

[岐ベログ]

インフロニア・ホールディングス
取締役 代表執行役社長 岐部一誠

第 14 回

バリュエーション（価値評価）の裏側にある思想

ステークホルダーのみなさま、インフロニア・ホールディングス社長の岐部一誠です。いつも「岐ベログ」をご覧いただき、誠にありがとうございます。

みなさまもご存じの通り、東京五輪のメイン会場として使用された国立競技場の民間事業化プロジェクトにおいて、NTTドコモを代表企業とする企業コンソーシアム「国立競技場×Social Well-being グループ」が優先交渉権を獲得しました。このコンソーシアムには、インフロニアグループの前田建設も主要な構成企業として名を連ねています。

国立競技場の効率的な運営や収益拡大を図るため、日本スポーツ振興センター（JSC）は、30年間にわたる施設の運営権を民間企業に売却するコンセッション方式を採用しました。その運営事業者として、先の企業コンソーシアムが優先交渉権を獲得したという話です。今後、2025年4月からの運営に向け、実施契約の締結を進めていくことになります。

国立競技場コンセッションで出した金額

実は、今回のコンセッションでは、私たちのグループが提案した運営権対価がちょっとした話題になりました。私たちが提示した30年の運営権対価は消費税込みで528億円。国立競技場の運営に対して、年17億6,000万円の対価を30年にわたって払うという提案でした。「この金額が高すぎるのではないか？」という声の一部が浮上したのです。

確かに、国は国立競技場の運営権を売却した後も、年10億円を上限に、運営費を公費で負担する方針でした。言い換えれば、国が公費で負担しなければならないような、赤字の施設だということです。

それに対して、私たちの提案は逆に年 17 億円あまりを支払うというもの。各入札参加者の詳しい入札金額はわかりませんが、公表された評価(JSC 公式サイト「国立競技場 運営事業等」:

<https://www.jpnsport.go.jp/corp/chotatu/tabid/2340/Default.aspx>)から逆算すると二番手の参加者の提案とは、総額で 300 億円以上の開きがあったと思います。

同じような指摘は、2023 年 12 月に発表した日本風力開発の買収でも挙がりました。日本風力開発の買収金額は 2031 億円と、当時のインフロニアの時価総額の半分近い金額。事業価値を EBITDA*で割った EBITDA 倍率も 98 倍と、一般的な M&A の常識に照らせば、割高と感じてもおかしくない水準なのは間違いありません。

*EBITDA：営業利益に減価償却費を足したもの。本業で稼ぐ力を示す指標で、金利や法人税率、減価償却方式などの影響を受けないため、グローバル企業の業績比較に向いている

この二つの案件については、6 月の株主総会でも質問が出ました。

もっとも、前回の岐ベログでもお伝えしたように、日本風力開発の買収金額は割高どころか、かなり安価に手に入ったというのが正直な感想です。今回の国立競技場の運営権にしても、528 億円という入札価格は妥当な金額だと自信を持って言うことができます。これは強がりでも何でもありません。

それでは、なぜ買収金額や入札金額でこうした認識のずれが生まれるのでしょうか。私は、将来のバリュエーション（価値評価）に対する捉え方の差だと感じています。

現在の利益は将来の利益とイコールではない

企業や事業の価値を算出する際に用いられるのは、一般的にはディスカウントキャッシュフロー（DCF）法と呼ばれる方式です。そのビジネスが将来どのくらいの利益を出すのかを計算し、将来の不確実性やリスクを割引率として考慮して現在の価値を出すという方法です。

ただ、そのビジネスで大きなイノベーションでも期待できない限り、現在のビジネスモデルや利益をベースに将来の価値を算出することになります。そう考えれば、過去から現在までの利益を未来にただ引き延ばしているだけだとも言えます。日本風力開発の買収や国立競技場の運営権取得に懐疑的な人は、恐らくそうした視点で評価しているのでしょう。

それに対して、私たちは過去から現在までの利益ではなく、将来、期待できる利益から現在の価値を考えています。その未来の利益がこれまでのトレンドから大きく上振れすると考えるならば、将来の利益は大きく増えるので、ビジネスの現在価値も上がります。

日本風力開発に関して言えば、2000億円の買収金額に対して、営業利益は15億円ほど。その営業利益が続くのであれば、投資を回収するのに100年以上かかります。

もっとも、前回の岐ベログでも書いているように、日本風力開発は総容量3,800MW（メガワット）の開発プロジェクトを保有しています。日本風力開発は開発した発電所をファンドなどに売却してきたため、現状ではそれほどアセットを持っていませんが、プロジェクトが形になる7~8年後には、利益を生むアセットがいくつも可視化されるということです。そうなれば、営業利益は15億円どころではありません。

国立競技場の運営権も同様です。

国が10億円を上限に運営費を負担しようとしたように、国立競技場は現状では赤字経営です。今の赤字が将来にわたって続くと思えば、年間17億6000万円の対価を払うという評価にはなり得ません。

