

# CFO Letter

## 「攻めの財務」 のすすめ

ソフトバンク(株)  
常務執行役員 財務部長

ごとう よしみつ  
後藤 芳光



### はじめに

若い企業のつもりですが、当社も創業 33 年目に入りました。常に追い求めているテーマは「企業価値をいかに速く、大きく、継続的に増加させることが可能か」。我々財務部門がどのような思想で経営とシンクロしているか、私見ではありますが、この機会にご紹介させていただきます。

### 従来「攻めの財務」

「攻めの財務」と言えば、80 年代を知っている世代には懐かしい響きです。資金運用収益でどれだけ会社に貢献できたかが競われ、極端な場合、低コストの負債調達で得た資金や、エクイティファイナンスで得た「PLの上では」ゼロコストの資金を特金ファントラに回す（資本コストという概念が無視されていたわけですが）。これらは「財テク」ともてはやされておりました。

今一度、財務部門の役割について考えてみたいと思います。

資金運用収益を上げる（もしくは調達コストを下げる）ことは財務部の主な役割でしょうか？ 財務部としてどれだけ利益水準を押しあげたか？ 果たしてそれが一番重要なことでしょうか。

事業会社における手元資金の種類は、2つに大別されると考えています。

1. 運転、設備、投資、配当等、現在もしくは将来の用途が明確に決まっている資金
2. 不測の事態に備える、流動性維持のための資金（安定資金と仮に呼びます）

この2つに分類されない資金がある場合、企業は株主やその他ステークホルダーのために企業価値を高める努力を十分にしていないこととなります。資金がありさえすれば、すぐに実行に移すべき新規事業計画や投資計画をできるだけ多く並行して検討をしておく。その努力が最も企業価値を高め株主の満足を生むわけです。

安定資金は何らかの運用に回すこととなりますが、ここで「この低金利下で預金にするか」「債券運用などさまざまな運用方法を検討して少しでも運用益を追求することが重要か」というテーマをどう考えるでしょうか。

単純化して考えれば、事業利益率（EBIT-DA、営業利益、いずれのベースでもよいです

が)は金融商品の運用利回りとは比較すべくもありません。数bpsの差にこだわるのか? 目の前のわずかな運用益にこだわることも、ダイナミックにレバレッジをかけて行くためにその資金を上手に活用する方法はないでしょうか。また、「安全だけでも少しも高い利回り」を追求するあまり、思わぬロスを被るリスクは本当にないのでしょうか。これは実際の体験に基づく問いです。具体的なお話は控えますが、当社も痛い経験をしています。

「AA格の金融商品は、A格のメガバンクの預金よりも安全なのか?」

安定資金運用には「絶対に」リスクは取らない、とする当社の運用基本方針を踏み外していたわけではありませんが、結果的に私たちは間違えた、ということです。意思決定時に違和感はなかったか。何が、その違和感を追いやったのか? この経験を私たちは経営に活かしていかなければならないのです。

## 「新・攻めの財務」とは

**結論：「事業機会を最大限に活かすための万全の調達準備」**

当社のEBITDAマージンは約40%です。これは全産業の中でも相当に高い方だと思いますが、他社のケースにおいても、前述のとおり、事業利益率は金融商品の運用で財務が稼げるマージンとは比べ物にならない高いレベルと史料します。

できるだけ多くの事業機会を追求すること。そして実行していくこと。これが「運用」です。そうすれば中途半端に運用したくなるような「余資」など存在しないはず。意思決定を行うためにも、競合相手に勝つためにも、また買収先を説得するためにも、資金調達力がカギとなります。特に競合相手のある交渉の場

合、まさに資金は「準備できてから交渉する」のではなく、「交渉のためにあらかじめ準備する」ものなのです。これらは、全く似て非なるものです。

大型の資金調達を通常のスケジュールの3分の1、4分の1の短期間でやりきることで、他社に比べて3倍、4倍の事業機会を会社が検討できることになり、企業価値を3倍、4倍へと差を広げられる可能性を手に入れることができるのです。従って財務部門の役割が企業価値の観点からいかに重要であるかは容易に理解できるはず。特にM&Aで他社と競合状況にあるときには、このスピードが勝敗を決する決定的な材料にもなります。

大型調達を超速で実現させるために重要なことは次の3点です。

1. 主要取引行、証券会社及び投資家に徹底したIRを行い常に当社のクレジットを認知させる
  2. コストにこだわらずに金額とスピードを追求する
  3. 手数料は業界慣行に流されず、リスク（または役務）に応じて独自で金額を判断する
- また、これらを実現するために、より重要な作業があります。

