

IT時代のリーディングカンパニーを目指して —— ソフトバンクグループの財務戦略 ——



ソフトバンクグループ株式会社 専務執行役員 CFO
後藤 芳光

企業理念「情報革命で人々を幸せに」

1981年。「この会社の売上をいずれは豆腐のように1丁(兆)、2丁(兆)と数えるぞ」

「日本ソフトバンク」を立ち上げた孫さんは新入社員と新アルバイトの2人を前に演説しました。今から37年前のことですが、その2人は残念ながら1週間で会社を去りました。

ここからすべてが始まります。

「情報」こそが、これからの世の中で最も流通する、価値のある商材となる。そして今後、情報サービスビジネスには革命的变化が次々と起こるであろう。これは「情報革命」であり、人類史の中で「農業革命」「産業革命」に次ぐ第三の波となるとの仮説を立て、当社はスタートしました。

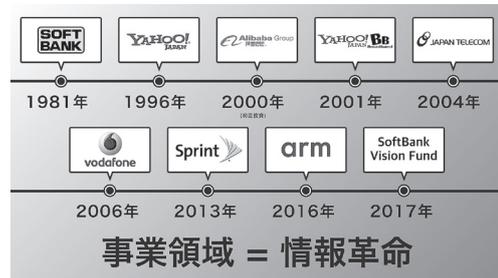
この信念のもと最初に取り組んだビジネスが、ソフトウェアの卸売事業と、関連書籍の出版事業です。やがて業界内での圧倒的No. 1シェアを獲得し、1994年には株式公開を果たしました。すでにITは大きく動き出していました。パソコン、メール、インターネット。

ライフスタイルが確実に変わる。情報革命の時代を走るための地図と羅針盤とエンジンが必要。その模索のなかで出会ったのがヤフーです。この時期に当社は多くのIT系企業への投資を行い、その出会いが大きくな

財産となります。中国のアリババ社への投資もこのころです。現在当社保有分で13兆円もの資産になります。

時代はインターネットへ。しかしこの優れた技術をユーザーはまだ十分に楽しめない時代でした。ネットワーク思想が古いためにスピードも容量も全く不足している状態だったからです。

当社の次のステップは日本のネットワークインフラに革命を起こすこと。2001年からブロードバンドサービス「Yahoo! BB」を開始。2004年には日本テレコムを買収し固定網を入手。2004年にはケーブル・アンド・ワイヤレスIDCを買収し国際回線に進出。



さらに時代は進化します。携帯電話の普及は進みましたが、モバイルインターネットは「iモード」のように課金ユーザーのための限定サービスにとどまっていた。

ここから当社は、私を見る限りソフトバンク史上最大の勝負に打って出ます。約2兆円で合意したボーダフォン日本法人買収による携帯事業への本格進出です。

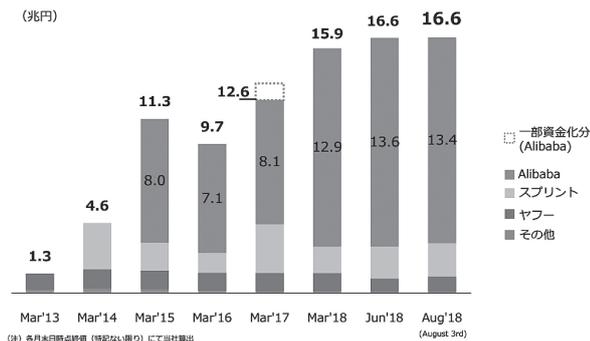
当時としては巨額な1.4兆円の買収ローンをWBS(事業証券化)により組成。一時的に財務は悪化し「倒産説」も流れましたが、ヤフーとの連携、低価格プランの展開、そして 아이폰の独占販売権獲得で事業は劇的に改善しました。

国内通信事業の成功から、次のターゲットは世界進出。当時米国3位の携帯電話事業者スプリントを買収、日米合わせて1億人のユーザーをもつ通信業界のトッププレイヤーの仲間入りを果たしました。

保有上場株式時価総額(当社および当社完全子会社保有分) ■ SoftBank Group

17兆円の上場株式を保有

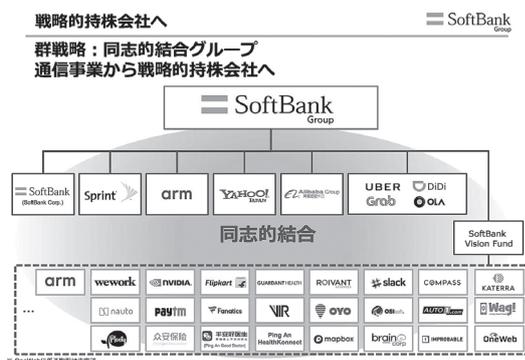
(2018年8月3日現在)



