

ソフトバンクグループの FY2022 Q3 決算 とクレジット評価上の着目点

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト
上田 祐介

[本レポートのサマリー]

2023 年 2 月 7 日、ソフトバンクグループ株式会社(以下、ソフトバンク G)は、2023 年 3 月期 第3四半期の決算を公表した。本レポートでは、同決算内容のうち、同社発行社債などクレジット評価上で重要と考えるポイントについて解説した。

FY2022 Q1～Q3 までの 9 か月累計数値に基づく、ソフトバンク G のクレジット評価上の着目点は下記の通り。

- 純利益の巨額赤字 (-7,447 億円)の主因は、SVF 事業の未実現評価損と、税効果による法人税支払い
- フリーCF は引きつづき + 1.19 兆円のプラス。財務 CF の資金流出を加えてもキャッシュインの状況。営業 CF の落ち込みを投資 CF の抑制でカバーした状況
- ネット有利子負債は、トータルで約-4 兆円の減少(有利子負債減少-3.4 兆円と現預金純増+0.6 兆円)
- 投資会社的な同社グループのビジネスモデルを念頭に、有利子負債と返済余力としての現預金等の計上額との比率が改善していることを勘案すれば、少なくとも前年同期から FY2022 Q3 にかけて実質的な負債の返済能力はむしろ若干改善。ただし、将来の変化は市況に依存しやすく不透明な状況。

なお、社債流通市場における、決算発表翌日(2022/2/8)の社債スプレッドの動きは、米ドル債/円建て債、シニア債/劣後債ともに、わずかな動きに限定。CF への悪化が限定されており、クレジット評価への悪影響は薄いと市場の認識を反映しているものと考えられる。

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

ソフトバンクグループの FY2022 Q3 決算とクレジット評価上の着目点

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. FY2022 Q3 までの9ヶ月累計の決算について

ソフトバンク G の FY2022 Q3 までの 9 ヶ月累計の決算では、	ここでは、ソフトバンク G のグループレベルの損益状況について確認する。以下の図表 1 には、2022 年度と 2021 年度における 4 月～12 月までの 9 ヶ月累計の連結経営成績を比較した。
純利益が-7,582 億円、	- 売上高は 4.88 兆円と前年同期比で+6.4%の増収
株主帰属純利益は	- 投資損益が-1 兆 3,612 億円の赤字 (前年同期比で▲8,094 億円の赤字幅拡大)
-9,125 億円と、それぞれ赤字化	- 税前利益は 前年同期の 1.23 兆円から-2,900 億円の赤字化
	- 税効果の関係で (未実現評価損は実現損ではないため税務上の費用にならない)、引き続き、-4,682 億円の法人税を支払い
	- 純利益が-7,582 億円、株主帰属純利益は-9,125 億円と、それぞれ赤字化

図表 1 ソフトバンクグループの9ヶ月累計の連結損益状況

(単位：百万円)