言うまでもありませんが、企業は全てのステークホルダーに対して最善を尽くす義務があります。そのために経営陣が企業価値を高め続けることを追求するならば、財務部門の使命は、まず「最適なレバレッジレベルはどこにあるのか」をイメージすることです。

なぜなら株式価値と負債価値は常に衝突するからです。

負債が減り、クレジットスプレッドが縮小して格付けが高まれば、負債投資家にとってはハッピーでしょうが、株主にとってはありがたい話ではありません。株主は、投資先がレバレッジを（会社が潰れない範囲で）かけるだけ

かけて、株式価値を高めてほしいと願うでしょう。

「最適なレバレッジレベル」は、業種によっても大きく異なりますし、個々の企業でまったく違います。

net debt/EBITDA ratio であれば一般的に安全なレベルは3倍程度まで、と言われてはいるものの、当社はボーダフォン日本法人を買収した時点では6倍弱でしたし、米国スプリント社買収後の現在で推定3.3倍です。環境や時代にも大きく左右されますから、常に今日の当社にとっての最適なレバレッジレベルを追い続けなければならないのです。

当社の場合、企業価値算定は2つの柱があります。主に通信事業から生まれるFCFと、株式を中心とする保有資産価値です。レバレッジを純有利子負債ベースで計るならば、保有資産価値も計算上ネットすべきでしょうから、他の企業とは異なる計算調整が必要です。

最適なレバレッジをイメージできて初めて、そこから限界的にはどこまでテコを効かせられるかが試算できます。つまりチャレンジの上限を見極めることができます。

設備投資であれ、M&Aであれ、将来のFCFを確信して一時的に資金投下する以上、一時的なクレジットの悪化は必要悪です。当社であれば、一時的にはレバレッジレシオが3倍を大きく超えても構わない。大胆に、かつ堂々と受け止め、徹底したIRを実施していくべきなのです。

「新・攻めの財務」には、もう少し具体的なテーマがありますので、次にご紹介させていただきます。

### クーポン5.1%の2年債を発行する判断ができますか？

ここで申し上げたいことは、活用しうるすべ

てのマーケットの状況をリアルタイムで把握しているか？ ということと、メインマーケットが閉じているときに発行体としてどうするか？ というテーマについてです。

リーマンショック前夜、クレジット市場は活況を呈しており、日本においても多くの企業が社債調達に走りました。空前の発行ラッシュの後、社債市場は完全にシャットダウンしました。日本のクレジットマーケットは、ローン市場、社債市場の一方を失った片肺飛行となり、支えなければならない銀行は自らも大きな痛手を負い、過度の負担が生じていました。

安全経営の視点については後ほど述べるとして、日本企業の調達の多様化のためにも、社債市場の再開は国家経済の観点から最重要のテーマのはずですが、このようなとき国の対応は遅々として進まず、というよりも何をしたいのか、というメッセージすら伝わってきません。

要は「3すくみ」状態に陥っていたのです。債券市場は3者のステークホルダーによって構成されています。3者とは、売手（発行体）と買手（投資家）、そして仲介する証券会社。

発行体…社債調達したいが、条件が悪いし証券会社が引き受けてくれない。

投資家…（機関投資家）痛手を負ったので、リスクテイクしてまで投資しにくい。

証券会社…マーケットメイクができず、販売にも自信なく、売買参考統計値ベースの起債でさえ引受の判断ができない。

誰かが動かなければいけない時、自ら行動できる財務部門こそが「新・攻めの財務」を実践できている、と考えます。

当社は継続的にホール債（機関投資家向け）、リテール債（個人投資家向け）両方を定期的に起債してきておりました。特にリテールマーケットに注目し、当時の売買参考統計値ベース

の5.1%ならば必ず売れると確信を持ち、一緒にチャレンジしてくれた証券会社には引受手数料を業界横並びの35 bpsから130 bpsに大幅増額提示し、引受を応諾してもらいました。手数料に一律という発想は全くありません。簡単なものは安く、難しいものは高い。このケースの引受は難易度が高いのですから、手数料も高くても良いのです。結果的に、この起債は大成功で販売は一瞬で終わりました。「ソフトバンクはあんな条件で資金を取って、よっぽど苦しいんじゃないか」と陰口も叩かれましたが、別にいいんです。批判される方には事の本質が理解できていないのですから。

