



ソフトバンクグループ株式会社

2020年3月期 第3四半期 決算説明会

2020年2月12日

登壇

孫：ちょうど3カ月前の前回の決算発表では、「反省しております」という言葉を20回近く述べたのではないかと思います。一言で前回の決算発表を表すとすれば、真っ赤っ赤の赤字決算というような内容でした。厳しい冬の後には春が来るんだということを改めて体感したような今日の気持ちであります。

それでは、早速、決算の内容の説明に入りたいと思います。



今回の決算、一言で表すとすれば、「潮目が変わった」決算です。どのように「潮目が変わった」のかというと、三つあります。その内容をこれから説明します。

合併差止訴訟に勝訴



本取引は、完了に必要なすべての連邦規制当局（米国司法省（DOJ: Department of Justice）および米国連邦通信委員会（FCC: Federal Communications Commission））の承認を取得しました。また本取引では、承認が必要な19州の公益事業委員会（PUC: Public Utility Commissions）のうち18州から既に承認を得ており、カリフォルニア州の承認を待つのみとなっています。本取引は、引き継ぎクロージングに係る前置条件（本訴訟の解決および本取引の当事者間で残存するビジネス上の課題の解決を含みます。）の完了を必要とします。

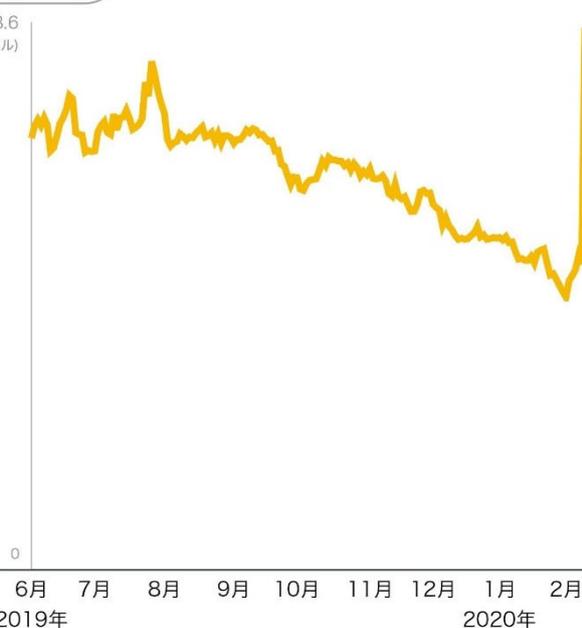
3

まず、6年ぐらい大変苦しい長い道のりでしたが、やっとスプリントとTモバイルUS、合併の最終段階に入ったということ。ちょうど昨日、合併の差止訴訟に勝訴しました。

これまで連邦政府当局の三つの許認可が必要で、すでにこれらの許認可をいただいていたのですが、合併差し止めの訴訟を幾つかの州の司法長官によって起こされました。しかし、われわれがこの訴訟に勝訴する結果となり、この問題が大きく前進し、合併の最終段階に入ったということです。

株価

8.6
(ドル)



8.52ドル
(2020年2月11日終値)

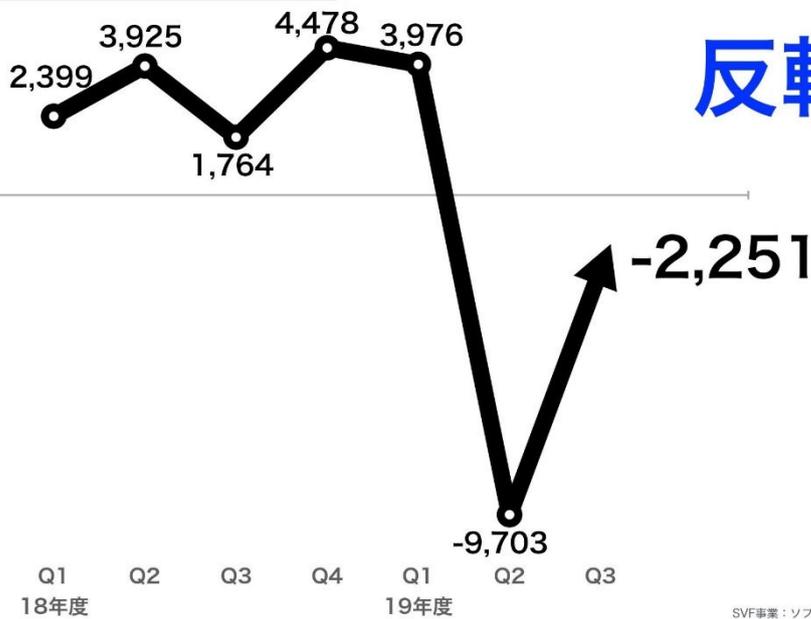


(出所) S&P Capital IQ 4

スプリントの株価も昨日一日で約70%跳ね上がりました。この株価のチャート一つ見ても、スプリントの状況が大きく反転したということが分かるのではないかと思います。

SVF事業 営業利益

(億円)



SVF事業：ソフトバンク・ビジョン・ファンド等SBIAの運営するファンド事業 5

次に、営業利益です。前回、真っ赤っ赤の大赤字だということを言いました。その原因はソフトバンク・ビジョン・ファンド（SVF）にあり、これまでは四半期ごとに数千億円の評価益を上げていたわけですが、前回の決算では一転して大きく赤字を出しました。しかし、12月には、それがだいたい反転をしてきました。

SVF1 上場銘柄

(\$ mil)	会社名	累計投資額	'19年12月末 累計損益	'19年12月末 倍率
	Guardant Health	308	+\$1,863	7.1 x
	Uber	7,666	-\$1,057	0.9 x
	Slack	334	+\$489	2.5 x
	10x Genomics	31	+\$262	9.4 x
	Vir Biotechnology	199	+\$86	1.4 x
	PingAn Good Doctor	400	+\$90	1.2 x
	OneConnect	100	-\$55	0.4 x
	ZhongAn	550	-\$290	0.5 x
(A) 上場銘柄 合計		\$9,587	+\$1,386	
(B) 未上場銘柄+売却済銘柄 合計		\$70,871	+\$8,132	
(A)+(B) SVF1 合計 (グロス)		\$80,458	+\$9,518	

・ 累計損益はグロス。倍率は累計リターン(グロス)を累計投資額で除して算出。
 ・ 累計投資額・各時点の累計損益・倍率の計算方法およびSBIGに帰属するネットの投資成果（19年12月末時点）は、Appendixを参照。

6

詳細に言いますと、SVF の保有銘柄においてすでに 8 社上場しています。投資を開始して約 2 年間で 8 社上場したというだけでも立派な成績ではないかと思うのですが、この 8 社でそれぞれ 7 倍とか 0.9 倍、2.5 倍と、投資した額に対して何倍の株価になっているか。上場したこれらの銘柄に対しては約 95 億米ドル、1 兆円近く投資したわけですが、その利益の累計額の合計は一千数百億円でした。でも、SVF 全体では 12 月の段階ではまだ赤字でした。

SVF1 上場銘柄

(\$ mil)	会社名	累計投資額	'19年12月末 累計損益	'20年2月11日 累計損益	'20年2月11日 倍率
	Guardant Health	308	+\$1,863	+\$1,875	7.1 x
	Uber	7,666	-\$1,057	+\$1,505	1.2 x
	Slack	334	+\$489	+\$578	2.7 x
	10x Genomics	31	+\$262	+\$304	10.8 x
	Vir Biotechnology	199	+\$86	+\$214	2.1 x
	PingAn Good Doctor	400	+\$90	+\$203	1.5 x
	OneConnect	100	-\$55	-\$37	0.6 x
	ZhongAn	550	-\$290	-\$286	0.5 x
(A)	上場銘柄 合計	\$9,587	+\$1,386	+\$4,355	
(B)	未上場銘柄+売却済銘柄 合計	\$70,871	+\$8,132		
(A)+(B)	SVF1 合計 (グロス)	\$80,458	+\$9,518		

増加額 +\$3.0bn (+3,253億円)

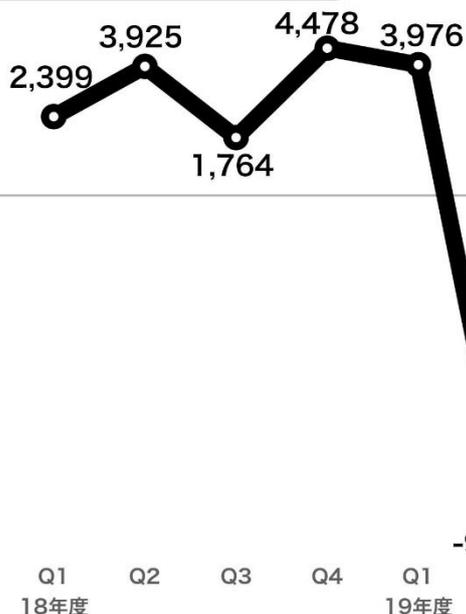
- ・ 円表記は1ドル = 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算
- ・ 累計損益はグロス。倍率は累計リターン(グロス)を累計投資額で除して算出。
- ・ 累計投資額・各時点の累計損益・倍率の計算方法およびSBFGに帰属するネットの投資成果(19年12月末時点)は、Appendixを参照。

8

ただ、今日の朝時点と言えば、そこからさらにこの 1 カ月ちょっとで 43 億米ドルまで利益が増えています。一言で言いますと、前回の決算では Uber が大きく赤字で、投資に対する時価の額が赤字で終わっていたのですが、今朝の状況ではこれが黒転しています。われわれが投資した額に対しては黒転しており、合計で 43 億米ドルの利益が出ています。つまり 12 月の決算の状況からこの 1 カ月で、さらに約 3,000 億円の時価の益が膨らんでいるということです。

SVF事業 営業利益

(億円)



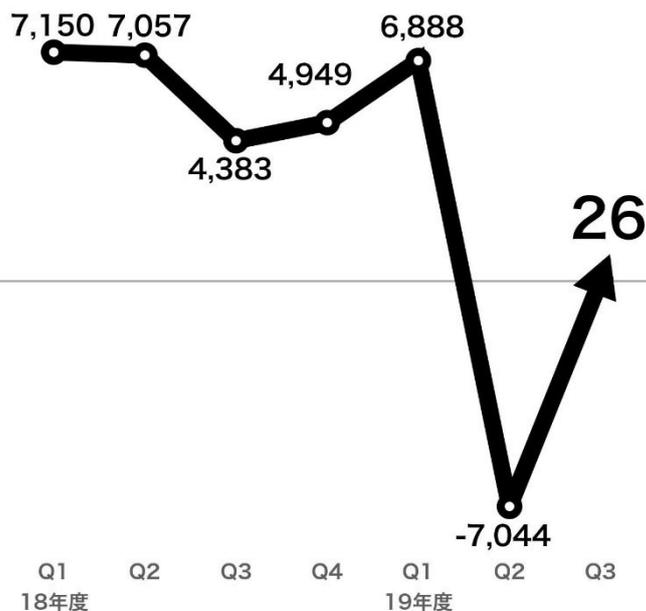
反転回復へ

SVF事業：ソフトバンク・ビジョン・ファンド等SBIAの運営するファンド事業 9

したがって、SVFは9月末のマイナス9,700億から12月末はマイナス2,000億円のところで回復していたのですが、赤字でした。これが、12月末から今日現在、1カ月ちょっとの間にさらに約3,000億を超える額が利益としてのっかっていますので、事実上、SVFは黒転したと言えると思います。

SBG連結 営業利益

(億円)



