



## MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島 健司

### 付属資料：第 9 回 事業ポートフォリオ組み換え (Reconfiguration of Business Portfolio)

#### 付属資料 1：企業戦略分析

(出所：伊藤 誉子 「経営戦略応用研究 期末レポート」 1999 年 2 月 12 日)

#### 武田薬品工業株式会社 (1999)

##### 1 事業概要

##### 1.1 会社概要

武田薬品工業は、医薬品、医療用外各種薬品類、医薬部外品、動物用医薬品、農薬、肥料、医療用機械器具および材料、計量器、香料、化粧品、食品、飲料品、食品添加物、飼料、飼料添加物その他化学製品ならびに前記各製品に関する機械器具・装置の生産および売買を事業内容としている。同社は、社内カンパニー制を採用しており、経営組織の概要は社長の下に会社全体を管理する部門があり、医療用医薬品の研究開発・製造・販売を行う組織と、医薬関係の情報を扱う組織、全社の物流・情報流を管理する組織、設備関係を扱う組織と、医療用医薬品以外を扱う 4 つの社内カンパニーからなっている。販売実績に占める取扱品目の内訳は、医療用医薬品が全体の 6 割以上を占めており、主力分野である。ヘルスケア、フード・ビタミン、化学品、アグロは、それぞれ 7~10%、生活環境関連が残りの 3%を占めている。同社の研究開発活動の成果として 1997 年度は、医療用医薬品で「カラン細粒」(脳循環代謝改善剤)を 7 月に、一般用医薬品で「ザッツブロック」( $H_2$  ブロッカー配合胃腸薬)を 9 月に新発売した。しかし、脳代謝改善剤はその有効性が疑問視されて、1998 年 5 月に発売を中止した。申請中の主なものとして、高脂血症治療薬 (セリバスタチン)、高血圧症治療薬 (カンデサルタン)、糖尿病治療薬 (ピオグリタゾン) がある。1997 年度の研究開発費総額は、762 億円 (研究材料費 61 億円、人件費 264 億円、減価償却費 56 億円、その他 380 億円) で新薬開発型の国内では筆頭製薬会社である。各事業部門とカンパニーの事業内容は以下のとおりである。

##### (1) 医療用医薬品事業部門

タケダの中核を担う事業部門である。売上規模においては輸出を含め、全体の約 60%を占める。これまで、注射用セフェム系抗生物質「パンスポリン」、持続性カルシウム拮抗剤

剤「カルスロット」をはじめとして、医療現場から高く評価される製品を送りだしてきた。その後、前立腺ガン・子宮内膜症などの治療剤「リュープリン」や、新しいタイプの消化性潰瘍治療剤「タケプロン」を発売し、さらに最近では、糖尿病の食後過血糖を改善する新しいタイプの経口糖尿病用剤「ベイスン」、注射用広域セフェム系抗生物質「ファーストシン」、喘息治療剤「プロニカ」など、次々に新薬を送り出している。特に、「リュープリン」、「タケプロン」については、タケダの「国際戦略製品」と位置づけており、世界約 70 カ国で幅広く使用されている。これらに続くものとして、全く新しいタイプの血压降下薬であるアンジオテンシン II 受容体拮抗薬「TCV-116」や、糖尿病の新たな治療薬として期待されるインスリン感受性増強薬「AD-4833」など、国際戦略製品候補の開発も進んでいる。

#### ●ヘルスケアカンパニー

OTC（Over The Counter）薬とよばれる一般用医薬品と医薬部外品を主たる事業分野とする。モットーは、つねに生活者の立場から発想し、生活者のニーズにマッチした商品サービスを提供することである。主要製品としては、ビタミン剤のアリナミン A、アリナミン EX、ハイシーB メイト、ハイシーピゼア、ハイシーL、タケダビタミン C 錠、ならびにドリンク剤のアリナミンV、アリナミンV&V、アリナミンダイナミックがあり、総合感冒薬ではベンザブロック、ベンザブロック SP など、また鼻炎用薬としてベンザ AL スプレー、胃腸薬では、ザッツ、ザッツブロック、タケダ漢方便秘薬など、更には水虫薬として、スコルバ、スコルバ LX などがある。

#### ●フード・ビタミン・カンパニー

ビタミン・バルクと食品添加物・食品素材を扱っている。ビタミン・バルク分野は、国際性の極めて高い商品分野である。主力のビタミン C、ビタミン B1 は日米二元生産体制を確立しており、その販売シェアは世界第 2 位である。調味料分野のリボタイドは各種食品のうま味のベースとして好評を博しており、国内はもとより世界各国に輸出されている。食品素材分野では、加熱凝固性のある多糖類のカードランがあり、1996 年 12 月に米国において FDA（食品医薬品局）から新規食品添加物として承認された。強化米分野では、国内で 90%以上のシェアを確保している「新玄」をはじめ、1995 年 7 月にはカルシウム加工米「炊きたてカルシウム」を新発売し、製品ラインアップを充実させた。

#### ●化学品カンパニー

自社の有機合成技術を母体として発展し、ポリウレタン基礎原料、ポリウレタン樹脂、不飽和ポリエステル樹脂、合成ゴムラテックスなど、広範囲な産業へ中間素材を供給している。身近なものでは、バスタブ、自動車部品、冷蔵庫の断熱材などに、また、両国国技館の床材や名古屋ドームの一部にも使用されている。1994 年 4 月に、従来取り扱っていた活性炭事業を生活環境カンパニーに移管し、事業を高分子化学分野に特化することにより、事業体質の強化と安定的な発展を期している。また、1986 年には台湾の久聯化学に資本参加する他、中国、アセアン地域を中心に海外事業展開にも力を注いでいる。

### ●アグロカンパニー

農薬と動物用医薬品などを取り扱っている。農薬部門では、パダン、バリダシン、ブラシン、アワードフロアブル、ベストガードなど、害虫・病害・雑草防除剤や家庭園芸用薬剤を手掛け、国内農薬市場において大きなシェアを占めている。海外活動としては、アジアや中近東、ヨーロッパ諸国などへ広く輸出を行っている。海外における新しい農薬の開発についても、ロンドン事務所を開設（1997年1月）するなど、積極的に取り組んでいる。アニマルヘルス部門では、抗生物質、ホルモン剤、ワクチンなどの動物用医薬品と、各種の飼料添加物を扱っており、国内動物薬関連市場においてトップクラスのシェアを占めている。また、近年急成長しているペット関連事業にも力を注いでいる。

### ●生活環境カンパニー

武田薬品の技術資源を活用して「よりよい生活環境の創造に貢献する」ことを事業コンセプトに、1994年4月に発足した。国内におけるシェア30%を占め、業界トップの地位にある活性炭は、たばこのフィルターや家庭用浄水器のほか、上下水の浄化・悪臭処理、工場の廃水処理などに幅広く用いられており、クリーンな環境づくりに大きく寄与している。木材保存剤の代表的な製品である白蟻防除剤「キシラモン」は30年の使用実績を誇り、一般住宅だけではなく、国宝・重要文化財などの指定薬剤になっている。また木材保護着色塗料「キシラデコール」は25年の実績を経て、国内シェア約50%を占めるトップブランドになった。工業用保存剤は、防菌防かび剤を製紙・塗料・樹脂・建材など様々な産業分野に幅広く販売している。さらに、武田の得意とするバイオテクノロジーや化学技術を駆使して、水・空気・住まいなど生活に密着した分野で、クリーンな環境づくりのための新規技術・製品の開発を行っている。

## 1.2 全社業績推移

売上高は、1998年3月期決算は6401億円で、過去5年連続して伸長している。経常利益、当期純利益についても過去5年連続して伸長している。連結決算でも同様の傾向を示している。同社の安定性は、どの指標においても過去5年ずっと、高い安定性を示している。推移としては、安定性が更に増してきている方向にあり、目標値をゆとりを持ってクリアしている状況である。収益性はどの指標においても過去5年ずっと高い収益性を示している。売上高販管比率や売上高人権比率が高いのは業界の特徴でもあるので、他業種と比べると必ずしも収益性の点で良いとは言えないが、これらを補って余りある利益を確保している。また、過去5年収益性はますます良くなっている。欧米で10%、日本で8%を一つのメルクマールにしているROEについても、欧米の基準をクリアする方向に収益性を上げてきている。成長性は過去5年を振り返ると1998年3月決算では弱まってきているが、それでも業界平均から見ると高い水準を維持している。業界内では成長性の高い企業であると言える。同社の生産性は高い水準にあることがわかる。推移としては、一人当たりの売上高や利益が上昇し、一人当たりの人件費は減少し、資本の集約度も上がっている。総資本投資効率は、我が国の水準では大変高いが、世界の水準にあと一步というところである。

### 1.3 事業部門別業績推移

事業部門別の売上高・市場占有率およびそれらの過去 5 年間程度の推移を示した。事業部門別では、医療用医薬品が 6 割以上を占めており、医療用医薬品が全体の 6 割以上を占めており、主力分野である。ヘルスケア、フード・ビタミン、化学品、アグロは、それぞれ 7～10%、生活環境関連が残りの 3%を占めている（1998 年）。過去 5 年の推移としては、医療用医薬品事業部門とヘルスケアカンパニーは業績を伸ばしてきている。一方、フード・ビタミン・カンパニー、化学品カンパニーは、業績を落としてきており、生活環境カンパニーは過去 3 年横ばいとなっている。

## 2 業界分析

### 2.1 業界の構造と傾向

#### 2.1.1 需要要因

##### (1) 人口の増減と患者の動向

年齢階級別国民医療費によると 65 歳以上の医療費が非常に高い構造になっていることがわかる。人口構造上は高齢化社会と言われるように 65 歳以上人口が増えてきていることがわかる。今後さらに高齢化社会が進むことが予想されており、2005 年の人口推計では、65 歳以上人口が 1998 年の 16%から約 20%に増えていると推定されているため、生活習慣病などの慢性疾患や悪性新生物、脳血管疾患、心疾患等の長期の投薬を要する潜在患者数の増加が見込まれ、益々医療費の総額が上昇する、つまり、薬剤消費としては促進要因に働くことが予想できる。一方で、1997 年 9 月に実施された健康保険法の改正による被保険者の 1 割負担から 2 割負担に患者負担が増加したことから、慢性疾患に対する通院者の減少もあるので、主たる疾患による死亡者数は決して減少していないのに、患者数の推移は受診抑制によって減少し、その結果、薬剤費は 3.5%減少している。全体としては、数%程度の制約要因となる。しかし同社は、前立腺癌・子宮内膜症治療剤「リュープリン」、糖尿病食後過血糖改善剤「ベイスン」など、受診抑制と関係している疾患に対する製品を有しており、国内では制約要因が働くものと考えられるが、これらは海外でも好調な主力製品でもあるので、海外展開を含めると促進要因として働くと考えられる。

##### (2) 国際市場の動向

国内では医療費抑制策により市場の成長は鈍化しているが、引き続き好調なアメリカ（1996 年度 12%の伸長率、Scrip Magazine, Jan. 1998）をはじめヨーロッパ（同 5%）など、海外の市場は成長を続けている。これは海外市場を開拓している企業にとっては促進要因となる。海外市場への同社の国際戦略品として消化性潰瘍治療剤「ランソプラゾール（国内製品名：タケプロン）」、「リュープロレリン（国内製品名：リュープリン）」があり、海外においても高く評価されており、これらの需要が引き続き欧米市場の拡大とともに伸長した。国際戦略に成功している日本では数少ない製薬会社なので、国際戦略品の伸長は同社の需要の促進要因としてはさらに強く働くと考えられる。

### **(3) 種類別医療保険医療費総額の伸び率**

調剤の伸長は4年連続であった。その伸び率は減少傾向にあるとはいえ、依然高い水準にある。1996年度の水準から下降傾向を取りながら推移すると考えると10%程度の促進要因となる。これは同社にとっても同様の促進要因となっていると考えるが、1997年秋以降の受診抑制が今後どの程度に収まってくるかが制約要因となろう。

### **(4) 薬剤比率の年次推移（入院・入院外別）**

薬剤比率は、過去5年横ばいから漸減の傾向を示している。これは若干の制約要因となっている。同社にとってもその制約度合いは同程度の若干と考えられる。

## **2.1.2 供給要因**

### **(1) 国内供給要因**

医薬品の生産金額は、昭和62年には、対前年12.7%もの成長を示していたが、最近はその成長率は1995年度を除けば±数%を推移している。既に高度成長の時期にはないことがうかがえる。薬効大分類別の生産金額について、10分類中5分類が対前年マイナス成長であり、プラス成長の分類も決して大きな成長をしていない。要因としては、国内生産は±ゼロと考える。医薬品は製薬会社が直接医療機関と売買契約を結ぶ形式をとる所は少なく、卸を通じての流通が中心になっている。近年1996年以降3年連続の薬価の引き下げが卸の経営を圧迫してきた。薬価引き下げは本来医療機関が薬価差益で潤う構造が薬漬けを生み、医療保険財政を圧迫しているとの考えから、薬価差益ゼロを目指して厚生省がとった政策であるが、差益構造に慣らされてきた医療機関は、その経営が赤字である所も7割あるため、自らがリスクテイクするのではなく、しわ寄せはメーカーとの間に入った卸に発生してしまった。卸の経営は厳しいと言わざるを得ず、1997年度増益企業はなく、増収となったのは、2社のみで10社が4%以上の減収減益となった。現在合併による統合が進んでいる。製薬業界にとって問題なのは、これらの卸を系列卸として資本参加している製薬会社が大手に多いことによる。系列卸の不振は、その系列の中核となっている企業の不振につながる。しかし、同社の場合は業界のトップであるので、卸の合併により逆にこれまで他社の系列卸が強くて取引のなかったところとのビジネスチャンスを拡大することにつながり、促進要因として働くと考えられる。

### **(2) 海外供給要因**

国内の医薬品市場の進展に期待がかけられない状況は、外資が自販化によって日本でのシェアを高めてきたことが拍車をかけている。そこで日本の製薬上位企業は本格的な国際展開を始めている。武田薬品工業、三共、第一製薬、山之内製薬、田辺製薬、藤沢薬品工業、エーザイが、1997年度100億円以上の海外輸出実績を上げている。海外展開できる製品を有している大手にとっては、供給の促進要因となる。山之内製薬などは、連結ベースで海外売上高が3割を超えるので、相当の促進要因である。武田薬品工業の場合、1997年度1102億円の輸出実績を上げており、生産・供給能力という点においても既に1985年より海外市場の供給をアボット社との合併企業TAPホールディングスを通じて行っており、さらに1997年12月に武田アメリカ・ホールディングスを設立し第二の販売拠点を

設けたことで、1989年に国内に先がけて米国で発売した前立腺癌・子宮内膜症治療剤「リユープロレリン」、1995年に発売した消化性潰瘍治療剤「ランソプラゾール」が、それぞれ米国での医薬品売上高ランキング（1997年1-12月）で17位、21位にランクされるなど、飛躍的に売上を伸ばしている。1998年5月26日には、米国に1997年設立した武田アメリカ・ホールディングス株式会社が100%出資する形態で、米国に「武田ファーマシューティカルズ・アメリカ株式会社」を設立した。こうして独自の販売拠点を設置することにより、世界最大の米国市場におけるより柔軟な事業戦略の構築を目指すとともに、強固な事業基盤の確立を図っている。新会社が最初に販売を予定している品目は、大型国際戦略製品として期待される糖尿病治療薬「AD-4833」で、21世紀初頭までの上市を目指す。このように、同社は、日米欧の3極の生産・販売体制を構築しているので、同社にとって海外の供給要因は、大きな促進要因となっている。

### 2.1.3 競争要因

10年以上前であれば、日本の製薬企業は国内市場における自分たちの地位を不安定な物として捉えていなかったであろう。それほど日本の治験といわれる新薬承認のための臨床試験制度や医薬品流通慣行は外資系企業にとっては扱い難い物であった。そのため日本の製薬会社と提携して販売委託する方法が主であった。しかし、昨今では自販体制を強化し、提携関係を解消する外資系企業が増えてきた。さらに、国際ハーモナイゼーションの動きもあり、国による治験方法の違いを是正して海外の治験成績でも日本の治験成績として認めるという動きが発生してきた。もともと医療保険制度が整っていないアメリカなどでは、高い医療費を支払えない人などが治験に参加する制度が確立しているので、臨床実験のスピードは国民皆保険制度で経済的な必要に迫られない日本と比べるととても速い。このような環境下、外資系製薬会社の脅威が認識され、競争相手として国内の製薬企業だけを見ていればよいとする考えは時代に沿わないものになってしまった。

1994年以降外資系の製薬会社の巨大合併が繰り返された。これは、1990年代前半からアメリカで急速に普及したマネージドケア（この病気にはこの治療というようにコスト意識を明確にして細部まで治療行為が規定された治療プログラム、違反した医療機関には保険請求に応じないという罰則まである。アメリカでは、医療保険機構の医療機関への発言力が日本に比べて断然強い構造になっている。保険に加盟している人の利益を最大限主張するシステムが有効に働いている）によるコストの抑制、病院グループや医療保険プランの相次ぐ合併・買収によるバイイングパワーの増強、相次ぐメディケア医療費の抑制政策等により総売上高の大幅な拡大（1992年420億ドルから1996年660億ドル）にもかかわらず、経費節減では吸収しきれないほどの収益性の低下に直面してきたことによる。先進諸国ではいずれも医療費抑制圧力が働いており、グローバルな企業ほどコストを価格に転嫁することを期待できないことを早くから認識した。そこで、低コスト体質への転換、必要な研究開発費を確保するための規模の拡大、販路・薬効領域の補完、製品パイプラインの不足の効果的補填等を目指して積極的なM&Aが行われた。その結果、医薬品部門の売上高が1兆円を超す巨大な企業が世界に3社もできた。日本でダントツ1位の武田薬品工

業でさえ世界市場では医薬品売上高は 14 位（1997 年）である。低コスト経営を実現しつつ大きくなった外資系企業は、日本の製薬企業にとっては伍して戦うには巨大すぎる状況になってきた。この競争要因は、日本国内の製薬企業にとっては明らかな制約要因となっている。

これからの競争領域は国内だけではない、北米（35%）、欧州（29%）、日本を中心とするアジア・アフリカ・豪州（29%）の世界規模の市場（数値は 1996 年のもの）を領域としなくてはならない時代となった。そのために、国内大手企業は、こぞって世界戦略を実施している。武田薬品工業は、欧米有力企業に伍していくために、欧州・米国それぞれでの持株会社の設立など、医薬品事業の事業体制を強化し、海外に既に 35 社のグループ企業を有しており、北米、欧州の開発・製造・販売の拠点を有している。これは、国内大手製薬企業と比較した場合には、その海外売上高から見てもトップであるし、輸出高も過去 5 年堅調に伸びてきているし、TAPホールディング（株）の業績も伸長しているので、競争の上で大きな促進要因となっている。しかし、競争相手を世界の製薬会社とすると、規模において十分に大きいと言えず、本体を地価、人件費共に高い日本に持っていることが制約要因となり得る。

## **2.1.4 技術要因**

### **(1) 研究開発費**

日本の大手製薬会社は、ほとんどが研究開発型である。そのため研究開発投資には、積極的である。売上高に占める比率は 10%程度のところが多いが、中外（20%）、エーザイ（16%）、藤沢（15%）と 15%を超す企業もある。金額的には、武田のみが 700 億円を超しており、2 位の三共でも 500 億円台、3 位エーザイが 400 億円台である。国内の企業で比較すると、武田薬品工業の研究開発費は、強い促進要因に働いているといえる。しかし、世界ランキングトップの製薬会社の研究開発費は、2000 億円を超えており、武田薬品は 10 位以内にも入らない。スケールメリットを生かして、M&A を進めた欧米の製薬会社大手は、売上高の 15%以上を研究開発費に投入しているところがほとんどである。国内市場で見た場合は、促進要因となった研究開発費への投資も、世界市場で見ると必ずしも促進要因ではない。いずれにしても新薬開発は、開発型の製薬企業にとっては生命線の部分なので、この要因の影響度は大きい。

### **(2) 研究所人員**

研究所人員は、国内製薬企業の場合過去 5 年横ばいから減少傾向にある。これは、国内を競争範囲とした場合には、皆同じ傾向なので促進・制約どちらの要因にもならず、ただ武田薬品工業の場合は、スケールメリットで促進要因になるといえるのであるが、世界を競争範囲に考えると、明らかな制約要因となっている。

### **(3) 新薬開発力**

国内と海外の新薬開発力を新有効成分含有医薬品の企業別承認件数を示した。承認件数は国内の企業も海外の企業も大きな差はないが、自社開発力という点で、国内企業は海外企

業に比べて低いことがわかる。しかし、武田薬品工業の製造承認の総数比は、92%（1980～1996 年計）と海外企業に比べても遜色のない高い値となっており、自社での新薬開発力が評価できる。よって、新薬開発力において同社は大きな促進要因を有していると考えられる。

#### **(4) 日本における医薬品関連特許公開件数**

開発品が特許を取っているかどうかは、企業の収入に対して参入障壁を作り、独自優位源泉を確立する上で大きな促進要因となる。特許の内容自体は比較することが困難なので、公開件数で比較することにする。日本における医薬品関連特許の公開件数では、国内・海外いずれの企業も精力的な特許公開を行なうことで促進要因による恩恵を享受しようとしていることがわかる。その中で武田薬品工業は、首位の公開件数を有している。これは、大きな促進要因である。

#### **(5) 研究開発体制**

日米欧三極の研究開発体制を有することは、世界の三大市場を制覇する上で書くべからざる促進要因となる。海外の企業は、大規模な M&A により、この促進要因を活用できるような体制になってきている。一方、日本の企業も武田、三共、山之内、エーザイ、藤沢、第一などは欧米に開発・生産・販売体制を構築しており、日本の企業として日米欧三極の研究開発体制を有するのが当たり前の認識となっている。しかし、その実態はなかなか実動にいたらないというか、出張所のような形に留まっているところも多い。その中で、武田薬品工業は、世界に通用する医薬品をスピーディーに創出することをめざして、研究開発体制の大胆な改革を行い、また、研究テーマを重点領域に絞り込み、海外の企業や研究機関との共同研究も活発に行っている。そして、開発（臨床試験）活動の初期段階から承認取得までの業務を国内外で展開するため、すでに、日米欧三極のグローバルな開発体制を構築したと報告している。これは、大きな促進要因である。

### **2.1.5 外部要因**

#### **(1) 医療保険の赤字体質**

国民皆保険制度を享受してきた日本人にとって、健康保険は合って当たり前のものと認識されている。しかし、平成 8 年度の健康保険決算は、政府管掌健康保険が 4193 億円の赤字、健康保険組合が 2001 億円の赤字となり、共に過去最高の赤字を計上した。日本経済の長期低迷により保険料収入が伸び悩む一方、高齢化・少子化に伴う医療費・老人保健拠出金が増えており、厳しい財政状況を生んだ。抜本的な改革が叫ばれている状況である。その対策の一つとして、健康保険の自己負担率が 1997 年 9 月に上がり、その結果受診抑制がみられ、製薬業界としては制約要因となった。この要因の影響は、武田薬品工業にとっても他の製薬企業と同程度の制約要因である。

#### **(2) 医療の質の改善**

これも医療保険の赤字体質改革とも関係しているのであるが、生活の質（QOL）に関連して、薬漬け医療に対する批判が大きくなってきており、医療保険の中でも約 3 割を占める



薬剤費の圧縮は大きな課題になっている。医療機関が薬価差益で儲かる仕組みが現存するので不必要な投薬がされてきた実状がある。そこで、投薬の種類の制限を設け、包括医療として疾病毎に設定された保健点数しか請求できない状況を作る動きが出てきている。これらは、製薬企業にとっては明らかな制約要因となっている。この要因は、武田薬品工業にとっても他の企業と同程度に制約要因となっている。

### **(3) 薬価改定による薬価引き下げ**

たいていは2年に1度と認識されていた薬価改定が、1996年、1997年、1998年と3年連続でされた。これにより、大幅な薬価の引き下げが実施されその業界平均は1998年で9.7%であった。薬価の引き下げは、そのまま売上高の減少へとつながる。10%薬価が下がるということは、去年と同じ個数を売っていたのでは販売金額は10%減少するということを意味する。これは大きな制約要因である。この要因は、武田薬品工業にとっても他の企業と同じく大きな制約要因となっている。

### **(4) 経済不況と医療保険の患者負担増による受診抑制**

1997年9月から医療保険制度改革により患者負担が1割から2割に増えた。この影響は、平成9年度地方公営企業決算の概況によると、外来、入院患者とも減少させ、自治体病院で平成9年度に受診した延べ患者は0.4%減少し、医療収入約3兆2753億円のうち、薬品費が7329億円と対前年度比3.5%減少したと言う。この受診抑制は、中小の病院・診療所ではさらに顕著で、3割弱が受診を控える行動をとっていることや、検査や服薬に関しても患者側の警戒感が高まり、投薬・検査の際に負担が少なくなるように注文をつける患者も増えてきているようで、2割の医療機関が抑制を経験していると報告されている。医療経済研究機構の発表によると、受診抑制は年収の低さと年齢の高さに正の相関関係があると言う<sup>18</sup>。すなわち、収入が低い人ほど、また年齢が高い人ほど自己負担の増加に反応して受診行動を切りつめているようだとすることである。これは、日本経済の不調がさらに下支えするような構造となっている。このような状況は明らかな制約要因である。この制約要因は、他の企業と同程度に武田薬品工業にも制約要因となっている。

## **3 競争優位源泉**

製薬業界大手においては、製品開発力という独自優位源泉が一番強い優位源泉となっている。これは、一つ大型の新薬を出せば、数百億円時には1000億円を超える販売金額が達成でき、独自優位性が高ければ、市場の方から近寄ってくるという業界事情による。すなわち、単なる対症療法でなく、根治療法となる薬が存在しない状況は、癌（悪性新生物）しかり、糖尿病しかり、心臓病しかり、痴呆症しかりなので、画期的な新薬が開発できれば、国内はもとより世界中から引き合いがくるという状況なのである。三共の高脂血症治療薬メバロチンは、その代表例で年間1700億円（1997年）も売り上げている。しかも、これだけの薬になると、もはや営業活動はいらなくなる。放っておいても注文が入り、売れる。プロモーションコストもかからなくなるのである。そして、ますます利益をもたらすと言う構造である。新薬は開発するのに、10年～15年、100億円～150億円をかけて

やっと世に投入できるものなので、他社がおいそれとは真似ができないし、特許で守られてもいるので、真似するにも費用がかかるのである。画期的な新薬は開発に成功する可能性は低い、開発できたら莫大な恩恵にあずかることができるという性質である。従って製品開発力という独自優位源泉が確固たる物であればあるほどその競争優位はゆるぎないものとなる。この独自優位源泉をより強固なものにするために、欧米の製薬企業は巨大なM&Aを繰り返し、すべての疾病分野に独自優位源泉を確立できるように成長を続けてきている。自社企業内にとどまらず、大学の研究機関やベンチャービジネスにも目を配り、技術と資本の両方で協力体制を築き、創薬の種が発芽するのをいち早く囲い込むことにも余念がない。このあたりの企業としての行動は、日本の製薬会社も取り入れてはいるが、現状では欧米の製薬会社が捨てた種を拾っていたり、似たような種を探して後発で育てたりという状況の方が多い。

独自優位源泉ということにおいて、武田薬品工業は技術要因のところでも述べたように、世界レベルでも競争力を有している。しかし、研究開発費、人員などのスケールメリットは必ずしも優位に立っているわけではないので、範囲を限定した技術力には問題がなくても、競争領域の広さと時間優位性において世界レベルでは優位性が十分に確立できない可能性が問題として出てくる。開発スピードすなわち時間優位源泉は、独自優位源泉に比べれば影響力は少ないと考えられるが、欧米の巨大な製薬企業のように、独自優位源泉も時間優位源泉も有していると考えられるところと伍するためには、規模が小さくても独自性を保つために、戦略領域を狭めた研究開発が必要となるであろう。武田薬品工業の場合、すでに領域を絞った独自優位源泉の構築に動いている。重点戦略領域は、ホームページからの情報によると、向知能薬、アレルギー性疾患、糖尿病・動脈硬化、感染症、骨・関節疾患、循環器疾患である。しかし、研究開発の質は、それを担当する人の能力と企業風土に依存する部分が大きいので、創造性の高い人材の確保と育成、さらに焦点を捉えた戦略範囲が市場ニーズに十分応えているかということが今後も継続して獲得すべき独自優位源泉の基盤であると考ええる。

## 4 事業戦略

### 4.1 戦略目標

同社の企業理念は、「人々の健康と健やかな生活に貢献する」ことである。しかし、この企業理念が作られた時の「人々」とは、おそらく「日本の人々」であったと考えられる。最近では、武田國男社長の「世界の人々の健康と健やかな生活に寄与することが武田の恒久の願いです」という表現にもあるように、わざわざ「世界」という言葉を入れて、医薬品事業を中心とした研究開発型国際企業を目指している。医薬品業界は、業界の構造と傾向の外部要因で述べたように、環境的には国内は逆風が吹き荒れている。こうしたなか、1998年度の同社の業績は、国内医薬品事業の業績悪化により、減収・減益を余儀なくされそうである。しかし、同社は2000年までの期間を逆境に打ち克ち、強靱な会社として再生させるための試練の時と位置づけて「1998～2000年修正中期計画」をスタートさせている。具体的な戦略目標は、医薬事業における「海外事業展開の加速」および「国内体制の建て直し

と製品戦略の再構築」である。これらの最重要課題を遂行することで、市場の縮小に伴う熾烈な競争を勝ち抜くための収益力・成長力を向上させることを目標にしている。

## 4.2 競争領域設定

同社は、戦略目標を遂行するための戦術として、競争領域の設定を明確に示している。戦術としては、先ず、営業に関しては、海外に設立した販売会社を通じて主力製品の売上拡大に精力を注いで行く。次に、開発に関しても次期国際戦略品「アクトス（糖尿病治療薬）」の上市に備えた先行投資を本格化させ、組織のスリム化とともに生産性の向上を目指し、日米欧三極での時間優位性を考慮した研究開発に力を入れて行くようだ。最後に、研究に関しては、向知能薬、アレルギー性疾患、糖尿病・動脈硬化、感染症、骨・関節疾患、循環器疾患に絞り込んで行っていると発表している。一方、高い市場シェアを有する製品を持つとはいえ、全体としては活況を呈していない医薬以外の事業部門においては、高付加価値領域への絞り込みを一層推し進め、効率的な事業運営体制への転換を加速しようとしている。

## 4.3 戦略資産蓄積

同社は、その特許の承認件数からしても、自社開発力からしても、世界に通用する製品を有していることからしても、戦略資産の蓄積に関しては優れた企業であることは言を待たないのであるが、その仕組みを組織から見た場合以下のような連携をなしていることがわかる。先ず、医療用医薬品を取り扱う医療用医薬品事業部門は、遺伝子解析などの先端技術の活用による画期的医薬品の可能性を探索する「医薬開拓研究本部」、糖尿病等重点領域にターゲットを絞り込んで優れた医薬品創製を目指す「創薬研究本部」、日・米・欧 3 極での臨床開発試験・申請業務を積極的に推進する「医薬開発本部」、スリムかつ強靱な生産体制の構築とコストミニマムの実現を目指す「製薬本部」、厳しい市場競争の中にある日本国内で更なるシェアアップを図る「医薬営業本部」、海外市場への事業展開を担っている「医薬国際本部」、さらにこれらの事業を支援する「薬事管理部」、「医薬情報部」、「医薬事業開発部」から構成されている。これら各部門がそれぞれの機能を積極的に果たし、当社の中核である医療用医薬品事業を力強く推進する仕組みとなっている。

Marketing（国内外営業）、Production（生産）、Development（開発）、Research（研究）の各部門に対する横串的な組織として、各重点領域ごとに「MPDR 協議会」を設置している。これは、重要性の高い研究開発領域と戦略製品の絞り込みによる効果的な経営資源投下を目指すもので、「重点領域別製品戦略（MPDR 戦略）」を推進するとともに、グローバルな視点から将来を見据えて医療用医薬品事業部門の領域横断的综合戦略の策定を行っている。このように、各組織の構造と使命が簡潔かつ明確であり、「新薬を創薬する」という全社としての使命を無駄なく満たすように機能していることが推察でき、連携して戦略資産の共有と蓄積を実行している。

## 4.4 主要活動戦略

### (1) リストラ計画

1993年に現在の武田國男社長が就任して以来、改革には大なたが振るわれており、その程度は、業務改革ならぬ企業風土の破壊とまで言われている抜本的なものである。その象徴が、1995年に打ち出されたリストラ計画であった。2005年までに自然減と採用抑制で従業員を3500人削減し7500人体制にすると表明した。さらに驚くべきは、役員数を当時の29人から現在までに16人に減らしてしまったことである。

### (2) 報奨金の創設

「働いた人が報われるシステムを作る」という武田社長の強力なリーダーシップのもと、1997年春に年功序列型の人事・賃金制度を能力重視型に全社的に変更した。報奨金制度もその一環で、1998年4月に導入され、全社的な業績に寄与した活気的な製品開発に対して、その貢献度に応じて報奨金を、年間売上高を基準に発売後3年目から年間30万円～1000万円を5年間にわたり受け取れるシステムである。実際に、高血圧治療薬「プロプレス」の開発者が、2000年にこのシステム適用の第一号として報奨金を受け取ることになっている。

### (3) 柔軟な就業形態

業界でいち早くフレックスタイム制度を導入したのが同社であった。また、1997年春の人事・賃金制度の改革時に新入社員に対して退職金を給与に組み込んで受け取れるシステムを導入した。これは、生涯を通して一つの会社で働き続けるという従来の就業形態が変容してきた時代背景を考慮し、長く勤めたからもらえるのではなく、働いたからその分もらえるという制度である。優秀な人材を集めるには十分魅力的な制度であることと、伝統と言う鎧を着た業界においては、鮮烈な印象を与えた。

### (4) MR (Medical Representative : 医薬情報担当者、一般の会社の営業部員に相当) 活動支援システムの構築

医薬品業界では、営業担当者をMRと呼ぶ特徴がある。本来は、医学的な知識を有する医師を顧客としているので、製品説明をするにも製品の特徴を医学、薬学の知識をもとに医師と対等または、製品分野に関してはそれ以上の知識レベルで情報提供活動をして販売に結び付けるとというのがMRの姿であった。しかし、その質においてはさまざまなレベルがあったため、1998年から統一基準をMR資格認定制度として導入した。医療関係者が求める医薬情報の質はますます高度なものとなっており、その活動を支援するために同社の医薬営業本部では1998年に松下電器産業からシステムと情報機器の導入を行った。MAPS (Multi-Activity Power-up System) がこのMR活動支援のためのシステムである。これにより、CD-ROMでの医学情報、学術情報活動が可能になり、医療関係者に適切な情報をその場で提供できるようになった。また、日常の報告や清算業務も入力・送信でき、業務の効率化にもつながっている。さらに、電子メールや電子掲示板を利用しての社内での情報共有も容易にした。

#### **(5) 組織横断的な戦略策定と研究所員の脱学者集団化による研究開発の効率化**

研究開発の効率化は、問題意識としてかなり前からあり、1992年にMDR協議会を発足させて、研究・開発・営業の3部門の部長クラスが月一回集まりテーマごとの戦略を話し合う場を設けたことがあったが、これは連絡会に終わってしまっていた。また、現在大型製品と期待している高血圧治療薬「プロプレス」には、世界に先駆けて発見していたのに開発の過程で他の製品を優先したために同社の特許を見た米デュポンに同種のメカニズムの新薬を先に発表されるという苦い経験がある。これを踏まえて、従来の研究開発本部を1992年に解体して生物、化学など学問別の組織を「医薬開拓研究」「創薬研究」「医薬開発」と新薬の研究開発の流れに対応した3本部制に変更した。それまでの学者集団としての研究所を「創薬」する集団に意識改革するのが目的であった。さらに、常に市場を念頭に置き、「売れる薬」を効率よく開発する仕組みとして、MDRに販売と製造を巻き込んだ組織横断的な戦略策定を行う場として、1995年にMPDR協議会を結成した。しかし、まだ「全社的な見地に立った議論がなされず、いたずらに時間が過ぎていた」ところに、武田社長がまたしても大なたを振るった。そうして、1998年10月に「親方」と呼ぶリーダーを医薬品の領域委員会において、経営会議に直結するスタッフとして位置づけ、プロジェクトの進行に全責任を負うMPDR領域委員会を設置した。同時にMPDR戦略室もでき、4つの世界で一番になれる研究テーマを選び出し経営会議にはかられた。さらに、開発品に関して各々の期待事業価値を市場性、競争力、特許という指標から発売後10年間で稼げる利益として推定し、成功確立を掛けて算出して、「売れる薬」としてのターゲットプロフィールを鮮明にした。こうして、ようやくMPDRの活動が実動体制に入った。

#### **(6) オーフアンレセプター研究への傾注**

研究開発領域を絞ったことは、競争領域の設定で述べたが、さらに具体的にはオーファンレセプター（数が少ない受容体）に着目した研究開発を目指している。これは、新薬開発で今もっとも注目を集めている分野で、1997年の売上高世界ランキング50位以内の薬のうち受容体絡みの物は22種類にも上っていることに注目し（藤野副社長）、受容体とそれに結合するリガンドの研究が新薬開発に有望な創薬研究の最先端の分野であると読んだ（熊野靖弘医薬開拓研究本部長）からである。オーファンレセプターのリガンドを効率良く特定する独自技術を確立して、これまでに4個のリガンドを発見している。

#### **(7) 一点突破全面展開戦略**

武田薬品工業は、国内では第一位の製薬会社であるが、世界では14位であり、決して海外の巨大製薬企業のような総花的な研究開発戦略は通用しないことを肝に命じている。「一点突破全面展開」の戦略を取っていく方針である。すなわち、世界に通用する紋りに絞った製品を世界中で売るという戦略である。

### **5 戦略の評価と課題**

#### **(1) リストラ計画**

リストラ計画は、製薬業界の多くが発表している。しかし、多くは従業員について言及されるばかりで、漠然とした不況感を漂わせるに終始していた。しかし、同社のように取締

役と言う企業の中では絶大な既得権益を有する者の人数を削減するということは、なかなかできることではない。日本の企業においては、取締役がその業績によって厳しく評価されることすら多くはなく、余程世間をお騒がせした時に責任を取って辞任するくらいがおちではないだろうか。なかには、退職役員をさほど社会的貢献度があるわけではない、むしろ退職役員に給料を支払い続けるためのシステムの一環としての関連会社に天下りさせたりする場合もあるくらいなので、このリストラ策はどれだけ反響が大きかったかは想像に難くない。しかし、末端の社員の数人以上の収入がある取締役を減らすことは、それだけで人件費という固定費用を削減することになる。しかし、これを達成するためには、先ず本当にその取締役が管掌していた業務は、取締役でなくてはできない物なのか、また、他の取締役がまとめて管掌することができる物なのかを見極めなくてはならない。ただ減らすというだけでは、組織内に反感しか呼び起こさない可能性がある。これは大きな制約要因となる。論理性を持って、その必要性を納得してもらい、組織的な変革をした後にも組織員が新体制の下経営理念と戦略に基づいてさらに活発に活動してくれるように配慮しなくてはならないはずである。当時、社長宅には怪文書が届くと言うようなこともあったらしいので、やはりすべての人が納得した移行をしたわけではなかったことが推察できる。スリムな体制にするための本質的な部分にメスを入れたということは評価できるが、今後の課題としては、改革のしこりが経営資源としての人をだめにしてしまうことのないよう、取締役を含めての人の評価のあり方をどうしていくかということではないだろうか。

## (2) 報奨金の創設

「働いた人が報われる」という発想は、とても魅力的であるし、現に報奨制度ができて、経営資源としての人の活性化は図られたと思うし、製品を生み、利益を生むという現実があることからして、物や金という要因に対しても有効に働いていると言えるかもしれないが、どこまでを報奨の範囲に含めるのかが問題ではないかと思う。筆者も研究員としての経験を持つのでわかるのであるが、共同研究成果としての論文の著者に誰までを含めるか、また、特許を申請する際の発明者に誰を入れるかというのは、含まれた人にしてみれば悪い気持ちはしないであろうが、含まれると思っていたのに含まれなかった人にしてみれば、たいそう面白くない事件となる。また、権力の構図のなせる業で直接携わったわけでも、発想したわけでもないのに、組織を統括していたとか、時の権力者だったという理由で名前が入る人がいるはずである。さらに、その研究に従事したのはたまたま上司が割り当てただけであり、本来の優秀さは自分の方が上であるのに報われないのは面白くないと言う人も出てくるはずである。どんなに小さな幸運であっても、その幸運を二心なく受け止めてくれるのは、親くらいなもので、その側に必ず妬む人がいることをつぶさに見てきた筆者としては、この報奨制度の裏の怖さが身に迫るのである。数千円程度の報奨金であれば妬むのもせこい話だと笑い飛ばせるが、最高 5 年間で 5000 万円となると、笑い飛ばすには嵩張る金額である。妬みは、組織上は制約要因となる。報奨を受ける人実力や性格によって、この制約要因が小さく収まることもあるが、妬みを組織が押さえられないで増長させてしまった場合には、結局の所大きな制約要因として残り、機能しない制度となっていく可能性が問題点として挙げられる。企業の繁栄は誰のものなのかという課題が浮上しそうである。この制度をうまく機能させるためには、研究所員を社員としてではなく、期間

労働者として位置づけた方が良いかもしれない。海外の研究機関のように研究者の流動性を高くして、研究者と技術者を分ける組織構造にして、技術者は低い目かもしれないが安定した条件で雇用され、研究者は高い目だが業績によって継続性の約束されない状況を作ると、この報奨制度は研究者に対して機能すると考える。従って、達成要因としては、研究職と技術職の分割であろう。

### **(3) 柔軟な就業形態**

これについては、思い切ったことをする新鮮な印象で受け止めたことを覚えている。企業の歯車として滅私奉公するのではなく、自分がどのような歯車になるかを決めて機能するのだと言う個の意識を強くした制度として評価できる。資源としての人と金の意識が強く認識できる。しかし、年配者にとっては別に何も変わらないよと言う意味のない制度かもしれない。それゆえ、組織・人事上の制約要因にはならないと思う。

### **(4) MR (Medical Representative: 医薬情報担当者、一般の会社の営業部員に相当)**

#### **活動支援システムの構築**

この戦略は、MRの中でも受け入れられる人とそうでない人がいることが制約条件となる。年配者ほど受け入れるのが困難かもしれない。先ず営業職のなかには、コンピューターのリテラシーがゼロという人がかなりいることが制約条件である。従来の、情に訴えとか、力で押すとか、女房役をすとかいうのを営業のスキルとして行使していた人にとっては、困難な課題である。達成要因としては、医師側がこの情報提供システムを評価し、求めた場合に強い要因となる。資源上は、情報機器を1000人以上いる営業マンに持たせるのであるから、金としての資源投入は避けられない。また、処理のための独自のシステムも構築しなくてはならないので、ERPの一環として導入することを考えると、相当大掛かりな物になるであろう。しかし、手書きの物を書き直したり、何人もの人を介して情報が管理部門に到達したり、パンフレットの印刷の経費等を考慮すると、長期展望としては、制約条件をクリアして達成しなくてはならない戦略といえる。

### **(5) 組織横断的な戦略策定と研究所員の脱学者集団化による研究開発の効率化**

いくつかの失敗を繰り返しながら、ようやく構築したMPDR戦略室と領域委員会は、評価できる。組織間の蛸壺を割らなくては、本当に良い商品開発連携システムは構築できない。しかし、蛸壺は大きな制約条件として存在するので、なかなか割るのが困難な物である。同社の場合は、強力なリーダーシップで蛸壺を割りまくる武田國男社長の登場が達成要因となった。また、研究開発部門の組織改革については、藤野副社長のカリスマ性が大きな達成要因となった。

### **(6) オープンレセプター研究への傾注**

規模の上では世界レベルでの競争力に乏しいことを同社は制約条件として痛いほどに認識している。国内トップであるからこそ世界の広さが見えているのだと思う。その制約条件をばねに、奢ることなく競争領域を絞って、戦術を選択しそれを達成要因として果敢に戦っている状況である。資源の有効活用にもつながるし、組織も人も明確な目標を定めて動け

ることが経営資源の集約という意味でも大きな達成要因となっている。

## (7) 一点突破全面展開戦略

これについても、自身の陣容を認識した謙虚だが有効な戦略として有効であると評価できる。そのために、世界展開できる拠点を設立し、実際に国際戦略品を有していることが達成要因となっている。制約要因としては、資源としての物、つまり、新薬が出てこない状況を意味すると思うが、今の所次なる世界戦略品が控えているので心配には及ばない。

## 付属資料 2：企業戦略分析

(出所：岡本 晃 「経営戦略応用研究Ⅰ ケース・レポート 武田薬品工業株式会社」 2004 年 7 月 17 日)

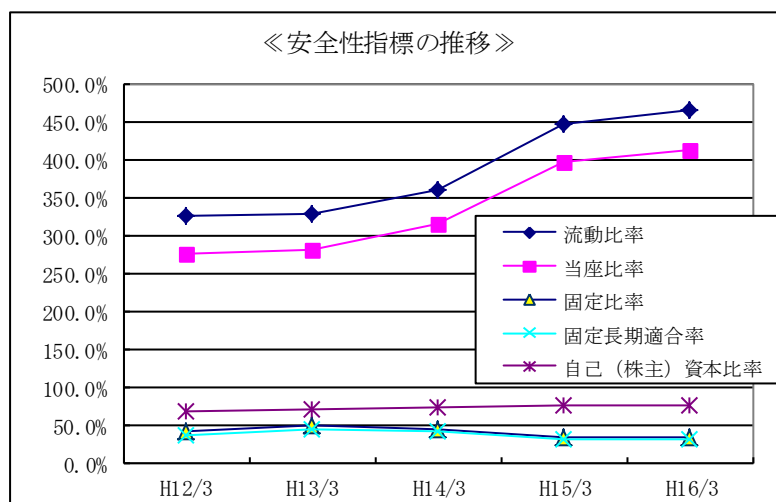
### 武田薬品工業株式会社 (2004)

#### 1 財務諸表分析

##### 1.1 連結貸借対照表および損益計算書にもとづく経営分析

#### (1) 安全性

| 分析指標       | 計算式                  | H12/3  | H13/3  | H14/3  | H15/3  | H16/3  |
|------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流動比率       | 流動資産 / 流動負債          | 325.8% | 329.5% | 361.8% | 447.4% | 466.9% |
| 当座比率       | 当座資産 / 流動負債          | 277.1% | 282.9% | 316.1% | 397.0% | 413.4% |
| 固定比率       | 固定資産 / 自己資本          | 40.2%  | 50.2%  | 43.7%  | 33.0%  | 34.0%  |
| 固定長期適合率    | 固定資産 / (自己資本 + 固定負債) | 36.5%  | 44.6%  | 39.9%  | 30.9%  | 31.5%  |
| 自己(株主)資本比率 | 自己資本 / 総資産           | 68.8%  | 69.4%  | 72.3%  | 76.1%  | 76.3%  |



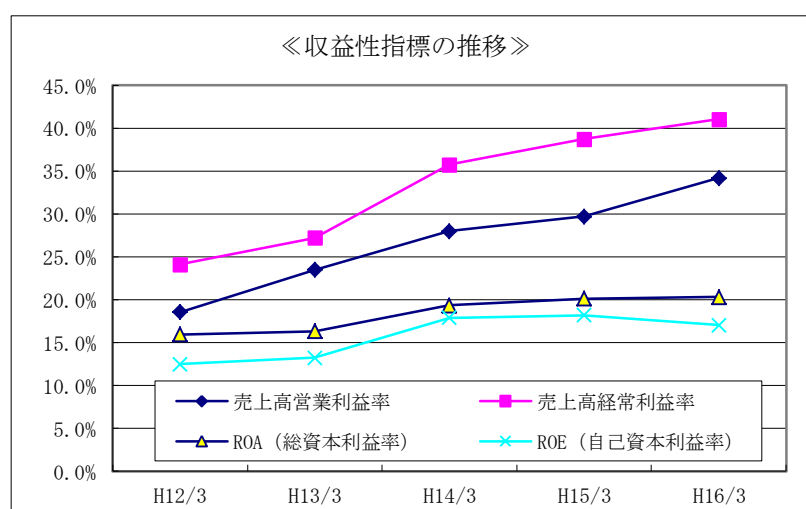
流動比率、当座比率とも過去 5 期にわたって上昇傾向で、かつその水準は非常に高いものとなっており、短期の支払能力についてはまったく問題がなく安全性は極めて高いといえる。これは、毎年大きな利益をあげ、利益剰余金を積み立ててきた成果であるが、流動比



率、当座比率ともに平成 15 年 3 月期に異様な伸びを示し、現在はそれぞれ 400%超という驚異的な水準である。自己金融比率が高く、借入金依存度が低いのは製薬企業の特徴ではあるが、資産を有効活用できていない恐れがあるため注意が必要である。平成 15 年 3 月期から平成 16 年 3 月期にかけて、現金の大半が有価証券に置き換わっている点も若干気になる。得られる情報からは、これがどういう目的かは判断できなかったが、有価証券である以上、含み損や担保提供などの有無に注意が必要である。 長期の安全性だが、固定比率、固定長期適合率ともに 100%を大きく下回っていることから長期の支払能力についてもまったく問題がなく、安全性は極めて高い。これも製薬企業の一般的な特徴であり、高収益を背景として、研究開発施設や新薬生産ラインなどの設備投資は自己資金で賄ってあまりある状況である。自己資本比率も、利益剰余金積み立てにより年々増加傾向を示している。平成 16 年 3 月期では、76.3%という驚異的な自己資本比率であり、ここからも高い安全性がうかがえる。

## (2) 収益性

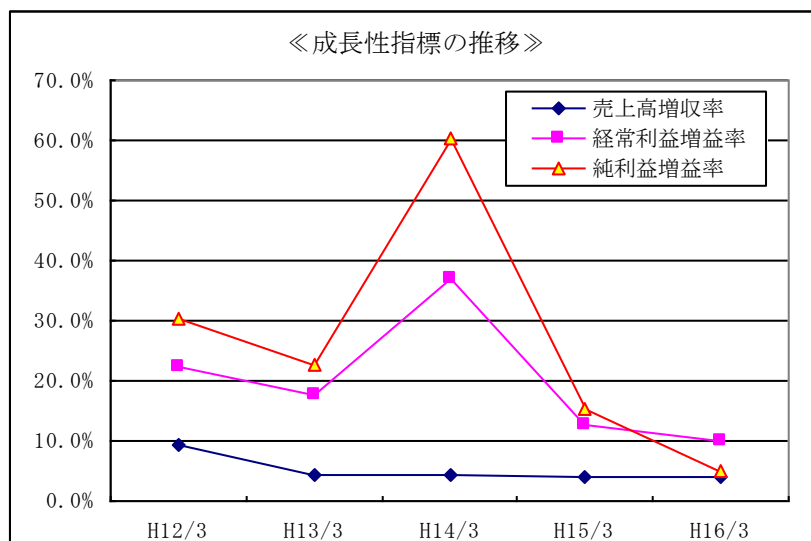
| 分析指標         | 計算式              | H12/3 | H13/3 | H14/3 | H15/3 | H16/3 |
|--------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高営業利益率     | 営業利益/売上高         | 18.6% | 23.5% | 28.0% | 29.7% | 34.2% |
| 売上高経常利益率     | 経常利益/売上高         | 24.1% | 27.2% | 35.7% | 38.7% | 41.1% |
| ROA（総資本利益率）  | 経常利益/前・当期使用総資本平均 | 15.9% | 16.3% | 19.3% | 20.1% | 20.3% |
| ROE（自己資本利益率） | 当期純利益/前・当期自己資本平均 | 12.5% | 13.2% | 17.9% | 18.2% | 17.0% |



過去 5 年間の売上高を見ると、約年率 4%のペースで増加傾向であるが、売上高営業利益率と売上高計上利益率を見ると、営業利益と経常利益は売上高以上のハイペース（実際はともに年率約 20%の成長）で増加傾向を示していることが分かる。ROA と ROE についても平均的な企業よりも遥かに高い水準であり、また大きなトレンドで見ると上昇傾向にあるため、良好といえる。ただ贅沢を言うと、グラフからも分かるとおり、各利益の伸び率ほどの伸びは見られず、若干総資本や自己資本をもてあましていく感がある。（本当に贅沢な悩みだが）収益性の各指標を大きな視点で捉えると、極めて高い水準で、かつ毎年上昇傾向にあることから、武田薬品工業の好調さ、強さを見て取ることができる。

### (3) 成長性

| 分析指標    | 計算式                      | H12/3 | H13/3 | H14/3 | H15/3 | H16/3 |
|---------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高増収率  | (当期売上高-前期売上高) / 前期売上高    | 9.3%  | 4.4%  | 4.3%  | 4.1%  | 3.9%  |
| 経常利益増益率 | (当期経常利益-前期経常利益) / 前期経常利益 | 22.3% | 17.7% | 37.0% | 12.8% | 10.1% |
| 純利益増益率  | (当期純益-前期純益) / 前期純益       | 30.4% | 22.8% | 60.5% | 15.3% | 5.0%  |



収益性は上昇傾向にあるが、成長性を示す増益率は下降傾向にある。収益率は向上しつつも、絶対値の勢いに陰りが出ていることがうかがえる。平成14年3月期に経常利益増益率と純利益増益率が増えているが、これは前年度に米国の持分法適用子会社の訴訟問題による損失が影響し、持分法による投資利益（営業外収益）が増加したことと、ウレタン等事業譲渡に伴う特別利益の増加が主な要因である。

### (4) 生産性

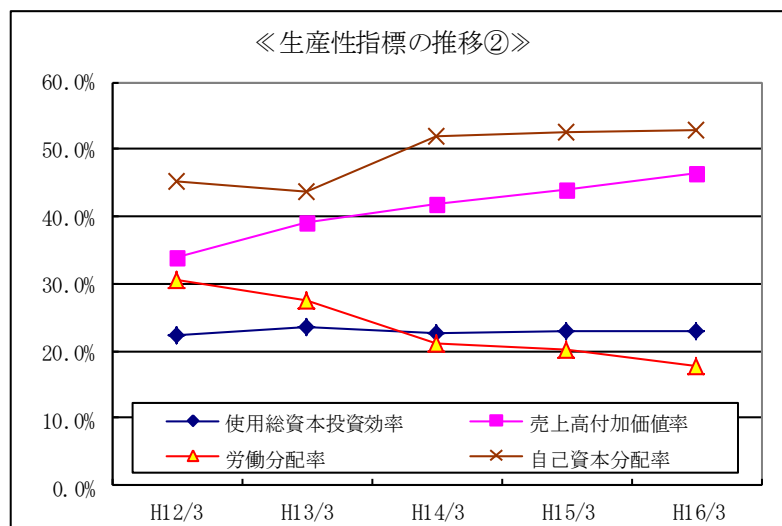
| 分析指標               | 計算式                          | H12/3 | H13/3 | H14/3 | H15/3 | H16/3 |
|--------------------|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1人あたり売上高<br>(百万円)  | 売上高/前・当期従業員数平均               | 56.8  | 59.9  | 66.1  | 72.0  | 74.6  |
| 1人あたり営業利益<br>(百万円) | 営業利益/前・当期従業員数平均              | 10.5  | 14.1  | 18.5  | 21.4  | 25.5  |
| 使用総資本投資効<br>率      | 付加価値①/前・当期使用総資本平均            | 22.3% | 23.5% | 22.7% | 22.9% | 23.0% |
| 労働装備率              | (有形固定資産-建設仮勘定)の2期平均/従業員数     | 13.8  | 14.1  | 14.7  | 13.9  | 13.7  |
| 売上高付加価値率           | 粗付加価値額/売上高                   | 33.8% | 39.1% | 41.9% | 44.0% | 46.5% |
| 労働分配率              | 人件費・労務費/付加価値②                | 30.5% | 27.5% | 21.2% | 20.2% | 17.8% |
| 自己資本分配率            | (当期純利益+減価償却費+金融費用+賃借料)/付加価値② | 45.4% | 43.7% | 51.9% | 52.5% | 52.9% |

※付加価値①＝営業利益+人件費+減価償却費+賃借料（+租税公課+支払特許料）

※付加価値②＝純利益+人件費+減価償却費+賃借料+金融費用+税金

平成 14 年 3 月期以降は、従業員数がほぼ横ばいであるにもかかわらず、1 人あたりの売上高及び営業利益が増加しており、生産性が堅調に高まっていることが分かる。労働装備率は、ほぼ横ばいで業界水準と大差なく問題ない。

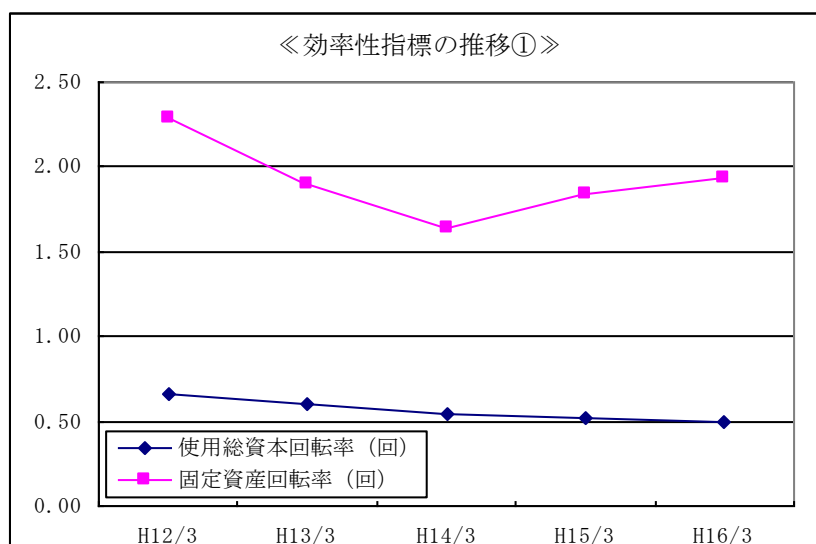
使用総資本投資効率はほぼ横ばいだが、売上高付加価値率と自己資本分配率は順調に上昇しており、生産性は継続的に向上しているといえる。逆に労働分配率が平成 12 年 3 月期から少しずつ低下してきている。これは、人件費が横ばい傾向にある中で、営業利益の増



加によって付加価値が大きく増加し、労働分配率を引き下げる結果となっている。高い営業利益を上げているのに、従業員に対する人件費への配分が軽視されている恐れがあるので、従業員の労働環境やモチベーションに注意が必要である。1 人あたりの生産性はあがっている。しかし、その一方で使用総資本投資効率が上がっていないことから、資産（特に現金等の流動資産）を効率的に使えていない恐れがあるので、ここにも注意が必要である。

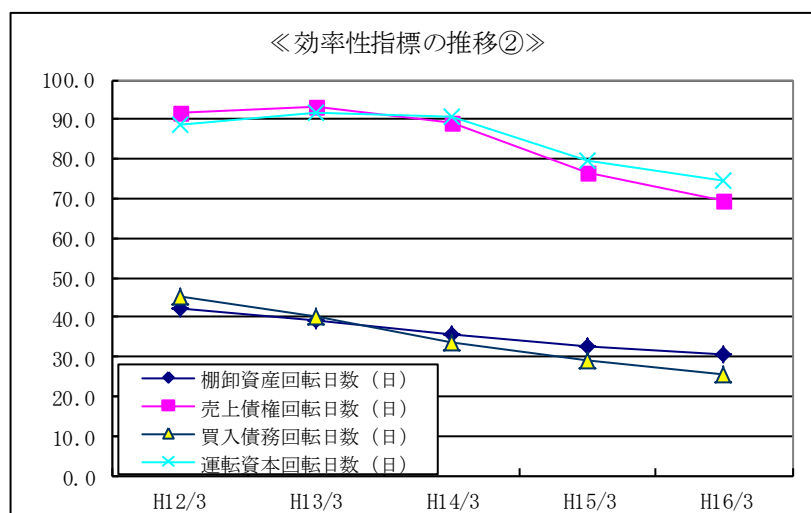
## (5) 効率性

| 分析指標            | 計算式                            | H12/<br>3 | H13/<br>3 | H14/<br>3 | H15/<br>3 | H16/<br>3 |
|-----------------|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 使用総資本回転率<br>(回) | 売上高/前・当期資産平均                   | 0.66      | 0.60      | 0.54      | 0.52      | 0.49      |
| 固定資産回転率 (回)     | 売上高/前・当期固定資産平均                 | 2.29      | 1.90      | 1.64      | 1.84      | 1.94      |
| 棚卸資産回転日数<br>(日) | 前・当期棚卸資産平均/(売上高/365)           | 42.1      | 38.9      | 35.7      | 32.4      | 30.6      |
| 売上債権回転日数<br>(日) | 前・当期売上債権平均/(売上高/365)           | 91.9      | 92.9      | 88.9      | 76.4      | 69.3      |
| 買入債務回転日数<br>(日) | 当・前期仕入債務平均/(売上高/365)           | 45.4      | 40.3      | 33.8      | 29.1      | 25.3      |
| 運転資本回転日数<br>(日) | 棚卸資産回転日数+売上債権回転日数<br>-買入債務回転日数 | 88.6      | 91.6      | 90.8      | 79.7      | 74.6      |



使用総資本回転率が年々徐々に下降しており、資産（特に現金等の流動資産）のだぶつきの影響が出始めているように見える。固定資産回転率については、固定資産が上下する影響で変動している。平成 14 年 3 月期からは徐々に改善が見られるので問題なさそうである。

棚卸資産回転日数は少しずつ短くなっており、在庫の削減効果が表れてきている。売上債権回転日数、買入債務回転日数についても順調に短くなっており、効率性が向上してきている。ただし、平成 16 年 3 月期は、買入債務の



支払期間が 1 ヶ月を下回る一方、売上債権の回収期間が 2 ヶ月以上かかっている点は若干の注意が必要である。売上債権回転日数が長いこともこの業界の特徴であるが、回収条件の甘さ、すなわち販売競争の厳しさを反映していると言える。全般的には、効率性の各指標から武田薬品工業の堅調な効率性向上を窺い知ることができる。

## (6) その他

| 分析指標          | 計算式                | H12/3   | H13/3   | H14/3   | H15/3   | H16/3   |
|---------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1 株あたり純資産 (円) | 自己資本 / 期末発行株式数     | 1,143.5 | 1,374.2 | 1,609.3 | 1,777.2 | 2,011.9 |
| 1 株あたり純利益 (円) | 当期純利益 / 期中平均発行株式数  | 135.5   | 166.4   | 267.0   | 308.0   | 322.2   |
| 株価純資産倍率 (PBR) | 時価総額 (期末時価) / 自己資本 | 6.38    | 4.40    | 3.24    | 2.49    | 2.31    |

1株当たり純資産、1株あたり純利益ともに順調に増加傾向にあり、企業の解散価値と1株あたりの収益力の向上を示している。株価純資産倍率は、株価の割安感、割高感を評価する指標であるが、終始1以上であり、相対的に割高と言える。ただし、株価の下落による株式時価総額の減少と、利益剰余金の膨張による自己資本の増加が原因で、PBRは年々減少傾向にあり、割高から割安へと移行していることが分かる。市場の評価が下がっているとも判断できるので注意が必要である。

## 1.2 連結キャッシュフロー計算書にもとづく分析

| 分析指標         | 計算式                 | H12/3   | H13/3   | H14/3   | H15/3   | H16/3   |
|--------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 営業CFマージン     | 営業CF/売上高            | 17.2%   | 22.1%   | 23.9%   | 25.2%   | 28.6%   |
| 営業CF投資CF比率   | 営業CF/投資CFの絶対値       | 307.6%  | 365.1%  | 192.1%  | 188.0%  | 223.3%  |
| 営業CF固定負債比率   | 営業CF/長期負債(社債+長期借入金) | 2241.1% | 3591.1% | 4826.2% | 5875.3% | 7211.1% |
| 1株あたり営業CF(円) | 営業CF/期中平均株式数        | 180.1   | 241.0   | 272.6   | 298.6   | 351.4   |

キャッシュフローの収益性を示す営業キャッシュフローマージンは堅調に上昇を続けており、本業でのキャッシュフロー総出力が高まっている。投資キャッシュフローの絶対値は100%を超えており、投資活動は営業活動によるキャッシュフローの範囲内でまかなわれている。また、営業キャッシュフロー対固定負債比率より、長期負債に対する営業キャッシュフローは圧倒的なボリュームがあり、営業キャッシュフローで長期有利子負債を十分まかなえる状況にある。極めて高い安全性であることがわかる。1株あたりの営業キャッシュフローについても年々順調に増加しており、キャッシュフローから見る収益力も問題ない。

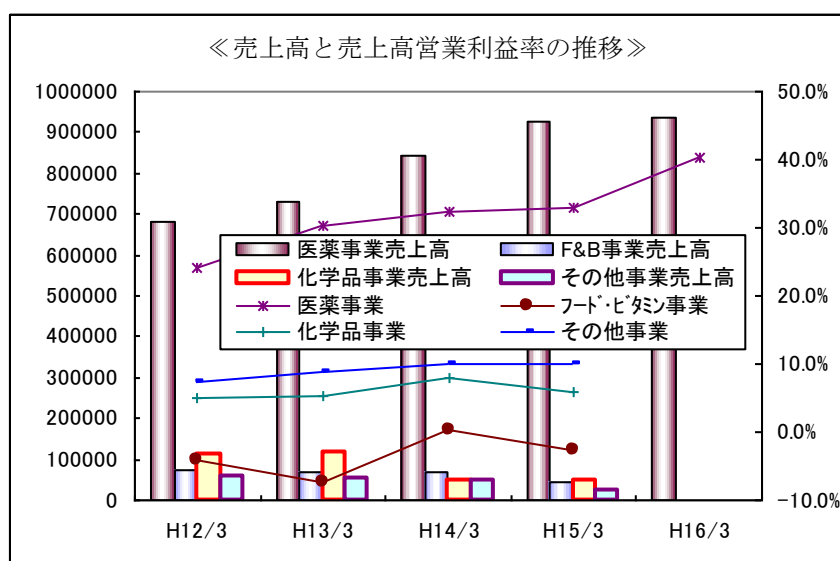
## 1.3 事業種類別および所在地別セグメント情報にもとづく経営分析

### 1.3.1 事業種類別セグメント分析

(平成16年3月期はセグメント分類方法が異なるため計算できず)

#### (1) 収益性

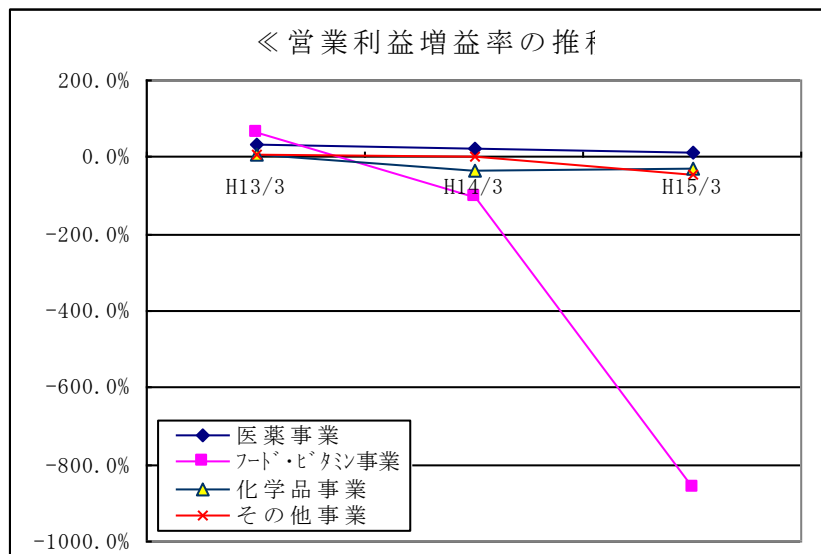
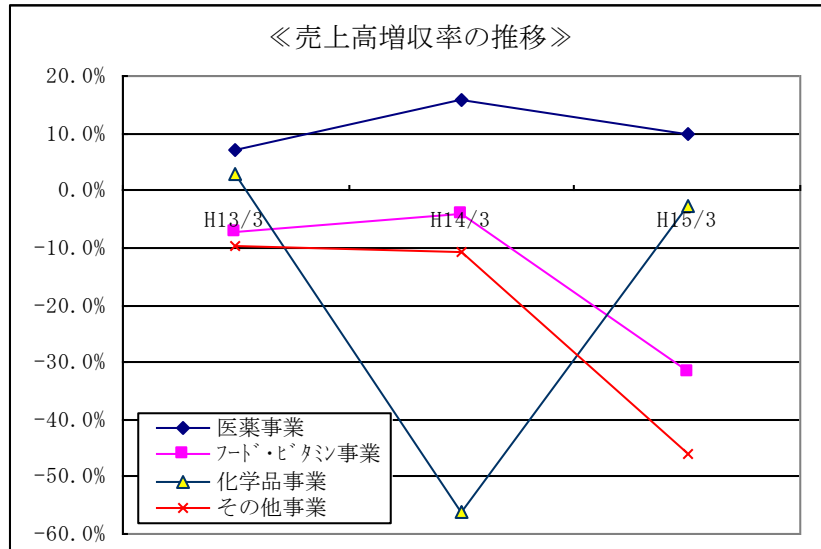
|          | 計算式      | 事業         | H12/3 | H13/3 | H14/3 | H15/3 | H16/3 |
|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高営業利益率 | 営業利益/売上高 | 医薬事業       | 24.2% | 30.2% | 32.3% | 33.0% | 40.4% |
|          |          | フード・ビタミン事業 | -4.2% | -7.3% | 0.2%  | -2.6% | —     |
|          |          | 化学品事業      | 4.9%  | 5.2%  | 7.9%  | 5.8%  | —     |
|          |          | その他事業      | 7.3%  | 8.7%  | 9.9%  | 10.1% | —     |



事業別セグメントの売上高の推移をしてみる。唯一、堅調な増加を示しているのが医薬事業売上高であり、平成 16 年 3 月期には全体の 9 割近くを占めるに至っている。一方、医薬事業以外のセグメントでは、軒並み売上高の減少が続いており、武田薬品工業における医薬事業の 1 人勝ち構造が浮き彫りになっている。医薬事業は、さらに医療用と一般用に分けられるが、医療用が全体の 9 割以上を占めている。さて次に収益性を見てみる。武田薬品工業の屋台骨である医薬事業の売上高営業利益率は順調に上昇しており、平成 16 年 3 月期には 40.4%と極めて高い収益性を示している。武田薬品工業全体での売上高営業利益率は同期 34.2%であり、医薬事業以外の事業が同社の収益性を悪化させていることが分かる。フード・ビタミン事業は営業利益すら確保できておらず、化学事業の売上高営業利益率も過去 5%前後を低迷しており、平成 15 年度に医薬外事業を再編し、医薬事業とその他事業の 2 事業セグメントとしている。しかしながら、従来からの医薬事業以外の事業はすべて、その他事業に統合されただけで、化学事業の一部である農薬事業を平成 14 年度 11 月に住化武田農薬株式会社へ事業譲渡した以外は、目立った経営合理化などはされていない。

## (2) 成長性

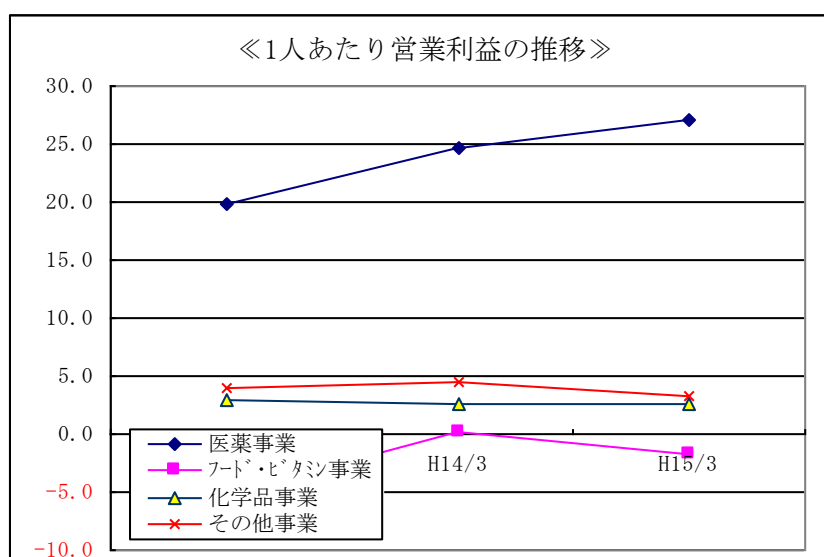
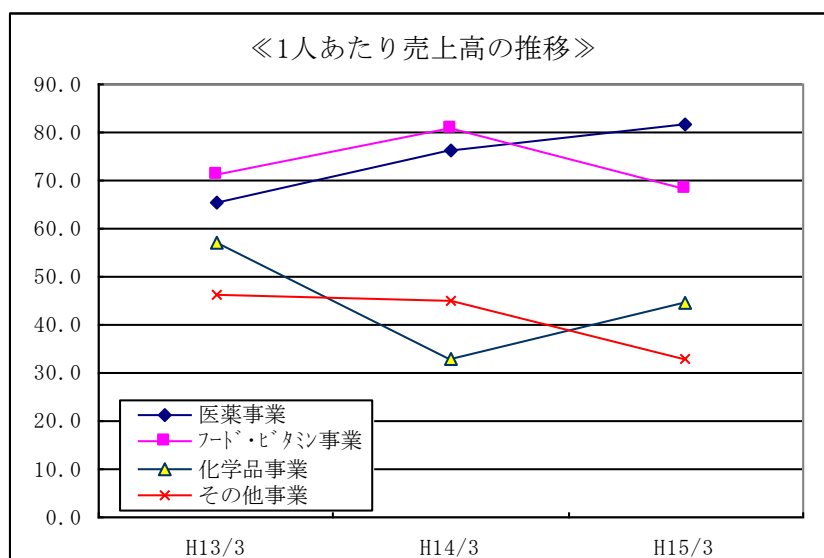
|         | 計算式                        | 事業         | H13/3 | H14/3   | H15/3   |
|---------|----------------------------|------------|-------|---------|---------|
| 売上高増収率  | (当期売上高-前期売上高)<br>/前期売上高    | 医薬事業       | 7.0%  | 15.7%   | 10.0%   |
|         |                            | フード・ビタミン事業 | -7.2% | -4.0%   | -31.8%  |
|         |                            | 化学品事業      | 2.7%  | -56.3%  | -2.8%   |
|         |                            | その他事業      | -9.6% | -10.8%  | -46.1%  |
| 営業利益増益率 | (当期営業利益-前期営業利益)<br>/前期営業利益 | 医薬事業       | 33.9% | 23.5%   | 12.6%   |
|         |                            | フード・ビタミン事業 | 61.8% | -103.1% | -860.1% |
|         |                            | 化学品事業      | 8.9%  | -33.2%  | -28.4%  |
|         |                            | その他事業      | 7.8%  | 1.8%    | -45.0%  |



事業セグメント別の成長性は、売上高、営業利益ともに屋台骨である医薬事業のみが安定してプラス成長である。一方、医薬事業以外はマイナス成長が目立ち、先に分析した収益性とあわせて考えると、成長性も収益性も期待薄の事業群と言える。武田薬品工業における事業別セグメントとして期待できるのは、医薬事業だけで、他は厳しいと言わざるを得ない現状である。

### (3) 生産性

|                    | 計算式                 | 事業         | H13/3 | H14/3 | H15/3 |
|--------------------|---------------------|------------|-------|-------|-------|
| 1人あたり売上高<br>(百万円)  | 売上高<br>/前・当期従業員数平均  | 医薬事業       | 65.5  | 76.3  | 81.7  |
|                    |                     | フード・ビタミン事業 | 71.2  | 81.0  | 68.5  |
|                    |                     | 化学品事業      | 57.1  | 32.8  | 44.8  |
|                    |                     | その他事業      | 46.4  | 44.8  | 33.1  |
| 1人あたり営業利益<br>(百万円) | 営業利益<br>/前・当期従業員数平均 | 医薬事業       | 19.8  | 24.6  | 27.0  |
|                    |                     | フード・ビタミン事業 | -5.2  | 0.2   | -1.8  |
|                    |                     | 化学品事業      | 3.0   | 2.6   | 2.6   |
|                    |                     | その他事業      | 4.0   | 4.4   | 3.3   |

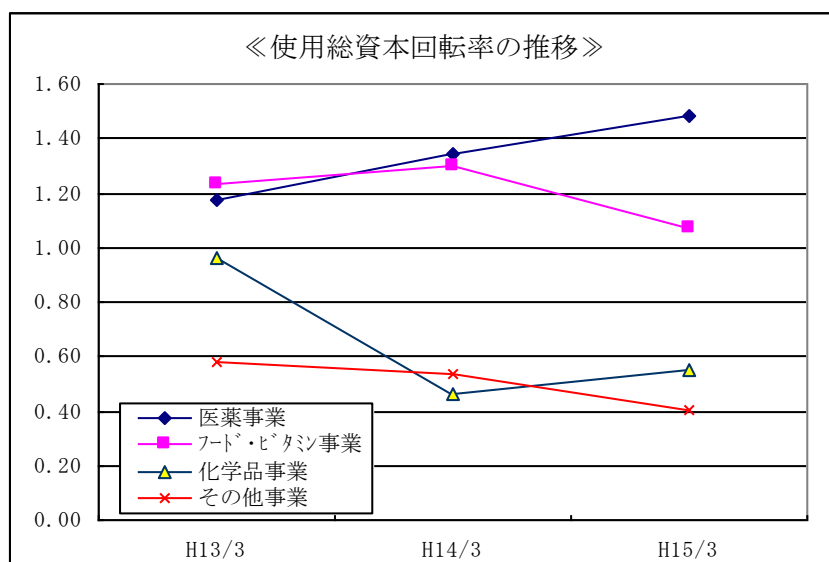




生産性においても、屋台骨である医薬事業の好調ぶりがうかがえる。1人あたり売上高、営業利益ともに各事業の中で最も高く、年々増加傾向にある。一方、医薬事業以外の事業群は、1人あたりの売上高、営業利益のボリュームが低く、また大きな視点で捉えると下降傾向にある。ここまでの、医薬事業以外の事業群は収益性、成長性、生産性ともに厳しい状況であることがわかる。

#### (4) 効率性

|                 | 計算式          | 事業         | H13/3 | H14/3 | H15/3 |
|-----------------|--------------|------------|-------|-------|-------|
| 使用総資本回転率<br>(回) | 売上高/前・当期資産平均 | 医薬事業       | 1.18  | 1.34  | 1.48  |
|                 |              | フード・ビタミン事業 | 1.23  | 1.30  | 1.07  |
|                 |              | 化学品事業      | 0.96  | 0.46  | 0.55  |
|                 |              | その他事業      | 0.58  | 0.54  | 0.40  |



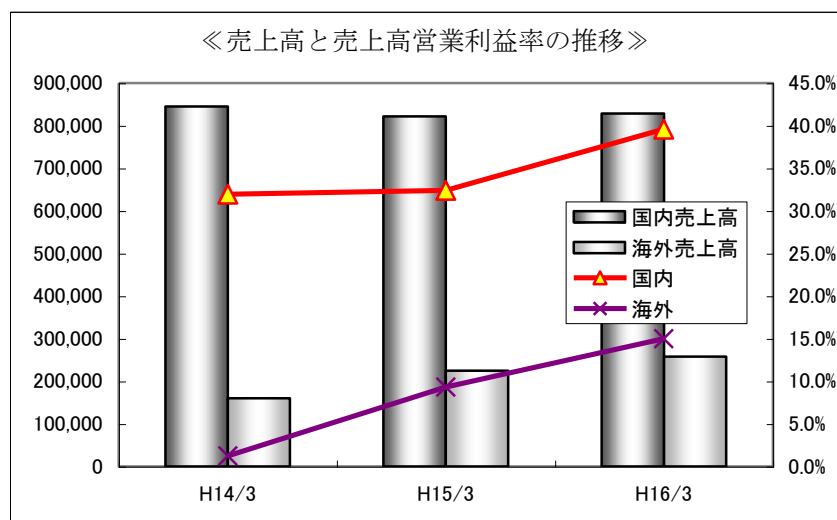
事業種類別セグメントで比較すると、屋台骨である医薬事業の使用総資本回転率が最も高く、また唯一コンスタントに上昇傾向にある。