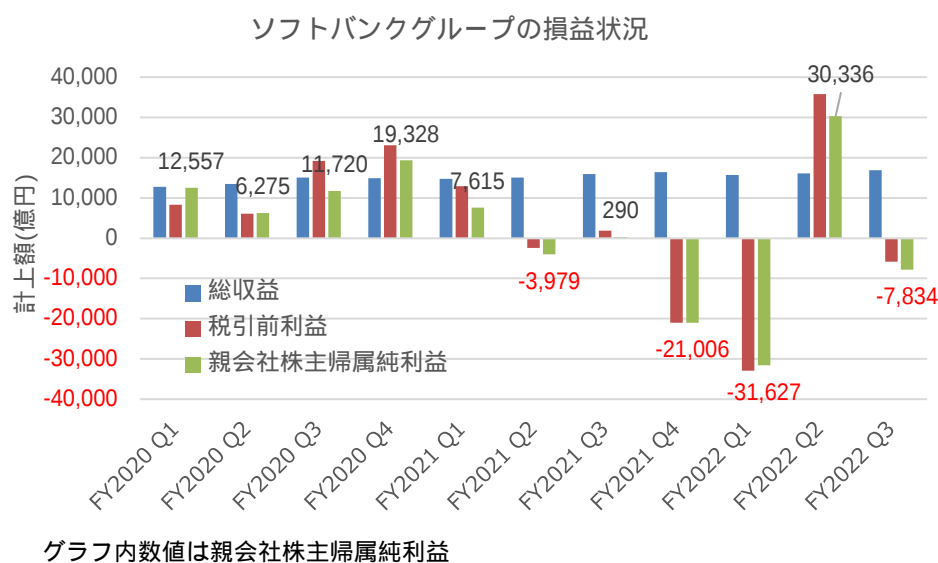
	12月31日に終了した9カ月間			
	2021年	2022年	増減	増減率
売上高	4,580,840	4,875,773	294,933	6.4%
売上総利益	2,476,969	2,579,123	102,154	4.1%
投資損益				
持株会社投資事業からの投資損益	15,956	3,699,600	3,683,644	-
SVF事業からの投資損益	629,134	5,006,755	4,377,621	-
その他の投資損益	61,410	54,011	115,421	-
投資損益合計	551,768	1,361,166	809,398	-
販売費及び一般管理費	1,849,385	1,921,115	71,730	3.9%
財務費用	282,764	433,508	150,744	53.3%
為替差損益	277,372	727,984	450,612	-
持分法による投資損益	203,742	70,611	274,353	-
デリバティブ関連損益 (投資損益を除く)	1,104,221	619,587	484,634	43.9%
SVFにおける外部投資家持分の増減額	170,701	1,145,779	975,078	571.2%
その他の損益	240,380	120,142	360,522	-
税引前利益	1,234,724	290,037	1,524,761	-
法人所得税	585,430	468,203	117,227	20.0%
純利益	649,294	758,240	1,407,534	-
親会社の所有者に帰属する純利益	392,617	912,513	1,305,130	-
包括利益合計	1,591,055	410,565	1,180,490	74.2%
親会社の所有者に帰属する包括利益	1,322,083	260,031	1,062,052	80.3%

出所:ソフトバンクグループ、2023 年 3 月期 第 3 四半期決算短信より

ソフトバンク G は投資会社としての性格が強いため、非現金科目である評価性損益により決算が大きく変動

投資会社としての性格が強いソフトバンク G では、資産の中に市場価格が観測可能な株式等を含む投資資産が多額に計上されている。このため、同社の決算は株式相場の上下動にも連動しやすくなる。ソフトバンク G の四半期損益の会計上の値だけを見れば、3 兆円の赤字を計上した直後の四半期に 3 兆円の利益を計上するなど、株式相場に連動して極端な上下動を繰り返してきた(図表 2)。

図表 2 四半期状況の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュースセットで作成

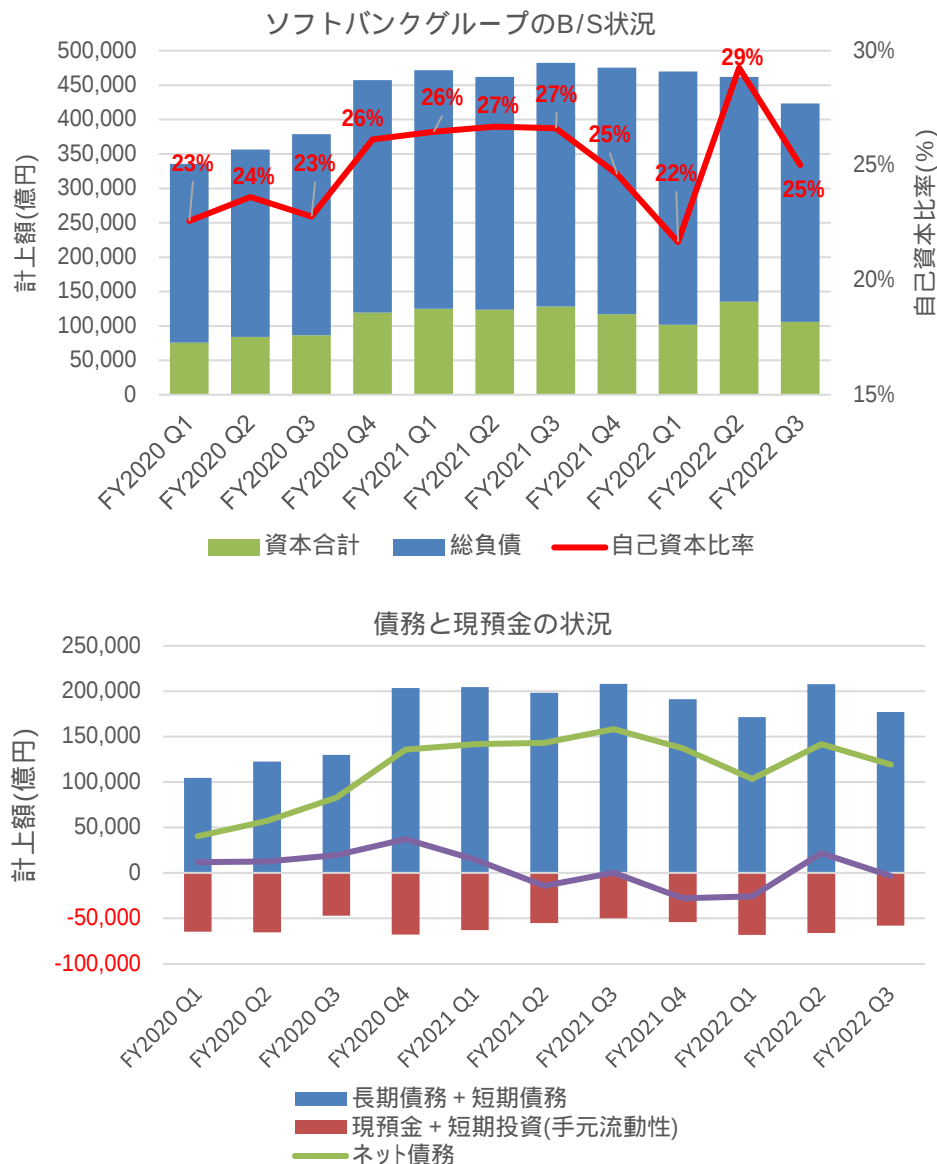
ソフトバンク G の社債投資のための評価を行う目的には、会計上の損益は適さない。

