

## ソフトバンクグループ株式会社 2022年3月期 第2四半期決算 投資家向け説明会

### 質疑応答録

開催日：2021年11月10日（水）

登壇者：取締役専務執行役員 CFO 兼 CISO 兼 CSusO 後藤 芳光

常務執行役員 経理統括 君和田 和子

SB Investment Advisers Managing Partner CFO Navneet Govil

#### 質問者 1

Q1:

今回の自社株買いについては、LTV の制限付きという、ある意味特殊なものになっています。恐らく想像するに、金融市場のある程度のボラティリティを想定されたものではないかと思えます。可能な範囲で、取締役会でどのような金融市場のポジティブ、ネガティブのリスクを勘案されたのか教えてください。これは恐らく、御社のビジョン・ファンドその他の投資環境についての認識にも関わることはないかと思えます。

A1:

（後藤）自社株買いのための考慮すべき前提を幾つか準備しているわけですが、全体の市場のボラティリティは当然一つの大きなテーマです。それについてのコメントの仕方はなかなか難しいのですが、やはり現在この1年間、私たちの評価が大変不安定だった一番の要因が中国問題だったということは間違いのないと思います。こちらは、まだ今後、どのくらいの期間、どのくらい市場に対する影響があるのか、もしくは行き過ぎている問題がどのくらいわれわれにとってポジティブな変化が起きるか、これが分かれば苦労しないわけですし、それが分からない以上は、逆にわれわれの基本ルールを前提に皆さんにお話しするのが一番分かりやすいだろうと思っているのです。裏を返すと、どういう市場影響があるかについては、大きなリスクがある可能性がある、そこについてはどんなときがあっても皆さまが不安にならないようにわれわれの基本ルールを徹底して遵守していこうということを改めてメッセージに入れたかったということです。

Q2:

NVIDIA については孫さん（SBG 代表取締役 会長兼社長執行役員 孫 正義）が決算説明会で非常に価値が上がっているとおっしゃっていました。仮に予定どおり取引が成立した場合、NVIDIA の株式についてはどんな制限条項が現金化、資金化に入っているのでしょうか。また、実際に実現した場合、どのように成長、株主還元、そして財務改善に使われるので

しょうか。

A2:

(後藤) NVIDIA のディールがこのままクローズすること、私ももちろんそれを期待していますが、現時点で何か皆さまに開示できる内容は特にありません。ディールクローズ後は基本的にはかなり大きな金額の上場株である NVIDIA 株がわれわれのアセットに加わる、ラインアップに加わるわけですね。流動性も高いですし、規模も大きい。また、われわれのフォーカスする AI ど真ん中の銘柄でもあります。今、私たちはさまざまなアセットを使って調達を行っていますが、こういった材料としては最適な材料だろうとは思っています。できるだけ予定の期間内でのクローズを実現して、その後の財務の柔軟性に大きく寄与することをわれわれも楽しみにしています。

質問者 2

Q1:

自社株買いに関する質問なのですが、今回、自社株買いを発表されたときの NAV ディスカウントは、資料によると多分 52%ぐらいだったのかなと計算しました。それで、従来、以前やられたときよりもディスカウントが少し小さいのかなというレベルでご発表されたかと思うのですが、このディスカウントに関して、例えば NVIDIA や PayPay など、ポテンシャルな価値を何らかの計算で含めて安いぞというご判断で実行される一つの材料になったのかどうか。もしそういう判断が背後にあるのなら、どういうふうなエスティメートを入れているのかといった辺りをご紹介いただければと思います。

A1:

(後藤) 確かにディスカウントのレベルは 50%少しぐらいだろうと思います。孫からも繰り返しコメントがありましたが、彼は筆頭株主でもありますので、株主としても彼は買いたいと言って、何で買いたいかという、安いからということで、比較した場合、確かに昨年実施した時点のディスカウントと比べると、現在の時点のディスカウントはまだまだそれよりは良いレベルなのですけれども、とはいえ、昨年巨大な 2.5 兆円という自社株買いを行いました、この平均取得単価を常に下回っている状態なのです。今の時点で、まずこの比較に関してはやはりかなりディスカウントは大きいと判断している部分があるわけです。