#### 1.3.2 所在地別セグメント分析

(平成12年3月期と平成13年3月期は記載がないため計算できず)

##### (1) 収益性

|          | 計算式      | 所在地 | H14/3 | H15/3 | H16/3 |
|----------|----------|-----|-------|-------|-------|
| 売上高営業利益率 | 営業利益/売上高 | 国内  | 31.9% | 32.4% | 39.6% |
|          |          | 海外  | 1.2%  | 9.3%  | 15.0% |



売上高の規模だが、国内売上高が全体の約 80%という大部分を占めている。しかし、注目すべき点は、国内と海外における売上高の構成比が徐々に変化し、海外売上高の比率が少しずつ高まってきている点である。実際、平成 14 年 3 月期から平成 16 年 3 月期にかけて、国内売上高の構成比は 84%から 76%に減少し、海外売上高が 16%から 24%に増加している。今後、武田薬品工業にとって、ますます海外市場の重要性が高まっていくと予想される。次に売上高営業利益率を見てみる。国内、海外ともに売上高営業利益率は上昇傾向にある。ただし、営業利益率の絶対値を比較すると、国内の方が海外の倍以上となっている。これは、国内と海外（特にアメリカ）における国民皆保険制度と薬価制度が大きく異なり、国内の方が製薬企業の利益を護っているという構造的な背景に起因すると考えられる。

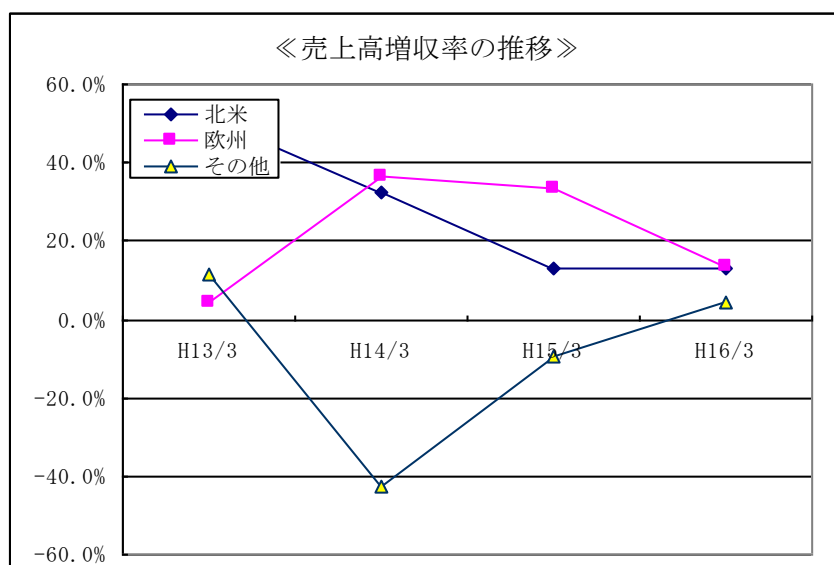
## (2) 成長性

|         | 計算式                                                     | 所在地 | H15/3  | H16/3 |
|---------|---------------------------------------------------------|-----|--------|-------|
| 売上高増収率  | $\frac{(\text{当期売上高} - \text{前期売上高})}{\text{前期売上高}}$    | 国内  | -1.6%  | 1.7%  |
|         |                                                         | 海外  | 40.6%  | 14.2% |
| 営業利益増益率 | $\frac{(\text{当期営業利益} - \text{前期営業利益})}{\text{前期営業利益}}$ | 国内  | -0.2%  | 24.2% |
|         |                                                         | 海外  | 972.7% | 83.2% |

国内市場での成長性は鈍化しており、競合との競争激化による市場の飽和がうかがえる。一方、海外での成長性は国内より遥かに高く、市場の将来性を感じさせる。

### 海外市場の成長性

|        | 計算式                                                  | 所在地 | H13/3 | H14/3  | H15/3 | H16/3 |
|--------|------------------------------------------------------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 売上高増収率 | $\frac{(\text{当期売上高} - \text{前期売上高})}{\text{前期売上高}}$ | 北米  | 51.2% | 32.6%  | 13.1% | 12.9% |
|        |                                                      | 欧州  | 4.1%  | 36.6%  | 33.5% | 13.5% |
|        |                                                      | その他 | 11.4% | -42.4% | -9.6% | 4.3%  |



先に国内市場と比較して、海外市場は相対的に将来性を感じさせるとコメントした。しかし、北米、欧州ともに徐々に成長性が鈍化し始めており、楽観視できる状況ではないことがわかる。国内とは製薬企業を取り巻く環境が大きく異なる海外市場で、今後いかにして持続的な競争優位性を構築するかが大きな課題と言える。

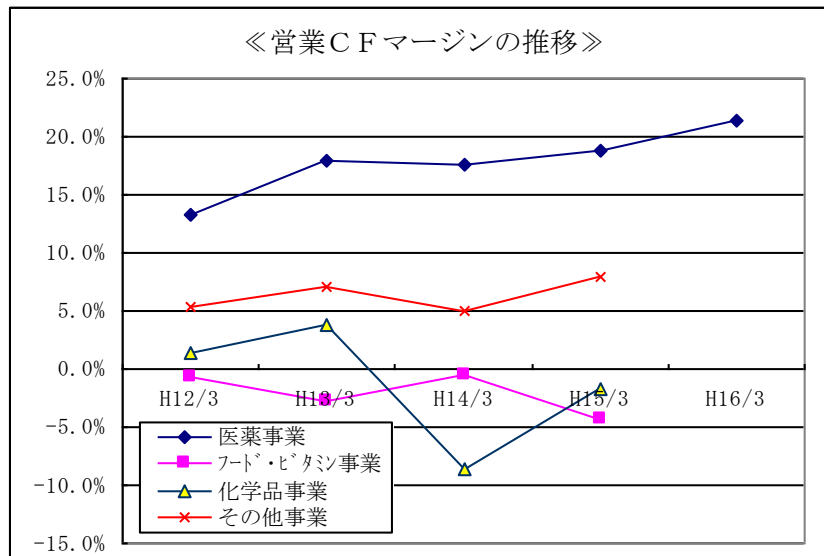
### (3) 効率性

|                 | 計算式          | 所在地 | H15/3 | H16/3 |
|-----------------|--------------|-----|-------|-------|
| 使用総資本回転率<br>(回) | 売上高/前・当期資産平均 | 国内  | 1.32  | 1.32  |
|                 |              | 海外  | 1.36  | 1.16  |

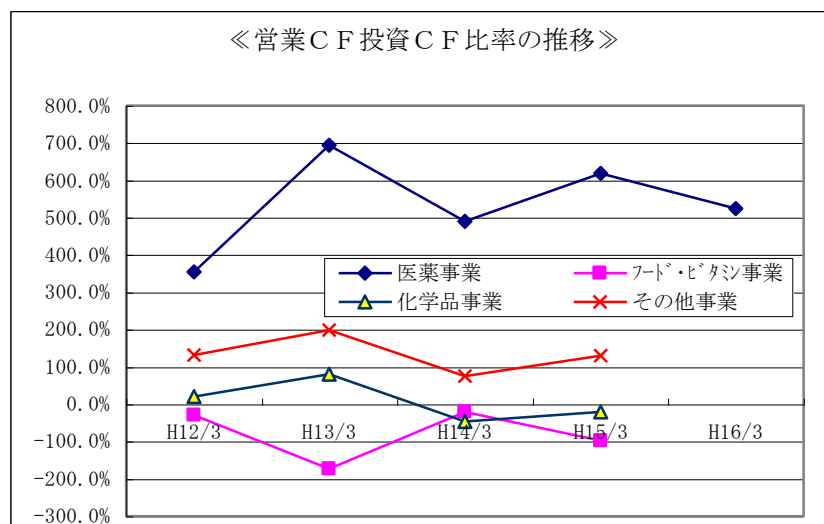
国内、海外ともに1を上回る回転率で安定しており、効率性については特に問題ない。

## 1.4 事業種類別セグメント情報にもとづくCF分析

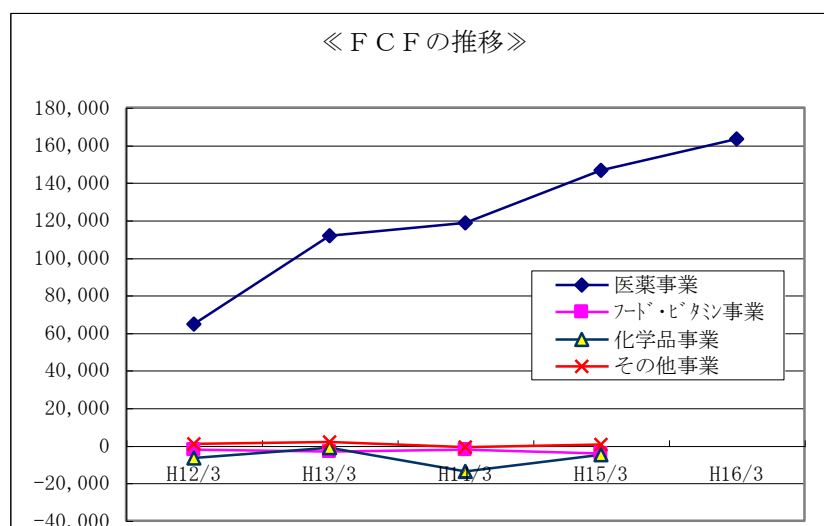
|            | 計算式        | 事業         | H12/3  | H13/3   | H14/3   | H15/3   | H16/3   |
|------------|------------|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 営業CFマージン   | 営業CF/売上高   | 医薬事業       | 13.3%  | 17.9%   | 17.6%   | 18.8%   | 21.4%   |
|            |            | フード・ビタミン事業 | -0.7%  | -2.7%   | -0.6%   | -4.4%   | —       |
|            |            | 化学品事業      | 1.4%   | 3.8%    | -8.6%   | -1.7%   | —       |
|            |            | その他事業      | 5.4%   | 7.0%    | 5.0%    | 7.9%    | —       |
|            |            |            |        |         |         |         |         |
| 営業CF投資CF比率 | 営業CF/資本的支出 | 医薬事業       | 354.1% | 693.7%  | 490.3%  | 619.1%  | 524.0%  |
|            |            | フード・ビタミン事業 | -29.6% | -172.8% | -21.4%  | -98.2%  | —       |
|            |            | 化学品事業      | 20.1%  | 80.2%   | -46.7%  | -20.8%  | —       |
|            |            | その他事業      | 131.8% | 198.2%  | 76.1%   | 130.5%  | —       |
|            |            |            |        |         |         |         |         |
| FCF        | 営業CF-資本的支出 | 医薬事業       | 64,840 | 111,907 | 118,495 | 146,589 | 163,401 |
|            |            | フード・ビタミン事業 | -2,287 | -3,033  | -2,187  | -4,039  | —       |
|            |            | 化学品事業      | -6,528 | -1,096  | -13,852 | -4,880  | —       |
|            |            | その他事業      | 777    | 1,877   | -757    | 479     | —       |
|            |            |            |        |         |         |         |         |



営業キャッシュフローマージンより、各事業におけるキャッシュフローの収益性は、医薬事業が圧倒的に高く、その他事業がそれを次ぐ形になっている。フード・ビタミン事業と化学品事業の営業キャッシュフローマージンはマイナスとなっており、キャッシュフローの収益性が極めて低いことが分かる。



投資（資本的支出）を営業キャッシュフローでまかなえているのは、医薬事業とその他事業だけである。特に医薬事業は投資CFの5倍は営業CFを稼いでおり、極めて高い安全性を示している。フード・ビタミン事業と化学品事業は単年度の投資CFを単年度の営業CFでまかなえておらず、厳しい状況である。



事業セグメント別のフリー・キャッシュフローは、これも医薬事業が圧倒的なボリュームで、かつ年々増加傾向を示している。医薬事業以外の事業については、FCF がマイナスかゼロ前後であり、十分な企業価値を創造できていない。今後これらの事業をどうするかが武田薬品工業にとっての課題である。撤退、売却などさまざまなオプションを検討すべきである。

武田薬品工業全体を見た場合、現時点の財務内容は非常に優良で、安全性、収益性、生産性、効率性などほぼ全てにおいて高い水準にある。恐らく《優れた研究開発力→強い販売競争力→高収益→自己資本充実→借入金依存度低下→財務体質強化→研究開発投資負担能力増大→優れた研究開発能力→・・・》という好循環が実現できているからであろう。ただ、成長性においてのみ若干かげりが見えており、製薬企業のおかれている事業環境が厳しくなっていることを如実に物語っている。今後、この厳しさを増す事業環境において、いかにして持続的な成長を実現するかが武田薬品工業にとっての大きな課題と言える。また、事業別セグメント、地域別セグメントに分解して見ると、解決すべき課題がいくつか浮き彫りになってくる。

事業別セグメントで考えると、医薬事業以外は成長性が低く、また十分な利益やキャッシュを生み出していないという問題点がある。しかし、これらの不採算事業については、1990年代終わりから徐々に切り離しを進め、2003年4月には医薬事業以外の全てのカンパニーを廃止するに至っている。ただ、一部はその他事業に含まれているため、今後も引き続き売却や整理縮小をも視野に入れた更なる事業整理が必要である。次に地域別セグメントを見ると、国内市場の成長率が鈍化する一方、海外市場が徐々に成長を見せている。しかし、海外市場の成長性も年々陰りを見せ始めており、また海外における売上高営業利益率は国内の半分以上であり、有望な市場であるとは言え、楽観視できない状況である。このような状況下で武田薬品工業が、国内、海外の各市場にどのようなスタンスで資源配分を行い、戦略を展開していくかが、今後の大きな課題と言える。事業別、地域別とも、まさに「選択と集中」の戦略が求められていると考える。

## 2 企業価値分析

### 2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）の算出

| 指標         | 計算式                                                   |
|------------|-------------------------------------------------------|
| EVA        | 税引事業利益-資本コスト                                          |
| 税引事業利益     | (営業利益+受取利息+受取配当金) × (1-実効税率)                          |
| 営業利益       |                                                       |
| 受取利息       |                                                       |
| 受取配当金      |                                                       |
| 実効税率       |                                                       |
| 資本コスト      | 投下資本(1) × 加重平均資本コスト                                   |
| 投下資本(1)    | 短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)                               |
| 投下資本(2)    | 短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)                               |
| 短期借入金      | CPおよび1年内償還社債含む                                        |
| 長期借入金+社債   |                                                       |
| 株主資本(簿価)   |                                                       |
| 株主資本(時価)   | 発行済株式数 × 株価                                           |
| 発行済株式数     |                                                       |
| 株価         |                                                       |
| 加重平均資本コスト  | 負債コスト × (1-実効税率) × 投下資本負債比率<br>+ 株主資本コスト × 投下資本株主資本比率 |
| 負債コスト      | 短期借入金、長期借入金、社債の平均利率(支払利息/左記項目の2期平均額)                  |
| 投下資本負債比率   | (短期借入金+長期借入金+社債) / 投下資本(2)                            |
| 株主資本コスト    | リスクフリーレート + β × リスクプレミアム                              |
| 投下資本株主資本比率 | 株主資本(時価) / 投下資本(2)                                    |
| リスクフリーレート  | 10年もの国債の応募者利回り(年平均)                                   |
| β(ベータ)     | 企業のシステムティックリスク                                        |
| リスクプレミアム   | 市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差                                |

| 指標         | H11/3  | H12/3       | H13/3       | H14/3       | H15/3       | H16/3       | 出所                     |
|------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| EVA        |        | 43,413      | 65,093      | 90,896      | 100,617     | 129,949     |                        |
| 税引事業利益     |        | 103,825     | 136,661     | 168,400     | 185,751     | 221,484     |                        |
| 営業利益       |        | 171,443     | 226,102     | 281,243     | 310,686     | 371,633     | P/L                    |
| 受取利息       |        | 5217        | 6806        | 6750        | 6982        | 7918        | P/L                    |
| 受取配当金      |        | 2657        | 3121        | 2854        | 3146        | 2978        | P/L                    |
| 実効税率       |        | 42.1%       | 42.1%       | 42.1%       | 42.1%       | 42.1%       | 有価証券報告書                |
| 資本コスト      |        | 60,412      | 71,568      | 77,504      | 85,135      | 91,536      |                        |
| 投下資本(1)    |        | 1,032,037   | 1,227,460   | 1,430,964   | 1,576,888   | 1,792,162   | 貸借対照表                  |
| 投下資本(2)    |        | 6,465,608   | 5,354,199   | 4,617,222   | 3,916,988   | 4,118,735   |                        |
| 短期借入金      | 10,985 | 15,689      | 8,674       | 5,898       | 4,672       | 6,838       | 貸借対照表                  |
| 長期借入金+社債   | 0      | 7,093       | 5,922       | 4,985       | 4,484       | 4,314       | 貸借対照表                  |
| 株主資本(簿価)   |        | 1,009,255   | 1,212,864   | 1,420,081   | 1,567,732   | 1,781,010   | 貸借対照表                  |
| 株主資本(時価)   |        | 6,442,826   | 5,339,603   | 4,606,339   | 3,907,832   | 4,107,583   |                        |
| 発行済株式数     |        | 882,578,947 | 882,578,947 | 882,440,415 | 882,129,206 | 885,254,945 | 決算短信                   |
| 株価         |        | 7,300       | 6,050       | 5,220       | 4,430       | 4,640       | Yahooファイナンス            |
| 加重平均資本コスト  |        | 5.85%       | 5.83%       | 5.42%       | 5.40%       | 5.11%       |                        |
| 負債コスト      |        | 7.07%       | 5.46%       | 5.96%       | 4.19%       | 3.54%       |                        |
| 投下資本負債比率   |        | 0.35%       | 0.27%       | 0.24%       | 0.23%       | 0.27%       |                        |
| 株主資本コスト    |        | 5.86%       | 5.84%       | 5.42%       | 5.41%       | 5.12%       |                        |
| 投下資本株主資本比率 |        | 99.65%      | 99.73%      | 99.76%      | 99.77%      | 99.73%      |                        |
| リスクフリーレート  |        | 1.73%       | 1.71%       | 1.29%       | 1.28%       | 0.99%       | 財務省HPより                |
| β(ベータ)     |        | 0.647       | 0.647       | 0.647       | 0.647       | 0.647       | BloombergHP            |
| リスクプレミアム   |        | 6.38%       | 6.38%       | 6.38%       | 6.38%       | 6.38%       | 『MBAファイナンス』<br>ダイヤモンド社 |

EVA は年々堅調な伸びを示しており、株主と債権者が期待する収益を十分あげている状況にあると言える。これは武田薬品工業の医薬事業における右肩上がりの増益によるところが多い。

## 2.2 企業価値算出

| 指標       | 計算式                          | H12/3     | H13/3     | H14/3     | H15/3     | H16/3     |
|----------|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 企業価値 (1) | 短期借入金+長期借入金+社債<br>+株主資本 (時価) | 6,465,608 | 5,354,199 | 4,617,222 | 3,916,988 | 4,118,735 |
| 企業価値 (2) | MVA=EVA/加重平均資本コスト            | 741,638   | 1,116,411 | 1,678,227 | 1,863,654 | 2,544,247 |
| 企業価値 (3) | フリー・キャッシュフロー価値               | 6,369,505 | 7,103,828 | 7,738,461 | 8,442,083 | 9,508,506 |

・企業価値＝企業の株式の時価総額+負債の時価総額（貸方側の企業価値）

企業に対する投下資本の観点から見た市場価値であるが、毎年徐々に株価が下落している影響を受け、武田薬品工業の市場価値は減少傾向にある。

・企業価値＝MVA＝EVA／資本コスト（市場付加価値）

株式市場から見た企業価値であるが、(1) より、若干低く出ている。(1) と (2) でどちらがより正確に武田薬品工業の企業価値を表しているかは判断が難しいところである。

・企業価値＝予測期間のキャッシュフロー現在価値+継続企業の現在価値（借方側の企業価値）

| 指標                 | 計算式                                                        |
|--------------------|------------------------------------------------------------|
| 営業キャッシュフロー         |                                                            |
| 投資キャッシュフロー         |                                                            |
| フリーキャッシュフロー        |                                                            |
| FCF年平均成長率          | H11年度からH15年度のFCF年平均成長率＝ $(H16/3FCF \div H12/3FCF)^{(1/4)}$ |
| 加重平均資本コスト          |                                                            |
| 予測期間のFCF現在価値 (A)   | 予測期間 (n+1～n+5) /割引率 (資本コスト)                                |
| 永久成長率              | リスクフリーレートと仮定                                               |
| 継続価値の割引率           | 加重平均資本コスト・永久成長率                                            |
| 継続価値 (B)           | 予測期間の翌年のFCF：(n+6) /継続価値の割引率                                |
| 企業価値 (3)・・・(A)+(B) | フリー・キャッシュフロー価値                                             |

・フリー・キャッシュフロー価値の計算根拠

この算定においては、平成 12 年 3 月期から平成 16 年 3 月期のフリー・キャッシュフロー年平均成長率 (+12%) で、平成 17 年 3 月期から平成 21 年 3 月期までのフリー・キャッシュフローを予測している。各期の企業価値は、予測期間を 5 期としてフリー・キャッシュフローの現在価値を求め、その次年度のフリー・キャッシュフローを資本コストからリスクフリーレート（永久成長率）を引いた継続企業の資本コストで割って継続価値を求め、その合計により算定している。この計算においては、仮定が多く含まれているため、その設定を変えることにより企業価値も大きく変動するので、成長率や予測期間の選定においては注意を要する。今回は (1) (2) よりかなり高く企業価値が出ているため、妥当な結果でない可能性がある。

| 指標                 | H12/3     | H13/3     | H14/3     | H15/3     | H16/3     | H17/3   | H18/3   | H19/3   | H19/3   | H20/3   | H21/3   |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 営業キャッシュフロー         | 158,962   | 212,662   | 240,586   | 263,449   | 311,122   |         |         |         |         |         |         |
| 投資キャッシュフロー         | -51,675   | -58,249   | 125,239   | 140,148   | -139,322  |         |         |         |         |         |         |
| フリーキャッシュフロー        | 107,287   | 154,413   | 365,825   | 403,597   | 171,800   | 193,260 | 217,401 | 244,557 | 275,105 | 309,470 | 348,127 |
| FCF年平均成長率          |           |           |           |           | 112%      |         |         |         |         |         |         |
| 加重平均資本コスト          | 5.85%     | 5.83%     | 5.42%     | 5.40%     | 5.11%     |         |         |         |         |         |         |
| 予測期間のFCF現在価値 (A)   | 1,094,886 | 1,168,784 | 1,066,348 | 932,316   | 1,057,909 |         |         |         |         |         |         |
| 永久成長率              | 1.73%     | 1.71%     | 1.29%     | 1.28%     | 0.99%     |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値の割引率           | 4.12%     | 4.12%     | 4.12%     | 4.12%     | 4.12%     |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値 (B)           | 5,274,619 | 5,935,044 | 6,672,113 | 7,509,767 | 8,450,597 |         |         |         |         |         |         |
| 企業価値 (3)・・・(A)+(B) | 6,369,505 | 7,103,828 | 7,738,461 | 8,442,083 | 9,508,506 |         |         |         |         |         |         |

現時点での企業価値は高く、EVA も順調に増加している。しかしながら、投下資本の観点から見た市場の評価である企業価値（1）は減少傾向にあり、市場全体の不況の影響もあるものの、市場の評価は必ずしも好意的とは言えない。MVA（企業価値（2））や FCF 価値（企業価値（3））は増加傾向にあるが、製薬企業のおかれた事業環境の厳しさを考慮すると、より明確に将来に向けた成長性や戦略を示さなければ市場における評価は厳しいままであろう。

### 3 事業環境分析

#### 医薬事業における機会と脅威

|          | 機会                                                                                                                                                                                                                           | 脅威                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国内       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 高齢化や食生活や環境の変化による生活習慣病の増加による市場拡大</li> <li>・ 新薬の有利性の高まり（各種特許制度の新設、改正）</li> </ul>                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場の成熟化（2001～2002 年の成長率 4%）</li> <li>・ 国際戦略 4 製品の特許失効</li> <li>・ 政府介入による薬価制度見直しやジェネリック薬の使用促進</li> <li>・ 規制緩和による外国大手企業の参入</li> <li>・ 異業種（食品、繊維、化学）からの新規参入</li> <li>・ 国内企業の再編・大型化（山之内と藤沢等）</li> <li>・ 医療費の個人負担増による受診率低下</li> </ul> |
| 海外（主に米国） | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 成長市場（2001～2002 年全世界で成長率 10%）</li> <li>・ 特にアメリカは最も巨大で急成長をしている有望市場（世界シェア 50%、成長率 14%）</li> <li>・ 人口増加による持続的な市場拡大</li> <li>・ 中国など新市場開拓（ただしコストによる障壁あり）</li> <li>・ 新薬の有利性の高まり</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 薬価設定や国民皆保険制度等の文化の違い</li> <li>・ PBM によるジェネリック薬使用促進や薬価ディスカウント促進</li> <li>・ 新たなマーケティング手法（Disease Management）の開発による参入障壁</li> <li>・ 国際戦略 4 製品の特許失効</li> <li>・ メディケア改革、カナダからの並行輸入 etc</li> </ul>                                      |

武田薬品工業は、国内と海外（主に米国）という大きく 2 つの市場で事業を展開している。それぞれの市場における事業環境は異なる点も多いので、武田薬品工業を取り巻く事業環境の機会と脅威をそれぞれの市場に分けて分析していく。まず売上高の 76% を占める国内市場について見てみる。国内市場における機会は、高齢化や食生活や環境の変化による生活習慣病の増加による市場拡大である。一方、脅威は、市場成長の鈍化（年率 4%）、主



力商品の近い将来の特許失効、政府介入による薬価制度の見直しや安価なジェネリック薬の使用促進、規制緩和に伴う大手の外国企業による参入、医療費の個人負担増による受診率の低下などがあげられる。次に売上高の26%を占める海外市場について見てみる。海外市場、特に米国市場における機会は、市場規模が大きいこと（全世界の約半分）、成長市場であること（年率14%）、人口増加（2050年には93億人「国連人口基金」）による市場拡大などが挙げられる。米国市場以外では、中国などアジアにおける新規市場という機会もあるが、まだまだコスト面などクリアすべき障壁が多い。一方、米国市場における脅威は、薬価設定や国民皆保険制度における日本とのカルチャーギャップ、民間医療保険の一種であるPBMによる安価なジェネリック薬使用促進やブランド薬のディスカウント促進、そして新たなマーケティング手法（Disease Management）の台頭による参入障壁や主力商品の近い将来の特許失効などがあげられる。

この2つの市場における事業環境が、武田薬品工業の企業戦略にどのような影響を与えるかについて考察してみる。武田薬品工業にとって悩ましいのは、この2つの市場の環境変化に対して、それぞれどのようなスタンスで資源配分を行っていくかということではないだろうか。市場規模が大きく成長も著しい将来有望な米国市場へ資源を投下し、ここまで順調に増加している売上高と利益率を更に高めるといふ企業戦略は有力である。しかし、市場成長が鈍化したとは言え、売上高の8割近くを占める国内市場が、大手外国企業の攻勢にさらされる中、何も手を打たないわけにはいかない。現に武田薬品工業は、国内、海外ともにあらゆる方策を打って出ている。例えば、国内においては、営業体制を強化すべく営業所の数を倍近くまで増強している。一方、海外においては、平成15年に米国における機動的な資金対応と運用収益の向上を図るために、子会社の「武田アメリカ・ホールディングス（株）」に26億ドルの増資を実施したり、内部留保資金についても欧米における事業基盤整備に投資することを明言している。現在、製薬企業の競争は国境を越え、まさにグローバルに展開されている。武田薬品工業の企業戦略において、現在の事業環境を考えると、どの市場にどれだけの資源を配分するかという意思決定は極めて重要であると考えられる。各市場における人口動態や法規制などのマクロ環境変化、競合企業の動向、顧客ニーズの変化などをつぶさに分析し、限りある資源を「選択と集中」の戦略によって有効活用しなければならない。そのような企業戦略をとらなければ、これからのグローバルな大競争時代において、武田薬品工業が標榜する世界のリーディング・カンパニーにはなれないと考える。どっちつかずの戦略にならないように注意が必要である。

## **4 企業成長戦略**

### **4.1 事業展開シナリオ**

#### **(1) 創業～初期：1781～1985年頃**

武田薬品工業は1781年、幕府免許のもと大阪・道修町で創業した。薬を問屋から買い付けし、小分けして地方の薬商や医師に販売する小さな薬種仲買商店が武田薬品工業の始まりである。1871年には、同業者に先んじて洋薬に着目し、親近の同業者らと共同で横浜に洋薬の仕入組合をつくり、外国商館との取引をはじめた。1985年頃からイギリス、ア

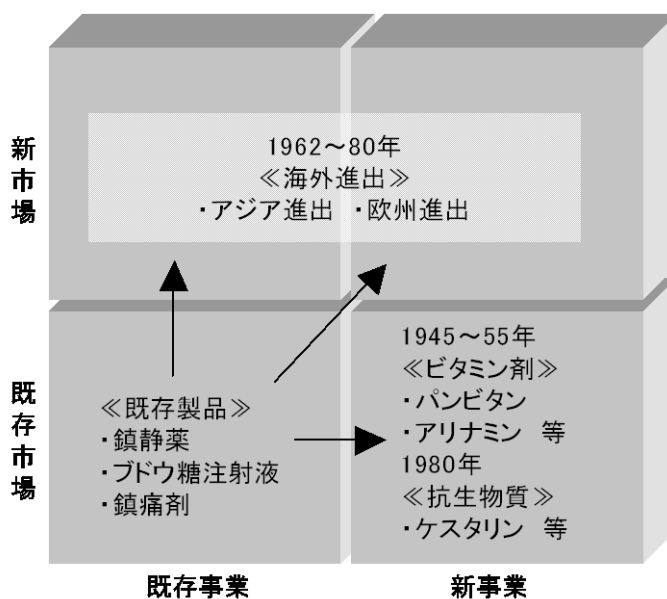
アメリカ、ドイツ、スペインなどの商社から直輸入を開始し、1907 年からはドイツ・バイエル社製品の一手販売権を得た。このようにして、古風な和漢商であった武田薬品工業は次第に洋薬の扱いを増やし、洋薬中心の事業に切り替えていった。

## (2) 第 1 期：研究開発から製造・販売までの一貫体制に 1895～1945 年頃

1895～1945 年頃を第 1 期としたが、この時期に武田薬品工業は、研究開発から製造・販売までの一貫体制の基礎を築いた。1895 年、大阪に自社の専属工場を設立し、製薬メーカーとなる。工場の生産品目には、蒼鉛製剤類、塩酸キニーネなどがあった。1907 年には、日本で初めてサッカリンの製造に成功している。1915 年には、武田研究部を設立し、研究活動を開始する。そして 1925 年には（株）武田長兵衛商店を設立し、研究開発・製造・販売を一体化した近代的な会社組織となる。1943 年に社名を現在の武田薬品工業（株）に変更し、この頃、「カルモチン」（鎮静薬）、「ロヂノン」（ブドウ糖注射液）、「ノボロフォルム」（鎮痛剤）などの自社製品を相次いで発売した。第一次大戦中は、ドイツからの輸入が途絶えたため、自社製の活性炭の製造などにもこぎつけた。製薬事業は順調に伸び、米国、ロシア、中国へも輸出するようになる。

## (3) 第 2 期：医薬事業における拡大路線 1945～1980 年頃

第 2 期（1945～1980 年頃）であるが、この時期は第 1 期で築いた研究開発・製造・販売を一体化した組織で、武田薬品工業が医薬事業において拡大路線を歩み始めた時期である。1945 年からビタミン B1 や「ビタカンファー」の研究に加え、抗生物質の探索研究、葉酸の合成研究などを開始した。また、ペニシリンの生産研究にも取り組み 1948 年から製造を開始している。1946 年には大阪に次ぐ第二の主力工場として、光工場を開設し、当時社会の要請であったワクチン製剤などの製造を行った。1949 年に東京・大阪証



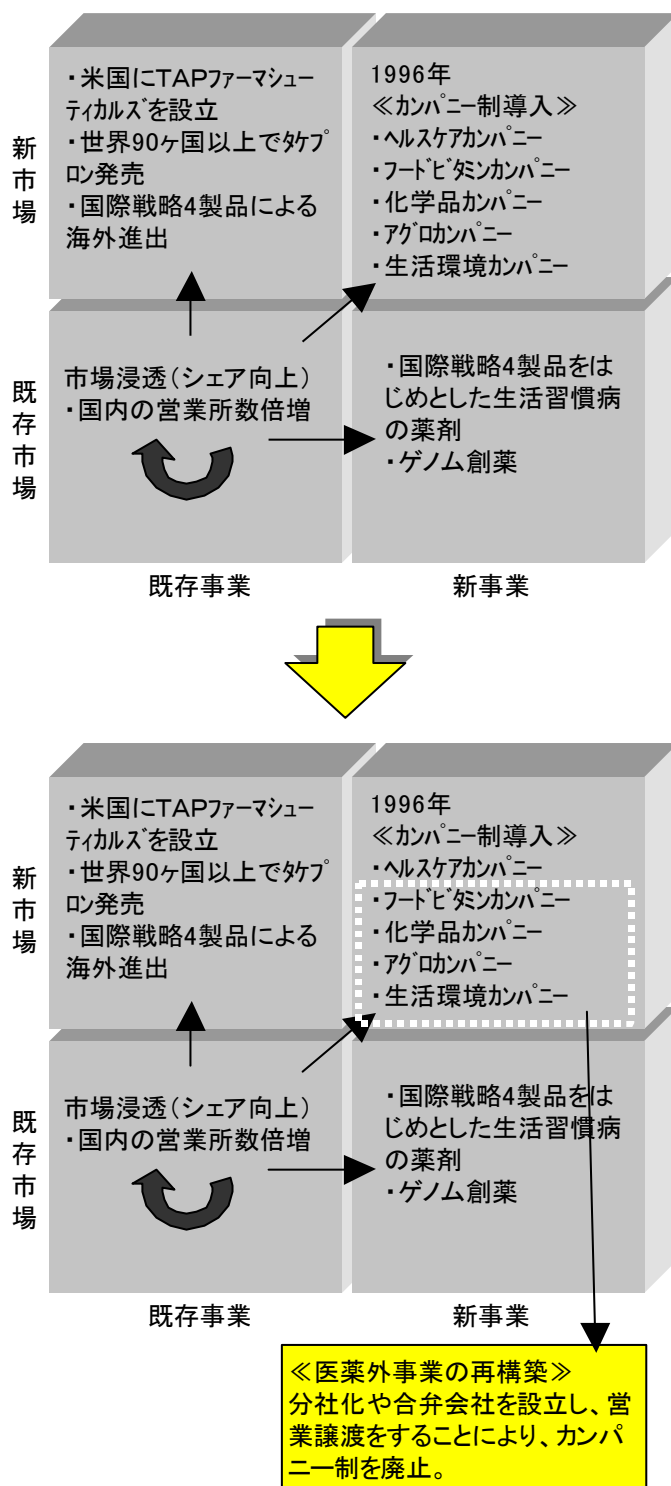
券取引所に株式を上場し、1950 年には日本で最初の総合ビタミン剤「パンビタン」を発売している。1952 年には、ビタミン B1 誘導体制剤「アリナミン」の開発に成功し、発売を開始する。1953 年には、アメリカン・サイアナミッド社との折半出資で日本レダリー（株）（現在の日本ワダリー（株））を設立。1955 年にはビタミン C のアメリカ向け輸出を開始している。1962 年には台湾を皮切りに、フィリピン、タイ、インドネシアなど東南アジア各国に製造・販売子会社を設立し、1978 年にはフランスでの医薬品販売合弁会社設立を皮切りにヨーロッパ進出も果たしている。1982 年までにドイツ、イタリアにも拠点を開設し、現在は 7 カ国に 9 の拠点を持つに至る。1980 年には抗生物質の「タケスリン」、「パンスポリン」を発売している。以上のように、武田薬品工業は第 1 期ま

で培ってきた既存製品から、自前の研究及び製造施設を拡充し、ビタミン剤、抗生物質などの新製品に事業を拡大し、さらにはアメリカ、東南アジア、ヨーロッパへという新市場進出を通して事業の拡大を進めてきていることが分かる。これが、第2期における武田薬品工業の事業展開シナリオである。

#### (4) 第3期：さらなる多角化から事業再構築 1985年～現在

第3期は、更に積極的な海外進出、そして医薬事業から新事業への多角化を経て、新事業の再編までの時期である。1985年にアメリカのアボット社と合併でTAPファーマシューティカルズ(株)を設立し、前立腺がん治療剤の「リュープリン」を発売する。1991年には消化性潰瘍治療剤の「タケプロン」を発売し、現在では90ヶ国以上で販売されており、武田薬品工業で最も売上高の大きい製品となっている。1997年、1998年には、ヨーロッパ、アメリカに積極的に販売会社や工場、研究開発センターを設立し、より海外進出による多角化を推し進めた。武田薬品工業は、上記の「リュープリン」と「タケプロン」の貢献により、国際的医薬品メーカーとして飛躍的な発展を遂げる。現在両製剤の全世界売上高は共に1,000億円を超え、海外売上高比率を一気に上昇させ、同時に、欧米での基盤固めを進める原動力となっている。

ちなみに「リュープリン」、「タケプロン」、「プロプレス」、「アクトス」を総称して国際戦略4製品と呼ぶが、いずれも生活習慣病の治療薬で、国内、海外ともに武田薬品工業の成長を支えてきた主力製品である。武田薬品工業は、国際戦略4製品による国内外への事業拡大と並行して、医薬外事業への多角化も展開してきた。実際に医薬外事業に着手し始めたのは、1950年代後半頃からである。いずれも医薬品の



研究・製造・輸入から派生してきた事業であり、1996年4月に各事業の自主独立運営を方針に掲げ、カンパニー制がスタートされたわけである。高度経済成長下の大量製造・大量消費時代には、これらの事業もある程度は成り立っていたが、予備設問で分析したとおり、ここ数年は売上規模、利益率、成長性のいずれも厳しい状況であった。結局、武田薬品工業は、これらの医薬外事業を分社化や合弁会社として営業譲渡を進める等して、医薬外事業の再構築を実施する結果となった。第3期の事業展開シナリオを総括すると、生活習慣病治療薬である主力商品の国内外への積極展開は成果をあげたが、医薬事業から派生させて拡大した医薬外新規事業については、いずれも十分なシナジーを生み出すことができず、事業の再構築という、言わば失敗に終わったと言える。あと将来的な事業展開シナリオとして、現在研究開発投資を進めているゲノム創薬への事業拡大も注目すべきポイントである。

## 4.2 資源循環

キャッシュフローの循環を考えてみる。第1期で研究開発・製造・販売を一体化した組織を構築し、少しずつ自社製品を開発、製造、販売することでキャッシュを蓄え、その資金を第2期における光工場の設立やビタミン、抗生物質の研究開発に投資し、新たな製品開発と製造を進めている。そこで誕生した新たな製品（ビタミン関係製品や抗生物質）を国内で販売し、キャッシュを得、更にそのキャッシュを海外進出へ投資している。このようにして第2期までに蓄えられたキャッシュを第3期においては、さらに新しい製品開発（国際戦略4製品）や海外進出にまわし、そこで得られたキャッシュを医薬外事業へ再投資し、業務拡大を図ってきたという循環が見て取れる。第1期から第3期を俯瞰すると、医薬事業については順調に「金のなる木」に育てることができ、そこから潤沢なキャッシュを生み出し、さらなる医薬事業の発展に向けて再投資をするという好循環が見受けられる。しかし、残念ながら「スター」から第2の「金のなる木」に成長させなかったであろう医薬外事業については、期待されるキャッシュを稼ぐことができず、結局医薬外事業の再構築という結果に終わっている。

次にキャッシュ以外の経営資源の循環について考えてみる。武田薬品工業の資源の1つに、その伝統のある歴史や実績に支えられているブランド力があげられる。また、1895年という今から100年も前から研究開発・製造・販売を一貫して運営してきたノウハウの蓄積も大きな資源である。武田薬品工業が、拡大してきた事業においては、これらのブランド力、研究開発・製造・販売のノウハウという資源循環が原動力となっていたと考える。また、新規事業への多角化については、上記の資源に加えて、ヒトという余剰資源を循環させて取り組んできたという事実もある。

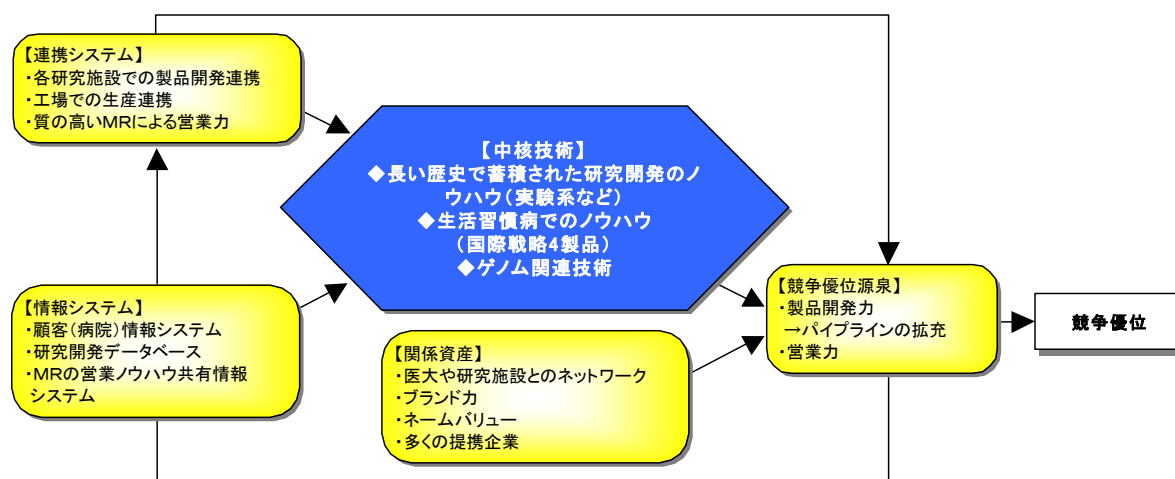
総合評価すると、医薬事業におけるヒト・モノ・カネの資源循環は非常に良いサイクルで為されており、事業がうまく拡大していつている点から高く評価できる。一方、医薬事業から派生させた医薬外新規事業については、余剰資源であるヒトの持って行き場をつくるという、やや場当たりの目的が見え隠れし、決してよく練られた資源循環戦略ではなく、

結局うまくいかなかったように思える。従って、こちらの資源循環はあまり評価できない。武田薬品工業の資源循環は、半分成功で半分失敗というイメージである。

### 4.3 戦略資産蓄積

武田薬品工業の戦略資産を図式してみた。やはり中核的な戦略資産となるのは、1895 年の研究開発・製造・販売を一本化した体制をとって以降蓄積されてきた研究開発のノウハウである。これには、蓄積された多くの実験系や化合物などを指す。今後、グローバルな競争が激化していく医薬業界において、迅速で効率的な研究開発が重要課題であることを考えると、この蓄積された研究開発のノウハウは強力な中核技術と位置付けることができる。あと、今はまだ競争優位の源泉となり得てないが、将来的な競争優位を実現する中核技術という位置付けでゲノム関連技術も表示している。

中核技術と相互補完の関係にある各システム・資産についてもみてみると、まず情報システムには、顧客（病院）情報システムと研究開発データベースがある。そして連携システムには、各研究施設における製品開発連携、工場における生産連携、質の高い営業マン（MR）による顧客対応連携などがある。次に関係資産には医大・各研究施設とのネットワーク、武田薬品工業のブランド力及びネームバリュー、多くの提携企業などがあげられる。中核技術と同様、いずれも長い歴史の中で、構築されてきたシステムや資産が多いことがよくわかる。以上のような有形・無形の資産が補完的に結合して、武田薬品工業の競争優位源泉である製品開発力（パイプラインの充実）、営業力を生み出している。これら全体としての戦略資産は、武田薬品工業が長い年月をかけて蓄積・構築してきたもので、簡単に競合他社が模倣できない独自の戦略資産といえる。



### 4.4 企業価値持続的創造

武田薬品工業の資源循環や戦略資産蓄積は先に見てきたとおりだが、今後の持続的な企業価値創出に向けて現状分析と評価を行う。武田薬品工業は総合成品戦略（MPDRAP戦略）を掲げ、重点疾患領域ごとに研究か販売までの一貫した戦略により、より迅速かつ効

率的な新薬の上市や追加効能の取得を推進している。これは先に見てきた戦略資産をさらに高い次元で結合させようとする試みであり、持続的な企業価値創造に資する戦略といえる。また武田薬品工業は欧米の大手製薬企業に先んじてゲノム創薬に積極的に取り組んでいる。現段階では、まだゲノム創薬は企業価値を生んではないが、これまでで培ってきた研究開発のノウハウや蓄積してきた潤沢なキャッシュを移転させ、さらなる価値を創造しようとする試みであることがわかる。このようにして武田薬品工業は、さらなる成長のためにゲノム創薬という新分野に積極的に投資し、持続的な企業価値を創出しようとしている。さらに武田薬品工業は持続的な企業価値創造のためには不可欠なパイプライン充実のために、自社の研究開発だけでなく、導入・アライアンスも積極的に展開してきている。以上のように、武田薬品工業はこれまでに蓄積してきた戦略資産を有効活用しながら、さらなる企業価値創出のためにあらゆる方策を打って出ている。

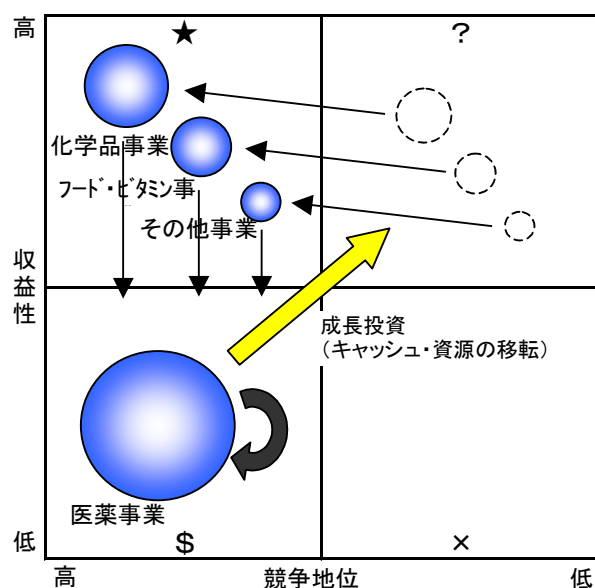
現実に関目を向けると、武田薬品工業の近未来的な成長の源泉は正直なところ乏しいといわざるを得ない。2002 年時点のパイプラインは、申請中の新薬はなし、さらに臨床試験のフェーズ 3 にある新薬は 2 品目のみである。従って、国際戦略 4 製品や国内既存薬の効能・剤形追加でなんとか売上を拡大していくというのが今後数年の姿と予想される。国際戦略 4 製品についても永続的に価値を生み出すものではなく、2010 年代には特許切れによる著しい売上減少に直面することが予想されている。武田薬品工業の持続的な企業価値創造への取り組みは決して間違っているとは思わないが、一刻も早くパイプラインを拡充し、有効な新薬を開発できなければ、安定的な持続的な企業価値創造は難しいと考える。

## 5 事業ポートフォリオ戦略

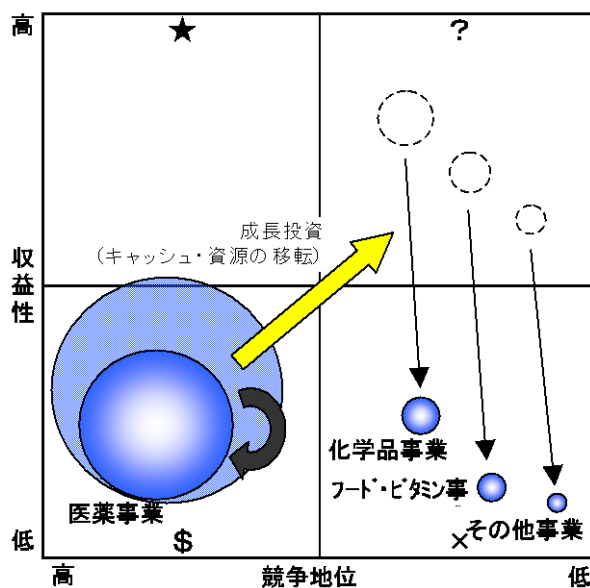
武田薬品工業が当初にイメージしていた事業ポートフォリオ戦略について整理してみる。医薬事業は、創業以来順調に成長を続け、武田薬品工業において極めて重要な「金のなる木」に成長した。競争地位は国内では 2 位を大きく引き離しての 1 位、全世界においても 14 位というポジションで、収益性の高さは、冒頭の財務分析で述べた通りである。武田薬品工業は、人員の余剰という問題もあったが、医薬事業で得られる潤沢なキャッシュを医薬事業の更なる拡大のために再投資しつつ、新しい事業（化学品、フード・ビタミン、その他）に成長投資し、新たな「スター」を作り上げ、第 2 の「金のなる木」を育てたかったはずである。これが、当初、武田薬品工業が描いていた事業ポートフォリオ戦略の青写真と思われる。



《事業ポートフォリオ戦略の当初シナリオ》



《事業ポートフォリオ戦略の成功と失敗》

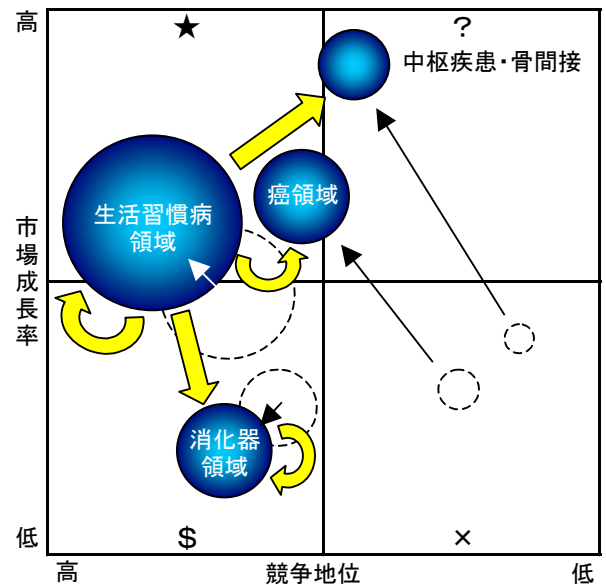


ところが、実際はシナリオ通りに進まなかった。医薬外の新規事業が思うように成長しなかったのである。入手できた資料からは、なぜこれらの新規事業が成功しなかったのかは、材料不足で判断しかねるが、一般的に多角化の成功においては、資産・資源の移転や共有化によるシナジーが必要である。なんらかの理由で、武田薬品工業の医薬事業と新規事業はシナジーを持ち得なかったと想定される。先にも述べたが、結局、武田薬品工業は、医薬外事業を再構築するという結末になる。

一方、シナリオが成功した点もある。それは、医薬事業から医薬事業への再投資による医薬事業の拡大戦略である。右図の通り、医薬事業は順調に拡大し、また収益性も向上してきている。（ちなみに前項とこの項のPPMの図だが、数値に基づきプロットされておらず、あくまでイメージによるプロットであることを断っておく。「金のなる木」にポジションさせるように医薬事業をプロットした結果、収益性が低く見えてしまうが、実際には営業利益率 40.4%（平成 16 年 3 月期）という驚異的な収益力を持っている。）

武田薬品工業は、平成 11 年より医薬外事業の売却を相次いで実施し、平成 15 年 4 月には医薬事業以外の全てのカンパニーを廃止するに至った。この医薬外事業の再構築により、武田薬品工業の事業ポートフォリオ戦略は、現在、医薬事業とその他事業の 2 事業セグメントとなっている。これは、コア・コンピタンスである医薬事業に事業領域を集中し、医薬品国際市場におけるメガコンペティションを戦い抜こうという武田薬品工業の強い決意の表れといえる。

それでは今後の武田薬品工業の事業ポートフォリオ戦略は、どのように構想されているのだろうか。医薬事業に特化した中でも、どの疾患領域に重点を置いて、事業ポートフォリオを組むかという戦略が必要になってくるはずである。そこで、医薬事業を疾患領域に細分化して、武田薬品工業の描く事業ポートフォリオ戦略について考察してみる。右に武田薬品工業ホームページの「製品戦略と開発の現況」を参考にして、2010年に武田薬品工業が思い描く事業ポートフォリオ戦略を図式してみた。(ここでもブロック矢印はキャッシュの流れを示す)



武田薬品工業は、4つの重点疾患領域を設定しており、それぞれⅠ．生活習慣病領域、Ⅱ．癌・泌尿器疾患領域、Ⅲ．中枢神経疾患領域、Ⅳ．消化器疾患LCM領域としている。それぞれの重点疾患領域における位置付けは次とおりである。

(1) 生活習慣病領域

最重点領域で、研究開発およびアライアンス資源の多くを投入し、国際戦略製品で築いたプレゼンスを後続品につなげる（フルラインアップ戦略）

(2) 癌・泌尿器疾患領域

チャレンジ領域で、発展途上の疾患領域＝ビジネスチャンス大、社会的要請大であるが、研究開発成功確率が低い

(3) 中枢神経疾患領域

高い市場成長率＝魅力的領域

(4) 消化器疾患 LCM 領域

超大型製品タケプロン（ランソプラゾール）のライフサイクルマネジメント（LCM）が最重点目標

武田薬品工業のこの医薬事業に特化した事業ポートフォリオ戦略を評価してみよう。つくれば売れる高度成長時代に潤沢なキャッシュを稼ぐことができた武田薬品工業が食費や化学品などに多角化をすすめ、人員も設備もどんぶり勘定で増やしていったことは、ある意味仕方ないと思う。しかし、それらの医薬外新規事業は、バブルが崩壊して慢性的な不況に突入し、結果的に武田薬品工業の経営効率を悪くする原因となった。しかも、大手の外国製薬企業が参入しはじめ、武田薬品工業の屋台骨であり収益源である医薬事業さえも脅かす状況となった。このような状況下において、不採算事業である医薬外事業を再構築し、収益性の高い医薬事業にヒト・モノ・カネを重点的に投下する事業ポートフォリオ戦略にシフトしたことは当然と言えるが、評価できる点であろう。

一度手を広げた事業を切り離すのは、意思決定上なかなか踏み切れないことが多い。そのようなことを踏まえると、体力も十分で、国内でダントツ1位というポジションにありな



がら、医薬外事業を切り離していった意思決定はスピーディであったと評価できる。それから、重点疾患領域に設定している4分野がいずれも高い市場成長率か既存の主力製品の有無から選定されており、また従来からの得意分野である生活習慣病領域を最重点領域とし、キャッシュの循環が巧妙に考えられている点も評価できる。

武田薬品工業の医薬事業に特化した事業ポートフォリオ戦略にシフトしたこととその意思決定の速さは評価するが、その戦略が成功するかどうかは別問題である。そもそも同じ医薬事業とはいえ、異なる疾患領域においてシナジーを生み出すのは容易ではない。研究開発においても同じメカニズム（例えば細胞の増殖を抑えるメカニズム等）であれば、異なる疾患領域であっても相互利用が可能かも知れないが、基本的に研究のデータベースや実験系など相互利用が難しい場合の方が多いと思われる。また、疾患領域ごとの研究所、研究員は自らの専門分野という閉鎖された空間で研究を行うため、組織間の情報共有化などがスムーズにいかない事態が想定される。

医薬事業において持続的な競争優位を確立するためには、何よりも新薬開発力が重要である。4つの重点疾患領域で武田薬品工業が思い描く事業ポートフォリオを実現するためには、研究所間のシナジーを生み出すべく、各研究所を統括するような組織と情報やノウハウを共有化するための仕組みが必要と考える。研究開発の次に重要と思われるのが営業力、つまりMRの質と量の向上である。強力な新薬があつてこそその営業ではあるが、今の医薬事業の競争においてMRの存在は必要不可欠である。研究開発と比べれば、MRの方が、疾患領域間のシナジーを生み出しやすいと思われる。例えば、MRという人的資源を複数の疾患領域に従事させることにより、範囲の経済という効果が期待できる。実際、既に武田薬品工業はMR間の情報共有化のための情報システムを導入済みである。このようなシナジーを生み出すとする取り組みは大いに評価できる。

武田薬品工業が、事業ポートフォリオ戦略を医薬事業に特化し、4つの重点疾患領域において成長戦略を構想していることについての評価は難しい。しかし、武田薬品工業の2010年のビジョンを実現するためには、上述したような疾患領域間のシナジーを生み出すための仕掛け作りが必要不可欠であると考ええる。そのような取り組みが伴ってはじめて、武田薬品工業が思い描く事業ポートフォリオ戦略が評価できるものとなると考える。

## 6 今後の経営についての課題や問題点

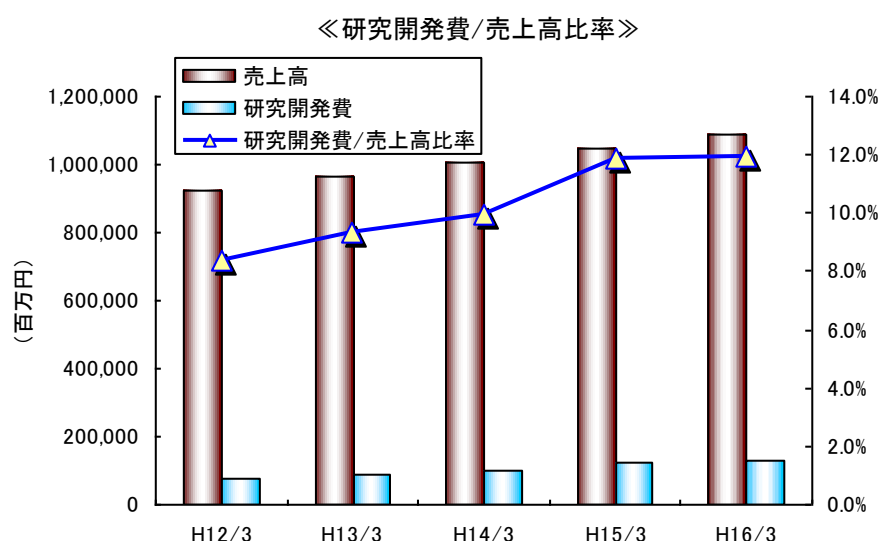
武田薬品工業の今後の経営についての課題・問題点を考える前に、これからの製薬企業に求められる要件を以下に整理する。

- ◇ 薬効の優れた新薬開発力（研究開発体制・施設、技術水準、研究開発費導入状況、新薬開発計画の進捗状況等）
- ◇ 海外事業展開への積極的な取組姿勢
- ◇ 強力な販売力（市場占有率の高い有力商品の有無、販売体制、販売網の整備・拡充状況等）
- ◇ 企業再編（M&A、戦略的アライアンス等）
- ◇ 健全・強固な財務体質

## 6.1 問題点・課題抽出

### (1) 薬効の優れた新薬開発力

先にも触れたが、現在の武田薬品工業の大きな問題点としてパイプラインの不足がある。国際戦略 4 製品の特許切れが近い将来訪れることを考えると、優れた新薬開発は武田薬品工業にとっての喫緊の課題といえる。パイプライン不足を裏付ける形になるかも知れないが、武田薬品工業の研究開発費／売上高比率は、業界においてまだまだ低い水準である。ここ数年で研究開発費への資源投下は増加しつつあるが、ようやく 10%を超えたところである。実際、世界 1 位、2 位のファイザー、メルクなど海外の大手製薬会社は、武田薬品工業の 7 倍近い研究開発費を投じており、ファイザーの研究開発費／売上高比率は 18.3%（2000 年の実績）である。武田薬品工業の潤沢な手元資金を考えると、より研究開発費に資金を投下することを検討すべきである。



### (2) 海外事業展開の積極的な取組姿勢

この要件については、先に事業展開シナリオでも触れたが、武田薬品工業は早くから海外進出を果たしており、現在も経営方針において研究開発型国際企業として世界をリードする会社を目指している。販売提携先を通じた販売も含めると、既に 100 カ国以上で武田薬品工業の製品は販売されており、海外事業への展開は十分積極的であるといえる。ただ、21 世紀はますます米国市場の重要性が高まってくると思われる。米国は日欧と異なる自由薬価制度を採用し、世界の医薬品売上高の半分、利益の 6 割を占める。武田薬品工業は今以上に積極的な海外事業展開を視野に入れるべきである。また、成長著しい中国市場も見逃してはならない。現に中国の海外法人数を見ると平成 2 年の 0 社から、平成 13 年には 23 社に増加し、全体の構成比を見ても 8.5%を占めている。中国のような新規市場に競合他社に先駆けて参入し、ブランド認知度を高め、販売網を構築することも検討すべきである。

### (3) 強力な販売力

現在武田薬品工業は国際戦略 4 製品という有力製品を有しており、特許が切れる 2010 年くらいまでは足元を固める強力な武器となり得る。(上述のとおり、その後の展開のためには、やはり新薬開発力が必要だが) また、武田薬品工業は開業医に対するアンケートにおいて、経営規模だけでなく、MR の学術知識などでも高い支持を得ており、総合トップの評価である。5 つの専門領域のうち、武田薬品工業は循環器、消化器、代謝内分泌の 3 領域でトップに立っている。以上の点から武田薬品工業の販売力の高さが見て取れる。しかし、課題がないわけではない。総合評価 2 位のファイザーは、武田薬品工業の倍以上の MR を擁し、人海戦術で市場をカバーしようとしている。質の武田、量のファイザーといったところである。大手の外国企業が、このような物量作戦を仕掛けてくる限り、営業力の拡充と強化は当面の課題となるであろう。また、武田薬品工業が重点疾患領域としていながら、1 位をとれていない領域、例えば精神神経領域などでも 1 位をとるべく更なる MR の質向上、そしてファイザーなどの大手外国企業に対抗できる量の拡充も必要である。

### (4) 企業再編

武田薬品工業は、国内においては 2 位と大差で 1 位に君臨しているが、世界を土俵で見ると 15 位前後の中堅企業である。世界のリーダーを目指す方針ではあるが、ただ単に規模を拡大するための M&A などは意味がないと思われる。安易な再編は、相乗効果を生むどころか、逆に企業の弱体化を招きかねない。当面は新薬開発に主眼をおいた買収と戦略的アライアンスを中心に事業を展開すべきと考える。つまり、規模拡大を追及するのではなく、新薬開発のための種を探究し、そのための買収とアライアンスを検討すべきである。

### (5) 健全・強固な財務体質

冒頭の財務分析でも触れたが、武田薬品工業の財務体質は全く問題がない。しかし、今後大手外国企業と戦っていくためには、よりシビアに財務体質の強化を追及することが必要である。また、財務体質が健全だからといって喜んではいけない。潤沢な手元資金をどのように成長戦略に投下していくかという具体的な方針が必要である。その具体的方針がなければ、年々下降傾向にある株価は上昇しない、つまり企業価値が高まらないと思われる。武田薬品工業にとって、より強固な財務体質の追及と潤沢な手元資金の効果的な投資戦略は、大きな課題と言える。

## 6.2 アクションプラン

### (1) 薬効の優れた新薬開発のために

ライセンス活動の推進：潤沢な手元資金を活用して他社から有望な新薬候補の化合物を購入する戦略。最も高い付加価値が得られる投資の 1 つであると考え。研究開発投資の拡大：現在、武田薬品工業が最も得意とし、かつ重点疾患領域の最重要領域と定めている生活習慣病において、現在の主力製品に継ぐ新薬を開発すべく研究開発投資を拡大すべきである。先の機会分析でも触れたが、生活習慣病領域は、これからますます進展する高齢化を考えると、安定的に拡大が見込める市場である。ここでの製品力が安定的なキャッシュ

インフローを実現できるかどうかの要となる。成長戦略としては、生活習慣病領域を持続的な「金のなる木」にキープするとともに、将来有望な中枢神経疾患領域やチャレンジ性の高い癌・泌尿器疾患領域への研究開発投資を積極的に行うべきである。これらの領域で特許をとれば、先行者の利が働き、更なる成長戦略につなぐことができる。ゲノム創薬研究の継続：短期的に優先すべきは実用的かつ市場が望んでいる重点疾患領域の新薬開発であるが、今まで取り組んできたゲノム創薬の研究開発も継続すべきである。かなり長期的な視点でたてば意義のある投資と考える。

## **(2) さらなる海外事業展開**

米国市場での事業強化：21世紀は米国市場の時代である。販売網の確立に手元資金を投下すべきである。新市場の模索：中国市場など競合他社も入りきっていない有望市場へ先行参入し、販売網などのインフラを整備する戦略。先にインフラを構築すれば、ある程度の競争優位性を確保できると考える。

## **(3) 強力な販売力**

MRの増員と提案力・学術知識の強化と向上については、最適なバランスを見極めて実施しなければならない。武田薬品工業のMRの質の高さを考えると、ファイザーほどの要員数は不要と思われるが、既存顧客を囲い込み、大手外国企業から防衛するためには若干の要員増は必要である。4つの重点疾患領域について漏れなく高度な学術知識をもつべく、MRの教育と成果主義に基づく人事制度の導入が効果的であると考え。国際戦略4製品のLCMについては、当面の利益を確保するために、現在市場で高い評価を得ている4製品について、LCMを実施し、販売力の維持に努める。

## **(4) より強固な財務体質を実現するために**

海外生産を強化し、一段のコスト削減を図る。ヘルスケア（一般用医薬品）事業の見直し：市場全体の動向は縮小傾向である一般用医薬品事業だが、もともと広告宣伝費が高くつく事業であるため、収益に響く。武田薬品工業には、「アリナミン」、「ハイシー」、「ベンザ」のように、長年にわたり消費者に親しまれてきたブランドを有しているが、宣伝広告費を考えると費用対効果は厳しい可能性がある。ブランド力を維持・拡大させるために必要最低限のラインナップを残し、収益貢献度の低い製品は見直し・整理を図るべきである。

## 付属資料 3：企業戦略分析

(出所：和田 圭司 「経営戦略応用研究 I&II 期末レポート」 2005 年 11 月 7 日)

### 武田薬品工業株式会社 (2005)

#### 1 事業内容と業績

##### 1.1 事業内容

タケダは、有価証券報告書では、事業区分は事業管理の実態を踏まえて、「医薬事業」と「その他事業」の二つに区分している。それぞれの事業の業務内容を以下に示す。

| 事業区分  | 事業内容     | 主 要 な 製 品                                  |
|-------|----------|--------------------------------------------|
| 医薬事業  | 医療用医薬品事業 | 医療用医薬品                                     |
|       | ヘルスケア事業  | 一般用医薬品、医薬部外品                               |
| その他事業 | ビタミン事業   | ビタミンバルク                                    |
|       | 生活環境事業※  | 活性炭、木材保存剤                                  |
|       | その他事業    | 試薬・臨床検査薬、写真工業用薬品、健康食品、飲料品、無機化学工業用薬品、動物用医薬品 |

※：平成17年4月1日付で、生活環境事業を行う「日本エンバイロケミカルズ株式会社」をはじめとする連結子会社・持分法適用関連会社3社の株式を、「大阪ガス株式会社」の子会社である「大阪ガスケミカル株式会社」に譲渡した。

タケダは、「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」という経営理念のもと、医薬品事業に特化し、グローバルに事業展開する「世界的製薬企業」を目指している。また、タケダでは、経営戦略として中期計画を3年から5年単位で設定している。現在は、「01-05 年 中期計画」を実行中である。この中期計画では、以下の内容をタケダでは、事業の中心である医療用医薬品を経営戦略の中心に据えおり、日本のみならず世界展開できる研究開発型の医薬品企業への成長を目標としている。

##### 1.1.1 医薬事業

##### 1.1.1.1 医療用医薬品事業

タケダの医薬品事業の中核事業は、医療用医薬品事業である。医療用医薬品では、タケダの売上および収益の大きな柱となっている世界戦略4製品が中心となっている。世界戦略製品とは、前立腺癌・子宮内膜症治療剤「リュープロレリン（国内製品名：リュープリン）、高血圧症治療剤「カンデサルタン（国内製品名：プロプレス）」、糖尿病治療剤「ピオグリタゾン（国内製品名：アクトス）」、消化性潰瘍治療剤「ランソプラゾール（国内製品名：タケプロン）」である。これら世界戦略品は、プロプレスを除いて北米、欧州を中心とした海外の方が国内よりも高い売上を示している。

2004 年の世界戦略製品の売上は、ランソプラゾールが 3,735 億円、リュープロレリンが 1,781 億円、アクトスが 1,932 億円、プロプレスが 1,527 億円であった。医薬品業界では 5 億ドル以上の売上高の製品は、ブロックバスター（ボストンコンサルティンググループの定義）と呼ばれ、世界的な大ヒット商品として認識される。タケダは、この定義に従

うと世界的大ヒット製品を4剤保有していることになる。タケダのブロックバスター4薬剤の売上高の合計は、8,975億円であった。この数字は、販売委託先などの関連会社を含む全世界売上高であり、タケダのみの売上ではないので単純比較できないが、2004年のタケダの連結売上高が1兆1,230億円であったことを考えると、この4剤の売上高がまさにタケダの大黒柱となっていることが分かる。その他にも国内のみ販売であるが、糖尿病食後過血糖改善剤「ベイスン」(2004年615億円)、骨粗鬆症治療剤「ベネット」が主力製品として売上高に貢献している。また、2004年5月に「キッセイ薬品工業株式会社」が創製・開発した速効型インスリン分泌促進剤「グルファスト錠」を発売した。2005年3月には、国内持分法適用関連会社である「ワイス株式会社」の関節リウマチ治療剤「エンブレル」(一般名:エタネルセプト)を発売した。「エンブレル」は「ワイス株式会社」とタケダによるコ・プロモーション(共同情報活動)を行われている。

上記のような製品群を保有していることから、タケダはこれらの薬剤の適用領域を中心に、医療用医薬品事業の中でも集中と選択を進めている。タケダでは研究開発活動における重点疾患領域を、Ⅰ:生活習慣病(以下、生活習慣病領域)、Ⅱ:癌・泌尿器科疾患(婦人科疾患を含む:以下、ガン領域)、Ⅲ:中枢神経疾患(骨・関節疾患を含む:以下、中枢神経領域)、Ⅳ:消化器疾患ライフサイクルマネジメント(以下、消化器領域)と定め、経営資源を重点的に投下している。

#### 1.1.1.2 ヘルスケア事業

タケダのヘルスケア事業は、TVコマーシャルでお馴染みの製品群が並ぶ。総合感冒薬のベンザ、ビタミン剤のアリナミン、ハイシーなどのブランド名で製品展開している。これらの製品の2004年の市場動向は、「ベンザブロックS」および「ベンザブロックL」を2004年9月に、鼻炎薬「ベンザ鼻炎薬α<1日2回タイプ>」および「ベンザ鼻炎スプレー」を2004年12月に新発売し、「ベンザ類」の売上が伸長した。ビタミン類は、市場の低迷、競争激化等により「アリナミン類」、「ハイシー類」等の売上減少している。また、関節痛・神経痛に効果のある内服薬「アクテージAN錠」の売上が伸長したものの、ヘルスケア事業全体でみれば、2004年の売上高は、2003年から25億円(4.3%)減収の557億円と苦戦をしいられている。これらの事業は、TVコマーシャルの露出が多く、タケダを広く宣伝する効果があるものの、タケダは江戸時代から続く老舗であり、また日本の医薬品企業のリーディング・カンパニーであることは、既に知られており十分なブランドは確立していると言える。このような状況で、タケダがヘルスケア事業を続けて行く意義が薄れてきているのではないかと考える。

#### 1.1.2 その他の事業

その他の事業に分類されている医薬以外の事業については、外部のパートナーと合弁会社を設立し、タケダ本体から分離させる方向にある。具体的には、以下のように他社との合弁会社を設立している。動物薬事業、ビタミン・バルク事業、ウレタン事業、食品事業及

び農薬事業などの医薬品以外の事業は、専業の企業との提携によりタケダ本体の事業から分離され、事業の再定義が実施されている。

|       |       |                                                                                                                         |
|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2000年 | 平成12年 | 動物薬事業において、米国シェリング・プラウの日本法人と合併会社を設立、タケダの同事業を新会社に移管                                                                       |
| 2001年 | 平成13年 | タケダ・フード・ビタミン米国(株)等ビタミンバルク事業関連の海外子会社の全株式をドイツのBASF社に譲渡<br>ウレタンおよびその誘導体並びに複合材料などに係る事業について、三井化学と合併会社、三井武田ケミカル(株)を設立し、同事業を譲渡 |
| 2002年 | 平成14年 | 食品事業について麒麟ビールと合併会社、武田麒麟食品(株)を設立し営業譲渡<br>農薬事業について住友化学と合併会社、住化武田農薬(株)を設立し営業譲渡                                             |

## 1.2 全社業績推移

### 1.2.1 売上高・利益・財務内容およびそれらの過去5年間推移

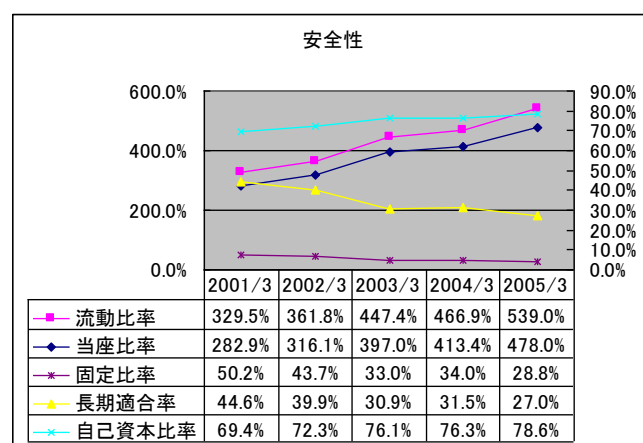
|           |        | 2000 年度 | 2001 年度   | 2002 年度   | 2003 年度   | 2004 年度   |
|-----------|--------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高（百万円）  | 武田薬品工業 | 963,480 | 1,005,060 | 1,046,081 | 1,086,431 | 1,122,960 |
| 営業利益（百万円） | 武田薬品工業 | 226,102 | 281,243   | 310,686   | 371,633   | 385,278   |
| 経常利益（百万円） | 武田薬品工業 | 262,205 | 359,213   | 405,168   | 446,083   | 442,111   |
| 当期利益（百万円） | 武田薬品工業 | 146,855 | 235,656   | 271,762   | 285,264   | 277,438   |

タケダの過去5年間の売上高、営業利益、経常利益および当期純利益を上記に示した。全ての指標で概ね増加傾向を示しており、この5年でタケダは順調に成長してきたことが分かる。注意すべき点としては、売上高は5年間を通して順調に伸長しているが、経常利益および当期純利益が2004年度で若干減少していること、また営業利益率についても2004年度の伸びが小幅であることから、利益率の減少傾向が認められるのか今後の推移を注視すべきと考える。

### 1.2.2 過去5カ年間業績推移の財務諸表分析

#### 1.2.2.1 安全性

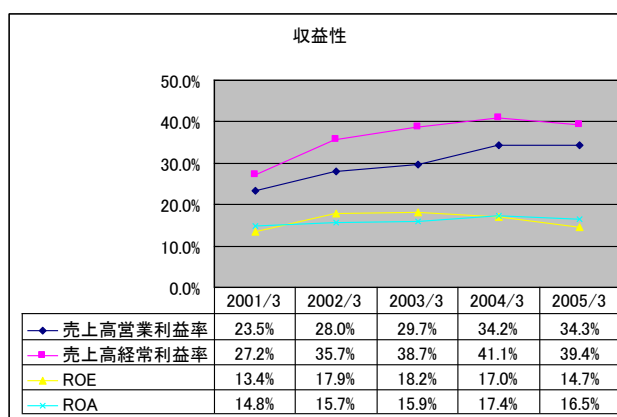
タケダは、年々安全性を向上させている。また、安全性のレベルは極めて高く、全く問題はないと言える。一般的に、日本の製薬企業の安全性は高いと言われていた（森田2002年）が、タケダも同様の傾向を示していることが分かる。





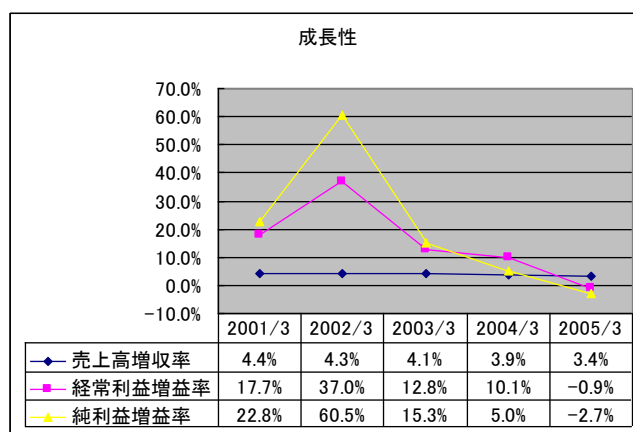
### 1.2.2.2 収益性

タケダの収益性は、売上高の伸びに支えられ、営業利益および経常利益も順調に伸長している。ただ、2005年3月期は、営業利益率は微増に留まったものの、経常利益率は減少し、ROEおよびROAについても僅かではあるが減少傾向が認められることが、気になる点である。しかし、収益性に若干の低下傾向が認められるが、全ての指標で数値的には高い値を示していることから、タケダが高収益体質を維持していることには変わりはないと考える。

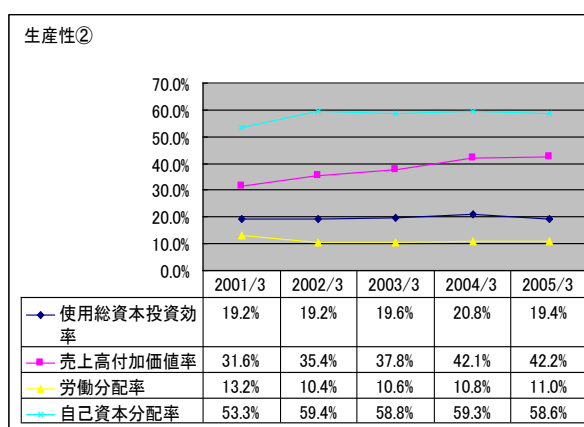
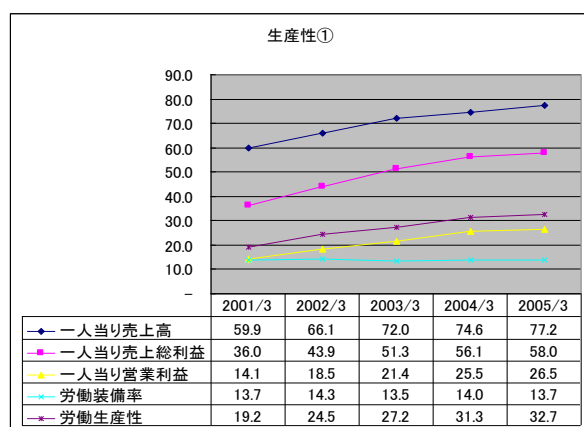


### 1.2.2.3 成長性

成長性については、上述してきたように、売上高は順調に増加傾向を維持しているが、利益率の伸びが減少傾向にあることが、気にかかる点である。タケダの世界戦略4製品の1つで、ランソプラゾールの売上高が、2004年度に855億円減少していた。これにより、成長性の各指標が影響されている可能性は高いと考える。



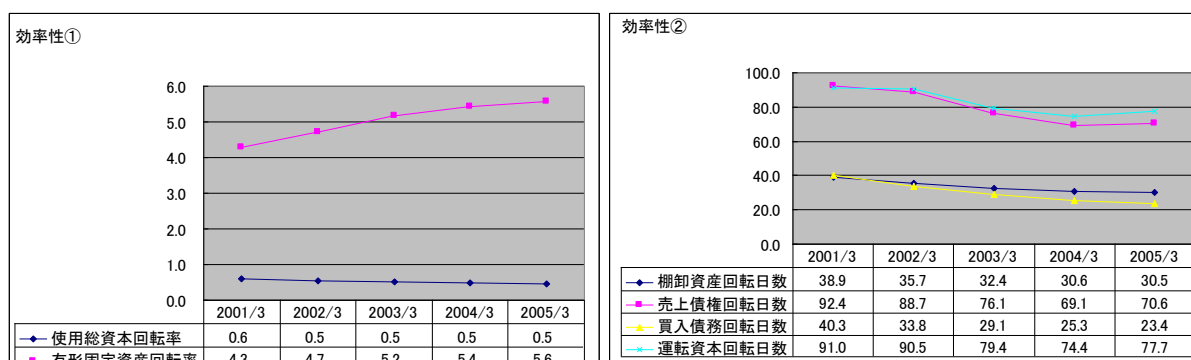
### 1.2.2.4 生産性



タケダの生産性は、概ね向上している指標が多く認められる。従業員数は、2002年以降は14,500名余でほとんど変動がないことから、売上高や付加価値が増加していると考えられる。