債務の返済余力の多寡の評価尺度として、現預金、有利子負債残高、キャッシュの創出能力、自己資本比率、LTV などを確認することは必要

実際には、こうした極端な損益の変動の多くは未実現の評価損益であり、足元で決算上の赤字に連動した形での大規模な現金の出入りが発生しているわけではない。むしろ現預金も残高を積み増した状況にある。

よって、実態上、投資会社としての性格が強いソフトバンク G の決算を、クレジット評価の観点からは、会計上の利益で評価することが必ずしも適切とは言えない。社債などのクレジット資産のリスク評価の基本は、債務の返済余力の多寡の評価であり、現金、有利子負債、キャッシュの創出能力、自己資本の厚み、などの動きを確認することが、より重要となるためだ。また、ソフトバンク G が財務健全性の目安とする LTV (Loan to Value) も重要な指標となる。

図表 3 四半期財務状況の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュースセットで作成

注: ここでの「債務」の定義はソフトバンク G が独自に定義している調整有利子負債とは異なる点に注意

ソフトバンク G では FY2021 Q3 以降ネット債務は低下。短期的な返済余力については一定程度改善。

一方、返済能力については、今後の市場環境に大きく依存

図表 3 に示したように、同社の自己資本比率は、会計上の損益の影響もあり大きく変動しているものの、FY2020 Q1 頃の水準に比べれば上昇傾向を示している(図表 3 上図)。また、長短債務から手元流動性を差し引いたネット債務の推移をみると、FY2020 Q4 頃からの変動は大きくなく一定の水準を維持しており、さらに FY2021 Q3 以降の動きをみると、むしろネット債務は低下している状況が確認できる。このため、短期的な返済余力については一定程度改善されている、と考えられる。

ただし、同社のビジネスモデル上、企業活動により創出する EBITDA の水準は必ずしも高くないため、投資 CF や財務 CF の状況により中期的な返済能力については、今後の市場環境に大きく依存する。

2. セグメント別の損益状況

ソフトバンク G の 4 つの事業セグメントのうち、大幅な赤字となっていたのは SVF 事業のみ

ソフトバンク G の事業セグメントは、大きく i). 持株会社投資事業、ii). SVF 事業、iii). ソフトバンク事業、d) アーム事業、4 つに大別される。このうち FY2022 Q3 までの累計値で、大幅な赤字となっていたのは ii) の SVF 事業のみであった。以下では、セグメント別の損益状況について確認する。

