員会は、当社に対して事業計画の策定経緯・内容等について質疑を行った。それらの内容をまとめると、大要以下のとおりである。

ア 本事業計画策定に係る背景・経緯

- ・ 当社は、岡三証券株式会社（以下「岡三証券」という。）より、2025 年 5 月 22 日付けで当社株式に係る株式価値算定書の提出を受けているところ、当該株式価値算定書は、当社の前経営陣が策定した 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの当社の事業計画（以下「旧事業計画」という。）を基礎としている。
- ・ 旧事業計画のうち、2026 年 3 月期の数値は、当社の中期経営計画（2023 年 3 月期～2026 年 3 月期）の最終年度として、中期経営計画における各種目標値を意識して策定された。
- ・ また、旧事業計画のうち、2027 年 3 月期から 2031 年 3 月期の数値については、本株主提案がなされた以降急遽策定されることになり、本端数処理交付見込額である 1,550 円に対する反対意見の妥当性を示すことを意識して策定された。
- ・ 本諮問事項の検討に際し、以上のような背景を捨象し、当社の実態に即した数値とすることを方針とし、各数値の見直しを行った上で、本事業計画を策定することとした。

イ 本事業計画の前提

本特別委員会における検証を踏まえ、本事業計画においては、大要以下の事項が前提とされた。

（i）2026 年 3 月期の数値の見直し

- （a）本特別委員会における検証を踏まえ、本事業計画においては、旧事業計画にて加算された増収増益の一部に関し、大要以下の修正を行った。

- ・ 旧事業計画では、2025 年 7 月から動力料金の改定を実行する前提で動力供給事業の増収増益が織り込まれていたところ、当該料金の改定について取引先の承諾を得られておらず、

現時点においても改定が実行されていないため、取引先への説明や料金の改定に係る承諾取得に要する期間も考慮し、動力料金の改定時期を後ろ倒しにすることとした。

- ・ 旧事業計画では、動力供給事業について、動力供給率の増加による増収増益が織り込まれていたところ、現状の実態等を踏まえると、旧事業計画において前提とされている動力供給率の増加を前提とすることは困難と判断し、本事業計画においては当該増収増益を削除した。
 - ・ 旧事業計画では、整備保守事業及び施設保守事業における増収増益が織り込まれていたところ、当該増収増益のための具体的な施策はなく、現状の実態等を踏まえ、合理的な根拠のない増収増益と判断し、本事業計画においては当該増収増益を削除した。
 - (b) 旧事業計画においては、物流事業における増収増益が見込まれていたところ、当該増収増益は過去の実績等に照らして合理的な根拠がないと判断し、本事業計画においては当該増収増益を減額した。
 - (c) 上記のほか、本事業計画においては、現状の実態等を踏まえ、旧事業計画において考慮されていた M&A 費用、予備費、償却費、人件費及び整備修繕費の増減調整を行うとともに、成長投資額を一部減額した。
- (ii) 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期の数値の見直し
- (a) 上記(i) (a) のとおり、動力料金の改定時期を後ろ倒しにした。
 - (b) 旧事業計画においては、動力供給率が毎年一定の割合で増加することが前提とされていたが、上記(i) (a) のとおり、現状の実態等を踏まえると、動力供給率の増加を前提とすることは困難と判断したことから、これに伴い、本事業計画においては、2027 年 3 月期以降の動力供給率の増加に伴う増収増益を削除した。
 - (c) 旧事業計画における物流事業の増収増益については、上記(i) (b) の実態を踏まえ、本事業計画においては、当該増収増益を削除した。
 - (d) 旧事業計画においては、GSE 等販売事業の売上が毎年一定の割合で増加することが前提とされていたものの、そのための具体的な施策が現時点で存在しておらず、過年度実績を踏まえると同事業は変動要素の大きいことから、毎年一定の割合で同事業の売上が増加する合理的な根拠はないと判断し、本事業計画においては当該売上増を削除した。
 - (e) 上記以外の増収増益要素（インバウンド旅客数増による供給機会の増加、成田空港の大型投資を踏まえた料金改定、整備保守事業・施設保守事業・セキュリティ保守事業における増収増益）は、本事業計画においても旧事業計画のとおりとした。
 - (f) 上記のほか、本事業計画においては、現状の実態等を踏まえ、旧事業計画において考慮されていた人件費並びに更新投資額及び成長投資額を一部減額した。

