

基礎研 レポート

ソフトバンクグループの金融財務 戦略

立教大学ビジネススクール 大学院ビジネスデザイン研究科 教授
ニッセイ基礎研究所 客員研究員 田中 道昭

要旨

1. 投資や買収、ファンドの運用など、ソフトバンクグループの成長の節目や大転換期には必ず金融財務戦略がともにあつた。ソフトバンクグループは「テクノロジー×金融財務」企業であり、金融財務戦略に非常に特徴がある企業である。その一方で、2019年7-9月期決算におけるファンド保有銘柄での巨額の評価損計上を受けて、投資事業への懸念が高まったり、金融財務戦略そのものが懐疑的に捉えられたりするなど、ソフトバンクグループに大きな注目が集まっている。
2. ソフトバンクグループは、企業の信用力、事業の信用力、資産の信用力の3つを組み合わせるファイナンスを行うなど、自社や対象事業の目的や性格を考慮した上で付加価値の高いファイナンス手法を構築することに非常に長けている。その代表的事例が、レバレッジド・バイアウト（LBO）によるボーダフォン日本法人の買収やヤフーBBモデムの証券化である。
3. ボーダフォン日本法人の買収における資金調達スキームは、自己資金（エクイティ）、金融機関からのノンリコースローン（デッド、レバレッジがかけられた金額）、および英国のボーダフォン本体による資金（エクイティとメザニン）という3つの手法の組み合わせであった。ソフトバンクグループは、自己資金だけでなく、様々な投資家や金融機関から出資や投資、融資などを募り、それぞれのリスク・リターンに応じたかたちで、金融機関もアレンジャーとして使いながら、最適な資金調達スキームを周到に練り上げている。
4. 筆者が考える、ソフトバンクグループが最適な資金調達、戦略的な資金調達を行うに際して重要視する金融財務戦略の要諦を「ストラテジック・ファイナンス」の10のポイントとして提示する。
5. ソフトバンクグループは、金融財務戦略において、最適かつ戦略的な資金調達を通してレバレッジを

利かせたM&Aや投資を行い、投資効率や収益性を高めるために「正のレバレッジ」を利かせている。しかし、レバレッジは利益と損失の両方を発生させる可能性を内因させたものであり、マーケットが予想外の展開となったような場合、「正のレバレッジ」とは大きく異なる「逆レバレッジ」をもたらす得る。

1—ソフトバンクグループは「テクノロジー×金融財務」企業

ソフトバンクグループは、これまでの成長過程の要所、要所で巨額を投じて新規事業に参入したり、企業買収を行ったりしてきた。

パソコン用ソフトの流通業からスタート、米国のヤフーに投資を行ってヤフー・ジャパンを設立したことでインターネット企業となった。その後、ヤフーBBでブロードバンド事業に参入。日本テレコム、ボーダフォン日本法人を買収して、固定電話と携帯電話両方の通信事業者となった。さらに、スプリントを買収して、米国の通信事業に参入。2015年にはソフトバンクからソフトバンクグループへ社名変更、純粋持株会社としての位置付けを明確にし、翌年9月約3・3兆円でアームを買収した。現在、「戦略的持株会社」であるソフトバンクグループは、AI 群戦略のもと10兆円規模のソフトバンク・ビジョン・ファンドを運用し、投資会社としての性格を強く持つに至っている。

こうした巨額投資や巨額買収、ソフトバンク・ビジョン・ファンドの運用を可能にするのがソフトバンクグループの金融財務戦略に他ならない。成長の節目や大転換期には必ず金融財務戦略がともにあった。ソフトバンクグループは「テクノロジー×金融財務」企業であり、金融財務戦略に非常に特徴がある企業なのである。

なかでも特筆すべきが、2001年ヤフーBBでブロードバンド事業に参入する際にモデムの無料配布を可能にした「証券化」、および2004年の日本テレコム、2006年のボーダフォン日本法人の買収の際に用いた「レバレッジド・バイアウト (LBO: Leveraged Buyout)」である。金融財務を真の武器にして戦った日本で最初の企業がソフトバンクグループであり、この金融財務という武器がなければ、ここまで大きく成長することはなかったと言っても過言ではないだろう。