i) 持株会社投資事業では、利益の大部分はアリババ株式の先渡売買契約に伴う一時利益。売却完了後の利益水準は不明。ただし、評価損も限定されやすくなる。

i) 持株会社投資事業

持株会社投資事業のセグメント利益は、9 ヶ月累計で 3 兆 6,997 億円 (前年比+222%) と大幅な増益になっていた。ただし、この決算にはアリババ株式の先渡売買契約 (4.8 兆円) や T モバイル株式の売却 (248 億円) などの多額の一時利益が多く含まれている。このため、売却完了後に利益を維持できるかどうかは不明な状況にある。一方で、売却により株式保有額が減少すれば、相場変動により生ずる未実現評価損の計上額も将来には減少しやすくなる。なお、今回の 9 ヶ月累計決算では、未実現評価損失が -9,573 億円に拡大していた一方で、実現損失は -2,379 億円に留まっており、資金流出を伴う損失は限定されていた。

図表 4 持株会社投資事業

	12月31日に終了した9カ月間			
	2021年	2022年	増減	増減率
持株会社投資事業からの投資損益	15,848	3,699,716	3,683,868	-
アリババ株式先渡売買契約決済関連利益	68,050	4,838,251	4,770,201	-
Tモバイル株式売却関連損益	3,149	24,842	21,693	688.9%
資産運用子会社からの投資の実現損益	68,315	69,904	138,219	-
資産運用子会社からの投資の未実現評価損益	259,294	62,815	196,479	-
資産運用子会社からの投資に係るデリバティブ関連損益	123,726	4,996	128,722	-
投資の実現損益	269,443	237,859	31,584	-
投資の未実現評価損益	261,777	957,296	1,219,073	-
当期計上額	153,239	946,657	793,418	-
過年度計上額のうち実現損益への振替額	415,016	10,639	425,655	-
投資に係るデリバティブ関連損益	4,211	155,534	159,745	-
為替換算影響額	10,022	-	10,022	-
その他	13,757	13,959	202	1.5%
販売費及び一般管理費	62,426	44,199	18,227	29.2%
財務費用	209,184	317,202	108,018	51.6%
為替差損益	275,129	725,356	450,227	-
持分法による投資損益	221,680	24,708	246,388	-
デリバティブ関連損益 (投資損益を除く)				
(主にアリババ株式の先渡売買契約の影響)	1,106,657	631,115	475,542	43.0%
その他の損益	175,531	87,599	263,130	-
セグメント利益 (税引前利益)	972,977	3,131,767	2,158,790	221.9%

出所: ソフトバンクグループ、2023 年 3 月期 第 3 四半期決算短信より

- ii) SVF 事業では、
-4.01 兆円の赤字を計上。ただし、ほとんどが未実現評価損。
- ii) ソフトバンク・ビジョン・ファンド事業
ソフトバンク・ビジョン・ファンド事業は、9ヶ月累計で SVF1 が-2 兆 3,654 億円の赤字、9ヶ月累計で SVF2 が-2 兆 2,400 億円の赤字となり、さらにラテンアメリカファンドの損失を含む合計の投資損失計上額は、約-5.05 兆円となった。ただし、そのほとんどが、未実現の評価損益(-5.02 兆円)となっていた。また、外部投資家持分の増減により、1.1 兆円程度がオフセットされ、セグメント利益は -4.01 兆円の赤字であった。

図表5 FY2022 Q3 にかけてのソフトバンク・ビジョン・ファンド事業の状況

	12月31日に終了した9カ月間			
	2021年	2022年	増減	増減率
SVF事業からの投資損益	441,004	5,042,699	4,601,695	-
SVF 1、SVF 2 およびLatAmファンドからの投資損益	442,882	5,048,141	4,605,259	-
投資の実現損益	1,118,510	47,040	1,071,470	95.8%
投資の未実現評価損益	1,591,806	5,020,518	3,428,712	-
当期計上額	400,818	4,855,290	4,454,472	-
過年度計上額のうち実現損益への振替額	1,190,988	165,228	1,025,760	-
投資先からの利息及び配当金	25,361	1,190	24,171	95.3%
投資に係るデリバティブ関連損益	51,217	16,191	35,026	68.4%
為替換算影響額	46,164	92,044	45,880	-
その他の投資損益	1,878	5,442	3,564	189.8%
販売費及び一般管理費	61,431	53,184	8,247	13.4%
財務費用	19,812	59,074	39,262	198.2%
デリバティブ関連損益（投資損益を除く）	1,013	865	148	14.6%
SVFにおける外部投資家持分の増減額	170,701	1,145,779	975,078	571.2%
その他の損益	300	2,437	2,137	-
セグメント利益（税引前利益）	350,833	4,010,750	3,659,917	-