黒字回復

10

SVF 含めたその他ソフトバンクグループ全体でいいますと、営業利益が四半期決算で 26 億円の黒字に転換したということ。第 1 四半期からの累計では若干まだ赤字ですが、四半期の状況では黒字に回復した。これに約 3,000 億のせると、12 月から今日現在、1 カ月ちょっとでさらに上場株だけで約 3,000 億、利益がこれにのっかっています。事実上、完全な黒転をしたと言えると思います。

連結業績

(億円)	2018年度 Q1-Q3	2019年度 Q1-Q3	増減額	増減率
売上高	71,685	70,898	-787	-1.1%
営業利益	18,590	-130	-18,720	-
当期純利益	15,384	4,766	-10,618	-69.0%

当期純利益：親会社の所有者に帰属する純利益

12

それでは、業績の詳細に入りたいと思います。売上高、ここに書いてあるとおりです。営業利益も当期利益も、書いてあるとおりです。

営業利益、去年に比べると大きく累計では下回っています。

当期純利益も黒字ではありますが、中にはソフトバンクグループ株式会社（SBG）はもう倒産するのではないかというようなコメントもたまに見ますが、実際はこの 9 カ月間で 4,700 億円の純利益で黒字です。ですから、倒産するとかそういう状況とはほど遠いと思いますし、さらにここに約 3,000 億、この 1 カ月ちょっとで上場株式だけで時価益が増えているという状況です。

SoftBank Vision Fund 1 88社



2019年12月31日時点 17

SVF が大きく業績に影響を与えるわけですが、現在 88 社、SVF1 で投資をしています。SVF2 がスタートし、さらに 10 社前後新たな投資を進めており、パイプラインがそれぞれそろってきているという状況です。

SVF1 累計投資成果

(2019年12月末)

1.9兆円 (\$17.2bn)



価値増
(38社)

1.0兆円 (\$9.5bn)



価値減
(31社)

累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA、Flipkart、Guardant Healthの一部)を含む、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益
投資利益：ヘッジ影響考慮後 税金・費用等考慮前 実現益含む、1ドル=109.56円(2019年12月30日ETM)で換算

20

これまで SVF の累積の投資成果としては、益が出ているのが 38 社で 1.9 兆円。マイナスのものが 31 社で、マイナスの 0.8 兆円。差し引き 1 兆円の投資利益が出ています。ですから、SVF が失敗だと一言でおっしゃる方が多いのですが、実際は 12 月末で 1 兆円の利益が出ています。さらに 12 月からこの 1 カ月で、この上に 3,000 億円の利益がのっかっていますので、1 兆 3,000 億の利益を出しているということです。

SVF1 累計投資成果

(2019年12月末)



累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA、Flipkart、Guardant Healthの一部)を含む、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益
投資利益：ヘッジ影響考慮後 税金・譲渡用等考慮前 実収益含む、1ドル=109.56円(2019年12月30日TTM)で換算

21

つまり累計で 8.8 兆円の投資をし、利益は 1.3 兆円出ているということです。

8.8 兆円に対して 1.3 兆円、実質、先ほどから申し上げています 3,000 億、利益がのっていますので、1.3 兆円の利益というともまあ、悪くはないのではないかと。まだ SVF がスタートして 2 年ぐらいでこれだけの成績というのは、今から数年後に振り返ってみれば、非常に立派な成績でスタートしたと言える状況になると私は信じています。

Uber も含めて真っ赤っ赤のものが幾つかありましたが、大半のものは黒字になっています。7 倍、1.2 倍、2.7 倍、10 倍、2 倍と、投資した額に対してそれぞれの成績を出しているということです。

直近100日間の取り組み

wework

- 1 大規模な急成長市場
- 2 5カ年成長計画を策定
- 3 資金手当済の事業計画
(\$2.8bnの余裕資金)
(3,068億円)
- 4 世界トップレベルの経営者を任命



1ドル= 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算 (出所) WeWork 24

ただ、皆さんの頭の中には、WeWork 問題があるじゃないかと懸念されている方が多いと思います。WeWork についてこの直近 100 日間の状況を報告したいと思います。そもそも WeWork は、大変大きな規模、急成長しているコワーキングという市場で事業を展開しています。今までの経営にいろいろな大きな問題があったわけですが、新たな経営陣として新規 5 カ年成長計画をこの 100 日間で作成しました。また、事業に必要な資金の手当てをし、その経営陣として新たな CEO を採用しました。

大規模な急成長市場

wework



1 コワーキング・Space as a serviceの最大市場規模 + コスト削減 (出典: リース); WeWorkのトムアプス、市場シェアの分析データに基づく
2 2019年12月時点
3 2019年12月時点
4 実際にははるかに数を上回ると見込まれる可能性があり、実際と異なる場合があります。

1ドル= 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算 (出所) WeWork 25

詳細はこちらにあります、180兆円規模の非常に大きな市場であるということ。そして、コワーキングスペースというのは、一般の商業用のビル経営に対しては15倍ぐらいの成長率を持っている成長分野であるということ。そして、展開している都市が140都市、国数でいうと37カ国、1,000棟のビルがもうじきオープンするということです。

5カ年成長計画

wework

2020年 四半期売上高で初の\$1bn^{*1}
(1,096億円)

'21年 調整後EBITDA^{*2}が黒字化

'22年 FCF^{*3}が黒字化

'23年 メンバー数100万人^{*4}

'24年 FCF^{*3}が\$1bn超
(1,096億円)



^{*1} 四半期のメンバーシップおよびサービス売上高が初の\$1bnに到達したタイミング

^{*2} 調整後EBITDA：税引前営業利益から以下の影響を除いて算出。

支払利息、減価償却費、株式報酬費用、控除的に否認される資産及び負債の公正価値変動、合併・買収・売却・資金調達活動に関連する費用、

法務・税務・規制上必要な準備金及び支払費用、非経常的な減損損失、非継続事業、営業再編費用、営業費用に関連するその他の損益

^{*3} FCF(フリー・キャッシュ・フロー)：調整後EBITDA(会計上のリース費用の平準化調整影響およびリースインセンティブの税引影響を除く)から設備投資額(純額)を差し引いて算出。

^{*4} メンバー数：WeWorkのメンバー数(オンデマンドおよびIndieGoメンバーを除く)

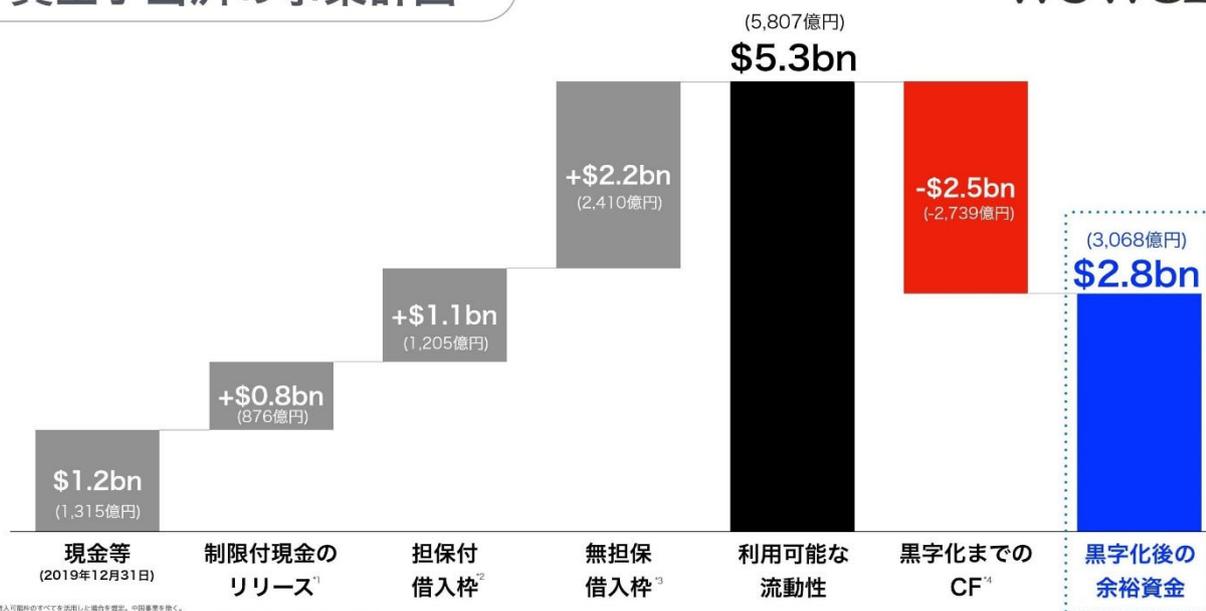
1ドル= 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算 (出所) WeWork 26

この5カ年計画、明確にそれぞれのマイルストーンでターゲットを持っています。今年中のどこかで、四半期で10億米ドル、約1,000億円の売上を達成し、来年には調整後のEBITDAで黒字化すること。そして、再来年にはフリーキャッシュフローでも黒字化し、その翌年には100万人規模のメンバー数になる。最後の5年目では、フリーキャッシュフローで年間1,000億円ぐらい利益が出るような、そういう会社にするという5カ年の明確なターゲットをそれぞれ作っています。

それをするのに必要な資金も準備しました。現在、現預金で約1,300億円持っているわけですが、それに加えて制限付きの現金、こちらを使えるようにします。さらに担保付きの借入の枠、無担保の借入枠、これらをそれぞれ膨らまし、合計、利用可能な資金として五千数百億円を準備したということです。

資金手当済の事業計画

wework



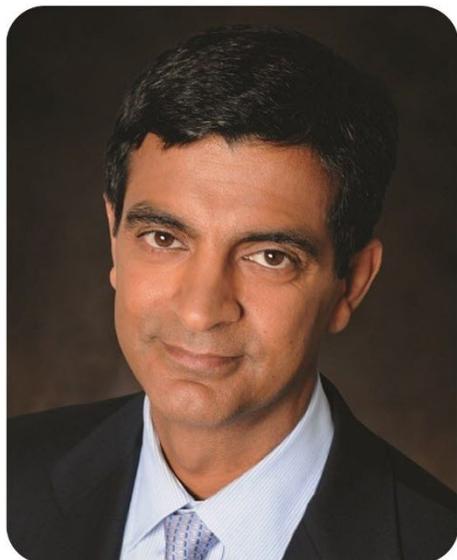
借入可能枠のすべてを売却した場合は、中国事業を除く。
¹⁾ WeWorkの米国およびアジア諸国に限り、中国を除く現金の売却を行うことで、現金等当物まで期間限定のリリースが可能。
²⁾ SBGからWeWorkへの貸付枠として準備する担保付シニア債枠\$1.1bnからなる新発債額。公開買い付け完了後に実施される。
³⁾ SBGからWeWorkへの貸付枠として準備した無担保借入枠\$2.2bnからなる新発債額。
⁴⁾ 2022年まで、すべての期間中に必要となる額を準備した後の、今後期間中の平均額。当該額は含まない(日本に適用するアスタートの個別財務資料)

1ドル= 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算 (出所) WeWork 29

先ほど5カ年計画でいついつ黒字化をするというような話をしましたが、フリーキャッシュフローで黒字化をするまでの間に必要だと想定される額は二千数百億円、25億米ドルになります。

ですがいまして、フリーキャッシュフローで黒字化をするまでに必要な資金、このオレンジ色の部分ですね、こちらを使っても手元に余裕資金として、このブルーのところ、約3,000億円の余裕資金が手元に残せるということです。

通常、こういう苦しい会社というのは真っ先に資金繰りで詰まるわけですが、フリーキャッシュフローで黒字化するまでの間の潤沢な資金をここで合計約5,000億円を準備しました。したがって、新しい経営陣としてSBGもてこ入れし、立ち上がるまでに必要な資金と経営陣、また事業戦略、事業計画等もだいたい整いつつあるということです。



