



2025 年 8 月 29 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 山崎 有浩
(コード番号：9377 東証スタンダード市場)
問合せ先 執行役員 次田 光希
T E L . 0 3 - 3 7 4 7 - 1 6 3 1

Macquarie Asia-Pacific Infrastructure Investments 4 Pte. Ltd. による

当社株式に対する公開買付け提案の検討の中止及び

株式併合により生じる端数株式の買取価格に関するお知らせ

株式会社エージーピー（以下「当社」といいます。）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」においてお知らせしたとおり、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、デューデリジェンスの実施、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（以下「マッコーリー提案書」といい、当該マッコーリー提案書に記載された提案を「マッコーリー提案」といいます。）を受領し、2025 年 6 月 19 日開催の取締役会において、マッコーリー提案について取締役会として正式に検討を行うことを決議しておりました。

また、当社が 2025 年 6 月 26 日付け「株式併合及び定款の一部変更に係る議案を含む第 60 回定時株主総会における決議結果に関するお知らせ」においてお知らせしたとおり、2025 年 6 月 26 日開催の当社第 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、日本航空株式会社（以下「JAL」といいます。）から、当社の株主を、JAL、日本空港ビルディング株式会社（以下「JAT」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、JAL、JAT 及び ANAHD を総称して「大株主 3 社」といいます。）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」といいます。）に係る議案の株主提案（以下「本株主提案」といいます。）がなされ、当該議案が承認可決されました。本株式併合により、2025 年 10 月 1 日（本株式併合の効力発生日）以後、大株主 3 社以外の当社株主の皆様の保有する当社株式の数は、1 株未満の端数となる予定です。

本株主提案によれば、本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数については、会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下同じです。）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（以下「本端数処理」といいます。）を予定しており、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保有する当社株式の数（以下「基準株式数」といいます。）に 1,550 円（以下「本端数処理価格」といいます。）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とされております。

今般、当社は、当社の社外取締役で構成される特別委員会（当該特別委員会の構成等については下記「（１）当社における特別委員会への諮問」をご参照ください。）からマッコーリー提案の取扱い及び本端数処理価格に関する答申書（以下「本答申書」といいます。）を受領し、本答申書の内容を踏まえ、2025 年 8 月 29 日開催の取締役会において慎重に検討した結果、マッコーリー提案に関する当社における検討を中止すること、及び、本株式併合の効力が発生し、裁判所の許可が得られた場合には、基準株式数に本端数処理価格（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で、本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数を買い取することを決議（以下「本取締役会決議」といいます。）いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。その他本株式併合に関する詳細については、本定時株主総会の招集ご通知をご参照ください。

また、当社は、2025 年 8 月 29 日開催の取締役会において、本取締役会決議と併せて、2026 年 3 月期の中間配当を 1 株当たり 20 円 00 銭とすることを決議しております。詳細については、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」をご参照ください。

記

1. 本取締役会決議に至った背景及び経緯

（１）当社における特別委員会への諮問

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、JAL 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、マッコーリー提案の取扱い及び本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本端数処理については、本端数処理価格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)大株主 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。

（2）特別委員会における検討

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、株式会社ブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス・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て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)大株主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。

(3) 特別委員会の答申

本特別委員会は、以上の経緯で本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年8月28日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しました。

(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

本端数処理価格は合理的である。

(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、③JAL 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大株主 3 社と当社の間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、及び大株主 3 社への面談要請を行ったが、現時点において大株主 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、以下のとおりとのことである。
 - (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、大株主 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大株主 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、大株主 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、大株主 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、大株主 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大株主3社の意向

本特別委員会は、大株主3社が公表した開示資料の内容等を確認するとともに、大株主3社に対して、マッコーリー提案に対する大株主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。

- ・ JAL 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、JAL 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 JAT 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。

- ・ 大株主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。
- ・ JAL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、大株主3社は、本株式併合による当社株式の非公開化後の大株主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、大株主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大株主3社の意向について質疑を行ったところ、大株主3社より、本公開買付けに大株主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け価格・買付予定数・公開買付け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大株主3社から取得することを想定しており、大株主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、大株主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、大株主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、いまだ大株主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、大株主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、本端数処理価格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、本端数処理価格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、本端数処理価格である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同じとした。
- (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、大株主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、大株主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) 本端数処理価格の合理性