出所:ソフトバンクグループ、2023 年 3 月期 第 3 四半期決算短信より

- 短期的に投資残高の処分を求められない限り、同事業からの資金流出は非常に限定された状況
- 投資の実現損益では+470 億円の黒字を計上しており、短期的に投資残高を処分して現金化する必要が生じない限りにおいては、同事業からの資金流出は非常に限定された状況にあったことが確認できる。
- iii). ソフトバンク事業

9ヶ月累計で、+5,455 億円のセグメント利益(前期比-22.2%)を計上していた。

iv). アーム事業

9ヶ月累計で、+549 億円のセグメント利益(前期比+76.6%)を計上していた。

3. キャッシュ・フローの状況

投資活動の減少により
フリーCFは黒字化

財務CFも負債の圧縮
方向

以下の図表6には、ソフトバンクGの9ヶ月累計のキャッシュ・フローの状況を示した。同図によれば、この期間のCFは

営業CFは、+7,248 億円の資金流入

投資CFは、+4,632 億円のキャッシュ・イン・フロー（純額）

財務CFは、-8,759 億円の返済超過

となっていた。この結果、同社の現預金は、2022/3 末の 5.17 兆円から 2022/12 末の 5.78 兆円まで 9 ヶ月間で約 6,091 億円の純増となっていた。

図表6 FY2022 Q3 にかけてのソフトバンクGのキャッシュ・フローの状況

(単位：百万円)

	12月31日に終了した9カ月間		
	2021年	2022年	増減
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,408,979	724,846	1,684,133
投資活動によるキャッシュ・フロー	2,843,565	463,212	3,306,777
財務活動によるキャッシュ・フロー	311,028	875,878	1,186,906
現金及び現金同等物に係る換算差額	79,599	296,873	217,274
現金及び現金同等物の増減額（は減少額）	43,959	609,053	653,012
現金及び現金同等物の期首残高	4,662,725	5,169,001	506,276
現金及び現金同等物の期末残高	4,618,766	5,778,054	1,159,288

出所：ソフトバンクグループ、2023 年 3 月期 第 3 四半期決算短信より

ネット有利子負債は、トータルで約-4兆円の減少(有利子負債減少-3.4兆円と現預金純増+0.6兆円)

次に有利子負債の状況を確認する。同社の短期(流動)有利子負債は、2022/3 末の 7.33 兆円→2022/12 末には 3.87 兆円に-3.4 兆円の純減となった。長期(固定)有利子負債は、2022/3 末の 14.13 兆円→2022/12 末には 14.23 兆円とほぼ横ばいで推移した。この結果、有利子負債全体は-3.4 兆円減少した。

現預金は同一期間において、5.2 兆円から 5.8 兆円に約+0.6 兆円の純増となっており、この結果、ネット有利子負債は約 4 兆円の圧縮となっていた。

4. 社債流通市場の状況

以下の図表7には、ソフトバンク G の米ドル建て債と日本円建て社債の利回りとスプレッドを、シニア債と劣後債に分けて比較した。同図表が示す通り、米ドル建て社債は円債よりシニア債で+5.6%程度、劣後債で+6.6%程度、気配ベースでの利回りが高い状況にある。

図表7 ソフトバンク G の米ドル建て/日本円建て社債の格付け/利回り/スプレッドの格差

	米ドル建て無担保社債								
		債券格付							
		ムーディーズ	スタンダード & プアーズ						
	発行体名称	Moody's	S&P	満期	初回コール日	慣例 年限	単価	利回り (a) (%)	スプレッド (bps)
シニア債	ソフトバンクグループ		BB+	2025/01/06		1.9	93.47	6.85	224.9
劣後債	ソフトバンクグループ	B2u	B+	永久債	2027/07/19	4.4	92.65	8.91	506.9

	日本円建て無担保社債								
		債券格付							
		格付投資情報センター	日本格付研究所						
	発行体名称	R&I	JCR	満期	初回コール日	年限	単価	利回り (b) %	スプレッド (bps)
シニア債	ソフトバンクグループ		A-	2024/06/14	-	1.3	100.45	1.22	111.2
劣後債	ソフトバンクグループ		BBB	2056/06/21	2026/06/21	3.3	95.31	4.35	329.5