サンディープ・マサラニ 最高経営責任者(CEO)に就任

- 数々の経営改善実績を持つ“不動産のプロ”
- 倒産したGeneral Growth Properties社の立て直しを牽引し再建 (企業価値\$42bn)

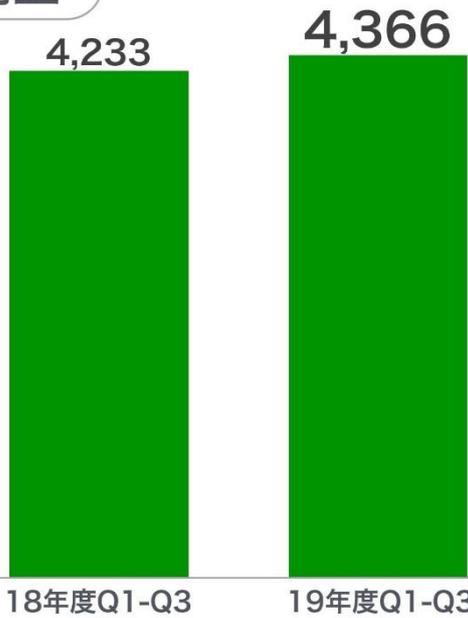
(出所) WeWork 30

これによって WeWork もこれから反転すると思いますが、こちらに写真が出ていますサンディープ、アメリカの不動産業界で大変大きな実績を出している経営者ですが、1回倒産した会社を立て直して再建し、約4兆円の規模の企業価値にまで成功させたという実績の持ち主です。

彼が WeWork の経営陣、CEO として加わって、彼としては十分自信を持って、これだけの資金と WeWork のポジションをもってすれば、立て直すことができると言っている状況です。

純利益

(億円)



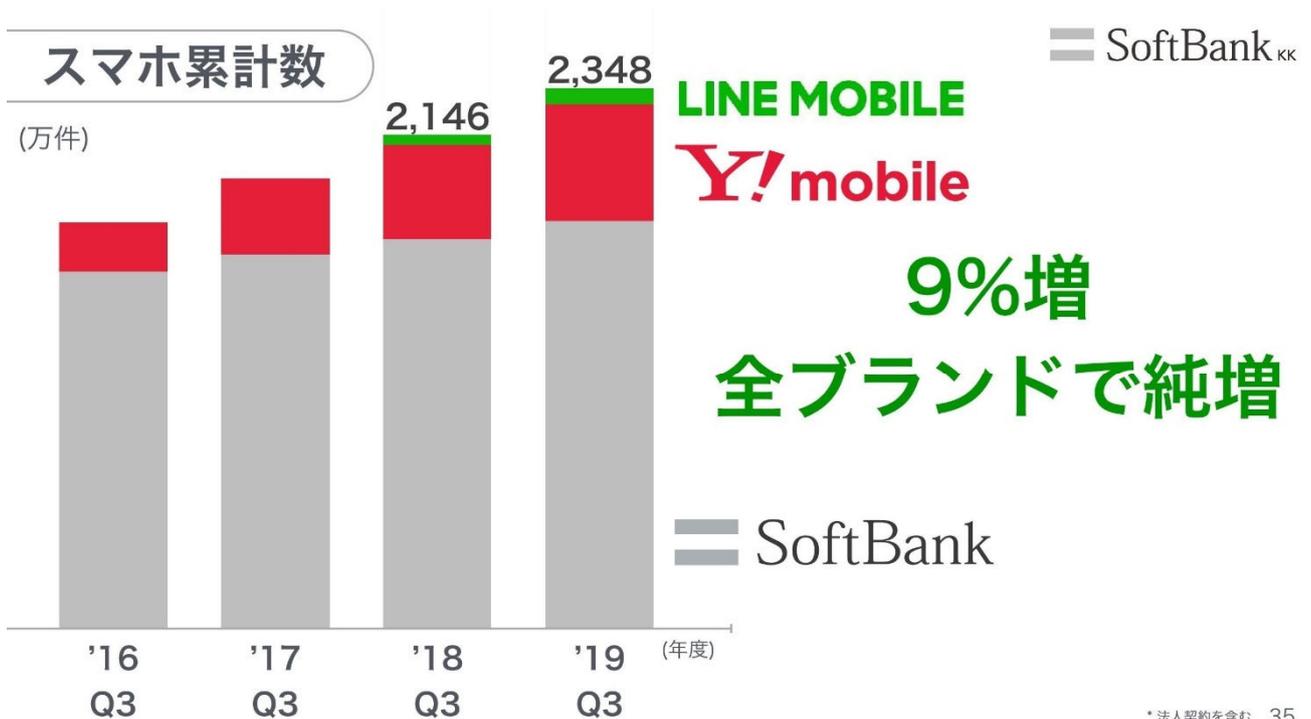
3%増

* 2018年度実績は、Zホールディングス株式会社（旧ヤフー株式会社）を連結子会社化した影響の遡及修正済 34

次に、国内事業ですね。これは安定して順調に進んでいます。国内で別途一部上場していますので、詳細の成績についてはすでに公表済みです。売上、営業利益、純利益、それぞれ順調に伸びて、スマホのユーザー数も着実に積み上げています。

スマホ累計数

(万件)



9%増
全ブランドで純増

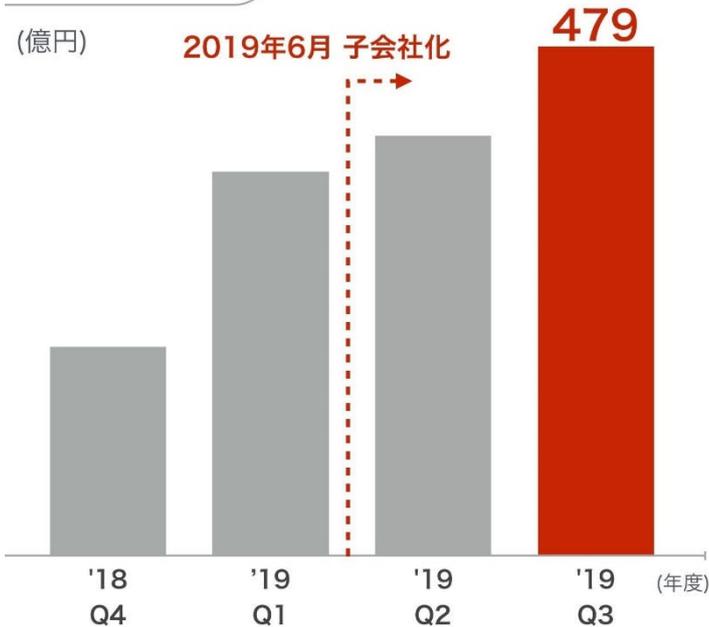
SoftBank

* 法人契約を含む 35

ドコモ社、KDDI 社、そしてソフトバンク社（SBKK）と 3 社ある中で、きちっと増収増益を保ちながら経営をしっかりとやっているという状況です。

営業利益

YAHOO!
JAPAN



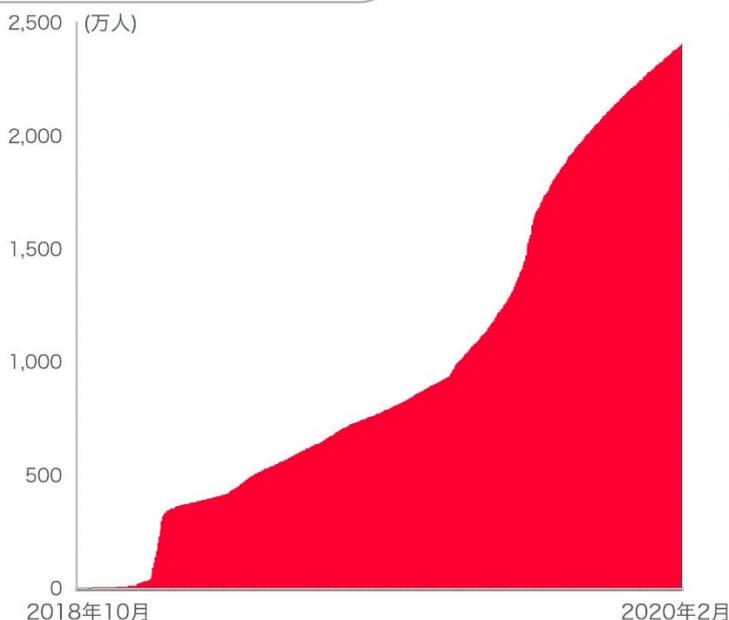
ソフトバンクの
子会社化以降
利益増加

36

ヤフー株式会社（ヤフー）も SBKK の傘下に入って以降、順調に利益を伸ばし、PayPay のユーザー数も着実に伸びて、今このペイメントの利用者数、マーケットシェア、稼働数、決済の回数でおそらく日本で圧倒的ナンバーワンになったのではないかと思います。

登録ユーザー数

PayPay



2,400万人突破

(2020年2月2日現在)

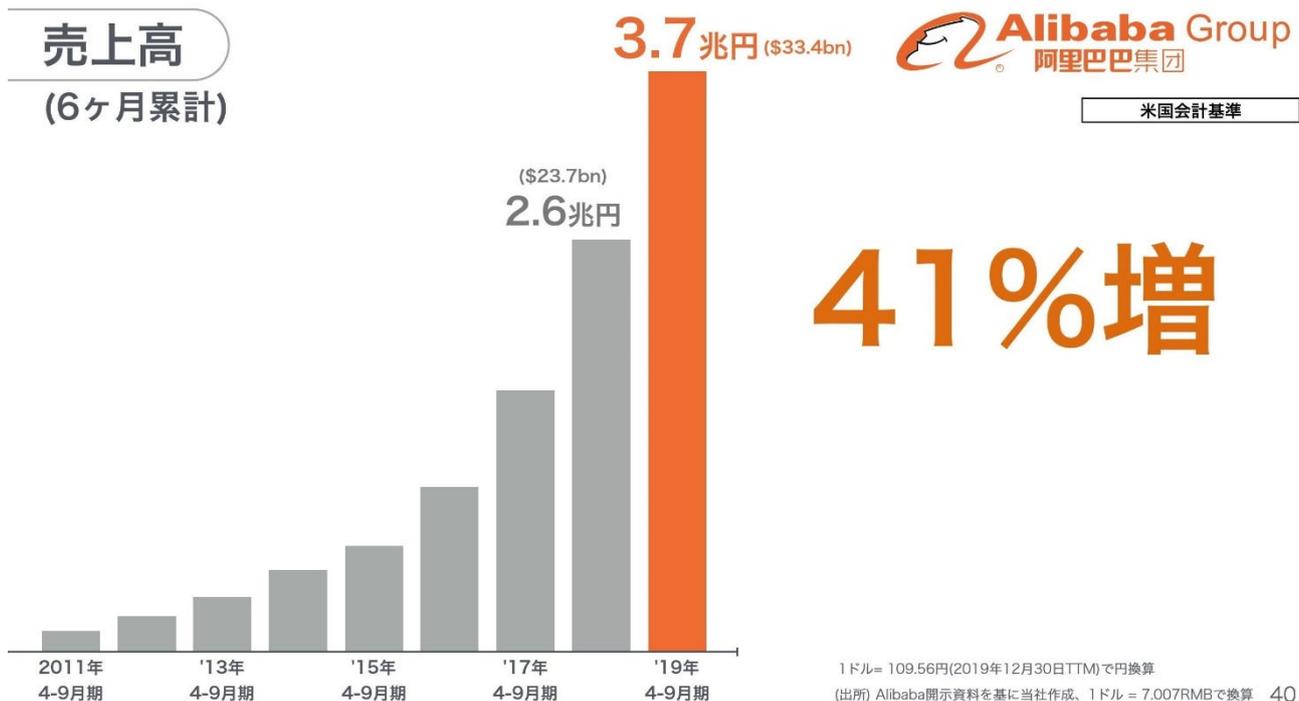


(出所) PayPay調べ、期間：2018年10月5日～2020年2月2日
(定義) 登録ユーザー数：「PayPay」アプリ経由と「Yahoo! JAPAN」アプリ経由の合計