ウ 本事業計画の策定主体、作成経緯及び目的

本事業計画は、本株主 3 社と利害関係を有しない役職員として本特別委員会が選定した当社の役職員によって、本諮問事項が本特別委員会に諮問された後に、本諮問事項の検討のために策定されたものであり、本株主 3 社と利害関係を有する役職員がこれに関与した形跡は一切見受けられず、また、旧事業計画における売上・利益を一部減額修正するのみならず、旧事業計画における費用・設備投資についても一部減額修正及び項目の削除を行うなど、現状の実態に即した見直しが実践されているものと認められ、その策定主体、作成経緯及び目的について不合理な点は認められなかった。

エ 本事業計画の期間の設定

本事業計画は、合理的に将来予測が可能であり、かつ、当社の業績の安定を見込むことができる期間として、旧事業計画と同様の期間設定がなされており、本事業計画の期間について不合理な点は認

められなかった。

オ 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、旧事業計画の内容は過度な成長戦略が織り込まれており、必ずしも当社の実態を反映したものとは言い難く、旧事業計画を修正すること及びその修正点について不合理な点は認められないこと、その他本事業計画の策定主体、作成経緯及び目的並びに期間の設定にも不合理な点は認められないことから、本事業計画は合理性を有すると判断するに至った。

(イ) 本端数処理交付見込額の合理性

ア プルータス・コンサルティングによる株式価値算定書の内容

当社が、マッコーリー、本株主3社及び当社から独立した第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングから取得した株式価値算定書によれば、当社株式の1株当たり株式価値は、市場株価法によると1,088円から1,175円、DCF法によると1,188円から1,910円とされているところ、本端数処理交付見込額である1,550円は、市場株価法による算定結果の上限値を上回るとともに、DCF法による算定結果の基準値である1,478円（DCF法による算定の基礎となる割引率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出された当社株式1株当たりの株式価値）を超え、かつ、算定結果のレンジの中央値である1,549円を上回る金額である。

なお、本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから、株式価値算定に用いられた算定方法、評価手法の選択、割引率の算定根拠、重要な前提条件及び株式価値算定書の作成経緯等について説明を受けるとともに、質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

イ 本端数処理交付見込額のプレミアム率

本端数処理交付見込額は、本株主提案の公表日である2025年4月25日を基準日（以下「基準日」という。）として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,113円に対して39.26%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じ。）、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,106円（円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じ。）に対して40.14%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,175円に対して31.91%、同過去6ヶ月間終値単純平均値1,088円に対して42.46%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、類似事例におけるプレミアム水準（注）と比較して、遜色のないプレミアムが付されていると評価することができる。

（注）経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」を公表した2019年6月28日以降2025年6月30日までに公表された、対象会社の議決権を特別関係者とあわせて50%以上保有する株主による非公開化を目的とした公開買付けの成立事例（合計128件）における、公表前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値は、順に39.57%、41.48%、42.77%、41.91%となっている。

また、本端数処理交付見込額は、基準日までの間における当社株式の上場来高値（1,509円、2018年3月15日のザラ場）を上回る水準である。

ウ マッコーリー提案価格との関係

マッコーリー提案は、上記（A）に記載のとおり、実現可能性のない提案と評価せざるを得ないものであるとともに、仮に実現されたとしても当社のデューデリジェンスやマッコーリーの投資委員会における最終承認等が条件とされている以上、本事業計画の内容を踏まえると、マッコーリー提案価格

が維持される蓋然性が高いとは言い難い。また、マッコーリー提案価格は、当社のデューデリジェンスやマッコーリーの投資委員会における最終承認を経ず、公表情報等を参考に独自に算出された当社株式価値を前提としたものであり、当社株式の本源的価値を合理的に示していることを基礎づける事情に乏しいといえる。

以上を踏まえると、本端数処理交付見込額がマッコーリー提案価格を下回っていることのみをもって、直ちに本端数処理交付見込額の合理性が損なわれるものではないと考えられる。