さて、情報革命は確実に次のステージに入ります。ITの進化はシンギュラリティ（人工知能（AI）が人間の知能を超える転換点）をもたらします。新たなキーワードは、「IoT」「AI」「ロボティクス」。おそらく人類が直面する過去最大の衝撃。

当社は約3兆円で英国のARM社の買収に踏み切ります。同社は一般的にはあまり知られていませんが、AI技術の心臓部である「半導体チップ」の設計においてほぼ独占的なシェアを保有しています。このARM社買収のおかげで「ソフトバンク」ブランドは大きく進化し、当社は最大のチャレンジである10兆円ファンド「ソフトバンク・ビジョン・ファンド」を実現させることができました。

一方、買収後14年、大きく成長した国内携帯電話事業を今年度中に上場する予定です。携帯電話事業の上場をもって、ソフトバンクグループは純粋な持株会社として、戦略的投資会社へと進化を続けます。



当社が何より大切にしてきたルール。それは、「変わらないことが、最大のリスクである」。

節目ごとに、社内には大きな軋みが生じることもありました。しかし乗り越えて変革を続けてきたからこそ今があるのです。

ソフトバンク・ビジョン・ファンド (SVF) について

人類史上最大の情報革命の結果、新時代の勝者は誰でしょうか。

まだ今はわかりません。しかしその可能性をもつ企業を選別することはできる。そしてその企業群に投資するタイミングは、今です。

そのための仕組みをつくりたい。それがSVFです。ファンドサイズは100Bドル（約11兆円）。現在、ファーストクローズ段階で、93B（約10兆円）のコミットメントが集まりました。

主なりミテッドパートナー（LP）持分は、ソフトバンクグループが28B、サウジアラビアのパブリック・インベストメント・ファンドが45B、アラブ首長国連邦の投資部門ムバドラが15Bとなります。さらに特徴として、ソフトバンクグループがこのファンドのGP持分を100%所有します。つまりこのファンドの議決権は100%当社が所有し、100%連結子会社となります。

投資が成功した場合の利益は、LPの皆さんと分かち合う一方、投資先への経営関与度については、GP持分を通じてソフトバンクグループが権利をもつわけです。いわば、「ソフトバンクグループの戦略的投資部門」そのものなのです。またLP持分については、実績連動でアップサイド重視の「エクイティ投資」と安定配当重視の「優先株投資」の組み合わせになっています。

さて、SVFの最大の強みは、このファンドサイズです。プライベートエクイティの投資のポイントとして、目利きの部分は当然ですが、「分散投資」「成功の蓋然性」が求められます。アーリーステージへの投資は金額は小さいがハイリスクであり、分散投資が重要。レイトステージへの投資は金額は大きくなるがローリスク。成功の蓋然性は高い。特にレイトステージ案件のうち、上場前にもかかわらずすでに成功していてその価値がbillionレベルのもの（つまり数千億円）になる企業は「ユニコーン」と呼ばれます。世の中のファンドは、その大半は数百億円レベルであり、ユニコーンへの投資はせいぜい1社にとどまるものです。SVFは100Bドルという圧倒的に巨大なファンドサイズを生かしてユニコーンへの分散投資を実現します。

このユニコーンこそが、SVFを通してソフトバンクグループがアクセスしたい企業。IoT/AI時代の羅針盤となりうる企業や、すでにそのビジネスの分野でNo. 1になっているか、将来No. 1になる蓋然性が極めて高い企業。

ソフトバンクグループはこれまで、そして今後も、銀行や債券投資家のサポートをいただきながらレバレッジ（負債調達）をフル活用して成長を果たしてきました。当社が戦略的投資会社としてスタートする今、SVFに参加するLPの皆さんの資金を非負債性の新たな「レバレッジ」として活用することによりグループ財務を悪化させずにグループの成長余力をさらに飛躍的に拡大することができます。このシステムを十二分に活用してこれらの企業群を一気に囲い込み、ソフトバンク群戦略を推進します。