37

売上高

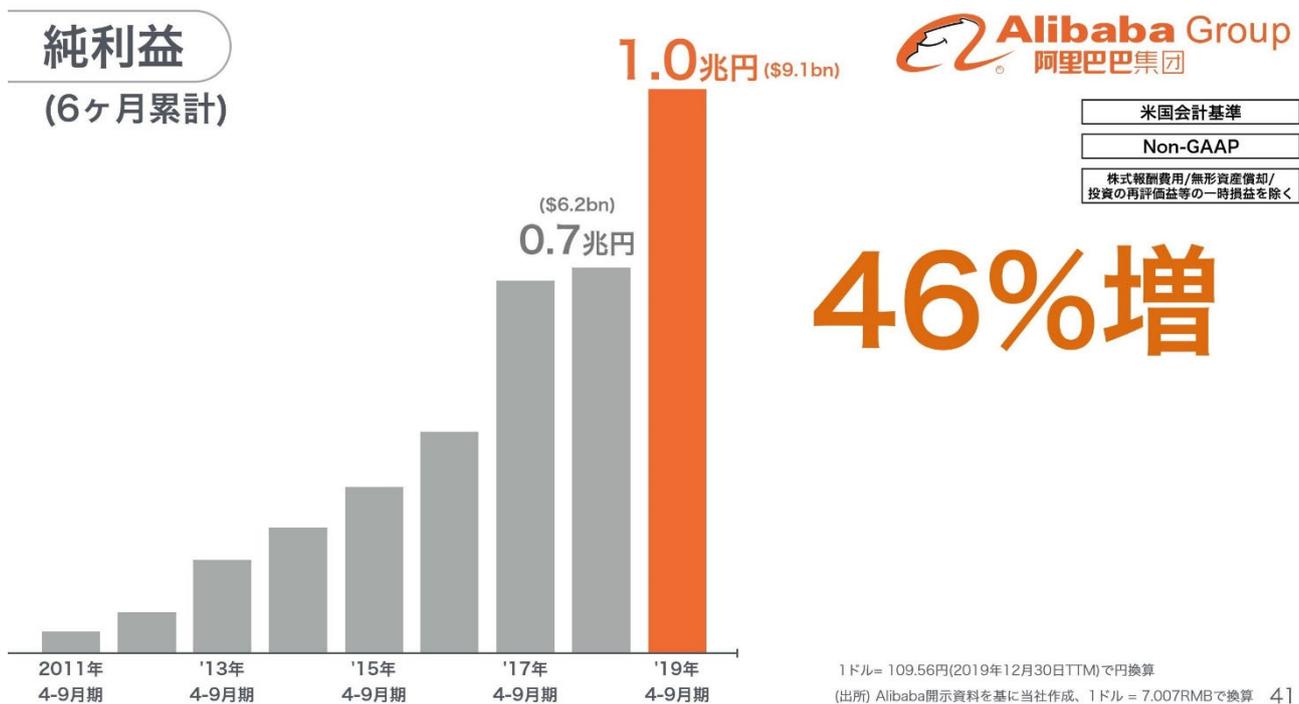
(6ヶ月累計)



われわれのグループの中で一番企業価値に貢献しているのは、アリババです。そのアリババは中国で圧倒的なナンバーワンのEコマース企業ですが、今のポジションにあって、なおかつ売上が41%伸びています。

純利益

(6ヶ月累計)



純利益も46%伸びている。このグラフを見てお分かりのように、でこぼこしているのではなく、着実に、しかも大きく伸びています。

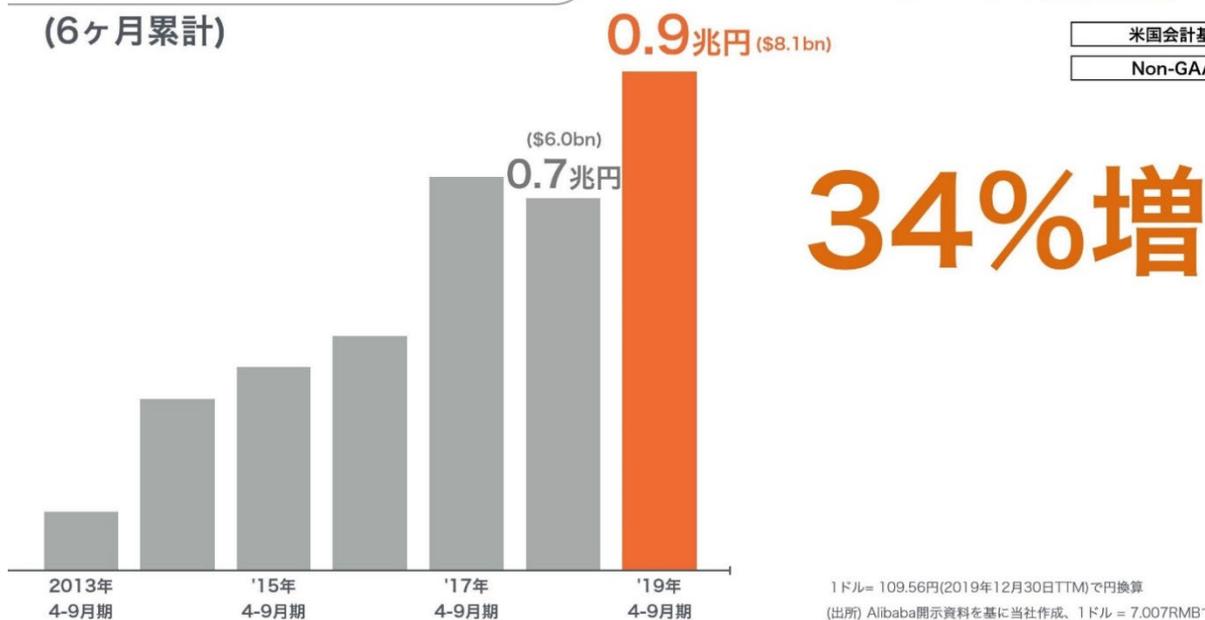
フリーキャッシュフロー

(6ヶ月累計)



米国会計基準

Non-GAAP

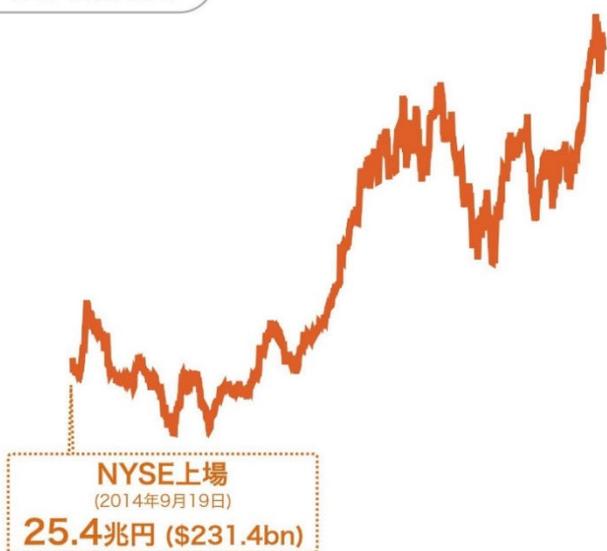


フリーキャッシュフローも着実に伸びており、6カ月の累計で約1兆円。ですから、年間に直すと2兆円規模のフリーキャッシュフローを出しています。ですから、アリババの状況からすると、十分なフリーキャッシュフローを利益として出している会社ですので、決してアリババの株価というのはバブルではなくて、十分にフリーキャッシュフローによって正当化される時価総額、企業価値の会社になっていると理解いただきたいと思います。アリババもこの数年間で倍以上、3倍ぐらいに時価総額も伸びています。

時価総額



63.8兆円
(\$582.7bn)



2020年2月11日時点

2014 '15 '16 '17 '18 '19 '20 (年)

1ドル = 109.56円(2019年12月30日TTM)で円換算
(出所) S&P Capital IQ 43

合併差止訴訟に勝訴



合併最終段階へ

本取引は、完了に必要なすべての連邦規制当局（米国司法省（DOJ: Department of Justice）および米国連邦通信委員会（FCC: Federal Communications Commission））の承認を取得しました。また本取引では、承認が必要な19州の公益事業委員会（PUC: Public Utility Commissions）のうち18州から既に承認を得ており、カリフォルニア州のPUCの承認を待つのみとなっています。本取引は、引き続きクロージングに係る前置条件（本訴訟の解決および本取引の当事者間で残存するビジネス上の課題の解決を含みます。）の充足を必要とします。

45

さらに冒頭の通り、スプリントとTモバイルUS、大変苦労しましたが、われわれが投資した額が約2兆円で、現在の株価でわれわれの持分が3.数兆円になっていることからしますと、少なくとも投資した額に対してそれなりに十分な利益を出してきていることを理解いただきたいと思います。

神様もなかなか粋な計らいをしていただけるもので、今日決算発表が予定されている中で、昨日合併訴訟に対して勝訴のニュースが入ってきたというのは、われわれ経営陣としては大変にうれしい状況です。

合併による米国へのメリット

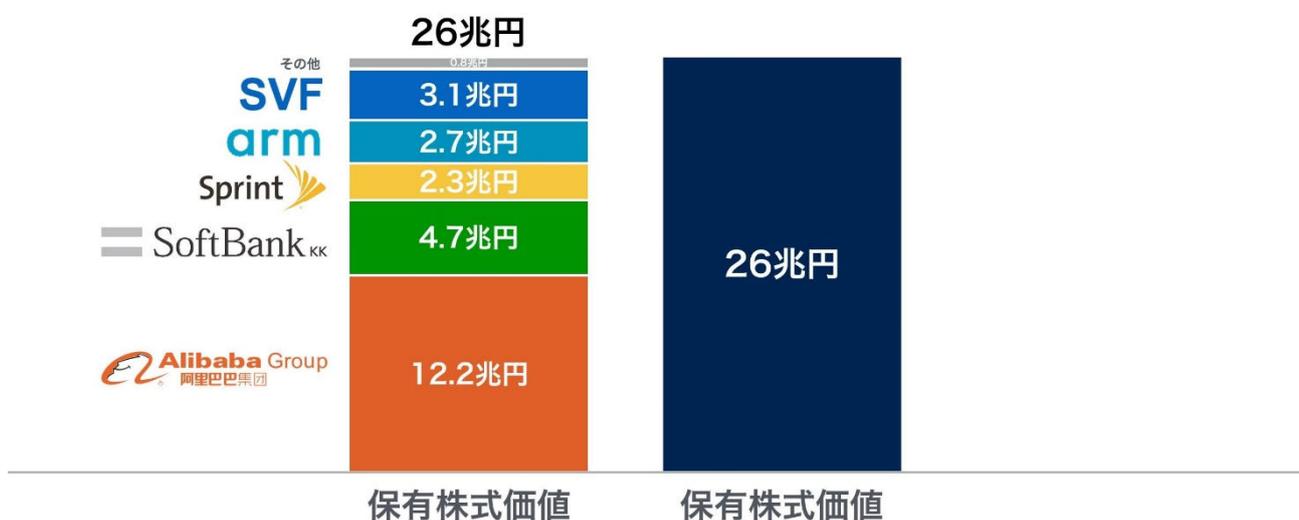
1	革新的5Gネットワーク
2	デジタルデバイドの解消
3	高品質で低価格のサービス
4	固定ブロードバンドの代替
5	全米での雇用創出