一方で、ソフトバンクグループの2019年7-9月期決算を見ると、約7000億円の営業損失を計上。これは、ウィーワーク問題の顕在化やウーバーの株価低迷などに伴って、ソフトバンク・ビジョン・

ファンドの保有銘柄の未実現評価損失（純額）が同四半期末で約 5380 億円にものぼったことが主な要因であった。この結果を受けて、投資事業への懸念が高まったり、金融財務戦略そのものが懐疑的に捉えられたりするなど、ソフトバンクグループには大きな注目が集まっている。

本稿では、日本企業の中では先鋭的であり、様々な問題が顕在化する中でその成長戦略や今後を分析する上でも重要となってきたソフトバンクグループの金融財務戦略について考察する。

2——ファイナンス手法に長けたソフトバンクグループ

そもそも金融財務戦略とは何か。それは企業のミッション・ビジョン・バリュー・戦略を実現するための手段であり、その目的は企業価値の向上である。筆者は、金融財務戦略は、①資本政策、②資金調達、③投資やM&Aのための分析・評価や意思決定、④特にバリュエーション（企業価値評価）、⑤事業構造・収益構造検討のための手段、⑥マネジメントの手段、および⑦デット及びエクイティ投資家とのコミュニケーション、という7つの中核で構成されると考えている。

一つ目の「資本政策」とは、負債と自己資本から構成される資本と株主の構成を最適化するための施策である。負債は「デット」、資本は「エクイティ」とも呼ばれる。デットは銀行から資金を借りるローンなどであり、エクイティは出資者または投資家に出資してもらう出資金である。デットとエクイティをどのように組み合わせるか、その最適な財務構成を定めるのが資本政策である。

二つ目の「資金調達」は資本政策に基づいて行われる。企業が資金調達する方法には「直接金融」と「間接金融」の方法がある。直接金融とは資金の出し手が資金の受け手に対して直接資金を出す方法、一方で資金の出し手と受け手の間に銀行などが入り仲介するのが間接金融である。主に、直接金融は証券会社が、間接金融は銀行が手掛け、直接金融による資金調達は株式や社債の発行、間接金融による資金調達は銀行などからの借入がある。

資金調達は「ファイナンス」と呼ばれる。ファイナンスは、基本的に「何かの信用力」に着目して行われる。具体的に、企業自体の信用力に基づく「コーポレート・ファイナンス」、プロジェクトだけを切り出して、その事業の信用力に基づく「プロジェクト・ファイナンス」、そして企業の資産に着目し、手形や有価証券、在庫、動産、不動産など特定の資産の信用力に基づく「アセット・ファイナンス」の3つの手法に分けることができる。

ソフトバンクグループで言えば、日本テレコムやボーダフォン日本法人のレバレッジド・バイアウト（LBO）の際に使われたのが広義のプロジェクト・ファイナンスであり、ヤフーBBモデムの証券化の際に使われたのがアセット・ファイナンスとブロードバンド事業の信用力に基づいたプロジェクト・ファイナンスの組み合わせである。実際には、これら3つの手法のうち1つを選択して資金調達を行うというよりも、企業の信用力、事業の信用力、資産の信用力を組み合わせてファイナンスを行うなど、自社や対象事業の目的や性格を考慮した上で付加価値の高い手法を構築する。ソフトバンクグループはこれら3つのファイナンス手法を様々に組み合わせることに非常に長けていると見てよいだろう。

三つ目の中核が「投資やM&Aのための分析・評価や意思決定」である。投資には設備投資などの実物投資、余資を運用する金融投資などがあり、M&Aは企業買収のこと。四つ目の「特にバリュエーション（企業価値評価）」の手法には、「純資産方式」「ディスカウントキャッシュフロー」「プライスマルチプル」などがある。五つ目の「事業構造・収益構造検討のための手段」とは、どのような事業ポートフォリオにしていくのか、どういう形で収益を上げていくのか、定性的かつ定量的な分析を行う際にも金融財務戦略が重要になるということである。六つ目は「マネジメントの手段」。売上や利益といった目標数値の進捗状況を時々刻々と管理することなどで、これも金融財務戦略の役割である。そして、七つ目の「デット及びエクイティ投資家とのコミュニケーション」とは、デットであれば銀行などの金融機関、エクイティであれば株式投資家に対して、自社の事業内容や戦略について理解を深めてもらうためのコミュニケーションを行うことである。

