

「脱請負」を掲げ、建設業の枠を超える 「総合インフラサービス企業」を目指す

インフロニア・ホールディングス (5076・東証プライム)

インフロニア・ホールディングスは、ゼネコンの前田建設や道路舗装事業の前田道路、建設・産業機械事業の前田製作所の親会社として、共同株式移転により2021年に設立された。従来の建設業である「請負」型に対して、インフラ運営事業や再生可能エネルギー事業において企画・開発・投資や運営・維持管理といった「脱請負」型の事業展開を強化し、「総合インフラサービス企業」を目指している。



岐部 一誠 氏

Kazunari Kibe

同社取締役

代表執行役社長 兼 CEO

● INTERVIEWER

菊地 稔 (当社代表取締役社長)

「請負」と「脱請負」を両輪として 「総合インフラサービス企業」を目指す

御社は2011年、ホールディングス設立前の前田建設で「脱請負」を宣言され、「請負」である建設業と「脱請負」であるインフラ運営事業による「総合インフラサービス企業」を目指す掲げておられます。本日は御事業の概況や成長戦略についてお聞かせください。

—まずは、インフロニア・ホールディングス設立までの沿革をお聞かせください。

岐部 元々、前田建設、前田道路、前田製作所の3社は建設業やその関連事業として、物づくりに邁進している会社でした。2011年に「脱請負」宣言をしましたが、それは日本の人口や税収が減少する中で、単に物を作るだけではどこかで頭打ちになるだろうと考えたためです。そこで、事業の上流（開発や企画・投資）から下流（運営や維持管理）まで、インフラに関わる全てを網羅した方が、ビジネスの発展性が大きく、日本の社会課題の解決にも合致するのではないかと考えました。事業領域を広げるために、M&Aも積極活用し、様々な会社が参画しやすいようにホールディングス体制へと移行しました。同時に機関設計を指名委員会等設置会社としガバナンスの強化を図りました。

—「脱請負」のビジネスモデルについても教えてください。

岐部 建設業は、発注者から工事を受注した事業者が工事を完成させてその対価を得る「請負」

のビジネスモデルです。それに対して「脱請負」とは、プロジェクトを自分たちで開発し、投資をして、工事も我々が施工したほうが安くなるならやりますが、運営と配当による収益をメインとし、ある程度の収益見通しが立ったらファンド等に売却し、資金を次の投資へ回していくことも視野に入れるというビジネスモデルです。具体的には、PPP/PFIやコンセッション*により空港や上下水道、有料道路のような社会インフラの運営権を取得し、運営・維持管理を行う事業です。建設も含め一貫通貫で手掛けるBT+コンセッションという方式もあります。再生可能エネルギー（以下、再エネ）では事業開発から運営・売却までを手掛けます。請負と脱請負は当社の両輪であり今後も工事はやりますが、「脱請負」というネーミングには「事業主としてもインフラ事業に関わり、工事しかやらないという請負思考・体質から脱する」という意味が込められています。

* PPP (Public Private Partnership) とは、公共施設等の建設、維持管理、運営等を行政と民間が連携して行うことにより、民間の創意工夫などを活用し、財政資金の効率的な使用や行政の効率化等を図るもの。

PFI (Private Finance Initiative) とは、公共施設等の建設、維持管理、運営等を民間の資金、経営能力及び技術的能力を活用して行う手法。

コンセッションとは、民間事業者が公共施設等の運営権を得て行うPFIの一種で、民間事業者が長期的に安定して公共施設等の運営・維持管理を行うことが可能となり、より民間の創意工夫を発揮しやすくなる。

—その着想はどこから得られたのでしょうか。

岐部 私は、IR（投資家向け広報）を担当していた2000年前後に、欧米の様々な都市で建設業の方や政府関係者などを訪ね、建設業界の

■連結業績推移 (IFRS)

決算期	売上高		事業利益		営業利益		当期利益		EPS (円)	配当金 (円)
	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)		
2024/3	793,264	11%	51,461	11%	51,060	15%	32,571	▲3%	130.5	60.0
2025/3	847,548	7%	48,539	▲6%	47,148	▲8%	32,416	▲0%	124.2	60.0
2026/3(予)	1,130,000	33%	77,300	59%	69,600	48%	60,000	85%	227.2	92.0
2027/3(予)	1,400,000	24%	80,000	3%	80,000	15%	55,200	▲8%	208.2	92.0