*家庭向け 46

もちろんこの合併はあくまでも米国の国民にとって、革新的な 5G ネットワークをもっとも優れた形で作れる電波と技術をスプリントが持っており、さらに顧客獲得に優れた T モバイル US との合併によって、双方の良いところを持ち合わせて、デジタルデバイドの解消だとか高品質で低価格のサービスが提供できる。固定ブロードバンドの代替わりになる。ケーブル会社などとも競争してやってくれるぐらいの 5G のネットワークを作れる。そして、全米で雇用を創出できる。このような五つの素晴らしい成果を得られるということで、裁判所もこの訴訟についてはわれわれの論点が正しいと判決を出したということです。

保有株式 = 保有株式総額
 保有株式価値 = SBG の保有株式価値 + SBG の保有株式価値 + SBG の保有株式価値 + SBG の保有株式価値
 詳細は「Sum of the Parts」の定義および算出方法を参照

2019年9月30日時点



株価：9月30日終値（日本）、9月30日終値（米国） 49

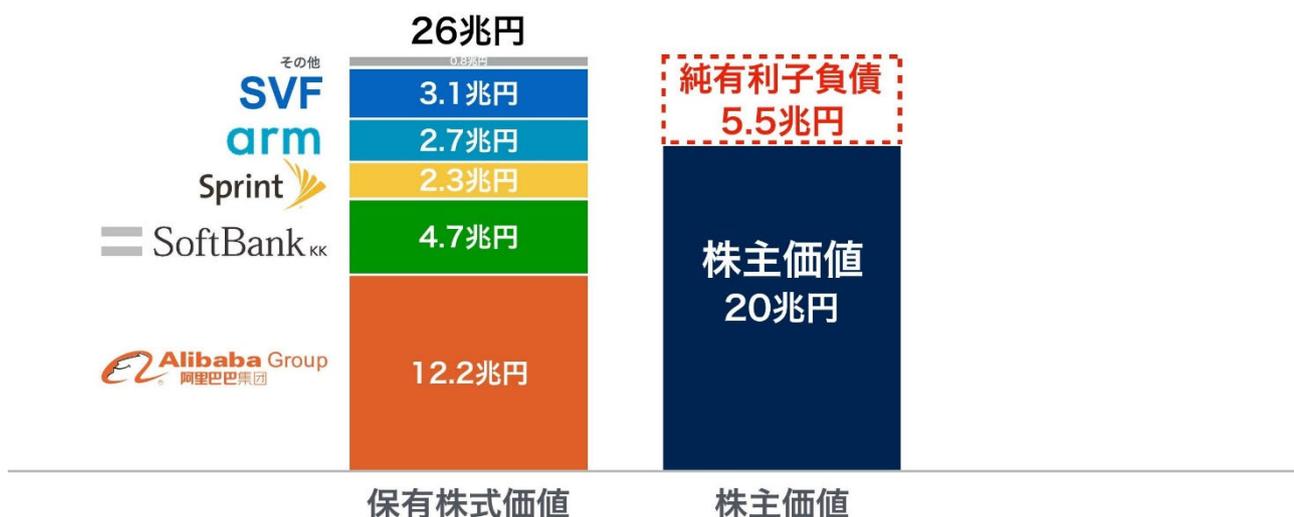
先ほどから営業利益、売上、純利益等について話をしてきましたが、株主価値を見ていただきたいと思います。SBG になってから、実質的には投資をする会社、投資を本業にする会社という状況に業態が生まれ変わっています。

国内の移動通信を中心とした SBKK、あるいはスプリント、アリババというように、それぞれが事業を行っているわけですが、SBG はその戦略的な持ち株会社です。

ですから、SBG は、持っている財産のほとんどは有価証券、株式です。この有価証券の価値をどのくらい持っているのかということです。これを 26 兆円持っていたというのが 9 月末、半年前の状況です。

2019年9月30日時点

保有株式 = 保有株式総額
純有利子負債 = SBGの純有利子負債 + SBGの有利子負債 + SBGの関連企業
計額は "Sum of the Parts"の定義および算定方法、を参照



株価：9月30日終値（日本）、9月30日終値（米国） 51

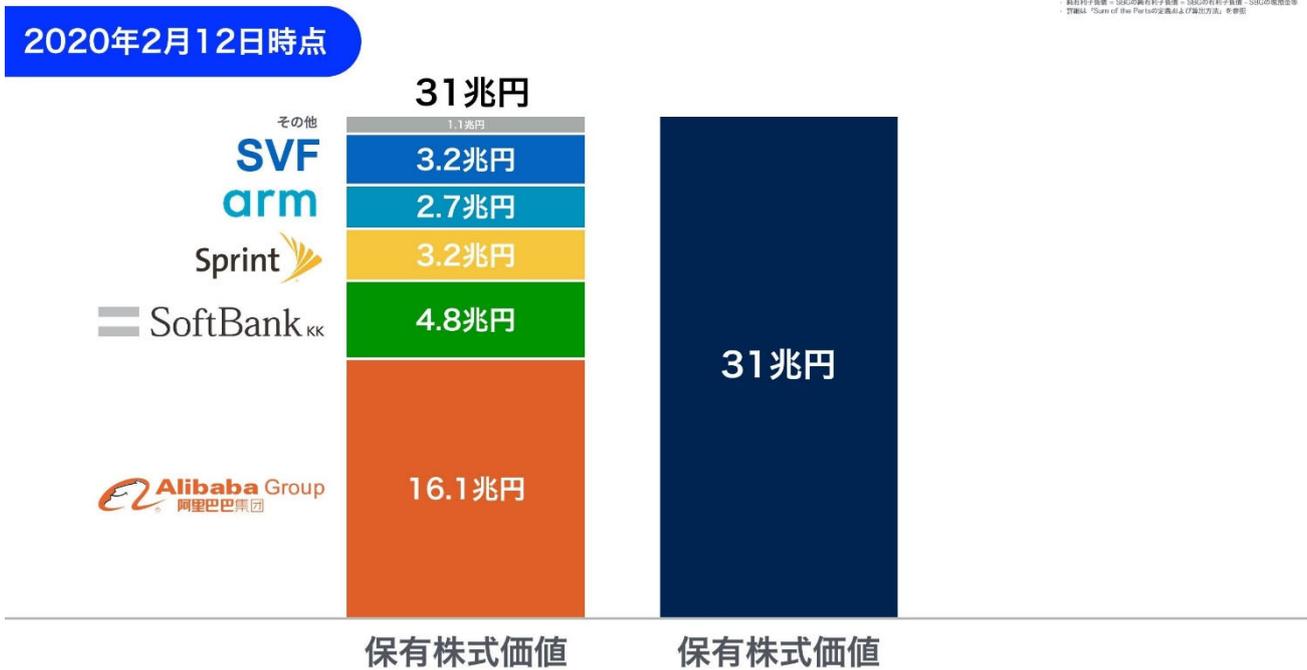
その時点における純有利子負債は 5.5 兆円でありました。中にはスプリントの負債、これは SBG として会計上連結して責任を負う額となるのですが、SBG はノンリコースという形で直接負債の返済義務を負わず、あくまでもスプリントが自ら返済義務を負うということを今まで説明してきましたが、それでもスプリントの負債は連結して SBG でカウントすべきだという議論が今までありました。

しかし、今日の勝訴、スプリントの合併承認についての訴訟でわれわれが勝ちましたので、スプリントの負債を合算すべきかどうかという議論は事実上終わったということです。そういうことで、SBG が直接抱えている純有利子負債が 5.5 兆円ですが、それを差し引いた額が株主価値となります。

したがって、去年の 9 月末時点で SBG の株主が持っている価値、財産から借入を引いた額が、株主が持っている価値、英語ではシェアホルダーズ・バリューといい、一般的に使われますが、日本のこれまでの経営、商習慣では株主価値という言葉がほとんど使われていません。それは M&A の歴史が日本ではまだ浅いということ、あるいは純粋な投資会社の歴史が浅いということがありますが、欧米ではシェアホルダーズ・バリューというのはいまもう一般用語として経営で使われています。

そのシェアホルダーズ・バリュー、株主価値、これが約 20 兆円でありました。その数字だけ覚えておいてください。株主として財産から負債、借入を引いた額が 20 兆円であったと。

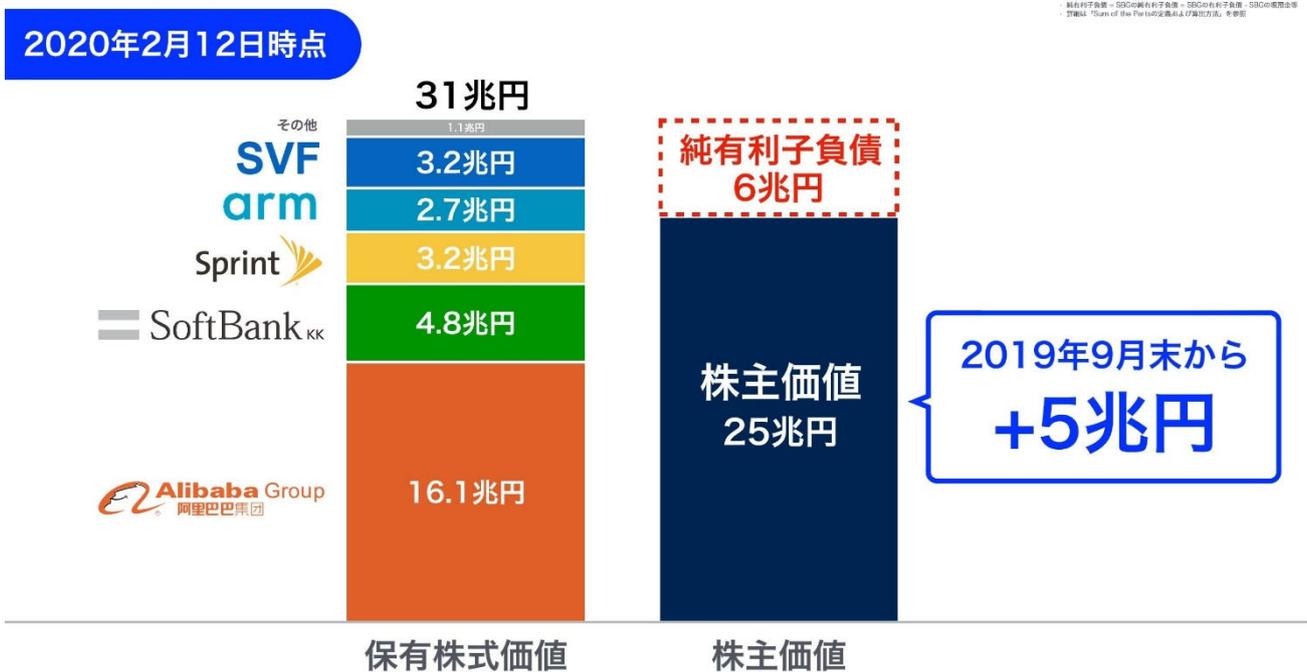
保有株式 = 保有株式総額
純有利子負債 = SBCの純有利子負債 + SBCの有利子負債 + SBCの機関金等
貸付金 = Sum of the Period's 貸付金及び貸付方法、その他



株価：2月12日終値（日本）、2月11日終値（米国） 53

これが今日現在ではどうなったかという、財産が 31 兆円に増えました。

保有株式 = 保有株式総額
純有利子負債 = SBCの純有利子負債 + SBCの有利子負債 + SBCの機関金等
貸付金 = Sum of the Period's 貸付金及び貸付方法、その他