ファイナンス手法をはじめ、これら7つの中核に優れているのがソフトバンクグループの金融財務戦略であり、だからこそソフトバンクグループはこれまで巨額のM&Aなどに成功してきたと言える。

3——ボーダフォン日本法人の買収スキームを解説する

ここで、ソフトバンクグループの金融財務戦略の代表的事例、ボーダフォン日本法人のレバレッジド・バイアウト（LBO）による買収について解説しておこう。

「レバレッジ」は「レバー（lever）＝梃子」で動かすという意味を持ち、「小さな作用で大きな効果をもたらす」経済現象に対して広く使われる。LBOは「梃子を利かせた（レバレッジをかけた）買収」、つまり「借入をすることによって、少ない自己資金での買収」と言い換えられる。しかも、LBOは、買収先企業の資産やキャッシュを担保として借入を行うという“更なる梃子を利かせる”買

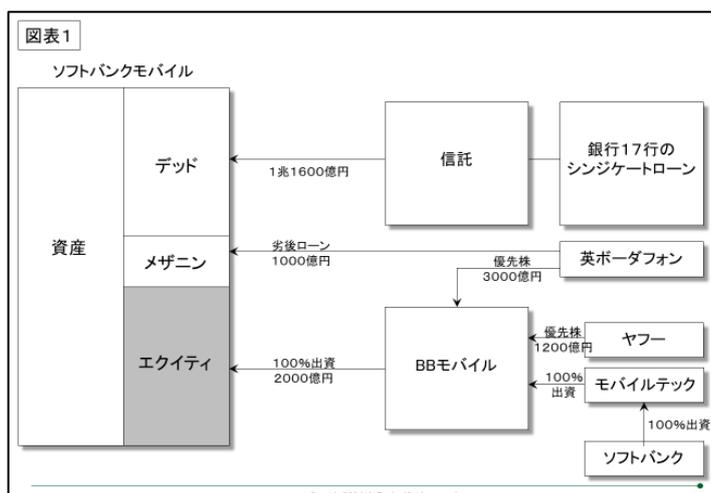
収と言えよう。

ボーダフォン日本法人の買収における資金調達スキームは、大きく次の3つに分けることができる。

第一に、自己資金である。ソフトバンクは、子会社「モバイルテック」に100%出資を行い、そのモバイルテックが孫会社「BBモバイル」に100%出資を行った。出資額は2000億円。ヤフー・ジャパンも、第一種優先株式の買い入れによってBBモバイルへ1200億円を出資した。これらはすべてエクイティである。そして、このBBモバイルがボーダフォン日本法人を買収し、ボーダフォン日本法人はソフトバンクモバイルとなった。

第二に、ノンリコースローンである。このソフトバンクモバイルに対して、金融機関17行からなるシンジケート（特定金外信託受託者）が、1兆1600億円の「ノンリコースローン（非遡及型融資）」を実行。これこそがレバレッジがかけられた金額であり、デットにあたる。

第三に、英国のボーダフォン本体による資金である。BBモバイルはボーダフォン本体から第一種優先株式の買い入れにより3000億円の出資を受け、これはエクイティである。また、ソフトバンクモバイルがボーダフォン本体から劣後ローン（他の債権よりも支払い順位が劣るローン）として1000億円を借り入れ、これはメザニンにあたる。



（筆者作成）

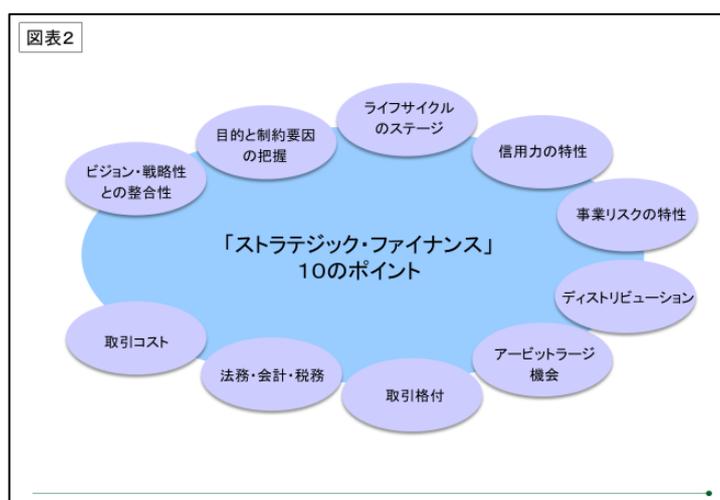
においては多くの場合、特定目的会社を設立し、そこに自己資金を入れるだけでなく、様々な投資家や金融機関から出資や投資、融資などを募る。それぞれのリスク・リターンに応じたかたちで、金融機関もアレンジャーとして使いながら、最適な資金調達スキームを周到に練り上げているのである。

