



博弈科技投资，软银的激进与风险



软件银行集团 (SoftBank Group) 是日本东京证券交易所的上市公司 (9984.TSE)，主要致力于科技信息产业的投资。早期对雅虎和阿里巴巴等企业投资的成功使其跃升为全球顶级风险投资公司。在胡润研究院发布的 2021 全球独角兽投资机构百强榜上，软银集团排名第 3 位。

2020 年新冠疫情发生以来，软银集团的股票价格经历了巨大的波动。在 2020 年 3 月国际金融市场受疫情打击最严重的时候，软银的股价一度跌至 2610 日元/股的低点；但一年后，公司股价又上涨至 10695 日元/股的高点；2022 年的股价基本徘徊在 5000 日元/股上下。

2022 年 5 月 12 日，软银集团公布了自 1981 年成立以来规模最大的年度亏损。2021 财年（截至 2022 年 3 月 31 日）公司净亏损约 1.7 万亿日元（约 131 亿美元）。当日收盘，软银集团的股价下跌 8%，收盘于 4491 日元/股，较 2021 年高点已回落 58%。

作为软银集团的创始人，孙正义 (Masayoshi Son) 担任董事会主席兼 CEO，并直接持有约 4.6 亿股公司股票。受软银股票等资产下跌影响，孙正义的身价从 2021 年的 444 亿美元暴跌至 2022 年的 247 亿美元，在 2022 年 4 月出台的日本福布斯富豪排行榜中已由 2021 年的榜首退居第三位。

截至 2021 财年末，软银集团投资组合包含了 475 家被投企业，当中最主要组合是愿景基金一期、二期在全球范围内分别持有的 82 家和 250 家被投企业，其中还分别包括 22 家和 14 家已上市企业。

然而，软银的投资组合并未充分进行风险分散，而是集中在以阿里巴巴为代表的互联网平台独角兽，以及共享经济、基因诊断、人工智能、物联网等热门前沿科技领域的相关企业。此类投资往往具有高成长、高估值、高风险的特点。

2021 财年，软银集团的创纪录亏损主要来自总计 3.4 万亿日元的投资损失，其中愿景基金一期、二期等基金部门共计投资损失 3.7 万亿日元（包括外部投资者的 9727 亿日元损失）。这些损失主要体现为所投上市公司股票价值的下跌。

例如，愿景基金一期的前三大亏损来自滴滴、Wework、Grab，而愿景基金二期组合中的 Wework、京东物流和叮咚买菜则贡献了前三大亏损。2021 财年末，软银所持上市股票价值在总持仓价值中的占比已由 2020 财年末的 74% 下降至 52%。其中，软银重仓的阿里巴巴股价暴跌导致其占比从 2020 财年末的 42% 下降至 2021 财年末的 23%。

而对比起来，软银集团在 2020 财年还创下了年度盈利的历史纪录，实现净利润近 5 万亿日元（约 390 亿美元）及投资收益逾 7.5 万亿日元（约 585 亿美元），这主要归功于被疫情后极度宽松的金融环境所推高的国际股市。

2020 年 3 月，新冠疫情蔓延带来全球股票市场暴跌，当然也包括软银所投资的科技公司。巨额亏损让软银忙于出售资产以获取现金，来减少债务并进行股票回购。2019 财年，软银的投资损失高达 1.4 万亿日元（约

130 亿美元)，导致公司归母净利润亏损 9616 亿日元（约 90 亿美元）。而如此巨额亏损又与软银集团 2018 财年获得的 1.4 万亿日元归母净利润形成完美对照。毕竟股市大起之后往往是大落，而软银作为重仓股市的投资公司，其利润自然也会跟随着大起大落。

可见，软银集团的投资组合较为激进，在疫情和国际政治经济格局变化的冲击下，其市场价值波动极大。

1981 年孙正义创立软件银行公司，其初期主营业务主要是电信服务。然而，公司的经营业绩并不理想，多次尝试转型也均未成功。

1995 年，软银对雅虎投资 1 亿美元，获得了其 33% 的股权。次年雅虎就成功上市，为软银带来了巨大的投资回报。

2000 年和 2004 年软银先后对阿里巴巴进行了 2000 万美元和 6000 万美元的投资，多轮调整后最高持股阿里巴巴集团 34%。2014 年阿里巴巴（09988.HK，BABA.US）在美上市后其持股比例最高仍达 32%。这笔投资为软银一度带来近 2000 亿美元的账面收益，回报率近千倍。经过多轮减持，软银仍然持有阿里巴巴约 25% 的股票，2021 财年末阿里巴巴仍占软银资产净值的 22%。