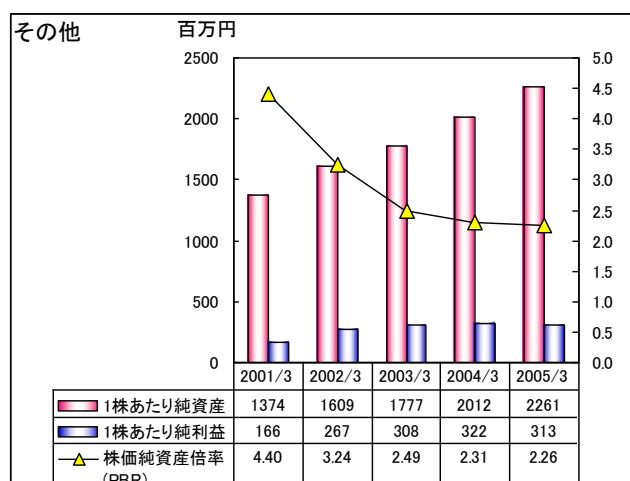
### 1.2.2.5 効率性



タケダの効率性は、有形固定資産回転率、棚卸資産回転日数、売上債権回転にすう、運転資本回転日数などが、年々向上している。一方で、買入債権回転日数は大きく下げている。支払いを遅らせて、社内に資金を滞留させる努力も必要であると考ええる。ただ、売上高の伸びが順調であるので、活発な経済活動が買入債権回転日数の減少につながっているかもしれない。

### 1.2.2.6 その他

タケダは、利益剰余金を年々増加させており、2005年3月期には1兆8,000億円を内部留保で抱え込んでいる。そのために、1株当りの純資産は年々増加している。一方、株価純資産倍率は、純資産の伸びに株価の低迷も加わり、年々減少傾向にあった。確かに、2003年を底に日経平均株価も減少しており、日本の景気低迷の影響を受けた企業は多い。タケダも2000年以降に株価が減少



し、2003年を底に上昇傾向にある。その影響で、現在はPBRの減少傾向が止まっている。しかし、純資産の伸びの割に、株式市場のタケダへの評価が低いのは、多額の内部留保、世界戦略4製品の売上の翳り、そして新薬候補の不足が考えられる。

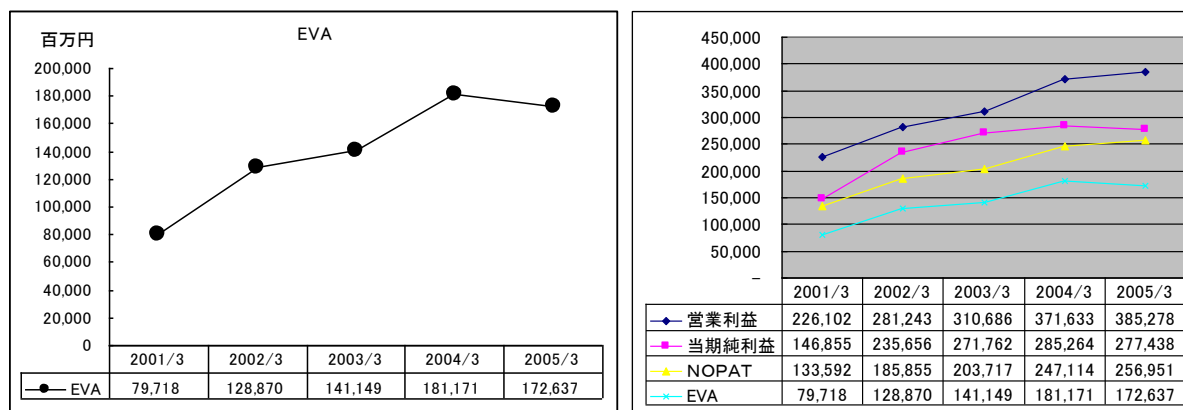
## 1.2.3 過去5カ年間業績推移の企業価値分析

### 1.2.3.1 経済付加価値（EVA）

| 指標の名称      | 計算式                                            | 数値(単位: 百万円)   |                |                |                |                |
|------------|------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|            |                                                | 2001/3        | 2002/3         | 2003/3         | 2004/3         | 2005/3         |
| <b>EVA</b> | <b>税引事業利益-資本コスト</b>                            | <b>79,718</b> | <b>128,870</b> | <b>141,149</b> | <b>181,171</b> | <b>172,637</b> |
| 税引事業利益     | (営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-実効税率)                     | 133,592       | 185,855        | 203,717        | 247,114        | 256,951        |
| 営業利益       |                                                | 226,102       | 281,243        | 310,686        | 371,633        | 385,278        |
| 受取利息       |                                                | 6,806         | 6,756          | 6,982          | 7,918          | 14,980         |
| 受取配当金      |                                                | 3,121         | 2,854          | 3,146          | 2,978          | 3,118          |
| 実効税率       |                                                | 43.4%         | 36.1%          | 36.5%          | 35.4%          | 36.3%          |
| 資本コスト      | 投下資本(1)×加重平均資本コスト                              | 53,874        | 56,985         | 62,567         | 65,943         | 84,313         |
| 投下資本(1)    | 短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)                        | 1,221,538     | 1,425,979      | 1,572,404      | 1,787,848      | 2,009,715      |
| 投下資本(2)    | 短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)                        | 5,348,277     | 4,612,237      | 3,912,504      | 4,114,421      | 4,531,785      |
| 短期借入金      | CPおよび1年内償還社債含む                                 | 8,674         | 5,898          | 4,672          | 6,838          | 8,301          |
| 長期借入金+社債   | キャッシュフロー分析の長期負債と一致                             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 株主資本(簿価)   |                                                | 1,212,864     | 1,420,081      | 1,567,732      | 1,781,010      | 2,001,414      |
| 株主資本(時価)   | 発行済株式数×株価                                      | 5,339,603     | 4,606,339      | 3,907,832      | 4,107,583      | 4,523,484      |
| 発行済株式数     | 自己株式控除後                                        | 882,578,947   | 882,440,415    | 882,129,206    | 885,254,945    | 885,221,980    |
| 株価         |                                                | 6,050         | 5,220          | 4,430          | 4,640          | 5,110          |
| 加重平均資本コスト  | 負債コスト×(1-実効税率)×投下資本負債比率<br>+株主資本コスト×投下資本株主資本比率 | 4.41%         | 4.00%          | 3.98%          | 3.69%          | 4.20%          |
| 負債コスト      | 短期借入金、長期借入金、社債の平均利率                            | 8.37%         | 10.42%         | 7.95%          | 6.24%          | 4.41%          |
| 投下資本負債比率   | 短期借入金+長期借入金+社債<br>投下資本(2)                      | 0.16%         | 0.13%          | 0.12%          | 0.17%          | 0.18%          |
| 株主資本コスト    | リスクフリーレート+β×リスクプレミアム                           | 4.41%         | 3.99%          | 3.98%          | 3.69%          | 4.20%          |
| 投下資本株主資本比率 | 株主資本(時価)<br>投下資本(2)                            | 99.84%        | 99.87%         | 99.88%         | 99.83%         | 99.82%         |
| リスクフリーレート  | 10年もの国債の応募者利回り                                 | 1.710%        | 1.293%         | 1.278%         | 0.988%         | 1.498%         |
| β (ベータ)    | 企業のシステムティックリスク                                 | 0.566         | 0.566          | 0.566          | 0.566          | 0.566          |
| リスクプレミアム   | 市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差                         | 4.77%         | 4.77%          | 4.77%          | 4.77%          | 4.77%          |

#### 【データ出典】

- ・実行税率：税効果記注より
- ・リスクフリーレート：JP アクチュアリーコンサルティング
- ・β 値：Bloomberg Web
- ・リスクプレミアム：大和総研



経済付加価値(EVA)の推移は、今までの記述してきた営業利益、当期純利益またはNOPATの動きと連動しよく一致している。タケダのEVAは、過去5年間一貫してプラスを示しており、株主の要求する利益は上げている。しかし、2005年3月期では、EVAが若干減少方向にシフトした。これは、収益性悪化による当期純利益の減少と、株主資本コストの上昇に伴う資本コスト全体の増加による影響である。2005年3月期は、北米地域での世界戦略製品のひとつであるランソプラゾールの売上高が、2004年3月期と比較して855億円減少していたことが影響している可能性がある。EVAを再び伸長させるためには、既存薬剤の市場拡大および2005年7月にFDAに承認された睡眠導入剤を早期に立ち上げ売上に寄与させるなどの対策を講じる必要があると考える。

### 1.2.3.2 企業価値指標

株式・負債時価評価価値、市場付加価値（MVA）、フリー・キャッシュフロー価値

フリー・キャッシュフロー価値

<フリー・キャッシュフロー価値の計算根拠>

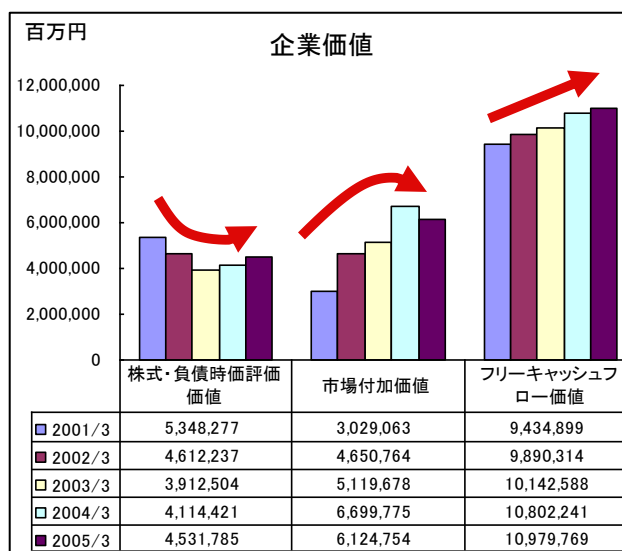
|                  | 2000/3    | 2001/3    | 2002/3    | 2003/3     | 2004/3     | 2005/3     | H17/3   | H18/3   | H19/3   | H20/3   | H21/3   | H22/3   |
|------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 営業キャッシュフロー       | 158,962   | 212,662   | 240,586   | 263,449    | 311,122    | 295,539    |         |         |         |         |         |         |
| 投資キャッシュフロー       | 51,675    | 58,249    | 125,239   | 140,148    | 139,322    | 72,305     |         |         |         |         |         |         |
| フリーキャッシュフロー      | 107,287   | 154,413   | 365,825   | 403,597    | 171,800    | 223,234    | 274,318 | 285,284 | 296,688 | 308,548 | 320,882 | 333,709 |
| 平均フリーキャッシュフロー    |           |           |           |            |            | 263,774    |         |         |         |         |         |         |
| 売上高              | 923,132   | 963,480   | 1,005,060 | 1,046,081  | 1,086,431  | 1,122,960  |         |         |         |         |         |         |
| 売上高成長率           |           | 4.4%      | 4.3%      | 4.1%       | 3.9%       | 3.4%       |         |         |         |         |         |         |
| 平均成長率            |           |           |           |            |            | 3.997%     |         |         |         |         |         |         |
| H11/3の予測期間       |           | 147,844   | 335,362   | 354,248    | 144,379    | 179,622    |         |         |         |         |         |         |
| H12/3の予測期間       |           |           | 350,372   | 370,221    | 150,936    | 187,839    | 221,073 |         |         |         |         |         |
| H13/3の予測期間       |           |           |           | 388,088    | 158,850    | 198,476    | 234,522 | 234,525 |         |         |         |         |
| H14/3の予測期間       |           |           |           |            | 165,226    | 206,475    | 244,015 | 244,058 | 244,101 |         |         |         |
| H15/3の予測期間       |           |           |           |            |            | 215,293    | 255,149 | 255,910 | 256,673 | 257,438 |         |         |
| H16/3の予測期間       |           |           |           |            |            |            | 263,273 | 262,773 | 262,274 | 261,777 | 261,280 |         |
| 予測期間の割引現在価値(A)   | 1,161,455 | 1,280,442 | 1,214,462 | 1,103,875  | 1,240,462  | 1,311,377  |         |         |         |         |         |         |
| 加重平均資本コスト        |           | 4.4%      | 4.0%      | 4.0%       | 3.7%       | 4.2%       |         |         |         |         |         |         |
| 資本コスト            | 4.44%     | 4.41%     | 4.00%     | 3.98%      | 3.69%      | 4.20%      |         |         |         |         |         |         |
| 永久成長率(リスクフリーレート) | 1.73%     | 1.71%     | 1.29%     | 1.28%      | 0.99%      | 1.50%      |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値の資本コスト       | 2.71%     | 2.70%     | 2.70%     | 2.70%      | 2.70%      | 2.70%      |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値(B)          |           | 8,154,457 | 8,675,852 | 9,038,713  | 9,561,778  | 9,668,392  |         |         |         |         |         |         |
| 企業価値(A)+(B)      |           | 9,434,899 | 9,890,314 | 10,142,588 | 10,802,241 | 10,979,769 |         |         |         |         |         |         |

この算定においては、2001年3月期より2005年3月期までのフリー・キャッシュフローの平均値（263,774百万円）をとり、これが2001年3月期から2005年3月期の売上高の平均成長率（3.997%）で成長すると仮定して平成22年3月期までのフリー・キャッシュフローを求めている。

各期の企業価値の算定においては、予測期間を5期としてフリー・キャッシュフローの割引現在価値（A）を求め、その次年度（6期目）のフリー・キャッシュフローを継続企業の資本コスト（資本コストからリスクフリーレート（企業の永久成長率と仮定）を引いたもの）で割って継続価値（B）を求め、その合計（A）＋（B）により算定している。

| 指標の名称         | 計算式                           | 数値(単位:百万円) |           |            |            |            |
|---------------|-------------------------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
|               |                               | 2001/3     | 2002/3    | 2003/3     | 2004/3     | 2005/3     |
| 株式・負債時価評価価値   | 短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)       | 5,348,277  | 4,612,237 | 3,912,504  | 4,114,421  | 4,531,785  |
| 市場付加価値        | MVA+投下資本(1)=EVA/資本コスト+投下資本(1) | 3,029,063  | 4,650,764 | 5,119,678  | 6,699,775  | 6,124,754  |
| フリーキャッシュフロー価値 | フリーキャッシュフロー価値                 | 9,434,899  | 9,890,314 | 10,142,588 | 10,802,241 | 10,979,769 |

株式・負債時価評価価値であるが、タケダは借入金や社債などの負債が小さく、当該企業価値の大部分を構成しているのは、株主資本である。2003年3月期までは株価の下落と共に企業価値を減少させていたが、その後、株価の回復と歩調を合せて企業価値の増大している。市場付加価値（MVA）は、MVAがEVAに基づき算出されたものであり、EVAはNOPATの継続的な伸長により増加している。このため、MVAも2001年3月期から2004年3月期まで増加

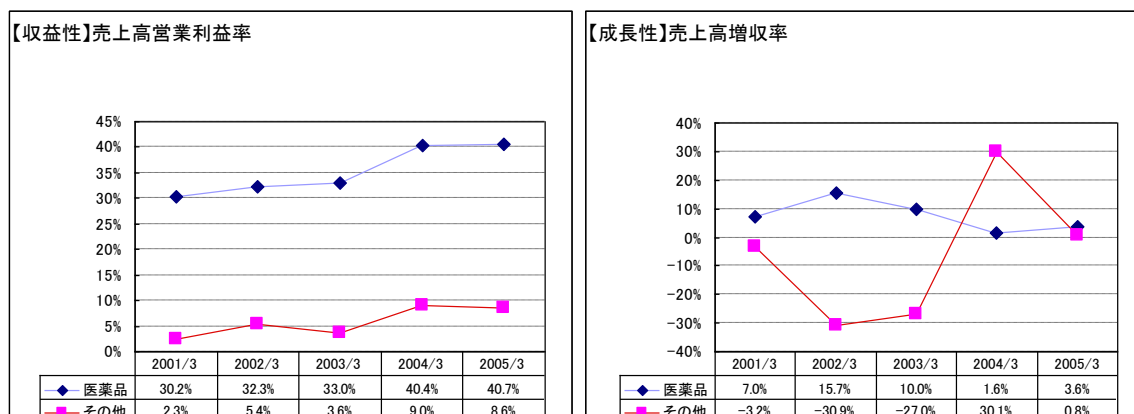


傾向を示し、2005年3月期には一転して低下を示した。フリー・キャッシュフローで評価した企業価値は、2001年3月期以降、年々、企業価値を伸長させている。また、FCFによる企業価値は、3つの評価指標で最も高い企業価値を示した。これは、現段階でタケダのキャッシュ創出力が優れていることの表れであると考ええる。以上のことから、現在のタケダの企業価値を評価する場合、キャッシュ創出力があることから、FCF価値が最も高くなり、また増加傾向が続いている。しかし、主要製品の売上低下による利益率の低下でMVAは低下を示しており、このまま利益率が下がり続けると企業価値も減少することになる。株式市場は、キャッシュ創出力と将来の利益率の鈍化を織り込んでいるのか上昇傾向を示すものの、その伸びは僅かである。

### 1.3 主要事業部門別事業推移

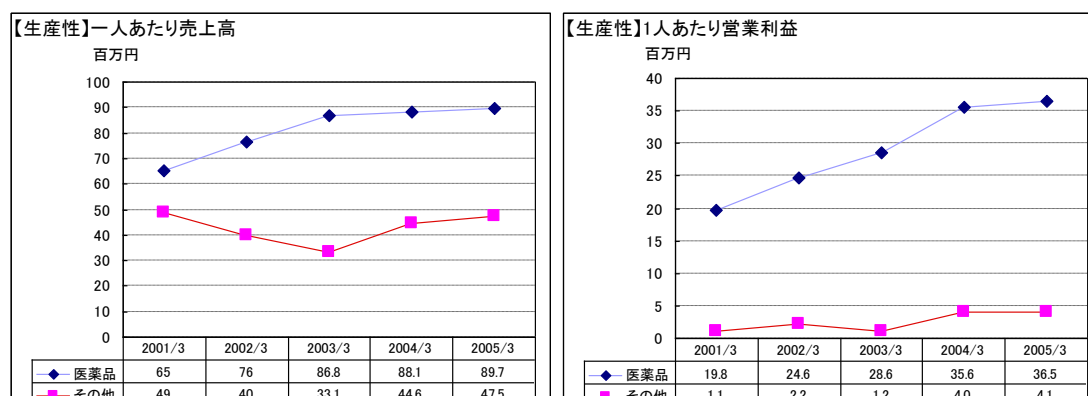
売上高・市場占有率およびそれらの過去5年間程度の推移を明らかにする

#### 1.3.1 収益性、成長性



タケダの主力事業である医薬品は、2001年3月期以降、順調に営業利益を伸ばしているが、連結指標と同様に2005年3月期に僅かながら減少している。主力製品の売上減少が影響しているものと考えられる。売上高についてもマイナス成長には陥っていないものの、その伸びは低下傾向にあり、主力製品の売上が大きく影響している。

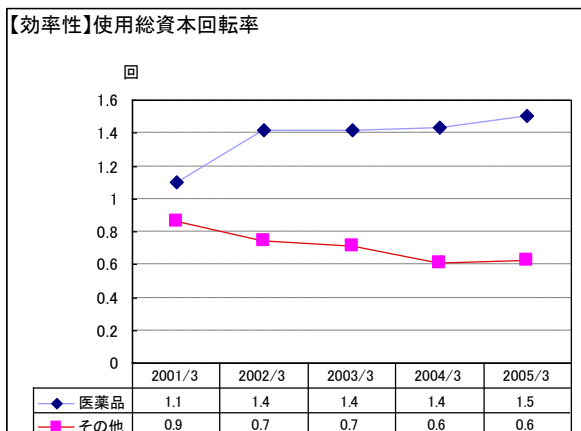
#### 1.3.2 収益性



医薬品事業における生産性は、従業員数が 2003 年以降、大きな変動がないことから、売上高および営業利益の推移を反映している。売上高および営業利益が 2005 年 3 月期に微増に留まった状況であったので、生産性も 2005 年 3 月期に頭打ちの状態である。

### 1.3.3 効率性

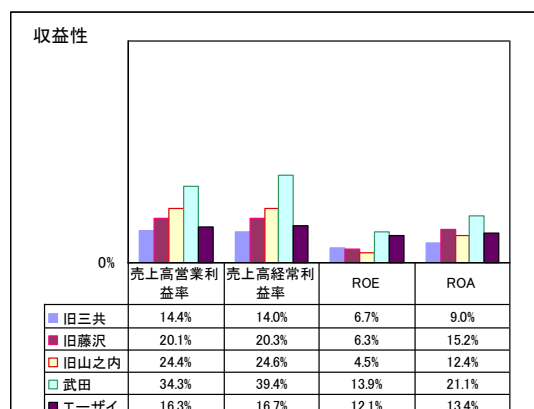
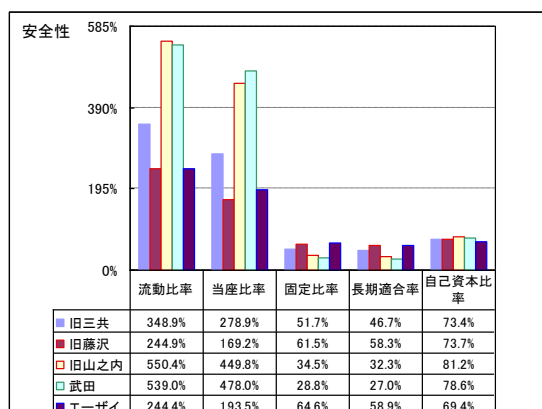
医薬品事業の効率性を使用総資本回転率で検討する。2002 年 3 月期に大きな伸びを示したが、その後は大きな変動はなく、医薬品事業の効率性は安定した状態を保っている。



## 1.4 競合他社との業績比較

タケダの競合他社を国内医薬品企業として、財務指標の比較を行った。但し、国内医薬品企業は、この 1 年で山之内製薬と藤沢薬品工業が合併しアステラス製薬に、三共が第一製薬と合併して第一三共製薬になっているが、本レポートでは過去の財務データによる比較することから、合併前の財務指標を用いて分析する。そのため、競合他社を旧三共、旧山之内、旧藤沢およびエーザイの 4 社と比較を行うものとした。

安全性については、タケダは財務指標から判断して安全性は極めて高く、国内企業と比較しても、最もよいと言っても過言ではない。



収益性については、タケダの営業利益率および経常利益率は 30% を超えており、競合他社と比較して最も高く、高収益体質企業であると判断する。

以上のように、タケダは、財務指標から判断すると売上高は継続的な伸びを示し、収益は高く、極めて安全な超優良企業であることが分かる。

## 2 業界分析

### 2.1 需要要因

#### 2.1.1 医薬品市場の動向

日本および欧米の先進国は、高齢化の問題を抱えている。高齢化率の進展は、日本が最も加速的に進んでいる。このように高齢化の進展は、生活習慣病（高血圧、高脂血症、糖尿病など）、心疾患、脳血管障害、認知症（痴呆症）、ガンなど加齢による疾患の患者数を増加させ、医療費も増大する。これらの疾患への治療には、薬剤治療は欠かせず、医薬品産業にとって高齢化は、市場拡大をもたらす要因である。実際にフランス、ドイツ、日本、英国、米国の国民一人当りの薬剤費（外来）を右図に示す。全ての国で薬剤費は、年々、上昇しており、各国の高齢化率の上昇と医療費の上昇傾向が一致している。世界の医薬品市場の50%を占める米国（IMS HEALTH, World Review, 2002）の伸びは、他国を上回る伸びを示しており、今後も重要な市場であることを示している。高齢化による市場拡大に対して、タケダは重点4領域にガン領域、生活習慣病領域、消化器領域および中枢神経科領域を設定しており、高齢化社会はタケダの製品の市場拡大の機会をもたらす可能性が高い。

#### 糖尿病が強く疑われる人および糖尿病の可能性を否定できない人の推計

|                               |            |                     |
|-------------------------------|------------|---------------------|
| 糖尿病が強く疑われる人                   | 約 740 万人   | (平成 9 年 約 690 万人)   |
| 糖尿病の可能性を否定できない人               | 約 880 万人   | (平成 9 年 約 680 万人)   |
| 合計                            | 約 1,620 万人 | (平成 9 年 約 1,370 万人) |
| (参考) 糖尿病総患者数<br>(平成 11 年患者調査) | 約 212 万人   | (平成 8 年 約 218 万人)   |

出所：平成 14 年糖尿病実態調査（速報）平成 15 年 8 月 6 日

生活習慣病の一つである糖尿病は、平成 9 年から平成 14 年までの 5 年間で可能性が否定できない人まで含めると 250 万人増加しており、今後のタケダの重点エリアにおける患者数の増加、市場拡大を予想させる数値を示している。一方で、高齢化に伴い医療費が高騰していることから、日本では医療費引き下げの政策の一貫として、2 年に 1 度薬価引き下げが行われている。国民医療費の推移を見ると、1995 年から 2002 年までの国民医療費は 15%増加（27.0 兆円→31.1 兆円）しているが、医療用医薬品は 9.6%（5.2 兆円→5.7 兆円）に留まっており、薬価引き下げ圧力が強いことを表している。この薬価引き下げ圧力は今後も強まっていくものと考えられ、高齢化による市場拡大効果を打ち消す方向に働くことが予想される。医療費の問題は、海外でも同様であり、高齢化による医療費増大は国際的な問題の一つとなっており、各国で薬剤費の抑制の政策が取られることが予想される。

## 2.2. 供給要因：業界の生産・流通設備への投資、生産能力、供給量、流通、価格動向

医薬品企業が新薬を販売する場合、厚生労働省から許可を得なければならない。以前はこの業許可が、「輸入製造承認」であり、国内で製造施設を持つ企業にしか、業許可が出されなかった。即ち、新薬の製造販売元となる企業は、必ず工場を持っていなければならなかった。しかし、規制緩和後は「販売許可」に業許可が変更され、製造設備を持っていない企業でも医薬品を販売してもよくなった。この規制緩和の影響は、薬剤の製造を外部委託できるということである。タケダの生産体制は、海外生産体制の拡充、国内生産体制のスリム化とともに、タケダはアウトソーシングも推進している。製造委託先との緊密な連携を構築し、アウトソーシング比率は 2000 年度の約 30%から、2003 年度には 65%まで上昇した。しかし、高度な生産技術を要する医薬品原薬・製剤については、引き続き自社生産を継続し、技術の継承・強化を図っている。以上のように、タケダは、「海外生産体制の拡充」、「国内生産体制のスリム化」、「アウトソーシングの推進」の 3 本柱により、薬剤生産における競争力のある低コスト体制の確立を目指している。

## 2.3. 競争要因：競争各社の戦略

医薬品業界は、競争激化を勝ち抜くために合併・買収を繰り返している。これは、各企業が新薬開発企業として生き残りを目指する場合、高騰する新薬の研究開発費の負担に耐え得る体力が必要となり、合併・買収を続けている。これは、新薬を開発する場合、製薬企業は、規制当局へ膨大な有効性と安全性のデータを提出する必要がある、これが研究開発費の増大を招いているためである。一方で、新薬が特許で守られている期間は、他社が同じ薬剤を製造販売することが許さず、先発企業の独占販売が認められている。しかし、薬剤の特許が失効すれば、どの企業でも当該薬剤を製造販売できるのである。しかも、既に先発企業が有効性および安全性データを規制当局に提出していることから、後発品メーカーは非常に簡単なデータを提出するだけで販売承認が得られるのである。そして、開発費用の負担が少ない後発品メーカーは、先発企業と比べ非常に安価に特許切れの薬剤を販売するため、先発メーカーは特許切れ直後から市場のシェアのほとんどを失ってしまう。このように、新薬開発企業にとって、自社の薬剤の特許切れの時期が、その薬剤の市場からの撤退の時期であり、先発企業は失った市場を回復するためには、速やかに次の新薬の開発・上市が必要となる。製薬企業は、特許で守られている期間は市場で他剤とシェア競争を繰り広げると共に、特許切れという時間との競争で次世代の新薬開発を行わなければならない。

次に、市場での薬剤のシェア競争について分析する。どんなに優れた薬剤でも、全ての患者に対して完璧な効果を示し、安全であるとは限らない。体質、遺伝子型または生活習慣によって効き方が異なる。そのため、多くの患者に対して満足のいく治療を行うには、同じ疾患に対して、同じメカニズムで効く薬剤でも数種類が必要となる。加えて、作用メカニズムが異なる薬剤も数種類必要であることから、一つの薬剤が一人勝ちの状況は起こり難い市場環境にあると言える。以下に示す表は、世界売上が 20 億ドル以上の 31 製品を示



している。それらの薬効を見ると、高脂血症薬（スタチン製剤）、抗潰瘍剤（PPI、プロトンポンプ阻害剤）、抗うつ剤（SSRI＝選択的セロトニン再取込阻害剤または SNRI＝セロトニン・ノルアドレナリン再取込阻害剤）がいずれも 3 品目以上ある。その他にも、抗喘息薬、統合失調症薬、抗アレルギー剤、降圧剤の AIIRB（または ARB、サルタン製剤）、抗炎症剤の COX-2 阻害剤がいずれも 2 つずつ含まれている。このように、同じ市場に対して 20 億ドルもの売上を示す薬剤が複数剤存在する疾患が複数あることから、市場での競争はあるものの、一人勝ちを目指さなければならない程の厳しさはないと考える。以上のことから、医薬品市場の競争は、厳しいのは他社との競争ではなく、特許期間が切れるという時間との争いであると考ええる。

## 2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・開発製品技術・情報技術開発

医薬品の研究開発は、日進月歩に進んでいる。近年では、ヒト・ゲノム情報が全て解読され、また各種疾患の原因遺伝子も知られるようになってきた。これらの技術は、創薬から新薬候補の選択にも用いられ、より安全で効果的な新薬の研究開発に活用されている。例として、乳ガン治療薬や白血病治療薬に抗体製剤が創薬、開発され、安全性で有効率が高い薬剤が市場に出てきている。タケダは、創薬の段階でヒト・ゲノム情報を活用した創薬ターゲットを探索している。ヒト・ゲノム情報が解明された現在、ゲノム情報を最大限に活用した新薬の創製が主流になりつつある。タケダでは 2000 年 3 月にセラ・ジェノミックス社からヒト・ゲノム・データベースとバイオ・インフォマティック技術を、2002 年 3 月にはジーンロジック社の遺伝子発現データベースを導入した。これにより、ゲノム情報に基づく創薬研究の基盤を固め、疾患特異的変動遺伝子の発見や機能解析研究を通して新しい創薬ターゲットの創出を加速することを目指している。また、創薬ターゲットの探索や候補化合物の最適化プロセスにおいても最先端の技術を駆使して、画期的新薬の創製に努めています。また、タケダは、自社研究を補完するため、創薬ターゲット、リード化合物、技術などの導入を目的として、米国に武田研究投資株式会社を設立し、バイオベンチャーへの投資を行っている。

臨床開発の段階では、タケダは 1980 年代半ばより、国際戦略製品の日・米・欧三極での効率的な臨床開発とスピーディーな申請体制の確立を目指してきた。現在では、臨床開発試験の三極同時実施、ブリッジング試験の積極活用、情報ネットワークによるデータの集約・管理などを実施し、開発期間の短縮や日・米・欧での同時申請に取り組んでいる。国際的にも 2001 年 7 月から ICH（International Conference on Harmonization：日米 EU 医薬品規制調和国際会議）が進める申請資料様式の共通化が日・米・欧三極で導入され、世界同時開発に追い風となっている。タケダは「01－05 中期計画」において、従来平均 5 年であった臨床開発期間の目標を 4 年半と設定している。以上のように、タケダは、最新の創薬技術や規制を活用しながら、効率のよい創薬、開発体制を実現しようとしている。



## 2.5 外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

近年の医薬品業界を取り巻く法・政府規制については、上述してきた通りである。医薬品の製造では、薬事法改正により製剤のアウトソーシングが可能となり、効率的な生産体制の選択肢が広がった。薬価改定では、日本では2年に1回のペースで市場価格と薬価の見直しが行なわれ、実勢価格に近づけると共に、高騰する医療費の抑制のために薬剤費の切り下げに使われてきた。また、ICHの合意により世界の規制当局に対して、共通の新薬承認申請データを活用でき、効率的な承認申請業務を行えるようになってきている。以上のように、製薬業界に対する法・政府規制では、新薬の開発・生産については規制緩和が進んでいるが、薬価については抑制される方向で規制が進んでおり、医薬品企業にとっては新薬開発の効率化がより一層求められる環境にある。日本の産業界に対する法規制の変化で影響が考えられるのは、2006年に外国会社の株式と日本会社の株式の交換が可能になるといわれている商法の改正である。これにより、株式価値の高い世界のファイザーやグラクソ・スミスクラインなどのメガ・ファーマが、日本の製薬企業を買収しようとする場合、株式交換で実行できることから、日本も医薬品業界の再編に巻き込まれやすくなる。なお、この法改正により、タケダは利益剰余金1兆8千億円を内部留保していることから買収のターゲットになり易く、防衛策を検討する必要があると考える。

## 3 企業戦略分析

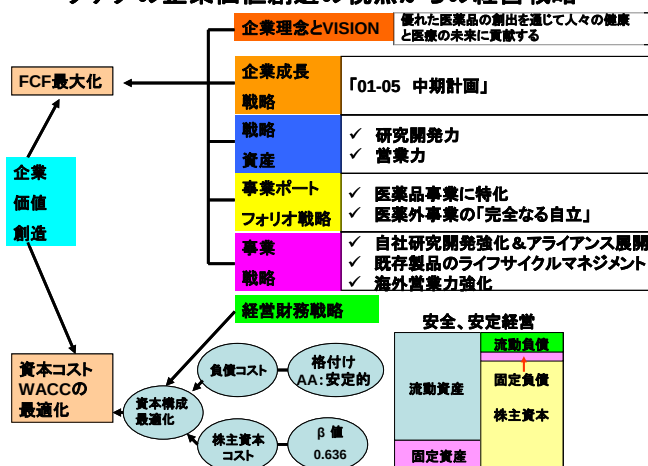
### 3.1 企業価値創造

#### 3.1.1 企業価値創造と経営戦略

タケダは、企業理念として、「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」を掲げており、「医薬品事業に特化し、グローバルに事業展開する「世界的製薬企業」を目指す」ことをビジョンにしている。

このビジョンを達成するため、企業戦略として中期計画を3年から5年単位で策定しており、現在は、「01-05 中期計画」を遂行中である。タケダは、研究開発力及び国内営業力を競争優位な戦略資産として保有しており、事業戦略においても、自社による研究開発の強化又は他社との提携により新薬候補を導入することにより、次世代の新薬開発に注力している。また、既存の主力製品については、適応症の拡大や剤型追加するなどのライフサイクル・マネジメントを効率よく行い、高い収益をより長く獲得することを目指している。また、自社の新薬が、国際的にも十分受け入れられている現状から、海外においても自社による直接販売に注力している。特に、米国における売上比率は、

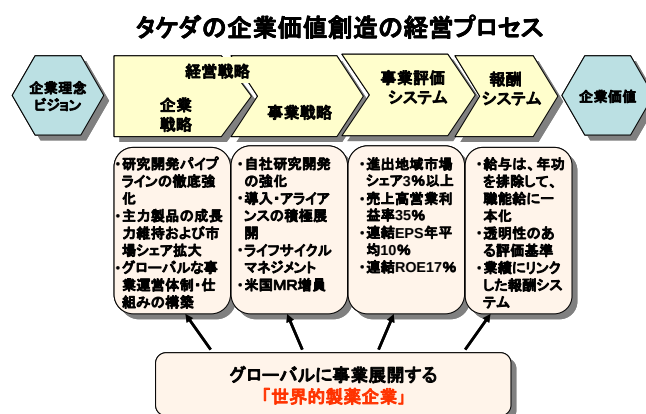
#### タケダの企業価値創造の視点からの経営戦略



年々増加していることから、営業力強化を優先課題として掲げている。経営財務戦略については、ほぼ「無借金経営」を続けており、また 1 兆 8 千億円を超える利益剰余金を保有しており、存分に新薬開発または営業力強化への投資を向けることが可能である。以上のように、タケダは、経営理念に基づき世界的製薬企業を目指して、アライメントの取れた経営戦略を展開していると考えられる。

### 3.1.2 企業価値創造の経営プロセスと具体化

タケダの企業戦略は、「研究開発パイプラインの徹底強化」、「主力製品の成長力維持および市場シェア拡大」及び「グローバルな事業運営体制・仕組みの構築」であり、重要な経営課題としても掲げている。具体的な事業戦略としては、自社の研究開発の強化や他社との提携による新薬候補の導入などのアライアンスの積極展開を行っている。この 2 年間だけ



みても、2003 年 5 月にゲノム情報を活用した創薬ターゲットの探索力今日のために「遺伝子・たんぱく質の機能解析棟」をつくば市に新設し、8 月にはドイツの企業とアルツハイマー病の共同研究契約を締結した。また、新薬候補の導入としては、2003 年 11 月にワイス社と「リウマチ治療薬」の販売提携契約、2004 年 1 月にはイーライ リリー社と「糖尿病性細小血管合併症治療薬」の開発・販売契約、加えて同月英国企業と「抗肥満及び肥満性糖尿病治療薬」の開発・販売契約を締結した。2004 年 10 月には、「探索研究棟」、「ワクチン新原液棟」の建設及び 2005 年 3 月には米国の研究開発バイオベンチャー「シリックス社」を買収するなど、積極的な研究開発への投資を行っている。また、2004 年度は、5 薬剤の開発・販売のライセンス契約を締結した。このように、重点領域に集中して、自社の研究開発設備の投資、他社からの積極的な新薬候補の導入を行っている。ライフサイクル・マネジメントは、世界戦略 4 製品（ランソプラゾール、リュープロレリン、アクトス、カンデサルタン）の適応追加や剤型追加を積極的に行っている。また、タケダ製品の米国における売上比率は、年々上昇している。そのため、自社による直接販売を強化するために、米国の営業販売員（Medical Representatives : MR）を増員する予定である。

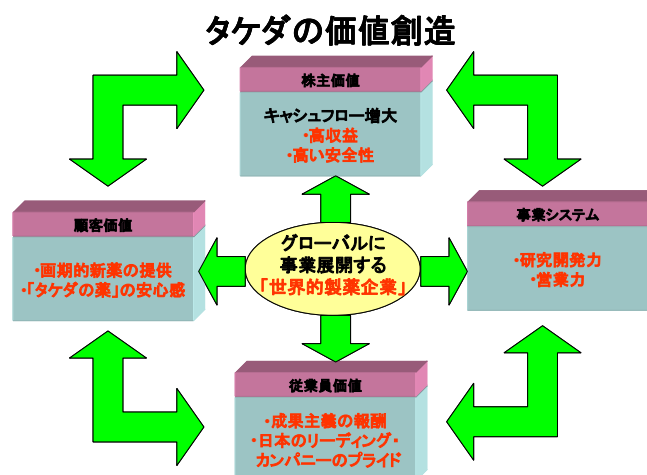
事業評価システムとしては、「01-05 中期計画」に示されており、「進出地域市場シェア 3%以上」、「売上高営業利益率 35%」、「連結 EPS 年平均 10%」及び「連結 ROE17%」を掲げており、毎年、進捗が決算説明会にて、報告される。報酬システムに関しては、年功要素が一切排除され、職能給に一本化されている。評価基準は、業績の成果により評価されることになっている。但し、業績の成果と経営指標とは、どの程度関連しているか詳細な基準は公表されておらず、会社業績と従業員の目標との整合性が十分取れているかどうかは、不明である。

### 3.1.3 企業価値創造に基づいた顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値の持続的向上

現在のタケダは、研究開発力と営業力を背景にして国内では、製薬業界のリーディング・カンパニーの地位を確立している。また、海外においても売上高 1000 億円を超える Blockbuster と呼ばれる超大型薬剤を 4 剤保有している。また、国内営業力は、豊富で画期的な薬剤を背景に、医療機関において高い信用力を保持している。このことから、新薬を創出する研究開発、営業力については競争優位な事業システムを確立している。

このため、顧客である医療機関関係者及び患者は、薬剤治療の恩恵を享受し、「タケダ」という国内第一のブランドからくる安心感で治療を受けることができる。また、従業員は、業績成果による報酬制度により、自らの努力が報酬として帰ってくることから、「やる気」を十分に発揮できる。そして、国内製薬業界のリーディング・カンパニーをいうプライドから、高いモチベーションを保っている。そして、高い収益率、安全な財務体

質、高い株価から、株主価値も高いレベルで保たれている。上記の顧客価値、従業員価値及び株主価値は、競争優位な事業システムから導き出されている。また、従業員の「やる気」が、更なる競争優位な事業システムを生み出しており、好循環が生じており、タケダの価値創造は持続的に向上していると考ええる。



## 3.2 企業理念とビジョン

### 3.2.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

タケダには、経営のグローバル化が加速する中で、グループとして統一の取れた意思決定や経営活動を推進するためには、その背景であり、かつ拠り所となるべき明確な理念や方針が不可欠であるとの考えから、2002 年 4 月に「経営の基本精神」を制定した。経営の基本精神には、経営や事業活動に関わる「基本的な考え方」が凝縮されており、「経営理念」「経営方針」「行動原則」によって構成されている。

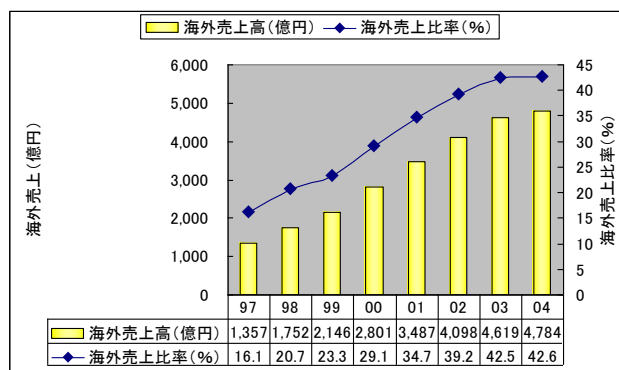
- ・経営理念：タケダ・グループの存在目的・使命を表現するもの

- ・経営方針：経営理念に示されたグループの存在目的・使命に則り、タケダ・グループが長期的な観点から目指す姿を表すもの

- ・行動原則：タケダ・グループのすべての従業員が心がけ、実践すべき基本的な考え方

この「経営の基本精神」の源流であり、タケダという企業の存在意義ともいえるべき不変のタケダ・ブランドは、「くすりづくりの哲学」とであると認識されている。即ち、「世の中の人々のためになる、より良いくすり、画期的な新製品を世界に送り出す」ことに誠実に取り組んでいくことが、タケダらしさであり、今後ともグループ経営の象徴として継承されるべき哲学“タケダ・イズム”との理解である。

「誠実＝公正・正直・不屈＝な企業行動」によって「くすりづくり」の王道を歩み、社会に貢献することを基本コンセプトとして、日本のみならず、世界の人々から誠実な企業として信頼を得ていくことが、成功への条件であると規定している。タケダは、この数年で海外における売上を急速に伸ばしてきた。グラフに示



すように 1997 年には、海外の売上比率は 16%程度であったが、2004 年には 42%に達している。急速にグローバル化をしていることが、売上比率から見て取れる。国内では、長年、リーディング・カンパニーとして売上高第 1 位を独走してきた。国内製薬業界では、「タケダ」は既にブランドが確立しており、従業員もそのことは認識している。このため、企業文化・風土は、業務を通じて次世代に受け継がれる、いわゆる「伝統」が社内にはあったものと考えられる。しかし、この数年の急速なグローバル化のため、多様な民族、国籍、文化を持った人が、世界各国のタケダで従業員として勤務している。このようなグローバル化の中で、企業理念及びビジョンをどのように共有していくかを考える必要があり、企業の拠り所となるべき確な理念や方針が不可欠となり、「タケダ・イズム」を策定したものと推察される。裏を返せば、現状は、企業理念及びビジョンの共有が、グローバル・レベルでは十分ではなく、全世界的なアライメントが十分には取れていないため、その対策として「経営の基本精神」を 2004 年 4 月に制定したとも考えられる。

### 3.2.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

タケダでは、急速なグローバル化に対応するために、タケダ・イズムに基づく「経営の基本精神」を制定し、従業員の意識の改革と伴に、制度・仕組みの改革を続けている。そのための戦略として、3 年から 5 年単位で経営計画を立案し実行している。現在は、「01－05 中期計画」の実行中である。これらの関係が、左図に示したものである。最上位概念としてタケダ・イズムがあり、次いで経営理念がある。「医薬品事業に特化し、グローバルに事業展開する「世界的製薬企業」を目指す」というビジョンは経営方針としてまとめられている。また、行動の拠り所となる判断基準としての行動基準を設定している。そして、ビジョンを達成するための経営戦略は、ビジョンを具体化した経営計画（現在は「01-05 中期計画」）を策定している。タケダは、経営戦略を行動原則に則り実践することで事業を推進し、企業価値の向上を目指している。

### 3.2.3 企業理念・ビジョンの策定プロセス

タケダは、『名実ともに「グローバルに展開する医薬品企業」への変革を遂げるための重要な転換期と位置づけから、2000 年に経営の根幹であり本質ともいえるべき「経営理念」と「経営方針」を見直す』と発表した。一般には企業理念及びビジョンは頻繁に改訂されるもの



ではないが、タケダでは急速なグローバル化により、企業の基本精神を全社レベルで統一する必要が生じてきた。タケダでは、企業の成長段階に合わせて理念及びビジョンを改訂するマインドを経営幹部が持っていることが分かる。但し、作成のプロセスにおいては、公表資料からは分からないため、詳細な分析は不可能であった。

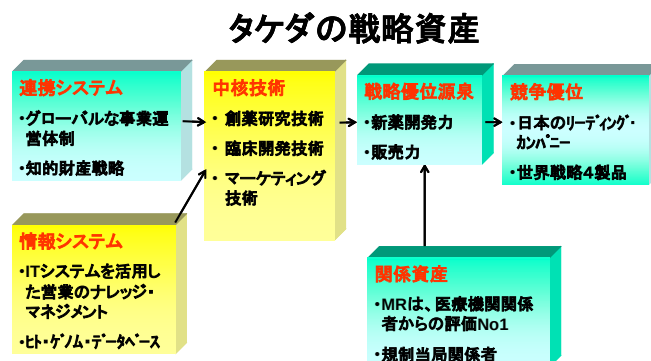
### 3.2.4 経営理念・ビジョンの全社組織への浸透と徹底

タケダにおける企業理念及びビジョンは 2000 年に改訂され、内容及び考え方はアニュアル・レポートや決算報告会などで紹介されており、経営幹部による外部への説明責任（Accountability）は、果たされているものとする。一方で、内部の従業員に対してどのようにコミュニケーションをしているかは、公表資料からは十分には分からず、詳細な分析は不可能であった。

## 3.3 戦略資産

### 3.3.1 現状の戦略資産

タケダの中核技術として挙げられるのは、「創薬研究技術」、「臨床開発技術」及び「マーケティング技術」である。創薬技術は、世界戦略 4 製品を始め、国内でのタケダの地位を築いてきた薬剤をいくつも創出してきた。



創薬段階から上市までの臨床開発プロセスについても、中核技術と考えて良いと判断する。例えば、タケダの臨床開発スピードを他社と比較する。タケダの世界戦略製品の一つであるある「アクトス」とエーザイの社運をかけたアルツハイマー治療薬「アリセプト」の開発効率を図る指標の一つである、臨床開発段階の相移行期間を比較する。アリセプトは、フェーズ 2 からフェーズ 3 へ移行するのに 12 ヶ月を要したが、タケダのアリセプトは 10 ヶ月で移行を完了した。業界平均の数値はないものの、10 ヶ月という相移行はかなり速い業務の進捗である。このことから、臨床開発においても他社よりも優れた技術を持っていると考えられる。また、国内売上 No.1 を誇るセールス&マーケティング技術も中核技術である。

連携システムとして挙げられるのは、グローバルな事業運営体制であり、研究、開発、生産、販売、知的財産などの各機能を日本本社が中心にまとめ上げ、世界で共通できることは共用し、地域個別対応が必要な場合は各地域で調整する体制を構築している。また、特許などの知的財産を全世界レベルで管理しており、実際、知的財産権収益が 2003 年には 505 億円を上げるなど、タケダの知的財産保護に貢献している。情報システムは、営業担当者が成功体験を直ちに共有できるように、IT 技術を用いて全国レベルで情報の共有化を

進めている。また、タケダは、明らかになったヒトのゲノム情報のデータベースを創薬に活用している。上述の戦略資産から生み出されるものが、タケダの戦略優位の源泉であり、研究開発力及び販売力がその源泉として考えられる。また、顧客である医療関係者から営業担当者 MR は、毎年、No.1 の評価を受けており、全国の各医療機関において絶大な「信用力」を生み出している。また、規制当局である厚生労働省も日本のリーディング・カンパニーであるタケダを尊重しており、良好な関係を築いている。

### 3.3.2 今後、戦略資産と成り得るもの

近年の医薬品市場に占める日本のシェアは、年々低下を続けており、2004 年現在で 10～15%程度にまで落ち込んでいる。このような世界的な医薬品市場において、タケダは海外売上比率を年々増加させている。2005 年 3 月期では海外における売上が、医薬の 42%を占めている。海外の市場規模を考えると、タケダの世界戦略 4 製品の売上は、まだ伸びる余地が十分ある。そのため、タケダでは、海外売上の伸長、新薬のマーケット拡大のために営業人員、特に米国の MR 増強を計画している。また、タケダの中核技術の一つにマーケティング技術がある。この技術は、現段階では、日本国内においてのみ戦略資産としてタケダの売上を支えている。海外では、合弁会社や共同販売会社との協力により売上を伸ばしてきたことから、タケダ自身の海外における営業力は、現段階では競争優位を生み出すほどではないと考えられる。以上のことから、今後は、海外の営業、マーケティングに積極的に投資することで、世界市場で競争力を獲得できれば、戦略資産に成長していくことが予想される。

### 3.3.3 戦略資産効果に逆作用する要因

タケダの戦略資産効果に逆作用する可能性があるものとしては、2 つ考えられる。第 1 は、米国に販売会社が 2 つあること。第 2 は、生産体制をアウトソーシングしていること。販売会社が 2 つとは、米国 Abbott 社との合弁会社である TAP ファーマシューティカル・プロダクツ（株）（TAP）とタケダの完全子会社である武田ファーマシューティカルズ・ノースアメリカ（株）（TPNA）である。タケダは、米国市場に進出した時、販路を何も持っていないことから、Abbott 社との合弁会社を設立し、米国進出の足がかりにしてきた。その後、米国において順調に売上を伸ばしてきたことから、自社完全販売体制を確立することを検討したが、恐らく Abbott 社との契約の関係により、別途、自社で完全子会社を立ち上げることになったのであろう。この 2 つの販売会社は、いずれ Abbott 社との契約が終了した段階で TPNA に吸収または清算されるであろうが、それまではタケダ製品の米国における収益は、Abbott 社に流れることになり、逆戦略資産であると考ええる。

タケダは、現在、効率化のために国内の生産体制を縮小し、海外に生産体制をシフトしている。また、アウトソーシングを積極的に進めており、2003 年の段階で 65%のアウトソーシング率を達成したと発表した。医薬品の品質は、Good Manufacturing Practice（GMP）という世界標準の厳しい基準が定められており、タケダのアウトソーシング先も

タケダ自身が直接、監査・指導していることから、この基準を遵守していると考えられる。しかし、医薬品は、人の健康、命に直接関連する製品であることから、「万が一」が起こった場合には訴訟などに発展することもあり、多額の賠償金を支払う可能性もある。生産効率を上げるために行っているアウトソーシングは、品質管理に対するリスクを確実に増加させており、生産のアウトソーシングも逆戦略資産になる可能性がある。

### 3.4 企業成長戦略

タケダは、「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」という企業理念に基づき、「グローバルに展開する『世界的製薬企業』を目指す」というビジョンを達成するために成長戦略を策定してきた。タケダの成長戦略について、「事業展開シナリオ」、「資源循環」、「戦略資産の蓄積と移転」及び「企業価値の持続的向上」についてまとめた。

#### 3.4.1 事業展開シナリオ

タケダの過去から現在に至るまでの事業展開について検討するため、以下にタケダの事業の沿革を示した。

| 西暦    | 元号    |                                                                                                                         |
|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1781年 | 天明元年  | 大阪・道修町で薬種商を開業(創業)                                                                                                       |
| 1871年 | 明治4年  | 洋薬の輸入を開始                                                                                                                |
| 1895年 | 明治28年 | 製薬事業を開始                                                                                                                 |
| 1915年 | 大正4年  | 武田研究部設立、研究活動を開始する                                                                                                       |
| 1925年 | 大正14年 | 株式会社武田長兵衛商店を設立                                                                                                          |
| 1950年 | 昭和25年 | 日本で最初の総合ビタミン剤「パンビタン」を発売                                                                                                 |
| 1952年 | 昭和27年 | ビタミンB1誘導体「アリナミン」を発売                                                                                                     |
| 1953年 | 昭和28年 | アメリカン・サイアナミッド社との折半出資で日本レダリー(株)を設立                                                                                       |
| 1955年 | 昭和30年 | ビタミンCのアメリカ向け輸出を開始                                                                                                       |
| 1962年 | 昭和37年 | アジア進出                                                                                                                   |
| 1978年 | 昭和53年 | ヨーロッパ進出                                                                                                                 |
| 1985年 | 昭和60年 | TAPファーマシューティカルズ(株)設立、リュープロレリンの販売を開始する                                                                                   |
| 1991年 | 平成3年  | 消化性潰瘍治療剤「ランソプラゾール(一般名)」を発売                                                                                              |
| 1994年 | 平成6年  | 糖尿病食後過血糖改善剤「ベイスン」を日本で発売                                                                                                 |
| 1997年 | 平成9年  | 高血圧症治療剤「プロプレス」をイギリス、ドイツで発売                                                                                              |
| 1999年 | 平成11年 | 糖尿病治療剤「アクトス」を開発、アメリカ、日本で販売を開始する                                                                                         |
| 2000年 | 平成12年 | 動物薬事業において、米国シェリング・プラウの日本法人と合併会社を設立、タケダの同事業を新会社に移管                                                                       |
| 2001年 | 平成13年 | タケダ・フード・ビタミン米国(株)等ビタミンバルク事業関連の海外子会社の全株式をドイツのBASF社に譲渡<br>ウレタンおよびその誘導体並びに複合材料などに係る事業について、三井化学と合併会社、三井武田ケミカル(株)を設立し、同事業を譲渡 |
| 2002年 | 平成14年 | 食品事業についてキリンビールと合併会社、武田キリン食品(株)を設立し営業譲渡<br>農薬事業について住友化学と合併会社、住化武田農薬(株)を設立し営業譲渡                                           |

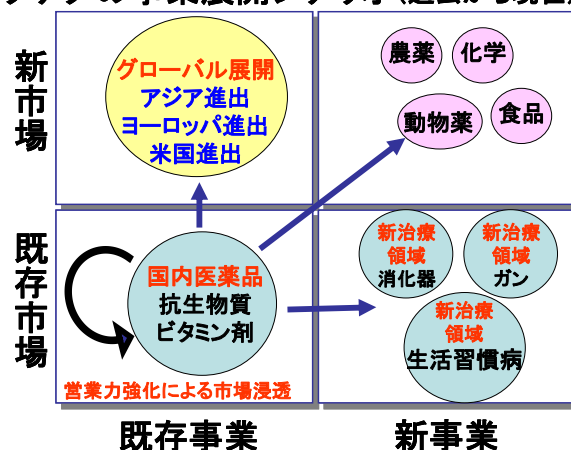
タケダは、江戸時代に薬種業から事業を始め、明治時代に製薬業をスタートさせた。戦後は、ビタミン剤及び抗生物質を中心にして事業を大きく育ててきた。タケダの過去を考え

た場合、このビタミン剤及び抗生物質を中心とした医薬品事業が、中核事業としてタケダを成長させてきたものと考えられる。その後、1990 年代に入り、現在の主力製品であるリュープロレリン（ガン領域）ランソプラゾール（消化器領域）、ベイスン（糖尿病：生活習慣病領域）、プロブレス（高血圧：生活習慣病領域）、アクトス（糖尿病：生活習慣病領域）などの新規治療領域に新薬を投入するなどの展開を行ってきた。

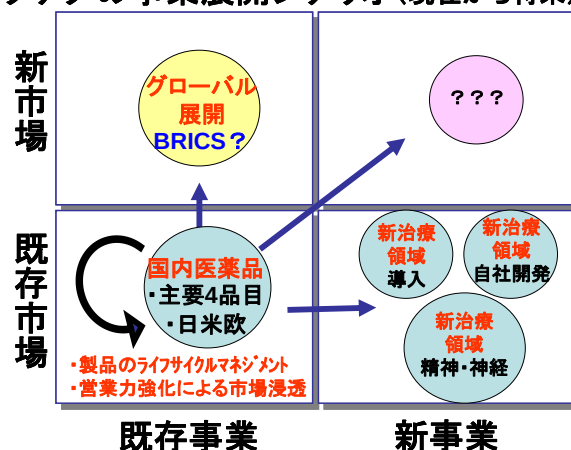
タケダは、1962 年のアジア進出を始めに、1972 年にヨーロッパ、1985 年に米国進出と世界市場への展開を着々と進めてきた。加えて、動物薬、化学品、食品、農薬などの新市場－新事業となる多角化事業も進めてきた。

タケダは、2000 年代に入り、企業理念及びビジョン、それに伴い事業領域を再定義したことにより、医薬事業に特化したグローバルな研究開発型の製薬企業を目指すこととした。このため、将来に向けては医薬事業に集中した事業展開シナリオが想定される。事業の集中は、タケダの英文名にも現れている。2004 年に Takeda Chemical Industries, Ltd. から Takeda Pharmaceutical Company Limited に変更し、名実ともに医薬品メーカーとしての形態を整えている。

### タケダの事業展開シナリオ(過去から現在)



### タケダの事業展開シナリオ(現在から将来)



事業展開シナリオとしては、既存の事業、市場では、グローバル展開している主要 4 品目を中心に、製品のライフサイクル・マネジメントを行い、より効率的により長期間で収益を上げるように適応症、新剤型の追加など施策を講じている。また、海外では米国を中心に営業力強化を図るため、MR の増員を決定している。新事業開発のディメンションには、新療領域として「中枢神経系」が候補として挙がってきている。ここには、2005 年中に米国で発売予定の新規のメカニズムを持った不眠症治療薬、現在研究開発中のアルツハイマー治療薬などが該当する。その他、自社開発や他社からの導入品により、新しい治療領域に展開する可能性もある。また、新規市場開拓の候補として考えられるのは、経済発展が著しいブラジル、ロシア、インド、中国といった BRICS 諸国が挙げられる。現段階では、BRICS への進出としては、アジア進出の中に中国が含まれているが、その売上は日米欧と比較して、極めて小さい状況である。

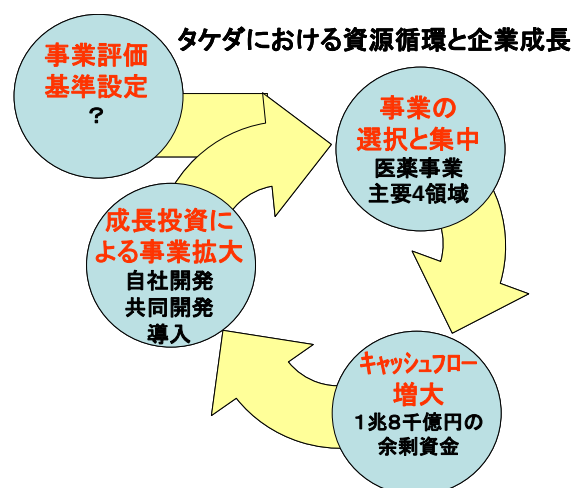


医薬事業特化により、農薬、化学、動物薬及び食品は、パートナーと合併会社を設立（タケダの持ち株比率 49%）して、医薬外 4 事業をタケダ本体から分離を進めてきた。現在、タケダは、競争が激しくなっている医薬品業界でグローバルに展開する研究開発型企業として生き残りを図っており、事業領域を医薬事業に、治療領域も「ガン」、「消化器」、「生活習慣病」及び「中枢神経系」に選択と集中を強めている。この路線を変更することは考え難いし、変更すべきではないと判断する。従って、多角化の領域に入る事業の展開はしないであろうし、するべきではないと考える。

### 3.4.2 資源循環

タケダは、事業に対する明確な評価基準は設定されていない。しかしながら、事業の選択と集中は行われており、医薬事業に特化し主要 4 領域である、ガン領域、消化器領域、生活習慣病領域及び中枢神経系領域で研究開発型の事業展開を行っている。その他の医薬外次行に付いては、2000 年代に入り、他社と合併会社を設立して事業移管行い、タケダから分離されている。

既存の主要 4 製品であるリュープロレリン（ガン領域）ランソプラゾール（消化器領域）、ベイスン（糖尿病：生活習慣病領域）、プロブレス（高血圧：生活習慣病領域）、アクトス（糖尿病：生活習慣病領域）も特化領域に該当しており、集中と選択は実行されている。そこから生み出されたキャッシュフローは、2005 年 3 月期において 1 兆 8 千億円を生み出した。これらが更なる成長投資に向けられている。成長投資先としては、自社による研究開発、他社と共同開発及び他社からの

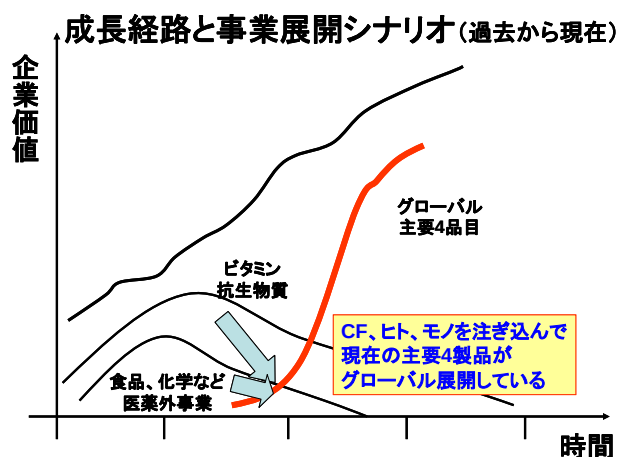


導入品が挙げられる。この 2 年間だけみても、2003 年 5 月にゲノム情報を活用した創薬ターゲットの探索力今日のために「遺伝子・たんぱく質の機能解析棟」をつくば市に新設し、8 月にはドイツの企業とアルツハイマー病の共同研究契約を締結した。また、新薬候補の導入としては、2003 年 11 月にワイス社と「リウマチ治療薬」の販売提携契約、2004 年 1 月にはイーライ リリー社と「糖尿病性細小血管合併症治療薬」の開発・販売契約、加えて同月英国企業と「抗肥満及び肥満性糖尿病治療薬」の開発・販売契約を締結した。2004 年 10 月には、「探索研究棟」、「ワクチン新原液棟」の建設及び 2005 年 3 月には米国の研究開発バイオベンチャー「シリックス社」を買収するなど、積極的な研究開発への投資を行っている。また、2004 年度は、5 薬剤の開発・販売のライセンス契約を締結した。このように、重点領域に集中して、自社の研究開発設備の投資、他社からの積極的な新薬候補の導入を行っている。

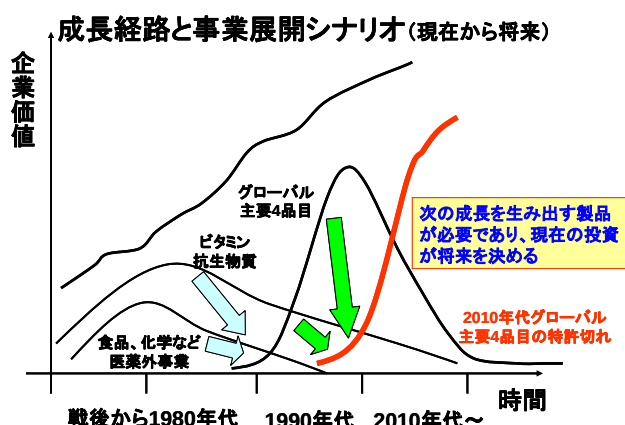
このように、タケダでは、医薬事業の中でも主要 4 領域に事業を選択と集中しており、そこから生み出されるキャッシュフローについてもこの主要 4 領域に集中的に投資されており、資源の循環サイクルが回転している。但し、タケダには、事業評価の明確な基準が示されておらず、主要 4 領域であれば何でも投資していくというのであれば、投資効率は大変悪くなるものと考えられる。現在、余剰資金が 1 兆 8 千億円と豊富なキャッシュを保有しているが、今後は明確な事業評価基準を持ち、効率よく養生資金を活用することが全社的な効率向上に貢献すると考える。

### 3.4.3 戦略資産蓄積と移転

タケダは、江戸時代に薬種業から事業を始め、明治時代に製薬業をスタートさせた。戦後は、ビタミン剤及び抗生物質を中心にして事業を大きく育ててきた。タケダの過去を考えた場合、このビタミン剤及び抗生物質を中心とした医薬品事業及び食品、動物薬、化学などの医薬外事業の収益が、現在のタケダの成長させているグローバル展開している主要 4 品目（リュープロレリン、ランソプラゾール、プロブレス、アクトス）の研究開発の資金を供給し、長年蓄積してきた営業のノウハウ、及び既に市場で確立しているタケダ・ブランドが、この 4 品目の市場での成長を支えてきたものと考えられる。



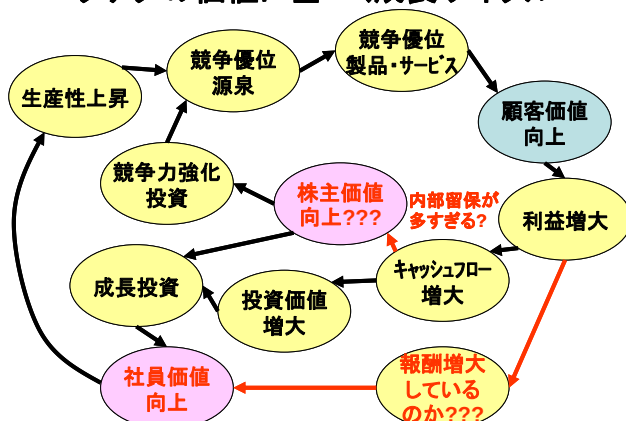
将来は、2010 年代に現在の成長を支えているグローバル展開している主要 4 品目の特許が次々に失効していく。医薬品の場合、特に欧米市場では特許失効と伴に、薬剤の成分が同じで安価なジェネリック医薬品が市場に参入してくる。このため、特許が失効すれば、主要 4 品目の売上は、恐らくは現在の 3 分の 1 以下に落ち込むものと予想される。そのため、現在の資金及び研究開発の知識、ノウハウは、次世代を担う製品の研究開発に集中的に投下しなければならない。タケダは、2005 年 3 月期で余剰資金を 1 兆 8 千億円所有している。これらの資金を中心に、新たな創薬活動、又は他社からの導入を含めた提携を積極的に進めて行かなければならないと考える。



### 3.4.4 企業価値の持続的創造

タケダは、現在、順調に利益を増大させている。2005 年 3 月期では、1 兆 8 千億円の利益剰余金を内部留保として保有している。価値に基づく成長サイクルから考えると、この利益増大が株主価値を向上させる。また、報酬が増加するので社員価値も向上させることになる。そうすると、企業は成長投資を増加させたり、競争力強化のための

### タケダの価値に基づく成長サイクル



投資を増加させたりして、競争優位な状況を生み出す。それらが、製品・サービスの質の上を生み出して顧客価値が向上する好循環のサイクルが回り出すことになる。しかし、現在のタケダは、上述の企業価値の好循環サイクルを回転させているのであろうか。タケダの利益の増大は、株主価値を挙げることになるが、将来の成長のための投資資金とは言え、配当もせずに巨額の内部留保を持つことは、果たして株主価値を上げているのか疑問である。但し、株価については、2003 年以来、順調に上昇していることから、株式保有による財産の増加は株主の価値を上げているとも考えられる。

一方、タケダの社員の報酬は、年功序列の要素を一切排除して、能力給による給与体系が採用されている。また、給与は業績を基準にした明確な基準により決まるとされている。しかし、社員の給与は、会社の業績とどの程度関連があるのかが不明である。個人の業績と会社の業績は必ずしも相関しないため、利益を増大させている現在でも、個人の報酬が増大するとは限らない。このような報酬体系であると、会社が業績向上、利益増大させても、社員の報酬の増加は十分で無い場合も想定され、必ずしも社員価値が向上するとは限らないと考えられる。

### 3.5 企業変革

タケダは、1781 年に大阪の道修町に薬種商として創業しており、田辺製薬などと同様に長い歴史を持つ。長い歴史の中では、1895 年の製薬業の事業の開始、タケダの基礎を築いた 1950 年のビタミン事業開始、1962 年の海外進出などがある。近年の大きな変革としては、1985 年から 1999 年に海外事業の拡充期が挙げられる。1985 年に TAP ファーマシューティカルズ（株）を米国に設立し、北米で本格的な自販体制を整えると伴に、リユープロレリンの販売を開始し、現在の主力 4 製品の海外展開が始まった。その後、1999 年にアクトスを日米で発売するまでの約 15 年間にランソプラゾール、プロプレスと主力 4 製品を欧米にて販売を開始し、現在の医療用医薬品の海外売上比率を 67%（合計 10,177 億円中、米州：5,286 億円、欧州アジア：1,552 億円）の基礎を築いた。タケダの変革は、その後 2000 年から 2002 年に医薬事業に集中、即ち医薬外事業の完全な自立を目指し、動物薬、農薬、化学および食品事業については、次々と他社との合併会社を立ち上げて営業権譲渡している。

タケダは、現在も変革を続けている。現在は、集中した医薬事業の中でも、特にガン領域、生活習慣病領域、消化器領域および中枢神経領域に特化する方針を打ち出している。また、グローバル・カンパニーを目指し、世界的な事業運営体制・仕組みの構築を行っている。以上のように、タケダは、長い歴史の中で時代の流れを上手く捉えながら企業変革を行ってきた。現在、製薬企業は、世界規模で激しい競争を繰り広げている。タケダもこの厳しい環境下で生き残るために、変革が求められている。タケダが、将来、新薬開発企業として生き残っているのであれば、現在行っている医薬事業で特定領域への集中と選択、グローバルな経営体制の確立が、重要な変革点の一つになると考える。

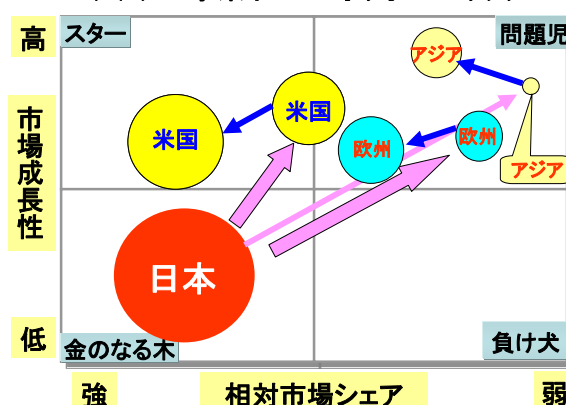
### 3.6 事業ポートフォリオ

#### 3.6.1 事業展開

事業展開シナリオでは、タケダの地域戦略について検討する。タケダは、日本では不動のリーディング・カンパニーであり、シェアは勿論1位である。日本の医薬品市場は成熟化しており、ポジションとしては、金のなる木に相当すると考えられる。タケダは、海外では米国、欧州及びアジアで事業展開している。日本に次いで売上が大きく市場シェアも高いのは米国である。次いで欧州であり、アジアは、売上及びシェアともに低い位置づけである。

但し、アジアは経済発展中の国々は多く、市場成長率としては高いと想定される。このような現状で、タケダは、市場規模が大きい米国のシェアを上げることが最重要課題であると考え。実際、米国では新治療領域である中枢神経系の薬剤が2005年中に発売されることから、営業人員を増強する計画となっている。積極的に米国への展開を強めるべきであると考え。次いで、欧州、アジアにおいては、シェアも小さいことから、優先順位は低いと考える。

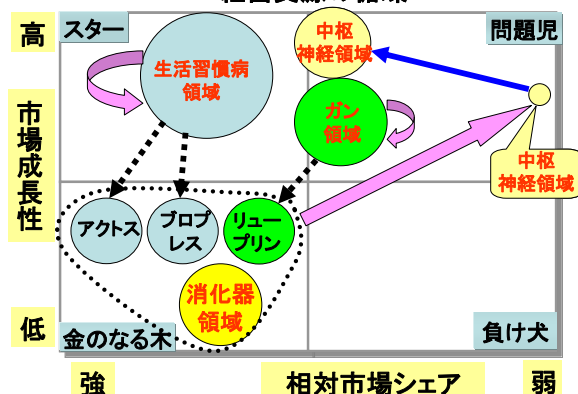
タケダの事業ポートフォリオ・マトリックス



#### 3.6.2 資源循環

タケダの金のなる木は、消化器領域の薬剤及びアクトス、プロプレス及びリュープロレリンの主力4製品である。この4製品から得られる経営資源を、先ずは現在のところ発売中の薬剤がない新規領域となる中枢神経領域に積極的に投資し、相対市場シェアを上げることが重要である。この新領域には、2005年7月にFDAから承認を得た不眠治療薬があり、画期

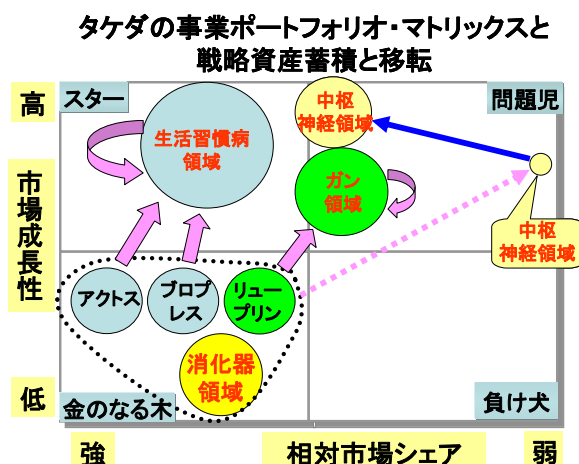
タケダの事業ポートフォリオ・マトリックスと経営資源の循環



的な作用メカニズムから、市場を席巻する可能性もあり、期待の新薬である。また、生活習慣病領域及びガン領域には、開発中の薬剤が各フェーズに複数あり、今後は順次、上市されてくるものと考えられる。従って、生活習慣病領域及びガン領域は、自らの経営資源を循環させて、成長の道を追及して行くべきであるとする。

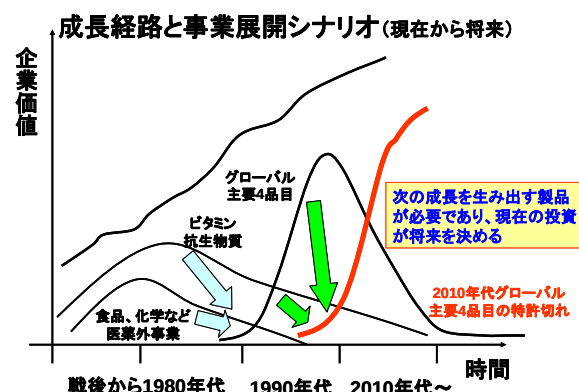
### 3.6.3 戦略資産の蓄積と活用

タケダが所有する戦略資産を治療領域に即して捉えた場合、戦略資産の多くは治療領域に固有のものである。例えば、タケダの中核技術である創薬研究技術は、薬剤の有効性のスクリーニング方法や動物を用いた実験系などは、他の領域では活用できないことが多い。また、マーケティングに関しても、顧客である医療機関関係者、特に処方権を持っている医師は診療科ごとに異なることから、治療領域を超えて移転できる戦略資産は限られている。従って、戦略資産は、治療領域内で蓄積、移転が起こるものと考えられる。既存の世界戦略4製品は、それぞれが属する治療領域に対しては、研究開発技術、営業技術、顧客との関係資産などが治療領域ごとに蓄積され、新薬の開発、販売に移転されていくと考えられる。また、中枢神経領域においては、新規治療領域であるため、移転される戦略資産は限定的であると考えられる。



### 3.6.4 企業価値の持続的創造

タケダの企業価値を高めていくには、既存の医薬品が、新たな医薬品の研究開発の成長投資を行っていかなければならない。2010年代には、現在の成長を支えているグローバル展開している主要4品目の特許が次々に失効していく。医薬品の場合、特に欧米市場では特許失効と共に、薬剤の成分が同じで安価なジェネリック医薬品が市場に参入してくる。特許が失効すれば、主要4品目の売上は、恐らくは現在の3分の1以下に落ち込むものと予想される。そのため、現在の資金及び研究開発の知識、ノウハウは、次世代を担う製品の研究開発に集中的に投下しなければならない。タケダは、2005年3月期で余剰資金を1兆8千億円所有している。企業価値の持続的創造をするには、これらの資金を中心に新たな創薬活動、又は他社からの導入を含めた提携を積極的に進め、次世代の主力製品を育成する必要があると考える。



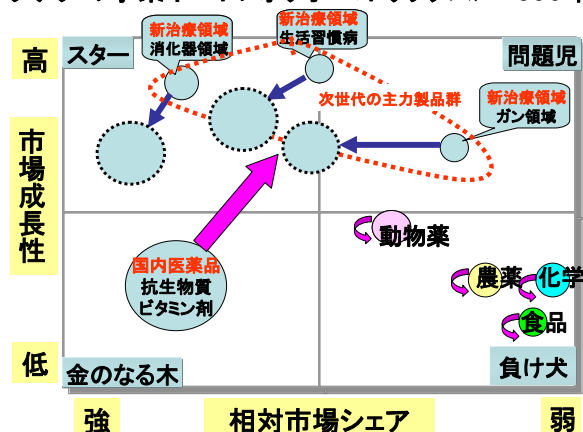


### 3.7 事業ポートフォリオ・マネジメント

#### 3.7.1 事業単位間資源配分

先ずは、タケダの事業ポートフォリオの組み替えについて検討する。タケダは、江戸時代に薬種業から事業を始め、明治時代に製薬業をスタートさせた。戦後は、ビタミン剤及び抗生物質を中心にして事業を大きく育ててきた。タケダの過去を考えた場合、このビタミン剤及び抗生物質を中心とした医薬品事業が、中核事業としてタケダを成長させてきたものと考えられる。その後、1990年代に入り、現在の主力製品であるリュープロレリン（ガン領域）ランソプラゾール（消化器領域）、ベイスン（糖尿病：生活習慣病領域）、プロプレス（高血圧：生活習慣病領域）、アクトス（糖尿病：生活習慣病領域）などの新規治療領域に新薬を投入するなどの医薬品事業ポートフォリオを展開してきた。

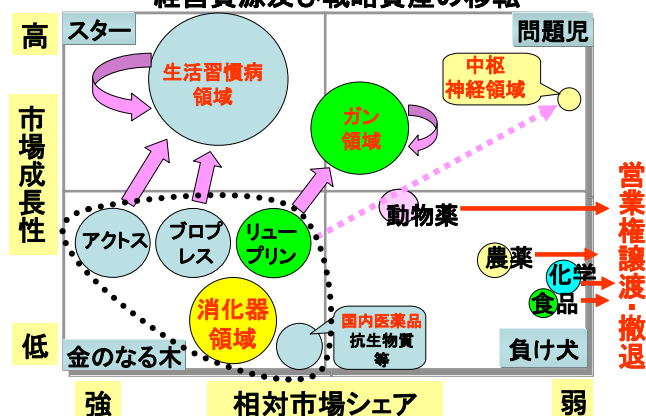
タケダの事業ポートフォリオ・マトリックス／1990年代



タケダは、1962年のアジア進出を始めに、1972年にヨーロッパ、1985年に米国進出と世界市場への展開を着々と進めてきた。加えて、動物薬、化学品、食品、農薬などの多角化事業も進めてきたものの、これら多角化事業は、相対市場シェアも低く、事業として成長は困難であった。