株価：2月12日終値（日本）、2月11日終値（米国） 56

そこから純有利子負債 6 兆円を差し引きます。そうすると 25 兆円になったということですね。

9 月末から今日現在、この約 4 カ月で 20 兆円の株主価値、借金を差し引いた、いわゆる純資産に近いようなものですが、これが 20 兆円から 25 兆円に増えた。つまり 5 兆円増えたということです。

純有利子負債/保有株式率 LTV

16%

保有株式：アリババ株マージンローン負債残高相当額及びカラー取引の満期決済金額（同社株価で算出）の合計額を控除
純有利子負債：アリババ株マージンローン負債残高相当額及びカラー取引における株式先渡契約金融負債計上額の合計額を控除

株価：2月12日終値（日本）、2月11日終値（米国）

57

われわれが持っている財産価値、株式価値に対して負債はどのぐらいの比率であるべきかという
と、かねてから平常時は 25%未満で運用したいという社内の内規があります。それに対して実績
は 16%、非常に健全な範囲であるといえます。持っている財産を 100 としたら 16 しか借入がな
いということです。ですから、十分健全な範囲だと。われわれは 100 に対して 25 までが平常時の
借入の比率として運用するという内規を持っているわけですが、十分にその範囲だということ
です。

財務方針を堅持

通常時 **LTV25%未満**で運用 (異常時でも上限35%)

少なくとも**2年分の社債償還資金**を保持

SVFや子会社からの**継続的な配当収入**を確保

58

今、言いましたように 25%未満。異常時でも、急にリーマン・ショックみたいなことがあったとしても、そういう異常時ですら上限は 35%未満で運用していきたいということです。また、手元に常時、現金として 2 年分の社債の返済額を手元に持っておきたい。そして、SVF やその他子会社から毎年、配当金を得ていく。この三つを財務方針として運用しているわけです。

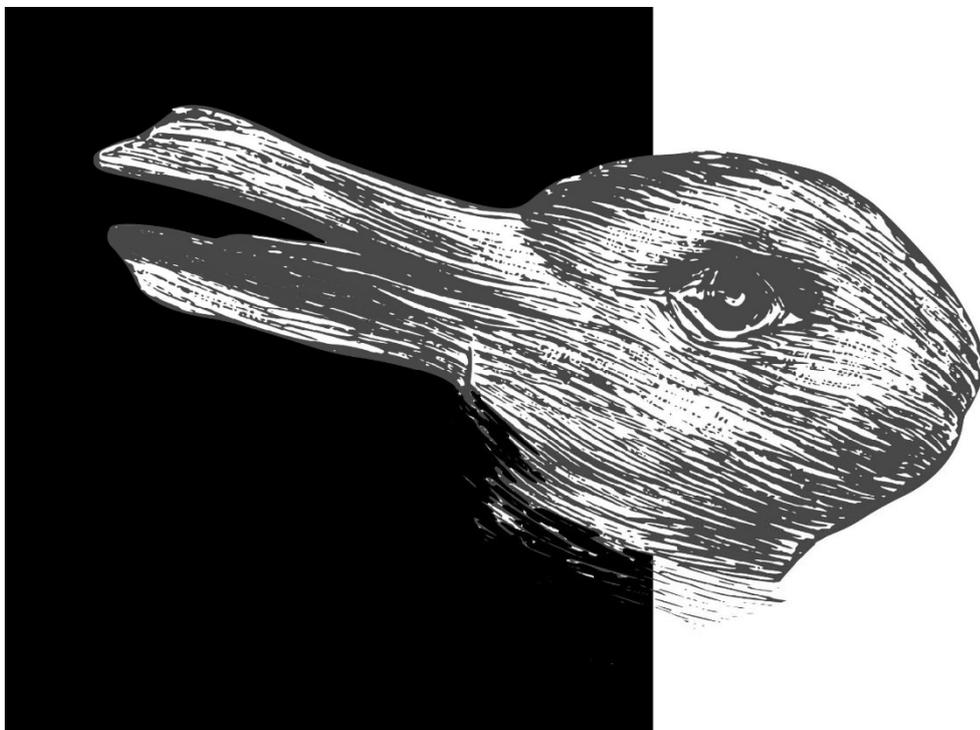
投資先サポートの方針

投資先の財務は
独立採算

救済投資は
行わない

59

また、WeWork 問題では大変反省をし、投資先の救済のために新たな投資は原則として行わないという財務規律を策定し、しっかりとわれわれなりの健全な運用を行っていかうということです。



60

いろいろとそういう方針があるわけですが、ここで皆さんに1枚の絵を見ていただきたいと思います。さて、皆さんにはこれが何に見えるでしょうか。

左から見るとアヒルの顔だと。右から見ると、いや、ウサギの顔だと。皆さんには両方、言われれば、ああ、なるほどなど。黒いほう、左から見れば、皆さんから見て左側から見るとアヒルだと。右から見ると同じ生き物、同じ絵が、右から見るとウサギに見えるという状況です。

営業利益

株主価値

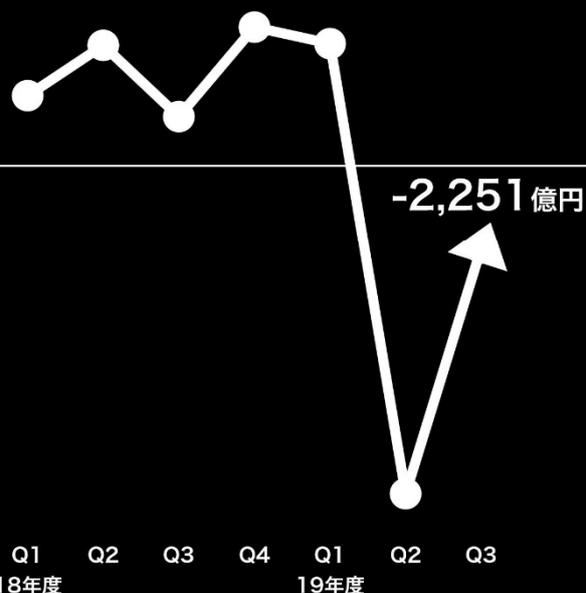
61

さて、私はなぜこのような絵を出したのかということは今から解説をしたいと思います。左から見ると営業利益、右から見ると株主価値ということです。同じSBGを左の角度から見ると財務会計上、営業利益。一般にはその会社の継続的な事業成績を営業利益で表すとよく言われますが、営業利益が大切なのか株主価値が大切なのかということです。

一つの会社の成績を、この3カ月、4カ月の間の成績を表すのに、左から見るべきか、右から見るべきかということ。私は結論を申し上げますと、右から見るべきだと。SBGの経営の実態、業績を見るのは左からではなく、右から見るべきだということを申し上げたいと思います。

その内容を今から説明いたします。まず、左から見た営業利益のほうですが、SVFで毎年3,000億、4,000億、四半期ごとに利益を出し始めたということを言いましたが、これが大きく赤字になって、直近の四半期の業績でもマイナスの2,200億円だと。いやいや、これは12月末の話でしょうと。今日現在で言えば、3,000億さらに増えていますというような言い訳めいた話をしていました。

SVF事業 営業利益



62

平たく言えば、「いやいや決算の内容はマイナス 2,200 だから、もう潔くマイナス 2,200 億で観念してそのように説明をせよ」と皆さん言いたいと思いますが、「いやいや実態はそうじゃなくて、3,000 億さらに今日現在増えていますよ」という苦しい説明をしています。

SVF1 上場銘柄

(\$ mil)	会社名	累計投資額	'19年12月末 累計損益	'20年2月11日 累計損益	'20年2月11日 倍率
	Guardant Health	308	+\$1,863	+\$1,875	7.1 x
	Uber	7,666	-\$1,057	+\$1,505	1.2 x
	Slack	334	+\$489	+\$578	2.7 x
	10x Genomics	31	+\$262	+\$304	10.8 x
	Vir Biotechnology	199	+\$86	+\$214	2.1 x
	PingAn Good Doctor	400	+\$90	+\$203	1.5 x
	OneConnect	100	-\$55	-\$37	0.6 x
	ZhongAn	550	-\$290	-\$286	0.5 x
(A)	上場銘柄 合計	\$9,587	+\$1,386	+\$4,355	
(B)	未上場銘柄+売却済銘柄 合計	\$70,871	+\$8,132		
(A)+(B)	SVF1 合計 (クロス)	\$80,458	+\$9,518		

増加額 +\$3.0bn (+3,253億円)

・ 円表記は1ドル = 109.56円(2019年12月30日TTM)で換算
 ・ 累計損益はグロス。倍率は累計リターン(グロス)を累計投資額で除して算出。
 ・ 累計投資額・各時点の累計損益・倍率の計算方法およびSBGに帰属するネットの投資成果(19年12月末時点)は、Appendixを参照。

63

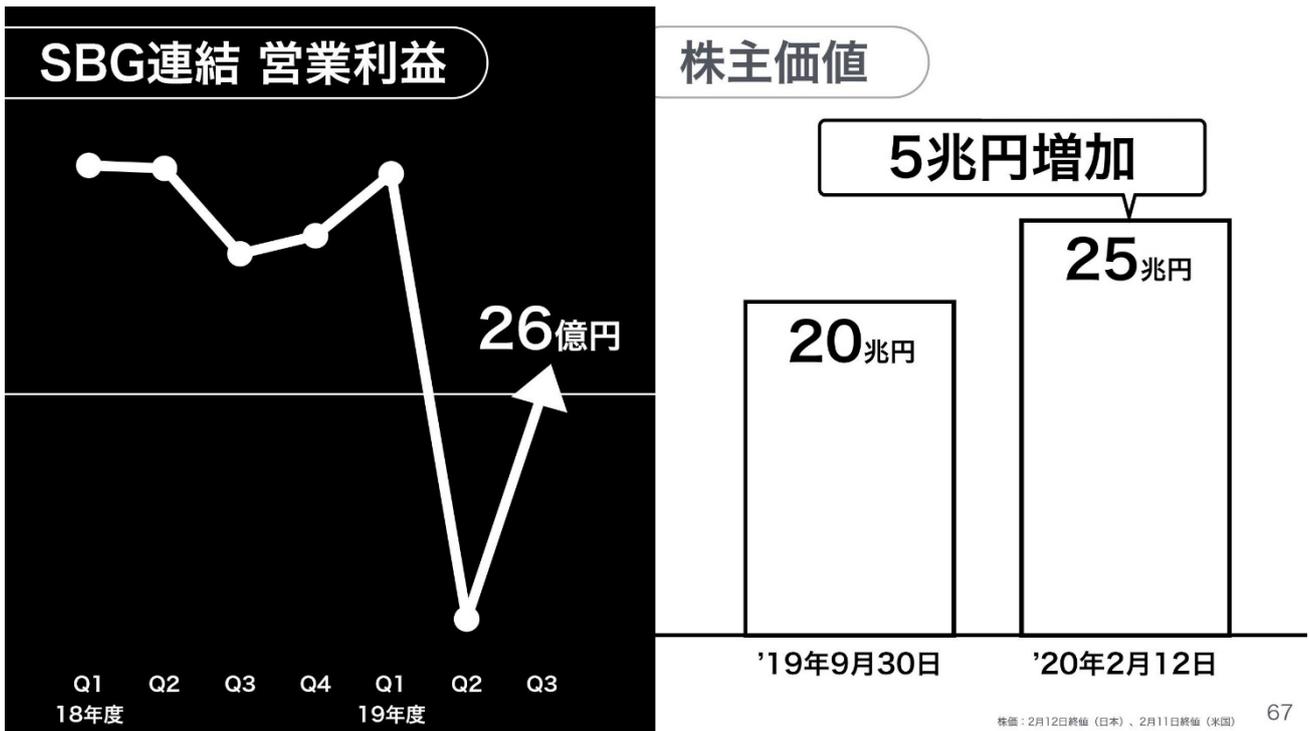
また、SVF 以外のソフトバンクグループ全部を足すと、大赤字だったものが 26 億円の黒字になった。これも今、言いました 3,000 億の今日現在の利益を加えると、26 億円の黒字ではなくて 3,000 億の黒字となり、これまた苦しい説明をしているわけです。