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、大株主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（以下「本株式価値算定書」という。）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、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」という。）によると1,188円から1,910円とされているところ、本端数処理価格である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 本端数処理価格のプレミアム率

本端数処理価格は、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、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」という。）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、本端数処理価格は、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がたい。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、本端数処理価格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、直ちに本端数処理価格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、本端数処理価格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、JAL 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、大株主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、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価格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) 本取締役会決議

当社取締役会は、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、マッコーリー提案の取扱い及び本端数処理について、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社取締役会は、①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、②本端数処理価格（1,550 円）は、当社の株式価値に照らして公正な価格であると判断し、2025 年 8 月 29 日開催の当社取締役会において、①マッコーリー提案に関する当社における検討を中止すること、及び、②本株式併合の効力が発生し、裁判所の許可が得られた場合には、基準株式数に本端数処理価格（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で、本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数を買取ることを決議いたしました。

なお、当社取締役のうち、山崎有浩氏及び平岡正明氏は、大株主3社の出身者であること、また、当社監査役のうち、岩本慎哉氏、徳武大介氏及び森本浩平氏は、大株主3社又はその子会社の役職員を兼任していることから、当社取締役会と一般株主の間の利益相反を回避し、取締役会の意思決定の公正性を担保する観点から、上記取締役会における審議及び決議には参加しておりません。

2. マッコーリー提案の取扱い及び本端数処理価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、マッコーリー提案の取扱い及び本端数処理の公正性を担保するための措置

当社は、大株主3社が合計で当社の議決権の過半数を有することを踏まえ、マッコーリー提案の取扱い及び本端数処理を含む本株式併合の公正性を担保するとともに、マッコーリー提案の取扱い及び本端数処理に関する意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避すべく、以下の措置を講じております。

(1) 当社における特別委員会からの答申書の取得

上記「1. 本取締役会決議に至った背景及び経緯」の「(1) 当社における特別委員会への諮問」から「(3) 特別委員会の答申」までをご参照ください。

(2) 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

① 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ブルータス・コンサルティングを選定し、ブルータス・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、本株式価値算定書を取得いたしました。

ブルータス・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、ブルータス・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、ブルータス・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、ブルータス・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。

② 算定の概要

ブルータス・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 JAL 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。

(3) 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、大株主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おります。

TMI 総合法律事務所は、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、TMI 総合法律事務所の独立性及び専門性・実績等を確認の上、TMI 総合法律事務所を独自のリーガル・アドバイザーとして選任しております。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おりません。

(4) 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本端数処理について、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社取締役会は、①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、②本端数処理価格(1,550円)は、当社の株式価値に照らして公正な価格であると判断し、2025年8月29日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社の取締役である山崎有浩氏及び平岡正明氏を除いた取締役3名)の全員一致で、①マッコーリー提案に関する当社における検討を中止すること、及び、②本株式併合の効力が発生し、裁判所の許可が得られた場合には、基準株式数に本端数処理価格(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で、本株式併合の結果生じる1株未満の端数を買収することを決

議いたしました。また、上記取締役会においては、審議に参加した当社の監査役全員（当社の監査役である岩本慎哉氏、徳武大介氏及び森本浩平氏を除いた監査役1名）が上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社取締役のうち、山崎有浩氏及び平岡正明氏は、大株主3社の出身者であること、また、当社監査役のうち、岩本慎哉氏、徳武大介氏及び森本浩平氏は、大株主3社又はその子会社の役職員を兼任していることから、当社取締役会と一般株主の間の利益相反を回避し、取締役会の意思決定の公正性を担保する観点から、上記取締役会における審議及び決議には参加しておりません。

3. 今後の見通し

本株式併合の効力発生日は、2025年10月1日とされており、当社株式は2025年9月29日をもって当社株式は上場廃止となる予定です。

以上