タケダは、2000年代に入り、企業理念及びビジョン、それに伴い事業領域を再定義したことにより、医薬事業に特化したグローバルな研究開発型の製薬企業を目指すこととした。このため、2000年以降は医薬事業に集中した事業ポートフォリオが展開されてきた。医薬事業の集中は、タケダの英文名にも現れている。2004年に Takeda Chemical Industries, Ltd. から Takeda Pharmaceutical Company Limited に変更し、名実ともに医薬品メーカーとしての形態を整えている。

タケダの事業ポートフォリオ・マトリックス  
経営資源及び戦略資産の移転



医薬事業内では、治療領域を事業単位と考えた場合、事業ポートフォリオは、消化器、ガン領域、生活習慣病領域に集中と選択を行っている。この重点治療領域に属する世界戦略製品4品目を中心に、製品のライフサイクル・マネジメントを行い、より効率的により長期

間で収益を上げるように適応症、新剤型の追加など施策を講じている。更に、これら 4 製品から得られた経営資源及び戦略資産は、特化している治療領域の新薬の創薬研究、開発へ移転されている。

新規事業としては、新療領域の「中枢神経系」が候補として挙がってきている。ここには、2005 年中に米国で発売予定の新規のメカニズムを持った不眠症治療薬、現在研究開発中のアルツハイマー治療薬などが該当する。

医薬事業特化により、農薬、化学、動物薬及び食品は、パートナーと合弁会社を設立（タケダの持ち株比率 49%）して営業権が譲渡され、医薬外 4 事業がタケダ本体から分離されることとなった。現在、タケダは、競争が激しくなっている医薬品業界でグローバルに展開する研究開発型企業として生き残りを図っており、事業領域を医薬事業に、治療領域も「ガン」、「消化器」、「生活習慣病」及び「中枢神経系」に選択と集中をした事業ポートフォリオを展開している。

### 3.7.2 事業単位組織（事業部制、カンパニー制、分社制、グループ会社制）

タケダの事業は、大きく 2 つに分けられる。医薬品事業と医薬外事業（その他の事業）である。下記にタケダ・グループを示す。タケダの医薬事業は、医療用医薬品と一般医薬品に分けられる。一般医薬品には、アリナミン、ハイシー、ベンザなどの製品があり、武田ヘルスケア（株）で事業運営されている。医療用医薬品では、国内はほぼ武田薬品工業が、事業運営会社である。海外は、米国、欧州、アジアの各国に販売、開発拠点を持っており、各々が子会社、合弁会社として構成されている。また、その他の事業では、パートナーと合弁会社を作っていることから、関連子会社として構成されている。以上のように、タケダ・グループは、完全子会社とパートナーとの合弁会社により構成されている。

### 3.7.3 事業撤退・分離（売却・提携）

タケダは、2000 年代に入り、企業理念及びビジョン、それに伴い事業領域を再定義したことにより、医薬事業に特化したグローバルな研究開発型の製薬企業を目指すこととした。

|       |       |                                                                                                                         |
|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2000年 | 平成12年 | 動物薬事業において、米国シェリング・プラウの日本法人と合弁会社を設立、タケダの同事業を新会社に移管                                                                       |
| 2001年 | 平成13年 | タケダ・フード・ビタミン米国(株)等ビタミンバルク事業関連の海外子会社の全株式をドイツのBASF社に譲渡<br>ウレタンおよびその誘導体並びに複合材料などに係る事業について、三井化学と合弁会社、三井武田ケミカル(株)を設立し、同事業を譲渡 |
| 2002年 | 平成14年 | 食品事業について麒麟ビールと合弁会社、武田麒麟食品(株)を設立し営業譲渡<br>農薬事業について住友化学と合弁会社、住化武田農薬(株)を設立し営業譲渡                                             |

このため、2000 年以降は医薬事業に集中した事業ポートフォリオが展開されてきた。タケダでは、上記の表のように、医薬事業特化により、動物薬事業、ビタミン・バルク事業、ウレタン事業、食品事業及び農薬事業などの医薬品以外の事業は、タケダ本体の事業から



分離されることとなった。

### 3.8 合併・買収戦略

2004 年度まで日本企業は、売上高 1 兆円を超えるのはタケダのみ（売上高 1 兆 1,229 億円、研究開発費 1,414 億円）であり、第 2 位の山之内製薬でも 2004 年 3 月期に 5,000 億円を超えたものの 2005 年 3 月期には 4,470 億円、研究開発費は 588 億円に留まっていた。一方、欧米のメガ・ファーマと呼ばれる企業では、世界 1 位のファイザーは 2004 年には 52,516 百万ドル（約 6 兆円）の売上高、研究開発費は 7,684 約万ドル（約 8,836 億円）に達している。日本の製薬企業は、世界のメガ・ファーマとの新薬開発競争を勝ち抜くには、開発研究投資が圧倒的に不足している。そのため、新薬開発企業として生き残るために合併の道を選択する企業が増えてきた。2002 年 10 月には中外製薬がロッシュの傘下に入り、山之内製薬と藤沢薬品が 2005 年 4 月に合併しアステラス製薬になり、2005 年 10 月 1 日に住友製薬と大日本製薬が大日本住友製薬に経営統合し、2005 年 9 月 28 日に三共と第一製薬が持株会社第一三共を設立して株式を移転し、2007 年 4 月を目処に医薬品部門が統合することになった。結果、日本では、売上高規模で 1 兆円前後に到達する企業が、3 社になった（タケダ、アステラス、第一三共）。しかし、現在、タケダは他社との合併を考えていないとのコメントを出しており、日本企業の合併戦略とは一線を画している。但し、タケダは新薬開発のために、ベンチャー企業の買収は行っている。2005 年 3 月には、米国の研究開発バイオベンチャー「シリックス社」を買収し、タンパク質の構造を解析する世界最高水準の技術を獲得すると共に、糖尿病治療薬で新しいメカニズムを有する新薬候補を手に入れた。また、シリックス社は、癌やその他の糖尿病を含む代謝性疾患を重点領域とした創薬研究を行っており、将来の新薬の候補を研究技術と共に買収で獲得した。以上のように、タケダの買収・合併戦略は、世界のメガ・ファーマや日本の他の新薬開発企業との合併をするのではなく、あくまでもタケダ自身が独立性を確保することを基本としているようである。但し、ベンチャー企業を買収することで、将来の新薬候補を手に入れる戦略は積極的に行う姿勢を見せている。

### 3.9 提携戦略

#### 3.9.1 提携戦略（合併会社）

タケダは、2000 年代に入り、企業理念及びビジョン、それに伴い事業領域を再定義したことより、医薬事業に特化したグローバルな研究開発型の製薬企業を目指すこととした。実際に、2000 年以降は、医薬事業に集中した事業ポートフォリオが展開されている。医薬事業特化により動物薬事業、ビタミン・バルク事業、ウレタン事業、食品事業及び農薬事業などの医薬品以外の事業を、タケダ本体の事業から分離している。タケダの提携戦略としては、事業領域から外れた医薬外事業をその分野の専門メーカーと合併会社を設立し、営業権をその会社に譲渡する形を取っている。この提携戦略により、タケダは医薬事業に専念できるし、譲渡された事業は専門企業の資金だけでなく戦略資産も活用できる。以上の提携は、タケダの企業成長戦略及び事業ポートフォリオ戦略とも方向性を合わせており、有効な提携戦略であると考えられる。

|       |       |                                                                                                                         |
|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2000年 | 平成12年 | 動物薬事業において、米国シェリング・プラウの日本法人と合併会社を設立、タケダの同事業を新会社に移管                                                                       |
| 2001年 | 平成13年 | タケダ・フード・ビタミン米国(株)等ビタミンバルク事業関連の海外子会社の全株式をドイツのBASF社に譲渡<br>ウレタンおよびその誘導体並びに複合材料などに係る事業について、三井化学と合併会社、三井武田ケミカル(株)を設立し、同事業を譲渡 |
| 2002年 | 平成14年 | 食品事業について麒麟ビールと合併会社、武田麒麟食品(株)を設立し営業譲渡<br>農業事業について住友化学と合併会社、住化武田農業(株)を設立し営業譲渡                                             |

### 3.9.2 提携戦略（共同開発・製品導入）

タケダの企業戦略は、「研究開発パイプラインの徹底強化」、「主力製品の成長力維持および市場シェア拡大」及び「グローバルな事業運営体制・仕組みの構築」であり、重要な経営課題としても掲げている。具体的な事業ポートフォリオ戦略としては、自社の研究開発の強化や他社との提携による新薬候補の導入などを積極的に展開している。この2年間だけでも、2003年8月にはドイツの企業とアルツハイマー病の共同研究契約を締結、2003年11月にワイス社と「リウマチ治療薬」の販売提携契約を締結した。2004年1月にはイーライ リリー社と「糖尿病性細小血管合併症治療薬」の開発・販売契約、加えて同月英国企業と「抗肥満及び肥満性糖尿病治療薬」の開発・販売契約を締結した。また、2004年4月から2005年3月までに、5薬剤の開発・販売のライセンス契約を締結した。以上のように、タケダでは企業成長戦略に則り、事業ポートフォリオ戦略を展開できるように他社との共同開発及び新薬候補を導入し、「製品開発」の水平提携を強めており、有効な提携戦略であると考える。

## 4 戦略の評価と今後の課題

タケダは、世界的な新薬開発型の製薬企業を目指している。現在、タケダが世界市場で売上を大きく伸ばしているのは、世界戦略4製品、ランソプラゾール、アクトス、リュープロレリンおよびプロプレスが柱となり支えている。これらは、年間売上高1,000億円を超えており、ブロックバスターと呼ばれる大ヒット製品である。これらブロックバスターは、2004年度の地域別売上高は、海外、特に米国市場で大きな数値を残している。このようにタケダは、画期的な新薬を世界的な市場で販売していることから、既に「世界的な新薬開発型の製薬企業」であると言える。しかし、現在の米国市場における収益性、および将来も新薬開発企業としてあり続けるためには、タケダは解決しなければならない経営課題があると考える。

タケダの経営課題について述べる。まずは、米国市場における収益性である。所在地別セグメントでは、連結グループ会社の所在地により「日本」「北米」「欧州・アジア」の3区分にて表示されている。海外連結子会社および持分法適用関連会社等へのタケダからの輸出は、日本セグメントの売上高および営業利益に含めて表示されている。このため、日本

セグメントの営業利益率 41%と単純には比較できないが、営業利益率は北米で 9.6%、欧州・アジアで 14.4%と地域差があり、タケダの製品の最も大きな市場である北米で営業利益率が最も低い。これは、北米でアボットとの合弁会社 TAP ファーマシューティカル・プロダクツ（株）やアクトスのイーライリリー・アンド・カンパニーへの販売委託により、収益性が下がっているものと考えられる。これらの他社との販売提携は、タケダが米国に地盤を持っていなかったためと考えられる。しかし、現在は、完全子会社の TPNA（株）を持っており、米国での自販体制は整いつつある。既存の提携会社とは契約期間の問題も考慮しなければならないが、最も大きな市場における収益性を向上させるために、北米での自販体制を拡大することが必要であると考ええる。加えて、現在の北米の医薬品市場の世界市場シェア 50%を考慮すれば、タケダが将来上市する新薬も米国市場が最も大きくなると考えられ、米国における自販体制の拡充は重要な経営課題である。

次に検討すべき経営課題は、現在のタケダの売上を支えている世界戦略 4 製品の“寿命”である。世界戦略製品であるランソプラゾール、アクトス、リュープロレリンおよびブロプレスは、2009 年以降に立て続けに特許切れとなってしまう。ブロプレスが 2009 年 11 月、アクトスが 2011 年 1 月、そしてリュープロレリンが 2013 年に米国での特許が失効する。これは、この 4 製品が持っている市場に安価なジェネリック医薬品が参入し、タケダは市場シェアの大部分を無くしてしまうことを意味している。そのため世界戦略 4 製品に代わる新薬を見つけ出すことが最大の経営課題となっている。現在、タケダは、新薬開発のために自社の創薬・開発プロセスの効率化を進めると共に、新薬候補物質を有するベンチャー企業の買収を行っている。2005 年 3 月には、米国の研究開発バイオベンチャー「シリックス社」を買収し、タンパク質の構造を解析する世界最高水準の技術を獲得すると共に、糖尿病治療薬で新しいメカニズムを有する新薬候補を手に入れた。また、シリックス社は、癌やその他の糖尿病を含む代謝性疾患を重点領域とした創薬研究を行っており、将来の新薬の候補を生み出す研究技術を買収で獲得した。加えて、この 2 年間だけでも、2003 年 8 月にはドイツの企業とアルツハイマー病の共同研究契約を締結、2003 年 11 月にワイス社と「リウマチ治療薬」の販売提携契約を締結した。2004 年 1 月にはイーライ リリー社と「糖尿病性細小血管合併症治療薬」の開発・販売契約、加えて同月英国企業と「抗肥満及び肥満性糖尿病治療薬」の開発・販売契約を締結した。また、2004 年 4 月から 2005 年 3 月までに、5 薬剤の開発・販売のライセンス契約を締結した。以上のように、タケダでは、既存の世界戦略 4 製品の後継品を見出すために、社内プロセスの見直し、ベンチャーの買収および他社との提携を行っている。しかしながら、新薬の上市される確率は、創薬段階からは 30,000 分の 1（製薬協調べ）、臨床段階に進んでからでも開発中止になる確率は高いことから、どれだけの候補品が上市されるか不確実である。そのため、タケダは利益剰余金として内部留保している 1 兆 8 千億円を、積極的に活用して多数の新薬候補を獲得することが急務であると考ええる。

## 付属資料 4：企業戦略分析

(出所：筆本 敏彰 「経営戦略応用研究Ⅰ 課題レポート No.1」 2007 年 8 月 27 日)

### 1 財務諸表分析

#### 1.1 連結貸借対照表および損益計算書にもとづく経営分析

##### (1) 安全性

安全性について流動比率、当座比率、固定比率、固定長期適合比率および自己（株式）資本比率について調べ分析した。武田薬品の流動比率は 450%以上を推移しており流動負債に対する支払い能力を考えると流動比率が 200%以上あれば特に問題ないと言われる中、医薬品（5 市場平均）の 2006 年 3 月期の流動比率 346.3%をも大きく越えており、日本国内で武田薬品に次ぐ第一三共の流動比率の過去 5 年平均 371.1%をも大きく上回っており、特に問題はなく、かなりの余裕を有している。当座比率についても 400%超を推移しており、流動比率とあわせて考えても短期的な支払い能力について特に大きな問題はない。

|            | '03/H1 | '04/H1 | '05/H1 | '06/H1 | '07/H1 |    |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| 安全性の指標     | 5      | 6      | 7      | 8      | 9      | 単位 |
|            | 3 月期   | 3 月期   | 3 月期   | 3 月期   | 3 月期   |    |
| 流動比率       | 447.4  | 466.9  | 539.0  | 485.8  | 532.9  | %  |
| 当座比率       | 397.0  | 413.4  | 478.0  | 428.7  | 466.0  | %  |
| 固定比率       | 33.0   | 34.0   | 28.8   | 28.5   | 30.4   | %  |
| 固定長期適合比率   | 30.9   | 31.5   | 27.0   | 26.7   | 28.4   | %  |
| 自己（株主）資本比率 | 77.7   | 77.7   | 80.0   | 77.2   | 76.4   | %  |

次に長期的な支払い能力について固定比率、固定長期適合比率および自己資本比率の指標を用いて分析する。固定比率は 2006 年 3 月期医薬品の 50.9%を大きく下回っており、資金繰りの安定性が十分に担保されている。固定長期適合比率も 30%前後の数値を推移しており、2006 年 3 月期の医薬品平均 50.9%を下回り、固定資産に対して過大な投資は行われていない余裕を持った投資がなされている。自己資本比率も 75%から 80%の間を推移しており 2006 年 3 月期医薬品の自己資本比率平均 74.29%を上回っており優れた比率を保っている。これらの数値変動から長期的な支払い能力、投資について適切な経営がなされており安全性に問題はないと分析した。

##### (2) 収益性

売上総利益率は、売上高の増加を上回る粗利の増加から 2003 年 3 月期の 71.8%から 2007 年 3 月期には 78.6%へと 6.8 ポイント改善している。この数値は第一三共の 71.8% (2007 年 3 月期) をも上回り優れた推移を示している。売上高営業利益率も 29.7%から 35.1%へと 5.4%増加しており本来の営業から収益が上がっておりそれが伸張している事がわかる。この数値は第一三共が 14.7%であることと比較しても優れた数値数位を示しており、米国に早期に進出したことが影響している。売上高経常利益率も 38.7%から 44.8%へと

増加しており、第一三共の 17.2%（2007 年 3 月期）を大きく上回っている。営業利益から考えても特異な変動はしておらず健全な状態にあり会社として十分な収益力があると言える。売上高純利益率は 26%前後を過去 5 年推移しており、第一三共が 7～8%程度を推移しているのと比較しても優秀な数値推移を示している。なお 2005 年 3 月期においては米国 TAP 社の市場低迷や他社製品との競合激化の影響を受けて純利益が減少し売上高純利益率も低下している。ROE は以下の式で示され、自己資本および総資産の増加に伴って 18.2%から 14.3%へと 3.9 ポイント低下している。これは過去 5 年においてベンチャー企業等の買収しているためである。数値自身は第一三共の 6.3%、アステラスの 11.3%を上回っており業界平均を上回っており、成長の為の資産増加であると考えたと特に問題にすべきではない。ROE＝純利益/自己資本＝（純利益/売上高）×（売上高/総資産）/（総資産/自己資本）ROA は 20%前後を推移しており、第一三共の 9.4%、アステラス製薬の 12.9%と比較して良好な数値推移を示している。

| 収益性の指標            | '03/H15'04/H16'05/H17'06/H18'07/H19 |      |      |      |      | 単位 |
|-------------------|-------------------------------------|------|------|------|------|----|
|                   | 3 月期                                | 3 月期 | 3 月期 | 3 月期 | 3 月期 |    |
| 売上高総利益率（粗利率）      | 71.3                                | 75.2 | 75.1 | 76.7 | 78.6 | %  |
| 売上高営業利益率          | 29.7                                | 34.2 | 34.3 | 33.2 | 35.1 | %  |
| 売上高経常利益率          | 38.7                                | 41.1 | 39.4 | 40.0 | 44.8 | %  |
| 売上高当期純利益率         | 26.0                                | 26.3 | 24.7 | 25.8 | 25.7 | %  |
| 自己（株主）資本純利益率（ROE） | 18.2                                | 17.0 | 14.7 | 14.4 | 14.3 | %  |
| 使用総資本経常利益率（ROA）   | 20.5                                | 20.7 | 18.4 | 17.5 | 19.1 | %  |

### (3) 成長性

売上高増収率は、なお 2005 年 3 月期においては米国 TAP 社の市場低迷や他社製品との競合激化の影響を受けて持ち分法の比率で経常利益および純利益が減少し、売上増収率、経常利益率増収率および売上高純利益率が低下している。2006 年 3 月期には回復している、2007 年 3 月期は、営業利益の増加に加え米国の金利上昇に伴う受取利息の増加および持ち分法による投資利益の増加により営業外損益が 440 億円増加し、TAP からの投資利益も 120 億円増加したことに伴い経常利益率が 997 億円（20.5%）増加し経常利益率増収率も 20.5%と大幅に拡大している。医薬品の成長性をみる為には開発費の投資を見なければならないが、この 5 年間で売上が増加している中、研究開発費売上高比率も 11.9%から 14.8%に拡大していることから、比率としてはアステラスの 18.4%、第一三共の 18.2%におとるものの絶対額としては国内企業で最も研究開発費を使用しており、長期的成長に向けて投資されている これらの指標の変動から、大きな問題は見いだされなかったが、米国の販売によってかなり影響を受ける体質となっており、少なくとも個別品目の競合や特許リスクによる影響を最小にすべく、取扱品目の数を増加させることが課題であると思われる。

|            | '03/H15' | '04/H16' | '05/H17' | '06/H18' | '07/H19' | 単位 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----|
|            | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     |    |
| 売上増収率      | 4.1      | 3.9      | 3.4      | 7.9      | 7.7      | %  |
| 経常利益率増益率   | 12.8     | 10.1     | -0.9     | 9.8      | 20.5     | %  |
| 純利益増益率     | 15.3     | 5.0      | -2.7     | 12.9     | 7.2      | %  |
| 研究開発費売上高比率 | 11.9     | 11.9     | 12.6     | 14.0     | 14.8     | %  |

#### (4) 生産性

生産性について分析を行う。労働生産性は 29.7%から 38.8%へと大幅な改善を示している。また一人当たりの売上高、一人当たりの売上総利益率および一人当たりの営業利益率も売上増、増収増益を反映して大幅な改善傾向が認められる。これらの数値はいずれも第一三共の 1.5 倍以上の数値を示しており、米国への展開そして自社販売の結果が反映されている。一人当たりの付加価値は減価償却費がほぼ一定の数値を保つ中、営業利益の増加に伴って改善しており、第一三共の 16.7%と比べると大幅に良い数値を示している。使用総資本投資効率は売上高付加価値率と使用総資本回転率の積で求められる。売上高付加価値率が 43 から 45.2%の間を推移する中、使用総資本回転率が 0.5 から 0.4 に低下したことによって低下傾向が鮮明となっている。労働装備率は 14%から 16%の間にあり、第一三共の 15.6%、アステラスの 15.4%と比較しても同等の値を示している。労働分配率は 21.1%から 16.1%と低下傾向を示している。これは労働分配率が人件費を粗付加価値額で除したものであることから、従業員数があまり変動していない中、付加価値額が増加していることによる。自己資本分配率は 60%から 55%の間で変動している。これらのことから大きな問題は認められない。使用総資本回転率が影響して使用総資本投資効率が低下しているがこれは売上増にともなう変動で大きな問題ではない。

|             | '03/H15' | '04/H16' | '05/H17' | '06/H18' | '07/H19' | 単位    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|
|             | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     | 3 月期     |       |
| 労働生産性       | 29.7     | 33.6     | 35.0     | 34.9     | 38.8     | 百万円/人 |
| 一人当たりの売上高   | 72.0     | 74.6     | 77.2     | 82.0     | 86.8     | 百万円/人 |
| 一人当たりの売上総利益 | 51.3     | 56.1     | 58.0     | 62.9     | 68.2     | 百万円/人 |
| 一人当たりの営業利益  | 21.4     | 25.5     | 26.5     | 27.2     | 30.5     | 百万円/人 |
| 一人当たりの付加価値  | 29.7     | 33.7     | 34.9     | 35.5     | 38.7     | 百万円/人 |
| 使用総資本投資効率   | 28.9     | 29.3     | 26.8     | 24.2     | 21.4     | %     |
| 労働装備率       | 14.0     | 15.8     | 15.1     | 14.6     | 15.9     | 百万円/人 |
| 売上高付加価値率    | 41.3     | 45.2     | 45.2     | 43.4     | 44.5     | %     |
| 労働分配率       | 21.1     | 18.6     | 17.9     | 17.9     | 16.1     | %     |
| 自己（株主）資本分配率 | 63.0     | 58.1     | 54.7     | 59.6     | 57.8     | %     |

#### (5) 効率性

資産を効率的に運用しているかどうか効率性の指標を用いて分析する。まず、使用総資本

回転率であるが、0.5%から0.4%に低下している。これは第一三共の0.6%よりも低。一般的には1%以上が望まれるが医薬品業界の大手は多くの純資産を抱えていることから1%を切る傾向がある。特に武田薬品は2兆4600億円もの純資産を抱えておりその影響が出ている。固定資産回転率は1.9%と一定値を保っているが、有形固定資産回転率は増加傾向にある。TPNAの新社屋建設等で2006年時点に設備投資を326億円していることが一因として影響している。棚卸資産回転率、棚卸資産回転日数は売上と棚卸資産の関係を見る指標であるが棚卸資産増加を上回る売上高の増加があり、低下傾向にある。売上債権回転日数はここ4年は70日程度で安定している。この数値は2006年度の医薬品業界平均が95.6日、第一三共が89.9日であることを考えると非常に良い状態にあり、卸に対して優位な状況が他差に比べてより強いと言える。借入債務回転日数も21.8日と良好な状態にある。売上資本回転日数も76.4日と第一三共の107日と比較して良好な状態にある。特に効率性で問題になる点は認められない。

|           | '03/H15' | '04/H16' | '05/H17' | '06/H18' | '07/H19' | 単位  |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----|
|           | 3月期      | 3月期      | 3月期      | 3月期      | 3月期      |     |
| 使用総資本回転率  | 0.5      | 0.5      | 0.5      | 0.4      | 0.4      | 回/年 |
| 固定資産回転率   | 1.8      | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 回/年 |
| 有形固定資産回転率 | 5.0      | 5.0      | 5.0      | 5.6      | 5.7      | 回/年 |
| 棚卸資産回転率   | 11.3     | 11.9     | 12.0     | 12.6     | 12.8     | 回/年 |
| 棚卸資産回転日数  | 32.4     | 30.6     | 30.5     | 29.0     | 28.5     | 日   |
| 売上債権回転日数  | 76.4     | 69.3     | 70.7     | 69.6     | 69.7     | 日   |
| 買入債務回転日数  | 29.1     | 25.3     | 23.4     | 22.4     | 21.8     | 日   |
| 運転資本回転日数  | 79.7     | 74.6     | 77.8     | 76.2     | 76.4     | 日   |

## (6) その他

一株当たりの純資産は、2006年3月期まで増加している。これは、導入、買収に対応して使用する為の資産として純資産を積みましていることによる。一株当たりの純利益および一株当たりのCFについては米国での好業績を受けて2005年3月期以降、増加傾向を示している。PBRは上昇トレンドにあり、2.9倍と第一三共の2.1倍を越えており、将来性成長性が市場から期待されている。PERは第一三共の24倍と比べ20倍となっており業界平均の27倍に劣る。PERは第一三共に劣るものの大きな問題はないと言える。

|                      | '03/H15' | '04/H16' | '05/H17' | '06/H18' | '07/H19' | 単位  |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----|
|                      | 3月期      | 3月期      | 3月期      | 3月期      | 3月期      |     |
| 一株あたりの純資産            | 1,762.9  | 2,002.8  | 2,250.6  | 2,640.8  | 2,640.8  | 円/株 |
| 一株あたりの当期純利益<br>(EPS) | 308.0    | 321.0    | 312.2    | 353.9    | 386.0    | 円/株 |
| 一株あたりのCF             | 390.6    | 126.5    | 168.0    | 328.6    | 11.2     | 円/株 |
| 株価純資産比率 (PBR)        | 2.5      | 2.3      | 2.3      | 2.5      | 2.9      | 倍   |
| 株価収益率 (PER)          | 14.4     | 14.5     | 16.4     | 19.0     | 20.0     | 倍   |

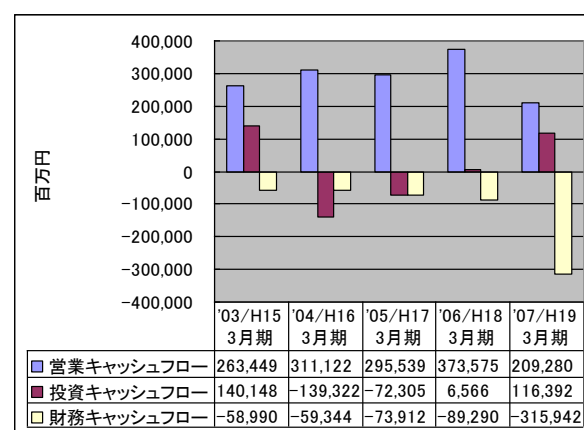


特に財務指標として大きな問題は認められなかった。2兆4600億円もの純資産を企業成長に如何に活かしていくかが、武田薬品工業の課題である。

## 1.2 連結キャッシュフロー計算書にもとづくCF分析

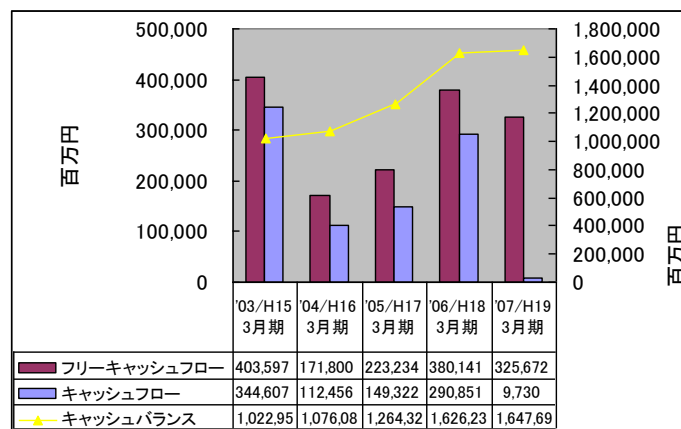
### 1.2.1 営業CF、投資CF、財務CF

営業CFは2007年度には税金等調整前当期純利益が増加したものの法人税等の支払額が増加し2093億円の純増であった。2006年度には厚生年金基金の代行返上益、関係会社株式売却益によって326億円の特別利益を計上したことによって純利益が増加している。何れにしても2000億円以上の営業CFを常時生み出す力がある。投資CFは2007年度には有価証券の株式売却益および償還による収入が有価証券取得による費用を上回った事による。2007年度の財務CFは、自己株式2137億円の取得を主要因にマイナスとなっている。全体としては、営業CFを十分に生み出す力を有しながら将来の為にバイオベンチャー等の買収等を行いながらも、自社の事業再編で子会社株等の売却をすすめ、さらに株武士の為に自社株買いを行い余裕のある経営を行っている。



### 1.2.2 フリー・キャッシュロー (FCF)

FCFは2004年以降2006年3月期まで増加傾向を示している。2007年3月期には若干の低下をみとめるものの多額のFCFを保持している事には変わらない。一方、CFは1.2.1で示した財務CFによって97億円まで低下している。財務CFが低下した要因が自社株買いによるものなので特に大きな問題ではない。キャッシュバランスは16000億円の水準を保っており、より企業価値創造に向けた投資が望まれる。

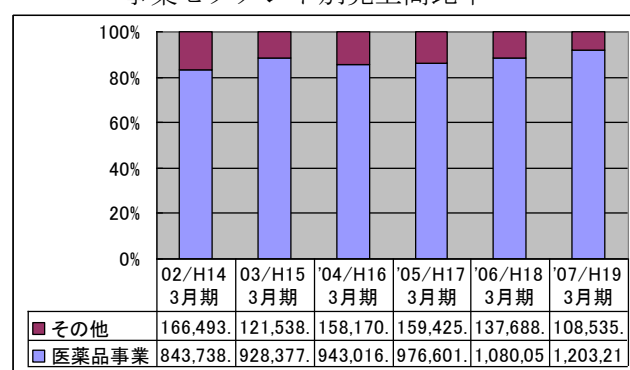


## 1.3 事業種類別・所在地別セグメント情報にもとづく経営分析

### 1.3.1 事業種別セグメント

事業セグメント別売上高比率を右に示した。これ

事業セグメント別売上高比率



から判るように医療用医薬品の比率が上昇している。実際、医薬品事業への集中をすすめており 2006 年 6 月に武田食品工業の食品・飲料事業をハウスウェルネスフーズ（株）に譲渡している。同時期に三井武田ケミカル（株）も三井化学に譲渡しており、2007 年 3 月期時点で存在するその他事業の内、武田キリン食品（株）の譲渡なども予定されている。さらに利益率を見ると医薬品事業は 35%から 40%の売上高営業利益率があるのに対し 2007 年 3 月期に残る事業でも 9%程度であり、この為、その他事業の売上高に占める比率は 9%となっており、営業利益でみると 2.3%にしかすぎない。この為、ほとんど連結の分析と医薬品事業の分析が変わらない。参考までにその他の指標についての計算結果を下に示す。

|     |               | '03/H15'04/H16 | '05/H17'06/H18'07/H19 | 単位   |        |        |       |
|-----|---------------|----------------|-----------------------|------|--------|--------|-------|
|     |               | 3 月期           | 3 月期                  | 3 月期 | 3 月期   | 3 月期   |       |
| 収益性 | 医薬品事業         | 33.0           | 39.4                  | 40.7 | 35.9   | 37.3   | %     |
|     | 売上高営業利益率その他事業 | 3.6            | 9.0                   | 8.6  | 10.7   | 9.4    | %     |
| 成長性 | 医薬品事業         | 10.0           | 1.6                   | 3.6  | 10.6   | 11.4   | %     |
|     | 売上増収率         | その他事業 (27.0)   | 30.1                  | 0.8  | (13.6) | (21.2) | %     |
|     | 営業利益増益率       | 医薬品事業 12.6     | 21.1                  | 7.0  | (2.3)  | 15.5   | %     |
|     |               | その他事業 51.9     | (229.5)               | 3.6  | (7.3)  | 30.4   | %     |
| 生産性 | 医薬品事業         | 46.8           | 56.4                  | 61.4 | 50.0   | 52.7   | %     |
|     | 使用資産営業利益率     | その他事業 2.5      | 5.5                   | 5.4  | 6.3    | 4.2    | %     |
|     | 一人当たり売上高      | 医薬品事業 81.7     | 83.0                  | 89.7 | 93.9   | 97.9   | 百万円/人 |
|     |               | その他事業 47.4     | 57.0                  | 47.5 | 44.0   | 39.5   | 百万円/人 |
|     | 一人当たり営業利益     | 医薬品事業 27.0     | 32.7                  | 36.5 | 33.7   | 36.5   | 百万円/人 |
|     |               | その他事業 1.7      | 5.1                   | 4.1  | 4.7    | 3.7    | 百万円/人 |
| 効率性 | 医薬品事業         | 1.4            | 1.4                   | 1.5  | 1.4    | 1.4    | 回     |
|     | 総資本回転率        | その他事業 0.7      | 0.6                   | 0.6  | 0.6    | 0.5    | 回     |

### 1.3.2 所在地別セグメント

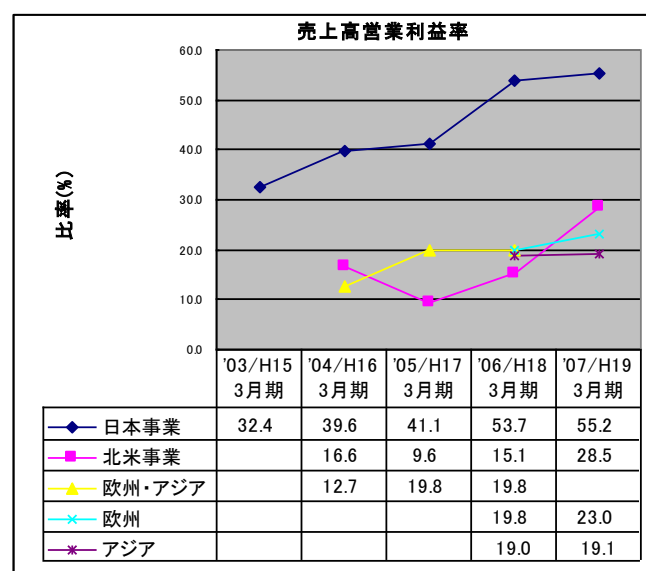
武田薬品の所在地セグメントにおける売上高、営業利益および資産を以下に示す。この 6 年間でも海外販売の比重が高まるにつれて所在地セグメントの分類方法を変更している。相変わらず日本が中心ではあるが、北米、欧州の存在感が高まってきている。

|    |      | '02/H14'03/H15'04/H16 | '05/H17 | '06/H18'07/H19 |        |        |        |
|----|------|-----------------------|---------|----------------|--------|--------|--------|
|    |      | 3 月期                  | 3 月期    | 3 月期           | 3 月期   | 3 月期   | 3 月期   |
| 日本 | 売上高  | 893910                | 879364  | 894536         | 917297 | 963383 | 961011 |
|    | 営業利益 | 285584                | 285080  | 354093         | 376674 | 517299 | 530411 |
|    | 資産   | 685556                | 650442  | 705263         | 737194 | 761523 | 804591 |

|        |      |        |        |         |         |        |        |
|--------|------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 国外     | 売上高  | 168734 | 237195 |         |         |        |        |
|        | 営業利益 | 2065   | 22152  |         |         |        |        |
|        | 資産   | 152079 | 197316 |         |         |        |        |
| 北米     | 売上高  |        |        | 161417  | 189069  | 216253 | 309922 |
|        | 営業利益 |        |        | 26728   | 18089   | 32589  | 88353  |
|        | 資産   |        |        | 176930  | 121532  | 154694 | 205164 |
| 欧州・アジア | 売上高  |        |        | 109,402 | 124,010 |        |        |
|        | 営業利益 |        |        | 13,844  | 24,591  |        |        |
|        | 資産   |        |        | 92,427  | 122,642 |        |        |
| 欧州     | 売上高  |        |        |         |         | 124010 | 142427 |
|        | 営業利益 |        |        |         |         | 24591  | 32707  |
|        | 資産   |        |        |         |         | 122642 | 141712 |
| アジア    | 売上高  |        |        |         |         | 8549   | 10446  |
|        | 営業利益 |        |        |         |         | 1622   | 2000   |
|        | 資産   |        |        |         |         | 13256  | 15347  |

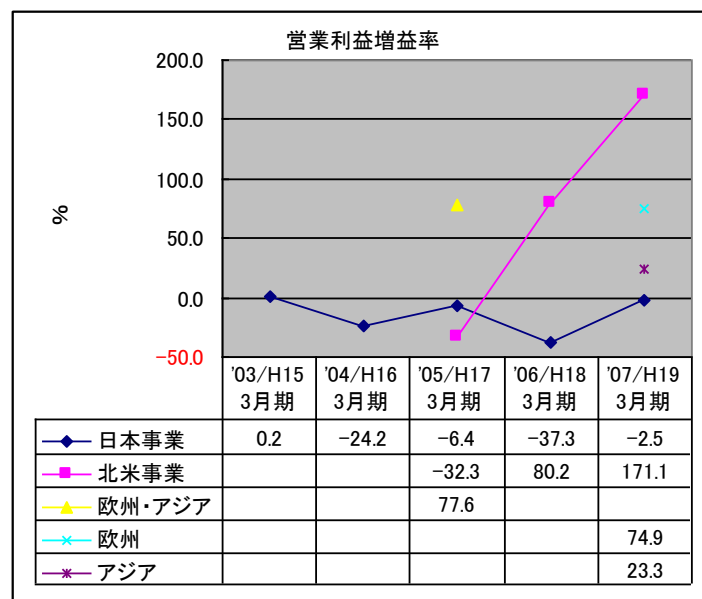
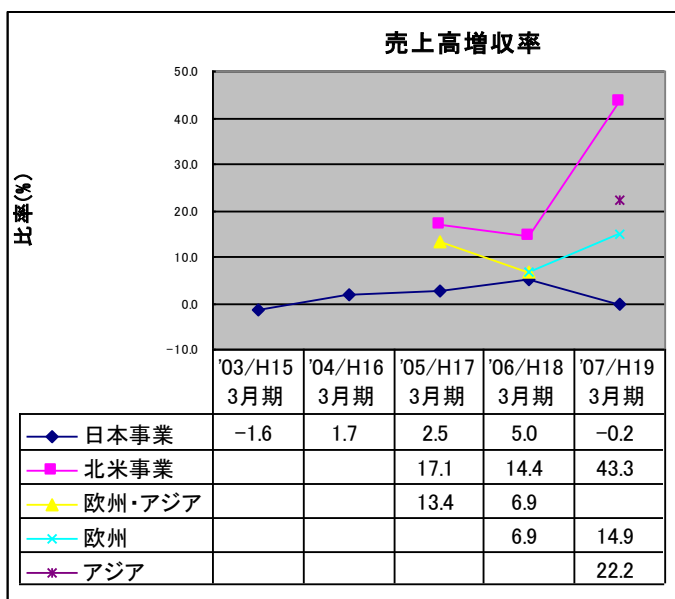
## (1) 収益性

収益性は右のグラフの様になっている。北米事業の収益性が大幅に改善してきている。これまで Abbott 社との合弁会社である TAP Holdings が北米での販売を主に担っていたが、近年自販体制に力を入れてきた成果が現れている。また、欧州等でも自販体制を拡充しており、今後の売上高営業利益率の改善推が期待される。



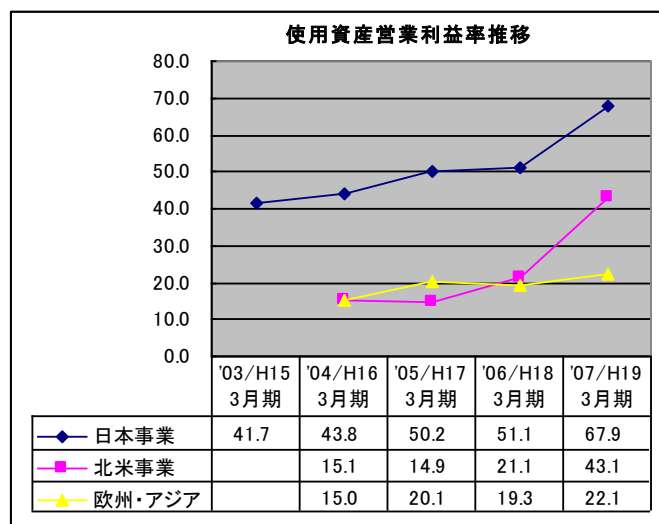
## (2) 成長性

日本は政府方針で市場の伸びが抑えられており、武田薬品もこの影響を受け売上高増収率の伸びが押さえられている。一方北米事業の売上高増収率の伸びが顕著である。欧州についても米国ほどではないが売上が成長している事がわかる。増益率をみても売上高と同様北米の急成長がみてとれ、日本では営業利益を成長させる余地が無いどころか悪化傾向にあることがわかる。



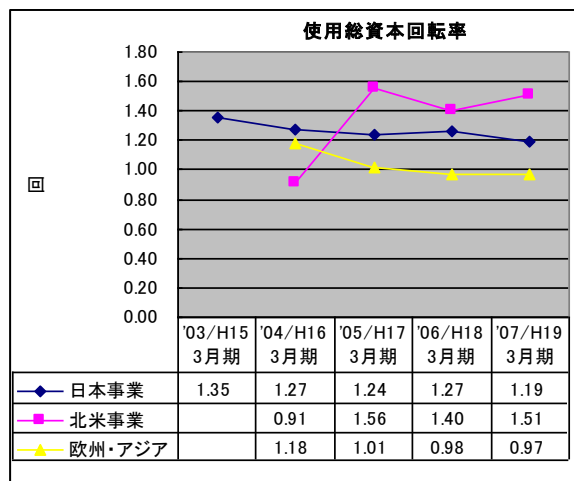
### (3) 生産性

生産性の指標として使用資産営業利益率の推移を見た。日本においても営業利益の増加に伴い、使用資産営業利益率は向上している。北米事業の改善は日本の改善率の推移を越えており、これからさらに生産性が向上することが期待される。欧州・アジア地域におきても弱いながらも改善傾向が求められておりさらなる改善が求められる。



### (4) 効率性

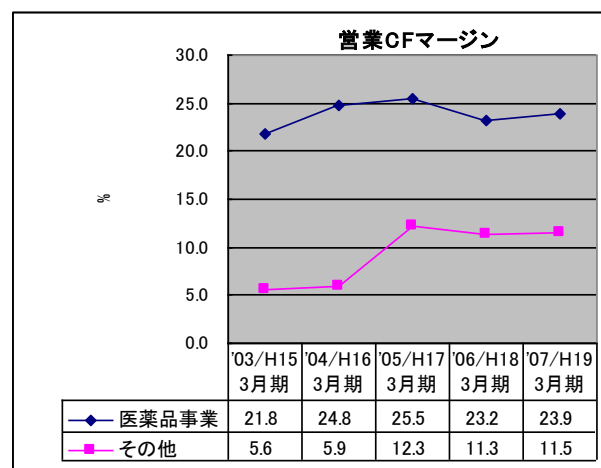
効率性の指標として使用総資本回転率を見た。日本および欧州・アジアにおいては低下傾向にあるが、北米に置いては2005年3月期に大きく向上してから1.4回以上を推移している。日本および欧州・アジアでの回転数を改善することが課題である。



## 1.4 事業種類別セグメント情報にもとづくCF分析

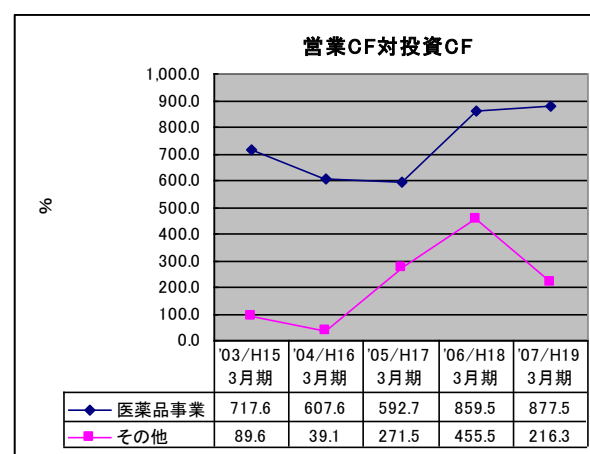
### (1) 営業キャッシュフローマージン

営業CFマージンは営業CFを売上で除した数値である。医薬品事業では25%から25%弱の数値で推移している。その他事業においては営業利益率の悪い事業の売却が進んでおり、2005年3月期には前年の5.9%から12.3%へ大幅な改善が認められている。



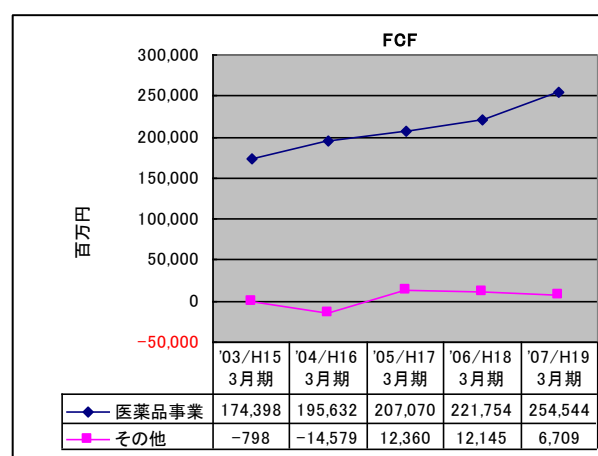
### (2) 営業キャッシュフロー対投資キャッシュフロー（資本支出）比率

営業CF対投資CF比率を右に示す。これは医薬品事業においては、資本支出が増えない中、欧米等での営業CF増加が反映されているものと考えられる。その他事業においては営業利益の落ち込みによって2007年3月期には悪化している。何れにしても医薬品事業は投資したCFの900倍近い営業CFを生み出しており、その他事業においても2005年3月期以降200倍以上の営業CFを生み出しており問題はない。課題はその他事業の2007年3月期の営業利益の落ち込みをくい止める施策を打つことである。



### (3) フリー・キャッシュフロー

フリー・キャッシュフローを右に示した。医薬品事業は順調にFCFを伸ばしており特に問題は認められない。その他事業は2005年3月期以降120億円のFCFを生み出しており、2007年3月期には低下して67億のFCFを生み出している。その他事業はFCFを生み出してはいるものの医薬品事業と比較すると明らかに見劣りする。資本の有効利用という意味でも、企業価値創造という観点からも医薬品事業へ集中する戦略の理由がここにあると考えられる。



## 2 企業価値分析

### 2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）・投下資本収益率（ROIC）の算出

EVA、ROIC の算出根拠は以下の通りである。

|                 |                                                                                             |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 法定実行税率          | 各年度の有価証券報告書より抜粋                                                                             |
| 対指数 $\beta$ 値   | Bloomberg の 2007 年 6 月の $\beta$ 値を全年度で使用                                                    |
| リスクフリーレート（RF）   | 10 年物国債応募者利回りの各年度値 日銀 HP より                                                                 |
| リスクプレミアム        | Japanese Equity Premia report 2006 (2006 年 9 月末) Ibbotson より過去 40 年移動平均値を算出                 |
| 負債コスト（RD）       | 支払利息 / （短期借入金 + 長期借入金 + 社債の期中平均）                                                            |
| 株主資本コスト（RE）CAPM | リスクフリーレート + リスクプレミアム（ $\beta$ ）                                                             |
| 簿価有利子負債（D）      | 簿価有利子負債 = 短期借入金 + 長期借入金 + 社債                                                                |
| 時価株主資本（E）       | 時価株主資本 = 株価 $\times$ 発行済み株式数                                                                |
| 加重平均資本コスト（WACC） | $WACC = D / (D+E) \times RD \times (1-t) + E / (D+E) \times RE$                             |
| 簿価投下資本          | 簿価投下資本 = 資本合計 + 簿価有利子負債                                                                     |
| 資本費用            | 簿価投下資本 $\times$ WACC                                                                        |
| 税引き後営業利益（NOPAT） | $NOPAT \div NOPLAT = (\text{営業利益} + \text{受取利息} + \text{受取配当金}) \times (1 - \text{法定実効税率})$ |
| 投下資本利益率（ROIC）   | $NOPLAT / \text{簿価投下資本}$                                                                    |
| 経済的付加価値（EVA）    | $NOPLAT - \text{資本費用}$                                                                      |

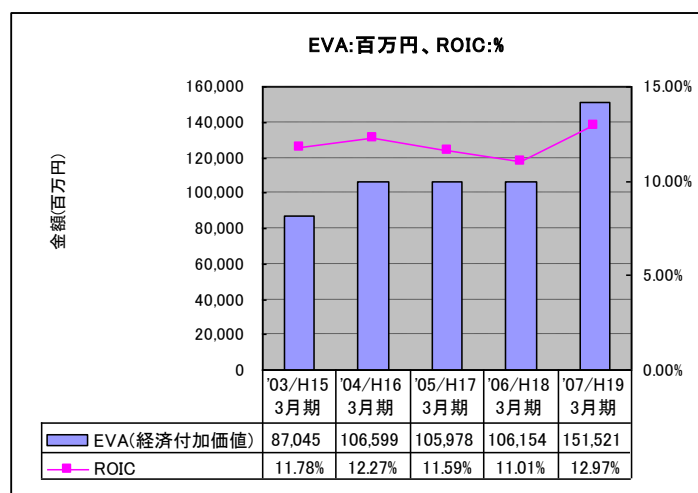
上記の算出根拠に従い以下の表の様に ROIC および EVA の算出を行った。

|                 | '03/H15   | '04/H16   | '05/H17   | '06/H18   | '07/H19   | 単位  |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
|                 | 3 月期      | 3 月期      | 3 月期      | 3 月期      | 3 月期      |     |
| EVA（経済付加価値）     |           |           |           |           |           |     |
| 簿価有利子負債（D）      | 4,672     | 6,838     | 8,301     | 5,446     | 4,961     | 百万円 |
| 時価株主資本（E）       | 3,939,477 | 4,126,224 | 4,544,182 | 5,967,018 | 6,874,073 | 百万円 |
| 法定実効税率          | 42.24%    | 42.24%    | 42.24%    | 40.69%    | 40.69%    |     |
| 対指数 $\beta$ 値   | 0.82      | 0.82      | 0.82      | 0.82      | 0.82      |     |
| リスクフリーレート（RF）   | 1.38%     | 1.45%     | 1.46%     | 1.63%     | 1.67%     |     |
| リスクプレミアム        | 5.94%     | 5.94%     | 5.94%     | 5.94%     | 5.94%     |     |
| 負債コスト（RD）       | 7.95%     | 6.24%     | 4.41%     | 5.31%     | 4.75%     |     |
| 株主資本コスト（RE）CAPM | 6.25%     | 6.32%     | 6.33%     | 6.50%     | 6.54%     |     |
| D / (D+E)       | 0.001     | 0.002     | 0.002     | 0.001     | 0.001     |     |
| E / (D+E)       | 0.999     | 0.998     | 0.998     | 0.999     | 0.999     |     |
| WACC（加重平均資本コスト） | 6.25%     | 6.31%     | 6.32%     | 6.50%     | 6.53%     |     |

ト)

|                  |          |          |          |          |          |     |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----|
| 簿価投下資本           | 1,572,40 | 1,787,84 | 2,009,71 | 2,353,87 | 2,353,39 | 百万円 |
|                  | 4        | 8        | 5        | 5        | 0        |     |
| 資本費用             | 98,257   | 112,837  | 127,012  | 153,043  | 153,773  | 百万円 |
| NOPAT (税引き後営業利益) | 185,302  | 219,436  | 232,990  | 259,197  | 305,295  | 百万円 |
| ROIC (投下資本利益率)   | 11.78%   | 12.27%   | 11.59%   | 11.01%   | 12.97%   | %   |
| EVA (経済付加価値)     | 87,045   | 106,599  | 105,978  | 106,154  | 151,521  | 百万円 |

武田薬品の経済付加価値（EVA）は、営業利益の増加に伴い順調に増加している。第一三共よりも一桁おおい数値であり、特に問題は認められない。一方、ROIC は投下簿価資本の増加によって 2005 年 3 月期と 2006 年 3 月期に低下傾向が認められるものの、その後の NOPAT の増加によって 2007 年 3 月期には 13% まで回復している。これらの数値は第一三共が 7% 前後を推移している事を考えると非常に良い状態で推移していると言える。EVA スプレッドの観点から考えても、この数値は、WACC（6%～6.5%で推移）を大幅に上回っている。数値としては、EVA スプレッドが過去 5 年間 5% 以上を推移しており、特に問題は認められない。

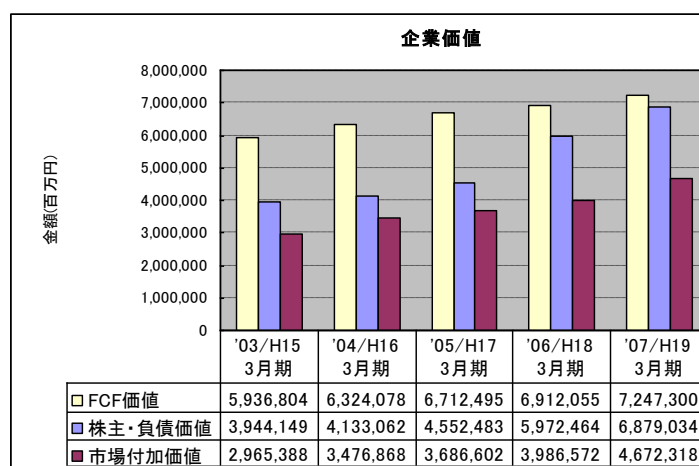


## 2.2 企業価値指標の算出

- (1) フリー・キャッシュフロー価値
- (2) 株式・負債価値（時価評価）
- (3) 市場付加価値（MVA）

企業価値を各手法によって算出すると右のグラフのようになる。FCF 価値、株主・負債価値、MVA 何れに置いても増加傾向にある。さらに、FCF 価値が最も高く、伸び率では株式・負債価値がもっとも高く、総額としても 2007 年 3 月期には FCF 価値に近い値となってきた。一方、MVA は増加している物のその他の指標と比較すると 1/2 から 2/3 の値をとっている。

MVA は、EVA を WACC で割り引いたものに簿価投下資本を足し戻して計算するが、低値をとっているということは、FCF 価値と比較するとまだ EVA の増加余地を残していると捉えることができる一方、逆に将来価値経営戦略によって企業価値を増加させる可能





性があると言える。一方で、MVA は「既に投下された資本がどれだけそれを上回る価値を生み出すか」を示していると考ええると 2009 年のランソプラゾール（タケプロン）、2011 のピオグリタゾン（アクトス）の特許切れに引き続き企業価値が十分に生み出されていることが示されていない為、他の指標と比較して MVA が高値となっていないとも取れる。何れにしても、MVA を上げる為の経営戦略策定、高付加価値投資つまりパイプラインの充実が求められる。

### 3 企業価値創造

#### 3.1 企業価値創造と経営戦略

武田薬品は「2015 年度自社医療用医薬品売上高 2 兆円」を目標として以下の 3 つの基本方針を掲げている。

- (1) 研究開発パイプラインの強化
- (2) グローバルマネジメント体制の強化
- (3) 人材パイプラインの強化

これらの基本方針に従って経営戦略を立案している。それぞれの項目について以下に記載する。

#### (1) 研究開発パイプラインの強化

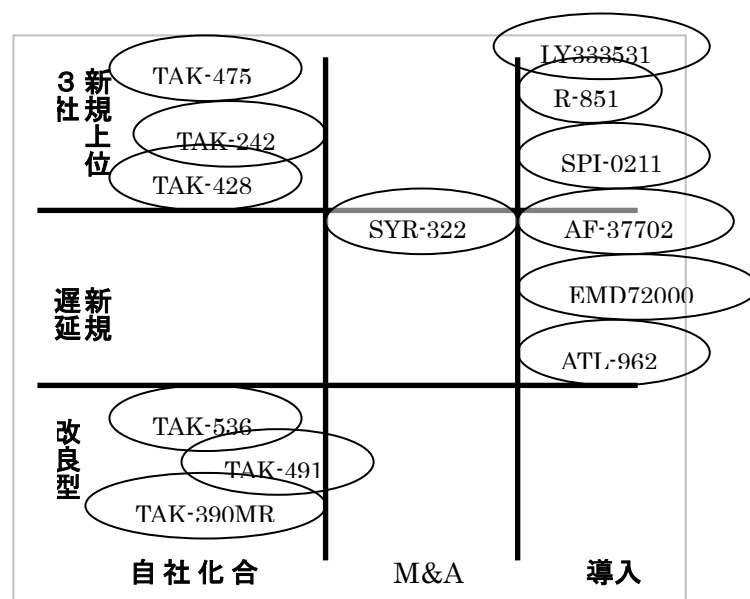
- ・ 自社研究開発の強化
- ・ 導入・アライアンスの活動の強化
- ・ 製品ライフサイクル・マネジメントの強化

#### (2) グローバルマネジメント体制の強化

- ・ 日米欧三極における事業基盤の強化・拡大
- ・ コーポレート・ガバナンスと  
内部統制システムの整備
- ・ 製品戦略遂行体制の強化

#### (3) 人材パイプラインの強化

- ・ グローバルリーダーの育成
- ・ 育成プログラムのグローバル展開
- ・ グループ人事制度の確立



ここからは、これまで掲げてきていた医薬外事業の再構築に目処がたち、医薬品事業への集中し、今後、医療用医薬品事業を強化する為に研究開発パイプラインの拡充と国際展開体制の強化（人材パイプラインの強化を含む）が急務と武田薬品自身が考えていることが読みとれる。実際に医薬品事業のパイプラインを読み解くと、効能拡大、用法用量の変更を除くと、多くの品目が先行品の問題点解決型の薬剤となっており、導入品の比率も徐々に拡大してきており、武田オリジンで屋台骨を支えるブロックバスターになり得る可能性のある品目が少ないことが目に付く。このことから経営戦略として掲げる事は正しいと思われるが、これが実際には研究では研究所の集約、バイオベンチャーの買収（英国パラダ

イム・セラピューティック社)、研究員の中途採用の増加といったところは見えるが、研究のマネジメント体制については本部別のマネジメント体制を敷くと宣言しているが内容は不明確である。武田では MPDRAP<sup>1</sup>領域戦略が一時期もてはやされたが、本部別のマネジメント体制を引くということは MPDRAP 領域戦略が上手く行き強すぎた為、ライン組織が弱体化しすぎたか、上手く行かずに MPDRAP 領域戦略を補完するマネジメント体制が必要となったかの何れかである。何れにしても MPDRAP 領域戦略が一つの壁にぶち当たっている可能性は高い。実際に、自社品のパイプラインを見ても、新規制の高い化合物は、大型化する可能性が低く、他社の先行品がドロップアウトした為に順位が上がっているものが多くこれまでの先行他社報告から上市さえも危ぶまれる化合物が多い。自社製品の改良化合物については、市場が大きく、自社情報もある為、上市するまでのリスクは低いが、自社先行化合物に対する特徴が十分に見いだされておらず、上市後に苦戦することが予想される。

導入、アライアンスの強化についてはここ年で 6 品目の導入を行ってきているが、導入対象の化合物は、市場規模がいずれも小さく武田を支える製品とはなり得ない。研究のアライアンスについては 2007 年中旬にほとんどのものが満了する。残るは抗体医療参入のための XOMA 社のアライアンスのみとなり、自社からの新薬創製の可能性が高まっていな中、新たなアライアンスの締結が待たれる。グローバルマネジメント体制の強化については現地法人の設立等、基盤の強化が実際に行われている。ただし、これまで全社戦略一本槍だったものがグローバルマーケティング体制、欧州新体制、本部別グローバルマーケティングなどを掲げ始めており、全社戦略単独では各国を御しきれず、機能別のラインによる管理を強化することが始められている。さらに「武田イズム」『「日本企業」としての特性・強さの徹底追及』などを高々と掲げていることとグローバル化の不整合さを感じられ、グローバルマネジメント体制には大きな課題が隠れていると思われる。

人事パイプラインの強化についてはグローバル人材の育成を掲げており、先のグローバルマネジメント体制を構築するにあたり、人材不足であることが伺われる。中途採用を海外のみならず、日本国内でも急激に増やしており、これらの中途採用の人材活用について今後大きな問題となってくるであろう。

### 3.2 企業価値創造の経営プロセスと具体化

取締役会長がタケダグループの基本方針を定め株主の立場から経営の監督を行うと共に会社としての機関決定を司り、社長が基本方針に従い経営・執行全般を担う体制をとっている。また、経営戦略および経営上の重要案件については取締役会長主催の経営会議に置いて審議を行い業務執行上の重要案件については社長主催の事業担当部長会において審議し、事業担当部長間の協議・調整を行っている。取締役会は会社経営の意思決定を行うと同時に

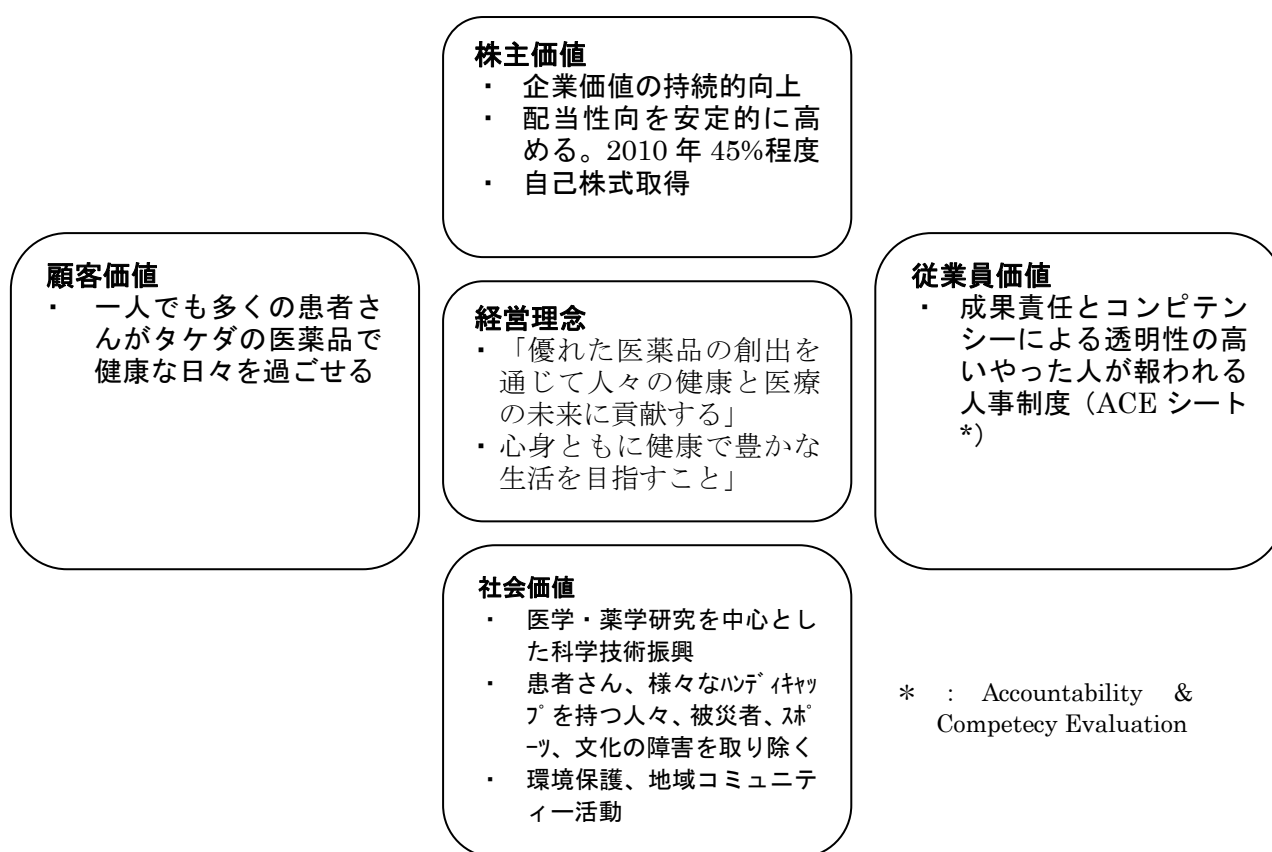
---

<sup>1</sup> M (営業)、P (精算)、D (開発)、R (研究)、A (アライアンス)、P (知的財産) の各機能を横串を通し、情報を共有化することで意思決定を可能とする戦略

に業務執行を監視・監督する事を基本機能とする機関と位置づけられている。経営会議、事業担当部長会が実質を担っており、取締役会は法律の為に設置されている嫌いがあり、業務の執行と監視・監督の両方を取締役会で見ると建前上しているあたり、今後の課題であると思われ。

### 3.3 企業価値創造に基づいた顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値の持続的向上

企業価値創造に基づいた顧客価値、株主価値、従業員価値についてまとめた。武田薬品は、優れた医薬品を創出することによって、顧客によりよい生活をおくれる価値を提供し、その結果として企業価値の向上、業績の向上によって株主価値を向上させている。さらに従業員に対してはより良い医薬品を創製させる為、成果責任を明確に問い、各自の能力開発をコンピテンシーを活用することによって、企業価値を向上するとともに従業員にとって仕事へのやり甲斐、そして自己成長と言った価値の向上を行っている。社会に対しては医学、薬学研究の振興やハンディキャップを有する人々の障害を取り除くことで貢献しており、全てのステークホルダーの価値向上と企業価値向上が結びついた形を形成している。



## 4 企業理念とビジョン

### 4.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

武田薬品では上位概念としてタケダイズム「誠実」「不屈の精神」を掲げておりこれの下位概念として経営理念「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」をビジョンとしている。経営の基本精神として位置づけられている。

## 4.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

ビジョンの下位概念として経営方針を **Values** として位置づけられている。これが経営戦略の中の上位概念を形成している。具体的にはいかの5項目が上げられている。

- ・ 研究開発型国債企業として独自の強みを武器に世界をリードする会社
  - ・ 高度に統合されたグローバル体制を有する会社
  - ・ 優れた製品とサービスを通じて世界の人々に満足を提供する会社
  - ・ 株主をはじめとするステークスホルダーと共に発展し、良き企業市民として高い認知を得る会社
  - ・ 世界の優れた人材を引きつけ、活力溢れる会社
- さらに中期経営計画にもこの経営方針が反映されており、優れた関連性を形成している。

## 4.3 それらの全社組織への浸透と徹底

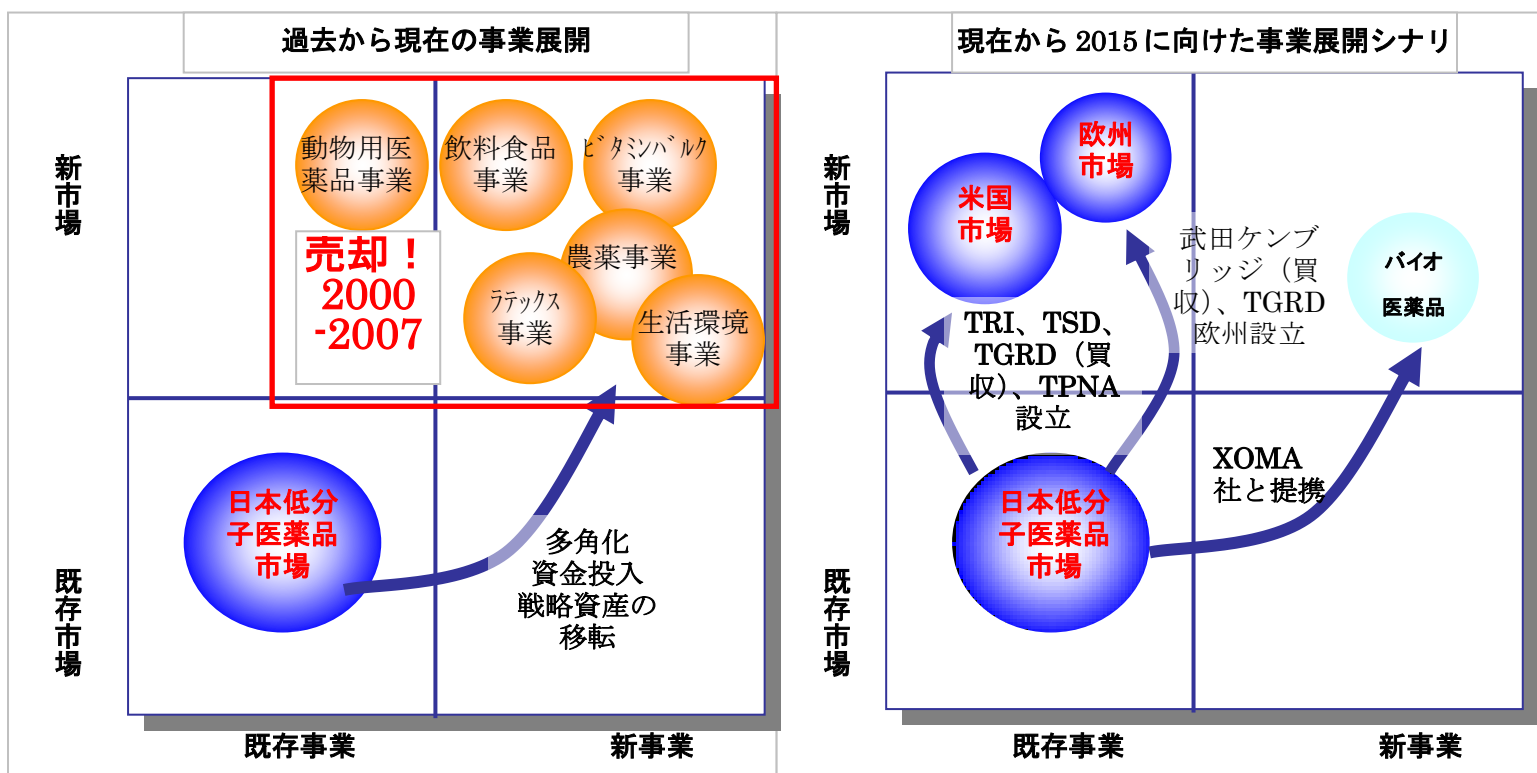
近年、欧米での M&A を行っていること、中期経営計画の中で、タケダイズムの浸透を上げていることから全社には浸透していない状況にはある。しかしながら「Takeda Global Awards」を2年に1回開催し、①タケダイズムに対する意識の向上、②タケダグループの一体感の醸成、③賞賛される文化の構築を促進しようとしている。さらに創業記念日の6月12日を「Global Takeda-ism Day」と定め、グループ全体にタケダイズムの浸透を図る取組を行っている。

## 5 企業成長戦略

### 5.1 事業展開シナリオ

事業展開シナリオを下図に示した。過去から現在については、医薬品の研究からの展開として動物薬、農薬への展開をしており、ファインケミカルの合成力を活用して、うまみ成分やビタミンの合成からビタミン・バルク事業、食品飲料事業に参入し、拡大してきた。しかしながら、経営戦略として医薬品事業へ集中する方針を策定し、2000年から非医薬品事業の他社への売却を進め医薬品事業への特化を計ってきた。具体的には、動物薬事業のシェリング・プラウ社への売却、ビタミン・バルク事業の BASF 社への売却、化学事業の三井化学への売却、食品事業のキリンビールへの売却、農薬事業の住友化学工業への売却、生活環境事業の大阪ガスへの売却、武田食品工業のハウス食品への売却などがある。医薬品事業からの撤退後、医薬品事業の米国、欧州市場への事業展開を行ってきた。具体的には Abbott との合併会社 TAP 社に販売をこれまで依存してきたが、好業績から Abbott 社から支配権を譲渡してもらえないことが明らかとなってから、自社販売会社として武田ファーマシューティカルズノースアメリカ (TPNA) を設立し、自販及び TAP 社と

のマーケティング体制を整え、さらに Sylix 社を買収し北米での研究拠点を手に入れると共に、今後糖尿病治療のスタンダード治療薬となる DPP4 阻害薬を手に入れた。そのほかにも投資会社等も北米に設立している。開発では欧州と米国の開発機能を統合し武田グローバル研究開発センター（TGRD）を設立し、欧米の一貫開発体制を構築している。さらに、欧州においても、販売統括会社武田ファーマシューティカルズ・ヨーロッパを設立し、英国のバイオベンチャー パラダイムセラピューティクス社を買収し、武田ケンブリッジに変え、欧州での研究拠点も手に入れている。これらの方法によって日米欧の三極におけるプレゼンスの維持・拡大体制を構築する事業展開シナリオに沿った施策を講じている。但し、急拡大する欧米の事業に対して十分な人材の確保が追いついていないのかグローバル人材の育成が中期経営計画でも大きく取り上げられており、中途採用も加速していることから今後課題として顕在化してくる可能性が高い。



## 5.2 資源循環

これまでは日本の医療用医薬品事業で、キャッシュを稼ぎ出すと共に、得た製品を米国に持ち込み TAP 社で開発販売をさせ、キャッシュをさらにふくらまし、日本での研究および世界での開発につぎ込んでいた。今後は、日米欧三極での研究開発体制構築にキャッシュをつぎ込み、自販体制でより多くのキャッシュを生みだし研究開発に投資する循環を形成しようとしている。

## 5.3 戦略資産蓄積

武田薬品の戦略資産は、これまで創薬されてきた化合物をみる限り有機合成化学の能力で

有機化合物に医薬品の特性を盛り込むメディシナルケミストリーの力、Ph2でのリスク洗い出し能力および日米欧3極での開発体制を特徴とした開発力、日本でのブランド力といったものが、これまでに形成されている戦略資産である。今後の展開として、研究では日米欧3極での研究体制構築、日本で対立関係にあった筑波と大阪の研究所を一カ所に統合することによって新旧の創薬能力の統合による新たな研究能力、米国での強力なパイプラインに支えられ拡張しているTPNAの販売力といった戦略資産が生み出され、新たに加えることによって、より企業価値を創造するドライビングフォースとなりえると考えられる。

#### 5.4 企業価値持続的創造

今後10から15年の企業価値の成長は、米国で発売し日本欧州開発中の睡眠薬ロゼレムの販売と現在開発中のDPP4阻害薬の上市と販売が握っている。DPP4阻害薬については、既存のアクトス他の糖尿病治療薬や高血圧治療薬との合剤の可能性もあり持続的に企業価値を創造する原動力となることが期待される。また既存薬の改良タイプの薬剤も開発されておりこれらも相乗効果を生む。15年以降の持続的な企業価値の創造には、やはり新たな新規医薬品の自社での創製か、導入が必要であることが課題である。

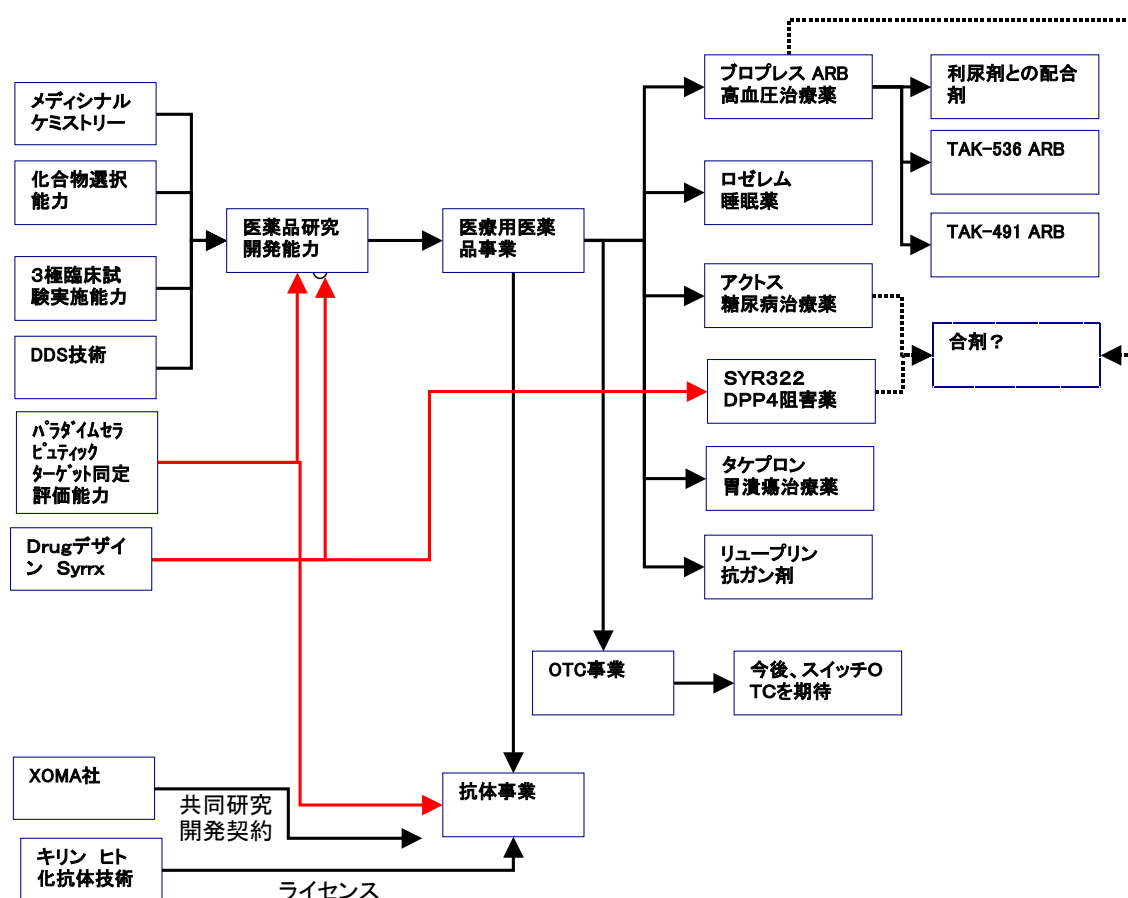
### 6 戦略資産

現状で戦略資産と呼べる物は、課題6でも記載したメディシナルケミストリーの力、Ph2でのリスク洗い出し能力および日米欧3極での開発体制を特徴とした開発力、日本でのブランド力といったものが、これまでに形成されている戦略資産である。今後の展開として、研究では日米欧3極での研究体制構築、日本で対立関係にあった筑波と大阪の研究所を一カ所に統合することによって新旧の創薬能力の統合による新たな研究能力、米国での強力なパイプラインに支えられ拡張しているTPNAの販売力といった戦略資産が生み出され、新たに加えることによって、より企業価値を創造するドライビングフォースとなりえると考えられる。さらに長期的な投資によって、武田薬品は抗体医薬にコア・コンピタンスを作り出そうとしている。しかしながら、抱えるリスクが大きく異なり、今までの判断基準が適応できるかどうか判らない。但し、臨床試験の段階との相乗効果は期待できるので、上手く戦略資産として抗体医薬の創薬能力を獲得できれば、臨床試験の判断能力との組み合わせでコア・コンピタンスとなり得る可能性は秘めている。既に得ている戦略資産のなかでもコア・コンピタンスと言えるのは、臨床試験とくにPh2aやPoCと呼ばれる試験でその後の膨大な投資を行うかどうかを判断する能力が優れている。これは、他者と比較しても特筆すべき能力であり、コア・コンピタンスというにふさわしい。