注：事業利益は売上高から売上原価並びに販管費を控除し、持分法投資損益を加えた経常的な利益指標。

予想EPSは種類株式による優先配当を除いた当期利益から、自己株式を除く発行済株式数で算出（潜在株式考慮前）。

当期利益は親会社株主に帰属する当期利益。

予想は丸三証券調査部

ビジネスモデルについて話を聞くようにしていただきました。すでにヨーロッパの先進的な建設会社では、我々の言う「脱請負」分野である「建設サービス」へと舵を切っていました。フランス企業のVINCI等が代表例です。当時、EU域内で自由に人や物が移動できるようになる中、労働単価や物価が低い国から入札に参加されるとコスト面で太刀打ちできないため、「モノをつくるだけでは発展性が無く、衰退してしまう」という強い危機感があったのです。私は、人口減少等を背景とする建設業界の縮小懸念から、日本でもいずれこのようなマーケットができる、あるいは自分たちで作っていくべきではないかと考えたのです。

——そこから2011年の「脱請負」宣言まで準備

をされてきたのですね。

岐部 「脱請負」宣言をしたのは2011年1月、前田建設の小原社長（当時）による年頭の挨拶でした。当時、政府では関連法整備に向けた準備が進められていました。2011年3月にPFI法改正が閣議決定されたのですが、法改正がなされることを見越し、我々は他社に先立って「脱請負」に取り組むことを社内外に宣言したのです。社内の反発もありましたが、前田建設にはチャレンジ精神を尊び、変化を厭わない社風があり、それが変革を進められた要因の一つです。その後、2015年には日本初のコンセッション案件である仙台空港、2016年には愛知県有料道路のコンセッションも獲得しました。

「請負」である建設事業は今後も強化していきますが、それだけでは成長余地が限定的です。自ら事業を生み出し、建設後の運営・維持管理を手掛ける「脱請負」は、事業リスクを負う一方で高い収益性も期待できます。「請負」と「脱請負」を両輪として成長させ、日本初の「総合インフラサービス企業」を目指しています。

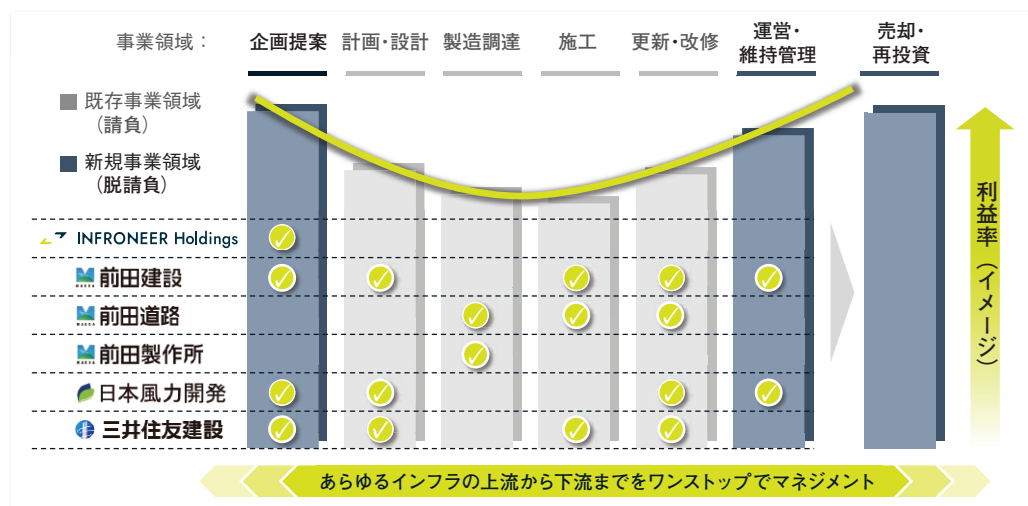
■PPP/PFIの概念図



■インフロニア・ホールディングスの目指すビジネスモデル

国内初の『総合インフラサービス企業』

グループ各社の機能・エンジニアリング力を活用して
インフラ事業の上流から下流まで一貫通貫で担い、高い利益率の実現を目指す



画像提供：インフロニア・ホールディングス

長い時間をかけて 「脱請負」の体制を構築してきた

—「脱請負」には建設業とは異なるノウハウが必要かと思いますが、どのようにそのノウハウを獲得されたのですか。

岐部 建設業で培ってきたノウハウが起点ではありますが、長期的な運営を担うためにはファイナンス（金融）とリーガル（法務）のノウハウが必要です。当然ながら、我々も自分たちで学んではおりましたが、大きな学びとなったのは、オーストラリアのマッコリーキャピタルと2014年に合弁会社を設立した経験です。彼らは世界で最もインフラに投資をしている投資銀行でしたので、ファイナンスの知識や銀行との交渉の仕方、ノンリコースのプロジェクトファイナンス等の手法を学びました。DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）に近い手法ですが、当時の国内建設会社でDCFを使いこなす人は少なかったです。