(ウ) 結論

以上のとおり、本特別委員会において慎重に協議及び検討した結果、本端数処理交付見込額は合理的であると判断するに至った。

(III) 公正性を担保するための措置

本特別委員会は、当社取締役会におけるマッコーリー提案の取扱い及び本株式併合の検討等を行うに際し、以下の公正性を担保するための措置を確認した。

(A) 特別委員会に対する諮問

上記(1)のとおり、当社は、日本航空から、当社株式の非公開化に関する書面による意向表明を受け、当該提案について検討するための体制として、2025年2月25日に、旧特別委員を構成員とする特別委員会を設置した。その後、当社は、本定時株主総会において本株式併合に係る議案が承認可決されるとともに、旧特別委員の取締役選任議案はいずれも否決され、新たな社外取締役が選任されたことから、当社取締役会は、2025年6月26日に、特別委員会の構成員を、山上俊夫(当社社外取締役)、原田昌平(当社社外取締役)及び荒金隆(当社社外取締役)に変更する旨を決議し、2025年7月14日に、本特別委員会に本諮問事項を諮問した。

本諮問事項の諮問に際して、当社取締役会は、マッコーリー提案及び本端数処理に関する取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行う旨を併せて決議している。

なお、本特別委員会の委員の報酬については、時間単位の報酬となっており、成功報酬は採用していない。

また、当社は、2025年6月26日の委員の変更後、本特別委員会の委員を変更した事実はない。

(B) 特別委員会における独立した法律事務所からの助言の取得

本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、その公正性を担保するために、マッコーリー、本株主3社及び当社から独立した独自のリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選定し、TMI総合法律事務所から本諮問事項の検討方法等に関する助言を含む法的助言を受けている。

なお、TMI総合法律事務所は、マッコーリー、本株主3社及び当社の関連当事者には該当せず、マッコーリー提案や本株式併合に関して重要な利害関係を有していない。

また、TMI総合法律事務所の報酬は、マッコーリー提案や本株式併合の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、マッコーリー提案や本株式併合の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていない。

(C) 本諮問事項に係る検討過程における特別利害関係人の不関与

本特別委員会における本諮問事項の検討に際して、マッコーリー提案や本株式併合に特別な利害関係を有する者が、当社においてマッコーリー提案の取扱いや本端数処理交付見込額の検討に関与した役職員に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

④ 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(a) 算定機関の名称並びに当社及び大株主 3 社との関係

本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、その公正性を担保するために、マッコーリー、大株主 3 社及び当社から独立した独自の第三者算定機関としてプルータス・コンサルティングを選定し、プルータス・コンサルティングに対し、当社株式の価値算定を依頼し、2025 年 8 月 28 日付で、株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（プルータス）」といいます。）を取得いたしました。

プルータス・コンサルティングは、マッコーリー、大株主 3 社及び当社の関連当事者には該当せず、マッコーリー提案や本株式併合に関して重要な利害関係を有しておりません。本特別委員会は、プルータス・コンサルティングの独立性及び専門性・実績等を確認の上、プルータス・コンサルティングを独自の第三者算定機関として選任しております。また、プルータス・コンサルティングの報酬は、マッコーリー提案や本株式併合の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、マッコーリー提案や本株式併合の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

(b) 算定の概要

プルータス・コンサルティングは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討した上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社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、また、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するために DCF 法を算定手法として用いて当社の株式価値の算定を行いました。本株式価値算定書（プルータス）において、算定された当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法 : 1,088 円～1,113 円

DCF 法 : 1,188 円～1,910 円

市場株価法では、当社株式の市場株価が 2025 年 4 月 25 日の立会時間終了後に日本航空が公表した 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」による影響を受けていないと考えられる 2025 年 4 月 25 日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値 1,113 円、直近 1 ヶ月間の終値単純平均値 1,106 円、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値 1,175 円及び直近 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,088 円を基に、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 1,088 円から 1,113 円と算定しております。

DCF 法では、当社が作成した 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの 6 期分の本事業計画を基に、本事業計画における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2026 年 3 月期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 1,188 円～1,910 円と算定しております。