一方、ご指摘のとおり、今後われわれの実質価値、企業価値の上昇の可能性というのは、さまざまなポジティブな材料を持っているわけです。具合的に NVIDIA か PayPay かということは言及しませんが、もちろんこの二つの銘柄は規模的にも将来性も大変魅力的な銘柄であるのは間違いないところで、これは皆さんも同じご意見ではないかと思います。もちろんこれだけではないのです。ビジョン・ファンド、今、多く仕込んでいる多くの投資先

が今後継続的に花開いていく、そういった仕組みがしっかりできてきているのではないかなという、その全体の仕組みに対する期待感を僕らは持っているわけです。であれば、今の時点でやはりそれをメッセージとして市場に出すことは重要なテーマだろうと考えています。

Q2:

これからビジョン・ファンドも安定的に御社に対して分配を出していく、または増えていく可能性があるのかなと思っているのですが、そうすると、ビジョン・ファンドの事業も一定の投資の成功という段階に入ってくるかと思います。それで、過去には御社の大型投資が成功していた。例えばソフトバンク(株)などもそうでしたが、そのときは配当をかなり増やされるということをしてきたと記憶しているのですが、質問としては、自社株買いと配当というのは少し長い目で見ると、どういうふうな方針をわれわれとして考えておけばいいのでしょうか。

A2:

(後藤) 株主還元の方法として、今ご指摘のとおり、増配と自社株買いとあるわけで、これがより多くの投資家の皆さんがどちらを期待していらっしゃるかということが大事です。一方で投資家さん、これは 0/100 の議論ではないので、例えば、われわれの同業的な、例えば GAFA、IT・AI 系の先駆者たち、こういった企業のトレンドを見ると、どちらかというと配当性向よりは総還元性向で見ているところがあるだろうと思います。ただ、0/100 ではない。やはり配当も重視しておられる投資家さんもいらっしゃるのです。そこはバランスだと思っています。ですから私たちも配当はずっと維持しつつ、また少しずつこれまでの歴史でいうと増配をしてきていると思います。今後も多岐にわたる投資家還元を考えていく中では、自社株買い一本やりではないと思います。ただ、税の問題も含めてさまざまな総合的なメリットを勘案したときの自社株買いの優位性は、私は若干あるだろうと思っています。

質問者 3

Q1:

WeWork をビジョン・ファンド 2 に移した背景、理由を教えてください。ビジョン・ファンド 2 は実際にはもう御社単独の投資なので、持株会社投資事業と違いがセグメント的に難しいような気がするのですが、WeWork をビジョン・ファンド 2 に移した背景と、持株会社投資事業とビジョン・ファンド 2 の違いも教えていただけたらと思います。

A1:

(後藤) 私どもの社内で、先日も実は取締役会でも、グループ全体を見渡すと幾つかのエンティティがあるのですが、どこのエンティティでどういう投資先ポートフォリオを持つべきか、その最適化の構図はどうだというような議論をさせていただいて、取締役会での議論の方向性というのは、今われわれのどこで持つかというルールとして運用している状況でございます。われわれ SBG が単体として持っていくアセットというのは明らかに、例えばわれわれ SBG の事業としての本質的な関係性が深く、オペレーションベースでの関係性が深い、事業シナジーというと少し言葉が軽いけれども、とにかく関係が深くて密接なつながりがあって切り離せないアセットであるというケース。また、極めて微細なもの、小さいものも、そこまでやらなくてもいいだろうというような小さいもの、こういったものは、SBG の直接投資のまま維持しておくべきだろう。上場株に類するものというのは、基本 SB Northstar なのだろうと。そして、残ったものがプライベートエクイティになります。プライベートエクイティに関してはビジョン・ファンドで保有すべきだというのが基本的な考え方なのです。こういったグループ内の切り分けに基づいた WeWork の今回のビジョン・ファンドというポジション取りの理屈というふうに考えていただければと思います。

### 質問者 3

これからプライベートエクイティ、未上場株投資はビジョン・ファンドが基本で、その他、例外的なものが、特別なものが持株会社投資事業という形なのですか。

(後藤) そのとおりです。実際、WeWork を例として今お話しいただきましたけれども、他の株式もそのルールで全部移しているのです。われわれのルールということでご覧いただければと思います。あと、ファンド出資のケースなども、基本は SBG がやるべきだろうかと、例外のケースはあるかもしれませんが、そんなルールを決めています。