以上の3つの資金調達スキームを通しての合計金額は1兆8800億円（図表1参照）。対して、ボーダフォン日本法人の買収金額は1兆7500億円であった。一般にソフトバンクがボーダフォン日本法人を買収したと聞けば、ソフトバンクが自己資金と借入で買収したと思うかもしれない。しかし、実はまったく異なるスキームを採用している。ソフトバンクグループは、大型買収案件に

特にボーダフォン日本法人の買収スキームにおいて興味深いのは、英国のボーダフォン本体からも出資を受けている点である。ボーダフォン本体は優先株式の買入れで 3000 億円（エクイティ）を出資し、劣後ローンで 1000 億円（メザニン）を融資している。ちなみに、劣後ローンは、ノンリコースローンより返済順位が劣後することでリスクが増すものの、その分金利は高くリターンが増えることから、ミドルリスク・ミドルリターンに近くなりメザニンとなる。

当時、1 兆 7500 億円の買収金額は、「割高だ」「高値づかみだ」と言われた。確かに、買収金額だけを見れば高いかもしれない。しかし、高く買う代わりに、ボーダフォン本体からの出資を引き出したという見方もできよう。ボーダフォン本体に入る 1 兆 7500 億円の中から 4000 億円を出してもらい、相応のリスクをとってもらったと捉えれば、自己資金が少ないソフトバンクにとって巧妙な手法であったと言える。

4——ソフトバンクグループの「ストラテジック・ファイナンス」、10 のポイント



（筆者作成）

これまで見てきたように、ソフトバンクグループは特にファイナンス手法に長けた企業である。ここで、筆者が考えるソフトバンクグループが最適な資金調達、戦略的な資金調達を行うに際して重要視する金融財務戦略の要諦を「ストラテジック・ファイナンス」の10のポイントとして以下に提示し、解説をくわえたい（図表2参照）。

ポイント1: ビジョン・戦略との整合性

経営理念やビジョンから、経営戦略、事業戦略、各戦略プロジェクトにいたるまで、企業には高度な整合性や一貫性が求められる。金融取引実行に際しても、これらとの高い整合性を確保することが非常に重要である。ソフトバンクグループにおいても、「情報革命で人々を幸せ」というミッション、「世界中の人々から最も必要とされる企業グループ」というビジョン、さらには AI 群戦略を実現するために、巧みなファイナンスが行われている。

ポイント2: 目的と制約要因の把握

資金調達のスキームを組むストラクチャリングにおいては、対象企業やプロジェクトの目的と様々な制約要因を徹底的に洗い出し、それらをファイナンス条件のなかに盛り込んでいくことが重要になる。ボーダフォン日本法人の買収スキームを見れば、ソフトバンクグループがそれを事細かにやっていることが理解できる。

ポイント3: ライフサイクルのステージ

売上やキャッシュフローのタイミング、事業リスクの大小、ボラティリティーの大小などは、企業のライフサイクルや対象プロジェクトのステージによって大きく異なることから、それぞれのステージにマッチしたファイナンスを構築することが重要になる。ライフサイクルのステージは、デット、メザニン、エクイティ、それらのハイブリッドなど資金調達ミックス決定にも大きな影響を及ぼす。AI 群戦略では、高成長の新しい“スター”に投資を行う一方、成長が鈍化した成熟した“スター”には株式を売却して卒業してもらおうという一種のルールがある。これも企業のライフサイクルのステージに応じた金融財務戦略と言えよう。

