

## Executive Comments

# ベルリン工科大学教授・ enerjy.co 代表 ラルフ・イエーガー博士



### 略 歴

学 歴 : ベルリン工科大学卒、同大学にて博士号取得

1967～1971 ドイツ宇宙庁にて中期宇宙計画立案担当、極低温技術開発マネジャー

1972 ELDO(ヨーロッパロケット開発機構)にて、次期 Europa-III ロケットの極低温構造の開発

1973～1980 CNES(フランス宇宙庁)にてアリアン開発プロジェクトに所属し、3 段目モータの低温タンクおよびフェアリングの開発に従事。1980 年のアリアンスペース社設立に伴い、カスタマサービス業務の確立、ついで営業活動の責任者を務める。

1980～1999 アリアンスペース社上級副社長として、商業化ポリシー、営業・カスタマサービス、国際関係・協力等の業務の構築。会社を幼少期から世界第一の地位へ成長させ、年商 10 億ドル受注の責任者を務めた。

また、ソユーズを運用するジョイントベンチャー STARSEM の設立にも参画し取締役就任  
米国人で東京とシンガポールにもオフィスをもつ Arianespace Inc の会長兼 CEO

アリアンスペース退職後、戦略コンサルティング企業である enerjy.co を設立、あわせてベルリン工科大学・宇宙航空学科にて、宇宙オペレーション・プランニング担当の教授として活躍。また、フランス航空宇宙アカデミー(ANAE)の宇宙委員会・宇宙輸送ワーキンググループ委員長として、フランスのロケット開発計画策定を主導している。フランス国レジオンドヌール勲章他を受賞

## 衛星通信の価値は増大したのだろうか？

過去 40 年の間に衛星通信が、我々の中で日常生活の必要不可欠の部分になったことは、別に目新しい事実ではない。

国際レベルで、多くの変化の後で、我々はインテルサット、パンナムサット、ニュースカイズやインマルサットのような、データや映像を、固定あるいは移動ユーザに配信する、真のグローバルプレーヤを持つに至っている。

我々は、規制緩和によってこれらの会社がビジネスに参入するのを熱心に支持したし、民間衛星通信会社パンナムサットの創立者であるレン・アンセルモ氏が衛星オペレータを純民間会社に変えてきたイニシヤティブに対して賞賛を送ってきた。

昨年世界中が、プライベート・エクイティ(PE)カンパニーが世界規模のオペレータを買収しようとする動きの連発に驚かされた。

インマルサットが既に前年 12 月に買われ、6 月にはニュースカイズが続き、インテルサット、そして 8 月には既に株式公開されているパンナムサットまで、次から次へと世界の大オペレータが PE の手におちた。

これら PE たちは何故衛星オペレータへの投資に興味をもち、最後には衛星オペレータをどうするつもりなのだろうか。商用衛星の小さな世界はそれなりに幸せであったのに、大型で名の通った投資家は、金、それも大金を投ずる価値ありと見たわけだ。何しろ衛星オペレータのビッグフォーに対し 120 億ドルもの大金が動いたのだから！

私は、これらの買収劇を通じての議論が、いかにして会社を再び成長させるかでなく、可能な限りの高額の利益を手にしたら如何に早く手を引くか、ということなのを知って衝撃を受けた。それから 1 年が経ち、この話を記憶しておられる方たちは、今やこの手じまい戦略に気づかれたことだろう。

我々は衛星通信産業へのありうるインパクトを評価・検討するべきであり、多分これら一連の出来事からの教訓を得ねばならないのではあるまいか。

二つの実例の助けを借りて、PE の知恵者ぶりを観察してみることにしよう。

ニュースカイズは、2000 年末に成功裏に初めて上場を果たした。これは米国議会が民営化として計画したもので、インテルサットの資産の一部を引き継ぎ、新会社を興し、以前からの同じオーナーを新会社の株主として受け入れ、それでスタートしたものだ。

殆ど不可能にも思えた業務は、結局のところともうまく行き、ニュースカイズは、困難な状況下でも会社は利益を出し、もっと重要なことには「負債がない！」ということ、誇らしげに報告することができた。緊迫した経済情勢の圧力と困難なマーケット環境のもとでのことである。

よって会社は、2002 年に新規衛星 2 機を打ち上げて、軌道上でのトランスポンダ容量の一部を更新した後では、合計 5 機の衛星を運用し、至って平穩無事に航海することになったのである。

ニュースカイズには成長の必要があったことは間違いない。さらに新衛星も 1 機、既に発注済だった。

ところが全く違うことが起こった！

「宇宙金山」のラッシュがやってきた。(我々はこれらの衛星会社が「金山」だとは多分知らなかったが)そして PE が、市場に出回っている株価より少し高い価格でニュースカイズを買収した。しかし、その後起こったすべての経営上のことは、ファイナンス技術的にはともかく、経済的には必ずしも健全といえるものではないのである！

第一に、会社は株式市場から姿を消した。あなたの持株は買われ、紙くずになった。最初に 9 ドルで買ったのが、7.96 ドルになってしまった。新オーナーは会社を鷹揚にも 9.59 億ドルで取得したのだが、株は 1.63 億ドルしかもたず、残りは新規の借入金で払った。