また、特に参考になったのが契約に対するリスクマネジメントとアセスメント（評価）です。投資を行う投資委員会とリスク管理を担うリスク委員会のバランスが秀逸で、総合商社でもあれ程の緊張感を持って経営をしているところは少ないと思いました。投資委員会とリスク委員会は、よくアクセル役とブレーキ役に例えられますが、私はリスク委員会がガードレールを作ってくれていると感じました。リスク委員会は一見ブレーキ役に見えますが、彼らが示すガードレールまでは全力でアクセル（投資）を踏んでいいということだと理解したのです。

—現在ではどのような投資ルールや組織体制を構築されているのですか。

岐部 投資ルールについては一律の基準があるわけではありません。これはプロジェクトごとでリスクやレバレッジのかけ方等が異なるからです。大事なものは契約における責任分担です。

例えば、愛知県の有料道路コンセッションに関しては、「パンデミックや原発の事故など、不可抗力によって通行止めとなった際の負担は愛知県が負う」という条項を契約に入れることができました。逆に、空港のコンセッションでは、パンデミックが起こった際の損失リスク等を国や自治体が負うことはなかなか認めてもらえません。このような契約が結べるかどうかで事業価値が変わり、事業への投資額や国・自治体へ支払う運営権対価も変わります。そのため一律の基準やKPIを示すことは難しく、プロジェクトごとに緻密なシミュレーションを行っています。先程のリスク管理の話にも繋がりますが、日本では曖昧な契約を結び、不測の事態が起こった際は紳士協定で対処するというケースが多いと思います。日本の良い所ではありますが、コンセッションのように20年や30年などの長期契約の場合、発注者や当社も担当者が代わります。工事だけなら施工は長くても6、



当社代表取締役社長 菊地 稔

7年ですので、問題になりにくいですが、数十年にも及ぶ事業ではきちんとした契約を結ぶことが肝要です。

組織体制については、社長直轄の投資委員会があり、ホールディングス取締役と執行役が参加します。なお、現在当社の取締役は、私以外は全て社外取締役です。製造業で経営者を務められてきた方や外資系金融業で活躍された方など、強力なメンバーが揃っており、この委員会を納得させる説明ができないと投資は実行されません。実務を担う社員については、建築や土木、財務などの経験者に加え、他業種からの中途採用者も多くいます。例えば水道事業に詳しい人やアリーナの運営経験がある人など様々で、スーパーゼネコンから転職してきた人もいます。2011年の「脱請負」宣言時は5、6人で始まった部署ですが、現在は130人程度にまで増え、その内4割程度が中途採用です。人数が全てではないですが、色々な知見を持つ社員がいます。

——当初から明確な目的があったからこそ時間をかけてここまでの組織を作ってきたのですね。

岐部 その通りです。最初の頃は欧州の先進企

業に何度も通い、粘り強くアプローチして議論を重ねることで事業戦略を構想してきました。

——競合についてはいかがでしょうか。

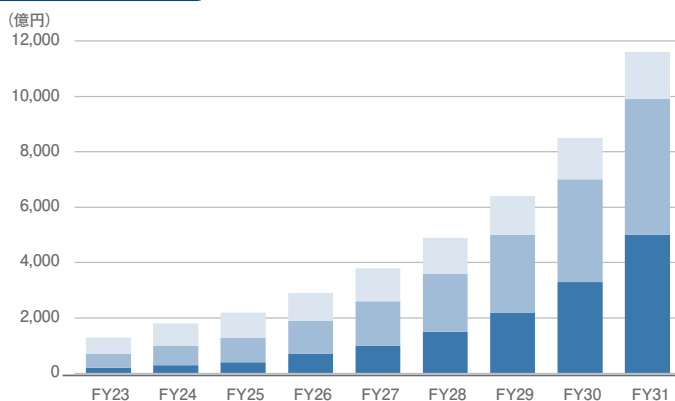
岐部 「脱請負」を掲げるゼネコンはいませんが、水道や道路、アリーナ等のコンセッションの入札ではそれぞれの分野で総合商社やデベロッパー、投資銀行等の金融機関に加え、VINCIの様な外資系企業もいます。ただし、1社単独で入札することは少なく、大抵はコンソーシアムを組むため、当社の能力だけで競争するわけではありません。