ただ、日本にいととなかなか気がつきませんが、グローバルに見れば、アリーナの運営ビジネスは急拡大しています。その急拡大を支えているのは何かというと、従来のチケット販売ではなく、VIPルームやネーミングライツ、フード&ビバレッジ（飲食）、グッズ、コンテンツ配信などを通した売り上げです。

現在の国立競技場は赤字かもしれませんが、東京五輪のレガシーなだけに、グローバル水準のスタジアムに換えることができれば、トップラインは大きく伸びるはずです。それこそ、テイラー・スウィフトが国立競技場でコンサートを開けば、飲食やグッズの売り上げは跳ね上がるでしょう。

そのために、今は 15 室しかない VIP ルームを 75 室に増やしますし、サッカーやラグビー、海外のアーティストを呼んだコンサートなどコンテンツも充実させます。もちろん、ネーミングライツも売っていく。こうした世界水準のアリーナ経営が実践できれば、トップラインは間違いなく伸びます。その自信がなければ、528 億円という運営対価は出せません。

「未来の価値」と「現在のコスト」

こうした認識のズレは、突き詰めれば、事業の価値を未来に置くか、現在のコストと捉えるのかという話だと思います。

この「未来の価値」と「現在のコスト」に関して、とても興味深いエピソードがあります。田中靖浩の著書『会計の世界史』に登場する、ビートルズの楽曲の権利に関する話です。

ポール・マッカートニーとジョン・レノンがアメリカでデビューする少し前、二人はある契約書にサインします。その契約書の中は、「楽曲の権利を会社に譲渡する」という内容が書かれていました。その結果、二人が関わる楽曲の著作権はノーザン・ソングスという会社が押さえることになりました。

ポールは生涯、そのことを後悔していたそうですが、1981 年に買い戻しのチャンスが訪れました。2,000 万ポンド（現在のレートで約 41 億円）を支払えば、会社の株式を手に入れることができることになったのです。

ジョンは既に亡くなっていたため、ポールは代理人のオノ・ヨーコに連絡を取りましたが、ポールと折半した 1,000 万ポンドの支払いにヨーコが難色を示したため、買収はなかなか進みませんでした。ヨーコにすれば、もともと自分（レノン）の楽曲なのに、なぜ 1,000 万ポンドも払わなければならないのかという感覚だったのでしょうか。

そうこうしているうちに、ビートルズの「弟分」とも言えるマイケル・ジャクソンが 2,000 万ポンドよりはるかに高い 5,300 万ドル（現在のレートで約 80 億円）で会社の株を購入してしまいました。

マイケルは、ビートルズの楽曲が稼ぎ出すリターンを考えれば、5,300 万ドルもリーズナブルだと判断したのでしょう。書籍の中でも指摘されていますが、ヨーコは支払うコストを重視したのに対して、マイケルは手にできるリターンを意識したということです。

もちろん、将来のリターンを客観的に示すことは簡単ではありません。それゆえに、多くの人は目に見えるコストを重視してきました。

ただ、株式会社は将来にわたって付加価値を生む存在であり、付加価値の源泉である事業は日々、変化していくもの。当然、利益は過去からリニアに伸びるものではなく、新たな価値の源泉を掘り当てれば、不連続的に伸びていきます（逆もまた然り）。私たち経営者は、そうした状況を生み出すために、様々な情報を集め、仮説を立て、ビジネスの将来について構想を巡らせています。

縮み思考の裏側にある「ヨーコの」思考

この未来から逆算するか、過去の延長で捉えるかという問いは、極めて重い問いです。

戦後の焼け野原から日本が復興した原動力は、未来に対するワクワク感でした。今よりもより良い暮らし、より良い未来をつくるという一人ひとりの思いがモチベーションとなり、結果、日本は先進国の仲間入りを果たしました。日本企業も、技術力を武器に世界を席卷しています。

ところが、平成の 30 年を経て、日本はほとんど成長しない国になってしまいました。日本企業の技術力は相変わらず高い評価を得ていますが、グローバル市場では必ずしも羽ばたくことができていません。

もちろん、バブル崩壊後の不良債権問題や高齢化による生産年齢人口の減少など、低成長に陥った要因は複合的です。ただ、リスクやコストばかりに目が行き、過去の延長でバリュエーションを捉えるという「ヨーコの」な発想が今の状況を

招いているように思えてなりません。

社会学者の大澤真幸は著書『社会は絶えず夢を見ている』の中で次のように述べています。

「思うに、知性というものを規定しているのは、理解力よりも、まずこうした驚きと疑問です。「わかった！」に早く到達するのが知性ではなく、逆に「わからない！ どうしてそんなことに！」と驚き、立ち止まる能力こそが知性を規定します。」

今の時代、正解まで最短距離で到達することが重要視されています。その価値観に照らせば、実現するかわからない未来を考えるよりも、今のコストを見る方が確実でしょう。ただ、現状維持を続ければ、現状が劣化していくだけです。そして、未来をつくるのは、疑問を感じて立ち止まり、解決策を構想し、行動に移すという反復運動しかありません。

私は経営者として、インフロニアのより良い未来を構想したい。その結果として、より良い社会を実現したい。これからも、未来を構想することは続けていこうと思います。