何れにも分類されないのが、リュープリンを生み出した資産群である。リュープリンを生み出す基礎となったDDS技術なかでも皮下投与剤の徐放化技術は、少数の会社しか実施できず武田レベルで実施できる企業は世界的に見ても皆無である。しかしながら、適応できる薬剤が見あたらず、資産として活用ができない。以上のことから、武田薬品がとっている戦略資産の構築は現状からすると正しいと考えられる。リスクが大きいのは、抗体医

薬に対する投資で、戦略資産を生み出せるかどうか、参入時期が他社に対して大きく劣っており為、戦略資産やコア・コンピタンスといったレベルにする為には、何か特徴を出す為に別の資産との組み合わせが必要であると考える。

現在のところ医薬品事業への集中特化方針によって、医療用医薬品の一本足打法になっている。医療用医薬品の戦略資産プラットフォームを強化すべく Syrrx 社を買収し、蛋白構造解析と IND エンジン（基盤技術を活かした IND 化合物創出）を戦略資産に加えた。さらに 2007 年には遺伝子組換え技術を基盤として世界的なレベルの創薬ターゲット同定・評価能力を有するパラダイム・セラピューティック社を買収することによってさらに医療用医薬品の戦略資産を充実させパイプライン充実に向けて着実に戦略資産プラットフォームを構築してきている。そう



医療用医薬品が世界的に出にくくなっている昨今、武田薬品がアライアンスを増やしているのは例外ではない。このような中、医療用医薬品事業の戦略プラットフォームと今後の医療費抑制政策からの OTC 事業との資産移転と事業展開については期待がもたれる。しかしながら、規制当局の対応に依存するところが大きく、OTC のみの事業展開では不安がある。長期に安定した収益を上げること戦略資産の流用性を考えると、ジェネリック医薬品への参入が必要ではなかろうか。大手でも多くの会社が手がけており、先発薬と競合関係に一部なるが、相乗効果の方が大きいと考えられる。



ジェネリック医薬品には日本では多くの先発薬メーカーが参入して、撤退していったが参入時期の問題があり、医療費抑制政策と規制当局の後押しが加速している現在日本で参入する好機ではなかろうか。この様な展開について考えるべきかもしれない。今後の戦略資産の蓄積については、昨今の抗体医薬のブームをみて参入し、バイオ医薬への足がかりにしようとしている様に見えるが参入時期を逸しており、参入するなら XOMA 社との提携のみならず、新たな買収等による施策を講じる必要があるが、適当な企業が見あたらないといったところが実情であろう。

## 付属資料 5：企業戦略分析

（出所：広地 克典 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2011 年 10 月 14 日）

### 武田薬品工業株式会社（2010）

#### 1 事業内容と業績

##### 1.1 事業内容

武田薬品は、研究開発型の日本発の世界的製薬企業として、経営哲学であるタケダイズム（誠実＝公正・正直・不屈）を事業運営の根幹に据え、「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」ことを目指した事業活動を行っている。武田薬品が創製した医薬品は、現在、世界約 90 ケ国で販売されている。会社データを図表 1.1-1 に示す。

1781 年（天明元年）より幕府免許のもと、大阪・道修町で和漢薬の商売を開始しており、今年 6 月 12 日に創業 230 周年を迎えた。代表取締役社長の長谷川氏は 2003 年より社長を就任している。従業員数はスイスのナイコメッド社の買収により約 12,000 名が増加する見込みである。

図表 1.1-1 会社データ（2011 年 3 月末現在）

|         |                             |
|---------|-----------------------------|
| 会社名     | 武田薬品工業株式会社                  |
| 本社      | 大阪市中央区道修町四丁目 1 番 1 号        |
| 東京本社    | 東京都中央区日本橋二丁目 12 番 10 号      |
| 創業      | 1781 年（天明元年）6 月 12 日        |
| 設立      | 1925 年（大正 14 年）1 月 29 日     |
| 代表者     | 代表取締役社長 長谷川 閑史              |
| 資本金     | 635 億円                      |
| 上場証券取引所 | 東京、大阪、名古屋、福岡、札幌（証券コード：4502） |
| 従業員数    | 6,471 名（単体）、18,498 名（連結）    |
| 株主総数    | 256,291 名                   |

|        |                                                                                                                     |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事業内容   | 医薬品、医薬部外品等の製造・販売・輸出入                                                                                                |
| 研究開発拠点 | 大阪市、つくば市、パロアルト、サンディエゴ、サンフランシスコ、シカゴ（以上米国）、ケンブリッジ、ロンドン（以上英国）、シンガポール                                                   |
| 生産拠点   | 大阪市、光市、イタリア、アイルランド、中国、インドネシア                                                                                        |
| 海外関係会社 | 米国、カナダ、英国、フランス、イタリア、ドイツ、オーストリア、スイス、スペイン、ポルトガル、アイルランド、オランダ、スウェーデン、ベルギー、トルコ、中国、台湾、フィリピン、タイ、インドネシア、シンガポール、メキシコ、ブラジル、韓国 |

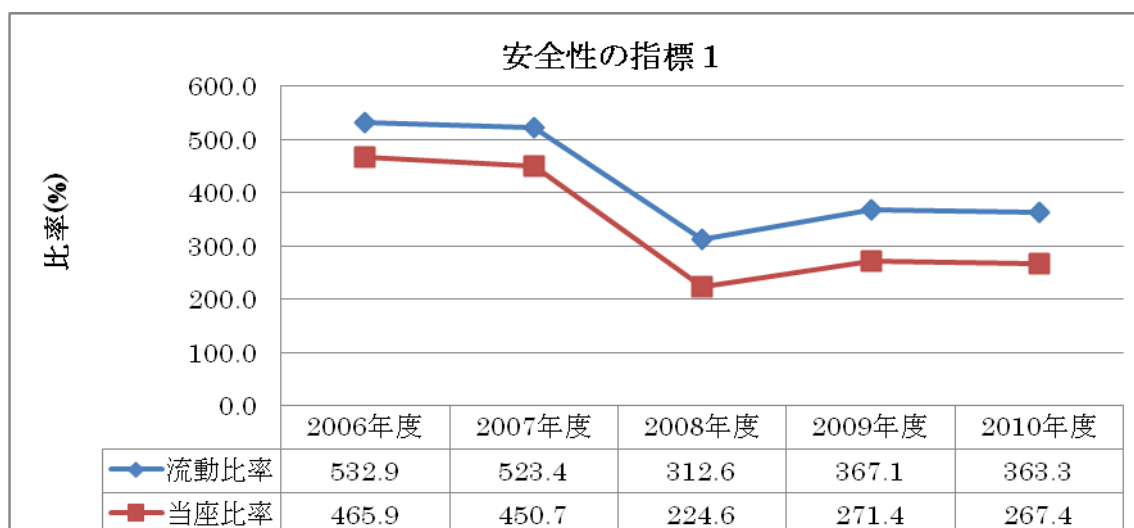
## 1.2 業績分析

### 1.2.1 連結貸借対照表及び損益計算書にもとづく分析

#### (1) 安全性

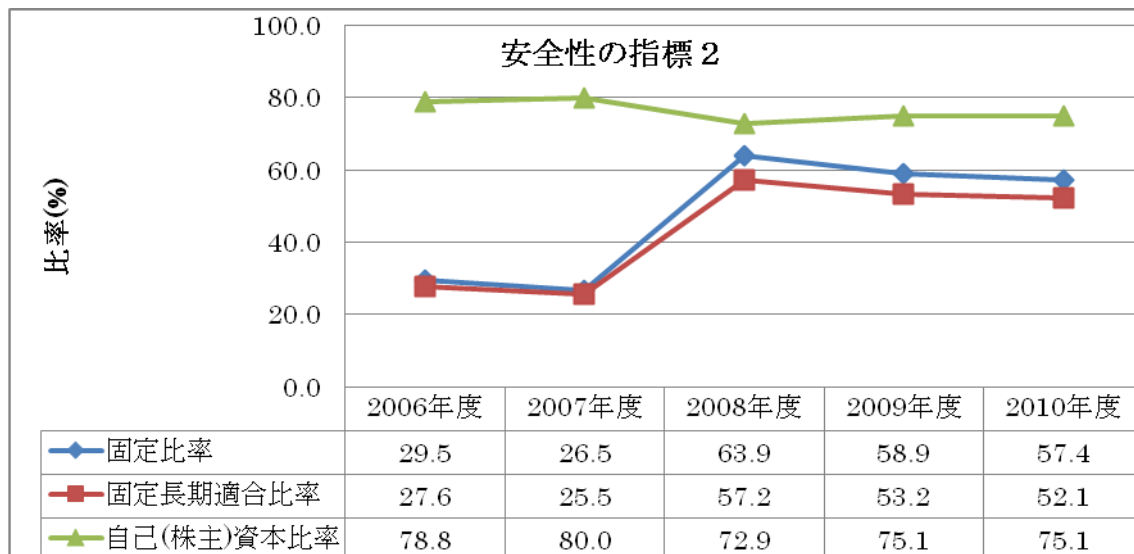
安全性は、事業を安定的に行なっていくための資金調達の余裕度を中心に見る。まず、流動比率は、会社の短期的な支払能力がどの程度あるのかを示す比率である。短期間（1年以内）に支払われる予定の流動負債が、同じく短期間（1年以内）に現金化される予定の流動資産でどの程度カバーされているのかを示す。当座比率は、流動比率を補完するものである。流動比率は 200%を超えるのが理想と言われ、当座比率では、100%以上が望ましいとされている。武田薬品は流動比率が 2007 年度以前は 500%、2008 年度のリーマンショック以降でも 300%以上あり、当座比率は 2007 年度以前で 400%以上、2008 年度のリーマンショック以降でも 200%以上であり、非常に良好なレベルである（図表 1.2-1）。

武田薬品においては、リーマンショックと同時期に大規模な企業買収及び事業再編を行っている。具体的には、米国「武田アメリカ・ホールディングス株式会社」と米国「アボット・ラボラトリーズ」との合併会社であった米国「TAP ファーマシューティカル・プロダクツ株式会社」について、武田とアボット社が獲得する価値が互いに均等になるような会社分割を 2008 年 4 月に、これに続いて、2008 年 6 月に TAP 社と米国「武田ファーマシューティカルズ・ノースアメリカ株式会社」の合併と TAP 社の開発機能の米国「武田グローバル研究開発センター株式会社」への移管による米国事業体制の再編を実施している。また、次世代の中核領域と位置付ける癌領域に強みを有する米国「ミレニウムファーマシューティカルズ株式会社（以下、ミレニウム）」の買収を実施している。このように、2008 年度前後に武田薬品は従来の高い流動資産及び低い流動負債を保持するのではなく、今後の大型製品の相次ぐ特許切れや海外製薬企業の猛攻撃に対抗するために、企業買収や事業再編等の積極的な投資を行ったことがわかる。



**図表 1.2-1 流動比率・当座比率**

固定比率は、会社の固定資産に対する資金調達源の安定性を示す比率である。この比率は、長期資金に拘束されてしまう固定資産に対する資金の調達が、どの程度、安定的（返済義務のない）な資金源である純資産によって賄われるかを示す。固定長期適合率は、固定比率を補完する指標で、特に巨額な固定資産への投資を要する設備重視産業の安定性を見るのに有効とされている（図表 1.2-2）。固定比率及び固定長期適合率も、流動比率及び当座比率と同様に大規模な企業買収や事業再編の影響を受け、2008 年度に固定資産（無形固定資産）の増加、固定負債の増加、自己資本の減少の特徴が表れている。それでも、一般的に望ましいと言われている 100%以下という数値を大きく下回っており、安全性は万全である。また、自己資本比率が、高水準にある場合は、返済義務のない資金が多いことを意味し、業績が悪化しても債務超過を避けるだけの抵抗力があり、安全性の観点から好ましいと言える。武田薬品は、一般的な基準である 50%を超えており、安全性は良好であると言える。武田薬品は、前述のとおり 2008 年度の企業買収等において、手元資金で買収を行ったことが数値に表れている。



図表 1.2-2 固定比率・固定長期適合比率・自己資本比率

## (2) 収益性

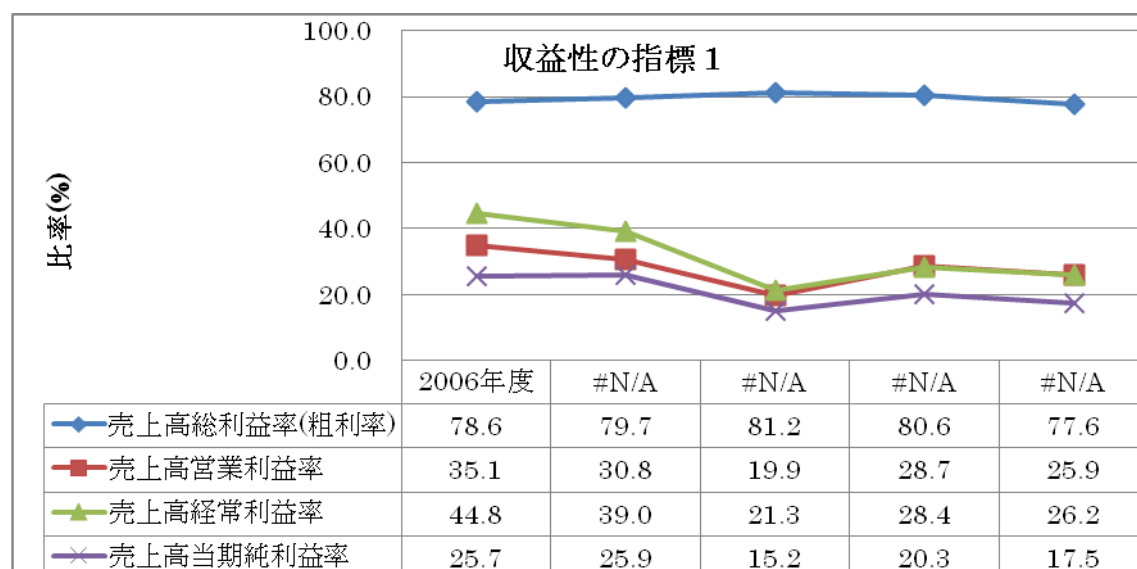
売上と利益の関係、及び資本と利益の関係など、武田薬品の収益性を分析する。売上高総利益率は常に 80.0%前後で推移しており安定している。売上高営業利益率や武田薬品の収益性は良好であることがわかった。しかしながら、2008 年度に売上高営業利益率、売上高経常利益率及び売上高当期純利益率が落ち込み、その後回復は示したが 2007 年度以前の水準にまでは至れていない。2008 年度から生じた収益性の低下は、大型買収及び事業再編による影響が長引いていることによる。早期にシナジー効果を得られるようにする必要がある。

2008 年度の収益性低下について詳細を記す。2008 年度の売上高は以下の要因により前年度から、1,635 億円 (11.9%) 増収の 15,383 億円となった。これは、TAP 社およびミレニウム社の子会社化が 2008 年 5 月以降寄与したことや国内の増収などにより、為替による減収影響を吸収したことによる。TAP 社はブロックバスターの「ランソプラゾール (国内製品名：タケプロン) (米国製品名：プレバシド)」を販売していた。TAP 社を子会社化したことで、武田薬品の連結売上高では、2007 年度の武田薬品から TAP 社への同製品にかかる輸出高が 2008 年度より現地の売上高に置き換わったことにより、大幅な増収となった。

一方で、営業利益は、2007 年度から 1,167 億円 (27.6%) 減益の 3,065 億円となった。売上総利益は、2007 年度から 1,526 億円 (13.9%) 増益の 12,488 億円となったが、販売費及び一般管理費が研究開発費、無形固定資産償却費等を中心に 2007 年度から 2,693 億円 (40.0%) の大幅な増加となったことにより、減益となった。研究開発費は、TAP 社およびミレニウム社の子会社化により、インプロセス R & D 費 1,599 億円 (1,590 百万ドル) を一括費用計上したことなどにより、2007 年度から 1,773 億円 (64.3%) 増加した。研究開発費以外の販売費及び一般管理費は、TAP 社およびミレニウム社の子会社化に伴う

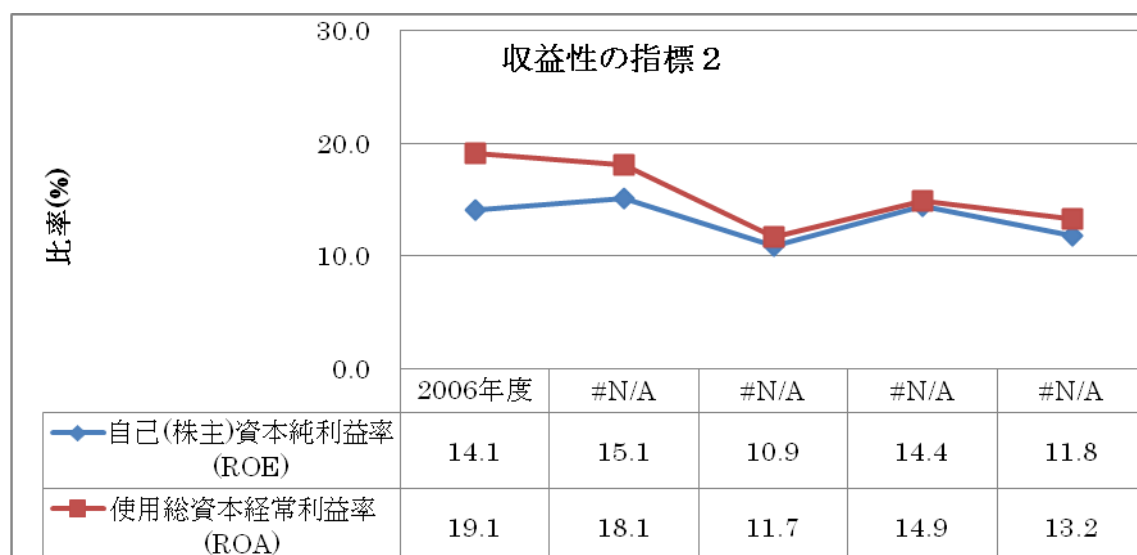
無形固定資産償却費等を中心に、2007 年度から 920 億円（23.2%）増加した。また、経常利益においては、2007 年度から 2,092 億円（39.0%）減益の 3,272 億円となった。営業利益の減益に加え、米国における手元資金の大幅な減少と金利低下による受取利息の減少ならびに T A P 社の子会社化に伴う持分法による投資利益の減少などにより営業外損益が 2007 年度から 926 億円（81.7%）減少したことから、経常利益は減益となった。なお、持分法による投資利益は、2007 年度から 538 億円（94.9%）減少し 29 億円となった。

当期純利益は、2007 年度から 1,211 億円（34.1%）減益の 2,344 億円となった。TAP 社の分割・子会社化に伴うルプロン事業の譲渡益 713 億円（709 百万ドル）を計上したことにより、特別利益が前期から 309 億円増加したことに加え、平成 21 年度税制改正に伴い、将来の外国子会社からの受取配当金にかかる追加税負担が軽減されることなどの増益要因はあったが、経常利益の減少を吸収できず、当期純利益は減益となった（図表 1.2-3）。



図表 1.2-3 売上高総利益率、売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高純利益率

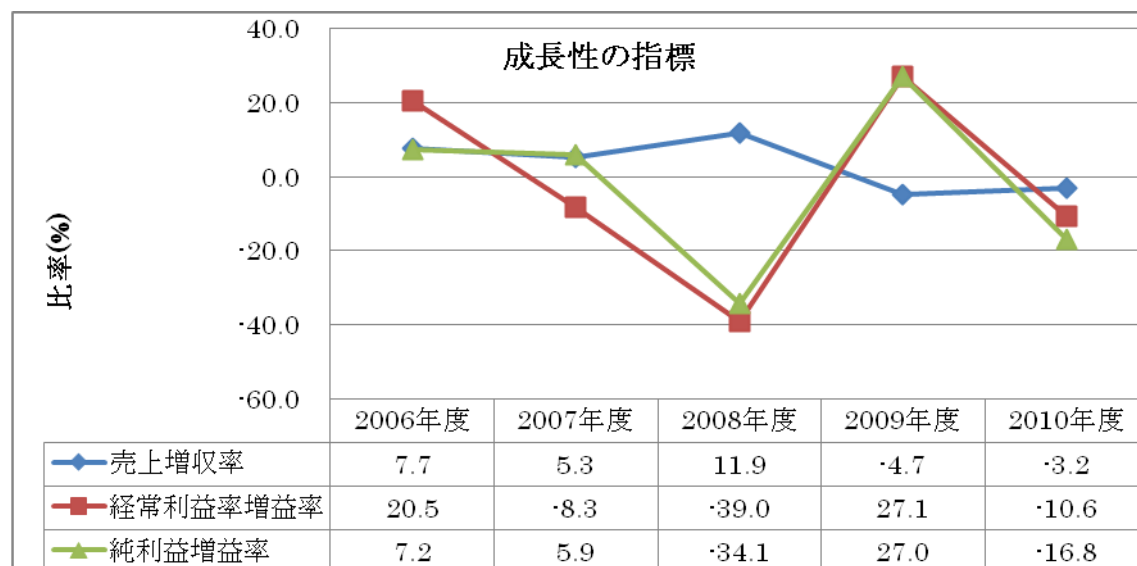
投下資本に対する利益率について、2006 年度以降、ROA 及び ROE のいずれも 2008 年度の大きな落ち込み以降、少し回復したが減少傾向にある（図表 1.2-4）。これは前述のとおり 2008 年度の大型買収及び事業再編のシナジー効果を得られていないためである。



図表 1.2-4 ROE・ROA

### (3) 成長性

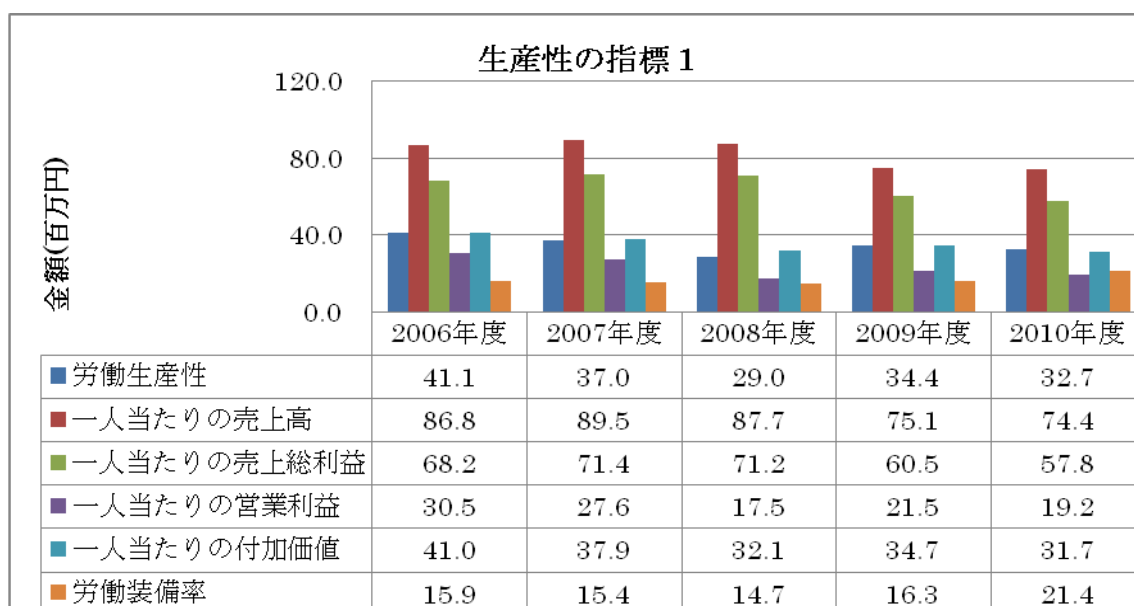
武田薬品は2008年度にTAP社の子会社化により主力消化器性潰瘍治療薬プレバシド(日本名:タケプロン)をTAP社へ輸出という形から自社現地売上として計上できるようになり売上高が上昇したが、2009年11月に当該プレバシドが米国で特許切れし売上高が減少した(図表1.2-5)。今後も米国において2012年8月に米国特許切れが見込まれる2型糖尿病治療薬であるアクトスによる減収要因を、ナイコメッドの大型買収によるシナジー効果でどれだけ回復できるかが重要となる。加えて、2008年度の経常利益及び純利益について説明する。ミレニウム社買収及びTAP社子会社化による販売費及び一般管理費が研究開発費、無形固定資産償却費等の大幅な増加、インプロセスR&D費一括費用計上により営業利益が減益し、米国における手元資金の大幅な減少と金利低下による受取利息の減少ならびにTAP社の子会社化に伴う持分法による投資利益の減少などにより経常利益も減益した。純利益は、経常利益の減少による。



図表 1.2-5 売上増収率、経常利益増益率、純利益増益率

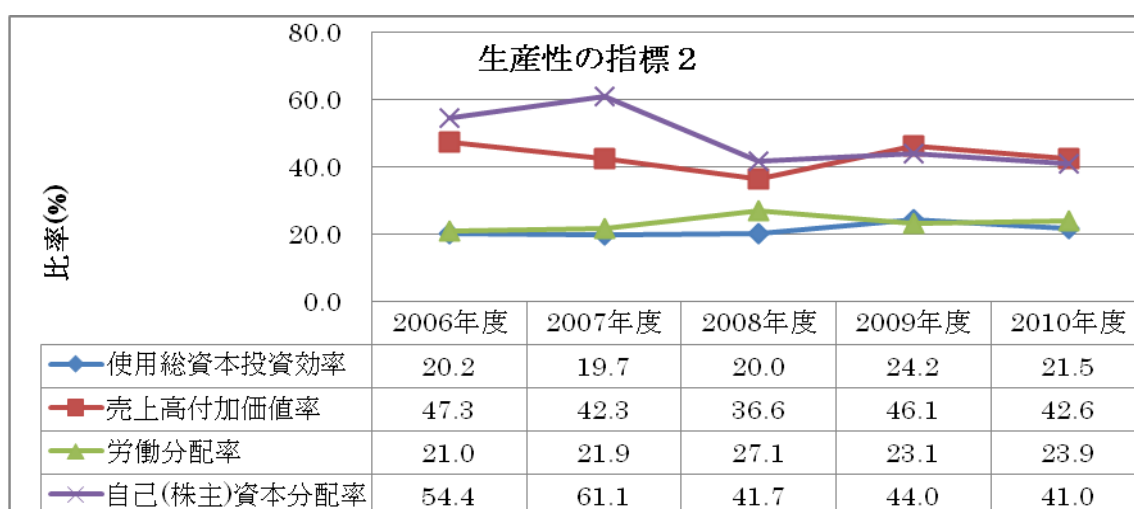
### (4) 生産性

武田薬品は、2008年度にミレニウム社買収及びTAP社子会社化により従業員数が約4,000人増加した。付加価値は、2008年度以降営業利益の減少に対して人件費及び減価償却費が増加したため大きな変動はなかったが、従業員数の増加から労働生産性は低下した。同じく一人当たりの売上高、売上総利益、営業利益、付加価値いずれにおいても従業員数の増加により低下傾向である(図表1.2-6)。2010年度に人員削減として、医療用医薬品事業セグメントにおける米国連結子会社武田ファーマシューティカルズ・ノースアメリカ(株)等において1,086人削減したが、その効果はまだ見られていない。2011年度はナイコメッド買収により、更に12,500名の人員が増加する影響を吸収するには、今後も人員整理を行う必要があると考える。



**図表 1.2-6 労働生産性、一人当たり売上高・売上総利益・営業利益・付加価値、労働装備率**

武田薬品は、従来から使用総資本回転率が低く、さらに積極的な投資を行う余裕がある状態であった。しかし、2008年度の大型買収及び事業再編により付加価値が増加傾向にあり、使用総資本投資効率が上昇してきている（図表 1.2-7）。労働分配率も従業員数増加によって増加していることから、付加価値増加の主な要因は人件費の増加であることが考えられる。従って、大型買収及び事業再編で獲得した人材を付加価値として有効に活用する策が必要であるし、有効に活用できない人材は整理する対象とするべきである。また、自己資本分配率の低下は、付加価値の増加が当期純利益の増加に結びついていないこと、すなわちシナジー効果を発揮できていないことを示し、有効に活用できないことを物語っている。従って、早期に更なる人員整理を行うべきである。

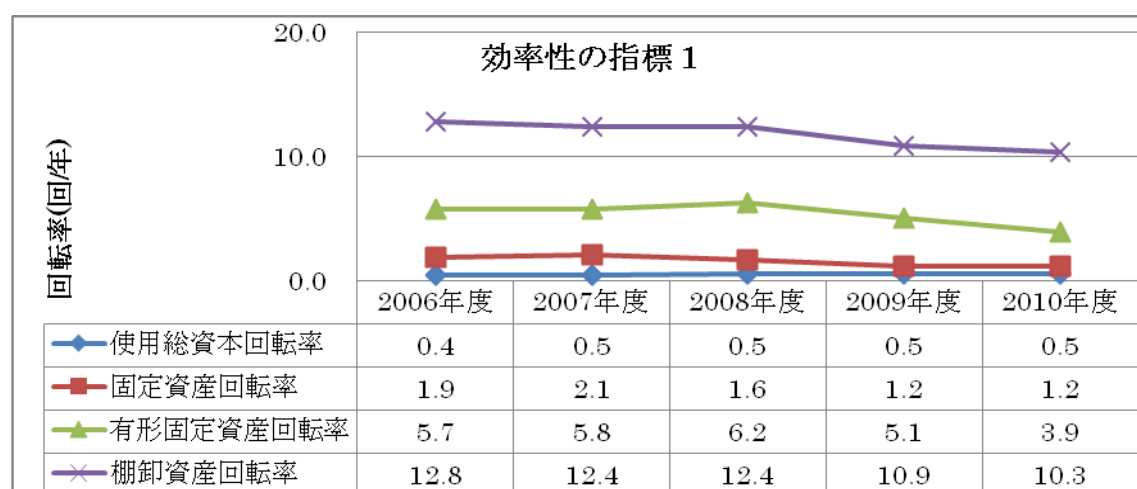


**図表 1.2-7 使用総資本投資効率、売上高付加価値率、労働分配率、自己資本分配率**



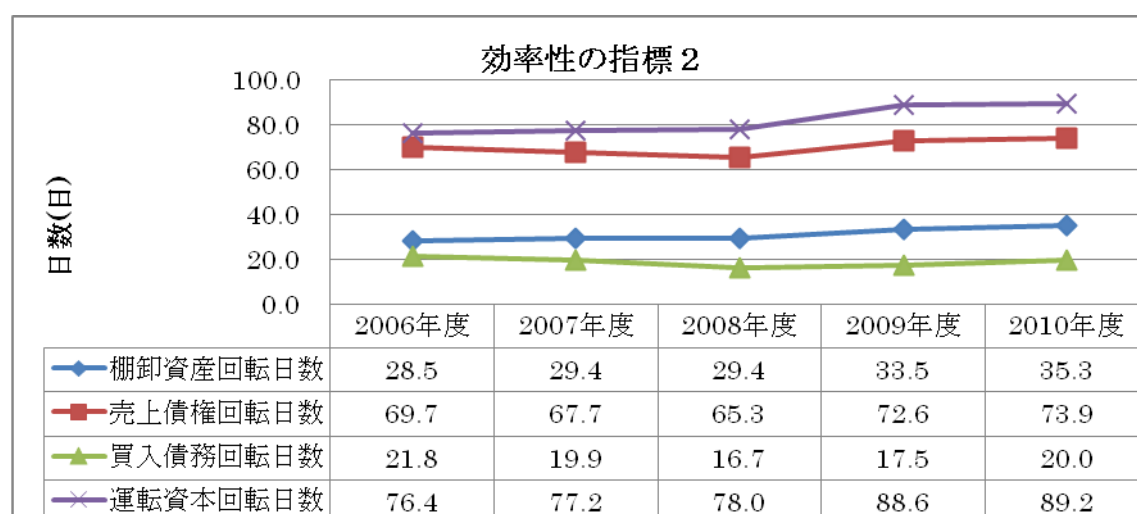
## (5) 効率性

効率性は、事業に投入している資産の状況を表す貸借対照表と、それらを使って行った事業の成果を表す損益計算書の関係から、いかに効率よく資産を使用して、売上高や利益を獲得できたかを分析するものである。2008年度から固定資産回転率が低下傾向であるが、これは2008年度の大型買収等の影響により、のれん代としての無形固定資産が増加したにも関わらず、シナジー効果によって売上高が増加していないことによる。シナジー効果が出ていたとしても、2009年度の米国によるプレバシド特許切れによる売上高減少と相殺されて結果として全体の売上高は変化していないように見える。有形固定資産回転率が2010年度に低下しているが、これは湘南新研究所の建設等の有形固定資産の取得が影響している。



図表 1.2-8 使用総資本回転率、固定資産回転率、有形固定資産回転率、棚卸資産回転率

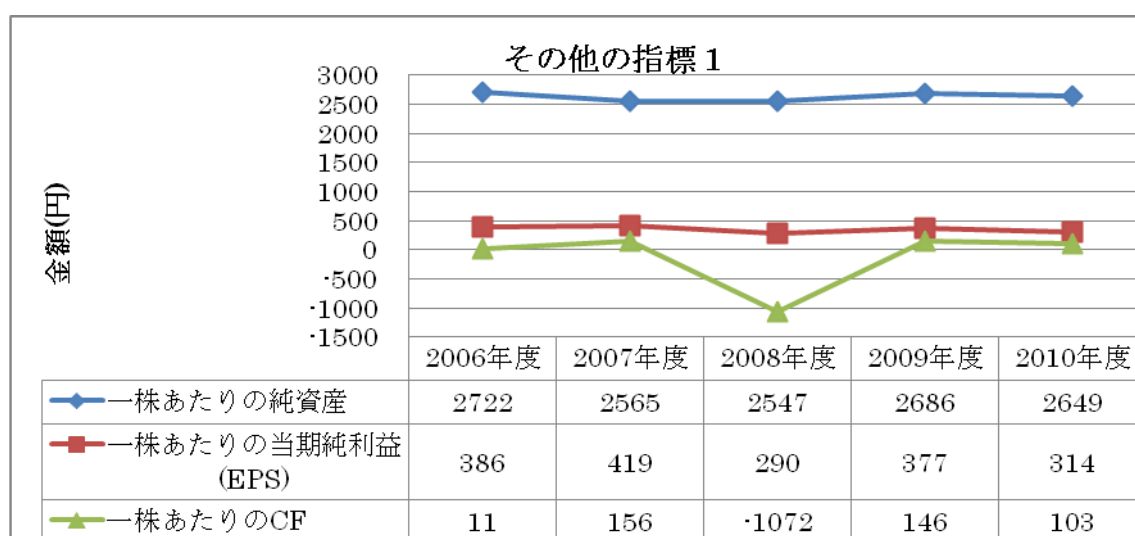
2008年度以降、リーマンショックの影響により、棚卸資産回転日数及び売上債権回転日数がわずかに増加しているものとする（図表 1.2-9）。



図表 1.2-9 棚卸資産回転日数、売上債権回転日数、買入債務回転日数、運転資本回転日数

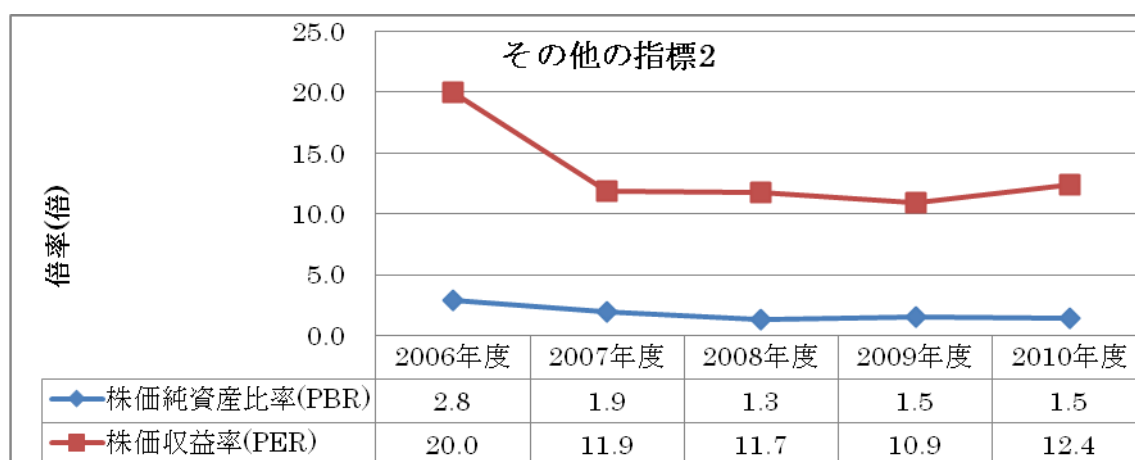
## (6) その他

武田薬品の一株当たりの純資産額は2,500～2,700 くらいを推移している(図表 1.2-10)。EPS は当期純利益の減少を表している。一株あたりの CF で 2008 年度の落ち込みは、大型買収等による投資 CF 増大による。東京証券取引所が公開する、上場会社各社が公表する決算短信(本決算ベース)の主要項目について、東証市場全体としてどのような状況になっているかをみるために、年度及び決算期が集中する 3 月期の単位で集計している統計データ(図表 1.1-4)によると、2010 年度の医薬品業種における、一株当たりの純資産は 472.03 円、一株当たりの当期純利益(EPS)は 18.24 円であり、武田薬品の株式数に対する純資産及び当期純利益の高さがわかった。



図表 1.2-10 一株あたりの純資産、EPS、一株あたりの CF

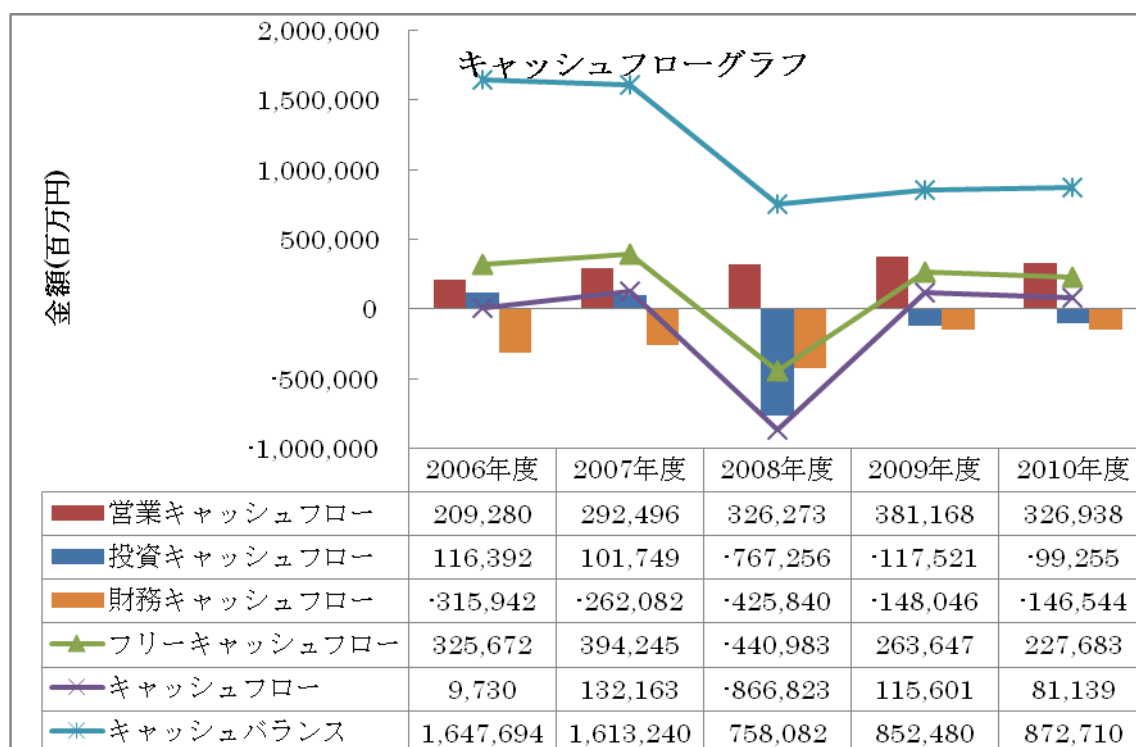
東京証券取引所の統計データによると、2010 年度の医薬品業種における、PBR は 1.1 倍、PER は 29.7 倍であり、武田薬品の PBR は業界平均より高く、PER は業界平均より低い。2006 年度以前と比較すると、株価は低下傾向を示している。



図表 1.2-11 PBR・PER

### 1.2.2 連結キャッシュフロー計算書に基づく分析

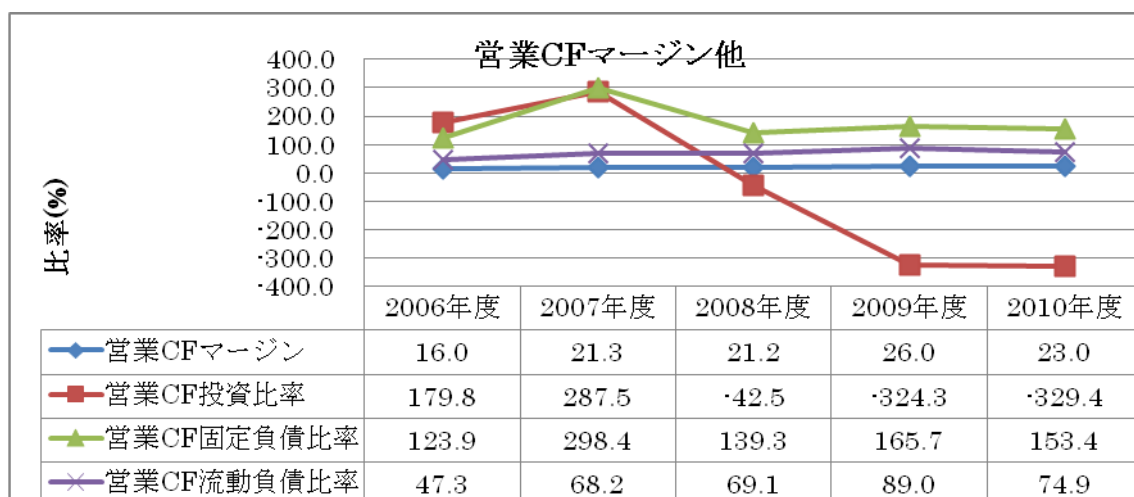
営業キャッシュフローは、本業自体がキャッシュフローを生み出す力であり、これが安定してかつ成長している場合は事業の安全性が高いといえる。武田薬品の営業キャッシュフローは増加傾向にある。投資キャッシュフローは2008年度以降支出超過である。これは2008年度の大型買収等による子会社株式取得による支出が2008年度～2009年度に影響しており、2009年度～2010年度は新研究所による有形固定資産の取得による支出が影響



している（図表 1.2-12）。キャッシュフローにおいては、2008年度の投資CF増大によりマイナスとなっているが、それ以外はプラスであり、キャッシュフロー全体の収支を考えると投資を行なっていることがわかる。

図表 1.2-12 営業CF、投資CF、財務CF、FCF、CF、キャッシュバランス

キャッシュフローベースの利益率ともいうべき、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示す営業CFマージンは増加傾向にある（図表 1.2-13）。また、営業CF投資比率は、2007年度以前は営業CFを投資CFに十分に流用できていなかったが、2008年度以降は積極的に営業CFを投資CFに回している（図表 1.2-13）。



図表 1.2-13 営業CFのマージン、投資比率、固定負債比率、流動負債比率

### 1.2.3 企業価値分析

#### 1.2.3.1 EVA 及び ROIC

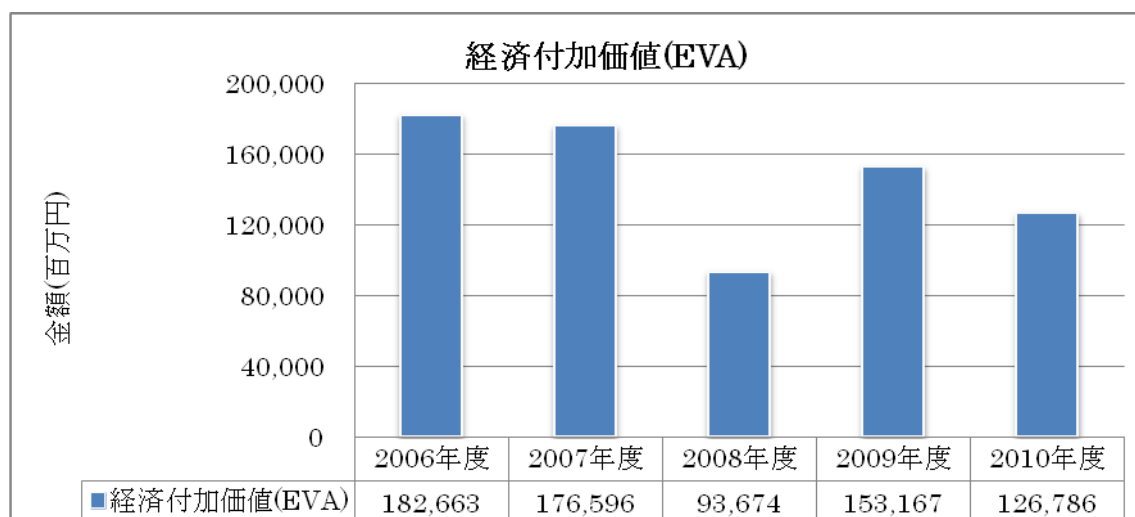
EVA、ROIC 及び EVA スプレッドを算出するにあたり、用いたデータを図表 1.2-14 に示す。

図表 1.2-14 EVA、ROIC 及び EVA スプレッドの算出に用いたデータ

|                     | 2006 年度     | 2007 年度     | 2008 年度     | 2009 年度     | 2010 年度     | 備考                                                     |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 期末株価                | 7,730       | 4,990       | 3,400       | 4,115       | 3,880       | yahoo ファイナンス                                           |
| 期末発行済株式数            | 889,272,395 | 889,272,000 | 789,666,000 | 789,666,000 | 789,666,000 | 有価証券報告書                                                |
| 簿価有利子負債 (D)         | 7,011       | 4,611       | 23,228      | 21,039      | 19,982      | 借入金                                                    |
| 時価株主資本 (E)          | 6,874,076   | 4,437,467   | 2,684,864   | 3,249,476   | 3,063,904   | 期末株価×期末発行済株式数                                          |
| 資産 (V)              | 6,881,087   | 4,442,078   | 2,708,092   | 3,270,515   | 3,083,886   | D+E                                                    |
| 法定実効税率              | 40.90%      | 40.90%      | 40.90%      | 40.90%      | 40.90%      | 有価証券報告書                                                |
| 負債コスト (rd)          | 3.10%       | 5.73%       | 11.65%      | 6.46%       | 6.51%       |                                                        |
| リスクフリーレート           | 1.75%       | 1.70%       | 1.52%       | 1.36%       | 1.19%       | 財務省 HP より<br>10 年物国債応募者利回り                             |
| リスクプレミアム            | 5.00%       | 5.00%       | 5.00%       | 5.00%       | 5.00%       | International Equity Risk<br>Premia 1998 Annual Report |
| 対指数 β 値             | 65.20%      | 65.20%      | 65.20%      | 65.20%      | 65.20%      | Bloomberg                                              |
| 株主資本コスト (re)        | 5.01%       | 4.96%       | 4.78%       | 4.62%       | 4.45%       |                                                        |
| D/ (D+E)            | 0.10%       | 0.10%       | 0.86%       | 0.64%       | 0.65%       |                                                        |
| E/ (D+E)            | 99.90%      | 99.90%      | 99.14%      | 99.36%      | 99.35%      |                                                        |
| 加重平均資本コスト<br>(WACC) | 5.01%       | 4.96%       | 4.79%       | 4.61%       | 4.44%       |                                                        |
| 簿価投下資本              | 2,427,256   | 2,285,394   | 2,034,593   | 2,142,211   | 2,111,572   |                                                        |
| 資本費用                | 121,551     | 113,250     | 97,520      | 98,817      | 93,819      |                                                        |

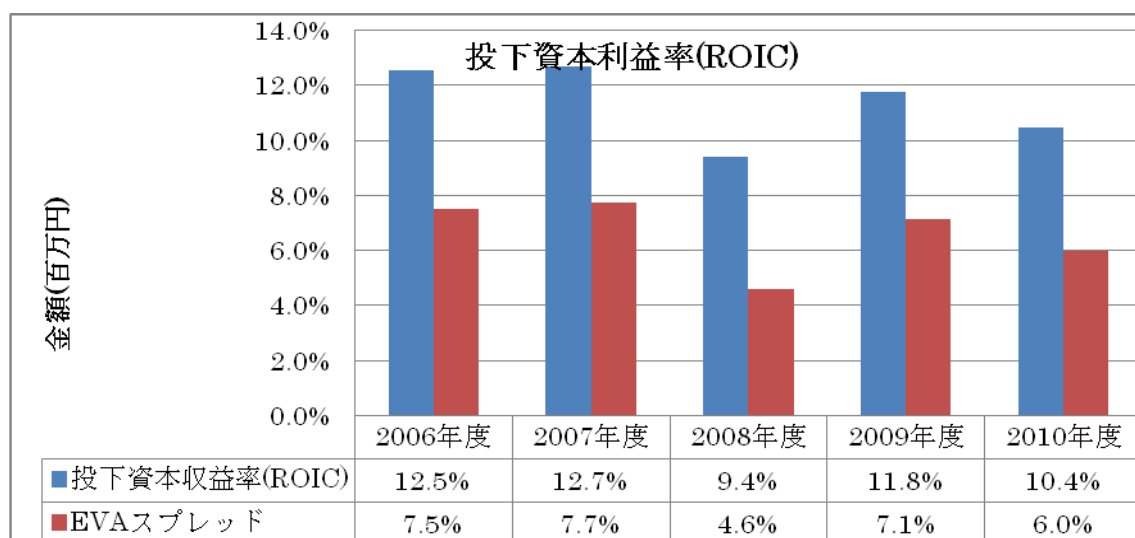
|                      |         |         |         |         |         |  |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 税引き後営業利益<br>(NOPAT)  | 304,214 | 289,846 | 191,193 | 251,984 | 220,606 |  |
| 経 済 付 加 価 値<br>(EVA) | 182,663 | 176,596 | 93,674  | 153,167 | 126,786 |  |

経済付加価値（EVA）は、株主資本コストを加えた投下資本である資本費用に対して、企業が価値を創出したかを示す指標である。EVA の向上には、「税引き後営業利益（NOPAT）の増加」又は「資本費用の減少」が必要である。さらに「資本費用の減少」には、「簿価投下資本の減少」又は「加重平均コスト（WACC）の減少」が必要である。武田薬品の EVA を見てみると、2008 年度に大型買収等で NOPAT 減少となり大幅なマイナスとなった。2009 年度、2010 年度と回復基調であるが、まだ 2007 年度以前の水準には回復していない（図表 1.2-15）。



図表 1.2-15 経済付加価値の推移

投下資本収益率（ROIC）は、簿価投下資本に対する NOPAT の割合を示す指標である。ROIC の向上には、「NOPAT の増加」又は「簿価投下資本の減少」が必要である。武田薬品の ROIC を見てみると、2008 年度に低下し、2009 年度、2010 年度と回復傾向であるが、2007 年度以前の水準には至っていない（図表 1.2-16）。また、ROIC から WACC を差し引いた EVA スプレッドは、2008 年度に低下し、2009 年度、2010 年度は回復基調を見せている。



図表 1.2-16 投下資本利益率

### 1.2.3.2 企業価値指標

#### (1) フリー・キャッシュフロー

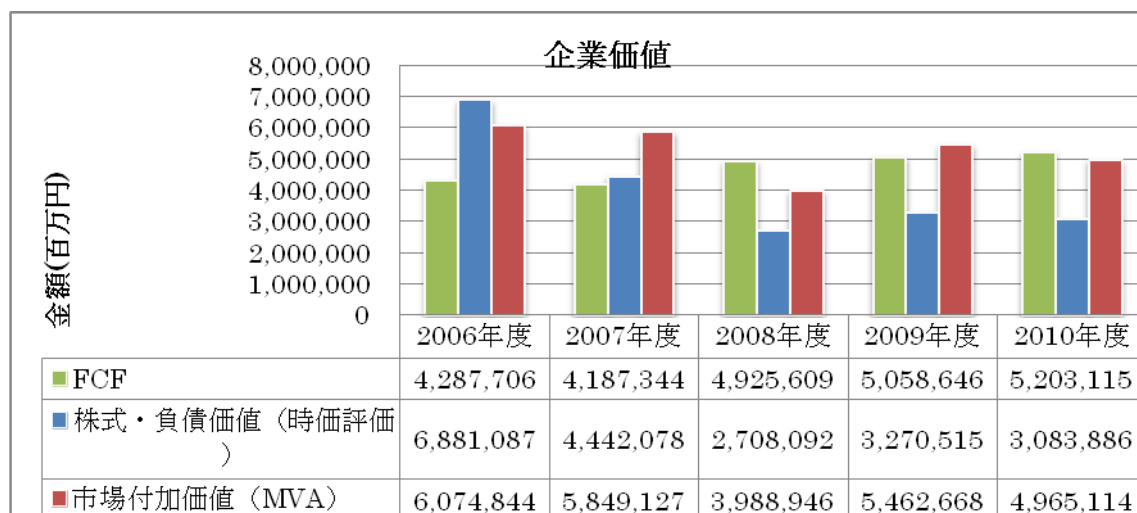
武田薬品のフリー・キャッシュフロー価値を算出したところ、過去5年間に於いて常にプラスであった（図表 1.2-17）。このことから、武田薬品はキャッシュフローを意識した経営を実践していることがわかる。武田薬品のFCF価値は2007年から順調に向上している。2008年度の投資キャッシュフロー欄に非常に大きな額が記載されている。こちらは米国製薬企業であるミレニアムファーマ社を買収したことによるものである。武田薬品が買収したミレニアム社は米国において抗癌剤を主として医療用医薬品を販売しており、高付加価値型ビジネスを手がけているミレニアム社が武田薬品のキャッシュフローにプラスの影響を与えた。武田薬品のミレニアム買収目的は、立ち遅れているがん領域への即時の参入と、比較的乏しい開発品及び製品パイプラインの拡充と考えられる。2010年問題に対応するため短期的な視点での買収を行なった。

#### (2) 株式・負債時価評価価値

武田薬品は、2010年問題というブロックバスター（1剤で年商10億ドル（約1000億円）を超える新薬に対して用いられることが多い）の特許切れを懸念され株価が大幅に低下していった。2008年度の大型買収等で底をつき、その後は徐々に回復をしている。武田薬品の株価は、比較的TOPIXの動きより変動が小さいが、2008年度以降はTOPIXと同じように落ちて、TOPIXが上昇しているところ武田薬品は低いままの推移が続いている。これは、マーケットの期待に応える成長戦略をメッセージとして打ち出せていないことに起因していると考えられる。成長戦略をクリアにすることで市場評価の改善に繋げる必要がある。

### (3) 市場付加価値 (MVA)

MVA は、将来の EVA 期待値の現在価値であり、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。2008 年度の MVA の落ち込みは、大型買収等による EVA のマイナスに起因する（図表 1.2-17）。2009 年度、2010 年度と徐々に回復路線をたどっているが、投資家の期待する経済付加価値を創出できているとはいえない。



図表 1.2-17 企業価値の推移

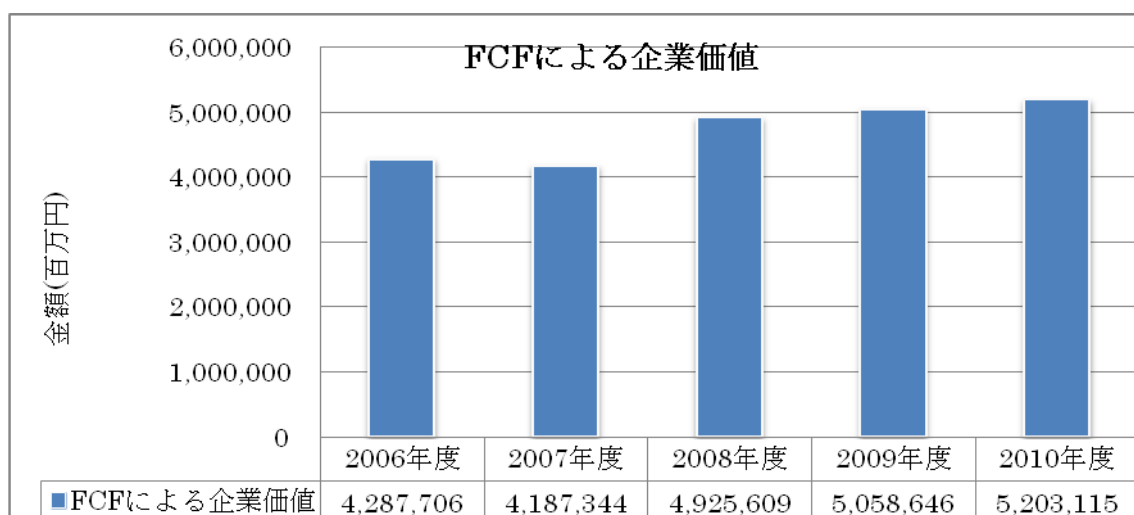
### (3) FCF による企業価値

FCF による企業価値を算出するため、今後 5 年間の FCF を以下に予測する。2006 年度から 2010 年度までの FCF 実績及び 2011 年度以降 5 年間の FCF 予測に基づき、2006 年度から 2010 年度までの FCF による企業価値を算出した（図表 1.2-19）。予測にあたっては、以下の仮定を用いた。

- ・平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定
- ・平均フリー・キャッシュフローは 5 年間のフリー・キャッシュフローを平均化
- ・平均成長率は 6 年間の成長率を平均化
- ・予測期間を 5 年と仮定
- ・継続価値は 6 年目のフリー・キャッシュフロー／継続価値の資本コスト

|                      | 2006年度    | 2007年度    | 2008年度    | 2009年度    | 2010年度    | 2011年度  | 2012年度  | 2013年度  | 2014年度  | 2015年度  | 2016年度  |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 単位: 百万円              |           |           |           |           |           |         |         |         |         |         |         |
| <b>フリーキャッシュフロー分析</b> |           |           |           |           |           |         |         |         |         |         |         |
| 営業キャッシュフロー           | 209,280   | 292,496   | 326,273   | 381,168   | 326,938   |         |         |         |         |         |         |
| 投資キャッシュフロー           | 116,392   | 101,749   | -767,256  | -117,521  | -99,255   |         |         |         |         |         |         |
| フリーキャッシュフロー          | 325,672   | 394,245   | -440,983  | 263,647   | 154,053   | 159,296 | 164,717 | 170,323 | 176,120 | 182,114 | 188,313 |
| 平均フリーキャッシュフロー        |           |           |           |           |           |         |         |         |         |         |         |
| 売上高                  | 1,305,167 | 1,374,802 | 1,538,336 | 1,465,965 | 1,419,385 |         |         |         |         |         |         |
| 売上高成長率               | 7.7       | 5.3       | 11.9      | -4.7      | -3.2      |         |         |         |         |         |         |
| 平均成長率                |           |           |           |           | 3.4       |         |         |         |         |         |         |
| 2006年度の予測期間          |           | 375,444   | -399,925  | 227,698   | 187,260   | 124,766 |         |         |         |         |         |
| 2007年度の予測期間          |           |           | -420,162  | 239,339   | 196,932   | 131,276 | 129,335 |         |         |         |         |
| 2008年度の予測期間          |           |           |           | 251,588   | 207,332   | 138,423 | 136,587 | 134,776 |         |         |         |
| 2009年度の予測期間          |           |           |           |           | 217,643   | 145,557 | 143,875 | 142,211 | 140,567 |         |         |
| 2010年度の予測期間          |           |           |           |           |           | 152,519 | 151,001 | 149,498 | 148,010 | 146,536 |         |
| 予測期間の割引現在価値(A)       | 515,242   | 276,720   | 868,705   | 755,954   | 747,564   |         |         |         |         |         |         |
| 加重平均資本コスト            | 5.01%     | 4.96%     | 4.79%     | 4.61%     | 4.44%     |         |         |         |         |         |         |
| リスクフリーレート            | 1.75%     | 1.70%     | 1.52%     | 1.36%     | 1.19%     |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値の資本コスト           | 3.26%     | 3.26%     | 3.28%     | 3.25%     | 3.26%     |         |         |         |         |         |         |
| 継続価値(B)              | 3,772,464 | 3,910,624 | 4,056,904 | 4,268,792 | 4,455,550 |         |         |         |         |         |         |
| 企業価値:(A)+(B)         | 4,287,706 | 4,187,344 | 4,925,609 | 5,058,646 | 5,203,115 |         |         |         |         |         |         |





**図表 1.2-19 FCF による企業価値**

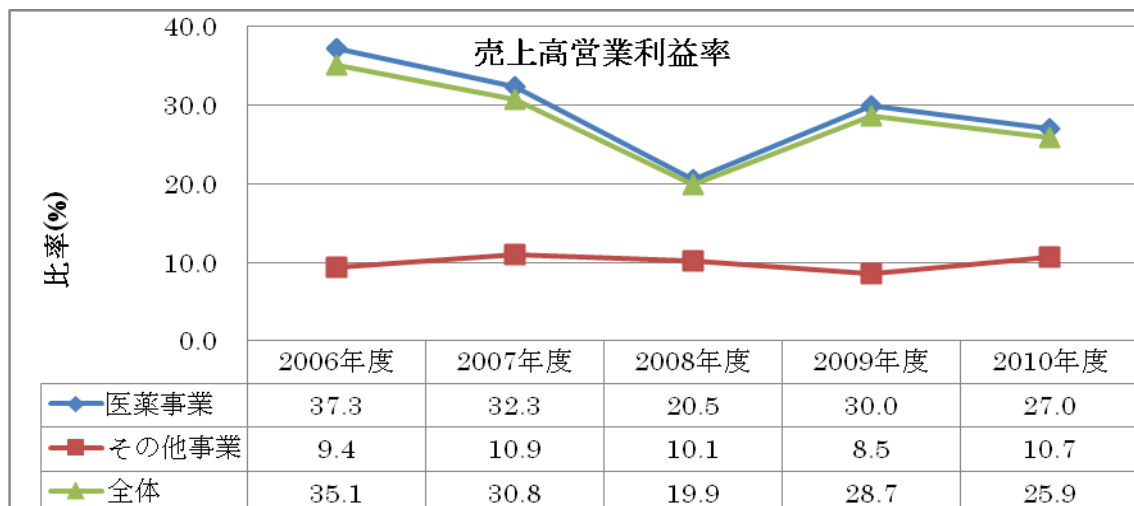
#### 1.2.4 主要事業部門別業績推移

武田薬品は、2010 年度から企業会計基準第 17 号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」（2009 年 3 月 27 日改正）及び企業会計基準適用指針第 20 号「セグメント情報等の開示に関する会計基準の適用指針」（2008 年 3 月 21 日）が適用され、いわゆるマネジメント・アプローチを採用したセグメント情報の開示を行うこととなった。従って、2009 年度以前と 2010 年度で開示されたセグメント情報が異なるため、以下の対応を行った。新方法によると報告セグメントは「医療用医薬品事業」、「ヘルスケア事業」及び「その他事業」の 3 つに分けているが、2009 年度以前のデータを使用するために旧来の事業種別セグメントである「医薬事業」及び「その他事業」の 2 つに分けて分析する。新方法によると、取り扱う製品・サービスについて国内及び海外の包括的な戦略を立案し、事業活動を展開していることを理由に、報告セグメントに所在地別セグメントがなくなっているが、2009 年度以前のデータを使用するために旧来の所在地別セグメントである「日本」、「北米」、「欧州」及び「アジア」の 4 つに分けて分析する。

##### 1.2.4.1 事業種別セグメント

###### (1) 収益性

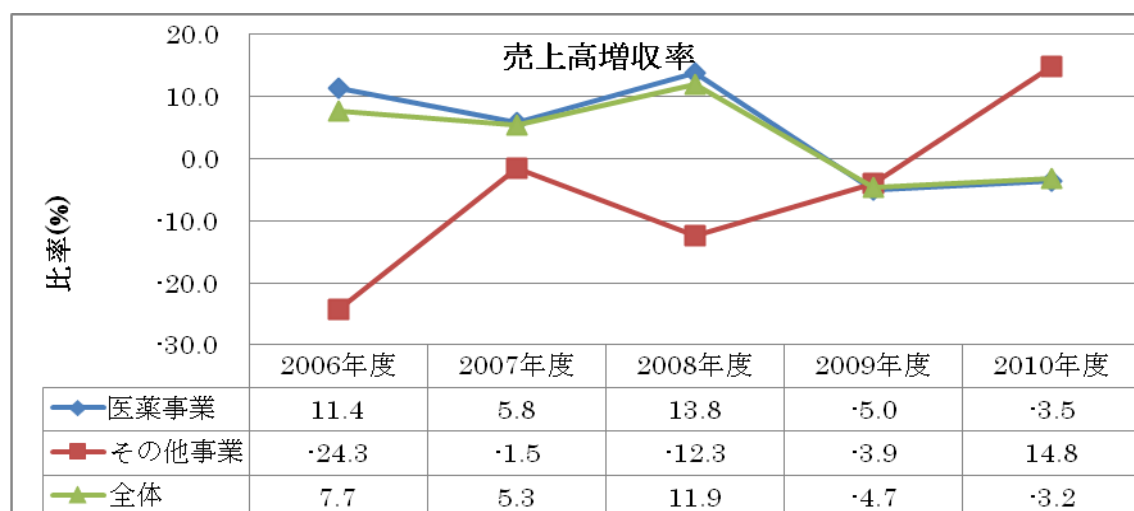
事業種別の収益性の指標を図表 1.3-1 に示す。事業種別セグメントを評価する際、「医薬事業」の規模が「その他事業」より巨大であるため、「医薬事業」と「全体」はほぼ同じ推移を示している。医薬事業の売上高営業利益率は 2008 年度の落ち込みはあるものの、30%前後を推移しており、高い収益性を示している。一方、その他事業の売上高営業利益率は、比較的安定しながら 10%前後を推移しており、十分に高い収益性を示しているが、医薬事業と比較すると魅力の低い事業といえる。



図表 1.3-1 売上高営業利益率の事業種類別比較

## (2) 成長性

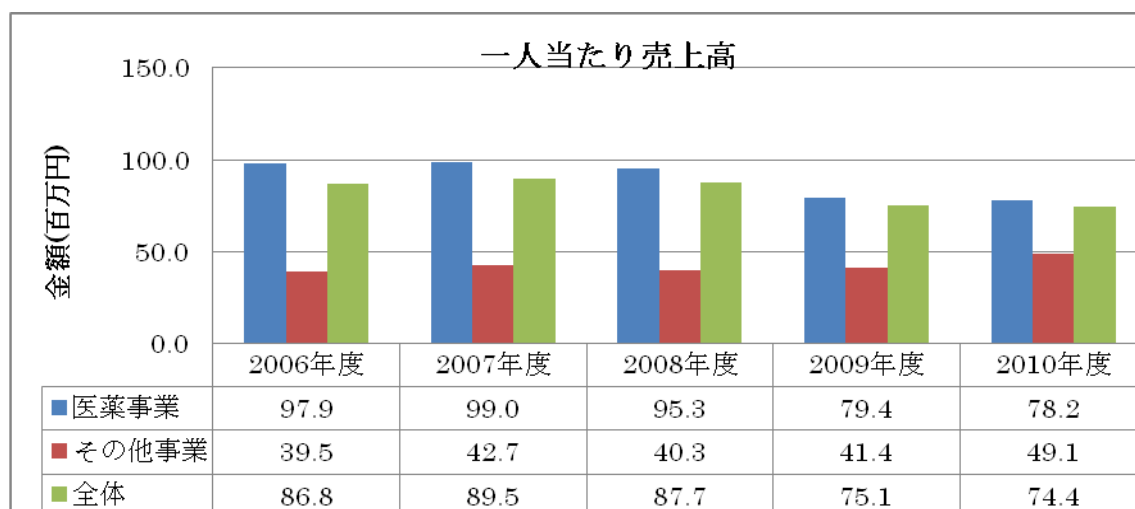
日本の医療用医薬品の市場は年間 6%の成長率を示している。武田薬品の医薬事業における売上高増収率は、2008 年度以前は高かったが、2009 年度以降マイナスとなっており、市場の成長率を下回っている（図表 1.3-2）。その他事業の 2010 年度的大幅上昇は、セグメント情報の区分変更によるものである。



図表 1.3-2 売上高増収率の事業種類別比較

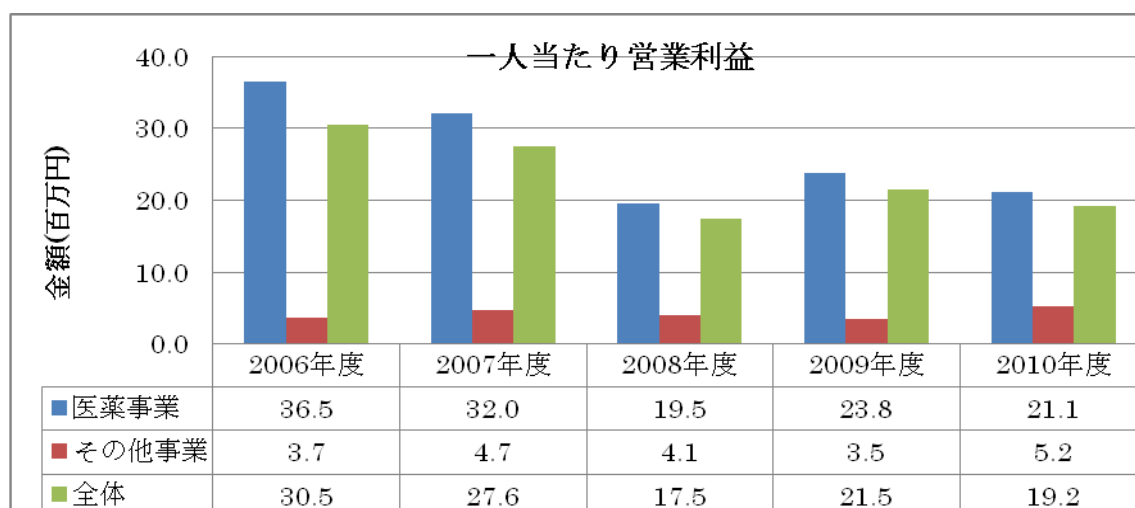
### (3) 生産性

一人当たりの売上高を見ると、「医薬事業」は「その他事業」の約 2 倍の生産性を発揮していることになる。また、「医薬事業」は減少傾向であるが、「その他事業」は大きな変化はない（図表 1.3-3）。



図表 1.3-3 一人当たり売上高の事業種類別比較

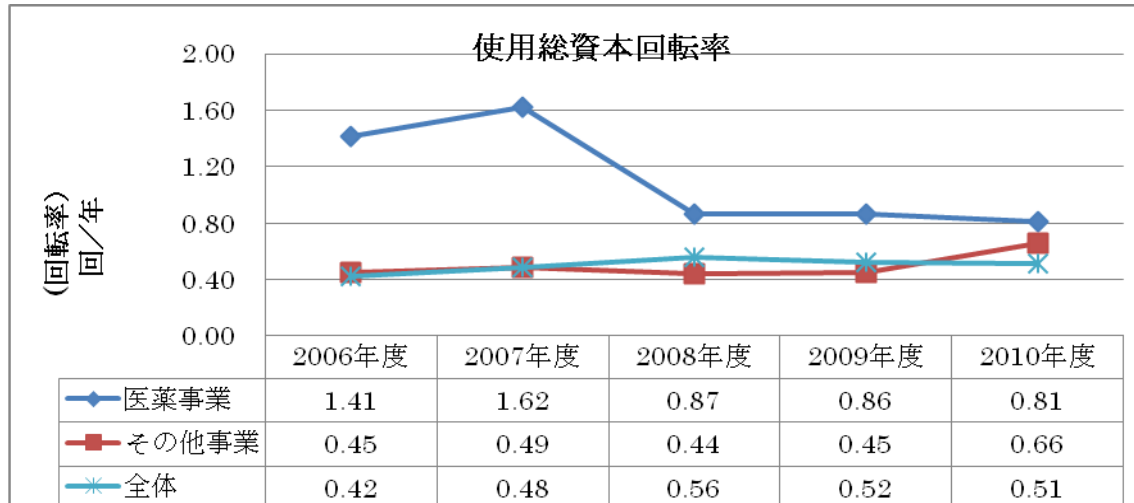
一人当たり営業利益を見ても、「医薬事業」は 2008 年度に落ち込んで回復基調にあるが、「その他事業」は大きな変化が見られない（図表 1.3-4）。



図表 1.3-4 一人当たり営業利益の事業種類別比較

### (4) 効率性

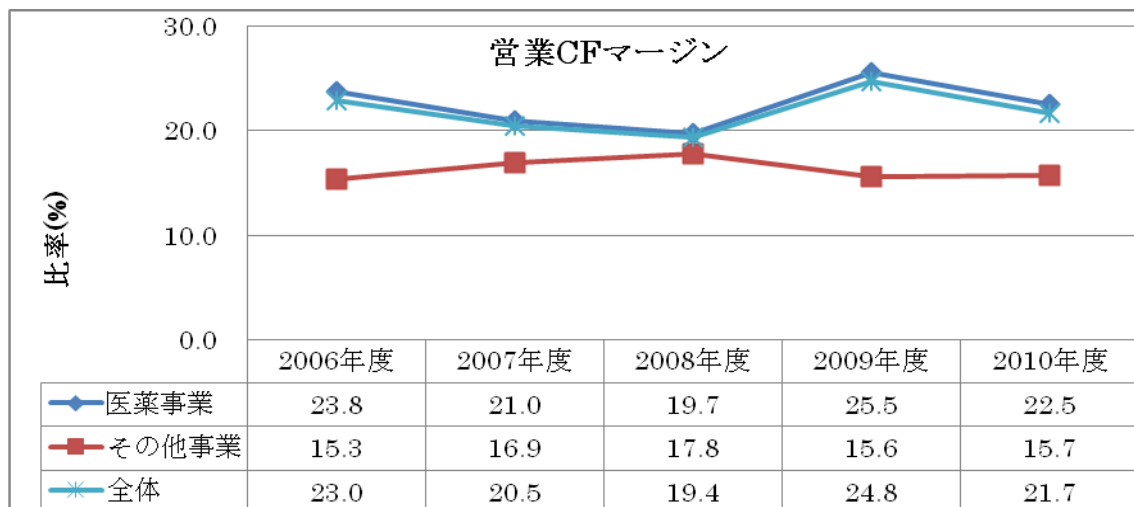
使用総資本回転率は、医薬事業において 2008 年度以降低下している。これは、医薬事業の資産が大幅に増加したため（図表 1.3-5）。その他事業は、ほとんど変動していない。



図表 1.3-5 使用総資本回転率の事業種類別比較

#### (5) 営業キャッシュフローマージン

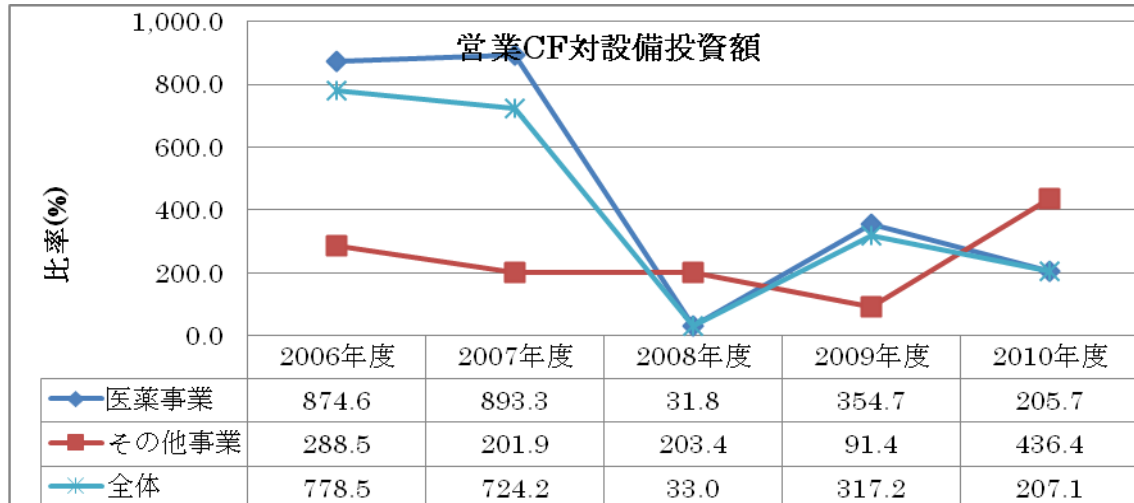
武田薬品の営業キャッシュフローマージンは、売上高がどれほど効率的にキャッシュフローを生み出しているかを示す指標である（図表 1.3-6）。



図表 1.3-6 営業 CF マージンの事業種類別比較

#### (6) 営業 CF 対設備投資額

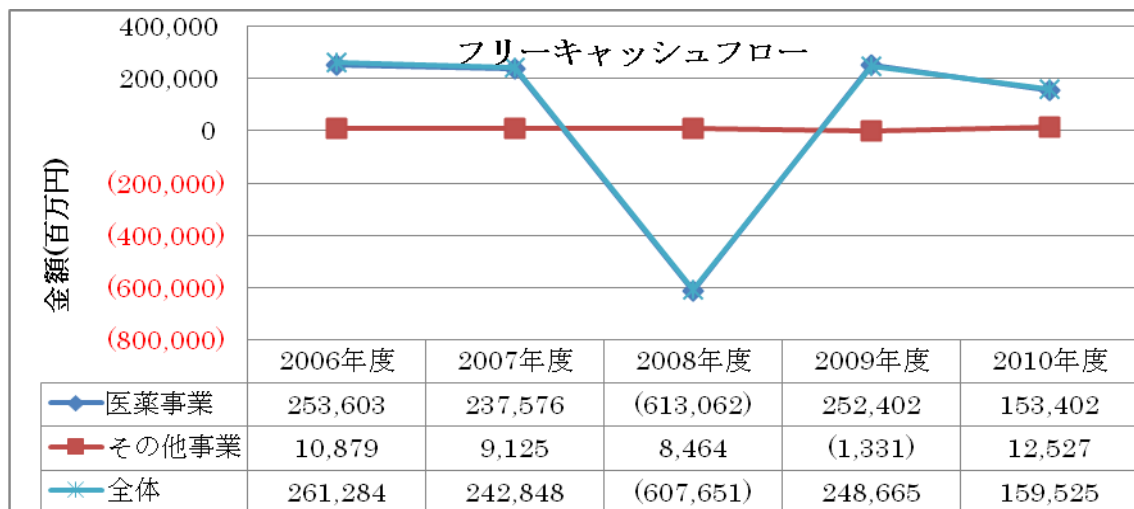
「医薬事業」の 2008 年度は大型買収等、2010 年度は新研究所により、設備投資額が膨らんだため、「その他事業」の 2009 年度は製造・管理販売設備の新設や保全等を中心に設備投資を行った（図表 1.3-7）。



図表 1.3-7 営業 CF 対設備投資額の事業種類別比較

#### (7) フリー・キャッシュフロー

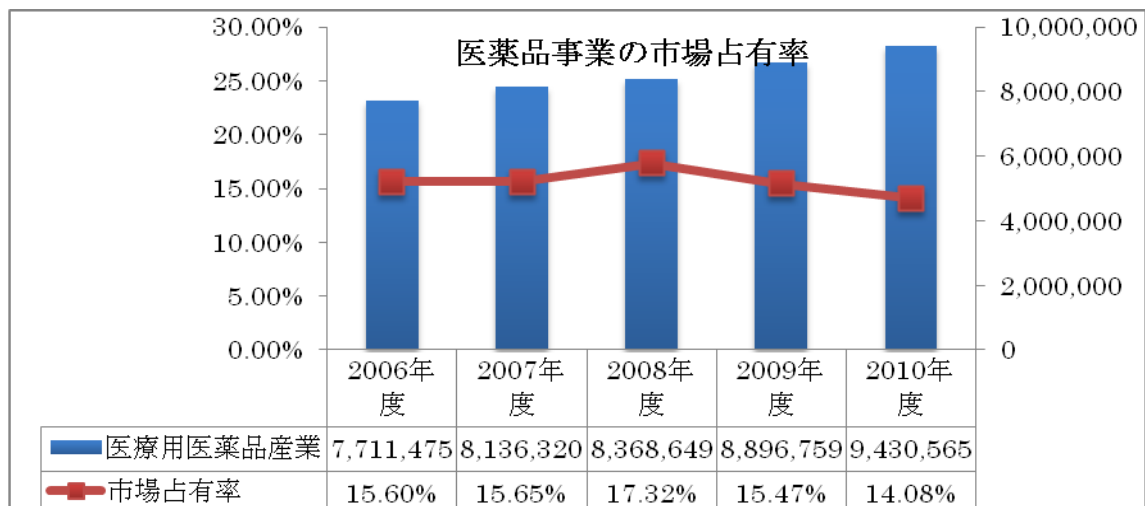
フリー・キャッシュフローは、ほとんど全てが「医薬事業」によって生み出される（図表 1.3-8）。