——昨今、インフラ老朽化が深刻な社会課題ですが、PPP/PFIの動向をお聞かせください。

岐部 日本の単年度会計は、水道や道路のような長期のライフサイクルコストを考慮する必要があるコンセッションは適合しにくい手法です。ただし、高市総理は複数年度会計へと舵を切ろうとしており期待しているところではあります。自治体ごとに変化のスピード感に差がありますが、財政が厳しい自治体等ではインフラを維持するために、民間資本を活用するPPP/PFIに舵を切らざるを得ないと思います。基本的に欧州と比べると日本の方が行政の管理能力が高く、「民間企業に任せた方がサービスは良

■インフラ運営3分野の売上規模見通し

3分野の売上市場規模



※1 国土交通省「令和5年度インフラメンテナンスにおける実態調査」を基に当社推計(導入実績がある自治体の割合を推計し、当社推計の売上規模を乗算)

※2 指標連動方式: 官民で合意した性能指標を民間事業者が達成した場合のインセンティブを設定し、その達成方法を民間に委ねることで性能発注を徹底する方式

※3 内閣府「PPP/PFIアクションプラン(令和6年改定版)」を基に当社推計(内閣府がアクションプランで公表している件数実績と事業案件数ターゲットに当社推計の分野別売上規模を乗算)

道路※1

インフラの老朽化により市場拡大
指標連動方式※2により民間ノウハウを最大限に活用

スタジアム/アリーナ※3

地方創生に繋がる導入の加速
FY24時点新設・建替計画: 約100件
内閣府目標: FY31 40件

ウォーターPPP※3

自治体への補助金交付の要件化
内閣府目標: FY26 14件→FY31 225件

画像提供: インフロニア・ホールディングス

くなる」とはなりにくいですが。ただし、真の課題はコスト構造であり、ブラックボックス化しているため、高コストの体質から効率化が進まない状況にあり、そのコストは税金負担になります。水道では、人口減に加えて節水技術の向上により水道の使用量が減少しています。それにもかかわらず、行政はコストを下げるための取り組みが進まず、料金を上げる方向に動いています。私たちはコストを下げ、料金の上げ幅を抑える施策を実現しています。

一方、アリーナ等の案件は、水道や道路とは文脈が異なります。スポーツやエンタメは成長産業ですが、老朽化などもあり需要の受け皿となるアリーナが不足しています。東京や大阪でないと大型イベントをしても集客できないという時代ではなく、地方でも集客できるコンテンツはあります。さらに配信権収入や物販で収益を伸ばすこともできます。そのためアリーナは、地方の活性化や自治体に集客力を持たせるといった観点から案件が拡大しています。