出所: Bloomberg データから、5バリュースセットで作成

(注). 米ドル建て債の債券格付けについては、後述の「無登録格付に関する説明書」をご参照ください。

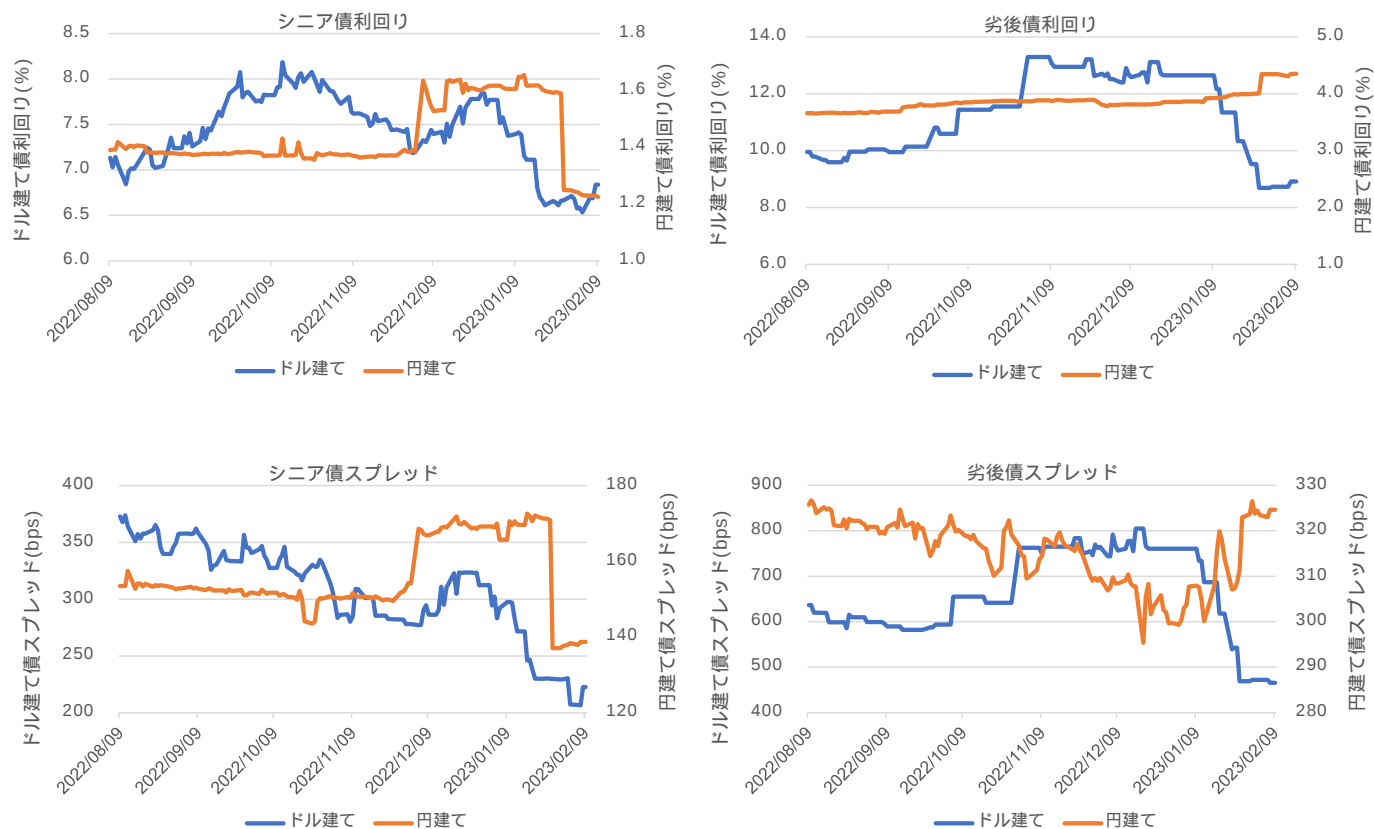
図表に示した市場価格は 2023/2/8 時点の Bloomberg 提供の Bid-Offer の中央値。実際の取引時には、この価格では取引できない点に注意。劣後債の慣例年限、慣例利回り、慣例スプレッドは初回コール日に償還することを想定した場合の想定値。