割引率については、株主資本コスト及び負債コストに基づく加重平均資本コスト 5.2%～7.6%を適用しており、継続価値は永久成長率法に基づき算定しております。

本事業計画においては、大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれています。具体的には、営業利益について、動力供給事業における増収増益により、2028 年 3 月期においては対 2027 年 3 月期比で大幅な増益（営業利益 822 百万円）を見込んでおります。また、フリー・キャッシュ・フローについては、2027 年 3 月期、2028 年 3 月期及び 2029 年 3 月期において予定している設備投資により、2027 年 3 月期においては対 2026 年 3 月期比で大幅な減少（886 百万円）、2028 年 3 月期においては対 2027 年 3 月期比で大幅な増加（1,275 百万円）、2029 年 3 月期においては対 2028 年 3 月期比で大幅な増加（1,057 百万円）を見込んでおります。本株式併合により実現することが期

待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味しておりません。なお、DCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりです。

(単位：百万円)

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期	2031年 3月期
売上高	11,819	15,518	17,575	17,974	18,392	19,711
営業利益	808	1,284	2,107	2,022	1,951	2,300
EBITDA	1,269	1,950	2,820	2,775	2,733	3,112
フリー・ キャッシュ・フ ロー	△507	△1,366	△91	966	1,083	1,245

本事業計画については、当社の最善の予測と判断に基づき、合理的に作成又は回答され、本事業計画に従って、当社の財務状況が推移することを前提としており、プルータス・コンサルティングは、本事業計画の実現可能性について独自の調査をすることなく、本事業計画及びそれに関連する資料に依拠しております。また、プルータス・コンサルティングは、本株式併合の実行による当社及びその他取引関係者に対する課税関係への影響については考慮しておりません。ただし、プルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回のインタビューを行いその内容を分析及び検討しております。また、当社が作成した本事業計画については、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

- ⑤ 当社の少数株主は、会社法上、株式買取請求権の行使を通じて、本株式併合に係る対価の公正さを争う機会が確保されていること

日本航空によれば、本株主3社以外の当社株主の皆様は、本株式併合の効力発生をもって1株未満の端数となりますが、株式併合による端数となる株式の株主は、会社法上、所定の要件を満たした場合には、当社に対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができ、当該買取価格の決定について当社との間で協議が調わないときには、裁判所に対し、当該買取価格の決定の申立てをすることができるということです。

3. 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(多額の資金の借入)

当社は、2025年3月31日開催の取締役会において、以下のとおり資金の借入を行うことを決議し、株式会社三井住友銀行との特殊当座借越契約に基づき、次のとおり借入を実行いたしました。

- (1) 資金使途 運転資金
- (2) 借入先名称 株式会社三井住友銀行
- (3) 借入金額 1,000 百万円
- (4) 借入金利 基準金利＋スプレッド
- (5) 借入実行日 2025年4月3日
- (6) 担保保証 無

(株主提案の受領及び定時株主総会における株式併合の決議)

2025年4月25日、日本航空より、当社に対し、発行済株式の123万5700株を1株に併合し、非公開

化することを内容とする株主提案が提出されました。

また同日付けで、ANAHD、日本空港ビルデングでは本株主提案に基づき付議される各議案に対して議決権を行使することについて同意する旨の開示をしています。

2025年6月26日開催の本定時株主総会において、本株式併合に係る議案が付議され、承認可決されました。その結果、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て2025年9月29日をもって上場廃止となる予定です。

（剰余金の配当（中間配当）予定の決定）

当社は、2025年8月29日付け「剰余金の配当（中間配当）予定に関するお知らせ」のとおり、同日開催の取締役会において、基準日を2025年9月30日、配当額を当社株式1株当たり20円00銭とする剰余金の配当（中間配当）予定について決議いたしました。詳細につきましては、当該公表内容をご参照ください。

（業績予想の修正）

当社は、2025年8月29日付け「業績予想の修正に関するお知らせ」のとおり、同日開催の取締役会において、2025年5月13日付け「2025年3月期 決算短信〔日本基準〕（連結）」において公表した2026年3月期の通期連結業績予想を修正することを決議いたしました。詳細につきましては、当該公表内容をご参照ください。

以上