要は 26 億円であれ 3,000 億であれ、私に言わせればどっちにしろ誤差だと申し上げたい。なぜならば、SBG の実態としての経営成績は、会計上の営業利益ではなくて「保有株式-借入」、つまり株主の価値がどのくらい増えたのか減ったのかということ。投資会社になったのだから、投資した後の結果の成績を問うということになり、それ以外は売上とかあまり関係ありません。



この中には株に投資している人もおられると思います。皆さんが 10 銘柄、3 銘柄株式を持っていたとして、その会社の売上や営業利益は関係ありますか。要は皆さんにとっての成績は 100 万円投資して、借入が 25 万円あったとすると、合計で 75 万だと。この 75 万円が倍になったのか半分になったのか、投資家である皆さんにとっての一番の成績の物差しではないかと思います。

SBG は 26 兆円が 31 兆円に増えた。9 月末からこの 2 月の 4 カ月で保有している株式が 5 兆円増えたんです。皆さんの財産が 4 カ月で 5 兆円増えたらうれしいと思いませんか。



株価：2月12日終値（日本）、2月11日終値（米国）

67

借入があるだろうと言われても、われわれの借入を差し引いた後、株主として持っている、いわゆる純資産の部分が、借入を引いても 20 兆円が 25 兆円に増えたんです。なぜならば、持っている株が 26 兆円から 31 兆円に増えたからです。つまり、投資した後の成績として 5 兆円、持分の財産、借金を引いた後で増えており、これが 4 カ月間での最も重要な成績の結果ではないかと思うんですね。

つまり先ほど 1 枚の絵を、左から見たらアヒルだ。右から見たらウサギだと。この動物は一体何なんだろう、どっちが正しいんだろうということ言えば、私に言わせればすでに SBG は事業会社ではなく、投資会社であり、投資会社の SBG にとっては、営業利益だとか売上だとかいうのは、実はもはや関係なく、一言で言えば忘れて良い数字だということです。

営業利益

26億円

2020年3月期第3四半期
SBG連結営業利益

株主価値

+5兆円

*保有株式価値 - 純有利子負債
2019年9月30日から2020年2月12日までの増加額 68

余計なその数字があるがために、SBG の価値を複雑なものとして分かりにくくしているということです。つまり 26 億円なのか 5 兆円なのか。いやいや 3 カ月で 3,000 億、営業利益が増えたとか減ったとか。どうでもいい話じゃないのか。

なぜ、このように違うのかということですが、この中にいる皆さんで Uber の株が上がった下がったで、これが営業利益に直接結びつくか。アリババの株が上がったか下がったかで、これが SBG の営業利益に一体いくら影響を与えるのか分かる方、100%断言できるだけわかる方、ちょっと手を挙げてください。

Uber の株が SBG にとって株価が上がったことを 100%営業利益でカウントすべきかどうか。じゃ、アリババの株価が上がると、SBG の営業利益に 100%カウントすべきかどうか。両方比べて、どっちは 100%カウントして、あるいは 50%カウントして、どっちは何パーセントカウントすべきでないと、100%断言出来る自信がある方、ちょっと手を挙げてください。

えっ、ちょっと待ってください。1 人いました。残りの人全滅ですか。これ大問題ですよ。これは皆さんが悪いんじゃない、私が悪いですね。皆さんに分かるように今まで説明し切れてなかった私が悪いと。でもこの説明を聞いた後は皆さん、明日から物の見方を、ぜひちょっと変えた見方で見てほしいと思います。

はい、じゃあ、手を挙げた方、言ってください。

参加者：Uber が 100%で、アリババが 0%です。

孫：はい。正解です。

Uber等
(SVF保有株式)

株式価値の増減を
**営業利益に
計上**

Alibaba等
(SBG保有株式)*

株式価値の増減を
**営業利益に
計上無し**

*SVF保有株式以外 69

SBG の持分である Uber の株が 1,000 億上がった、下がった場合、これは 100%、SBG の営業利益にカウントします。一方、われわれが持っているアリババの株が 1,000 億上がった、下がったというのは、SBG の営業利益には 1 円もカウントされません。

会計上そうなっているんですね。これは正しい会計をしているんですよ。何が違うかという、Uber だとか WeWork だとか、Slack だとか Guardant Health、これは SVF 経由で持っています。SVF はオペレーティングカンパニーとして、その投資を生業とする器として持っている。だからこれは SVF の GP として、営業利益にカウントします。

しかし、アリババの株は SVF 経由ではなくて、つまりファンド経由ではなくて SBG が直接、あるいは持株会社を通じて持っているというようなことなので、ファンド会計ではありません。したがって、アリババの株は、いくら上がっても営業利益にはカウントしないということです。

もう一度戻りますよ。営業利益 26 億円の中には、アリババの株は上がっても 1 円もカウントしていません。実際は 5 兆円、われわれの持ち株、価値が増えた中の圧倒的の大半は実はアリババなんです。アリババが 4 兆円ぐらい増えているが、それは営業利益には 1 円もカウントしてないということです。

実はこの 3 カ月間ぐらいの間、いろんな私の友人から「マサ、大丈夫かと、俺はお前の友達だ、お前の味方だ」と慰めるようなまなざしでいっぱい声をかけられました。声をかけない方は「ざまあ

みろ。SBG は今、窮地に陥っていて、もうすぐ倒産するんじゃないか、ヤバいんじゃないか」というようなまなざしで見ている人もたくさんいました。

しかし、私は心の中で、いやいやまあ、慰めてくれるのはありがたいけど、実態は 5 兆円財産が増えていると。もし、アリババを営業利益としてカウントするならば、あるいはスプリントの株価が今回、昨日 1 日で 70% 値上がりしましたけれども、これを営業利益としてカウントするならばものすごいリッチだし、別に営業利益の数字がほしいわけじゃないのでどちらでもいいのですが、単に会計上の物差しで、Uber の株は営業利益に 100% 影響を与えるけれども、アリババの持ち株は 1 円も営業利益にカウントされないということです。

当社の最重要指標

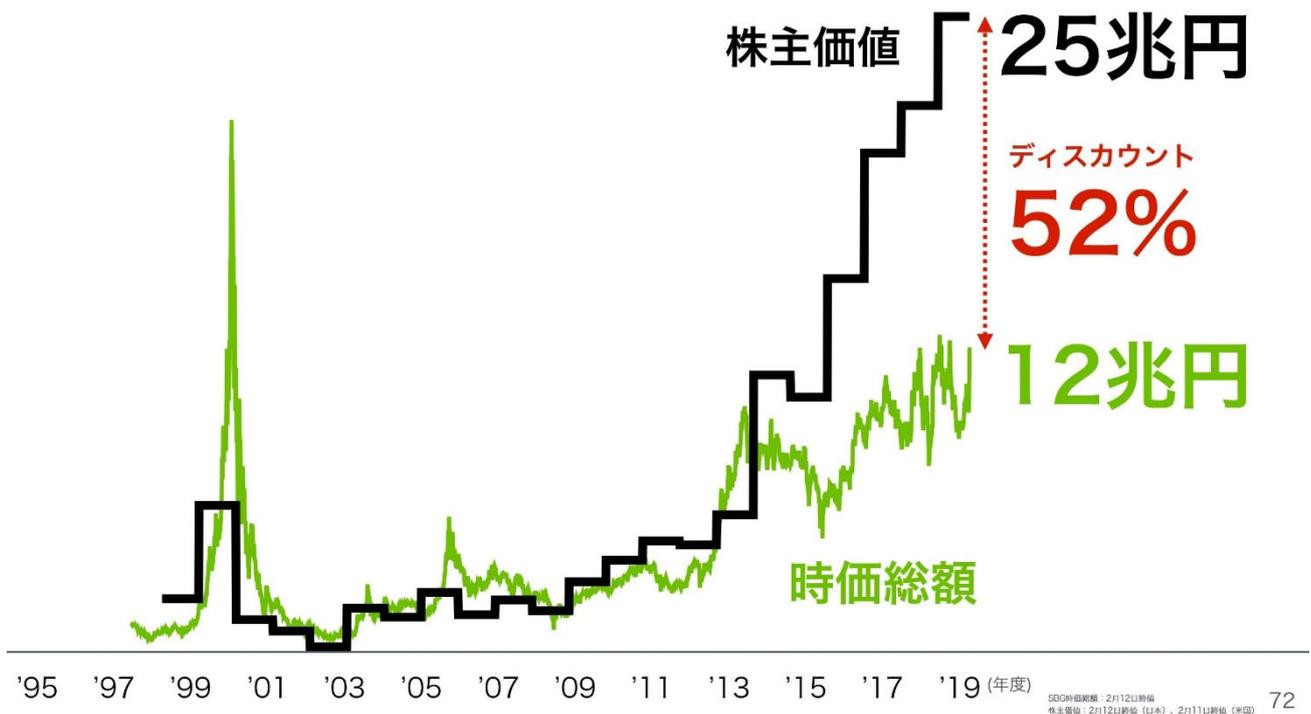
株主価値

(保有株式価値 – 純有利子負債)

70

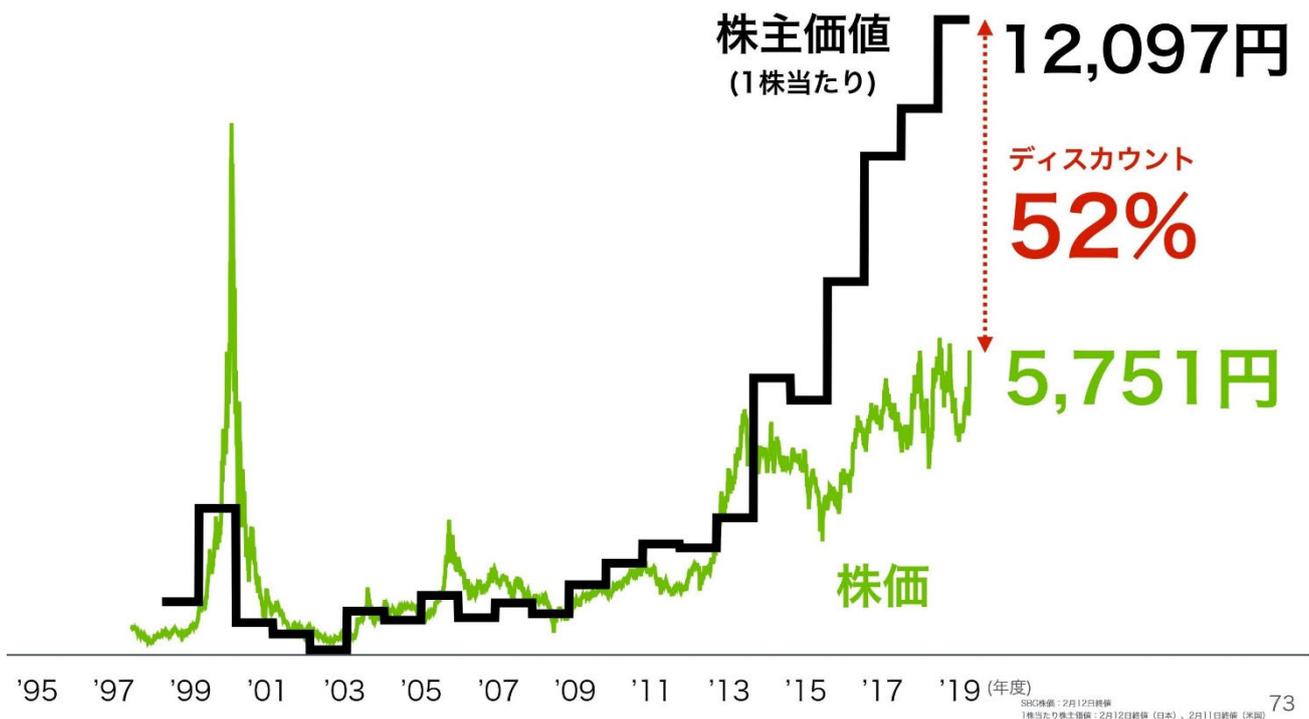
結果、SBG を営業利益で計るべき会社なのか、株主価値で計るべき会社なのか。最初に結論を言いましたが、先ほどのウサギかアヒルかという絵で言うと、SBG の今後の業績の指標はただ一つ、右から見ましょうと。ただ一つ、株主価値、つまり借金を差し引いた後の投資したお金が増えたのか減ったのかということ。その価値で言うと、実はこの約 4 カ月で 5 兆円増え、20 兆円が 25 兆円になったということは、投資会社としては、ものすごい立派な成績を上げたのではないかと思います。