具体的な投資先を例に、SVFの投資を実際にご紹介したいと思います。

すでにSVFを通じて投資した企業群には、たとえば



ウーバーに代表されるタクシー配車サービス業者が数社存在します。われわれは彼らに1兆円以上の金額を投下しています。確かに彼らのビジネスは、人々のライフスタイルを大きく変えておりそれ自体素晴らしいモデルですが、そこを重視して投資の意思決定をしているわけではありません。

彼らは過去の顧客データなどを十分に分析して、今顧客が地図上のどこに多く存在するかを把握して、需要の多いところに配車を優先します。この地図はヒートマップと呼ばれますがこの精度を高めていくうえでAIの技術が今後不可欠です。また、今後自動車産業において電気自動車(EV)への流れは不可避であり、その先には自動走行の時代があります。自動走行こそ、AI化の具体例として最も検証が進んでいる分野でもあります。

つまりこの投資は、ビッグデータを活用してAIで進化させるヒートマップ技術、そして将来の自動走行ビジネス、そしてこれらとシナジーを創出する産業群へと壮大な展開が期待される投資なのです。

攻めの財務

ソフトバンクグループの本社財務が最も心がけていることは、「経営と最高にシンクロする財務である」ということです。通常CFOの仕事というのは管理の要であり、保守性とコストにこだわる、どちらかという経営者の事業欲に対峙する立場であると思われがちです。私たちの仕事は、常に孫社長をリーダーに走る経営陣と、常に同じスピードで走ること。走りながら考えそして準備することは、

1. ソフトバンクグループの「most likely かつ positive」な連結業績見通し
 2. 当社グループにとって、現在、最適なレバレッジとはどのレベルか
 3. 経営の期待する調達を最適に実現するのは、現在、どの市場か
- という3点です。

そして常にこれらのテーマについて最適解を答えられるように、グループ各社の財務部門とのコミュニ

ケーションはもちろんのこと、メインバンクであるみずほ銀行をはじめとする銀行団や株主、債券投資家に対して十分なコミュニケーションを行っています。また証券会社は市場および市場参加者と発行体を結ぶ極めて重要な役割を担っていますから、証券各社との関係維持にも努めています。

さて、CFOは通常、利益計画や投資計画などいくつもの計画を管理するものです。当社は、営業利益や当期利益について見通しは策定しますが計画ではありません。投資(投資回収も含みます)についても同様、計画はもちません。

投資計画はなぜ不要か。それは、投資、売却、いずれも最善のタイミングで実施するものだからです。年度予算を組んでいる場合、今期もあとわずかになっていのに投資実績が未達の場合、予算達成のために投資判断が甘くなり不要な投資を行うリスクが高まります。一方年度半ばにして投資予算を使い切った場合、その後素晴らしい投資案件が出てきても、「今年はもう予算がないので来年やりましょう」ということになってしまう。これは、大きな機会損失となり、会社の成長を大きく阻害してしまいます。

では、計画をもたずにどのように大胆、かつ安全に財務運営を進めるか。その回答は各企業の事業モデルごとに異なるものですが、戦略的投資会社である当社は、投資家目線に立った「財務規律」を策定し、遵守しています。これは後述します。

私たちの調達面でのポリシーは、まさに「機会損失を生じさせないこと」。調達すべき金額を、その時点で考え得る最高の手段で考え、実行することです。

当社の経営の意思決定は迅速です。投資すべき案件は想像を超えるスピードでプロセスが進むものです。大型の資金調達を数週間でまとめなければならないこともしばしばです。それだけに資金調達のメニューを常備します。たとえば5000億円の調達に際し、時間に余裕があれば国内の個人市場向けにプレーンな社債を発行すればいいし、プロ向けの商品を販売する必要があれば海外の機関投資家向け社債市場を活用するといふ。急ぐのであれば、まずは銀行団にブリッジローンに緊急組成してもらい、時間をかけて他の調達でテイクアウトすることもできます。いずれにせよ重要なことは、各投資家が、どのような商品であればどれだけ投資したいと考えているか、ニーズを把握しておくことです。

さて金利についてはどのように考えればよいでしょうか。当社の国内普通社債は5~7年で金利1.3~1.7%程度です。銀行ローンなどの条件もこの金利を参考に

イメージします。国内の優良大手企業は0.1～0.5%で借り入れているケースもありますから、「高い」と思われるかもしれませんが。また外債調達をドルやユーロで行う場合には5～6%になるケースもあります。