スプレッドは、シニア債がアセット・スワップ・スプレッド、劣後債は OAS(オプション調整後スプレッド)の中央値で示している。

決算発表翌日の社債スプレッドの動きはわずかな動きに限定。クレジット評価への悪影響は薄いと市場の認識を反映

また、以下の図表8には、ソフトバンク G の米ドル建て債と日本円建て社債の利回りとスプレッドの推移を示した。今回の決算発表を受けても、両市場における公表日翌日の社債スプレッドの動きはわずかな動きに限定されており、特段のサプライズとはなっていない状況が観測できる。CFへの悪影響が発生しておらずクレジット評価への悪影響は薄いと市場の認識を反映しているものと考えられる。

図表8 ソフトバンクGの米ドル建て/日本円建て社債の利回り/スプレッド推移



出所: Bloomberg データから、5バリュアセットで作成

(注) 図表に示した市場価格は2023/2/8時点までの Bloomberg 提供の Bid-Offer の中央値。

劣後債の慣例利回り、慣例スプレッドは初回コール日に償還することを想定した場合の想定値。

スプレッドは、シニア債がアセット・スワップ・スプレッド、劣後債は OAS(オプション調整後スプレッド)の中央値で示している。

以上

追加図表1 ソフトバンクGの四半期決算サマリー

連結損益計算書 (単位: 百万円)	四半期(3ヶ月間)の決算推移							3四半期累計値(9ヶ月間)		
	FQ1 2022 2021/6/30	FQ2 2022 2021/9/30	FQ3 2022 2021/12/31	FQ4 2022 2022/3/31	FQ1 2023 2022/6/30	FQ2 2023 2022/9/30	FQ3 2023 2022/12/31	前年同月比	直近3四半 期合計	増減率
総収益	1,479,134	1,504,370	1,597,336	1,640,694	1,572,030	1,610,447	1,693,296	4,580,840	4,875,773	6.4%
売上原価	667,163	681,308	755,400	852,089	688,239	772,909	835,502	2,103,871	2,296,650	9.2%
売上総利益	811,971	823,062	841,936	788,605	883,791	837,538	857,794	2,476,969	2,579,123	4.1%
販売費及び一般管理費	545,137	549,608	613,865	642,430	576,030	559,272	666,775	1,708,610	1,802,077	5.5%
定常営業費用小計	593,430	593,242	662,713	702,337	626,513	627,827	666,775	1,849,385	1,921,115	3.9%
その他の営業費用	-1,263,068	1,658,303	156,533	2,882,974	2,834,440	-1,984,842	511,568	551,768	1,361,166	146.7%
営業費用合計	-669,638	2,251,545	819,246	3,585,311	3,460,953	-1,357,015	1,178,343	2,401,153	3,282,281	36.7%
営業利益	1,481,609	-1,428,483	22,690	-2,796,706	-2,577,162	2,194,553	-320,549	75,816	-703,158	-1027.5%
純金利費用	74,079	93,226	88,365	91,795	105,521	179,278	94,187	255,670	378,986	48.2%
為替差損益	14,874	77,323	185,175	428,739	819,969	275,457	-367,442	277,372	727,984	162.5%
その他の営業外費用	91,458	-1,363,099	-447,403	-1,220,907	-218,815	-1,866,073	510,275	-1,719,044	-1,574,613	-8.4%
一時損益控除前のEBT	1,301,198	-235,933	196,553	-2,096,333	-3,283,837	3,605,891	-557,569	1,261,818	-235,515	-118.7%
一時損益	8,720	9,574	8,800	7,953	8,618	20,800	25,104	27,094	54,522	101.2%
税引前利益	1,292,478	-245,507	187,753	-2,104,286	-3,292,455	3,585,091	-582,673	1,234,724	-290,037	-123.5%
法人税等	359,989	96,857	128,584	7,207	-196,134	502,332	162,005	585,430	468,203	-20.0%
継続事業からの純利益	932,489	-342,364	59,169	-2,111,493	-3,096,321	3,082,759	-744,678	649,294	-758,240	-216.8%
親会社株主帰属純利益	761,509	-397,940	29,048	-2,100,646	-3,162,700	3,033,602	-783,415	392,617	-912,513	-332.4%
少数株主持分	170,980	55,576	30,121	-10,847	66,379	49,157	38,737	256,677	154,273	-39.9%
純利益	932,489	-342,364	59,169	-2,111,493	-3,096,321	3,082,759	-744,678	649,294	-758,240	-216.8%
EBITDA	1,481,609	-1,428,483	22,690	-2,796,706	-2,577,162	2,194,553	-320,549	75,816	-703,158	