われわれの株価は、今日一日で 11% 増え、約 12 兆円になりました。一番ピークのときには 20 兆円を超えたぐらいあったんですね、2000 年の頃は。



しかし、SBGの唯一、ただ一つの経営指標としてこれから見るべきだと主張したいこの株主価値は、一貫して一番株式時価総額が高かった2000年の頃をはるかに上回り、株主価値はこの20年間、ほぼ一貫して上がっており、しかも2次曲線で増えているということです。この2次曲線で株主として持っている実質的なSBGの財産は工場だとか土地ではなくて、ほとんど有価証券です。投資会社です。有価証券の価値から借入を引いた額が25兆円になっている。

1株あたりに直すと、今日の終値で株価は5,751円です。でも1株あたり皆さんが持っている価値「有価証券-借入」、これは1万2,000円であるということです。約52%ディスカウントされているということ。



73

52%ディスカウントされているから、最近、物言う株主などがSBGの株に興味を持っていたが、市場を賑わせたりしていますが、要は実力以下にしか株価はまだ評価されていないということです。良いのか悪いのかは別としまして、とにかくわれわれの株主価値は一貫して増えているということです。



でも世の中の見方は危うい SBG と。もうじき倒産しそうな SBG というふうに見ている人も、今現在もたくさんいるのではないかと思います。冒頭で申し上げました今日の決算発表の結論ですけれども、「潮目が変わった」と。「潮目が変わった」決算発表というのが今日の決算発表です。

黒字回復

**株主価値
+5兆円^{*1}**

**合併
最終段階^{*2}**

Sprint T-Mobile

*1 2019年9月末比
*2 本取引は、完了に必要なすべての連邦規制当局（米国司法省（DOJ: Department of Justice）および米国連邦通信委員会（FCC: Federal Communications Commission））の承認を取得しました。また本取引では、承認が必要な19州の公益事業委員会（PUC: Public Utility Commissions）のうち18州から既に承認を得ており、カリフォルニア州のPUCの承認を残すのみとなっています。本取引は、引き継ぎクローニングに係る前提条件（本訴訟の解決および本取引の当事者間で残存するビジネス上の課題の解決を含みます。）の充足を必要とします。

75

何が変わったのかというと3点ですね。黒字回復基調になり、株主価値が5兆円増えたこと。三つ目はスプリント。今まで最大の懸念事項でありましたが、スプリントが合併の最終段階に入ったということです。この3点が、ソフトバンクグループの「潮目が変わった」ということを申し上げたいと思った点です。



われわれの事業活動はいろいろあります。会社の創業、そしてこれからの理念。これは経済活動のためだけにやっているわけではありません。あくまでも情報革命を通じて人々に幸せになってもらいたい。少しでも幸せになってもらいたいというのが経営理念で、そのことのためだけに会社を営んでいるわけですが、上場会社として株主の皆さまから大切な資金を預かって経営をしているので、上場会社の経営の責務として「株主価値の最大化」を図るとというのが、われわれの経済活動における使命だと思っています。

今日の決算発表は以上です。ありがとうございました。

IMPORTANT INFORMATION

This presentation (this “Presentation”) is furnished to you for informational purposes in connection with the interests of SoftBank Group Corp. (together with its affiliates, “SoftBank”) and is not, and may not be relied on in any manner as, legal, tax, investment, accounting or other advice or as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy limited partnership or comparable limited liability equity interests in SoftBank Vision Fund L.P. (together with, as the context may require, any parallel fund, feeder fund, co-investment vehicle or alternative investment vehicle, the “Vision Fund I” or “SVF I”) or SoftBank Vision Fund II-1 L.P. and SoftBank Vision Fund II-2 L.P. (together with, as the context may require, any parallel fund, feeder fund, co-investment vehicle or alternative investment vehicle, “SVF II” or the “Vision Fund II”), each managed by SB Investment Advisers (UK) Ltd. (the “Manager” or “SBIA”) and its affiliates thereof. This Presentation is not intended to be relied upon as the basis for any investment decision, and is not, and should not be assumed to be, complete. The contents of this Presentation are not to be construed as legal, business or tax advice.

None of Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager, SBIA, SoftBank or their respective affiliates makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and nothing contained herein should be relied upon as a promise or representation as to past or future performance of Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager or any other entity referenced in this Presentation.

Recipients of this Presentation should make their own investigations and evaluations of the information contained in this Presentation and should note that such information may change materially.

For the avoidance of doubt, the Vision Fund I is a prior fund managed by SBIA which is not being offered to investors. Information relating to the performance of the Vision Fund I or any other entity referenced in this Presentation has been included for background purposes only and should not be considered an indication of the future performance of the Vision Fund I, any other entity referenced in this Presentation or any successor fund managed by SBIA.

References to any specific investments of the Vision Fund I, to the extent included herein, are

presented to illustrate the Manager's investment process and operating philosophy only and should not be construed as a recommendation of any particular investment or security. The investment performance of individual investments in the Vision Fund I may vary and the performance of the selected transactions is not necessarily indicative of the performance of all of the applicable prior investments. The specific investments identified and described herein do not represent all of the investments made by the Manager, and no assumption should be made that investments identified and discussed herein were or will be profitable.

Statements contained in this Presentation (including those relating to current and future market conditions and trends in respect thereof) that are not historical facts are based on current expectations, estimates, projections, opinions and/or beliefs of the Manager. Such statements involve known and unknown risks, uncertainties and other factors, and undue reliance should not be placed thereon. In addition, no representation or warranty is made with respect to the reasonableness of any estimates, forecasts, illustrations, prospects or returns, which should be regarded as illustrative only, or that any profits will be realized. Certain information contained herein constitutes "forward-looking statements," which can be identified by the use of terms such as "may", "will", "should", "expect", "project", "estimate", "intend", "continue", "target" or "believe" (or the negatives thereof) or other variations thereon or comparable terminology. Due to various risks and uncertainties, actual events or results or actual performance of the Vision Fund I or any successor fund managed by the Manager (or any other entity referred to herein) may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. As a result, investors should not rely on such forward-looking statements in making their investment decisions. Further, the targets stated herein are based on an assumption that economic, market and other conditions will not deteriorate and, in some cases, improve. These projections involve significant elements of subjective judgment. No representation or warranty is made as to future performance or such forward-looking statements.

None of the information contained herein has been filed with the U.S. Securities and Exchange Commission, any securities administrator under any securities laws of any U.S. or non-U.S. jurisdiction or any other U.S. or non-U.S. governmental or self-regulatory authority. No such governmental or self-regulatory authority will pass on the merits of the offering of interests in the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager or the

adequacy of the information contained herein. Any representation to the contrary is unlawful. Except where otherwise indicated herein, the information provided in this Presentation is based on matters as they exist as of the date of preparation of this Presentation and not as of any future date, and will not be updated or otherwise revised to reflect information that subsequently becomes available, or circumstances existing or changes occurring after the date hereof.

Certain hypothetical company valuation scenarios herein contain projections and assumptions with respect to the performance of companies. These hypothetical scenarios, including the projections and assumptions contained therein, have been prepared and are set out for illustrative purposes only, and do not constitute forecasts and are not necessarily based on a Vision Fund I company or a SoftBank investment. Such information is presented to demonstrate certain factors considered in the valuation of a company, and does not purport to be a complete list of factors considered by SBIA or SoftBank in the valuations of their respective investments.

Vision Fund I performance herein is based on unrealized valuations of portfolio investments. Valuations of unrealized investments are based on assumptions and factors (including, for example, as of the date of the valuation, average multiples of comparable companies, and other considerations) that the Manager believes are reasonable under the circumstances relating to each particular investment. However, there can be no assurance that unrealized investments will be realized at the valuations indicated herein or used to calculate the returns contained herein, and transaction costs connected with such realizations remain unknown and, therefore, are not factored into such calculations. Estimates of unrealized value are subject to numerous variables that change over time. The actual realized returns on the Vision Fund I's unrealized investments will depend on, among other factors, future operating results, the value of the assets and market conditions at the time of disposition, any related transaction costs and the timing and manner of sale, all of which may differ from the assumptions and circumstances on which the Manager's valuations are based.

Vision Fund I performance is based in part on valuations of certain investments that were recently acquired by the Vision Fund I as a portfolio from SoftBank Group Corp; accordingly, the

performance information herein, which is based in part on valuations of unrealized investments, is not indicative of future results. The selection of such investments, the timing of such acquisitions and the valuation and subsequent performance of those investments had a material and positive impact on the performance of the Vision Fund I. SoftBank Group Corp. is under no obligation to offer similar assets to the Vision Fund I in the future.

Past performance is not necessarily indicative of future results. The performance of the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager may be materially lower than the performance information presented herein. There can be no assurance that the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager will achieve comparable results as those presented herein or that investors in the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager will not lose any or all of their invested capital.

Certain information contained in this Presentation has been obtained from published and non-published sources prepared by other parties, which in certain cases has not been updated through the date hereof. While such information is believed to be reliable for the purposes of this Presentation, none of the Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager, the Manager, SoftBank, or their respective affiliates assumes any responsibility for the accuracy or completeness of such information and such information has not been independently verified.

Third-party logos and vendor information included herein are provided for illustrative purposes only. Inclusion of such logos does not imply affiliation with or endorsement by such firms or businesses. There is no guarantee that the Manager, the Vision Fund I's portfolio companies, any future portfolio companies of a successor fund managed by the Manager or SoftBank will work with any of the firms or businesses whose logos are included herein in the future.

免責事項

本資料に記載されている計画、見通し、戦略およびその他の歴史的事実でないものは、作成時点において入手可能な情報に基づく将来に関する見通しであり、さまざまリスクおよび不確実性が内在しています。実際の業績は経営環境の変動などにより、これら見通しと大きく異なる可能性があります。

ります。また、本資料に記載されている当社および当社グループ以外の企業などにかかわる情報は、公開情報などから引用したものであり、情報の正確性などについて保証するものではありません。

本資料中のスプリント・コーポレーション（以下「スプリント」）に関するいかなる記載も、当社がスプリントに対する投資家としての立場から行っているものに過ぎず、スプリントを代理して、又はスプリントのために行われたものではありません。本資料中のスプリントに関するいかなる情報も、スプリント自体が今後行うあらゆる開示に服します。スプリント及び当社はいずれも、スプリントが今後行う開示に関連して、又は今後発生する事象を反映するために、本資料中の情報を更新する義務を負いません。本資料におけるいかなる記載も、スプリントが自ら開示等を行う義務を構成するものとして解釈されてはならないものとします