ポイント4: 信用力の特性

先述の通り、資金調達のアプローチは企業の信用力に基づいたコーポレート・ファイナンス、事業の信用力に基づいたプロジェクト・ファイナンス、資産の信用力に基づいたアセット・ファイナンスの3つに大別される。これらの分類は対象企業やプロジェクトの信用力の特性に着目したもので、より有利なファイナンスを構築するために、これらを組み合わせたストラクチャリングを行うことが必要である。アセット・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスを組み合わせたヤフーBBのモデルの証券化が、まさにこの事例である。

ポイント5: 事業リスクの特性

倒産コストやエージェンシー・コスト（モニタリング・コスト）の大小、産業や事業の成熟度、ボラティリティー、成長性、対象企業やプロジェクトの資産構成など、事業リスクの特性に応じたファイナンスのストラクチャリングは、実務上、ファイナンス条件に大きな影響を及ぼす。ボーダフォン日本法人の買収の事例で言えば、携帯電話事業は既存事業なので事業リスクの特性を金融機関や投資家は判断しやすかったと考えられる。もちろんボーダフォンからソフトバンクに代わって既存事業が衰退する可能性もあったが、それを含めても比較的事業リスクの特性がわかりやすかった。よって、ローリスク・ローリターンを好む銀行や機関投資家にも受け入れられやすいノンリコースローンをフ

ファイナンス手法にしたと考えられる。

ポイント6:ディストリビューション

ディストリビューションは、どのような金融機関や投資家に資金を出してもらうかということである。対象企業やプロジェクトの特性、信用力の特性、事業リスクの特性などを考慮したうえで構築されたファイナンスのパッケージを、それぞれのファイナンス条件に合致した金融機関や投資家など資金の出し手に提案することが重要になってくる。

ソフトバンクグループはこのディストリビューションにも長けており、ファイナンスのパッケージを「優先劣後構造」にして「キャピタル・マーケット」なのか、「プライベート・プレースメント」なのかを判断して資金調達を行っている。キャピタル・マーケットとは一般の資本市場のことで、そこで格付をとって株式なり債券などを販売してファイナンスを行うことを指す。大きな金額を資金調達できるメリットがある一方、その分コストがかかるというデメリットもある。プライベート・プレースメントは、少数限定の金融機関や投資家を対象にファイナンスを行うことである。少数限定のため、大きな金額の資金調達はできないが、コストはその分低くできる。どちらも一長一短あるため、うまく使い分けることが重要である。

ポイント7:アービトラージ機会

アービトラージ機会とは、国内外の資本コストのギャップ、クレジット・マーケットのプライスのギャップ、投資家のリスク・リターンを選好度の違いによるギャップなどによって生じる収益機会のことである。国内の投資家の見方と海外の投資家の見方は異なるが、ソフトバンクグループの格付が海外の格付機関よりも国内の格付機関のほうが高いのは企業体質や事業、製品やサービスについてより深く理解しているからという側面もあるだろう。

ストラテジック・ファイナンスにおいては、対象企業やプロジェクトの特性を踏まえて、アービトラージ機会を活用したより有利なファイナンス手法とリスクマネーのアレンジメントが不可欠となる。ソフトバンクグループも、新規性の高い事業を行う企業への投資では、外資系の金融機関や投資家に積極的にファイナンスを行う一方、日本の金融機関や投資家でも事業内容を理解して資金を出してもらえる場合には、調達コストの安い国内を優先するなどしている。様々なアービトラージ機会をとらえて、巧みにファイナンスを仕組んでいると言えよう。

ポイント8:取引格付

取引格付とは、海外であればS&Pやムーディーズ、フィッチなど、国内であれば日本格付研究所（JCR）や格付投資情報センター（R&I）などの格付会社が行う信用格付のことである。例えば、「投資適格」の格付を取得すると、投資家はその債券などの金融商品を買やすくなる。ただし、取引格付を取得するためには、その格付機関と交渉を行う必要があり、時間的にも金銭的にもコストがかかる。ソフトバンクグループも、大型案件や戦略的案件においては取引格付を取得することが多くなっている。

ポイント9:法務・会計・税務

法務・会計・税務は、企業において、目的と制約要因の両面にわたって非常に重要になる。同様に、ファイナンスのストラクチャリングを行う上でも制約要因になりやすく、アービトラージ機会の源泉ともなる点においても重要である。ソフトバンクグループも、常に法務・会計・税務を考えながら、特別目的会社をケイマン諸島に設立するなど、様々な方法を駆使している。