第二に、買収から 6 ヶ月も経たぬうちに借入金ゼロの会社が、総計で 7.45 億ドルもの借入金を持つようになってしまった。

第三に、現金漁りである。ボーイングに発注してあった唯一の新規衛星について再交渉を行い、ボーイングが受領額全部をニュースカイズに払い戻すようにしたのである。返金額 1.68 億ドルのうち 3 千万ドルを除いた大半が新たなオーナーの手に入った。

新衛星はそれでも入手はできそうである。しかし、会社は打ち上げ後に代金を払わなくてはならないが、サービス容量を新たな現金を稼ぐのには使えないかもしれず、単に借入金を払うためだけに運用することになるかもしれない。その時にはファイナンスの達人達は姿を消しているのである。

たっぷりの配当金が支払われた。「ラッシュ」以前には配当金など払われたことがなかったのに！

最終的に会社は 2005 年 5 月に無事手続きを終えて上場し、再度市場に姿を現したことになる。それは同じ会社であり、同じ経営陣と同じ数の衛星を有している。

当初の価値は約 9.5 億ドルだったのが、新たな上場の後では、会社の価値は約 6.4 億ドルになってしまった。

買い手のうまみは何だったのだろう。金は素早く作られ、そして出ていった。多分、長期借入金に伴う長期の利払いに、報酬や配当金や上場費用など足の早い費目に。

そして会社の将来はどうなるのだろうか。もう一度 M&A の対象になって、PE が急いで出てゆくようになる希望もあったが、一度目の試みは失敗に終わった。しかし彼等は会社を売り飛ばすことを諦めないだろう。

パンナムサットも同様の大混乱に巻き込まれた。「ゴールド熱」はこの会社を 2004 年 8 月に巻き込んだ。PE が去っていった速さはドラマチックなもので、わずか 1 年後にインテルサットに売却されたのである。パンナムサットは偉大な会社だが、アンセルモ・ファミリーがやめ GM/ヒューズに買われてからは、立派な経営ではなく、1 株あたり 23.5 ドルで PE に売られ、上場を廃止したのである！

会社は約 35 億ドルの価値と見積もられており、長期借入金は 10 億ドルであった。

今回も PE は会社の一部を 9 ヶ月後に上場によって 1 株あたり 18 ドルで市場に出し、全体でオーソライズされた 1.22 億ドルの中から 5 千万ドルの株を流通させた。

よって、新会社は PE による買収の 1 年後、約 22 億ドルの価値になったと結論できることができよう。疑いもなく、会社はいまや 29 億ドルの借入金を持ち、これは最初の数字の 3 倍の額である。

さらにストーリーは続く。新たに公開企業として紹介(2 度目だが!)されながら、会社は、もう一つの国際衛星オペレータの巨人であり、伝統的にパンナムサットの競争相手であったインテルサットの手に落ちて話が終わるのである。どちらの会社も PE に所有された!

「ラッシュ」はここで、当初 5.5 億ドルの持分取得だった PE に、2.3 億ドルの現金配当金と、彼らの持分のインテルサットへの売却金(我々の概算で 18 億ドル)を与えて終わりになったのである。

小規模の投資家は同様のことをやっても、悲しいストーリーしか見ることはできない。投資して、決して増やすことはできず、多分少し減らし、僅かの配当金をもらい、二度にわたって株式市場から蹴りだされるというわけである。

誰かが衛星通信の価値は増加したと言っただろうか。

これらの会社で働く人達は、自分達の仕事に何が起こるのか尋ねるだろう。

オペレータ向けに誇りをもって衛星や関連機器を作る人達は、オペレータが PE の手に落ちると、どんな種類の会社になってしまうのか、彼らが必要とするハードウェアに、以前のようにお金を払ってくれるのか尋ねるだろう。

ボーイングのケースは PE によって、製造メーカーにも同様に何が起こりうるかを見ることのできる、興味深い実例であろう。これは、ボーイングがハード供給者として間違いを犯したかもしれぬために起きたことではなく、新しいオーナー(PE)が、彼らのカルチャーの一部として、目的を持ってその道をたどったため、と私は確信する。すなわち、その会社のすべての富を出来るだけ素早く収奪し、会社は高度に梃入れされた状態で操業させておき、できるだけ素早く姿をくらますのである。

今やこれらの衛星オペレータ達は、新たな資本支出はとてできないであろう。新たな銀行からの借り入れも、今ではとてできそうにない。

製造メーカーが呼び込まれるのだろうか? もしそうであれば、長い間待たれた製造メーカー間のコンソリデーションが裏口経由で出来るのかもしれない、これに関与したメーカーだけが、将来バランスシートに益する形で衛星を売れることになるのだろう。

以上の事実の上に立って、我々はどうしたら衛星通信のバリューチェーンを守り、短期的なファイナンシャル仕事を回避し、会社の長期的かつ安定的な成長に間違いなく資することができるかについて、熟考せねばなるまい。そのためには想像力に富み、かつダイナミックなリーダーが衛星オペレータ業界にいても

らわねばならない！

しかしながら、意図せざる上昇傾向は、トラポン利用率の高いオペレータが経営のフレキシビリティを減らすかもしれぬことで、若く、想像力に富んだ企業家に新たな機会を提供したり、これまで小規模で地域的に過ぎなかったオペレータにもチャンスを与えうることであろう。

いずれにせよ、我々は興味深い時代に生きているものである！