先に外債のケースについて述べますと、円貨へのスワップレートを常に念頭におき、円スワップ後の金利が2%台であればよしと考えます。なぜなら、機関投資家マーケットからの調達額を考えたとき、日本の10倍以上の調達額を実現できるからです。当社は日本でも1回で5000億円の社債調達は可能ですが、これは個人投資家向けの商品の話。それだけ海外の債券市場には深みがあるのです。言い換えれば、海外には広大なハイイールド債市場が存在します。この市場はBB以下の格付の商品を扱いますので、BB+である当社の商品はこの市場で最も「安全な商品」となるわけです。

話を少し前に戻しますが、金利は、もっと時間をかけて銀行と向き合えば、もう少し安くなるかもしれません。しかしそのために時間をかけて投資の最適時期を逸しては意味がありません。

当社のEBITDAマージンは33%です。また投資実績はIRR44%です。極論すれば1%金利が高いかどうかよりも、この機会損失のほうがはるかに痛い、という考え方に依拠します。

さて、当社が財務規律を明確にしていることを先に書きました。現在、当社の連結有利子負債は16兆円。この金額は会計上の数字ですからそれぞれ独立している連結子会社の負債も含まれています。米国の携帯電話会社のスプリントや、今回上場する国内携帯電話事業のソフトバンクの負債は、それぞれが責任をもっており、親会社であるソフトバンクグループには関係がありません。これら通信会社は、通信事業から生み出されるキャッシュフローをもとに借り入れ余力を試算しますが、投資会社である当社は独自の財務健全性を追求することが必要です。

投資会社のクレジットは、

インフロー：配当収入、投資回収(資産売却)、財務調達
アウトフロー：新規投資、負債返済、利払い

投資家に対して、投資会社の財務は不安定に見えがちです。それは、投資回収が予定として見えにくく、かつ市場変動の影響を大きく受けるリスクがあるためです。

そこで、財務規律が必要になります。

「loan to value」 <35%

日本語でいえば「担保掛目」でしょうか。当社の特徴は、巨額の上場子会社株式を保有していることで

2018年度財務戦略



目指す方向	戦略的持株会社としての最適レバレッジの追求 あらゆる環境変化に耐える鉄壁の財務管理
安全設計 (ストック)	<ul style="list-style-type: none"> レバレッジ指標：LTV35%を上限目安に 手元流動性：少なくとも2年分の社債償還資金を維持
安全設計 (フロー)	<ul style="list-style-type: none"> 継続的な配当収入確保 投資回収・新規投資・債務返済のバランス重視 ノンリコース・アセットバックファイナンスの積極活用
ステークホルダー 対応	<ul style="list-style-type: none"> SVF情報開示の充実により投資資産価値を可視化 ソフトバンクIPO後のグループ財務戦略を共有 多様な調達手法確保のために格付を重視

多様な返済オプションを常に確保

す。この資産に対する借入額の比率は、現在約25%です。今後国内携帯電話事業のソフトバンクの上場が実現すると、この比率はさらに改善され20%を切るレベルになります。この比率を最大35%で運営していくことをルールとしています。35%にとどめれば、もし今後、再度リーマンショックが起きて株式市場が大暴落し、株価が今の50%まで下落した場合でも、この比率は70%に保たれますから、危機的な金融環境においても、財務の健全性を維持できます。

「今後2年間の社債償還資金を預金にプール」

負債額がいくらあろうとも借主側には期限の利益がありますから、重要なことは個々の借入の返済期日を守れるかどうか。償還日に折り返して起債ができるとよいですが、これはあくまでその時点で投資家が決めることであり、いくら保有資産価値が大きくて調達余力があったとしても環境によっては起債が不可能な時期があります。万一償還日に返済が難しい事情がある場合、銀行ローンは事前に相談可能ですが、社債の場合にはデフォルトとなります。そこで常に少なくとも2年分の償還資金を預金プールしておくことで、投資家には相当な安心感を提供することができます。

さて、投資会社における負債調達とはどのような位置づけなのか。事業の本質としては本質的には借入れに依存するべきではありません。ただし新規投資と、投資回収は同時には発生しません。それぞれ相手のある話であり、最善の時期は異なるからなのです。負債調達は、そこを補完するブリッジとしての役割だと思っています。このレバレッジが安全な範囲内で最大化できるとき、当社の企業価値は最大化できることになる。経営と最高にシンクロしながら、エクイティ投資家、負債投資家、そして当社の三位一体のwin-winな関係を今後さらに展開していくことが、財務部門の最大の使命と考えています。