図表 1.3-8 フリー・キャッシュフロー

#### (8) 医薬事業の市場占有率

武田薬品の主要事業である医療用医薬品市場及びその市場に対する武田薬品の市場占有率を図表 1.3-9 に示す。日本の医療用医薬品市場は年率 6%の成長を示している。武田薬品の医療用医薬品市場における市場占有率は、15～16%前後であった（図表 1.3-9）。

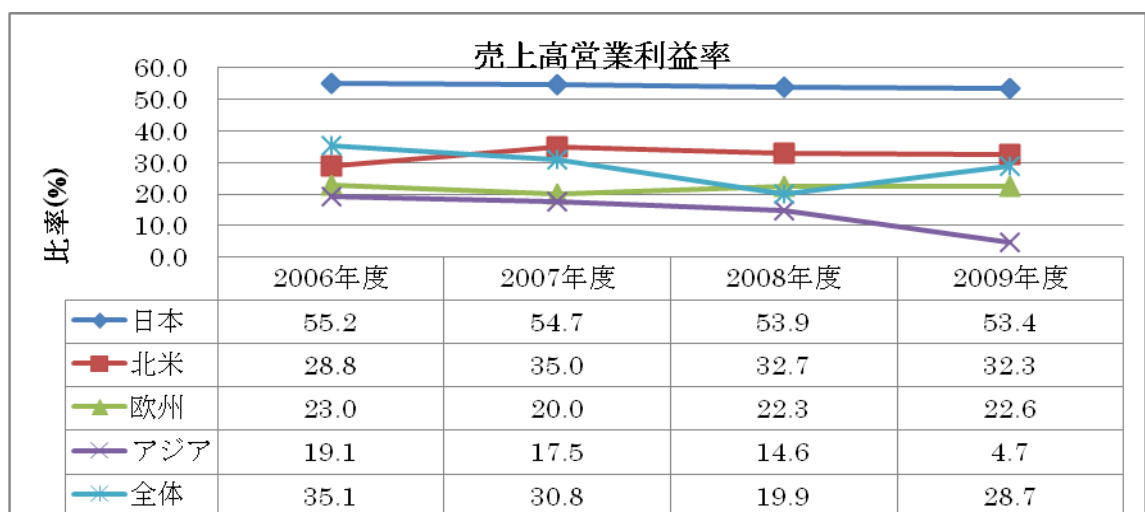


図表 1.3-9 医療用医薬品産業の市場と武田薬品の市場占有率の推移

#### 1.2.4.2 所在地別セグメント

##### (1) 収益性

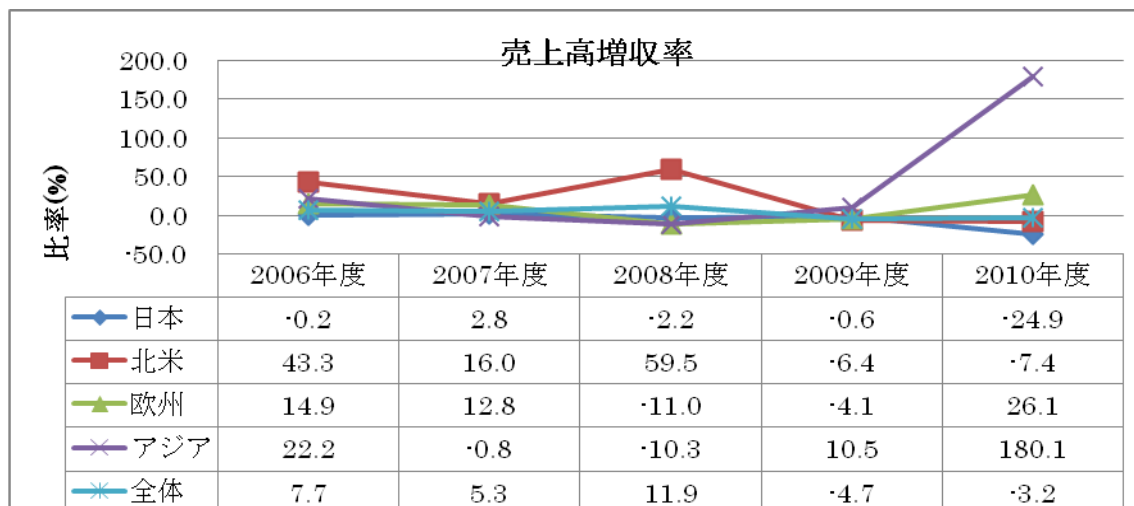
所在地別の収益性の指標を図表 1.3-10 に示す。2010 年度は所在地別セグメントに関する記載が少なく、売上高営業利益率を算出することができなかった。アジアが低下傾向にあるが、他の地域はほぼ横ばいであった（図表 1.3-10）。



図表 1.3-10 売上高営業利益率の所在地別比較

##### (2) 成長性

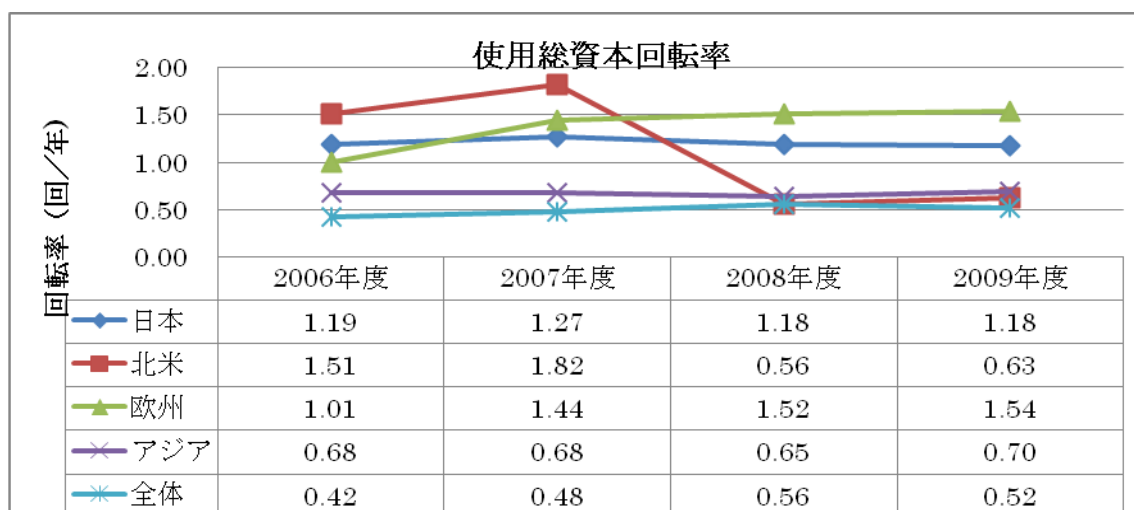
武田薬品は、売上高増収率において、日本及び北米では減少傾向であるが、欧州及びアジアでは増加傾向なのがある（図表 1.3-11）。



図表 1.3-11 売上高増収率の所在地別比較

### (3) 効率性

2010 年度は所在地別セグメントに関する記載が少なく、使用総資本回転率を算出することができなかった。使用総資本回転率は、北米において 2008 年度以降低下していることがわかる。これは、北米において大型買収及び事業再編を行い、資産が大幅に増加したため（図表 1.3-12）。その他地域は、ほとんど変動していない。



図表 1.3-12 使用総資本回転率の所在地別比較

#### 1.2.5 業績分析の評価とまとめ

武田薬品の財務諸表より安全性、収益性、成長性、生産性、効率性等の分析を行った。その結果、いずれの項目も他業種及び同業他社と比較しても、良好な数値ばかりであったが、2008 年度のみレニウム社と TAP 社の子会社化が数値に大きなインパクトを与えている。しかしながら、いずれの M&A も豊富に蓄えていた手元資金によるもので借入によるもの



ではないので、数値への影響は最小限にできている。この大型買収と事業再編に至った経緯としては、2010 年問題の存在が大きいと考える。まずは 2009 年に消化器系薬剤のプレバシド（日本名：タケプロン）が米国で特許切れとなった。この影響は売上高の大幅な減少につながった。その危機感は社内だけでなく、投資家にも伝わっており、シビアに株価の低下にて反応された。その売上高の減少によるマーケットの評価減を最小限にするために、大型買収及び事業再編を行ったと考える。過去の豊富な資源を使って、この厳しい状況に急場しのぎで対応しているように見えるが、本当は厳しくなる前から少しずつ策を打ってきた。それでも 2008 年度の大型買収等はインパクトが大きく、またシナジー効果も出せていないため、収益性や生産性に好影響が出ていない。大型買収等で人員もふくれあがっている。2010 年度には、米国で約 1,000 名の人員削減を行なっているが、今回のナイコメッド買収により更に約 12,500 名増員することになるため、まずはシナジー効果による収益性と生産性を向上策させる。それがだめであれば、人員削減という手段を取らざるを得ないであろう。キャッシュフロー計算書の視点でも、同じ対策が好ましいと思う。所在地別セグメントの分析では、北米における 2008 年度の効率性の顕著な低下があり、これが大型買収等の影響であることは明らかであった。

## **2 企業環境分析**

### **2.1 PEST 分析**

#### **2.1.1 Political（政治的環境要因）**

##### **(1) 承認審査の厳格化**

新薬の開発には以前は 10 年の期間と 100 億円程度の研究開発費が必要と言われてきた。しかし、ひとつの新薬に必要な期間及び研究開発は高騰しており、最近では 10~20 年の期間と 500 億円程度の研究開発費が必要だと言われている。その一方で、規制当局の審査は厳格化しており、新薬の承認数は減少傾向にある。今まで世界の医薬品マーケット拡大を牽引してきた米国でも、ここ数年は新薬承認の減少や処方数の伸び悩みにより成長が鈍化している。そこへ 2010 年以降の大型品特許切れにより、海外製薬メーカーのみならず海外で売上げを伸ばしてきた国内メーカーにとっても厳しい経営環境となっている。

##### **(2) 米国医療保険制度改革**

一般的に、社会保障分野は公的介入度が高い。とくに先進国では、「社会保障はナショナルミニマムを確保する」という考えが潮流であるが、唯一、米国の医療保険の運営主体は民間保険会社が担ってきた。2007 年の米商務省国税調査局統計値によれば、米国の無保険者は 4700 万人に上り、中産階級にまで広がる深刻な事態となった。それを回避することを目的として、2010 年 3 月 23 日、オバマ大統領の下、米国医療保険改革法が成立し、米国の社会保障分野でも他の先進国同様、皆保険が実現される運びとなった。この制度改革により最も恩恵を受けるのは製薬企業である。医療保険制度改革法が成立した 1 週間後、米国研究製薬工業協会（以下、PhRMA）は本改革法案に対する支持を表明するとともに、メディケア（高齢者や障害者に対する公的医療保険制度）に対するブランド医薬品の割引などにより、今後 10 年間で 800 億ドルという多額の資金提供を約束した。医療保険制度改革の必要性は、1912 年に T・ルーズベルト大統領（当時）が提唱して以来、多くの大統領

領が制度見直しの必要性を訴えており、米国における最も重要な政治課題と考えられてきた。しかし、クリントン元大統領の医療保険改革政策でも PhRMA がネガティブキャンペーンを展開したように、団体間（企業団体、医師会、病院団体など）の対立などによって改革が頓挫してきた経緯がある。ここで注目すべきは、なぜ今回の医療保険制度改革で、早々に PhRMA は明確な支持を表明するとともに、800 億ドルもの資金提供を約束したのかである。改革法の内容を見ても今回の医療保険制度改革の主目的は“弱者救済”にある。改革法の下で今後は、資本の再分配が加速し、医療の現場での格差は急速に縮まることが予想される。この点は、オバマ大統領が本医療保険改革法案で、米国内に存在する 3000 万人以上の保険未加入者を救済すると宣言していることから明らかである。PhRMA から見れば、3000 万人もの潜在市場が顕在化することのメリットは大きいという見方は少なくない。しかし、本医療保険制度改革後でも保険の運営主体は民間保険会社であることには変わりなく、全医薬品数量に占める後発品の占有率がすでに 60% を超え、他国と比較して後発品の価格が圧倒的に安い米国市場で、PhRMA が 3000 万人強の市場拡大の理由だけで、あえて 800 億ドルもの資金を投じるとしたら、いささか腑に落ちない。ならば、PhRMA が考える本当の市場拡大の狙いはどこにあるのだろうか？ その答えは、おそらく同法に盛り込まれた「生物学的製剤の独占的販売期間の規定」にあり、従来法律が定めていなかった生物学的製剤の独占的販売期間について、低分子製剤の 6 年よりも長い 12 年が認められることとなった点であろう。これにより、バイオシミラー（後発生物製剤）に関する将来予測が可能になることから製薬企業の開発リスクが低減され、結果的に開発が促進されることになる。研究開発型の大手製薬企業にとってこのメリットは非常に大きく、製薬企業の未来にとって明るい材料であり、患者のアンメットニーズ（充足されていないニーズ）の観点からもゲノム創薬や個別化医療の発展につながるはずである。

今回の医療保険制度改革をはじめ、2011 年度のユーザーフィー法（※1）の改定や 2012 年以降に本格稼働を予定している REMS（リスク評価・リスク緩和計画）など、米国内における規制当局の介入度はこれまで以上に高まると予想されるものの、一方では、先述の生物学的製剤の独占的販売の期間延長に加え、FDA（※2）も ICH E2E（※3）の実装をより先進的な取り組みとして定着させるなど、官民が医薬品のイノベーションに対する協調姿勢を維持している。今後とも米国は、研究開発型の製薬企業にとって依然として最も魅力ある市場であり続けることに変わりはなく、その動向には、ますます目が離せない。

※1:新薬承認の迅速化と引き換えに新薬承認審査費用を製薬企業が負担すること

※2:Food and Drug Administration の略。医薬品などの許可や違反品の取り締まりの行政を専門的に行うアメリカ合衆国の政府機関

※3:日米 EU 間における医薬品安全性監視計画

### (3) 革新的医薬品・医療機器創出のための 5 年戦略

厚生労働省が文部科学省・経済産業省とともに検討してきた、革新的医薬品・医療機器創出に関して、研究から上市に至る過程を支援する一貫した政策パッケージの 5 年戦略が 2007 年 4 月に発出された。日本の優れた研究開発力をもとに、革新的医薬品・医療機器の国際的開発・医療機器の世界市場におけるシェア拡大を通じて、医薬品・医療機器産業

を日本の成長牽引役へ導くとともに、世界最高水準の医薬品・医療機器を国民に迅速に提供することを目標としている。この政策は、産官学連携した研究促進やベンチャー育成、医療クラスターの整備、トランスレーショナルリサーチ、再生医療促進等、将来の医療にも貢献する面と、新薬審査期間の明確な短縮化等、現在開発中の薬剤を早期に上市できる面において、製薬企業にとって非常に追い風となる政策である。

#### **(4) 後発医薬品の安心使用促進アクションプログラム**

新薬（先発医薬品）は、長い研究開発期間をかけて新しい成分の有効性・安全性が確認された後、国の承認を受けて発売される医療用医薬品。新薬を開発した製薬企業には販売後も一定の期間（再審査期間）、有効性、安全性について確認することが義務付けられている。新薬の再審査期間が終了し、特許権存続期間が満了すると、新薬と同じ有効成分の医薬品を、ジェネリック医薬品（後発医薬品）として他の製薬企業が製造・販売することが可能になる。ジェネリック医薬品を製造・販売する際には、厚生労働省により製造販売承認を取得することが必要。このとき、先発医薬品と有効成分が同じであることを科学的に証明した資料などが求められる。ジェネリック医薬品は、開発費用が安く抑えられることから、先発医薬品に比べて薬価が安くなっている。このため、後発医薬品の普及は、患者負担の軽減、医療保険財政の改善に資するものと考えられており、現在のところ、日本では、平成21年9月現在の後発医薬品の数量シェアは20.2%であり、欧米諸国と比較して普及が進んでいない状況である。その理由の1つに、医療関係者の間で、後発医薬品の品質や情報提供、安定供給に対する不安が払拭されていないということが挙げられる。

こうした状況を踏まえ、厚生労働省では『平成24年度までに、後発医薬品の数量シェアを30%（現状から倍増）以上』という政府の目標達成に向け、患者及び医療関係者が安心して後発医薬品を使用することができるよう、①安定供給、②品質確保、③後発品メーカーによる情報提供、④使用促進に係る環境整備、⑤医療保険制度上の事項に関し、国及び関係者が行うべき取組を明らかにする。このジェネリック医薬品への促進策は、研究開発型の製薬企業にとってはやっかいな話である。長い年月と莫大な費用をかけて開発した新薬に対して特許期間が満了した際にも、それまでに蓄積してきた信頼によって売上が激減することはなく長期間に渡り収益を上げることができた。しかし、特許期間が満了した後にジェネリック医薬品が使われるようになれば、その後の売上は期待できない。従って、以前よりも新薬開発に多額の費用が必要となった昨今において、回収できる売上が減るとするのは、製薬会社が日本国内で新薬を開発する意欲を削ぐことである。

#### **(5) 新薬創出・適応外薬解消等促進加算による新薬開発促進**

後発薬の使用促進策を受け、新薬メーカーを中心とした業界団体（日薬連、製薬協）では新しい薬価制度の提案を行い、特許切れ後の薬価大幅引下げを容認する代わりに画期的新薬について特許期間中の薬価維持を求めた。これらの動きは国内依存度が高く新薬開発力の低い新薬メーカーにとっては死活問題となり、2012年を前にして国内メーカーの再編につながる可能性がある。特許権存続期間中でも薬価が下がり続けるのは日本だけであり、新薬の研究開発期間は、およそ9～17年。その費用は数百億円から、なかには一千億円以

上かかる場合もある。新薬開発の成功率は、31,064 分の 1（出典：製薬協 DATA BOOK 2011）と厳しい。欧米では、特許権存続期間中の新薬の薬価はほとんど下がらないが、日本では薬価を見直す制度があり、2 年ごとに薬価が下がり続けてきた。製薬会社は、製品を販売して得た利益の中から新薬を研究・開発するための費用をつくりだしているが、薬価を下げられてしまうと十分な費用をつくりだすことができない。革新的な新薬の開発が加速され、ドラッグ・ラグも解消へ向かうことを狙って、2010 年 4 月、「新薬創出・適応外薬解消等促進加算」が試行された。これは、一定の要件※を満たせば、特許権存続期間中の新薬の薬価が下げられることなく維持（加算）されるという制度で、製薬会社はより早く次の新薬の研究・開発のための費用をつくりだすことができる。これにより、新薬や未承認薬などの開発促進につながるとともに、各国では承認されているものの、日本ではまだ承認されていない医薬品が多いという問題（いわゆるドラッグ・ラグ）も解消されると期待され、患者さんや医療関係者のニーズにいち早く応えることができるようになる。

※・当該製品の公定価格（薬価）と市場価格との開き（乖離）が全製品の加重平均 乖離率より小さいとき

・後発医薬品が発売されていない製品においては市販後 15 年以内

A 年：後発医薬品が市場に出た時点または発売後 15 年経過した時点

## **2.1.2 Economic（経済的環境要因）**

### **(1) 医薬品業界の 2010 年問題**

世界の製薬メーカー大手各社は、2010 年前後に主力の大型医薬品が特許切れを迎え、安価なジェネリック医薬品にシェアを奪われて大幅に売上げが落ち込む可能性が高い。1990 年代後半に発売された医薬品は、最大マーケットの米国を中心に世界の製薬メーカーにとって大型主力品となっているものが多く、その中には国内メーカーの開発品も複数含まれている。1990 年代後半は新薬黄金期と呼ばれ、生活習慣病の世界的な増加（高脂血症、糖尿病、高血圧など）に合わせて多数の新薬が開発された。これらの新薬は、処方数の増加と米国での薬価引上げによって売上規模を拡大し、数多くのブロックバスター品（売上 10 億ドル規模の医薬品）を生み出した。しかし、2010～2011 年には世界のトップ 3 製品が相次ぎ米国で特許切れを迎え、さらに 2014 年にはトップ 10 製品全てがジェネリック化するという状況である。国内メーカーが、2009～2011 年に米国で特許切れを迎えるブロックバスター品は大手 4 社で 5 製品あったが、これらの 2007 年度の売上依存度（医療用医薬品の売上構成比）は 30%近くに達している。米国では特許切れ品の売上げ減少率が 1 年目で 80%程度に達するものもあり、政府がジェネリック使用促進に注力している欧州や日本でも、今後は米国並みの影響を受ける可能性がある。

### **(2) 世界市場から日本のシェア減**

世界第 2 位を維持するもシェア減の日本の医薬品産業。1999 年から 2009 年までの 10 年間で世界の医薬品市場はおよそ 2.4 倍もの規模に成長した。日本市場は北米市場に次ぐ第 2 位の地位を維持しているが、2009 年のシェアは 1999 年の約 3 分の 2。度重なる薬価引き下げなどで、グローバル市場から見ても日本の医薬品市場の成長は抑制されてきていることがわかる。あと 5 年のうちに中国に第 2 位の地位を奪われると言われている。

1999 年から 2009 年の 10 年間における世界の医薬品市場は全体として 242%の割合で増加している。その内訳を詳細に見ると、北米、日本、欧州の市場シェアが低下しているのに対し、その他（特に中国、インドなどの新興国）の地域のシェアが大幅に増加していることが分かる。これは新興国の経済発展と人口増加に伴い、医薬品に対する購買力が向上していることが要因と考えられる。一方日本は、少子高齢化、人口減少を主因とする社会保障費の増大を抑制するために、後発医薬品使用促進政策が行われている影響と景気の大規模な後退から、市場シェアが 16%から 11%へ低下しており、医薬品市場におけるプレゼンスは低下している。こまた北米市場の縮小も景気後退によるものであろう。このような観点から、市場規模の大きい米国市場などでの売上シェアが依然として重要であることは言うまでもないが、成長著しい新興国市場（東アジア、東欧など）でのプレゼンス拡大もまた、今後国際競争力を強化していく上では欠かせない要素の一つである。

### **(3) 日本の製薬産業の生産額**

医薬品の生産額は、2009 年は 6 兆 8,196 億円でした。このうち医療用医薬品の生産額は、6 兆 1,742 億円で、約 9 割を占めている。また一般用医薬品の生産額は 6,166 億円で、医療用と一般用の生産額の比率はおおよそ 10 : 1。

### **(4) より高度な技術と革新性を求めて増大する研究開発費**

日本でひとつの新薬を開発するための費用は数百億円から、なかには一千億円以上かかるものもある。日本の製薬企業のうち売上高上位 10 社の平均研究開発費用は、2001 年では 1 社あたり 539 億円であったが、2009 年では 1,274 億円に増大している。こうした背景から、新薬開発の競争力を高めるために、近年では製薬企業の合併も進んでいる。

### **(5) 生き残り策を模索する製薬メーカー**

海外では 2000 年に米英の大手製薬メーカー 2 社による大型買収が実現するなど、巨額の研究開発費を投入した新薬開発により規模拡大を目指す「メガファーマ」が誕生した。しかし、実際には規模拡大による新薬開発はなかなか進まず、その後は効率的な開発力を有するバイオベンチャーの買収を志向する大手メーカーが増加している。一方、国内においても 2005 年には相次いで大手メーカー同士の合併が実現し、さらに 2007～2008 年には海外のバイオ企業やジェネリックメーカーの買収に動き出した。しかし、海外では特定のブロックバスターに依存しない開発体制の構築と統合によるコストダウンを目指した大型再編の動きが出ている。国内の大手メーカーも合併や海外企業の買収により規模拡大と研究開発力の強化を図っているものの、売上規模では世界のトップ 10 に入る企業はなく、国内外を問わずさらなる買収・合併が起こるかどうか注目される。

## **2.1.3 Social（社会的環境要因）**

### **(1) 先進国でのアンメットメディカルニーズ（革新的な新薬）**

アルツハイマー病や糖尿病の 3 大合併症（腎症、網膜症、神経障害）、エイズなど、決定的な治療薬がなく、治療の満足度が低い病気も少なくない。このように、まだ医療ニーズが満たされていない領域では、革新的な新薬の創出が待望されている。病気は約 3 万種類

あるといわれているが、そのうち治療手段があるのはその一部にすぎない。アンメット・メディカルニーズ（満たされていない医療ニーズ）と呼ばれる、いまだ有効な治療方法や薬剤がない医療へのニーズに応え、病気の治療の可能性を広げるために、製薬企業は積極的に革新的新薬の研究開発を進めている。優れた医薬品の登場により、手術をせずに治療することが可能となったり、入院日数・治療日数の短縮が図れるなど、生活の質（QOL※）の向上や医療費の抑制など、大きな効果が期待できる。

※QOL : Quality of life

## **(2) 急成長する医薬品新興国市場（中国、インド）**

中国は 2020 年までの医療大改革により国民皆保険を目指しており、近年の急速な経済成長と共に、さらに高度な先進国並みの医療のニーズが高まっていることは間違いない。医薬品成長率を見ても、2009 年度は世界一の成長率を示している。インドもまた経済が近年大きく伸長し、富裕層によるさらなる高度な医療へのニーズは高まっている。また人口は近い将来中国を超えることが見込まれている。先進国並の医療を高額で受けられる富裕層と、簡単な医療さえ行き届かない地方の格差は簡単には埋まらず、課題は複雑に絡み合っている。IMS のレポート"Market Prognosis China 2010-14"の情報をベースに作成している。ソースは中国政府（Ministry of Health）発表の情報で、都市部と農村部でそれぞれ「入院理由」の上位 10 をまとめたもの。都市部、農村部ともに 1 位は呼吸器系が占めており、国全体を通じて感染症が今でも重要な医療上の課題であることが見て取れる。しかし、その下の順位を細かく見ていくと都市部では悪性腫瘍や生活習慣病など、先進国と同等の疾病が上位に上がってきていることを示している。ライセンス状況が不明な製品が数量ベースで市場（病院）の八割を占めていることがわかる。これは中国が他の市場に比べて、漢方薬が占める割合が大きいというのも理由の一つだが、先進市場に比べると偽造医薬品も多いことが想定される。今後の法律、制度の整備がどのように変わってくるかが、今後の中国展開において一つの重要な注目ポイントとなる。

インドの医療事情と疾病は IMS Market Prognosis チームの独自調査によると、インドでも、感染症が未だに大きな課題となっており、急性症状により亡くなる方が多いことが分かる。しかし都市部を中心に、心疾患などの慢性疾患、糖尿病が年々増加しており、全体の数ではここ数年で非感染性疾患が半数を超えている。

### **1.2.4 Technological（技術的環境要因）**

#### **(1) 日本の新薬開発力**

日本の新薬開発力は米・英に次ぐ世界第 3 位。世界の売上高上位 100 位までの製品を、開発した起源国籍別にみると、日本で生まれた医薬品は 12 品目で、米国の 49 品目、イギリスの 16 品目に続く世界第 3 位。この優れた新薬開発力により、世界の医療への高い貢献度を誇っている。

#### **(2) バイオ医薬品開発**

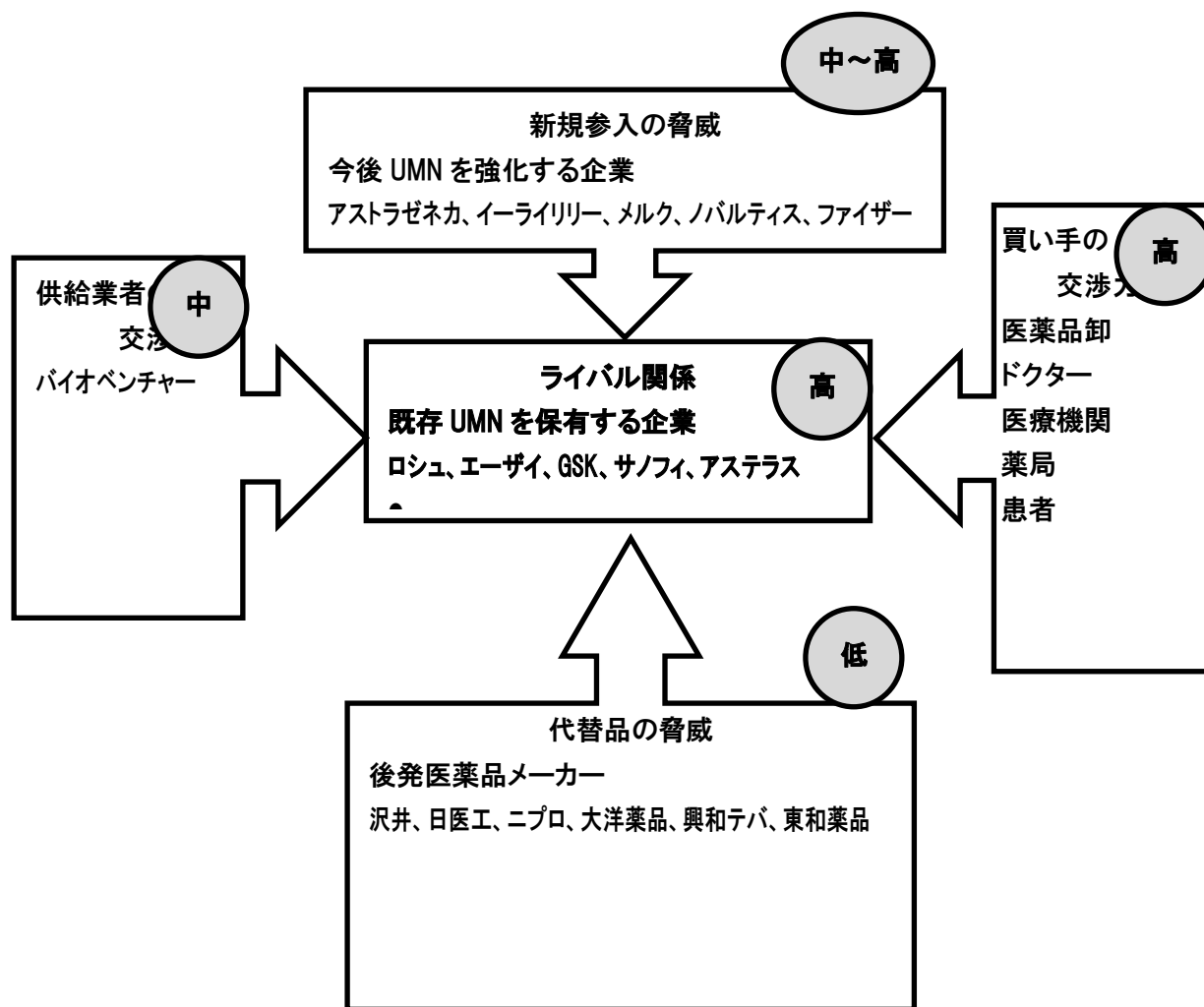
開発競争が激化しているバイオ医薬品業界。その成功の鍵は、優れた標的分子をいかに効

率よく探し出せるか、その標的分子に作用する有効で安全なシーズ分子をいかに開発できるかという点と言われている。現時点では、欧米の大手製薬企業による成功例が目立つが、今後は日本の製薬会社、バイオベンチャー、新たに参入しはじめているフィルムメーカーや繊維メーカーなどの活躍も期待される。周辺技術としては、バイオ機器メーカーによる分析装置のさらなる開発が欠かせない。続々と上市されるバイオ医薬品だが、「バイオ」に特有の有害事例も出ている。とくに抗体医薬品では、標的分子に対する特異性が高いため、薬理作用の延長として回避できない反応や、既存の知識や動物実験によるデータからは予測できない反応がみられることがある。これまでに、「結腸・直腸がんに使われる抗 VEGF 抗体（ベバシズマブ）による、傷のなおりにくさや動脈血栓塞症」、「関節リウマチなどに使われる、抗 TNF $\alpha$  抗体（インフリキシマブ、アダリムマブなど）による感染症リスクの増大」、「乳がんに適応される、抗 HER2 抗体（トラスツズマブ）とアントラサイクリン系薬剤の併用による心不全の発生」などが報告されている。このような有害事例を防ぎ、バイオ医薬品の安全性を確保するため、各国は法整備やガイドラインづくりを進めている。さまざまな難知性疾患に治癒の可能性をもたらすバイオ医薬品。「不測の有害事例」で開発が頓挫するようなことのないよう、アカデミアと民間企業の連携、各国の協調のもとでの推進が望まれる。

## 2.2 Five Force 分析

武田薬品を取り巻く競争構造を明らかにするため、ファイブ・フォース分析を行った。特に、医療用医薬品のアンメットメディカルニーズ領域（注 1）（以下、UMN）の研究開発の競争構造について、武田薬品を焦点とするファイブ・フォース分析とする。背景として、医薬品業界における「2010 年問題（売上 1000 億円以上のブロックバスターの特許切れ問題）」の中、日本の新薬研究開発型メーカー（以下、新薬メーカー）は 2000 年前後に「水平統合的」な新薬メーカー同士の合併を行ってきた（注 2）。しかし、06 年以降、買収のトレンドは「垂直統合」へと変化していった（注 3）。既存の医薬品ではいまだ満たされていない患者の医療ニーズ。癌、神経系、アルツハイマー、自己免疫疾患等。規模の大きい新薬メーカー同士の合併を「水平統合」という言葉を使って表現する。新薬メーカー内のバリューチェーンにおける川上分野（新薬のシーズ、新たな創薬技術等）の獲得を目的とした買収形態を「垂直統合」と表現する。





図表 2.2-1 武田薬品におけるファイブ・フォース分析

### (1) 新規参入の脅威

アストラゼネカ、イーライリリー、メルク、ノバルティス、ファイザーを挙げる。理由は、現在の UMN 製品は少ないが、将来的に UMN 製品を増やそうとしている企業だからである。現在及び将来の UMN 製品比率を把握するために、「現在の UMN へのシフト度合い(注 4) (以下、既存製品 UMN 比率)」と「将来の UMN へのシフト度合い(注 5) (以下、Pipeline UMN 比率)」を計算した(図表 2.2-2)。従って、参入企業とした 5 社は、既存製品 UMN 比率は低い、Pipeline UMN 比率の高い傾向にある。例えば、ファイザーは Pipeline UMN 比率を高める施策として、2009 年 1 月にワス(バイオ医薬とワクチンのリーディング・カンパニー)を買収している。かつては規模拡大を目的とした買収を行っていたが、現在のファイザーはオンコロジー・ビジネス・ユニットをつくり、生活習慣病領域から完全に脱却することを宣言する等、内部の組織を改変したうえでワスを買収している。

UMN 領域内の主要製品の売上／医療用医薬品の総売上高 (%)

UMN 領域内の新薬候補品数／全パイプラインにおける新薬候補品数 (%)

|      |         | 既存製品 UMN 比率 | Pipeline UMN 比率 |
|------|---------|-------------|-----------------|
| 競争相手 | ロシュ     | 62.6%       | 84.7%           |
|      | エーザイ    | 52.8%       | 81.0%           |
|      | GSK     | 44.9%       | 62.2%           |
|      | サノフィ    | 33.9%       | 48.6%           |
|      | アステラス   | 29.2%       | 43.4%           |
| 参入企業 | アストラゼネカ | 26.0%       | 57.0%           |
|      | イーライリリー | 18.0%       | 37.0%           |
|      | メルク     | 16.7%       | 43.0%           |
|      | ノバルティス  | 16.0%       | 55.0%           |
|      | ファイザー   | 10.0%       | 41.0%           |
| 自社   | 武田薬品    | 9.0%        | 39.0%           |

（出所）2008 年度の各社 IR 資料より作成。

図表 2.2-2 UMN へのシフト度合い

## (2) ライバル関係

ロシュ、エーザイ、GSK、サノフィ、アステラスを挙げる。理由は、現在の UMN 製品が多く、将来的にも UMN 製品を増やそうとしている企業だからである。「1. 参入企業」と同様に、「既存製品 UMN 比率」と「Pipeline UMN 比率」を用いたところ（図表 1 参照）、競争相手とした 5 社は、既存製品 UMN 比率の高かった。特にロシュは、すでに UMN（特に癌領域）に特化し、高いプレゼンスを有している。エーザイは、UMN（特に癌、神経、血管、免疫）を重点領域とした、日本のスペシャリティ・ファーマである。上記の競争相手と比較して、武田薬品の既存製品 UMN 比率は 9.0%と低く、今後 UMN 比率を高めていく予定であり定義上は参入企業側に入る必要があるが、将来的に UMN 領域でプレゼンスを高めていくためには、UMN 領域の強豪に追随することは必須と考え敢えて競争相手を選んだ。国内外で同時期に、UMN を狙ったバイオベンチャー買収による垂直統合が活発に行われている。アメリカでは 2004～08 年に計 86 社のバイオベンチャーが新規上場しているのに対し、日本で上場しているバイオベンチャーの総数は累計 20 社にとどまっている。海外では多くのバイオベンチャーが存在し、大手海外製薬メーカーにとって身近な存在である。

## (3) 代替品の脅威

ジェネリック医薬品を挙げる。武田薬品の低分子薬のブロックバスターの特許切れが迫っている。最大規模のアメリカ市場ではジェネリック医薬品（以下、GE）の普及率は高く、新薬の特許が切れればすぐさま GE に取って代わられる。そうすれば収益に大きな影響を及ぼす。日本においても GE の信頼性の観点から普及率は、まだまだ高くないが、収益への影響は大きい。一方、バイオ医薬は複雑な立体構造を持つため、特許以外にも高度な製造技術が必要とされるなど参入障壁が高い側面があり、代替品の脅威は少ない。主力品の「ランソプラゾール（国内製品名：タケプロン）」は 2009 年 11 月に米国で特許が切れた。2 型糖尿病用薬「ピオグリタゾン（アクトス）」は 12 年 8 月に米国特許切れが見込まれる。

#### (4) 買い手の交渉力

医療機関、患者等を挙げる。理由は、医師の処方権と患者のニーズにより使用薬剤が決定されるからである。その買い手のニーズが変化していった。これまで武田薬品にとって一番の稼ぎ頭だった生活習慣病領域の治療薬は「低分子薬（注 8）」であった。しかし近年、低分子薬から「バイオ医薬（注 9）」へ医療ニーズが変化していった。バイオ医薬のなかでも「抗体医薬（注 10）」の市場規模は 2002～08 年の 6 年間で約 6 倍、世界売上上位 15 品目のなかに 6 製品も占めるようになってきている（2002 年は 1 品目、04 年は 2 品目、08 年 6 品目）。このニーズの変化の原因として、低分子薬による技術革新の限界である。これまで、新薬メーカーの主要製品は生活習慣病領域の低分子薬であった。理由は、患者数が多く、服薬機会も継続的なので、収益を上げるには絶好のマスマーケットであった。各社が研究開発を進めた結果、化学合成による低分子医薬品はほぼ探索し尽くされた。従って、治療満足度の頭打ちにより、更なる医療ニーズを満たすことはできなくなった。そこで、抗体医薬などのバイオ医薬が UMN の医薬品として必要性が増してきた。構造が単純な低分子化合物を科学的に合成した従来の医薬品。バイオテクノロジーを用いて、もともと体内に存在する蛋白質を活用する医薬品である。癌、アルツハイマー、自己免疫疾患等、いまだ有効な治療方法が確立されていない疾患領域において、有効性が高いとされている。特定の細胞や組織（物質や分子）にだけ効果がある抗体を利用した医薬品である。癌細胞等の表面に出ている異物であることを示す目印（抗原蛋白質）をピンポイントで狙い撃ちすることが可能なため、治療効果と副作用の軽減が期待されている。

#### (5) 供給業者の交渉力

バイオベンチャーを挙げる。UMN 領域の研究開発は困難である側面があり、新薬メーカーはバイオベンチャー等が発見した新薬シーズや画期的な技術を買収する方向で進んでいる。武田薬品も、新たな創薬技術や新薬のシーズを持ったバイオベンチャーを買収していった。シリックス、パラダイム・セラビューティック、アムジェン日本法人、ミレニウムファーマシューティカルズ、IDM ファーマを買収した。買収対象とした企業は、有力な新薬候補物質を持っていたり、UMN の癌領域に強みがあったり、バイオ医薬に特化している企業である。武田薬品は、アムジェン日本法人を「武田バイオ開発センター」という名称に改め、バイオ医薬品の専門開発拠点としている。ミレニウムは、バイオ医薬に特化した企業である。これらの買収により、UMN 領域のパイプラインを充実させた。

#### (6) バリューネット

バリューネットで同時に供給することが有利と働く企業、同時に供給されることが有利と働く企業を考察した。

##### ・同時に供給することが、自社にとって有利となるような企業

アカデミア、政府（経済産業省、文部科学省、厚生労働省等）を挙げる。これまで、日本にはベンチャーキャピタル主導の育成機会が少なく、産官学の連携もアメリカと比べ少なかった。国内には 600 社程度のバイオベンチャーが存在するが、それらの大半は経営難に陥っているといわれている（注 11）。産官学の連携を強めていくことの重要性はますます増していく。

・同時に供給されると自社製品に対する顧客の価値が上がる企業

アカデミア、UMN関連の学会を挙げる。バイオベンチャーや大学などの外部機関との共同研究を行うことで、オープンイノベーションを先進的に行う。企業の外部に存在するオープンリソースを利用している。技術のスカウトをグローバルに配置し、複数の製薬企業やベンチャー、大学等との連携やライセンス契約を結んでいる。

## (7) Five Force まとめ

医療用医薬品の UMN 領域の研究開発の競争構造に特化して、武田薬品を焦点とする「ファイブ・フォース」と「バリューネット」を用いた分析を行った結果、供給業者であるバイオベンチャーの重要性が高いことがわかった。UMN の医薬品は「研究開発の難しさ」から、自社の研究開発に取り組むと同時に、有力な新薬シーズをバイオベンチャー等から導入する、若しくはバイオベンチャーごと買収することが必要な施策とされている。その有力なバイオベンチャーを育成していくために、供給業者に対する補完的な関係として産官学が協働していくべきである。また、競争相手及び参入企業に対しては、供給業者であるバイオベンチャーを取り合うこととなり、情報収集力、目利き力、交渉力、資金力等で差をつける必要がある。

## 2.3 SWOT 分析

武田薬品の SWOT 分析を図表 2.3-1 に示す。

|      |                                                                                                                                                        |                                                                                                                           |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 内部環境 | <b>強み (Strengths)</b><br>生活習慣病領域（糖尿病、高血圧）を中心とする製品ポートフォリオを有する<br>日本一の営業力を誇る<br>厚生労働省にも影響を及ぼす政治力<br>徐放性薬剤等の改良する製剤技術力<br>海外での販路開拓の経験                      | <b>弱み (Weaknesses)</b><br>ホルモン療法以外の抗癌剤領域の経験が少ない<br>中枢神経治療剤領域の経験が少ない<br>抗体医薬に関する技術が少ない                                     |
|      | <b>機会 (Opportunities)</b><br>新興国経済の成長<br>有望な新薬のシーズを所有するバイオベンチャーの誕生<br>アンメットメディカルニーズの需要増大<br>高齢化社会による医薬品需要の増大<br>米国医療保険制度改革<br>革新的医薬品創出の戦略<br>新薬創出等促進加算 | <b>脅威 (Threats)</b><br>国内外の規制当局（FDA、PMDA 等）の承認審査の厳格化<br>後発品使用促進プログラム<br>2010 年問題<br>中国等の新興国の追い上げ<br>研究開発費の高騰<br>研究開発確率の低下 |

図表 2.3-1 武田薬品の SWOT 分析

### **(1) 強み (Strengths)**

武田薬品は、昔から「生活習慣病（糖尿病、高血圧症、脂質異常症）」の治療薬の研究開発を得意としており、糖尿病薬であるとベイスン、アクトス、グルファスト、降圧剤であるとブロプレス、カルスロット、脂質異常症は現在開発中の TAK-085 という治験薬があり、また 4 年前くらいに開発中止になったが TAK-475 というブロックバスターを期待されていた大型脂質異常症治療薬の候補があった。また、武田薬品は生活習慣病のみならず比較的幅広い製品ポートフォリオを有しており、それら製品を医療機関に情報提供し、ドクター等の医療従事者ひいては患者さんからの信頼を獲得し、売上を向上させる MR (Medical Representatives) が持つ営業力は日本一であると言われている。厚生労働省に対しても強いコネクションがあり、業界のオピニオンリーダーとして日本の製薬業界を引っ張っていく役割を担っている。製薬業界に対する行政的な介入を決める際に意見を言いやすい。

昔から製剤を改良して 1 日 3 回服用する薬を 1 日 1 回の徐放性剤にしたり、注射剤であると 1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月持続するような製剤に加工する技術で有名であった。現在も既存の製品の付加価値最大化のためにコア技術のひとつとして有効に活用している。米国への進出は他社に先駆けて行い、現地の会社と業務提携を行いながら、米国でのビジネスの経験を積んでいったことから、現在のグローバルゼーションに対応できる体制があると考えている。

### **(2) 弱み (Weaknesses)**

抗癌剤は現在アンメットメディカルニーズの一部として非常に重要視されている領域の一つである。武田薬品は、前立腺癌及び乳癌の治療としてホルモン療法の注射剤であるリュープリンを持っており、癌療法の中でもホルモンに対しての強みは有していた。しかし、それ以外の化学療法であったり、最近であれば分子標的治療薬といった新たな領域には強みを持っていなかった。2008 年度にミレニウム社を買収して抗癌剤の研究開発体制を整え、国内の抗癌剤開発においては日本アムジェンを買収し武田バイオ開発センター株式会社を設立し、その 2 社に武田薬品の抗癌剤領域の未来を託している。今後、抗癌剤は非常に大きな収益源になることは間違いない。同じく中枢神経系の治療薬も強みを持っていなかった。ルンドベック社から有望な抗うつ薬を導入して開発を行なっている。現代社会はストレス社会であり、現代人の健全な精神生活を支援する薬剤の存在は大きく、また有効性は主観的なものであり確かめるのが難しいこと、まだまだ副作用や依存性にメスを入れる余地があることから、中枢神経系の薬剤もアンメットメディカルニーズ領域として今後も力を入れる必要がある。抗体医薬等のバイオ医薬に対する強みを有していなかった。これはミレニウム社買収やシリックス社の買収により、他のアンメットメディカルニーズ領域と同様であるが、手元にある豊富な資金を有効活用し、時間を買う戦略を継続していくべきである。

### **(3) 機会 (Opportunities)**

インド、中国、ブラジル、ロシア等の BRICs など新興国の薬剤ニーズが高まっている。これらの国は急速に経済成長しており、成長の恩恵を受けている大都市部は徐々に先進諸国と同様に有用な薬剤が行き渡り、アンメットメディカルニーズにも需要が発生しているような状態であるが、地方に行くと急に医療が充実していないような格差が生まれている。地方では感染症等の基本的な疾患のニーズがまだ満たされていないため、まずはそのニ

ズから薬剤を投入していく。そこで販路をしっかりと形成し、医療の充実が進行していくのと並行して付加価値の高い薬剤も投入していく戦略をとる必要がある。また、アンメットメディカルニーズ領域は研究開発が非常に難しく、特殊な技術を要する側面があり、大企業が無闇に手を出すとリソースを消費し大変なことになる危険性を孕んでいる。そのため、全世界に誕生している有望な新薬のシーズを所有するバイオベンチャーをお金で買収もしくはシーズを買取り、大企業は美味しいところをいただくという戦略が王道化されつつある。武田薬品も、その流れに乗って、ミレニアム社やナイコメッド社の買収や先に出たルンドベック社からの化合物導入を行なっている。革新的な新薬でないと必要とされない市場に対応して、政府も革新的な新薬創出に関する 5 カ年戦略を打ち出して、産官学共同で革新的な研究を行うとか、新薬審査の審査機関短縮によるドラッグ・ラグ解消とか研究開発型の製薬メーカーにとって追い風となるような施策を実行している。また、新薬創出等促進加算により、従来は新薬の特許が切れる前から徐々に薬価が下がっていたのに、新薬創出を促すためにその減額していく部分を国の財源から加算する施策も追い風となっている。そのことにより、研究開発型企業は新薬を創出するためのモチベーションを向上させることができている。米国においてオバマ大統領が打ち出した医療費削減策も、製薬メーカーにとって危険な内容であるかと心配されていたが、米国の製薬大手とオバマ大統領との協議により、保険対象者が増えることによる収入を僅か 2%減らすだけの策に終わった。この策は、現在保険に加入していない低取得者を 3,000 名ほど保険加入させるため、製薬メーカーは収益の増大が認められる。

#### (4) 脅威 (Threats)

承認審査のスピードは上昇したが、承認審査の厳格さは以前より強くなっている。これは米医薬品大手メルクの関節炎治療薬で、スーパーアスピリンと呼ばれるぐらい効き目の強い「バイオックス」で死亡例が出た事件に関してメルクは開発時に心臓発作のリスクを隠していたとのことで訴訟が約 4,200 件ある。そのような事例もあり規制当局としてもインスペクションをしっかりと行っておく必要がある。後発品使用促進プログラムは、政府も後押ししており、医療費削減策として非常に重要な内容であるが、後発品にはない先発品の良さを主張できないようであれば、研究開発型の製薬企業が国内で新薬を開発していくモチベーションは失われていく。また、現在まさに直面している大型製品の相次ぐ特許切れを表す 2010 年問題について、各社影響を最小限にするよう策を講じている。国別に売上高を見ると米国に次いで日本は第二位の市場であるが、中国を始めとする新興国の急速な成長により、市場シェアにも影響が出て、この 5 年以内くらいに中国が世界第 2 位の市場になるのではないかとされている。

| 社名      | 薬品名   | 2008 年度売上高    | 特許失効期間      |
|---------|-------|---------------|-------------|
| ファイザー   | リピトール | 1,123,500 百万円 | 2011 年 6 月  |
| 武田薬品工業  | ブロプレス | 230,300 百万円   | 2012 年      |
|         | アクトス  | 387,000 百万円   | 2011 年 7 月  |
| 第一三共    | クラビット | 97,700 百万円    | 2011 年 6 月  |
| アステラス製薬 | ハルナール | 116,600 百万円   | 2010 年 4 月  |
| エーザイ    | アリセプト | 303,800 百万円   | 2010 年 11 月 |
|         | パリエット | 159,900 百万円   | 2013 年 5 月  |

図表 2.3-2 2008 年度売上高上位のブロックバスターの特許失効時期

## 2.4 企業環境分析のまとめ

武田薬品の企業環境分析を行うため、PEST 分析、ファイブ・フォース分析及び SWOT 分析を行った。PEST 分析においては、特に政治的環境の影響が大きいと考えられた。武田薬品は研究開発型の先発医薬品を中心に扱う製薬企業であり、承認審査の厳格化、薬価引き下げ、後発医薬品使用促進といった政治的環境を考えると、武田薬品は今後益々厳しい環境の中で事業を行なっていかなければならないことがわかる。その一方で、経済的環境や社会的環境をみると、日本国内においては市場が伸びず厳しいものの、中国をはじめとする新興国においては市場が伸びており、国内市場と比較して魅力が高いと考えられた。このような環境を踏まえ、武田薬品の企業戦略を分析するとともに、今後の課題をみつけ、新たな提案を行う。

ファイブ・フォース分析においては、アンメットメディカルニーズ (UMN) をめぐるライバル関係にある既に UMN に強みを持っている会社、武田薬品と同様にこれから UMN を強化する大手製薬メーカー、買い手である医療機関側の交渉力の強さがわかった。このことから、バリューネットも参考にして、医療機関側に対して、武田薬品が競合企業よりも差別化できる要素として、大学等のアカデミアとのオープンイノベーションを先進的に行う必要性が抽出できた。また、UMN のシーズとなるバイオベンチャーに関しては、日本は米国に比べ遅れている面もあるので、政府とも連携して産官学の共同にて日本発の強力なバイオベンチャーを創出できる環境を整備することも有意義であることがわかった。このような競争構造を踏まえ、武田薬品の医薬事業戦略を戦略の評価と課題において分析、評価する。

SWOT 分析においては、PEST 分析とファイブ・フォース分析の結果を中心に整理した。「強み」としては生活習慣病領域のノウハウや営業力等が挙げられた、「弱み」としては UMN 領域の参入の遅れ等であり、「機会」については政府の後押しや新興国経済成長、「脅威」としては政治的環境での向かい風要因が考えられた。武田薬品は、「強み」を「機会」と結びつけた医薬品事業戦略を十分にとっており、それ自体は評価できるものの、「脅威」である政治的環境の影響が大きく、今後市場環境は益々厳しくなることが予想された。そこで「機会」である新興国等の成長市場への参入、UMN 領域への参入に、いかに対処していくかが重要であると考ええる。

## 3 企業戦略分析

### 3.1 企業理念とビジョン

武田薬品の経営の基本精神として、230 年にわたり命の大切さを見つめ続けてきたタケダには、「高い倫理観」と「強い使命感」が培われてきた。これらは、現在、タケダイズムを始めとする「経営の基本精神」として一体化され、わたしたちの経営のなかに、しっかりと息づいている。



### **(1) タケダイズム**

わたしたちタケダグループの従業員は、いかなる場面においても、常に誠実であることを旨とします。誠実とは、何事にも高い倫理観をもって、公正・正直に取り組む基本姿勢と、より良き姿を追求し続ける不屈の精神をいいます。この実践を通じて、わたしたちを取り巻くあらゆる人々との間に強い信頼関係を築き、事業を発展させていくことで、タケダの経営理念である「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」を世界で実現していくことを目指します。

### **(2) 経営理念（ミッション）について**

優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する

### **(3) 経営方針（ビジョン）について**

私たちタケダグループは、グローバル製薬企業としてのリーダーシップを発揮しながら、「革新への挑戦」、「活力ある企業風土の創造」、「持続的な成長」を追求し、経営理念を実現します

#### **・革新への挑戦**

最先端の科学と医学における革新に果敢に挑戦し、優れた医薬品を研究・開発し、医療と患者さんのニーズに応えます

#### **・活力ある企業風土の創造**

社会の一員として、従業員がお互いを認め合い、協力し合い、タイムリーな意思決定を行うことによって、活力ある企業風土を創ります

#### **・持続的な成長**

重点疾患領域を中心に、優れた医薬品の提供を通じて、持続的な企業価値向上を目指します

### **(4) 行動原則（バリュー）について**

高い倫理観を大切にしながら、次の行動に努めます。

#### **・多様性**

世界中の様々な人々とその考えを理解し、尊重します

#### **・連携**

共通の目標の実現に向けて、組織を超えて協力し合います

#### **・コミットメント**

ステークホルダーの期待に応えるため、自らの責任を全うします

#### **・透明性**

ステークホルダーとの間に信頼関係を築くため、適切な情報共有と対話を大切にします

#### **・情熱**

医療と患者さんの幸せに貢献するという熱い想いと、その実現に向けて不屈の精神を持ち続けます

#### **・挑戦**

常に革新に挑み、あらゆる可能性を追求します

※ステークホルダーとは、企業の事業活動により影響を受け、または影響を与える、患者さん、医療従事者の皆さま、株主・投資家の皆さま、従業員、お取引先、社会、環境などの関係者（存在）を意味します。

### 3.2 企業価値創造

タケダは、「社会との関係」「環境との関係」「お取引先との関係」「従業員との関係」を主要な分野として、国連グローバル・コンパクトの 10 原則との関連性を明確にする形で取り組み内容を策定し、CSR 活動を推進している。

#### (1) 社会との関係

| 分野     | GC 10 原則     | 2009 年度の実績                                            | 評価 | 2010 年度の取り組み内容                  |
|--------|--------------|-------------------------------------------------------|----|---------------------------------|
| 社会との関係 | 原則 1<br>原則 2 | 治療や予防に関する幅広い情報提供<br>●健康講座、生活習慣病セミナーなどの開催              | ○  | 治療や予防に関する幅広い情報提供（継続）            |
|        |              | アジア途上国における保健医療アクセス向上<br>●「タケダ-Plan 保健医療アクセス・プログラム」の開始 | ○  | グローバルレベルでの途上国における保健医療アクセス向上（継続） |
|        |              | 次世代における医療の発展を担う人材の育成・支援<br>●タケダヤングフォーラムの開催            | ○  | 次世代における医療の発展を担う人材の育成・支援（継続）     |
|        |              | 医療の発展に資する幅広い分野への助成<br>●武田科学振興財団による研究助成                | ○  | 医療の発展に資する幅広い分野への助成（継続）          |
|        |              | NGO/NPO とのパートナーシップ構築<br>●市民社会創造ファンド、プラン等との協働プログラム推進   | ○  | NGO/NPO とのパートナーシップ構築（継続）        |
|        |              | タケダグループ内におけるボランティア活動の現状把握<br>●海外グループ会社のベストプラクティス分析    | △  | 国内従業員に対するボランティア活動機会の提供（継続）      |

評価： ○:目標を達成した △:目標に達しなかったが、活動内容が前年度より進捗・向上した  
×:目標に達しなかった

#### (2) 環境との関係

| 分野     | GC<br>10 原則          | 2009 年度の実績                                            | 評価 | 2010 年度の取り組み内容             |
|--------|----------------------|-------------------------------------------------------|----|----------------------------|
| 環境との関係 | 原則 7<br>原則 8<br>原則 9 | 環境・防災に関する方針の実施<br>●方針に基づいた活動計画の実施                     | ○  | 環境・防災に関する方針の実施（継続）         |
|        |                      | 武田薬品環境自主行動計画の策定<br>●環境自主行動計画案の策定                      | △  | 武田薬品環境自主行動計画の策定（継続）        |
|        |                      | タケダグループ環境マネジメントシステムの構築<br>●各事業所でグループ環境防災業務基準への適合状況を確認 | ○  | タケダグループ環境マネジメントシステムの構築（継続） |
|        |                      | 気候変動における中期目標の策定<br>●2015 年度目標の策定                      | ○  | 生物多様性への取り組みの強化             |
|        |                      | 化学物質管理に関するガイドラインの策定<br>●危険性評価体制の確立と製造プロセスにおける曝露対策の推進  | ○  | 化学物質管理体制の強化・ガイドラインの策定（継続）  |
|        |                      | 水資源利用に関する中期目標の策定<br>●現状を把握し、リスクが低いことを確認               | ○  | 水資源利用に関する中期目標の策定（継続）       |
|        |                      |                                                       |    |                            |

### (3) 取引先との関係

| 分野       | GC<br>10 原則         | 2009 年度の実績                                             | 評価 | 2010 年度の取り組み内容                    |
|----------|---------------------|--------------------------------------------------------|----|-----------------------------------|
| お取引先との関係 | 原則 1<br>から<br>原則 10 | 偽造医薬品問題に対するイニシアティブの発揮<br>●国際機関（ICPO、WHO）、規制当局や業界団体との協力 | ○  | GDP 体制の構築、サプライチェーンにおける製品のセキュリティ強化 |
|          |                     | 購買基本方針の徹底<br>●資材購買部門において、コンプライアンス教育等を一人当たり年間 6 回以上実施   | ○  | CSR 購買ガイドラインの策定                   |
|          |                     | お取引先における CSR への取り組み状況の確認<br>●お取引先へのアンケート実施             | ○  |                                   |
|          |                     | サプライチェーン管理に関する他社ベンチマーク<br>●コンサルティング会社と連携のうえ、実施         | ○  |                                   |
|          |                     | グリーン調達の推進<br>●方針に基づいた着実な実施                             | ○  | グリーン調達の推進（継続）                     |

### (4) 従業員との関係

| 分野      | GC<br>10 原則        | 2009 年度の実績                                                      | 評価 | 2010 年度の取り組み内容                      |
|---------|--------------------|-----------------------------------------------------------------|----|-------------------------------------|
| 従業員との関係 | 原則 1<br>から<br>原則 6 | グローバル人事ポリシーの徹底<br>●国内外グループ会社間での人材交流の実施                          | ○  | 人事ビジョンの再構築                          |
|         |                    | Takeda Leadership Institute の実施<br>●9 カ国 36 名が受講                | ○  | Takeda Leadership Institute の実施（継続） |
|         |                    | Takeda Global Awards の実施<br>●高業績だけではなく、タケダイズムを体現し、社会に貢献した従業員も表彰 | ○  | Takeda Global Awards の実施（継続）        |
|         |                    | グローバル従業員サーベイの実施（隔年）<br>●日本の従業員を対象に実施、回答率 94.5%                  | ○  | グローバル従業員サーベイの実施（隔年）（継続）             |
|         |                    | メンタルヘルスケアの強化<br>●幹部社員対象「ラインケア研修」一般社員対象「セルフケア研修」の実施              | ○  | メンタルヘルスケアの強化（継続）                    |
|         |                    | 働きやすい職場づくりの推進<br>●「次世代認定マーク：くるみん」の継続取得（2 回目）                    | ○  | 働きやすい職場づくりの推進（継続）                   |

### 3.3 戦略資産

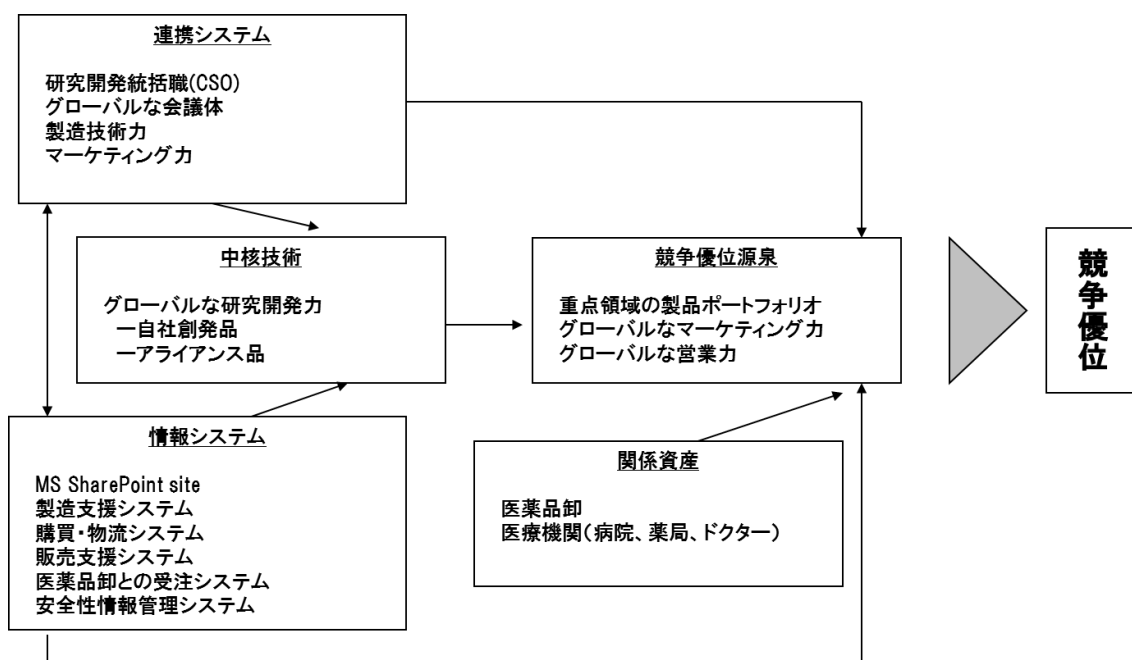
武田薬品の中核技術は「グローバルな研究開発力」であると考えている。医療用医薬品の研究は、日・米・欧・亜の 4 カ国 7 つの拠点の連携のもとに行われている。筑波地区研究部門では、病気の原因に深く関係する細胞のレセプターや体内酵素、あるいは遺伝子レベルの情報に着目し、薬の「芽」となる物質を探し出す、いわば新薬創出の第 1 ステップを担っている。ここでは、重点疾患領域のみに限定せず、次世代の新規領域も視野に入れた開拓研究を推進している。

大阪工場地区研究部門では、筑波の研究所で見つけられた「芽」から"薬を創る"研究を担当している。合成化学研究、重点疾患領域を中心とした薬効薬理に関する研究、次世代の医薬品コンセプトの検討や製剤技術研究のほか、安全性研究および物性・薬物動態・代謝研究などを行っています。「芽」を「薬」に仕上げていく課程において、膨大な数の新規化合物を様々な生物評価系でスクリーニングして新薬候補物質を選定し、その候補化合物の効果・安全性を精査していく。

開発体制においては、日米欧アジアでの臨床開発体制を整備し、「次世代主力製品」の開発

を加速している。日本開発センターと、米国・欧州の武田グローバル研究開発センター株式会社、アジア・オセアニア地域の臨床開発拠点である武田クリニカル・リサーチ・シンガポール株式会社が緊密に協力し、グローバルに症例の集積を加速することで、各国における新製品の承認申請・販売の一層の早期化を目指している。

武田薬品の中核技術は「グローバルな研究開発力」であるが、それだけでは競争優位を獲得することはできない。中核技術を取り囲む武田薬品の戦略資産を図表 3.3-2 に示す。



図表 3.3-2 武田薬品の戦略資産

### (1) 連携システム

武田薬品の中核技術である「グローバルな研究開発力」は、それ自らが機能するのではなく、研究開発統括職（CSO ; Chief Scientific Officer）の存在により研究と開発が一体となり情報交換できる仕組みが構築されつつあり、グローバルな会議体によって研究と開発が合同で協議して意思決定を行なっている。また、製造技術力及びマーケティング力が連携システムとして中核技術と協働する必要がある。

### (2) 情報システム

グローバルに情報を共有して協働するために MS SharePoint site を作成して、タイムライン、ドキュメント、イシュー、リスクマネジメントプラン等について共有している。また、バリューチェーンの各パートの情報システムの連携は中核技術をサポートするのに重要である。

### (3) 関係資産

医薬品卸と医療機関は、武田薬品にとって「買い手」とであると同時に、関係資産でもある。つまり武田薬品は、医薬品卸や医療機関とは数十年をかけて良好な関係を構築してきており、今後の事業活動もこれらの関係資産に基づいて行われることになる。

#### (4) 競争優位源泉

これらの戦略資産をベースに、武田薬品の中核技術である「グローバルな研究開発力」から競争優位を生み出す源泉として、「グローバルなマーケティング力、営業力」にバトンタッチされ、全世界において競争優位を生み出す。

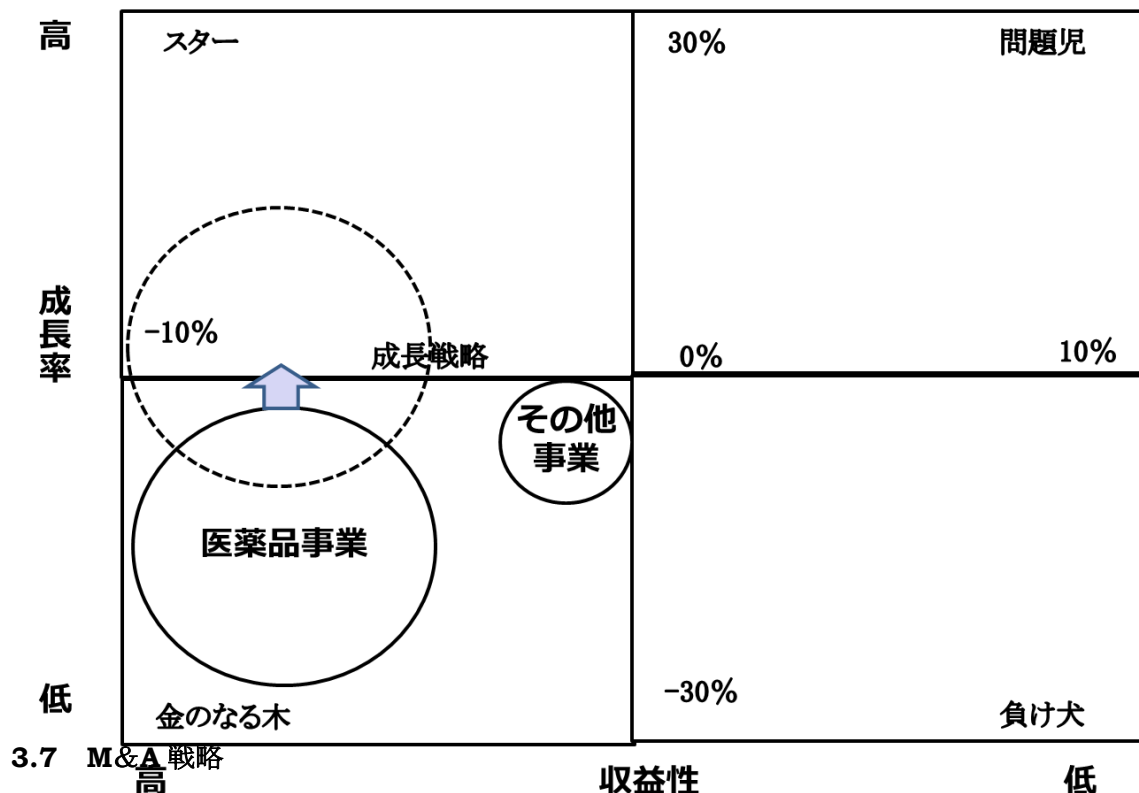
### 3.5 企業成長戦略

武田薬品の 11-13 中期計画を確認する。

- ・ 15 年度における 10 年度レベルへの業績回復とそれ以降の持続的成長に向けて、引き続き“**Innovation**”“**Culture**”“**Growth**”の基本戦略を着実に実行していく。
- ・ 重点疾患領域に研究開発投資を積極的に行い、当社の使命である画期的新薬の創出に調整していく
- ・ 社内外リソースを有効に活用し、研究開発生産性の向上を果たしていく
- ・ 大型成熟品を中心とした製品構成から、新製品を中心とした多様な製品ラインナップにシフトしていく
- ・ 日・米・欧の 3 極に加え、新規進出国・新興国を中心に販売基盤を強化し、さらなる Globalization を推進していく

### 3.6 事業ポートフォリオ戦略

武田薬品の事業ポートフォリオを収益性及び成長性の面から検討、図表 3.5-1 に示す（成長性は売上高の推移、収益性は売上高営業利益率による）。その結果、医薬品事業から多くのキャッシュを創出しており、そのキャッシュで医薬品事業にて新製品を投入している



図表 3.6-1 武田薬品の事業ポートフォリオ

以下のように本業である医薬品事業に選択と集中するために事業整理を行った。

食品事業を武田キリン食品株式会社に営業譲渡

- ・平成 14 年（2002 年）食品事業を武田キリン食品株式会社に営業譲渡
- ・平成 14 年（2002 年）11 月 武田アグロ製造株式会社、タケダ園芸株式会社他の株式を売却するとともに、農薬事業を住化武田農薬株式会社に営業譲渡
- ・平成 15 年（2003 年）4 月 生活環境事業を日本エンバイロケミカルズ株式会社に営業譲渡
- ・平成 17 年（2005 年）4 月 生活環境事業を営む日本エンバイロケミカルズ株式会社他の株式を大阪ガス株式会社の子会社である大阪ガスケミカル株式会社に譲渡
- ・平成 17 年（2005 年）6 月 動物用医薬品事業を営む武田シェリング・プラウ アニマルヘルス株式会社の株式をシェリング・プラウ株式会社に譲渡
- ・平成 18 年（2006 年）2 月 情報システムの開発・運用業務を目的として株式会社日立インスファーマを設立
- ・平成 18 年（2006 年）4 月 化学品事業を営む三井武田ケミカル株式会社の株式を三井化学株式会社へ譲渡
- ・平成 18 年（2006 年）4 月 武田食品工業株式会社が会社分割によりハウスウェルネスフーズ株式会社を設立するとともに、同社へ飲料・食品事業を譲渡
- ・平成 19 年（2007 年）4 月 食品事業を営む武田キリン食品株式会社の株式を麒麟麦酒株式会社に譲渡
- ・平成 19 年（2007 年）10 月 飲料・食品事業を営むハウスウェルネスフーズ株式会社の株式をハウス食品株式会社に譲渡
- ・平成 19 年（2007 年）10 月 農薬事業を営む住化武田農薬株式会社の株式を住友化学株式会社に譲渡
- ・平成 20 年（2008 年）4 月 情報システムの開発・運用業務を行う株式会社日立インスファーマの株式を株式会社日立製作所に譲渡

以下のように、M&A を行なってきた。

- ・平成 17 年（2005 年）3 月 武田アメリカ・ホールディングス株式会社を通じて、米国の研究開発バイオベンチャーであるシリックス株式会社を買収し、武田サンディエゴ株式会社（現・連結子会社）に社名変更
- ・平成 19 年（2007 年）3 月 武田ヨーロッパ・ホールディングス有限会社を通じて、英国のバイオベンチャーであるパラダイム・セラピューティック社を買収し、武田ケンブリッジ株式会社（現・連結子会社）に社名変更
- ・平成 20 年（2008 年）3 月 米国のバイオ医薬品会社である米国アムジェン社の 100% 子会社であるアムジェン株式会社の株式を買取り、武田バイオ開発センター株式会社（現・連結子会社）に社名変更
- ・平成 20 年（2008 年）4 月 武田アメリカ・ホールディングス株式会社と米国アボット・ラボラトリーズとの合弁会社（両社 50% 出資）である TAP ファーマシューティカル・プロダクツ株式会社を、会社分割を含めた事業再編により 100% 子会社化

- ・平成 20 年（2008 年）5 月 公開買付けによる株式取得により、米国バイオ医薬品会社であるミレニアム・ファーマシューティカルズ株式会社（現・連結子会社）を買収
- ・平成 20 年（2008 年）6 月 武田ファーマシューティカルズ・ノースアメリカ株式会社が T A P ファーマシューティカル・プロダクツ株式会社を合併
- ・平成 21 年（2009 年）6 月 公開買付けによる株式取得により、バイオ医薬品会社である IDM ファーマ株式会社（フランス）（現・連結子会社）の株式保有を主な目的とする IDM ファーマ株式会社（米国）（現・連結子会社）を買収
- ・平成 21 年（2009 年）12 月 ラボラトワール・タケダ株式会社（現・連結子会社）が IDM ファーマ株式会社（フランス）（現・連結子会社）の全株式を取得し、100%子会社化

### 3.4 企業戦略分析のまとめ

企業戦略分析の結果、武田薬品は創業から 230 年にわたり培われてきた「経営の基本精神」をタケダイズムという形で従業員の指針として徹底していることがわかった。そのビジョンのもと、CSR 活動も力を入れており、社会との関係、環境との関係、取引先との関係、従業員との関係、いずれもしっかりとした取り組みを行なっている。戦略資産としては全世界で研究開発が行える体制になりつつある「グローバルな研究開発力」である。そこから競争優位に導くためには、部門や国をまたがった情報共有の仕組みが必要であり、全世界の研究と開発を取り仕切る研究開発統括職という職制により取り仕切られており、またグローバルの会議体によりコミュニケーションの壁を乗り越えている。また、各種情報システムやマーケティング及び製造技術からのインプットに加えて、医療の現場との関係性をもって競争優位の源泉であるグローバルなマーケティング力にバトンタッチしていく。企業成長戦略では、武田薬品の 11-13 中期計画にて、15 年度における 10 年度レベルへの業績回復とそれ以降の持続的成長に向けて、引き続き“**Innovation**”“**Culture**”“**Growth**”の基本戦略を着実に実行している。やはりアンメットメディカルニーズ及び新興国進出が着目されている内容である。事業ポートフォリオでは高い収益性がある医薬品事業がキャッシュを生み、自らの成長の源泉にしていることがわかった。

## 4 戦略の評価と課題

### 4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

2008 年度の大型合併等により人員が 3,000 名ほど増加したが、2010 年度に削減されたのは 1,000 名だけであり、シナジー効果を発揮できていないことを考えると、更なる人員整理が必要であると考え。ナイコメッド社の人員が約 12,500 名増加した現在においては、なおさらシナジー効果を発揮できる最低限の人員を残し、人員整理をすることが必須である。

### 4.2 組織・人事要因



買収も行いグローバル 70 カ国にわたる巨大な組織となったため、各国間の連携、部門間の連携が重要となってくる。武田薬品は、昔から部門間の連携は得意な方ではないと思われるので、戦略資産から競争優位を産み出すためには、より一層の連携によりシナジー効果を発揮する必要がある。タケダイズムにも連携は重要視されている。

#### 4.3 経営管理要員：業績評価・報酬など

報酬面では、国内全業種の平均年収ランキングで製薬企業では第 2 位の 41 位で激務に値する報酬は確保できているのではないかと考える。

|      |        |       |      |     |
|------|--------|-------|------|-----|
| 27 位 | エーザイ   | 1,093 | 42.1 | 医薬品 |
| 41 位 | 武田薬品工業 | 1,030 | 41.8 | 医薬品 |

#### 付属資料 6：企業戦略分析

（出所：松永 好弘「経営戦略応用研究 I&II 期末レポート」 2004 年 11 月 8 日）

#### 川崎重工業株式会社（2008）

##### 1 事業内容

##### 1.1 歴史

川崎重工業株式会社の歴史は古い。1878 年に創業者・川崎正蔵が西洋型船の建造を目的として「川崎築地造船所」（東京）を創設。1886 年には、事業規模を拡大して「川崎造船所」（神戸）が創業を開始した。1890 年には日本最初の鋼船を竣工。その後、1896 年に株式会社川崎造船所を設立。松方正義の長男、松方幸次郎が初代社長に就任した。1902 年には乾ドックの建設、1906 年には機関車、貨客車、さらに橋桁の製作を開始、造船所では船の主機関として蒸気タービンの製造やわが国初の潜水艇の製作も開始し、最先端の技術を駆使して明治期の近代化に寄与した。また、1918 年には兵庫工場に飛行機科を設置し、ライト兄弟の初飛行からわずか 15 年後に航空機の製造に着手。その後、新たに航空機工場を開設、日本初の全金属製飛行機を完成させて、日本の航空機産業の礎を築いた。明治時代、創業期の川崎重工は国策に乗った企業という反面、日本の近代化を重工産業から推進するという志から生まれた企業であったといえる。この創業精神は、数々の日本初を生み出した。重工業の技術発展の早さも川崎重工を活性化したと言える。

大正なかばから昭和のはじめにかけては、事業を分離し独立事業化した時期であった。1919 年には船舶部を分離し、川崎汽船（株）を設立。1928 年 川崎車輛を設立。1937 年 飛行機部門を分離して、川崎航空機工業（株）を設立。1939 年には、社名を現在の川崎重工業株式会社へと変更し、1950 年には財閥解体により製鉄部門を分離して、川崎

製鉄（株）を設立した。第 2 次世界大戦終戦後は、1952（昭和 27）年に対日講和条約が発効するまでの 7 年間、航空機の生産は禁止された。航空機が生産が再開された後も、7 年間のブランクは大きく、事業の再建は困難を極めた。このブランクは国内航空機産業の機体開発能力における競争力の低下をもたらした。同様のことはドイツの航空機産業においてもおきている。ただし、国内競争においては、1952 年に初の国産ヘリコプターベル 47D 型を製造開始した。現在においても、国内ヘリコプターメーカーとしては、川崎重工がシェアトップである。

その後、1969 年川崎重工業・川崎車輛・川崎航空機工業の 3 社が再び合併し、陸・海・空に事業を展開する総合システムエンジニアリング企業としての基盤を固めた。また、この年国産初産業用ロボット「川崎—ユニメート 2000」、時代を先取るジェットスキーの販売開始など、イノベーションを感じさせる製品が多く生まれた。高度経済成長期、重工業は再び華やかな繁栄の時期を迎える。1972 年には、汽車製造（株）を合併。鉄道車両分野でわが国トップメーカーの座を確保するとともに、都市ごみ焼却プラントの分野にも事業を広げた。1975 年わが国二輪車・四輪車業界のトップを切って、アメリカで二輪車の現地生産を開始。さらに、アメリカでは、'86 年から鉄道車両、'88 年からは建設機械の現地生産も開始した。1989 年には、世界最長の吊橋・明石海峡大橋主塔工事を受注（'98 年開通）。1991 年には、英仏海峡海底鉄道トンネルの掘削で、2 基のトンネル掘削機が予定より 8 ヶ月も早く同トンネルを貫通させた。2001 年変革の時代に速やかに対応できる新たな経営スタイルの構築に向けて、社内カンパニー制と執行役員制を導入。2002 年には、当社の母体でもあった船舶部門を（株）川崎造船として、精機部門（油圧機器部門）をカワサキプレジジョンマシンナリとして分社独立させた。