再エネ事業は「脱請負」のもう一つの柱

—御社は M&A にも積極的です。2024 年に日

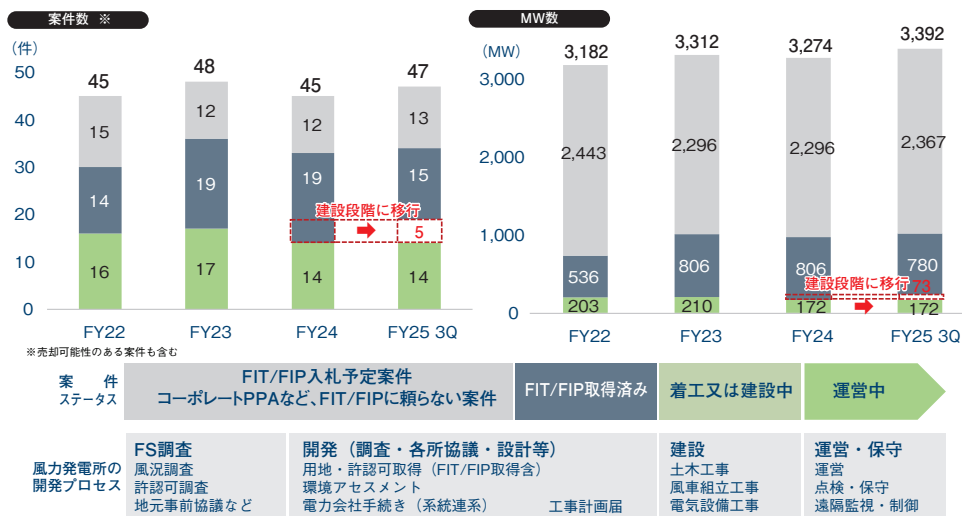
本風力開発を子会社化されていますが、その狙いをご解説頂けますか。

岐部 日本のエネルギーミックス目標では、2040 年度に再エネの電源構成を 4～5 割程度にまで引き上げる予定です。しかし、2023 年度時点では 23%にとどまります。再エネの核となる発電方式は太陽光やバイオマス、風力等です。太陽光発電はかなり増えてきましたが、風力発電は遅れています。洋上風力は期待されていましたが、採算確保が難しく、現実的には陸上風力が必須です。日本風力開発は国内トップクラスの風力発電開発実績を有しています。前田建設も風力発電所の設計・施工を手掛けてきたため、日本風力開発の子会社化により風力発電所の開発から設計・施工、維持管理までの一貫通貫体制を構築できました。買取時点では風力発電の案件が開発中を含めて 3 ギガワット以上あり、その中から確実性の高い 1 ギガワット程度にバリュエーションを付けて買収しました。

—足元は費用が先行していますが、収益化の見通しはいかがでしょうか。

岐部 着実に開発・工事を進めており、運転開始のピークが 2030 年頃の予定です。長期的な

■日本風力開発の運営中及び開発中案件の推移



画像提供：インフロニア・ホールディングス

目線で経営しており、まだ費用が先行していますが、為替の推移や風車の輸送コストの動向は買取当時の想定内で、売電が始まれば十分な収益貢献が期待できます。

三井住友建設の早期利益回復を狙う

——2025 年にも三井住友建設を子会社化されました。

岐部 三井住友建設は、エンジニアリング力を強化するために買収しました。「脱請負」領域が成長すれば、必ず大型工事を伴うと当初から想定していたためです。アリーナをはじめ数百億円規模の大型工事が順調に獲得できていますが、この全てを前田建設だけで担うには限界があります。そこで、技術研究所を有し、高度な建築・土木設計の能力を持ち、大型工事の実績がある建設会社を狙っていました。そのような条件で当社が買収ターゲットとできる会社は限られます。三井住友建設は橋梁の施工技術において日本トップクラスであり、将来の道路コンセッション等の獲得を見据えた際、彼らの橋梁技術は不可欠です。さらに超高層マンションの建築で短工期を実現する技術があり、豊富な

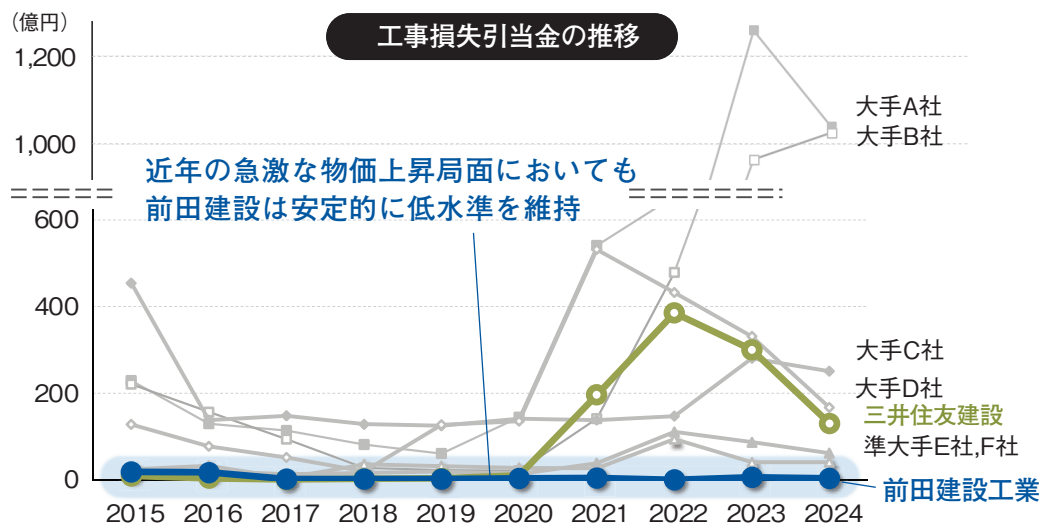
実績を有しています。また、海外においても ODA の土木工事や日系企業の工場建設工事等で実績が豊富です。特にインドでは日系ゼネコンで建設実績のトップシェアを誇っています。こうした実績は当社が海外展開する上で非常に魅力的です。今後は海外でのコンセッションも視野に入れていきます。

