



リスクとマイノリティ出資

不確実性とリスク

今回は最終的には完全買収を目指したいが、まずは少額のマイノリティ出資から始めたいというアイデアに関する話です。いわゆる二段階ステップ買収では、通常は最初から70%とかのマジョリティを取りますので、ひっかかるのは「少額」と「マイノリティ」という部分です。

「少額であること」

投資金額や、請け負う潜在負債(しばしば見えませんが)の多寡は、インパクトに直結しますが、発生確率には関係ありません。常識的に、経営者はサイコロ遊びを嫌悪するので、喫水線を超える投資は実行されない”はず”です。

- 2006年 ソフトバンクが1兆7500億円でボーダフォン日本の買収を発表した際、小が大を呑む巨額案件で、借入金の利息だけで営業利益の半年分が飛ぶと見積られ、投資銀行家でもいぶかる人たちがたくさんいました。しかしLBOによるノンリコースのシンジケート・ローンを用いたストラクチャから読みとれるのは、ソフトバンク本体が実際にリスク・テイクしたのは2000億円のみだったことです。読みは当たり、10年後の企業価値は5.5倍になりました。
- 2015年 東芝傘下のウェスチングハウス・エレクトリックが、独占的にEPC(エンジニアリング・調達・建設)事業を行う権利を与えていたストーン&ウェプスターを\$0で買収しました。原発プロジェクトの7割は建設会社の取り分なので、大きなシナジーが見込めますが、結果は7000億円の損失に終わりました。

一般的に、小規模企業は人材の質も内部プロセスのレベルも、大企業より劣ります。ターゲット企業が売上3億円以下ならパパ・ママストアで創業社長が去ると致命的打撃を受けます。30億円以下なら数人のキー人材如何で命運が分かります。300億円なら内部の組織プロセスが確立されているというのが大雑把なイメージでしょう。またジョイント・プロジェクトや共同開発などは、資本取引とは関係なくできるものです。(「金を出せ・口は出すな」という会社からのアプローチもあります……)

「マイノリティ出資であること」

マイノリティ出資(低議決権)は低リスクではなく、高リスクです。なぜなら、問題の発生を掴むことも難しく、起こった課題を発見し、解決する権限を持たないからです。買収上乗せ価格とは、支配権プレミアムであって、シナジーを実現しない限り説明が付きません。ゴール目標をセットし、マネジメントチームを選び、積極的に関与しなくてはなりません。オーナーシップとはガバナンスの権利であり、取締役会を支配し、パフォーマンス不振ならマネジメントを交代させ、軌道修正を行える権利です。

なるべく事業執行に関与せずにリターンをあげるなら、バリュー投資家のように割安株を研究し、分析し尽くすべきです。事業会社のような戦略投資家の行動には合致しません。

つまり、リスクとは？

リスクとは「不確実性」の中に身を置くことです。投資の世界では、発生確率および結果がもたらすインパクトを、ヘッジや分散などによって最小限にしようと試みます。つまり、

【リスク=起こる確率×インパクトの大きさ】

であり、そのコインの裏は「可能性」です。

実際のところ、ビジネスにおいて意味あるリスクとは、予見可能で、その結果が推定可能なものに限られます。予見可能な範囲を広げれば(発生確率に関係なく)、目を光らせるべきリスク領域は広がりますが、対応策を講じることで潜在インパクトを小さくできます。買い手がさまざまなパターンの経験・学習を積み上げれば「想定外」事態は少なくなります。リスクは、買い手ごとに異なる相対的なものだ気づきます。

今日、平気で飛行機に乗るのは、それは死亡事故発生確率が低い(0.0009%)からです。1865年の自動車法では、ロンドンの市内は制限速度時速2マイルで、運転手・給炭手・旗手(赤旗を手に60ヤード前を道から離れるよう警告して歩く)の合計3名が義務付けられていました。リスクは時代の流れとともに変わります。そして買い手の目利きによっても変わるので、

(渋谷雅告)