## **1.2 各事業内容**

### **1.2.1 船舶事業**

近年、船舶事業は潜水艦、LNG 船、LPG 船、ばら積み貨物船などを中心として事業展開を行っている。船舶事業は川崎重工の起業事業であり、艦船、商船の建造は、明治期から昭和にかけて、日本の産業を支える重要な事業であった。しかし、近代に入り国際間輸送手段・交通手段が飛行機に移ることにより、船舶事業は事業としての価値を失っていった。特に近年は韓国造船所の生産能力拡大に従い、船価が下落し国内造船メーカーの経営を圧迫していった。川崎重工においても三井造船との業務提携や、破談になったが石川島播磨重工業造船部門との合併など、様々な方策を手当てしたが、最終的には分社独立という選択を行った。

### **1.2.2 車両事業**

最近の車両事業については、台湾新幹線の受注や中国新幹線応札など、国際市場における受注が目立つ。こうした成果は、旧鉄道総合研究所との車両開発を通じた長年の技術開発が実を結んだものと考えられる。国内の鉄道車両技術の開発は、鉄道総研すなわち JR が

中心となって行ってきた。国内の車両メーカーは JR の技術開発に参画する形で技術を蓄積してきたといえる。国内メーカーとしては、川崎重工の他に日立製作所、日本車両などの車両メーカーがある。この中でも特に川崎重工は常に JR のフラッグシップ車両である新幹線の開発メーカーであり続けている。このように国内の鉄道車両市場においては、川崎重工はトップシェアであるが、その反面世界シェアでは大手に大きく水をあけられている。この大きな原因となっているのは、鉄道技術において、車両の開発技術は要素技術に過ぎない点にある。鉄道技術においてもっとも重要な技術は、鉄道運行制御技術である。東海道新幹線は約 5 分おきに東京駅を出発するが、それぞれの列車が異なる速度で、異なる駅に停車し、全く事故を起こさない。これは驚異的な技術であるが、そうした技術は車両メーカーではなく、JR に蓄積されており、いざ海外企業と競合した場合、国内シェアトップの川崎重工でも対応しきれないのが現状である。

### 1.2.3 航空宇宙事業

国内における航空機メーカーは少ない。機体メーカーでは川崎重工、三菱重工、富士重工、新明和工業、現在、川崎重工の傘下に入っている日本飛行機などが挙げられる。国内に機体メーカーが少ない理由としては、航空機産業の体質に起因する部分が多い。航空機産業における製品開発は、性能確認と安全性確認に長期間を要する。このため莫大な開発費を費やしても、収益を得るまで比較的長期間を要する。つまり、それなりの企業体力がなければ、航空機事業に参入することは難しい。このため、実質的に大手数社が細々と事業を続けているのが実情である。日本の航空機産業における需要は大きく分けると、官需と民需に分かれ、その中でも固定翼と回転翼（ヘリコプター）市場に分かれる。官需については、冷戦の終結以降、防衛費が削減され、需要が減少している。そうした状況の中、川崎重工は、一昨年末、次期固定翼哨戒機及び次期輸送機の開発プロジェクトの開発主担当企業としての受注に成功した。従来の防衛庁の発注から考えると、いずれか 1 機は三菱重工に発注されることが予想されたが、今回は、川崎重工がプライム契約を結んだ。決定の背景には F15 戦闘機のケーブル切断事件や、大型客船の炎上事件・その他防衛庁と三菱重工の係争などが影響したものと考えられる。民需については、大型航空機関連の事業ではボーイング社向け旅客機分担製造を行っている。これについては、受注額の多少はあっても国内各社同様の事業を展開している。小型機については、川崎重工はブラジルのエンブラエル社と機体の開発製造を行っている。三菱重工は、カナダのボンバルディアと同様の開発事業を展開し、各社、個別にリージョナルジェットの世界戦略を展開している。民需の中でもヘリコプター市場においては、川崎重工のシェアが高い。特に BK117 ヘリコプターは、救助用ヘリコプターの標準機になりつつある。

### 1.2.4 ガスタービン・機械事業

ガスタービン・機械事業の製品は、内燃機関からジェットエンジンまで多様である。内燃機関としては、船用の大型ディーゼル機関エンジン、ガスタービンでは船用蒸気タービン主機関、産業用ガスタービン発電設備を製造している。ジェットエンジンでは V2500、ト

レントなど、ロールスロイスとの契約に基づき、民間航空機用エンジンの分担製造を行っている。内燃機関と、ガスタービンと共に、システムの一部を構成する要素ではあるが、それ自身が機能を実現しており、パーツではなくコンポーネントであるといえる。一方、ジェットエンジンについては、空力設計は全てロールスロイスで行われ、川崎重工は分担部分の詳細設計及び製造を担当している。近年はマイクロガスタービン技術を用いて、病院などの非常用発電やコージェネレーションシステムなどを製造している。

#### 1.2.5 プラント・環境・鉄構事業

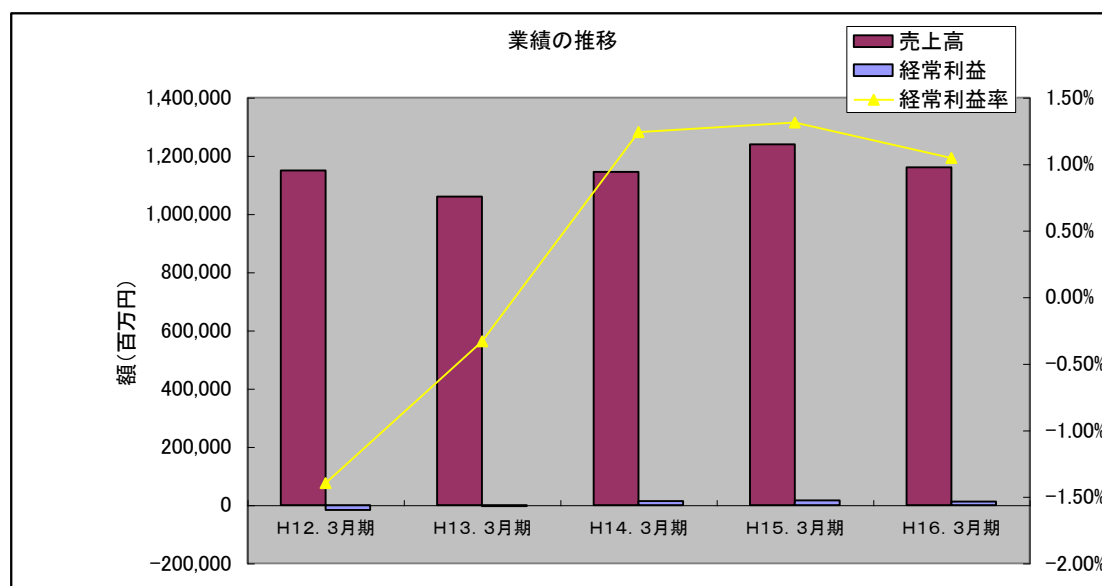
プラント事業は、高度成長期にはセメント、化学、製鉄などのプラントの建設を手広く行ってきた。しかし、近年の鉄冷えや需要の変化に対応できないまま、売上を低迷させている。需要の変化に対しては、関西空港の荷捌きシステムや自動倉庫など、物流関係のシステム開発やウォータージェットやレーザーによる加工機械の開発にも手を出したが、結局、プラントの屋台骨を支える事業にはならなかった。プラント事業ではその他にボイラーなどを製品としている。こうしたプラント事業も様々な施策を展開したが、効果が十分得られず、製鉄プラント事業は NKK などと共同出資し JSP という製鉄プラント事業会社を作り事業を移管した。しかしその後も経営状態は好転しないため、それだけでは不十分という判断により、2004 年 10 月にプラント事業を分社する決定を行った。環境事業では主にごみ焼却設備を製作納入している。90 年代以降の環境意識の高まりに合わせて公共設備を中心に売上を伸ばしたが、競合メーカーの増加と設備が行きわたったことにより、売上が低迷している。今後、京都議定書の発効に合わせ、海外市場への進出が考えられる。鉄鋼事業については関西空港、明石海峡大橋、東京湾アクアラインなどのビッグプロジェクトが完了後、大型公共事業が無くなり、売上が低迷している。このため千葉工場、袖ヶ浦工場を閉鎖し、播磨工場へ生産設備と人員を集約した。今後も市場の回復は見込めないが、分社させるだけの自立能力も無いため、今後の事業展開では難しい局面を迎えている。

#### 1.2.6 汎用機事業

汎用機事業の主力製品はオートバイの製造販売である。国内シェアは 12% で国内メーカー 4 社の中で 4 位という低位にいる。ただし、川崎重工のオートバイは 80cc 以上の排気量のオートバイのみを製造販売しており、最も市場の大きいスクーターは製造していない。カワサキのオートバイの購入者は、カワサキのオートバイのオリジナルデザインであるメグロからの系譜である無骨なデザインとブランドイメージを好んで購入している傾向がある。30 年前は Z2、20 年前は GPZ、最近ではゼファーというブランドで大きなブームを起こしている。汎用機事業の中では産業用ロボットも製造販売している。日本では初めて産業用ロボットを実用化したにもかかわらず、現在では低迷している。トヨタ自動車、マツダ、フォードなどの自動車メーカーを中心に市場展開するとともに、半導体製造工場のクリーンロボット市場にも参入している。数年前には神戸製鋼の塗装ロボット部門を買収し、市場を拡大しようと戦略を展開している。

### 2 全社業績推移

## 2.1 売上高・経常利益推移



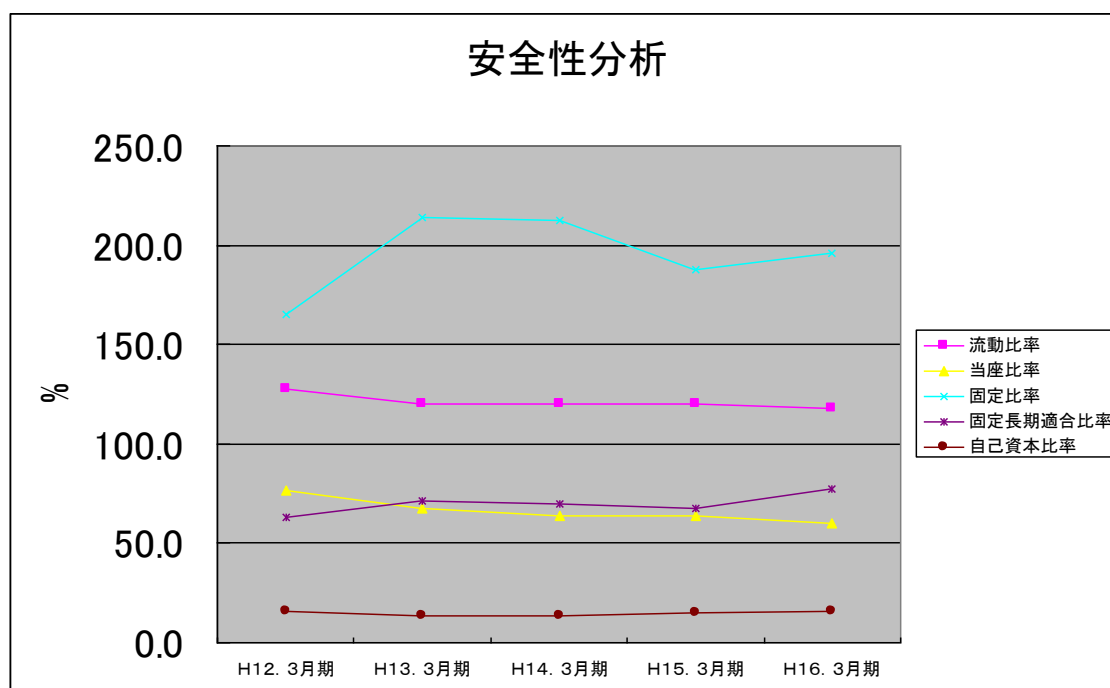
|       |       | 2000年3月期  | 2001年3月期  | 2002年3月期  | 2003年3月期  | 2004年3月期  |
|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|       |       | H12. 3月期  | H13. 3月期  | H14. 3月期  | H15. 3月期  | H16. 3月期  |
| 売上高   | (百万円) | 1,149,698 | 1,060,479 | 1,144,534 | 1,239,598 | 1,160,252 |
| 経常利益  | (百万円) | -16,068   | -3,512    | 14,208    | 16,273    | 12,140    |
| 経常利益率 | (%)   | -1.40%    | -0.33%    | 1.24%     | 1.31%     | 1.05%     |

売上高は1兆円近傍を上下している状態である。経常利益はほぼゼロ付近にあり、業績としては、悪い状態が続いている。しかし、川崎重工のように公共事業の売上比率が高い企業においては、経常利益が僅かでもプラスになっている事実は重要である。公共事業に入札する場合、応札資格の認定があるが、3期赤字を連続すると、応札資格を失う可能性がある。このため、過去において2期連続の赤字はあっても、3期連続の赤字はない。ただ、3期目の赤字を回避するために、社員寮・社宅などの資産を逐次売却し、体力を失いつつあるのも事実である。H12・13年にかけては、リストラクチャリングを行い、生産拠点の集約及び、団塊の世代に対する早期退職優遇制度を実行した。

## 2.2 経営指標（安定性・収益性・成長性・生産性）の推移

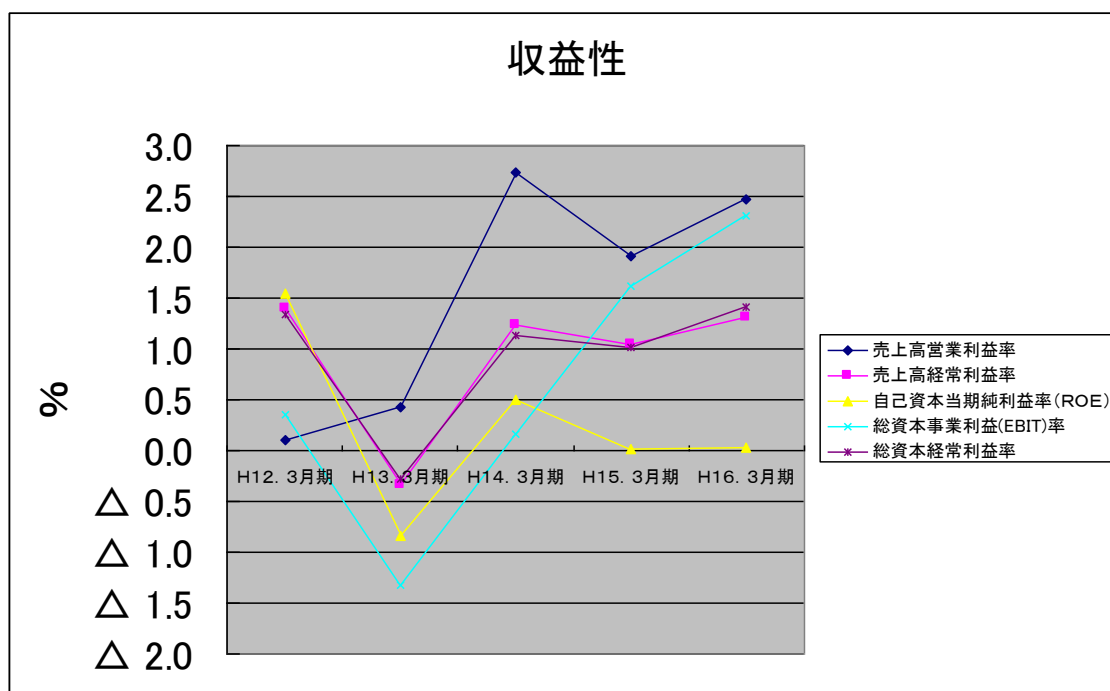
| 経営指標分析 |                 | 2000年3月期 | 2001年3月期 | 2002年3月期 | 2003年3月期 | 2004年3月期 |
|--------|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 経営分析区分 | 分析指標名           | H12. 3月期 | H13. 3月期 | H14. 3月期 | H15. 3月期 | H16. 3月期 |
| 安全性分析  | 流動比率            | 127.3    | 120.2    | 119.9    | 120.0    | 118.0    |
|        | 当座比率            | 76.6     | 67.3     | 64.0     | 64.0     | 60.3     |
|        | 固定比率            | 165.3    | 214.2    | 212.4    | 187.7    | 196.0    |
|        | 固定長期適合比率        | 62.8     | 71.5     | 70.2     | 67.6     | 77.0     |
|        | 自己資本比率          | 15.5     | 13.6     | 13.2     | 14.9     | 15.8     |
| 収益性分析  | 売上高営業利益率        | 0.1      | 0.4      | 2.7      | 1.9      | 2.5      |
|        | 売上高経常利益率        | 1.4      | △ 0.3    | 1.2      | 1.0      | 1.3      |
|        | 自己資本当期純利益率(ROE) | 1.5      | △ 0.8    | 0.5      | 0.0      | 0.0      |
|        | 総資本事業利益(EBIT)率  | 0.4      | △ 1.3    | 0.2      | 1.6      | 2.3      |
|        | 総資本経常利益率        | 1.3      | △ 0.3    | 1.1      | 1.0      | 1.4      |
| 成長性分析  | 売上高伸び率          | △ 4.4    | △ 7.8    | 7.9      | 1.4      | 6.8      |
|        | 経常利益伸び率         | 2,966.4  | △ 121.9  | △ 504.6  | △ 14.6   | 34.0     |
|        | 税引後当期純利益伸び率     | 203.8    | △ 155.4  | △ 160.9  | △ 96.9   | 87.2     |
|        | 売上高対研究開発費比率     | 1.7      | 1.7      | 1.4      | 1.3      | 1.2      |
| 生産性分析  | 一人当たり売上高        | 38.6     | 36.4     | 39.6     | 40.5     | 42.3     |
|        | 一人当たり営業利益       | 0.0      | 0.2      | 1.1      | 0.8      | 1.0      |
|        | 使用総資本投資効率       | 0.1      | 0.4      | 2.5      | 1.9      | 2.6      |
|        | 労働装備率(百万円)      | 8.0      | 8.2      | 8.0      | 8.0      | 8.2      |
|        | 売上高付加価値率        | 0.1      | 0.4      | 2.7      | 1.9      | 2.5      |
|        | 自己資本分配率         | 1,490.6  | △ 231.4  | 20.1     | 0.9      | 1.2      |
|        | 付加価値            | 1,250.0  | 4,460.0  | 31,310.0 | 22,249.0 | 30,543.0 |
| 効率性分析  | 総資本回転率          | 95.3     | 86.4     | 91.5     | 96.5     | 107.5    |
|        | 固定資産回転率(回)      | 373.7    | 315.3    | 319.9    | 344.5    | 365.3    |
|        | 棚卸資産回転期間(日)     | 105.4    | 114.1    | 114.6    | 112.4    | 99.7     |
|        | 売上債権回転期間(日)     | 254.3    | 280.7    | 257.7    | 242.4    | 219.6    |
|        | 買入債務回転期間(日)     | 100.4    | 109.6    | 104.0    | 97.6     | 85.5     |
|        | 運転資本回転日数        | 259.4    | 285.3    | 268.4    | 257.2    | 233.9    |

### 2.2.1 安全性



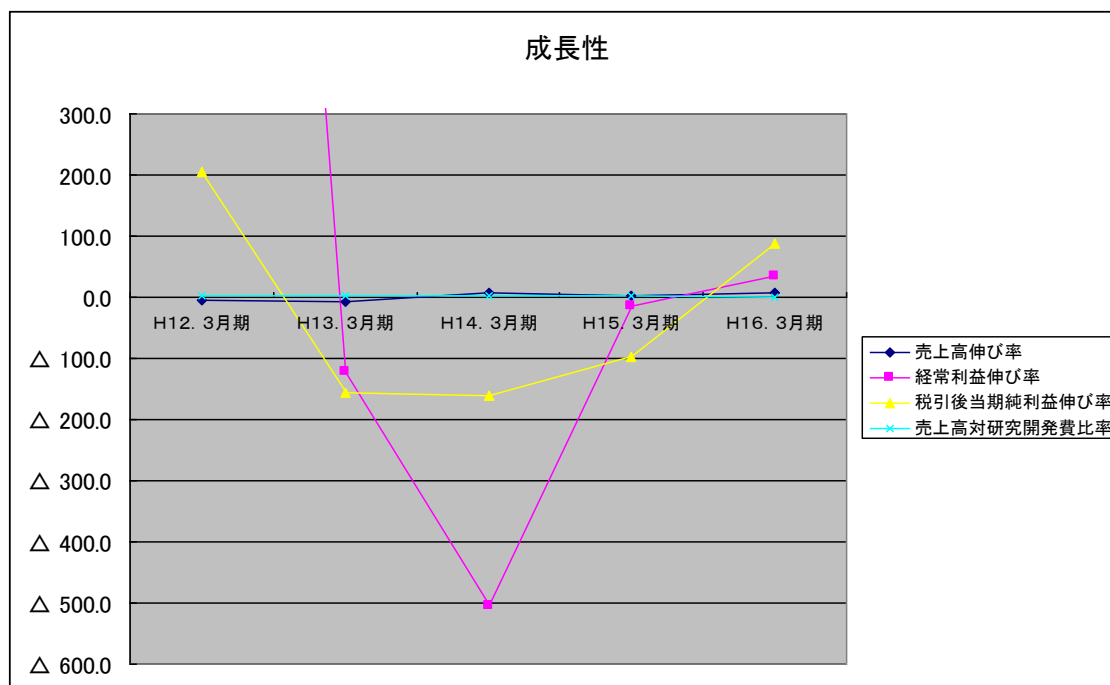
流動比率については 120%程度と、それ程悪い状態ではない。当座比率は 60%程度まで低下し、下げ止まっている。固定比率についてはリストラクチャリングにより改善傾向を見せている。自己資本比率も十分とは言えない。

## 2.2.2 収益性



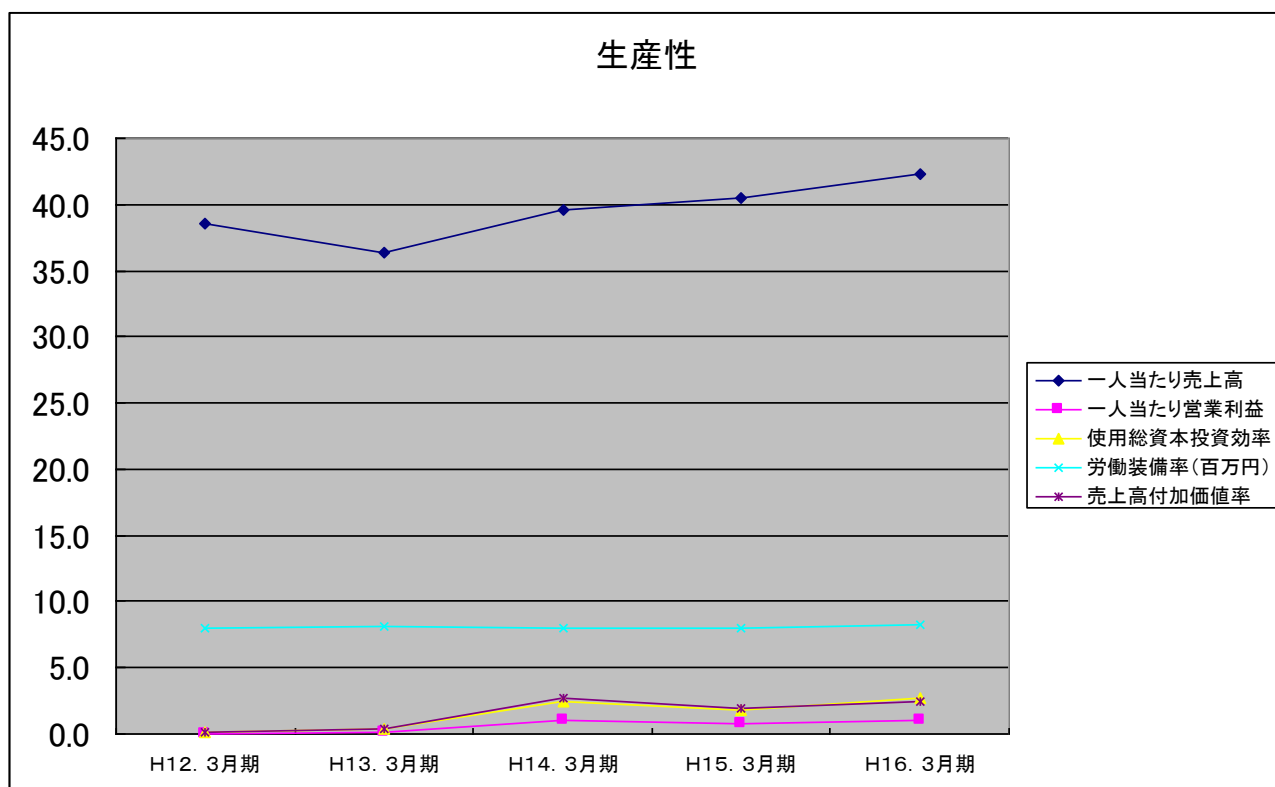
収益性については、改善傾向は見られるものの、絶対値としていずれも低い値である。収益性の高い事業に集中投資し、収益性を改善するべきである。

## 2.2.3 成長性



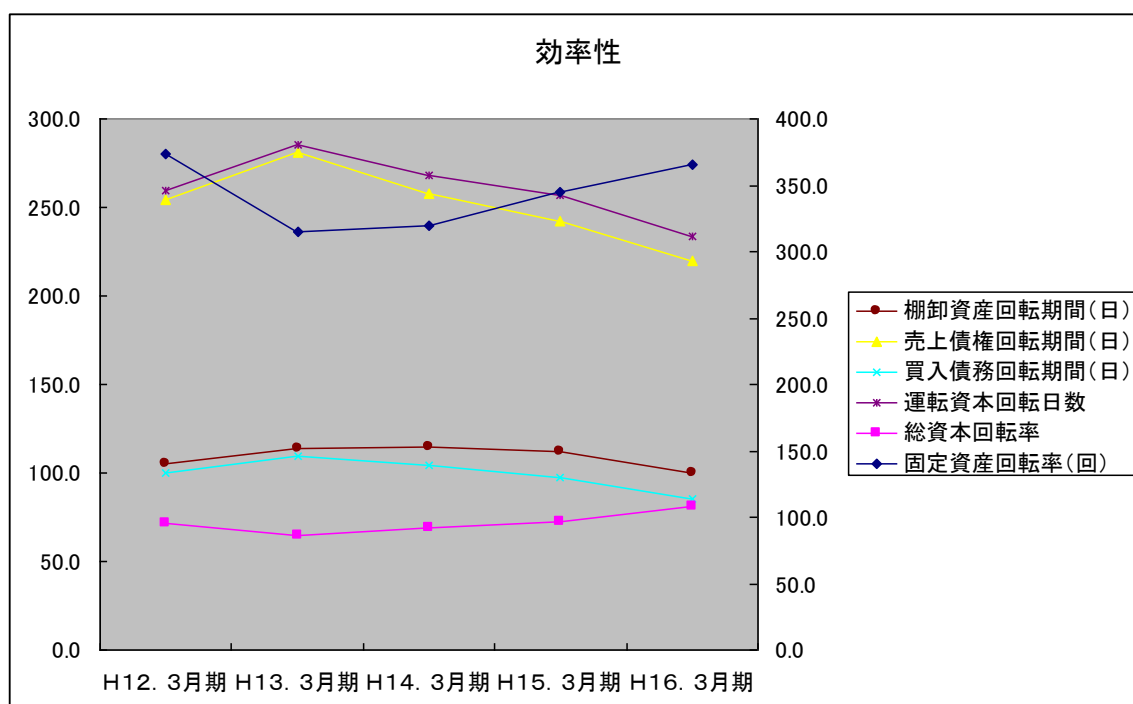
成長性については、売上高伸び率、売上高対研究開発費比率は殆ど伸びていない。経常利益伸び率、税引後当期純利益伸び率については乱高下しているが、利益そのものの値が小さく、ゼロ近傍を動いているため、指標を適用するのに適切な状態と言えない。

## 2.2.4 生産性



一人あたり売上高は改善しているが、42 百万円程度であり、製造業の標準的な値である 50 百万円に遠い。その他の指標も低い値を示しており、生産性は低い。

## 2.2.5 効率性

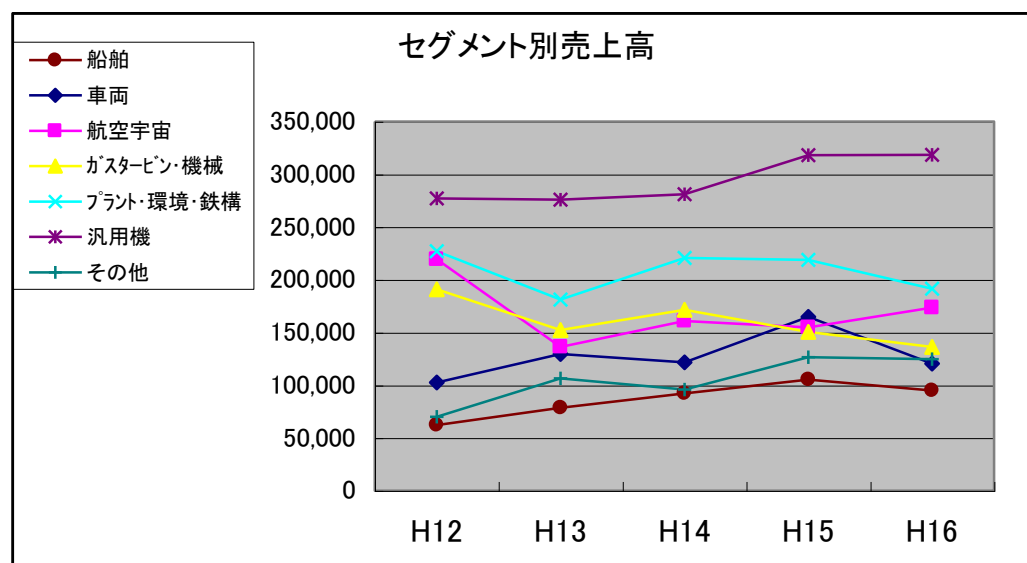




固定資産回転率については、高い値を示している。これは、ドッグや大型の加工機械など、寿命の長い設備を使って生産をしているためと考えられる。棚卸資産回転日数については、100日を越えている。生産している製品の製作リードタイムが長いことがわかる。売上債権回転日数は、買入債務回転日数に対して倍程度となっており、資金繰りは難しいといえる。

### 1.3 主要事業部門別業績推移

#### 1.3.1 セグメント別売上高

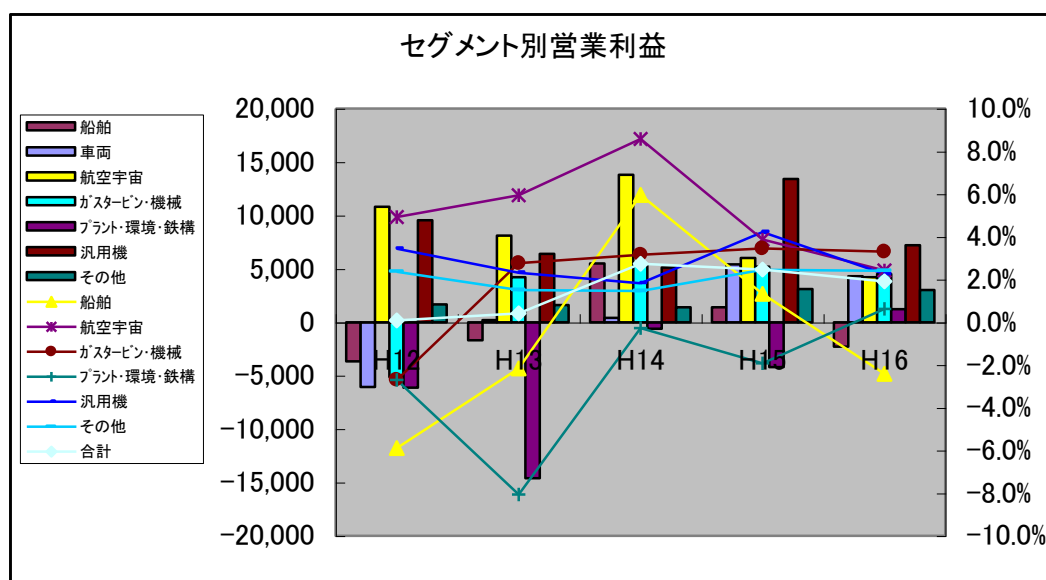


|            | H12       | H13       | H14       | H15       | H16       |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 船舶         | 62,348    | 78,700    | 92,400    | 105,400   | 94,900    |
| 車両         | 102,593   | 129,500   | 121,700   | 164,700   | 120,500   |
| 航空宇宙       | 219,447   | 136,300   | 161,000   | 154,800   | 173,700   |
| ガスタービン・機械  | 190,884   | 152,300   | 171,500   | 150,700   | 136,400   |
| プラント・環境・鉄構 | 226,981   | 181,100   | 220,600   | 219,000   | 191,400   |
| 汎用機        | 277,175   | 275,900   | 281,200   | 318,000   | 318,300   |
| その他        | 70,267    | 106,400   | 95,800    | 126,600   | 124,700   |
| 合計         | 1,149,695 | 1,060,400 | 1,144,500 | 1,239,500 | 1,160,200 |

セグメント別で見た場合、汎用機、プラント・環境・鉄構、航空宇宙、ガスタービン・機械、車両、その他事業、船舶と続く。川崎重工の母胎ともいえる船舶事業の比率が低下し、重厚長大からやや離れたポジションの汎用機事業の比率が上昇していることがわかる。プラント・環境・鉄構については、受注単価が高いためトータルとして売上が高い。しかし、本来は3つの事業間のシナジー効果は低く、それぞれ別のカンパニーとして経営するべきなのであるが、川崎重工としてはリストラクチャリング対象事業を一つのカンパニーに統合し、処理を促進しようとしている。航空宇宙については、次期固定翼哨戒機及び次期輸送機の開発プロジェクトの開発主担当企業としての受注により売上が伸びている。今後は、ボーイング 7E7 の開発が開始され、計画どおり進めば、今後、20年の売上は見えている状態と言える。ガスタービン・機械については、一時期の非常発電用ガスタービンやコージェネレーションシステムも行き渡りガスタービンの販売が低下している。一方、ジ

ジェットエンジンは、ロールスロイスとの共同開発エンジンである V2500 のサービスや Trent1000 の生産により、売上が伸びている。車両については、国内における車両需要は低下しているが、海外においては台北地下鉄電車、ニューヨーク地下鉄電車、台湾新幹線などを受注し、売上を伸ばしている。船舶については、韓国の財政破綻の影響を受け、受注量が増加していたが、韓国経済も安定し始め、船価競争で韓国に敗れ失注しているケースが増え始めている。

### 1.3.2 セグメント別営業利益



|            | H12    | H13     | H14    | H15    | H16    |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 船舶         | -3,680 | -1,700  | 5,500  | 1,400  | -2,300 |
| 車両         | -6,055 | 200     | 400    | 5,400  | 4,300  |
| 航空宇宙       | 10,795 | 8,100   | 13,800 | 6,000  | 4,200  |
| ガスタービン・機械  | -5,151 | 4,200   | 5,400  | 5,200  | 4,500  |
| プラント・環境・鉄構 | -6,124 | -14,600 | -600   | -4,200 | 1,200  |
| 汎用機        | 9,540  | 6,400   | 5,100  | 13,400 | 7,200  |
| その他        | 1,658  | 1,600   | 1,400  | 3,100  | 3,000  |
| 合計         | 983    | 4,400   | 31,300 | 30,500 | 22,200 |
| 船舶         | -5.9%  | -2.2%   | 6.0%   | 1.3%   | -2.4%  |
| 車両         | -5.9%  | 0.2%    | 0.3%   | 3.3%   | 3.6%   |
| 航空宇宙       | 4.9%   | 5.9%    | 8.6%   | 3.9%   | 2.4%   |
| ガスタービン・機械  | -2.7%  | 2.8%    | 3.1%   | 3.5%   | 3.3%   |
| プラント・環境・鉄構 | -2.7%  | -8.1%   | -0.3%  | -1.9%  | 0.6%   |
| 汎用機        | 3.4%   | 2.3%    | 1.8%   | 4.2%   | 2.3%   |
| その他        | 2.4%   | 1.5%    | 1.5%   | 2.4%   | 2.4%   |
| 合計         | 0.1%   | 0.4%    | 2.7%   | 2.5%   | 1.9%   |

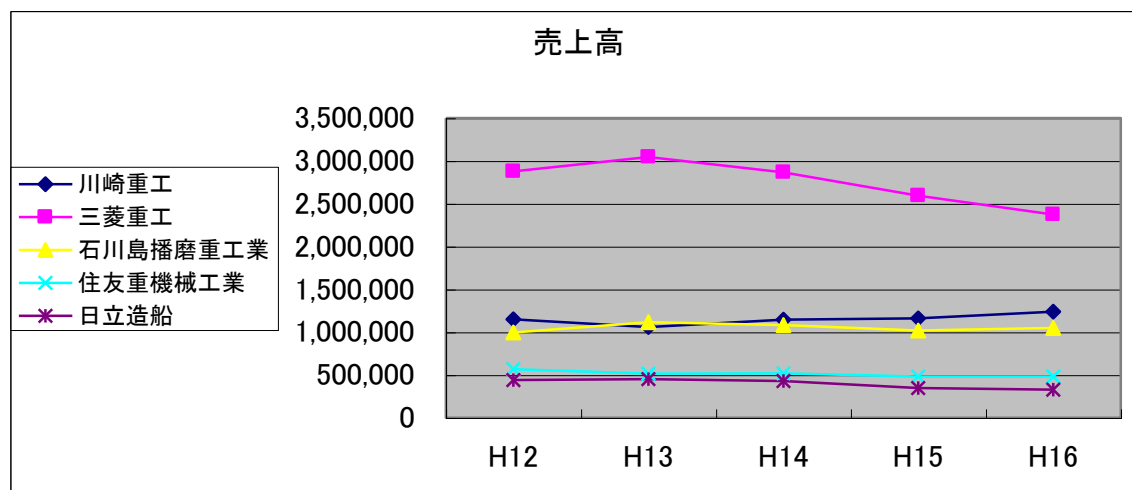
セグメント別営業利益としては、航空宇宙、汎用機、ガスタービン・機械が安定して利益を揚げています。その他事業についても低位ながら安定して利益を生み出しています。問題はプラント・環境・鉄構事業である。益が出るときの利幅は小さい割に、損失が出たときの下ぶれの幅は、他の事業により得た利益の半分を消し去るほどの額である。船舶については、輸出比率が高いため、為替変動の影響を受けやすい。H14 年度の大きな利益は、船舶事業がいかに為替の影響を受けやすいかということを如実に物語っている。

## 1.4 競合他社との業績比較

川崎重工の競合企業という、重工メーカーでは三菱重工、石川島播磨重工などが思い付くが、今回のケーススタディーでは、これに加え住友重機械工業と日立造船を加え分析を行う。

### 1.4.1 全社業績比較

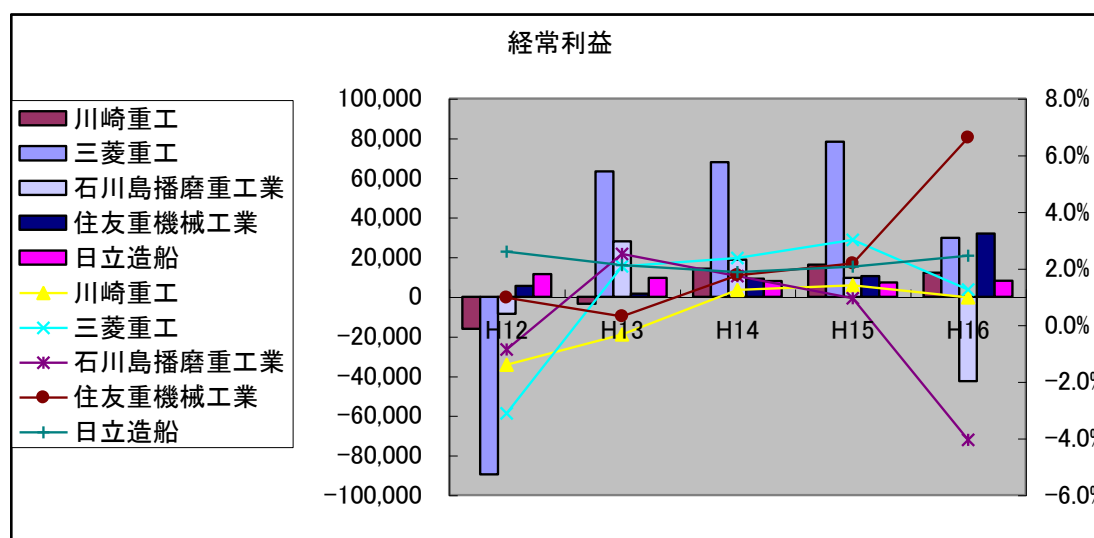
#### 1.4.1.1 全社売上高比較



|          | H12       | H13       | H14       | H15       | H16       |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 川崎重工     | 1,149,698 | 1,060,479 | 1,144,534 | 1,160,252 | 1,239,598 |
| 三菱重工     | 2,875,039 | 3,045,023 | 2,863,984 | 2,593,894 | 2,373,440 |
| 石川島播磨重工業 | 995,000   | 1,114,817 | 1,082,402 | 1,019,061 | 1,047,441 |
| 住友重機械工業  | 566,668   | 513,753   | 517,137   | 481,289   | 482,765   |
| 日立造船     | 440,859   | 450,508   | 429,421   | 348,289   | 329,952   |

重工メーカーの中では三菱重工がガリバー企業であることがわかる。ただ、三菱重工もH13年以降売上を急速に落としており、今後の展開によっては、更に事業が縮小することになる可能性がある。川崎重工は僅かな差ながら業界2位にあり、石川島播磨重工との差を拡大しつつある。続くグループは住友重機と日立造船が続いている。

### 1.4.1.2 全社経常利益比較



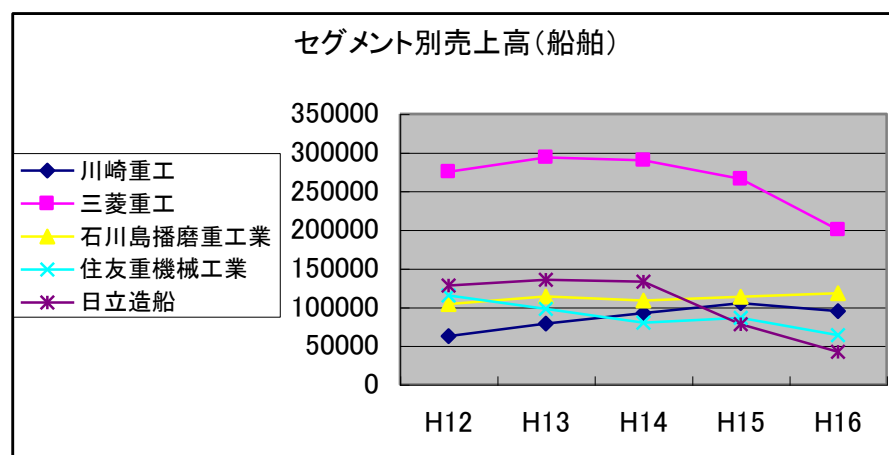
|          | H12     | H13    | H14    | H15    | H16     |
|----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 川崎重工     | -16,068 | -3,512 | 14,208 | 16,273 | 12,140  |
| 三菱重工     | -89,520 | 63,230 | 67,987 | 78,193 | 29,772  |
| 石川島播磨重工業 | -8,557  | 28,055 | 18,760 | 9,644  | -42,466 |
| 住友重機械工業  | 5,467   | 1,595  | 9,099  | 10,477 | 31,940  |
| 日立造船     | 11,420  | 9,556  | 8,055  | 7,201  | 8,080   |
| 川崎重工     | -1.4%   | -0.3%  | 1.2%   | 1.4%   | 1.0%    |
| 三菱重工     | -3.1%   | 2.1%   | 2.4%   | 3.0%   | 1.3%    |
| 石川島播磨重工業 | -0.9%   | 2.5%   | 1.7%   | 0.9%   | 4.1%    |
| 住友重機械工業  | 1.0%    | 0.3%   | 1.8%   | 2.2%   | 6.6%    |
| 日立造船     | 2.6%    | 2.1%   | 1.9%   | 2.1%   | 2.4%    |

利益で見ると、住友重機械工業は利益率を大きく改善している。これは、住友重機が利益重視の経営戦略を策定し、実行した成果が揚がったものである。逆に石川島播磨重工は大きく下振れする体質を改めていれていない。三菱重工と川崎重工は利益率の安定を図る施策を実行している。日立造船は低位ながら安定した利益を生み出している。

### 1.4.2 セグメント別分析

事業セグメントで見た場合、今回比較した4社との競合が激しい事業としては、船舶、航空宇宙、プラント・環境・鉄構、ガスタービン・機械である。汎用機と車両事業については、社内における売上比率は高いが、他の4社と競合しないため数値分析の対象からは除外し、戦略分析において論述する。セグメント別分析においては、分類は製品を分析し川崎重工のセグメントに合致するように各社のデータを振り分けた。例えば、石川島播磨重工業における航空宇宙事業はジェットエンジン事業であるため、川崎重工のガスタービン・機械事業と比較するようにしている。

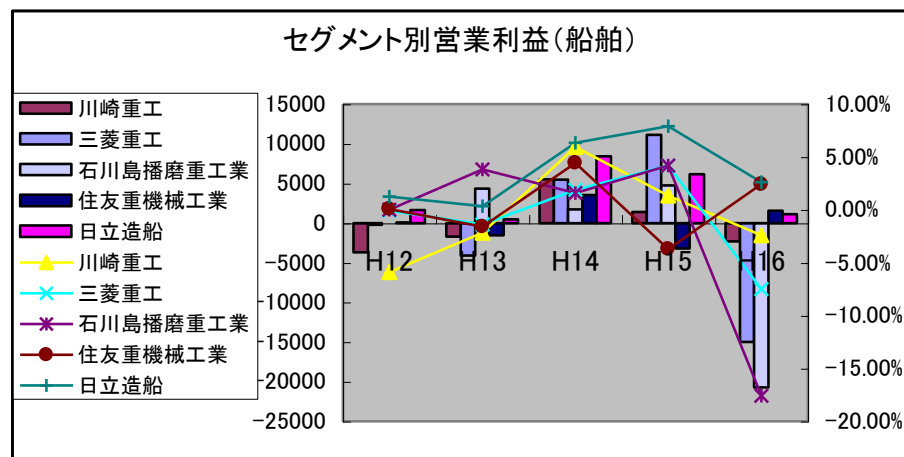
### 1.4.2.1 船舶事業



| 売上高      | H12     | H13    | H14    | H15     | H16    |
|----------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 川崎重工     | 62348   | 78700  | 92400  | 105400  | 94900  |
| 三菱重工     | 275,036 | 293797 | 290043 | 265,873 | 200095 |
| 石川島播磨重工業 | 103,800 | 114104 | 108427 | 113,324 | 118019 |
| 住友重機械工業  | 115,079 | 97882  | 79830  | 86,336  | 63764  |
| 日立造船     | 128,188 | 135579 | 132794 | 78,042  | 42218  |

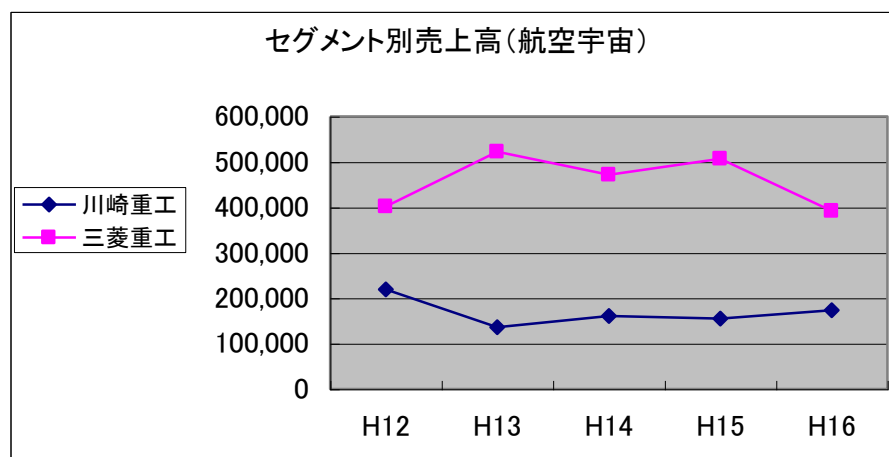
川崎重工の業界における位置付けは業界3位で石川島播磨重工業と2位・3位を競っている。H14に破談になった石川島播磨重工業と川崎重工の船舶事業の合併が実現すれば、これに住友重機械工業が加わり、売上規模では三菱重工を凌駕し、規模の経済性により収益性の改善を見込むことが可能であった。船舶事業においては、売上規模の一番大きい三菱重工の売上高の下落が著しい。これは、客船の火災事故など影響もあるものと思われるが、大型のコンテナ船や大型のLNG船の受注などが決まっており、今後は回復するものと考えられる。日立造船については、ユニバーサル造船への事業統合を行い、実質的に日立造船そのものは、造船事業から撤退している。

営業利益については、安定して利益を生み出しているのは、ユニバーサル造船に事業統合した日立造船のみである。川崎重工と三菱重工は為替の影響を受け、同じ時期に利益と損失を生み出している。



| 営業利益     | H12    | H13    | H14   | H15    | H16     |
|----------|--------|--------|-------|--------|---------|
| 川崎重工     | -3680  | -1700  | 5500  | 1400   | -2300   |
| 三菱重工     | -200   | -4101  | 5476  | 11,118 | -14,985 |
| 石川島播磨重工業 |        | 4356   | 1727  | 4,738  | -20,735 |
| 住友重機械工業  | 72     | -1554  | 3538  | -3,211 | 1,547   |
| 日立造船     | 1,621  | 452    | 8401  | 6,173  | 1,104   |
| 川崎重工     | -5.90% | -2.16% | 5.95% | 1.33%  | -2.42%  |
| 三菱重工     | -0.07% | -1.40% | 1.89% | 4.18%  | -7.49%  |
| 石川島播磨重工業 | 0.00%  | 3.82%  | 1.59% | 4.18%  | -17.57% |
| 住友重機械工業  | 0.06%  | -1.59% | 4.43% | -3.72% | 2.43%   |
| 日立造船     | 1.26%  | 0.33%  | 6.33% | 7.91%  | 2.61%   |

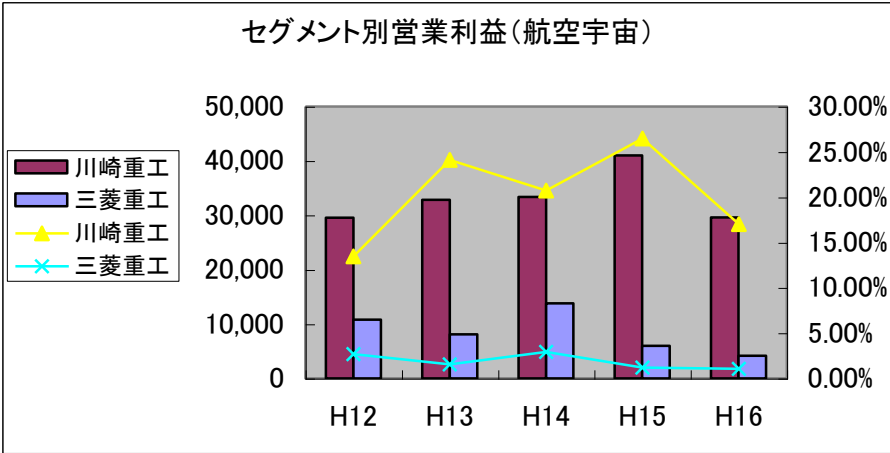
#### 1.4.2.2 航空宇宙事業



| 売上高  | H12     | H13     | H14     | H15     | H16     |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 川崎重工 | 219,447 | 136,300 | 161,000 | 154,800 | 173,700 |
| 三菱重工 | 402,173 | 522,210 | 472,002 | 506,761 | 392,242 |

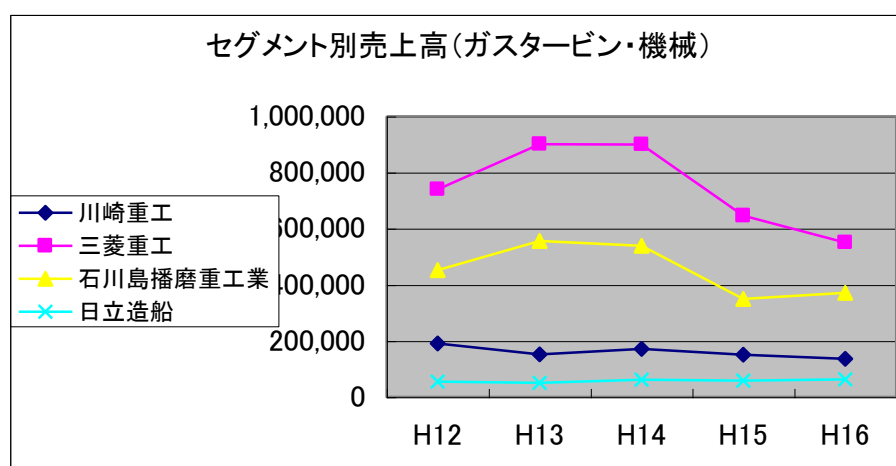
航空宇宙事業は様々な事業から成り立っている。大きく分けると民需と官需、固定翼と回転翼、機体とエンジン、形式によっても陸上を離陸するものから、飛行艇のようなものである。川崎重工の航空宇宙事業の定義は、機体製造であり重工メーカーの中では、三菱重工や富士重工と同じ事業定義になる。石川島播磨重工業はジェットエンジンの開発製造が事業定義であり、川崎重工、三菱重工とは事業定義が異なる。売上高としては、川崎重工は三菱重工の半分程度の売上である。しかし、営業利益においては三菱重工の3倍以上の

利益を生み出している。三菱重工の場合、売上高の相当部分を官需（防衛庁）とボーイングの分担生産に頼っている。官需の場合、官業の下請け的な性格が強い。通常の商取引であれば、受注額が決まれば、その中でコストダウンすれば利益になり、見積もりを誤れば赤字になる。しかし、防衛庁の場合、材料費等の外部支払い費と必要な工数についても見積もりを提出し、そこに適正と思われる利益を乗せる。工数については、実績で支払われるため、工数削減による利益が出ることはない。逆に、工数を低減すると、売上が落ちることになる。つまり、ある一定の利益以上は出ない仕組みになっている。余談であるが日本飛行機の不正請求というのは、この工数を水増しして請求したことをさしている。また、民需においても三菱重工はボーイングの受託生産の比率が高く、売上単価は低く押えられている。それでも事業を続ける意味としては、将来の国産航空機事業への布石としての意味が大きい。一方、川崎重工の利益率が高い理由は、民需に対して完成機体を供給できていることが大きな理由になっている。民間ヘリコプター事業である。完成機体を供給するということは、機体そのものの利益もさることながら、サービス事業も一度に手にすることになり、高収益を生み出すことができています。



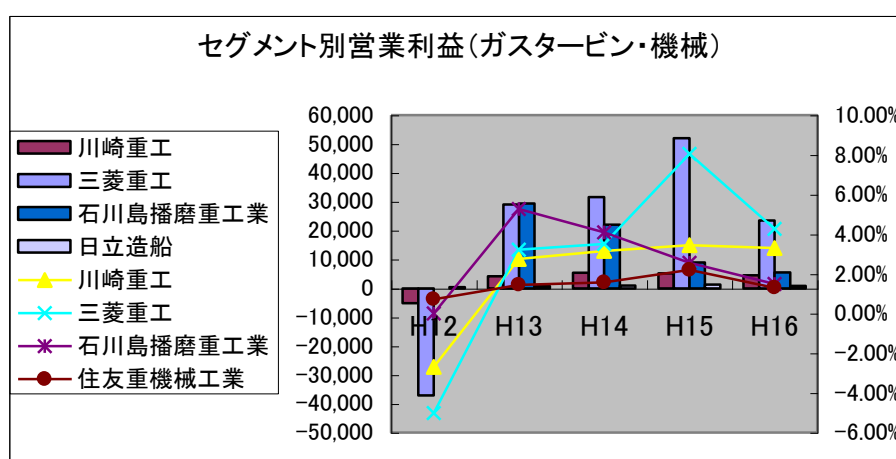
| 営業利益 | H12    | H13    | H14    | H15    | H16    |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 川崎重工 | 29,541 | 32,870 | 33,376 | 40,995 | 29,585 |
| 三菱重工 | 10,795 | 8,100  | 13,800 | 6,000  | 4,200  |
| 川崎重工 | 13.46% | 24.12% | 20.73% | 26.48% | 17.03% |
| 三菱重工 | 2.68%  | 1.55%  | 2.92%  | 1.18%  | 1.07%  |

#### 1.4.2.2 ガスタービン・機械事業



| 売上高      | H12     | H13     | H14     | H15     | H16     |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 川崎重工     | 190,884 | 152,300 | 171,500 | 150,700 | 136,400 |
| 三菱重工     | 739,884 | 900,387 | 899,711 | 646,218 | 549,895 |
| 石川島播磨重工業 | 451,600 | 556,220 | 538,993 | 349,405 | 371,158 |
| 日立造船     | 54,262  | 49,796  | 61,153  | 58,018  | 63,051  |

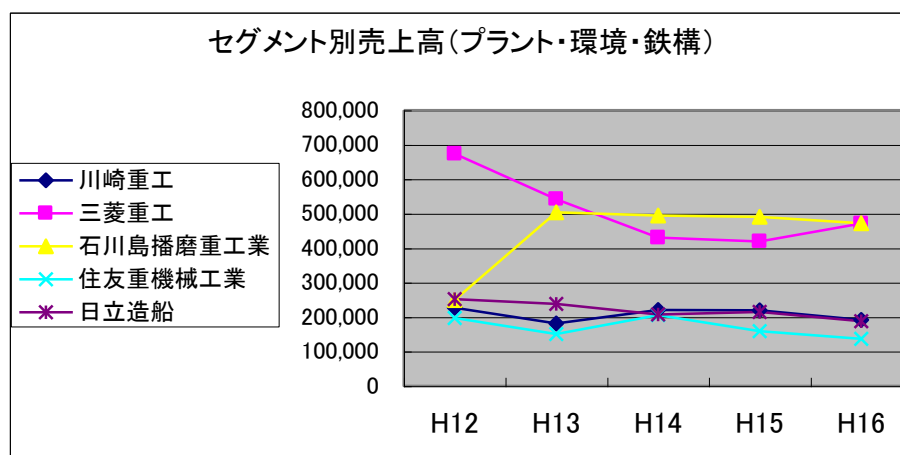
ガスタービン機械についても、三菱重工が売上高でトップ、石川島播磨重工業が続き、その後に川崎重工がいる。このセグメントはガスタービン技術が核になっているが、それぞれサイズや顧客が異なるため、売上で大きな差が出ている。三菱重工は電力を中心とした大型のエネルギープラント市場に展開している。石川島播磨重工業は国産ジェットエンジンをはじめ、ジェットエンジン事業で大きなシェアを持つ。川崎重工は非常用発電などの比較的小型のガスタービン市場にシェアを持っている。収益については、官公庁、電力企業、航空会社などを相手にしているため、収益性が悪化する傾向がある。



| 営業利益     | H12     | H13    | H14    | H15    | H16    |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 川崎重工     | -5,151  | 4,200  | 5,400  | 5,200  | 4,500  |
| 三菱重工     | -37,156 | 29,026 | 31,558 | 51,994 | 23,475 |
| 石川島播磨重工業 |         | 29,321 | 22,046 | 8,929  | 5,541  |
| 日立造船     | 387     | 718    | 961    | 1,277  | 823    |
| 川崎重工     | -2.70%  | 2.76%  | 3.15%  | 3.45%  | 3.30%  |
| 三菱重工     | -5.02%  | 3.22%  | 3.51%  | 8.05%  | 4.27%  |
| 石川島播磨重工業 | 0.00%   | 5.27%  | 4.09%  | 2.56%  | 1.49%  |
| 住友重機械工業  | 0.71%   | 1.44%  | 1.57%  | 2.20%  | 1.31%  |

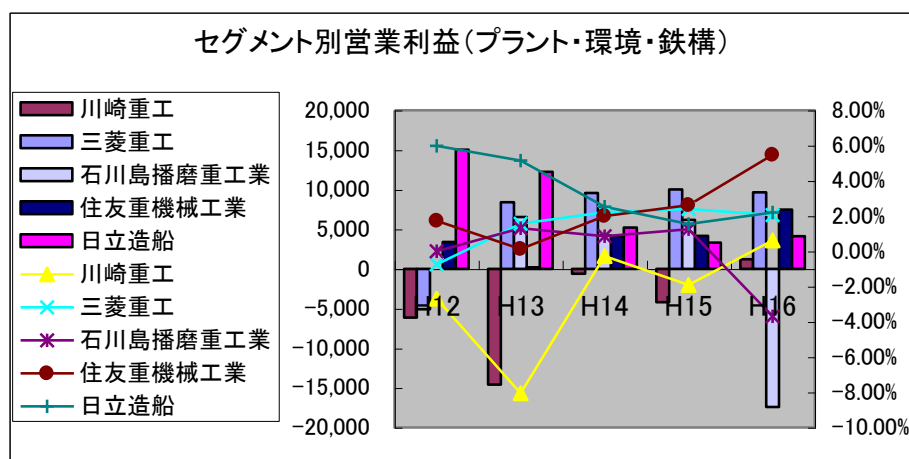


### 1.4.2.3 プラント・環境・鉄構事業



| 売上高      | H12     | H13     | H14     | H15     | H16     |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 川崎重工     | 226,981 | 181,100 | 220,600 | 219,000 | 191,400 |
| 三菱重工     | 673,227 | 541,286 | 430,042 | 418,784 | 471,505 |
| 石川島播磨重工業 | 249,200 | 503,446 | 494,273 | 490,572 | 471,669 |
| 住友重機械工業  | 196,572 | 150,760 | 205,770 | 158,734 | 136,672 |
| 日立造船     | 251,563 | 237,994 | 206,869 | 214,929 | 187,385 |

プラント・環境・鉄構事業については、三菱重工の売上が低下し、石川島播磨重工業の売上に拮抗し始めている。川崎重工は低いレベルで、住友重機械、日立造船と三つ巴になりながら事業展開している。営業利益については、各社ともきわめて低い利益で推移している。プラント・環境・鉄構事業がいかに収益性の悪い事業であるかということを物語っている。なお、H12年の石川島播磨重工業の売上が極端に低いのは、社内におけるセグメントの切り分けが異なるためと考えられる。



| 営業利益     | H12     | H13     | H14     | H15     | H16     |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 川崎重工     | -6,124  | -14,600 | -600    | -4,200  | 1,200   |
| 三菱重工     | -5,079  | 8,415   | 9,573   | 10,037  | 9,668   |
| 石川島播磨重工業 | 249,200 | 503,446 | 494,273 | 490,572 | 471,669 |
| 住友重機械工業  | 196,572 | 150,760 | 205,770 | 158,734 | 136,672 |
| 日立造船     | 251,563 | 237,994 | 206,869 | 214,929 | 187,385 |
| 営業利益率    | -2.70%  | -8.06%  | -0.27%  | -1.92%  | 0.63%   |
| 三菱重工     | -0.75%  | 1.55%   | 2.23%   | 2.40%   | 2.05%   |
| 石川島播磨重工業 | 0.00%   | 1.54%   | 0.85%   | 1.26%   | -3.69%  |
| 住友重機械工業  | 1.72%   | 0.13%   | 2.01%   | 2.61%   | 5.47%   |
| 日立造船     | 5.98%   | 5.14%   | 2.52%   | 1.54%   | 2.20%   |

## 2 業界分析

### 2.1 汎用機

#### 2.1.1 需要要因

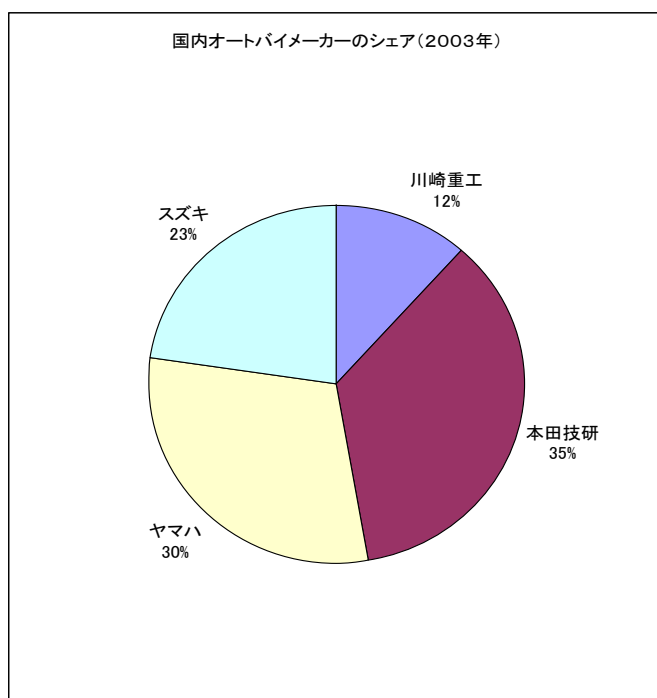
カワサキのオートバイは、いわゆるマニアに受けるオートバイである。価格は高く、メンテナンス性は悪い。電気系が弱いという噂もよく聞く。しかし、エンジンは堅牢でゴツゴツした荒っぽいデザインは、他社に無い魅力になっている。スクーターを作らないポリシーも他社には無い無骨さを感じさせている。こうした極めて小さな市場の中でカワサキは生き残っている。オートバイ市場の中で12%がカワサキのシェアであるが、この12%には他社は入り込むことができない。

#### 2.1.2 供給要因

現在、カワサキは市場3位のスズキと業務提携を行い、相互にOEM販売を行っている。販売チャネルを増やすことによる規模の経済性を追求することが目的である。しかし、実際にはそれ程の効果は得られていないのが実情である。カワサキはシェアが小さい。このため部品の価格交渉力が低い。これをカバーするためにカワサキでは、他社のオートバイの部品に合わせて自社の製品を設計し、安価で部品の購入をしたりしている。例えば、排気管などはエンジンへの取り付け部分だけをオリジナルデザインとし、本管部分は他社のデザインを流用し、エンジンチューニングを排気管の特性に合わせるようなデザインを行っている。

#### 2.1.3 競争要因

汎用機事業における競争要因の分析は興味深い。汎用機事業にはオートバイの他にジェットスキー、産業用ロボットが含まれる。これら二つの製品は、いずれも日本において最も早く製造販売した製品である。しかし現在、ジェットスキーはヤマハに大きく溝を開けられ、産業用ロボットは業界シェア4位と創業期の勢いはない。これら二つの製品市場における競争において川崎重工が負けていった最大の原因は、顧客ニーズを補足できていなかったことにある。ジェットスキー市場においては、レジャーに対する認識が薄く、ジェットスキーというハードウェアを売ることには終始した。その結果、高級なレジャー産業にノウハウのあるヤマハの後塵を拝することになる。産業用ロボットについては、顧客の油漏れに対する不満を吸収することができず、電氣化に乗り遅れた結果、シェアを大きく落とした。こうした川崎重工の体質は、汎用機のみならず、他の市場においても見ることができる。



#### 2.1.4 技術要因

オートバイの設計や生産する技術はそれ程高いものではない。しかし、カワサキが市場とする大型オートバイ市場の中で、大きな割合を占めるロードスポーツタイプのオートバイの売上を伸ばそうとすると、ワールドグランプリにおける好成績が重要な要素となる。実際、カワサキのオフロード車の販売台数が多いのは、モトクロスレースにおける戦績が良かったためである。ただし、市場としてはロードスポーツ市場の方が大きく、ホンダ、ヤマハといったシェア上位企業は、WGPの方に力が入っている。

#### 2.1.5 外部要因

今後、汎用機市場において問題になるのは、地球温暖化ガスの排出規制である。実際に2サイクルエンジンについては、希薄燃料による燃焼行程における改善などの技術が必要になる。リサイクルも重要な問題である。生活必需品ではなくレジャー品の側面が強い製品を扱っているだけに、今後、規制が厳しくなる可能性は高い。

### 2.2 プラント・環境・鉄構

#### 2.2.1 需要要因

高度経済成長期には、セメント、化学、鉄鋼など日本の基幹産業の製造プラントは重厚長大企業のプラント技術が支えていた。その技術を戦略資産として海外にも輸出を行っている。近年は製鉄・セメント・化学設備は過剰気味で新たな需要は少なく、供給能力過剰に陥っている。このためプラントの価格は下落し、採算ラインを大きく割り込んだ赤字受注

が増加している。たとえ赤字でも多少なりとも操業度を確保したいためである。こうした大規模かつ工程に関するノウハウが必要なプラントの建設は、川崎重工のノウハウだけでは建設できない。このため、付加価値の高い部分については、他社に頼らざるを得ない。結局、川崎重工の業務はプラント工事の取りまとめ業務となり、付加価値を生み出せないでいるのが実態である。こうした状況を打開するために、川崎重工の保有する戦略資産を活かしたプラントの建設需要を探索する。その結果行き着いたのが、産機プラントといわれる分野で、主に物流の自動化市場をターゲットとして市場に参入した。しかし、実際に参入してみると、参入障壁が低いと、様々な企業が参入し、プラントの単価がどんどん下落していった。高い技術も必要でないため、中小のシステムインテグレーターに次々と負けていった。プラントに近い事業としてあるのが環境事業である。いわゆるごみ焼却設備である。この事業については、川崎重工は先駆者的な立場であったが、設備も自治体に行き渡り、今後の市場が見えない状況である。

鉄構事業については、公共事業が中心となるが、明石海峡大橋、東京湾アクアライン以降大きな公共投資も無く、今後の需要が全く見えない状況である。鉄構事業には構造物建築業務の他に、トンネル掘削用シールドマシンの製造販売がある。過去、ドーバートンネルを工期より短い期間で掘削した実績は世界的に評価が高い。ただし、競合他社に比べて大きなトンネル掘削用シールドマシンであり、適用できる工事の規模が大きいと、売上は大きい、ビジネスチャンスが小さい欠点がある。

### **2.2.2 供給要因**

鉄構事業については自社で加工・組立工程を持っており、巨大構造物の加工や組立設備は、日本の鉄構メーカーの中でも有数の規模を誇る。製品規模の大きさは他社が真似できない強みといえる。逆にプラント・環境事業については、製造現場を持たないエンジニアリング技術者だけの事業であるため、他社との差別化が難しい。確かに優秀な技術者を揃えているのだが、突出した技術力に欠けるため、他社との競争において優位性が低い。

### **2.2.3 競争要因**

プラント専門メーカーの競争戦略は明確である。それぞれ自社の得意分野を定め、その分野におけるノウハウを長年に渉り蓄積している。例えば、日揮であれば石油プラント、ダイフクであれば物流プラントというように、分野を限定し技術の蓄積を行っている。その技術の蓄積により、より付加価値の高いプラントを開発している。鉄構については、どの企業も同様の状態である。巨大構造物が製造できる施設がそれほど数多くないということ以外、差別化要因が無い事業においては、競争する要因としてはコスト以上のものはない。鉄構事業においては、今後更にコスト競争が激しくなると考えられる。

#### 2.2.4 技術要因

プラントを構成する技術は確立した技術である。投資額が大きいだけに、リスクを犯すような技術を導入することは少ない。そうしたプラント技術において最も重要な技術は、見積もり技術である。どれだけ精度良く見積もりを行えるかが、事業の採算性を決める。プラント事業の場合、受注までの道のりはディスカウント圧力との戦いである。どこまでがコストの限界点であるかを見極めることができているかできていないかが重要である。よくあるのは限界点が見えないまま、少しずつ価格を下げて、結局終わってみれば大赤字だったというケースは枚挙に暇がない。プラント専門メーカーにおいては、こうした問題を回避するために、設計の標準化に力を入れている。同じ仕様のプラントを繰り返し受注するケースは少ないが、似たような仕様のプラントを受注する可能性は高く、少しの違いは標準化設計の組み合わせで対応するという考え方である。こうした設計思想を取り入れることにより、見積もり精度の向上とリスクの回避を実現している。

鉄構事業においては、大規模構造物特有の問題に関する技術的な蓄積がある。例えば、大型の鉄構物を風の強い場所に建設すると、風向きや強さによってカルマン渦による振動の発生や音の問題が出たりすることがある。水門にも同様の問題が起きる。こうした問題とその解決策の蓄積は、数少ない大型構造物建築企業にしか得られないノウハウである。トンネル掘削用シールドマシンについては、直径の大きなトンネルを掘削するという意味では、技術優位がある。トンネルを掘削する技術は、掘削する地盤に合わせたカッターの設計や、排水システムの設計が行われる。こうした設計におけるノウハウは、掘削経験から得られるものであり、不確定要素の多いトンネル掘削事業においては、より経験のある企業を選択することになる。

#### 2.2.5 外部要因

環境事業においては、地球温暖化防止京都議定書の発効により、海外においても新たな需要が見込める可能性がある。今後、環境問題がよりメジャーな問題としてクローズアップされることが予想されるため、環境事業については外部要因が追い風になる可能性が高い。

### 2.3 航空宇宙

#### 2.3.1 需要要因

9.11 テロ事件以降、民間航空機の旅客数が激減し、エアーライン各社の経営状態は非常に悪い状態と言える。そうした状況の中、機体メーカーであるボーイング社も業績を悪化させている。日本の民需航空機を製造する企業は、ボーイングの受託生産を請け負っているところが多く、こうした業績の悪化は、日本の重工メーカーにも及んでいる。こうした中、ボーイングは次世代航空機 7E7 開発プログラムを立ち上げ、日本からも川崎重工、三菱重工、富士重工などが開発に参画することになった。ただし、航空機業界には二つの流れがある。ボーイングのような巨大な機体をこれからも作りつづける企業と小型機を作る企業

の流れである。こうしたもう一つの流れにも対応するように、川崎重工はブラジルのエンブライエル社と三菱重工はカナダのボンバルディア社とそれぞれ小型機の共同開発、生産を行っている。また、川崎重工は国産トップシェアを持つヘリコプターメーカーであるが、完成機体の販売は、サービス事業への展開も可能にしている。官需については、川崎重工が次期固定翼哨戒機及び次期輸送機の開発プロジェクトの開発主担当企業に指名された。通常、このようなケースであれば、1社に2機の開発が任される可能性は低いが、様々な要因が重なり、こうした決定がされた。

### **2.3.2 供給要因**

生産体制については、受注から納品までの工期が長いため、柔軟に対応できる。ただし、逆に述べるなら生産コストの下がりにくい事業であると言える。また、この産業の特徴として、作業工程が多いことが挙げられる。極端な例では、作業員一人に検査マンが一人付き、作業を監視する工程もある。安全第一という意味では、他の産業に例を見ない。

### **2.3.3 競争要因**

国内航空機産業については、それ程熾烈な状態ではない。経済産業省が中心となって、次世代産業としての航空機産業を育成する体制がとられている。このため業界全体が協調体制をとっている。例えば、新明和工業が飛行艇のプライム氏名を受けても開発力が不足している場合、川崎重工から100名単位で開発応援を出向させて開発を行ったりすることもある。今回、川崎重工が受注した次期固定翼哨戒機及び次期輸送機の開発についても、相当な三菱重工の支援があるものと考えられる。

### **2.3.4 技術要因**

航空機技術においては、国内各社が様々な技術を保有している。石川島播磨重工業はジェットエンジン、三菱重工は航空機制御及び空力設計技術、富士重工はFRP技術、川崎重工は接合技術と分野があまり重複していない。こあたりの分散具合も、経済産業省の主導による産業育成方針に沿って行われている感がある。

### **2.3.5 外部要因**

今後の外部要因としてはエネルギーの転換をいかに行うかが重要である。航空機は高いエネルギー密度を必要とする。今後、化石燃料に代わるエネルギーとして何が安全で適切なのか見極める必要がある。

## 2.4 車両

### 2.4.1 需要要因

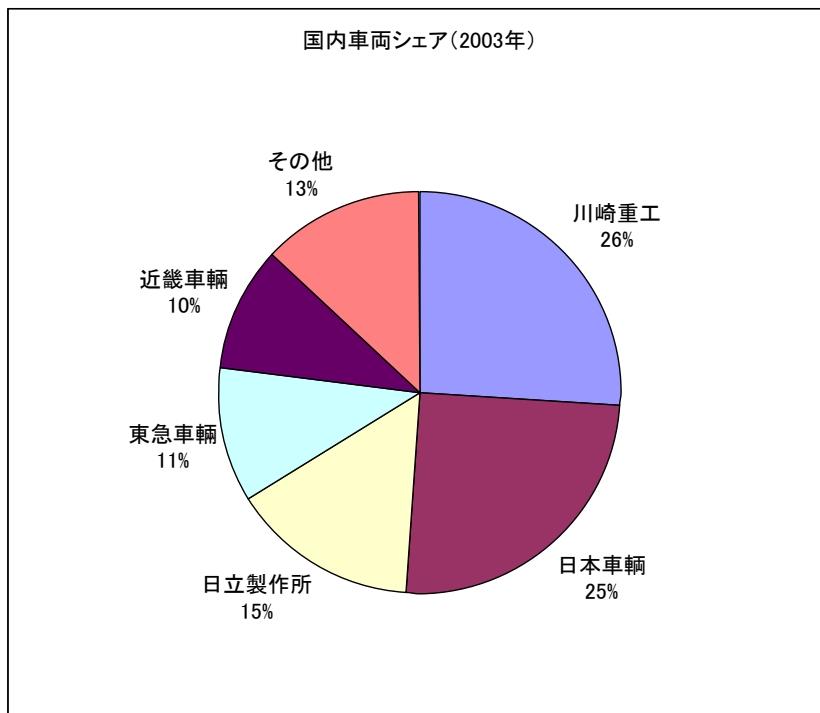
電車・バスといった地上公共交通機関が見直され、中国などアジアを中心に鉄道建設が進んでいる。特に航空機の代替サービスとして考えた場合、チェックインの煩わしさが無いことや乗車率が100%を超えても運行できる柔軟性、乗降地が多数都市部にある利便性は、航空機のスPEEDより多少劣っていても補うだけの魅力がある。特に日本の新幹線、フランスのTGVなど高速車両及び運行技術は新幹線導入を考える国にとって魅力ある選択である。また、川崎重工の軽量アルミ車両は海外でも評価が高く、ニューヨークの地下鉄をはじめシンガポールや台北などにも納入している。

### 2.4.2 供給要因

川崎重工の車両工場は国内では兵庫工場で生産され、工場内に引き込まれた線路や工場岸壁から直接船に積み込まれる。陸路を運搬する場合は、夜間に大型トレーラーで運搬することもある。車両製造の場合、生産することはもとより製造した製品をいかに搬送するかが重要なポイントになる。兵庫工場は瀬戸内海の入り組んだ湾の中にあり、波もおだやかで船積みには適した港である。陸路を搬送する場合でも、山陽新幹線、山陽本線にも近く、搬入線路や陸上交通を使って搬入することが容易い。

### 2.4.3 競争要因

国内では鉄道総研において研究開発される車両の1番車両を設計製造するのは、国内トップメーカーである川崎重工の役割となっている。これはJRに変わっても同じ開発体制となっている。そうした意味では、川崎重工は車両開発のトップメーカーといえる。ただし、海外においては、ボンバルディア、アルストム、シーメンスなど巨大な鉄道メーカーがあり、川崎重工より遥かに大きな売上を揚げている。ここで重要な視点となるのは、海外の大手メーカーと川崎重工の事業定義の違いである。川崎重工は鉄道車両を製造販売する事業を行っている。しかし、海外の大手企業は車両のみならず、交通システム全体の販売が事業となっている。つまり、車両で利益を得るのではなく、システムの販売・サービスで利益を得る事業になっている。こうした事業分析を受けて、海外大手鉄道メーカーに川崎重工の車両のOEM供給を打診しているが、まだ成約に至っていない。