——三井住友建設は不採算工事で苦戦されてきましたが、今後の収益回復戦略についてどのようにお考えですか。

岐部 現在 PMI を進めているところですが、課題は技術ではなく、受注プロセスの「ガバナンス」にあると考えています。工事採算を改善する方法は、「不採算の受注を排除すること」と「生産性を上げること」の2つしかありません。生産性を上げるために、デジタル技術の活用を進めていますが、建設現場には多数の協力会社がありますので、1社だけ突出してデジタル化を進めることは難しいです。そのため、まずは不採算案件をいかに無くすかが肝要です。

前田建設は 2008/3 期に 458 億円もの最終赤字を計上しました。その主因は赤字受注であり、特に海外土木工事と国内民間建築工事に赤字案件が集中していました。そこで、海外では

■ゼネコンの工事損失引当金推移比較



画像提供：インフロンIA・ホールディングス

単なる請負の工事には入札せず、国内民間建築工事では受注前の審査を厳格化し赤字工事を取らない方針を徹底しました。2015年頃には全社で徹底することができたので、直近の約10年では工事損失引当金の計上はほぼゼロとなりました。これが実現できているゼネコンはそうはありません。まずは売上至上主義をやめ、契約締結における口約束のような慣行の見直し等の意識改革から進めていくことが大切です。前田建設が紆余曲折を経て実現したことを、三井住友建設では直線的に実行できると思います。三井住友建設の受注時採算は既に改善傾向にあり、25/3期連結営業利益は76億円でしたが、26/3期計画では営業利益143億円へと回復を見込んでいます。さらに収益改善を進め、中期経営計画最終年度である28/3期は当社全体の事業利益1,000億円を目標としており、その内、200億円以上が三井住友建設となる計画です。

——「総合インフラサービス企業」を目指す上で、まだ足りないピースはありますか。

岐部 再エネやコンセッションの企画・開発にかけるリソースを増やしたいと考えています。さらにオペレーション（運営）能力も補強したいと思っています。日本でインフラのオペレーションにまで踏み込み、経営している企業は少なく、海外企業のノウハウを取得する必要があるかもしれません。様々な選択肢がありますが、

M&A や出資は「特急券」のようなものです。

——業界全体の人手不足の影響はいかがですか。

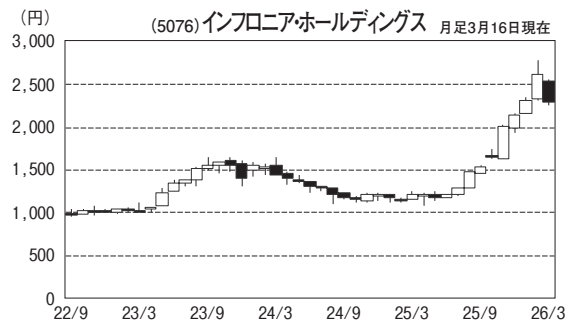
岐部 人手不足の状況のなかでどう経営するかが大事です。むしろ人手不足の方が利益は出しやすいですし、生産性を上げるための知恵も生まれます。そもそも日本の建設コストは欧米と比べるとまだまだ安いのです。そして、重要なのは、もっと職員や作業員の待遇を改善していくことだと思います。

——最後に株主や投資家の皆様にメッセージをお願いします。

岐部 当社のビジネスモデルや目指す姿、成長余地がありながら競合が少ないという現状を十分に伝えきれていないと感じています。今後もIR活動を積極的に行っていきますので、我々の成長を見て頂けると幸いです。

——今日は貴重なお話を頂き、誠にありがとうございます。

（対談日：2月25日 河内）



《短評》

建設業界では、売上至上主義が主流の中、赤字受注も散見されたが、昨今では資材費や労務費の上昇を価格転嫁する傾向が見られ、業界全体で収益性が向上している。一方、前田建設は他社に先駆けて工事採算確保に取り組み、その徹底ぶりは突出しており、高いガバナンスレベルが垣間見える。

岐部社長はさらに先を見据え、「脱請負」に挑戦している。「脱請負」の本質は、自ら事業を創

出し、適正範囲で事業のリスクを負いつつリターンを最大化することにある。欧州で学んだ頃から現在までの20年超で着実に進化させてきた組織体制について、対談を通じて理解を深め得た。

日本のインフラ老朽化は深刻な社会問題となっており、「請負」と「脱請負」を両輪とする取り組みは飛躍のチャンスとなろう。日本の建設業界で異彩を放つ同社の今後の躍進に注目している。