Q2:

自社株買いについてなのですが、昨年の 4.5 兆円プログラムのときの自社株買いのストーリーというのは整っていたというか、美しかったと思います。エグジットが 4.5 兆円あって、社債の償還もあって、自社株買いもと、今回もきっと背景にはそういう計算が若干あったのだろうと思うのですが、あまりストーリーがなかったのも、なかなか皆さん理解しにくくて、期間内に終えないかもしれないというのも、なかなかどう整理したら分からないところもあるのだと思います。できれば去年のようなきれいな計算でなくて構わないので、これからのキャッシュインフローが、例えばこれから 2 年で 2 兆~3 兆円あって、社債の償還とか増えるのが、社債の話もあって、あと自社株買いが 1 兆円あって、そういうバランスの下でやると。ただ、エグジットというのは、例えば 1 年でどれぐらいというのは決められないので、2 年かかるかもしれないので、1 年間では全部決まらない、全部できないかもしれない。例えばそういうキャッシュに基づいた、金額が 1 兆円である理由と、

期間が1年であるということをお教えいただけるとありがたいなと思います。

A2:

(後藤) なぜ期間が1年なのかというのは、これはルールで枠取りは1年だということですので。従って、1年間というものを取締役会で決議しているということですね。まずその前提ですが、4.5兆円プログラムのときの自社株買いと今回の一番大きな違いがあります。何かというと、あのときは4.5兆円の資産の資金化をするプログラムを発表して、それに基づいてそれをどう分割するかというのが昨年の発表です。ですから、非常に当初から、まず入りが明確になっているんですね。それに対しての三分法という説明でございました。

今回のポイントは、われわれ、これから向こう1年間にかけて投資先からの分配がどれだけ来るかというのを大いに期待しています。それから、われわれが持っているアセットも必要に応じて資金化も今後継続していくわけですが、それが今回お約束できるものではないです。ただ、お約束はできないけれども、先ほど申し上げたように、多くの材料があります。多くの材料があるだけにわれわれは相応の期待をしています。従って、それをさまざまなリスクを割り引いて考えても向こう1年間で1兆円ぐらいというのは十分達成できる目標だと考えているわけです。配当可能利益は2兆円ぐらいあるわけですから全然問題ないということになりますし、そうすると、やはりこの1兆円というのは、いろいろな、われわれなりに保守的に考えて、言う以上はぜひやりたいと思っている数字ではある。ただ、それに関しては幾つかの考慮ポイントがあり、先ほど申し上げたように、企業環境、経済環境、国際環境も含めて分からないですよね。そこら辺については正直にやはり今の段階で申し上げておくべきだろうと。

今までわれわれは言った分だけやってきたという実績があるだけに、ただ、ここに至っては過去言った分を全部やってきているだけに、やらなかったときに後で言い訳をするというのはわれわれのポリシーではないので、あらかじめ最初からこういった点を考慮しているので場合によっては(満額に)行かないかもしれない、だけど、言っている以上は当然やれる前提をわれわれ確認しながらやっているのですよということも同時にご理解いただきたいなと思っています。

Q3:

そうすると、私たちはこれまで自社株買いは売却ベースで前回と同じような感じで予想していたのですが、それとは全く違う自社株買いが最初に来るものであるというように理解しました。そうであれば、そのトリガーを確認させていただきたいのですが、NAVへのディスカウントということですので、以前はもっと高かった時期もあったりしたので、それ以外のトリガーもご紹介いただけたらと。先ほど後藤さんは中国の株価下落もトリガーの一つになったのではないかとというようなコメントもあったのですが、今回自社株買いのトリガーになったファクターを少し整理して教えていただけるとありがたいです。

A3:

(後藤) トリガーという言葉はどう解釈するかなのですが、今ご指摘になった中国問題というのは、これはディスカウントの要因として中国の問題が大きかろうというふうにわれわれ分析しているということなのですね。NAV のディスカウントのレベルが、例えば、先ほども 50%超だよねというお話がありました。50%超だからやるべきだという数字との明確な連関性はわれわれ持っていません。議論はしています。ただ、例えばディスカウント 50%だったときに、もちろん 50%のディスカウントというのは大きいだけけれども、それをもって何をすべきかという意味決定をするに際しては、(投資家向け説明会プレゼンテーション資料 財務編 36 ページ) 1 (財務方針の堅持) と 2 (投資機会) が重要なのです。3 (NAV ディスカウントの水準) だけではないのです。3 をもって本当にこの 3 をどう評価するかというときに、1 と 2 が重要なのです。ですから、この三つというのは常に同時にそれぞれ分析をしていかないといけない。だから、ディスカウントは 50%だから高いか、低いかわかるのは状況によって変わるし、ディスカウントが 30%であっても高いか、低いかわかるのは状況によって変わると考えています。

#### 質問者 4

Q1:

分配のレベルについて質問です。今後どの程度のレベルでの分配を、ビジョン・ファンド 1 から考えられていますでしょうか。増えているように見えますけれども、今後さらに加速度的に増えていくと見た方が良いでしょうか。

A1:

(Govil) 幾つかの要因によると思います。第 1 号ファンドからどれだけ IPO があるか、またその取引、エントリーバリエーションに対してどれぐらいのリターンが達成できるかという要素もありますし、また、ロックアップピリオドの後、どれぐらいの流動性があるかということにもよると思います。今の勢いを見ていると、われわれとしてはこういった分配は少なくともこのペースを維持でき、もしかすると増加もできると考えています。第 1 号ファンドの存続期間は 7~8 年残っていますので、この中でできる限りの分配を LP にしていきたいと思います。

Q2:

全体の調達ですが、ソフトバンク・ビジョン・ファンド 2 と将来のファンドに外部の投資家が入ることのプロコンについておっしゃってください。

A2:

(後藤) 現時点で私たちはビジョン・ファンドへのエクイティとしての外部投資家の招聘は考えていません。これは今私たちが会社として安全性を維持しながら投資に必要な資金の供給を現時点で十二分にできると考えているからです。その限りにおいては、やはりわれわれの資金を中心に運用している今のスタイルがわれわれにとっての自由度も高いですし、一番快適な状況ではないかと思えます。今後、将来にわたってずっと外部の投資家は不要だというわけではないと思えます。環境の変化、もしくはうちの成長発展のステージそれぞれによって、将来的には外部投資家をお招きすることがベターだと判断できる時期もあるのではないかと考えています。

## 質問者 5

Q1:

ずっと議論が自己株取得に集中してしまっていて、実際の株価もそこは意味があって、自己株式取得で大きく動くという状況になっています。事業を運営されている御社にとってもそれは本意ではないような気もしてしまっていて、ただ、そこには NAV のディスカウントがあるからそういう話になってきている。ではなぜ NAV のディスカウントがあるのかというと、やはり投資ファンドの先行きについてよく見えないということがあるのだと思うのです。ではなぜそれが見えないかというと、結果論ですけれども、規模の分散、業種の分散、カントリーリスクの分散、これが 1 ではあまりうまくいってなかったのではないかと。規模でいけばやはり 1 兆円クラスの WeWork や DiDi、Uber への投資がなかなかパフォーマンスが出ていない、業種でいけばやはり DiDi、Uber など自動車に偏ったところがそのひずみを大きくしてしまっただけで、カントリーリスクでいけば、成長はあるのですけれども、社会システムが違う中国に対してのエクスポージャーがどうだったのかというのは結果論だと思うのです。それぞれの分散が今は 2 においては規模もかなり中・小規模になり、業種も先ほどイノベーション・スーパーサイクルという形で分散され、国においても結果的には中国のようにエクスポージャーが低くなっているということだと思えるのですけれども、こういう状況で、今後のファンドの先行きに対して大丈夫なのだとすることをどのぐらい投資家あるいはマーケットに伝えていけるのかということをお伺いしたいと思います。

A1:

(後藤) ビジョン・ファンド 1 が失敗したか成功したかは、まだ今語るには少し早いかなとは思っていますが、例えば実績的には、(投資家向け説明会プレゼンテーション資料) 財務編の 10 ページで、投資額に対しての累計投資成果は、今の段階でこのように出ています。まあまあ頑張っているのではないかなと内心思っていたりはしますが、まだまだこれは途中ですからね。この(同ページ)下の一番濃いブルーのところの投資中かつ未上場のところがきちんと成功していくことも大事なわけですね。もう少し見守っていきたいと思っていますが、でも途中経過とはいえ、今ご指摘があった部分というのは、われわれが改