在投资上的成功促使孙正义在 2015 年启动转型战略，将软银分拆为专注海外投资的软银集团和经营日本移动通信业务的软银公司（SoftBank Corp；9434.TSE）。此后，软银集团开始了一轮又一轮的投资“豪赌”。

2016 年 6 月，软银集团首次减持近百亿美元价值的阿里巴巴股份，紧接着又筹集巨额资金，在 7 月以超过 50%的溢价对英国芯片设计公司 ARM 提出 243 亿英镑（约 320 亿美元）的现金要约收购，随后将其从伦交所私有化。

2016 年 10 月，软银与沙特阿拉伯主权财富基金（PIF）、阿联酋 Mubadala 投资公司等投资人共同发起了史上规模最大的私募股权投资基金--“愿景基金”（Vision Fund），一期规模计划就达 1000 亿美元，主要投资于物联网、AI、机器人、移动应用等领域未上市的独角兽企业。仅在中国，该基金就投资了包括字节跳动、滴滴、商汤科技等知名企业。

随着愿景基金一期投资期的关闭，软银又于 2019 年下半年宣布发起基金二期，重点投资人工智能技术领域的独角兽企业，计划自投 380 亿美元，共筹资 1080 亿美元。然而二期基金的融资过程较为缓慢，主要由软银自己出资，2021 年还将部分 WeWork 等公司股权注入才达到 460 亿美元的规模。目前，愿景基金二期在中国投资了贝壳、叮咚买菜、京东物流等公司。

2019 年，软银还推出了拉美基金，筹资约 50 亿美元对巴西、哥伦比亚等拉美国家的电商、快递、房屋租赁平台等行业的独角兽进行了投资。

截至 2021 财年末，两期愿景基金的资产净值为 14.5 万亿日元（约 1183 亿美元），其中软银在一期和二期基金中份额净值分别为 4 万亿和 5 万亿日元。

软银集团通过多种方式加杠杆进行高科技企业的投资，在景气年份其收益增长远高于债务成本，当然收益丰厚；但是，当市场大幅下跌，其损失同样也会被放大，导致公司严重亏损。

由于日本央行长期采用负利率政策，软银集团得以用超低利率进行多种形式的债务融资。例如，标普对软银债券的评级仅为“BB+”，但2022年2月软银集团发售了一笔总额为5500亿日元的7年期次级债券，票面利率才略超2%。这是日本公司债历史上规模最大的发行。

2021财年末，软银集团自身的付息负债共14.9万亿日元，其中贷款余额为1.3万亿日元，日元及外汇债券约6万亿日元。

此外，愿景基金一期中软银自身仅承诺出资331亿美元（实际出资约300亿美元）。而在外部投资者承诺的投资总额中，62%需要以票面利率为7%的优先债来投入，剩余部分以权益的形式体现。例如，PIF基金的450亿美元总投资中，权益部分约为170亿美元；Mubadala投资的150亿美元份额中，权益部分不足60亿美元。换言之，这是软银在基金层面加杠杆，提高其预期收益的手段。

在愿景基金二期的投资中，软银未能说服中东土豪们继续出资，但采用了多种资产信用融资的方法为自身增加杠杆：软银对阿里巴巴的股份进行了远期合约交易，借款110亿美元为基金提供了出资；以ARM的75%股份为质押，借款80亿美元为基金出资；以T-mobile和德意志电信的股份为基础，进行领式期权等方式融资，借款32亿美元作为基金出资。

若包括愿景基金的 1.1 万亿日元债务,各软银部门的 6 万亿日元债务,软银集团合并总付息债务为 22.3 万亿日元,占其 47.5 万亿日元总资产的 47%。而考虑其它形式的负债后,软银集团合并总负债为 35.8 万亿日元,总资产负债率高达 75.4%。软银集团归属于母公司股东的权益约 10 万亿日元,这意味着,软银的股东每投入 1 元权益,可撬动 4.8 元的资产,杠杆率极高。

而近期,软银集团的五年期信用违约互换(CDS)价格已由 2021 年中 200 个基点左右上涨至 2022 年 5 月的 400 基点之上,意味着公司违约的概率正在激增。

即使是公司层面的高杠杆已加剧其投资风险,软银集团依然决定进入二级市场尝试投机。

2020 年 3 月之后,全球主要经济体纷纷采取宽松货币政策等手段救市,引发股市反弹。由于孙正义看好市场短期趋势,软银在 2020 年二季度成立了 100%持股的对冲基金部门 SB Northstar,专注于交易科技上市公司股票及其衍生品,并为此先后共投入了 440 亿美元巨资。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42389