ポイント10:取引コスト

最終的に、すべての資金調達案は、総合的な取引コストを算定したうえで、実体的に比較・検討されることが重要である。財務上の独立性、財務上の柔軟性、長期的な存続可能性などの定性要因も、総合的な取引コストの検討には不可欠である。ファイナンスの取引コストが安い方がよいのは間違いないだろう。ただし、金利やアレンジメント手数料などの表面的な取引コストに囚われてしまうと、プロジェクト本来の目的が達成できなくなってしまう可能性もある。表面的な取引コスト以上に重要なのがリスク・リターンである。

ボーダフォン日本法人の買収においては、ソフトバンクにとって資金調達をすべて組成できるか否かが最も重要であり、そのためには自らが負うことのできないリスクを英国のボーダフォン本体にとってもらうことが必要不可欠であった。そのためであれば、表面的な取引コストが上がってもよいと考えたのだと推測できる。このように、取引コストは総合的な判断で決めるべき事項であり、ソフトバンクグループはまさにそれを確実に行ったのである。

5——ソフトバンクグループが抱えるリスク要因、レバレッジが反転して「逆レバレッジ」として作用する

ソフトバンクグループは、ソフトバンク・ビジョン・ファンドなどの投資事業においても、これまでの成長を支えてきた金融財務戦略、巧みなファイナンス手法にしたがって、最適かつ戦略的な資金

調達を通してレバレッジを利かせたM&Aや投資を行っている。投資効率や収益性を高めるための、
言わば「正のレバレッジ」を利かせているのである。

しかし、その一方で、レバレッジには「逆レバレッジ（負のレバレッジ）」もある。

本稿冒頭でも述べたように、ソフトバンクグループがグループ全体で91・5億ドルを投資していた
ウィーワークの新規株式公開（IPO）延期に際してウィーワーク問題が顕在化しているが、ウィー
ワークの事業や業績に疑念がもたれると、他の投資先も同様の目で見られ、負の連鎖が起きる可能性
がある。ウィーワークと他の投資先に事業上の関連はないが、投資家や金融機関は「他の投資先は大
丈夫だろうか」という疑いの目で、より厳しく見るようになり、懸念が広がっていく。こうして、最
終的には赤字や損失が連鎖して、一気に拡大してしまうことや問題が多様化・複雑化してしまうこと
を「逆レバレッジ（負のレバレッジ）」と言う。

本質的にレバレッジは利益と損失の両方を発生させる可能性を内因させたものであり、マーケット
が予想外の展開となったような場合、「正のレバレッジ」とは大きく異なった結果（＝「逆レバレッジ」）
をもたらすものなのである。最初は金融財務戦略にそった「レバレッジをかける」ための借入問題だ
けであったのが、コーポレートガバナンスやコンプライアンスの問題にまで広がり、さらには別の様々
な問題も引き起こすなど、ネガティブなことが連鎖してしまうのである。

ウィーワーク問題の顕在化後に開催された2019年11月6日のソフトバンクグループの決算説明会
において、孫正義社長は「救済型投資は今後は一切しない」と言明した。これは、まさに「逆レバ
レッジ」が起きることを絶対に回避したいという思惑が背景にあったものと考えられる。金融財務戦略
上レバレッジを多用し、レバレッジの代名詞ともなっているソフトバンクグループとしては、「逆レバ
レッジ」が起きることは絶対に回避したい。筆者は、同決算説明会における孫社長の最大の目的はこ
こにあったのではないかと考えている。

孫社長の言明がマーケットや投資家から本当に信認されるか否かはこれからの取引における対応次
第であり、ソフトバンクグループの特徴である金融財務戦略の最大のリスクは「逆レバレッジ」にあ
ると考えられる。

以上、本稿においては、ソフトバンクグループの最大の強みとも言える金融財務戦略を詳細にわた

って分析し、強みとともにその課題も浮き彫りにしてきた。同社が多用してきた金融財務戦略におけるファイナンス手法はリスク要因を把握して活用していけば参考になる点も多い。本稿の内容をそれぞれの組織における金融財務戦略に活かしていただければ筆者として幸いである。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。