この起債の意味は、「マーケットを自らこじ開けること」にありました。その後、当社はホール債、そして再度リテール債、と次々に起債に成功し、条件もスピードを上げて改善させることができました。ここでもスピードです。他の発行体が起債できない時に先んじて起債できれば、運用エネルギーの溜まっている投資家の資金を先に吸収できることとなります。

### 現預金を常に超潤沢にしておく判断ができますか？

経営の絶対的な安全を守るためには些細なコストに拘泥せず、思い切ったスタンスで財務運営を進められるか、が重要です。

「バランスシートのスリム化」というテーマが、常に多くの企業の財務部門に課されていることでしょう。財務部門がコスト削減を全社に号令する以上、自らも「主体的にコスト削減を行わなければ」という責任感からくる部分もあるかもしれません。

しかし、金融環境は巨大な生き物です。いかに優れた財務マンでも、環境を自ら変えることはできないですし、予測することすら難しい。

その中でブラックマンデーが来ようとも、

リーマンショックが来ようとも、会社を守り切ることが最重要。そのためのキーワードは、「cash is king」です。

前述のとおり、レバレッジをかけたチャレンジが経営者の使命である以上、企業は常に倒産リスクと向き合うこととなります。常に手元資金で数年間の返済圧力に余裕を持って対応できるようにしておく。この状態が、既存借入のリファイナンスや社債のロールオーバーを容易にすることにも直結します。

B/Sのスリム化は、現預金以外の資産を資金化することで、積極的に対応すればよいのです。IFRSでは証券化も負債計上になってしまう、という会計的な議論ではなく、リアルなキャッシュフロー経営としての議論です。その意味では、各種債権や不動産の売却に伴う証券化等は積極活用すべきです。これらノンリコース調達とは、発行体のクレジットを評価する上ではレバレッジからは控除することで、より正確な議論ができるはずだからです。

常に借入の主体はどのエンティティかを意識し、そのレンダーが想定しているCFを決して傷つけないで実現させることが肝心です。B/Sに眠っている調達原資を徹底的に活用することで、クレジットレベルを維持したまま無理なく調達力を高めることができます。

財務部の最大のミッションのひとつは、どんな環境の激変にも耐えられる流動性確保の仕組みを作ること。そのために、

1. 出来るだけ多くの調達マーケットにアクセスしておくこと
2. 出来るだけ調達手法を多様化しておくこと
3. 直間比率に常に敏感であること。コストに惑わされず、決して直接市場に過度に依存しないこと

この3点を常に強く意識しています。

## 財務部門は、会計基準の変更にご立ち向かうのでしょうか？

特に 2000 年の会計ビッグバン以降、それまでの日本での会計における常識が次々と大きく変化したことから、財務部門にとっては大変な時期であったことと思います。変更点を書き出せばきりがありませんし、同じ会社の財務データが、前年度と様変わりしてしまうことも珍しくありません。そして今まさに IFRS の洗礼を日本企業が受け始めたところであり、弊社も今年度から IFRS を本格導入いたします。「IFRS にすべきなのか」「JGAP のままの方が実態に即している」、いろいろなご意見が日本中に渦巻いていると思いますが、もっとも大事な観点は何でしょうか。

それは、投資家の目線に他なりません。

企業価値創造のために、株式投資家、負債投資家、それぞれの投資家に支えられて私たちは経営を続けています。投資家がグローバルに多くの投資先をポートフォリオに入れてモニターする以上、可能ならば同じ会計ルールで分析、評価したい、と考えるのではないのでしょうか。一方、会計基準が変わることで数字が異なると

いう現実があっても、会社自身は何ひとつ変わっていないわけです。投資家はルールがさまざまに違う投資先の財務データを、常にみずからカスタマイズして一律評価しています。

IFRS 導入によって、たとえば負債項目を見ればリース調達も、証券化調達も、みな「有利子負債」となります。適用する会計基準の変更によって大きくレバレッジレシオが変わってしまうことが大変なイベントでしょうか？ 否。当然のことながら、投資家ははるか昔から、リースも、証券化も、有利子負債として読み込んでいます。世界統一の物差しを作る動きがあれば、私は IFRS の導入を支持すべきと考えています。

当社のように M&A を重要な戦略として考える会社にとっては、今回の IFRS 導入はのれん償却の観点からとても有利になる、という話もあるわけですが、ソフトバンクという会社自体は、何も変わりません。会計基準の変更を何か戦略的に考えることよりも、IR を徹底して全てのアナリスト、投資家に当社を徹底的に理解して頂く努力こそ、財務部門に課されている基本テーマと思います。