連結財政状態計算書	FQ1 2022 2021/6/30	FQ2 2022 2021/9/30	FQ3 2022 2021/12/31	FQ4 2022 2022/3/31	FQ1 2023 2022/6/30	FQ2 2023 2022/9/30	FQ3 2023 2022/12/31
現預金	4,980,062	5,093,370	4,618,766	5,168,868	6,070,664	5,886,162	5,778,054
短期投資	1,296,538	421,726	347,675	244,436	744,241	707,866	0
現預金 + 短期投資(手元流動性)	6,276,600	5,515,096	4,966,441	5,413,304	6,814,905	6,594,028	5,778,054
営業債権合計	2,152,451	2,009,419	2,299,480	2,147,944	2,349,103	2,515,284	2,681,391
在庫	119,902	128,599	154,262	142,767	142,221	176,859	172,913
その他流動の資産	1,552,401	1,326,507	2,168,123	2,324,574	1,091,982	901,661	908,451
流動資産合計	10,101,354	8,979,621	9,588,306	10,028,589	10,398,211	10,187,832	9,540,809
償却対象固定資産純額	2,846,796	2,717,214	2,732,799	2,757,492	2,824,965	2,572,215	2,590,753
長期投資	19,143,909	19,402,526	20,456,344	18,879,658	16,410,853	20,053,090	17,710,800
繰延税金資産	168,367	176,853	173,469	163,255	148,342	163,791	180,811
その他の固定資産	14,925,171	14,944,574	15,291,972	15,715,676	17,193,970	13,223,639	12,320,071
非流動資産合計	34,237,447	34,523,953	35,921,785	34,758,589	33,753,165	33,440,520	30,211,682
総資産	47,185,597	46,220,788	48,242,890	47,544,670	46,976,341	46,200,567	42,343,244
短期債務	8,935,099	7,396,338	7,519,417	7,569,103	6,819,719	4,609,949	4,073,544
営業負債合計	1,695,139	1,542,463	1,901,154	1,559,849	1,787,154	1,900,666	2,344,659
未払法人税	83,030	161,417	96,474	183,388	125,433	365,274	105,098
その他の流動負債	2,231,547	2,101,165	2,439,550	3,069,122	2,474,402	2,591,955	2,663,339
流動負債合計	12,944,815	11,201,383	11,956,595	12,381,462	11,206,708	9,467,844	9,186,640
長期債務	12,298,662	13,703,116	14,054,502	14,754,477	17,031,156	15,250,042	14,871,263
その他の固定負債	9,451,013	8,976,819	9,385,726	8,700,969	8,563,879	7,963,072	7,691,753
非流動債務合計	21,749,675	22,679,935	23,440,228	23,455,446	25,595,035	23,213,114	22,563,016
総負債	34,694,490	33,881,318	35,396,823	35,836,908	36,801,743	32,680,958	31,749,656
優先株等	496,876	496,876	496,876	496,876	496,876	496,876	414,055
資本金	238,772	238,772	238,772	238,772	238,772	238,772	238,772
資本剰余金	2,601,097	2,595,649	2,611,538	2,634,574	2,644,872	2,653,838	2,652,608
利益剰余金	7,056,602	6,642,298	6,633,108	4,515,704	1,318,266	4,331,635	3,490,974
自己株式	-68,101	-64,618	-133,566	-406,410	-698,662	-924,686	-1,454,456
その他の包括利益合計額	400,299	639,585	1,267,979	2,496,158	4,562,289	5,075,372	3,666,698
親会社株主帰属利益	10,725,545	10,548,562	11,114,707	9,975,674	8,562,413	11,871,807	9,008,651
少数株主持分	1,765,562	1,790,908	1,731,360	1,732,088	1,612,185	1,647,802	1,584,937
資本合計	12,491,107	12,339,470	12,846,067	11,707,762	10,174,598	13,519,609	10,593,588
資産負債合計	47,185,597	46,220,788	48,242,890	47,544,670	46,976,341	46,200,567	42,343,244

出所: Bloomberg データから、5バリュアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表、説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行ってあらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
--	---	---

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は 5 バリュースセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で 5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で 5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について 5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において 5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と 5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は 5VA の著作物であり、著作権法により保護されております。

5VA の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1 丁目 4 - 1

丸の内永楽ビルディング 20 階

5 バリュースセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第 437 号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人
投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016 年 5 月) 0390900204