善すべきポイントだったというふうにも思っています。

それを反映させた結果が、例えば一つ一つの投資のサイズが、ビジョン・ファンド 1 に比べて 2 は 4 分の 1 ぐらいまで減っているわけです。1 ショット 1,000 億円近い投資が平均だったビジョン・ファンド 1 に比べると 200 億~300 億円まで減らしていますし、あとは（投資家向け説明会プレゼンテーション資料 財務編）11 ページの多様性のところも、このファンドの成長に伴って、分散も地域性の分散というのも広がっていきたくらうと思っています。われわれのディスカウントというのが、このファンドのシステムの部分だけではなくて、われわれの目指すターゲットが AI にあるというのもすごくまだ投資家の皆さんの評価の難しい部分であって、ポジティブな評価をするにはまだ早いというターゲットなのかもしれない。それをどれだけ皆さんにご理解いただけるようにわれわれが実績を持ってお示ししていけるのかというのが、テクニカルな問題ではなく、本質的なディスカウントの解消に非常に重要なテーマだろうと考えています。

（Govil）後藤の言った通りかと思います。ビジョン・ファンド 1 は 5 年、ビジョン・ファンド 2 は 2 年しかたっていないので。今後は投資家に対して自信というものを両方のファンドで与えていけるとと思います。

**質問者 6:**

**Q1:**

ビジョン・ファンドについて、中国銘柄のエグジットということでお伺いしたいと思います。投資先が今、Q3 以降で上場予定のものが続々とあるというお話だったのですが、中国銘柄が今後 IPO をしていく中で、恐らく香港での上場というのが、米国での上場よりも選好されるということになるかと思うのですが、それに当たって何か阻害要因があるのかどうかということと、それをどのように対策できているかということについて、お伺いできればと思います。

**A1:**

（Govil）まず、規制について。まだ新しいというところもありますので、この規制が安定していくかどうかという確認が必要だと思います。また、中国の上場もあり、香港の上場もありということなのでオプションとしてはあると思います。アメリカでの上場も不可能ではないということで、消費者データに関わらなければ、アメリカでの上場もまだ不可能ではないと。今後規制がどのように落ち着いていくかというところを見守りたいと思います。

## 質問者 7

Q1:

(投資家向け説明会プレゼンテーション資料) 財務編スライドの 38 ページ、41 ページで今後の非財務面での今後の取り組み、それから現状の取り組み、進捗をご開示いただいています。この開示の中で持株会社 (SBG) の ESG に関するガバナンスがワークしているかというところが見えないところがありまして、現状、この 38 ページのとおり、ビジョン・ファンドの投資先と同様に持株会社の投資先に対してもこういった仕組みで ESG 評価をしているという理解でいいのか。また、今後、ビジョン・ファンドの規模が大きくなってくると、ここのサステナビリティが重要になってくると思うのですが、投資先についてはインテグレーションされているということで非常にここは私は前向きに評価させていただいています。一方で投資をエンゲージメントしていく従業員の方々のエンゲージメント調査、もしくはロイヤルティーの評価というところも重要になってくるのかなと思うのですが、後藤 CSus0 が今この辺り来年に向けてどのような課題意識を持たれているのかについて、お願いできますでしょうか。

A1:

(後藤) 投資のルールそのものをやはり全社同じルールでしっかりと取り組んでいくことが何より大事だと思っていますので、われわれ持株会社としても、ファンドとしても、もしくはファンドのさらなる投資先であったり、そういった企業群がわれわれの、可能であれば連結会計の世界だけではなくて、実質的な群戦略の中でも同じポリシーで運用されていくことが最も好ましいと考えています。そのためにやるべきことはまだまだたくさんございまして、(投資家向け説明会プレゼンテーション資料 財務編) 38 ページでは大きなスケジュールをお示ししていますけれども、今、Q2 のレベルですよね。まだまだプロセスの策定から現状の課題認識の精査、まだそういったステージと思っています。来年の Q1 からの本格的な年次評価に向けて今足りないもの、まだ築き切れていないものを、それまでの期間に徹底的に洗い出して、われわれの会社なりの非常にワークできる良い仕組みをつくっていきたいと考えています。