#### 2.4.4 技術要因

川崎重工の技術の中で先進的とされる技術は、接合技術である。接合技術のような基礎技術は、①接合技術、②適用技術、③検査技術から構成される。川崎重工では造船で蓄積した溶接接合技術を核として、様々な接合技術を駆使し、構造を製作する。アルミ車両製造の場合、品質上重要な点として、車両表面の平面度が挙げられる。機能的には車両の表面が多少歪んでいても問題ない。ここで平面度が重要視されるのは、車両表面に写り込んだ景色の歪みが問題にされるためである。こうした問題を解決するために、従来であれば、溶接の方法の改善や歪取りなど、手作業で非常に時間のかかる作業を行っていた。しかし、現在は英国の大学から独占的に技術契約を結び、「摩擦攪拌接合」という技術を導入した。

「摩擦攪拌接合」は接合部の母材に摩擦力を加え、母材同士を攪拌し接合する接合技術で、接合後に歪が出ないのが特徴である。この他にも高速車両を製造するための部材締結技術や塗装、空調システムなど様々なノウハウがある。ただし、これらの技術は鉄道総研と共同開発したものであり、日本の鉄道車両メーカーが共有している技術といえる。

#### 2.4.5 外部要因

環境問題への関心の高まりから、今後も公共交通機関としての鉄道は見直されていくであろう。特に都市部における地下鉄の需要や大都市間の高速車両の運行には各国が力を入れ始めている。



## **2.5 船舶**

### **2.5.1 需要要因**

大量輸送手段としての海運は今後も需要があると考えられる。特に液化ガス（LNG・LPG）運搬船、コンテナ運搬船、バルクキャリア、超高速旅客船、新構造の二重船殻構造（ダブルハル）船などの需要はあるものと考えられる。ただし、世界的な供給過剰は否めない状態であり、差別化船舶の建造が生き残りの鍵となる。

### **2.5.2 供給要因**

川崎造船では坂出に大型のドックを持ち、LNG船やバルクキャリアなどは坂出工場で生産している。神戸工場では潜水艦を中心に中型のばら積み船などを建造している。全体としてドックはあまり気味で、能力過剰になっている。

### **2.5.3 競争要因**

民間の船については、特殊な技術が必要な船以外は、船価で決まる部分が多い。いかにコストを引き下げられるかが競争のポイントになっている。潜水艦については、毎年受注があることが決まっている。防衛庁では毎年、新造潜水艦を建造しており、1年ごとに川崎重工と三菱重工が交代しながら受注している。新造艦を受注していない方の企業には、修船といって定期点検業務が受注できる仕組みとなっている。

### **2.5.4 技術要因**

造船技術は溶接技術が重要な要素技術であり、過去においては川崎重工が独自技術を確立していたが、現在においてはその優位性は無い。現在の技術優位としては、ジェットホイールなどの高速船技術、ダブルハル技術、LNG船技術などがある。

### **2.5.5 外部要因**

輸送量の大きさは魅力的であるが、輸送速度の低さは時代のニーズに合わないのが現状である。

## **2.6 ガスタービン・機械**

### **2.6.1 需要要因**

船用ディーゼル機関については、船の建造数によっており、需要が増加する見込みはない。ガスタービンについては、分散電源や電力事業の自由化、非常用発電などへの需要の高まりで、一時期需要が大幅に伸びたが、そうした需要も行き渡り、一段落した感がある。ジェットエンジンについては、ボーイング 7E7 に搭載可能な Trent10000 というエンジン

をロールスロイスと共同開発しているが、今後、7E7 がどの程度売れ、どれだけの割合の機体に Trent1000 が搭載されるかは未知数である。航空機ビジネスにおいて機体とジェットエンジンのビジネスは分離されている。例えば、自動車の場合、トヨタの車体を購入するということは、エンジンを含めて全システムで購入するが、航空機の場合は、エンジンの選択はエアラインに任されている。エアラインは自社の整備工場や部品供給事情に合わせてエンジンを選択できる。勿論、エンジンは所定の性能を発揮するものでなければならないが、機体メーカーがエンジンの選択肢を狭めれば、それだけエアラインから機体を選択される可能性を失う。ドリームライナー7E7 の場合、Trent1000 を供給するロールスロイスと GEnx を供給する GE がエンジン供給企業に選ばれている。

### 2.6.2 供給要因

大型のディーゼルエンジンやガスタービンのブレードを加工し、組立てるための設備は高額である。しかし、その割に製品の利幅が低い。事業の収益性から考えると、新規参入の可能性は低い。今後も現在のメーカーがコスト競争を続けることになると考えられる。ジェットエンジンについては、開発においても製造においても認定を受けなければ行えない仕組みになっている。このため新規参入が難しい事業といえる。

### 2.6.3 競争要因

ガスタービン・機械事業の製品は新品の販売による利益よりも、サービスパーツやサービス業務に利益の源泉がある。製品が高価で大規模であるだけに、一度納入されたものが他社のものに代えられるまでの期間が長く、その間サービスによって大きな利益を得ることが可能である。例えばジェットエンジンの場合、見積価格の 20%程度で受注するのが常識になっている。それでも受注するのは、数年後から始まるサービスパーツの供給に魅力があるためである。

### 2.6.4 技術要因

ガスタービンやジェットエンジンのような回転機の場合、高温高負荷状態におけるブレードの変形や熱応力解析などの技術や材料技術、接合技術といった基礎技術に加え、タービン内の空力設計といった構造的な設計技術が重要である。こうした技術を獲得するためには、地道な実証実験を続けるしかなく、優秀な人材と費用が必要である。この分野の技術を移転することは難しいため、一つの競争優位を確立していると考えられる。

### 2.6.5 外部要因

ガスタービンについては、川崎重工が作るガスタービンは比較的小型で、現在、政府が推し進めている分散電源普及に適合するマイクロガスタービンの製造に適している。ジェットエンジンについては、大型機から小型機への流れを考えると、7E7 がどの程度売れるか

疑問が残る。ただし、今後、小型機用エンジンの開発ノウハウが蓄積され、小型機需要に対応できる可能性はある。

## **2.7 その他事業**

### **2.7.1 需要要因**

その他事業において、売上高の 40%、利益の 80%を占めるのが油圧事業である。油圧事業は中国における建設需要の高まりにより、顧客である建設機械メーカーの需要の伸長と共に伸びている。ただし、中国の金融引締め政策などにより、今後の需要については不透明な状態となっている。

### **2.7.2 供給要因**

油圧事業については、国内シェア 2 位であり、供給能力は高い。現在は国内シェア 1 位のカヤバ工業と業務提携を行い、供給能力としては質量共に国内 1 位の实力があるといえる。

### **2.7.3 競争要因**

国内においては、カヤバ工業との提携によりコスト競争の要因が減少した。海外においては、世界一の油圧機器メーカーであるレックスロス社と競合しており、コストと製品ラインに優れるレックスロスと顧客適応と品質保証能力に優れるカワサキの競争になっている。建設機械向け油圧機器ビジネスにおいて重要なことは、サービスの提供ルートである。建設機械は新車を販売しても利益がほとんど出ない。あるいは赤字である。しかし、ヘビーデューティな使い方をされる建設機械は、3 年ほどで本格的なサービスを受ける必要がある。このサービスの収益が建設機械メーカーの収益源になっている。そういう意味では、レックスロスの製品は標準化されており、独自のディストリビューター網から誰でも簡単に油圧機器のサービスパーツが購入できる。一方、カワサキはディストリビューターが弱いと、純正部品が勝手に流通することが無い。カワサキが顧客適応デザインを行っていることも純正パーツの流通管理には役立っているといえる。こうしたサービスパーツの供給ルートを管理できることは、サービス事業に力点を置く建機メーカーにとって重要である。

### **2.7.4 技術要因**

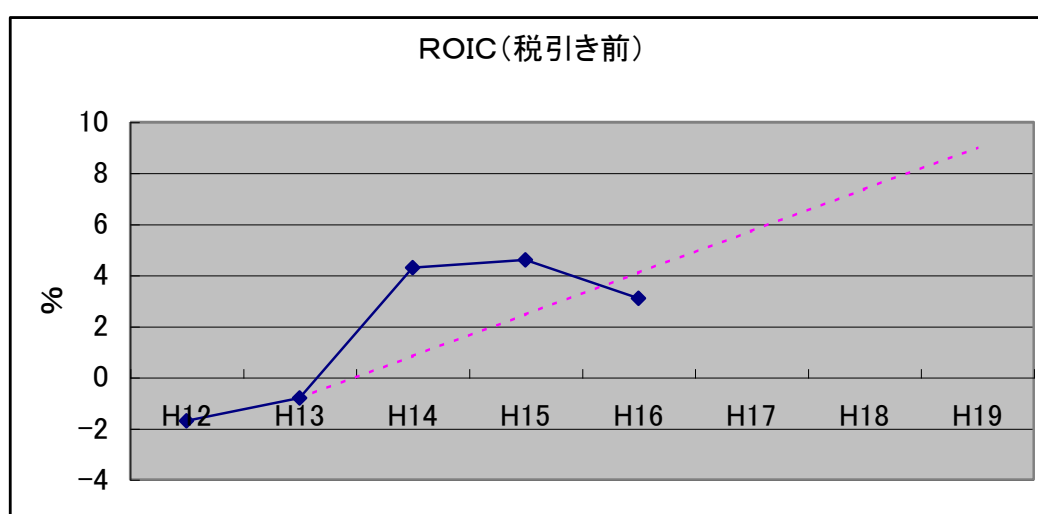
油圧機器市場は小さいため、参入している業者の規模も小さい。そういった業界において、川崎重工の技術研究所をはじめとする技術開発体制は驚異的であるといえる。表面改質技術やバイメタル技術など様々な技術導入を行い、他社製品との差別化を実現している。

### 3 戦略分析

#### 3.1 企業価値創造

川崎重工は2000年に制定した中期経営計画「K21」において2006年度までの経営指針を策定した。定性的目標として「重工業から柔工業へ」を挙げ、具体的な経営目標として「質主・量従型経営による企業価値の増大」を挙げている。更に定量的な目標として2006年度における税引き前投下資本利益率（ROIC）を95以上と定めている。実際のROICの動きは下図のように、回復基調にはあり、目標に近づいている。今後、3年間で目標の9%に到達するためには、経営改善を継続しなければならない。川崎重工における現在の経営者層の成功体験は、高度経済成長期の「作れば、売れる、売れば儲かる。」にある。したがって理屈では判っている、利益よりも売上だけは何とかというマインドが働きやすい。そういう意味では「質主・量従型経営」という考え方は理にかなっている。

この経営目標は新たなビジネスの創造を促すというより、現有ビジネスの収益性を改善することに主眼をおいている。新ビジネス創造といった視点よりも、着実に企業体質を改善するという考え方にもとづいていると思われる。ただ、こうした原状回復のための施策には、同時に将来の事業を展望する戦略の提示も行われるべきであると考え。将来の展望が示されなければ、その場凌ぎの戦略としか受け取られず、従業員のモチベーションが上がらない。



|            | H12  | H13  | H14 | H15 | H16 | H17 | H18 | H19 |
|------------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| ROIC(税引き前) | -1.7 | -0.8 | 4.3 | 4.6 | 3.1 |     |     |     |
| 仮想的目標値     |      | -0.8 | 0.8 | 2.5 | 4.1 | 5.7 | 7.4 | 9   |

#### 3.2 企業理念とビジョン

川崎重工は「先端技術をもって陸・海・空にわたる新しい価値を創造し社会の発展に貢献するという理念の下、技術やブランドで差別化された優れた製品・サービスを顧客に提供することにより顧客満足度の向上を図り、企業価値を高めるとともに、株主をはじめ顧客、

従業員、地域社会の期待に応えていくこと」を経営の基本方針としている。こうした基本方針は川崎重工の創業精神に合致したものである。重厚長大産業の終焉が言われ初めて久しいが、航空機や高速車両の開発など、重厚長大産業における最先端技術開発は続いている。技術の進歩は三次元的広がりを持って進歩しており、重工業の発展を通じた社会への貢献と持続的成長は可能であると考えられる。

### 3.3 戦略資産

川崎重工の戦略資産は大きく分けると3つある。ひとつ目は、川崎重工の企業イメージとブランド力である。2つめは企業理念に合致した多角化事業とそのシナジー効果。3つめは全社を横断する技術力、4つめは巨大構造物を製造するための経営資源である。

#### (1) ブランド力

カワサキのブランド力は海外において非常に強い。これは、「モーターバイクのカワサキ」のイメージが強いためである。こうしたことを特に実感するのは、海外出張の際パスポートコントロールである。特にアメリカでは、いろいろと質問されることが多い。これは国内ではあまり感じないことであるが、海外では非常に印象深い経験であった。

#### (2) 多角化

川崎重工の多角化戦略は、企業理念に沿った展開をしており、全ての事業は元を辿っていくと、造船の技術に行き着く。勿論、様々な技術開発が不断にされているため、オリジナル技術を引きずっているだけではない。しかし、根本となる思想や技術に共有できる部分が多いため、技術革新におけるシナジー効果が大きい。例を挙げるなら、最近では「摩擦攪拌接合」という技術が車両製造に適用されたが、その後すぐに航空機、船舶へと適用され、大きな効果を生み出している。

#### (3) 技術力

川崎重工は大企業である割に技術移転の速度が速い。前述の摩擦攪拌接合をはじめ、ロボット適用技術、Kawasaki Production System と呼ばれる生産システム、ERP、材料技術、熱処理技術、解析技術、制御技術などが技術開発本部を中心に情報交換され、各BCのニーズとシーズを結び付けている。具体的にこうした活動の一貫として、精機部門であれば、技術開発本部が主催し、精機部門の技術ニーズを掘り起こす精機技術委員会や、ガスタービン・機械カンパニー内の開発設計部門、製造部門がそれぞれカンパニーのビジネスセンター間で情報を共有化する技術交流会などがある。また、こうした活動は全社レベルでも行われており、全社活動のブレークダウン活動が進んでいると言える。

#### (4) 経営資源

川崎重工の戦略資産の中でもっとも重要な資産は、新規参入の可能性が低い事業を成立させている経営資源である。それは、大型の加工機械であったり、大型構造物を製作するための溶接接合技術であったりするが、それらは新規参入業者にとっては乗り越えがたい障

壁となっている。そのほかにもヘリコプター事業における時間優位の獲得、国内における車両開発企業としての地位は重要な戦略資産といえる。

### **3.4 企業成長戦略**

川崎重工は、事業の選択と集中を基本とした事業戦略を展開している。具体的な内容としては、中核事業として航空宇宙、汎用機、育成事業として車両、ガスタービン・機械事業を選択し、集中的に経営資源を投入し、「提案型・標準品型ビジネス」へと転換し、収益の柱とする。一方、船舶、プラントエンジニアリング、鉄構事業を構造改革事業とし、成熟する市場を見越して、損益分岐点を引き下げ、最低水準の受注環境にあっても収益が出る体質を目指す。また、事業基板を強化するために、分社・統合も視野に入れ他社とのアライアンスにも積極的に取り組む方針である。

### **3.5 企業変革**

#### **3.5.1 ビジネスモデル変革**

収益力向上に向けたビジネスモデル（事業構造・収益構造）の変革については、以下の施策の実行を宣言している。ビジネスモデルの変革の目的は、明らかに収益体質の改善である。新たな事業を創造しようとする視点ではなく、効率良くキャッシュを得るためのビジネスモデル変革が中心となった内容である。

- ・受注型から提案型への転換を通じて製品の標準化に努め、この標準化された製品の繰り返し生産による付加価値の増大化
- ・製品の生涯をカバーする高度で効率的なメンテナンス・サービスの提供による顧客満足の向上と事業領域の拡大
- ・グローバルに展開する汎用機事業の経営資源の水平展開
- ・IT適用による製品・サービスの差別化といった諸施策の推進

#### **3.5.2 経営スタイル変革**

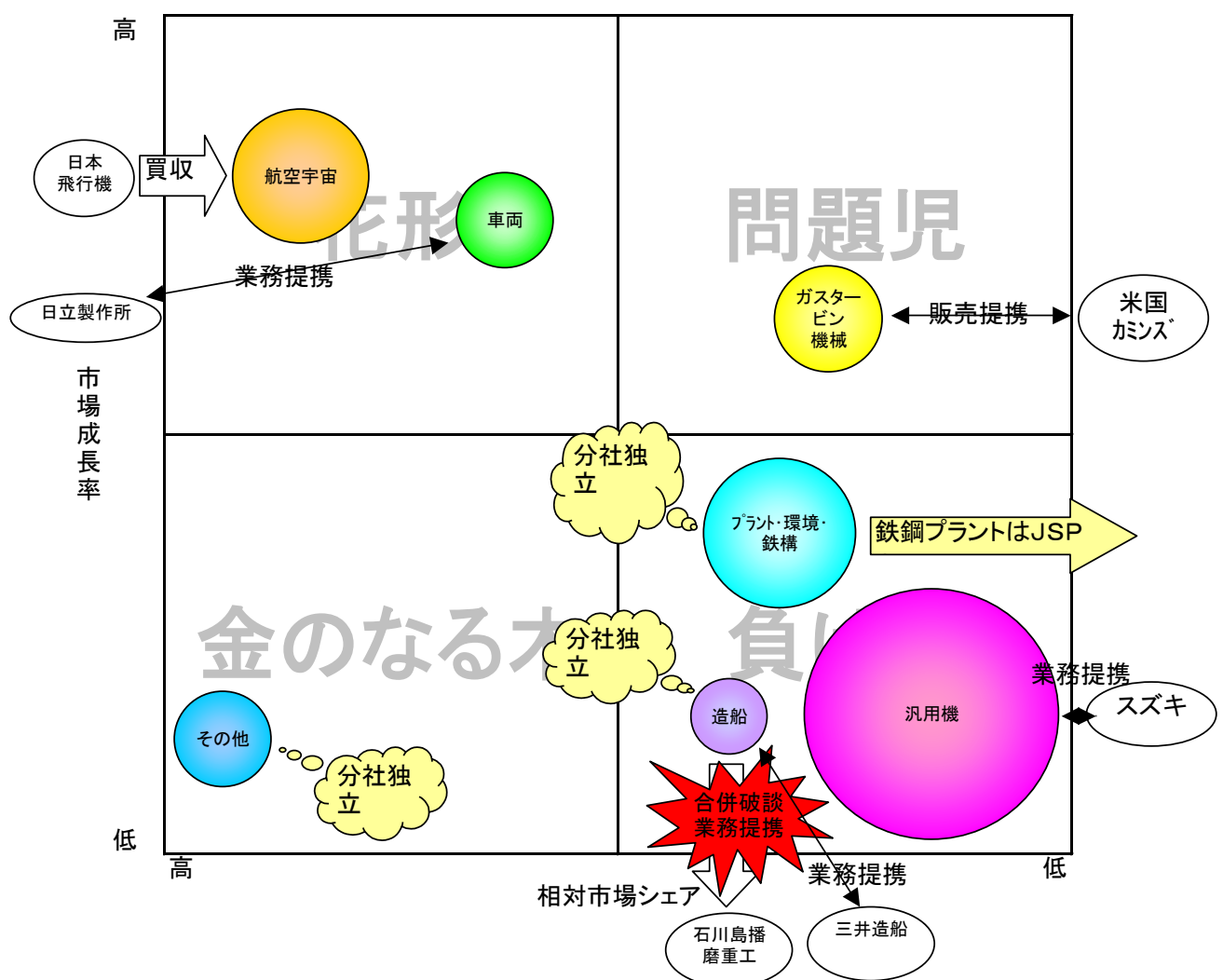
社内カンパニー制の導入により、それぞれ事業の自立性をさらに高め、事業特性にあったスピーディーな経営を行うとともに、事業の競争力強化に向けて他社との提携や M&A を含めた機動的な事業運営ができる体制にした。執行役員制を導入し、迅速な業務執行が行える体制にするとともに、取締役を削減・少数化し、取締役会の戦略的意思決定と経営監視機能をこれまで以上に強化した。経営スタイルの変革もビジネスモデルの変革同様、コストを切り詰め効率を高めることを主眼にした戦略となっている。特にカンパニー制の導入は、できるだけ予算を使わず利益を獲得すれば評価が上がる仕組みとなっている。投資生産再投資の考え方が薄く、長期的視点に立った戦略とはなっていない。

### 3.5.2 企業風土変革

- ・報酬のカンパニー業績連動制の導入
- ・ジョブチャレンジ制度の導入
- ・組織の組換えを可能とする人事制度の整備
- ・人材ローテーション

企業風土の変革については、優秀な人材の積極登用と、不採算部門から採算部門へ優秀な人材を流動化させ、経営資源を有効に活用する狙いがある。

### 3.6 事業ポートフォリオ戦略



川崎重工の売上を支えているのは、意外にもオートバイの生産を主とした汎用機事業である。企業イメージでは造船や航空機の売上比率が高そうなイメージがあるが、実際は違う。PPM で見てもわかるように、負け犬のカテゴリーの事業が多い。

川崎重工の中期経営計画から事業毎の戦略を考えると次のようになる。

## **(1) 中核事業**

### **＜汎用機＞**

汎用機については、シェアの拡大がもっとも重要な経営課題である。オートバイ市場やジェットスキーの市場は、成長市場ではない。成長しない市場の中でシェア争いをする競争構造となっている。その中で川崎重工はスズキとの提携により、商品ラインを揃えらるとともに、オートバイを販売する上でもっとも重要でありながら、強化には資金を要するレース活動をスズキと共同参戦することで、負担軽減を図っている。汎用機事業は他の中核事業や育成事業とは異なり、独自のブランドを形成すると同時に川崎重工に在る必要性やメリットを見出しにくい事業である。今後、汎用機がカワサキ発動機となる可能性も少なくはない。汎用機が分社独立することになれば、川崎重工の事業は山谷の大きい事業が残ることになり、川崎重工の経営は不安定なものとなる。今後、汎用機が内包する分社への機運をいかになだめすかすかも川崎重工の課題である。

### **＜航空宇宙＞**

航空宇宙の事業については、売上の拡大が経営的な課題である。川崎重工ではこの戦略を実行するために、開発・生産能力の拡充策として日本飛行機を買収した。その他にも新明和工業が主契約者となっている飛行艇の開発も、川崎重工から数百人の開発部隊を出向させ、開発プログラムを実行している。今後の前提としては、防衛庁の航空機は縮小均衡と考え、民間機の売上を伸ばす戦略を志向している。ただ、単に民間機と言っても、ボーイングのような機体の一部分の分担生産から、ヘリコプターのような機体全部の生産までである。川崎重工は航空事業については、3つの方向性をもっている。ひとつはボーイングの分担生産を行い、低リスク低リターンビジネスを続ける。二つ目はヘリコプターの拡張。三つ目はリージョナルジェットの共同開発とライセンス生産である。川崎重工は三つ目の施策を実現するため、ブラジルエンブライエル社と提携し、リージョナルジェットの共同開発を行っている。将来の飛行機交通時代を見据えた戦略展開を行っている。

## **(2) 育成事業**

### **＜ガスタービン・機械＞**

ガスタービン・機械における今後事業展開におけるキーワードは「地球環境保護」である。化石燃料の枯渇や地球環境の保護の観点から、天然ガス資源やメタンハイドレードの利用が積極化されている。こうしたガス資源からエネルギーを生み出す技術としては、燃料電池やガスタービンが注目されている。しかし、燃料電池の実用化にはまだ時間を要しており、ガスタービンによるコージェネレーションシステムやこれを更に小型化し、家庭でも設置できるサイズにしたマイクロガスタービンなどが注目されている。川崎重工はこうしたガスタービンの開発を、ガス供給インフラを保有する大阪ガスなどと共同開発し、今までのビジネスのようなハードウェアだけを販売するのではなく、燃料の供給からのサービスを見越したビジネス展開を志向している。ガスタービン・機械ビジネスの特徴はサービスビジネスの収益の高さである。ガスタービンのタービンブレードは稼働時間により交換が必要な部品であるが、価格が非常に高い。販売量が上がれば価格は下がってくると考えられるが、収益性が良いことに変わりはない。本体が高額であるため、スイッチコストが



高いのが原因である。全社戦略でも謳っているように、サービス事業の展開がこの事業の鍵を握っている。ジェットエンジンについては、ロールスロイスのエンジン生産を通じて技術の蓄積を行っている。視野に入るのは川崎重工製リージョナルジェットに搭載するエンジンの開発である。ジェットエンジンの技術においては、石川島播磨重工に溝を開けられた感はあるが、小型・量産のジェットエンジン市場における挽回を図る。

#### <車両>

川崎重工の車両事業は車両だけを販売する事業である。車両事業において育成する事業内容としては、鉄道システム販売ではなく車両の販売に特化した事業である。川崎重工も車両運行システムの開発経験が無いわけではない。過去には神戸ポートアイランドのポートライナーをシステム受注した経験を持つ。しかし、それとて緩慢なダイヤ構成の車両システムであり、本格的な車両運行システムとは言いがたい。速度や停車駅が異なる新幹線を5分おきに東京駅から発車させる技術とは比較にならない技術レベルである。川崎重工が目指すビジネスモデルは鉄道システムを販売する企業に、車両を販売する事業である。鉄道システムの市場は規模が大きいため、受注競争も熾烈である。開発費用も莫大である。プラント同様、受注後もリスクが高く収益に波がある。こうした市場に参入しても、競争が苛烈でコスト競争に陥る可能性が高い。一方、車両を販売する事業であれば、リスクも少なく技術の蓄積も大きい。今後の開発投資も集中して行うことができる。何より JR 総研の技術を吸収し、横展開が可能である。車両は消耗品であり、サービスビジネスにも期待できる。こうした技術的な背景に加え、鉄道システムを販売する企業にとっては、車両の販売はコア・コンピタンスではないということがある。鉄道システムを販売する企業にとってのコア・コンピタンスは線路・駅の建設や信号・運行システムである。それらに比べると車両の販売など金額が小額である。そうした企業に車両を販売するビジネスは、車両開発に特化した技術力を背景に、大いに期待できる。

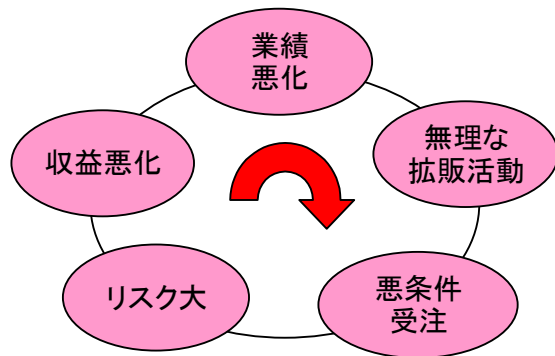
### (3) その他

#### <造船>

船価の下落、新造船の減少、世界的な建造能力過剰により、川崎重工の造船事業は先が見えない。分社により独立採算の機運を高め、コストダウンなど経営意識を高める施策を講じている。しかし、実際には事業構造的な問題であるため、経営が好転する要因が少ない。分社化はある意味では、川崎造船の従業員に給与の削減もやむなしという意識を持たせることが主眼であったといえる。また、川崎重工創業の事業であり、長年聖域とされていた造船事業に手を入れたことは、全社に危機感を植え付けた。川崎造船の分社は、決意表明としては十分なインパクトを持った決断であった。

#### <プラント・環境・鉄構>

プラント・環境・鉄構という事業は受注の波が大きい上、リスクが高い。こうした事業は、得意分野が無い場合、すぐに自転車操業に陥る特徴を持つ。業績悪化からリスクアセスメントを都合よく解釈し、無理な受注を行う。この結果、収益が悪化しさらに業績が悪化する。特に問題になるのは、受注時の見積もりとリスクアセスメントである。経験が無い場



合、本来であれば見積もりは高くなるのであるが、それでは受注できない。次の受注もあるのではないかという、ありもしないものへの皮算用と操業度低下に対する不安から、リスクに目をつぶって受注し、リスクが顕在化して大きな損益を被る。このサイクルに入ると、どこかで一発勝負に勝たないと取り戻せないほどの損失を生み出し、次々と同じ事を繰り返す。

勿論、失敗すれば責任者は責任をとっていなくなるのだが、次の責任者がやはり同じ愚を犯してしまう。こうしたサイクルを何度か繰り返すと、常に組織が揺さぶられた状態になり、従業員に安定感がなくなる。常に浮き足立った雰囲気は、組織に対する帰属意識や責任感を失わせ、寄り合い所帯のような組織になる。このような経営体質を醸成した一つの原因として挙げられるのが、メーカーでありながら現場を持たなかったことである。勿論、エンジニアリング企業で生産部門を持たない企業はいくらでもあるが、川崎重工のプラント部門においては、これが体質を弱体化させる要因になっていたと考えられる。プラント事業が軌道に乗っていた時代は、設備を持たず、現場を持たないプラント事業は、損益分岐点の低い高収益体質であると見られていた。しかし、受注が減少し始めると人員を削減し、できるだけ多くの仕事を少人数でこなそうとし、技術的な課題やコスト削減、品質への気配りといった業務は、全て外部の業者に依存するようになった。ある意味では、リスクを全て外部に押し付けたのである。二言目には「社内でやるとコストが合わない。」ということが言われた。こうした姿勢は次第にエスカレートし、知らず知らずの間に顧客のリスクを取らない我侭な業者になっていた。ここで重要なことは、生産現場を持つ必要は無いが、リスクを取って問題を解決する姿勢が失われていったことにある。生産現場を持つ事業は、コストダウンをしなければ生き残ることができない。サービスまで行くところは、事業が苦しい時でも物流改善を止めることはできない。それらを外部化してしまえば、それだけ収益源を失うことになる。川崎重工のプラント事業にはそれが失われていたと考えられる。

こうした事業を再生すべく、内部の組織に手を入れて改善を試みたが、結局変えることができなかった。最終的には製鉄プラント事業は JSP へ統合し、プラント事業は分社独立、鉄構事業は千葉工場と袖ヶ浦工場を閉鎖し、播磨工場へ統合するという縮小統合を行った。プラント事業が造船や精機と同時期に分社しなかったのは、他社への事業譲渡や統合が視野にあったためではなかったのかと想像する。いずれにせよプラント部門の分社独立は、造船や精機比べてより難しい舵取りとなる。冷静に見ると、川崎重工が事業を切り捨てたといっても過言ではない施策である。

#### <その他>

その他事業の中では、精機部門を取り上げる。精機の製品は建設機械向け油圧機器であり、川崎重工の中ではリードタイムが短い繰り返し製品ということで、他の事業には無い特徴

がある。現在は分社独立し、カワサキプレシジョンマシナリとなっている。精機が分社される前の2年間は、不況と公共投資抑制のあおりを受け、国内における建設機械の販売が大きく落ち込んだことにより、売上と利益が低迷した。特に利益については、経営努力により損益分岐点を下げ、僅かな損失を出したに過ぎないが、その努力も限界に近づいていた。ここで川崎重工の経営陣は決断を行う。精機のビジネスは底堅いが、コスト体質を柔軟にし、山谷に対応する体質に変えるべきである。ある意味で聖域であった給与の流動性を高めるために分社独立を選択する。賞与は年間に3度とし、3度目は業績連動させ、年間の給与の流動性を高めた。これにより従業員のモチベーションも高まっている。分社にあたっては、もう一つの決定要素もあった。カヤバ工業との提携である。油圧機器市場は価格競争に陥っており、供給者側の協調が重要な局面になっていた。川崎重工とカヤバ工業は業界1位2位の油圧機器メーカーであり、水面下で提携交渉を行っていたが、カヤバ工業が川崎重工との企業規模格差に難色を示していた。こうした問題を解決するための策としても分社独立は有効であった。分社後は中国景気により急激な売上回復ができた。これにより得たキャッシュは設備更新等に再投資され、体質強化を行っている。川崎重工にとっては、分社の成功例として社内に事例を示すことになり、積極的な事業再編への勢いが付いたと言える。

### 3.7 合併・買収戦略

川崎重工の事業再編も最終段階に入り、合併・買収が加速し始めた。ただ、川崎重工の場合は川崎重工が合併・買収するのではなく、他社への合併・譲渡が多い。製鉄プラント事業のJSPへの合併、破碎機事業を神戸製鋼の破碎機事業へ合併。川崎食品のグリーンフードへ譲渡、川重防災の株式をエアウォーターへ譲渡などが挙げられる。方針としては不採算部門の経営建て直しのための再編、コア事業とのシナジーが少ない事業の譲渡である。こうした思想にもとづき事業再編を行っている。数少ない買収としては、日本飛行機の買収が挙げられる。これにより日本の機体メーカー5社の内の2社が川崎重工グループとなり、今後の航空機事業の戦略において大きな戦略資産を得られた。

### 3.8 提携戦略

川崎重工の歴史は技術提携の歴史といえる。特に、技術の目利きとしての能力は高く、過去に遡れば潜水艦、航空機、ヘリコプター等が挙げられる。最近では地味ではあるが、摩擦攪拌接合という技術を見つけ、技術提携を行っている。この技術の導入により、大型のアルミ構造物の接合技術において、他社との差別化を実現した。今後、車両、航空機といった事業において、優位性を確立する源泉となるものと考えられる。業務上の提携では、汎用機におけるスズキとの提携、造船の三井造船、石川島播磨重工との提携、車両における日立製作所との提携、精機のカヤバ工業との提携がある。いずれの提携も技術開発における協力はもとより、販売戦略の展開や購買力の強化に力点を置いている。川崎重工は良くも悪くも技術主体の企業であり、販売力が弱い。提携を通じてこうしたビジネスのパワーを強化することが提携の目的となっている。

#### 4 戦略の評価と課題

最近 20 年間にける川崎重工の経営施策は事業再編の歴史であったといえる。1980 年代後半は特別人員対策により、人員削減を行った。その後、事業本部の再編を重ね、シナジーの追求とビジネスモデルの変革を試みた。特にプラント事業については、幾度もの分離と統合を行って再編を試みた。結果から見ると、ある意味では造船事業とプラント事業の経営再建というテーマが 20 年間の課題であったともいえる。そうした事業再編の作業の揺さぶり中で、川崎重工にとって価値のある事業は下に沈み、価値の小さい事業が浮かび上がってきたといえる。その浮かび上がった事業について、事業それぞれに合った再建策を行ったのが、現在の中期経営計画である。事業再編にあたっての、もっとも大きな障害は、造船事業の再建であった。造船事業は長年にわたり、川崎重工を支えてきた事業であり、川崎重工 OB とその代表格である大庭浩元会長の思い切った再建策に対する抵抗は大きかった。彼らは造船華やかかりし頃の残党であり、造船事業への思い入れが強い。これに抗して事業再編を実行したのが亀井俊郎前社長であったが、造船の事業再編への着手と引き換えに、大庭会長と刺し違える形で会長職に退いた。社長在任期間は 3 年間であり短命政権であった。しかし、これにより造船に肩入れする意見が影を潜め、その後の事業再編の作業が順調に進んだ。そういう意味では、歴史のある企業に変革をもたらそうとすると、トップの覚悟の度合いが成否を分けるといえる。亀井前社長の在任期間は短かったが、中身のある経営判断を行ったと言える。

これまでの分析でもわかるように、川崎重工の事業は差別化された価値のある事業が多い。それにもかかわらず業績が悪いのは、ビジネスモデルが悪いことに原因がある。商品売るだけではなく、時間軸上の価値や水平的な価値の広がりにも目を向けて、現在の製品における価値の拡大を行う必要がある。製品のライフサイクルを含めた包括的サービスによる収益拡大に目を向ける必要がある。高度成長期における川崎重工の事業展開は、とにかく作って売るということであったが、現在は作って売って使い続けてもらうという視点が必要であり、使い続けるという価値について、メーカーならではのサービスを提供していく必要がある。中期経営計画ではこの考え方について言及しているが、この考え方の本質を伝達する教育やメッセージは伝わってこない。つまり、具体策が見えてこないのである。

こうした価値に対する認識が生まれ、そこから具体的なサービスに結びつくというのは、一朝一夕にできるものではない。末端までにこの考え方を浸透させ、組織全体で考えることが重要である。今、川崎重工に不足しているのは、この考え方の啓蒙活動である。川崎重工は機械系エンジニアの企業であるといえる。陸海空の製品ラインは、機械系エンジニアが憧れる製品であり、業績に関係なくそうした中から優秀なエンジニアを確保することができる。しかし、そうした偏った人員構成は、製品を製造して販売するという視点に執着しがちであり、広角に事業を検証する視点に欠ける。俗に言う器用貧乏である。開発力や技術力がありながら、それを活かしていないのは残念である。同業の三菱重工がこうした面で困らないのは、三菱グループとして三菱商事がそうした部分をカバーしていることが挙げられる。

造船、プラントの分社により事業再建については、ほぼ目処が付いたと言える。当面は強みのある事業のビジネスモデルを変革し収益性の改善を行うことが重要である。これにより財務体質を改善することが現在の経営課題である。その後は、次世代につながる新しい事業への進展についても種をまくべき時に来ている。

## 付属資料 5：企業戦略分析

(出所：佐久間 英明「経営戦略応用研究 I&II 期末レポート」 2008 年 11 月 4 日)

### 川崎重工業株式会社 (2008)

#### 1 事業内容と業績

##### 1.1 事業内容

川崎重工業の事業内容の概要は以下の通りである。

##### 会社概要

**社名：川崎重工業株式会社****設立年月日**

1896年10月15日

**本社所在地**

東京本社

〒105-6116

東京都港区浜松町2丁目4番1号 (世界貿易センタービル)

TEL 03-3435-2111 FAX 03-3436-3037

神戸本社

〒650-8680

神戸市中央区東川崎町1丁目1番3号 (神戸クリスタルタワー)

TEL 078-371-9530 FAX 078-371-9568

**代 表 者**

取締役社長 大橋 忠晴

**資 本 金**

104,328百万円(2008年3月期)

**発行済株式総数**

1,669,629,122株(2008年3月期)

**売 上 高**

<連結> 1,501,097百万円(2008年3月期)

<単体> 889,963百万円(2008年3月期)

**従 業 員 数**

<連結> 30,563人(2008年3月期)

<単体> 10,263人(2008年3月期)

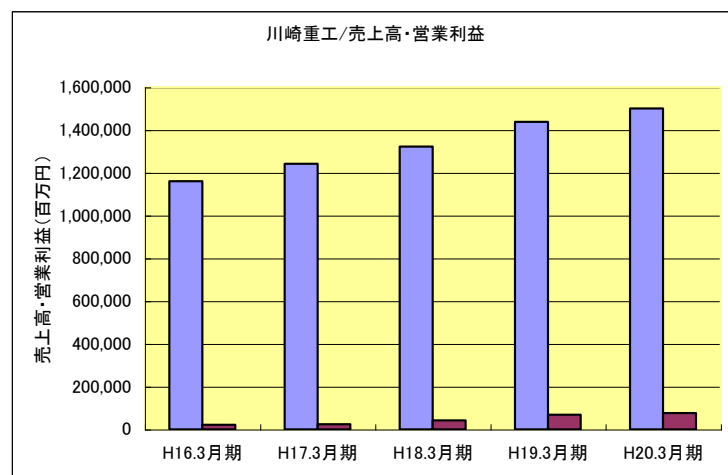
同社は鉄道車両、ガスタービン、航空機、宇宙機器、二輪車、ロボット、産業プラント、船舶、油圧機器等非常に幅広いメニューを持った日本を代表する重工業メーカーである。同社の事業は次葉の表の通り、複数のセグメントに分かれ、世界各国に製造・販売拠点網を築いている。

|             | 主な製品・事業                     | 担当の社内カンパニー<br>もしくは分社組織 | 関連製造会社                            | 海外拠点                                                                                                                              |
|-------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 車輛事業        | 鉄道車両、建設機械(除雪機)、破砕機等         | 車輛カンパニー                | ㈱カワサキシステムズ(建設機械)<br>㈱アーステクニカ(破砕機) | Kawasaki Rail Car, Inc.(米)<br>Kawasaki Motors Manufacturing Corp.(米)<br>Kawasaki Construction Machinery Corp.(米)                  |
| ガスタービン・機械事業 | ジェットエンジン、汎用ガスタービン、原動機等      | ガスタービン・機械カンパニー         | 川重冷熱工業(ボイラ・空調機器)                  | 武漢川崎船用機械(中国)                                                                                                                      |
| プラント・機械事業   | 産業機械、ボイラ、環境装置、鋼構造物等         | ㈱カワサキプラントシステムズ         | スチールプラントック(㈱)(製鉄プラント)             |                                                                                                                                   |
| 航空・宇宙事業     | 航空機                         | 航空・宇宙カンパニー             | 日本飛行機㈱                            |                                                                                                                                   |
| 船舶事業        | 船舶                          | 川崎造船                   |                                   | 南通中遠川崎船舶(中国)口                                                                                                                     |
| 汎用機事業       | 二輪車、四輪バギー車、ジェットスキー、産業用ロボット等 | 汎用機カンパニー               |                                   | Kawasaki Motors Manufacturing Corp.(米)<br>Kawasaki Motors Enterprise (Thailand) Co., Ltd.<br>PT. Kawasaki Motor Indonesia(インドネシア) |
| 油圧事業        | 建設機械用等油圧機器                  | ㈱カワサキプレジジョンマシーナリー      |                                   | Kawasaki Precision Machinery (U.K.) Limited.<br>川崎精密機械(蘇州・中国)                                                                     |

## 1.2 全社業績推移

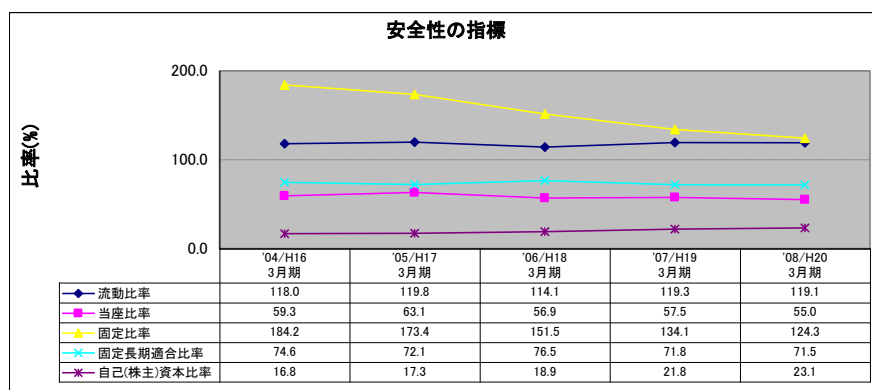
### 1.2.1 売上高・利益・主要財務内容の推移(2003~2007年度)

| 川崎重工            | (単位)  | H16.3月期   | H17.3月期   | H18.3月期   | H19.3月期   | H20.3月期   | 5年平均      |
|-----------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高             | (百万円) | 1,160,252 | 1,241,591 | 1,322,487 | 1,438,618 | 1,501,097 | 1,332,809 |
| 営業利益            | (百万円) | 22,249    | 24,744    | 41,794    | 69,141    | 76,910    | 46,968    |
| 売上高営業利益率        | (%)   | 1.9%      | 2.0%      | 3.2%      | 4.8%      | 5.1%      | 3.5%      |
| 当期純利益           | (百万円) | 6,332     | 11,478    | 16,467    | 29,771    | 35,141    | 19,838    |
| 売上高当期純利益率       | (%)   | 0.5%      | 0.9%      | 1.2%      | 2.1%      | 2.3%      | 1.5%      |
| 純資産額            | (百万円) | 190,175   | 201,464   | 237,588   | 295,377   | 319,037   |           |
| 総資産額            | (百万円) | 1,156,904 | 1,194,472 | 1,284,085 | 1,357,979 | 1,378,769 |           |
| 総資本営業利益率(ROA)   | (%)   | 1.9%      | 2.1%      | 3.3%      | 5.1%      | 5.6%      |           |
| 自己資本比率          | (%)   | 16.4%     | 16.9%     | 18.5%     | 21.8%     | 23.1%     |           |
| 営業活動によるキャッシュフロー | (百万円) | 42,810    | 71,422    | 45,760    | 45,859    | 75,765    |           |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (百万円) | ▲ 25,868  | ▲ 17,714  | ▲ 36,510  | ▲ 43,312  | ▲ 49,090  |           |
| フリーキャッシュフロー     | (百万円) | 16,942    | 53,708    | 9,250     | 2,547     | 26,675    |           |
| 従業員数            | (名)   | 29,306    | 28,682    | 28,922    | 29,211    | 30,563    |           |
| 海外売上高比率         | (%)   | 45.0%     | 49.4%     | 52.6%     | 54.0%     | 54.7%     |           |

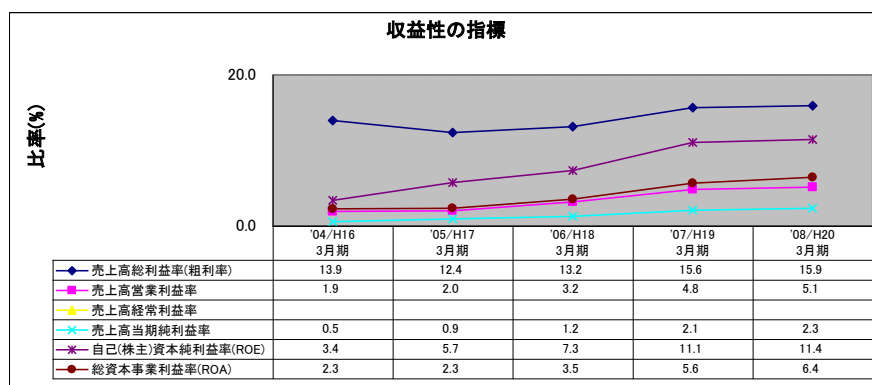


同社は 2003 年～2008 年 3 月期まで増収増益を果たしており、2008 年 3 月期には史上最高益を記録している。総資本営業利益率 (ROA) も毎年向上し投資効率も改善しており、フリー・キャッシュフローも 5 年間通じてプラスを計上している。10 年前には 2 年連続赤字を記録していた時期もあったが、ここ 5 年間は安定的に好業績を継続している。

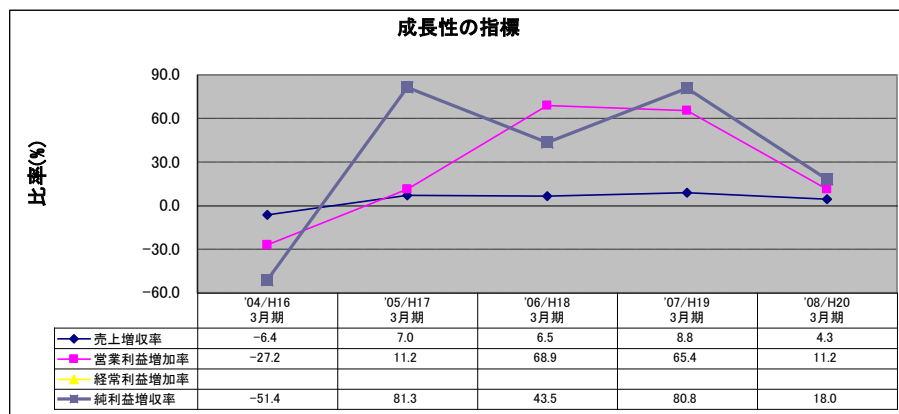
### 1.2.2 財務諸表分析



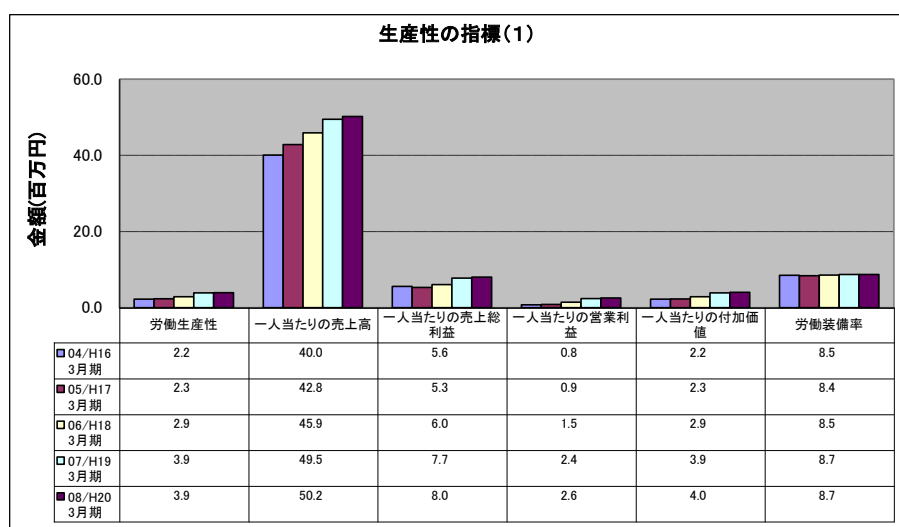
流動比率、当座比率は理想とされる 200%、100%を下回っており、製造業平均の 103%、85%も下回っており、支払い能力に若干の疑問が残る。この原因は短期借入金が多いことに起因するものとみられる。当面は借入金を削減し財務体質を強化する必要があると考える。固定比率は目安とされる 100%以下にはなっていないが、長期固定適合比率は 100%を下回っており固定資産投資の安全性は問題ない。自己資本比率は 50%以上が理想であるが大型の設備投資が必要な重工業の場合、自己資本比率はどうしても低くなる傾向がある。同社はここ 5 年間で自己資本比率の着実な改善を図っており、今後も改善を継続していくことが期待される。



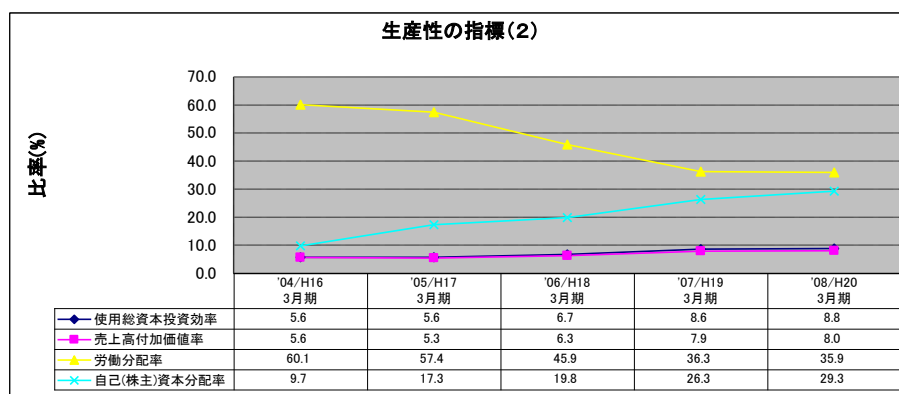
売上高に対する利益率はここ 5 年間継続して改善しており、08 年 3 月期には売上高総利益率及び売上高営業利益率がそれぞれ 15.9%、5.1%と良好な数値を記録した。ROE,ROA も 11.4%、8.4%と重工長大産業としてはかなりの資本効率を上げているといえる。



成長率についてもここ 5 年間は良好で増収増益を継続している。

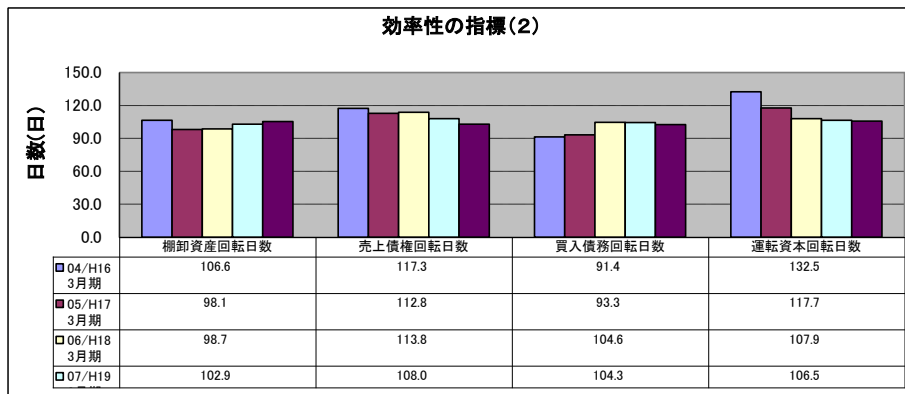
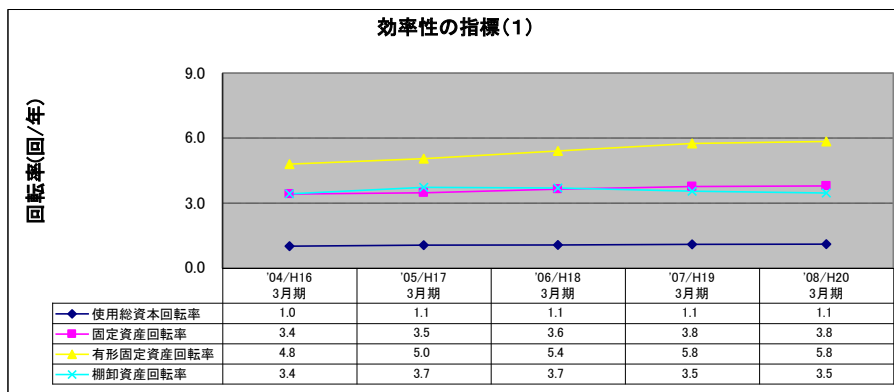


労働生産性、一人当たりの売上高、売上総利益、営業利益、付加価値額ともに向上しており、生産性も改善傾向が明らかである。

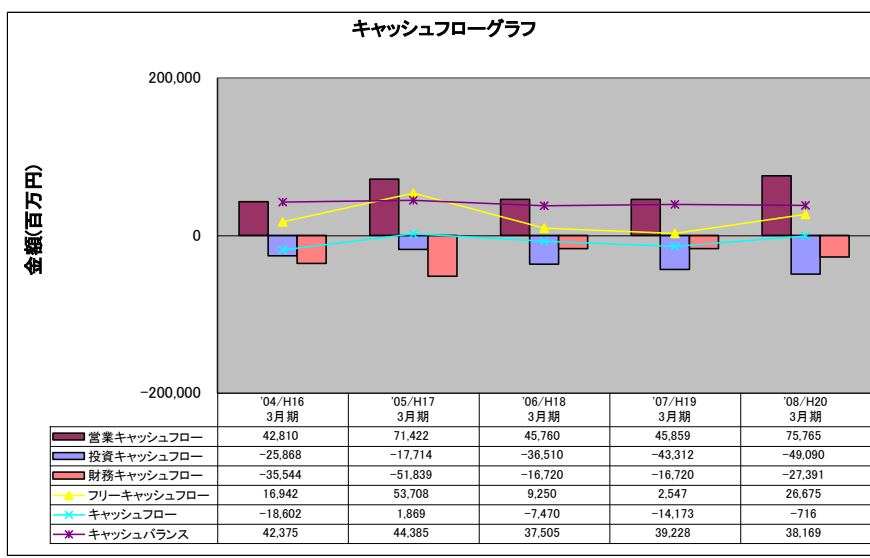


労働分配率が低下しているが、労働分配率＝人件費/付加価値であり、付加価値の増加割合が人件費の増加割合を上回ったことを示しており、生産性の向上を示すものである。





重厚長大産業では回転率は他業種に比べ高くはないのが一般的であるが、数値は安定もしくは向上しており問題はないと考える。回転日数についても同様である。



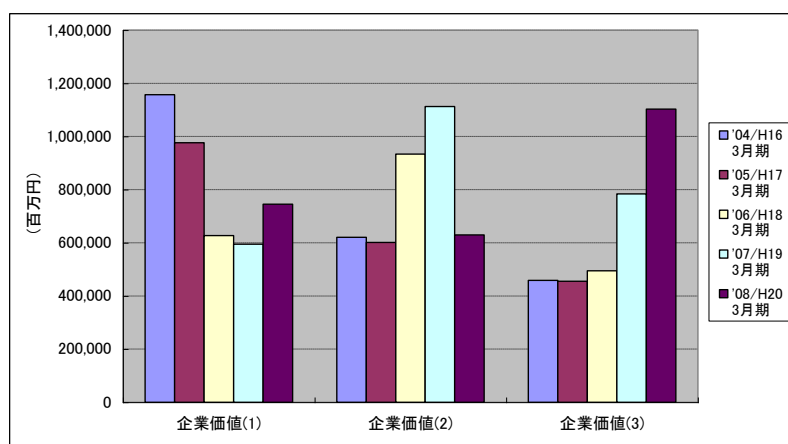
営業キャッシュフローがプラス、投資キャッシュフローはマイナスでフリー・キャッシュフローはプラスになっており、営業キャッシュフローの範囲内で投資資金を賄うことができている健全な状態を5年間保っている。キャッシュフローがマイナスを記録している年度が多いが、これはフリー・キャッシュフローから借入金返済等のために財務キャッシュフローがマイナスとなり、その値がフリー・キャッシュフローを超過したことに起因するものと思われる。当社の負債が減り、自己資本比率が向上していることがそれを示している。

### 1.2.3 企業価値分析

フリー・キャッシュフロー価値、株式・負債時価評価価値、MVA+投下資本について計算し、企業価値分析を行った結果、すべての値がプラスを計上した。

(百万円)

| 項目と評価方法               | '04/H16<br>3月期 | '05/H17<br>3月期 | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 企業価値(1) フリーキャッシュフロー価値 | 1,156,953      | 976,434        | 626,911        | 594,592        | 745,490        |
| 企業価値(2) 株式・負債時価評価価値   | 620,517        | 601,302        | 934,019        | 1,112,369      | 629,586        |
| 企業価値(3) MVA+投下資本      | 458,380        | 455,146        | 494,903        | 784,072        | 1,102,731      |



フリー・キャッシュフロー価値がプラスとなっているが、これはフリー・キャッシュフローがここ5年間継続してプラスを計上していることにより今後の予測値もプラスとなったことに起因する。

フリーキャッシュフロー価値の算出方法

(百万円)

|                | '04/H16<br>3月期 | '05/H17<br>3月期 | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 | '09/H21<br>3月期 | '10/H22<br>3月期 | '11/H23<br>3月期 | '12/H24<br>3月期 | '13/H25<br>3月期 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 営業キャッシュフロー     | 42,810         | 71,422         | 45,760         | 45,859         | 75,765         |                |                |                |                |                |
| 投資キャッシュフロー     | -25,868        | -17,714        | -36,510        | -43,312        | -49,090        |                |                |                |                |                |
| フリーキャッシュフロー    | 16,942         | 53,708         | 9,250          | 2,547          | 26,675         | 22,708         | 23,628         | 24,585         | 25,580         | 26,616         |
| 売上高            | 1,160,252      | 1,241,591      | 1,322,487      | 1,438,618      | 1,501,097      |                |                |                |                |                |
| 売上高成長率         | -6.4           | 7.0            | 6.5            | 8.8            | 4.3            |                |                |                |                |                |
| 平均成長率          |                |                |                |                | 4.0            |                |                |                |                |                |
| H16/3の予測期間     |                | 51,970         | 8,661          | 2,308          | 23,386         | 19,264         |                |                |                |                |
| H17/3の予測期間     |                |                | 8,931          | 2,374          | 24,011         | 19,736         | 19,827         |                |                |                |
| H18/3の予測期間     |                |                |                | 2,421          | 24,092         | 19,491         | 19,274         | 19,059         |                |                |
| H19/3の予測期間     |                |                |                |                | 25,257         | 20,357         | 20,056         | 19,758         | 19,465         |                |
| H20/3の予測期間     |                |                |                |                |                | 21,685         | 21,546         | 21,408         | 21,272         | 21,136         |
| 予測期間の割引現在価値(A) | 105,588        | 74,880         | 84,338         | 104,893        | 107,047        |                |                |                |                |                |
| 加重平均資本コスト      | 3.34%          | 3.57%          | 5.22%          | 5.62%          | 4.72%          |                |                |                |                |                |
| リスクフリーレート      | 1.50%          | 1.36%          | 1.75%          | 1.70%          | 1.43%          |                |                |                |                |                |
| 継続価値(B)        | 1,051,365      | 901,554        | 542,574        | 489,699        | 638,443        |                |                |                |                |                |
| 企業価値:(A)+(B)   | 1,156,953      | 976,434        | 626,911        | 594,592        | 745,490        |                |                |                |                |                |

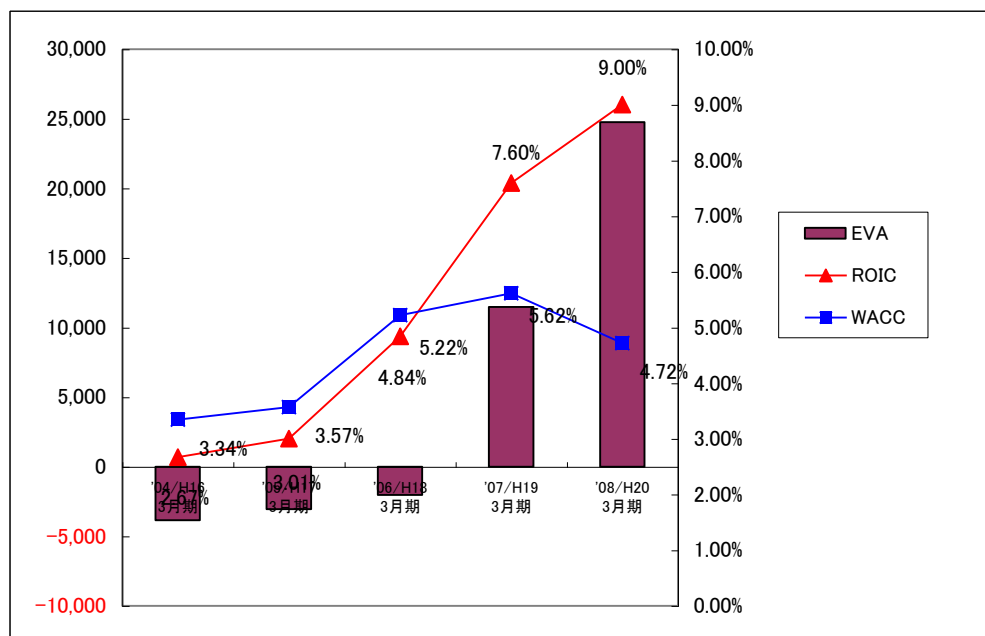
フリーキャッシュフロー=営業キャッシュフロー-投資キャッシュフロー

継続価値=(予測期間の翌期のFCF÷(加重平均資本コスト-リスクフリーレート))÷(1+加重平均資本コスト)<sup>5</sup>

EVAについては、04年～06年3月期はマイナスとなっている。これはWACC（資本コスト）を上回るROIC（投下資本利益率）計上することができなかったことに起因する。ROIC自体は年々改善が続けたがWACCを上回ることができない状況であったものが、07,08年度とさらにROICが改善を続け、07年3月以降EVAがようやくプラスを計上するに至った。ちなみに08年3月期のROICは9.0%だが、同社は中期経営計画「Global K」

で 2010 年度の ROIC 目標を 14%ににおいている。そのためには税引き後営業利益率をさらに改善し、有利子負債を削減して簿価投下資本を削減する必要があると考える。

|                        | '04/H16<br>3月期 | '05/H17<br>3月期 | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>I WACC算出</b>        |                |                |                |                |                |
| ① 有利子負債[簿価](D) (百万円)   | 379,470        | 334,274        | 290,683        | 284,216        | 258,928        |
| ② 株主資本[時価](E) (百万円)    | 241,047        | 267,028        | 643,336        | 828,153        | 370,658        |
| ③ 負債コスト(Rd)            | 1.87%          | 1.76%          | 1.72%          | 2.31%          | 2.94%          |
| ④ 無リスク利率               | 1.50%          | 1.36%          | 1.75%          | 1.70%          | 1.43%          |
| ⑤ 株式ベータ                | 1.075          | 1.075          | 1.075          | 1.075          | 1.075          |
| ⑥ マーケット・リスク・プレミアム      | 5.00%          | 5.00%          | 5.00%          | 5.00%          | 5.00%          |
| ⑦ 株主資本コスト(Re)          | 6.88%          | 6.74%          | 7.13%          | 7.08%          | 6.81%          |
| ⑧ 負債比率(D/(D+E))        | 61.15%         | 55.59%         | 31.12%         | 25.55%         | 41.13%         |
| ⑨ 株主資本比率(E/(D+E))      | 38.85%         | 44.41%         | 68.88%         | 74.45%         | 58.87%         |
| ⑩ 法人税実効税率              | 41.00%         | 41.00%         | 41.00%         | 41.00%         | 41.00%         |
| ⑪ 加重平均資本コスト(WACC)      | 3.34%          | 3.57%          | 5.22%          | 5.62%          | 4.72%          |
| <b>II EVA算出</b>        |                |                |                |                |                |
| ① 税引後営業利益(NOPAT) (百万円) | 15,332         | 16,246         | 25,851         | 44,033         | 52,042         |
| ② 投下資本[簿価] (百万円)       | 573,499        | 540,428        | 533,778        | 579,593        | 577,965        |
| ③ WACC                 | 3.34%          | 3.57%          | 5.22%          | 5.62%          | 4.72%          |
| ④ 資本費用 (百万円)           | 19,182         | 19,290         | 27,882         | 32,550         | 27,276         |
| ⑤ EVA (百万円)            | -3,850         | -3,044         | -2,031         | 11,484         | 24,765         |
| <b>III ROIC算出</b>      |                |                |                |                |                |
| ① NOPAT (百万円)          | 15,332         | 16,246         | 25,851         | 44,033         | 52,042         |
| ② 投下資本[簿価] (百万円)       | 573,499        | 540,428        | 533,778        | 579,593        | 577,965        |
| ③ ROIC                 | 2.67%          | 3.01%          | 4.84%          | 7.60%          | 9.00%          |

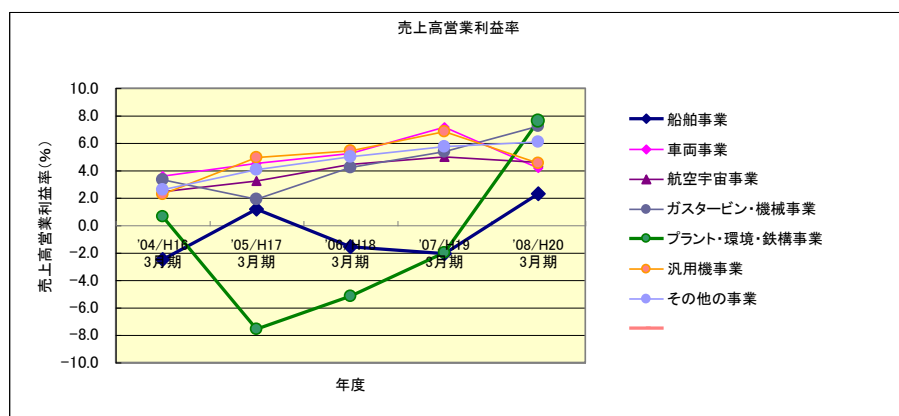


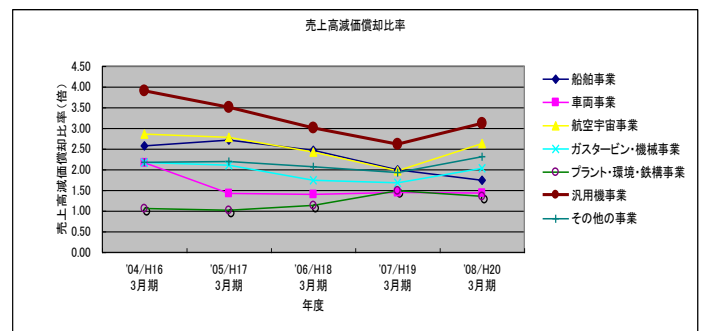
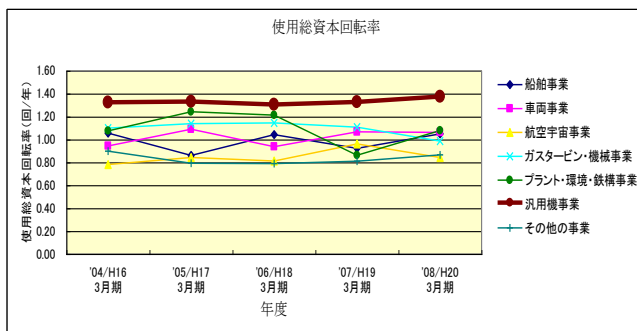
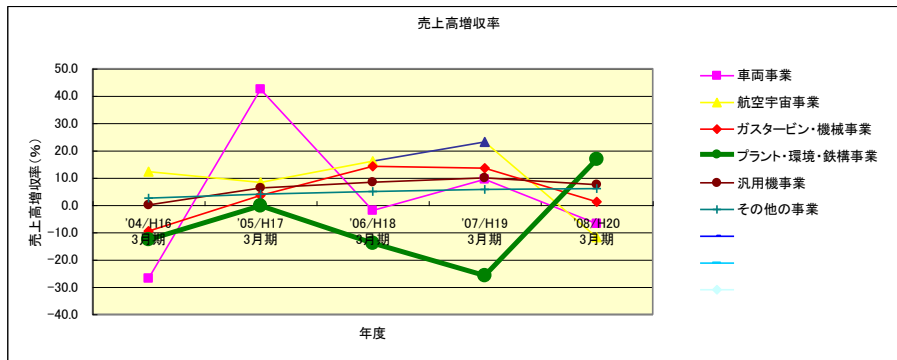
### 1.3 主要事業部門別業績推移

下表は同社のセグメント別売上高、営業利益、売上高営業利益率、純資産営業利益をまとめたものである。2008 年 3 月期の売上高構成比は、汎用機、航空・宇宙、ガスタービン・機械、車輛、プラント・環境、船舶、油圧機器の順になっている。

| 川崎重工        |          |           |           |           |           |           |           |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 事業          |          | 2004/3月期  | 2005/3月期  | 2006/4月期  | 2007/3月期  | 2008/3月期  | 5年平均      |
| 車両事業        | 売上高      | 123,547   | 171,730   | 169,222   | 184,782   | 172,465   | 164,349   |
|             | 営業利益     | 4,322     | 7,751     | 8,803     | 13,170    | 3,252     | 7,460     |
|             | 売上高営業利益率 | 3.5%      | 4.5%      | 5.2%      | 7.1%      | 1.9%      | 4.4%      |
|             | 資産       | 127,785   | 157,418   | 179,477   | 172,615   | 134,576   | 154,374   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.4%      | 4.9%      | 4.9%      | 7.6%      | 2.4%      | 4.7%      |
| ガスタービン・機械事業 | 売上高      | 151,426   | 161,123   | 178,368   | 197,718   | 202,426   | 178,212   |
|             | 営業利益     | 4,536     | 2,680     | 6,804     | 9,836     | 13,392    | 7,450     |
|             | 売上高営業利益率 | 3.0%      | 1.7%      | 3.8%      | 5.0%      | 6.6%      | 4.0%      |
|             | 資産       | 124,065   | 124,062   | 140,899   | 165,411   | 188,133   | 148,514   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.7%      | 2.2%      | 4.8%      | 5.9%      | 7.1%      | 4.7%      |
| プラント・環境事業   | 売上高      | 204,294   | 206,364   | 185,477   | 141,732   | 156,293   | 178,832   |
|             | 営業利益     | 1,219     | ▲14,458   | ▲8,494    | ▲2,430    | 10,839    | ▲2,665    |
|             | 売上高営業利益率 | 0.6%      | -7.0%     | -4.6%     | -1.7%     | 6.9%      | -1.2%     |
|             | 資産       | 177,887   | 153,685   | 135,447   | 141,472   | 132,174   | 148,133   |
|             | 総資産営業利益率 | 0.7%      | -9.4%     | -6.3%     | -1.7%     | 8.2%      | -1.7%     |
| 航空・宇宙事業     | 売上高      | 175,496   | 190,214   | 220,545   | 270,795   | 238,993   | 219,209   |
|             | 営業利益     | 4,243     | 6,084     | 9,700     | 13,400    | 10,875    | 8,860     |
|             | 売上高営業利益率 | 2.4%      | 3.2%      | 4.4%      | 4.9%      | 4.6%      | 3.9%      |
|             | 資産       | 221,960   | 223,010   | 268,871   | 172,615   | 281,516   | 233,594   |
|             | 総資産営業利益率 | 1.9%      | 2.7%      | 3.6%      | 7.8%      | 3.9%      | 4.0%      |
| 船舶事業        | 売上高      | 95,915    | 88,206    | 111,125   | 110,709   | 142,965   | 109,784   |
|             | 営業利益     | ▲2,360    | 1,031     | ▲1,707    | ▲2,248    | 3,252     | ▲406      |
|             | 売上高営業利益率 | -2.5%     | 1.2%      | -1.5%     | -2.0%     | 2.3%      | -0.5%     |
|             | 資産       | 89,849    | 100,996   | 105,209   | 117,831   | 134,576   | 109,692   |
|             | 総資産営業利益率 | -2.6%     | 1.0%      | -1.6%     | -1.9%     | 2.4%      | -0.5%     |
| 汎用機事業       | 売上高      | 322,307   | 343,486   | 373,719   | 412,885   | 442,206   | 378,921   |
|             | 営業利益     | 7,249     | 16,701    | 19,899    | 27,562    | 19,669    | 18,216    |
|             | 売上高営業利益率 | 2.2%      | 4.9%      | 5.3%      | 6.7%      | 4.4%      | 4.7%      |
|             | 資産       | 240,242   | 253,957   | 280,972   | 303,730   | 315,308   | 278,842   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.0%      | 6.6%      | 7.1%      | 9.1%      | 6.2%      | 6.4%      |
| 油圧機器事業      | 売上高      | -         | -         | -         | 75,246    | 92,752    | 83,999    |
|             | 営業利益     | -         | -         | -         | 6,061     | 9,117     | 7,589     |
|             | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | 8.1%      | 9.8%      | 8.9%      |
|             | 資産       | -         | -         | -         | 46,788    | 53,347    | 50,068    |
|             | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | 13.0%     | 17.1%     | 15.0%     |
| その他の事業      | 売上高      | 166,766   | 166,950   | 179,812   | 141,091   | 144,822   | 159,888   |
|             | 営業利益     | 3,246     | 5,012     | 6,658     | 3,546     | 2,353     | 4,163     |
|             | 売上高営業利益率 | 1.9%      | 3.0%      | 3.7%      | 2.5%      | 1.6%      | 2.6%      |
|             | 資産       | 138,803   | 156,040   | 168,334   | 159,431   | 164,445   | 157,411   |
|             | 総資産営業利益率 | 2.3%      | 3.2%      | 4.0%      | 2.2%      | 1.4%      | 2.6%      |
| 連結          | 売上高      | 1,160,252 | 1,241,591 | 1,322,487 | 1,438,618 | 1,501,097 | 1,332,809 |
|             | 営業利益     | 22,249    | 24,744    | 41,794    | 69,141    | 76,910    | 46,968    |
|             | 売上高営業利益率 | 1.9%      | 2.0%      | 3.2%      | 4.8%      | 5.1%      | 3.4%      |
|             | 資産       | 1,156,904 | 1,194,472 | 1,284,085 | 1,357,979 | 1,378,769 | 1,274,442 |
|             | 総資産営業利益率 | 1.9%      | 2.1%      | 3.3%      | 5.1%      | 5.6%      | 3.6%      |

売上高営業利益率をみると、汎用機、車両、ガスタービン・機械、航空宇宙はほぼ安定的に2.0～8.0%の間で推移しているが、プラント・環境、船舶は08年3月に回復はしたものの、マイナスを記録している期がほとんどである。売上高増収率もプラント・環境部門が08年3月を除いて悪い。

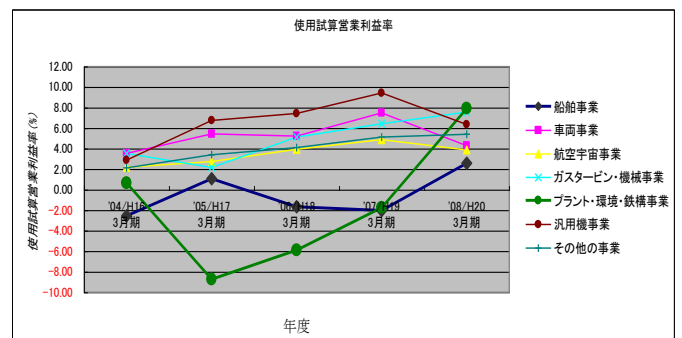
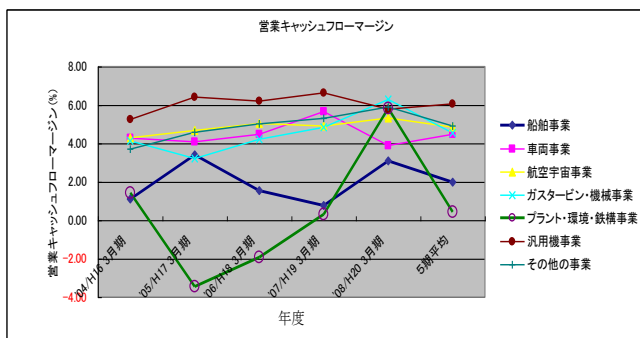




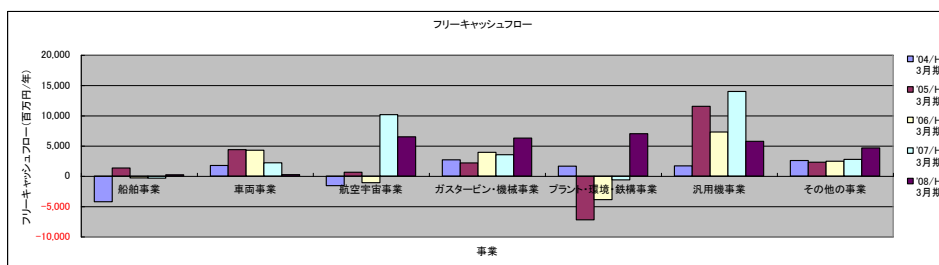
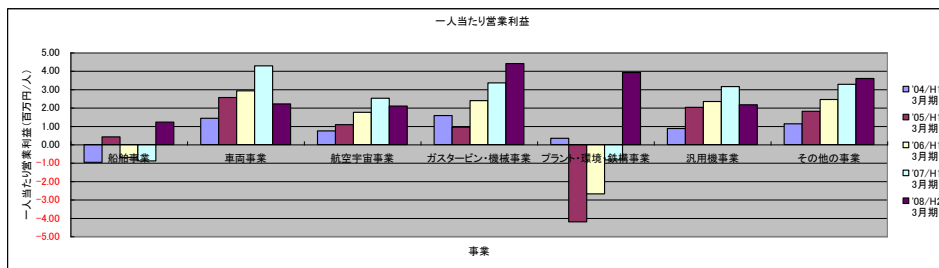
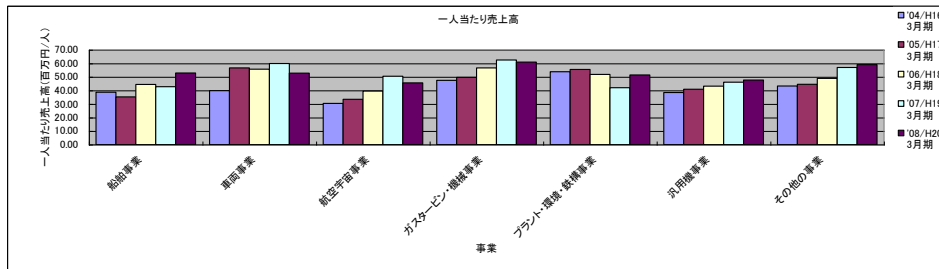
総資本回転率、売上高減価償却比率をみる

と汎用機が良好である。

営業キャッシュフローマージン、使用総資産営業利益率をみると、プラント・環境、船舶部門の悪さが目立つ。他事業は概ね良好である。



一人当たりの売上高は各部門でそう大差はないが、一人当たりの営業利益をみると、ここでもプラント・環境、船舶のマイナス計上が目立つ。フリー・キャッシュフローについても両事業はマイナスの年度が多い。



以上の通り、事業部門別にみると、汎用機をはじめとして車両、ガスタービン・機械、航空・宇宙は良好な経営指標を示しているのに対し、プラント・環境、船舶は収益率、資本効率、フリー・キャッシュフロー獲得力が悪く、他事業の足を引っ張る形になっていることが明確である。

#### 1.4 競合他社との業績比較

同社は鉄道車両、ガスタービン・機械（航空機エンジン）、航空宇宙、汎用機（二輪車、建設機械、ロボット）、プラント・環境（産業プラント、環境プラント等）、船舶の6つの事業部門にわたって幅広い製品・サービスを提供しているが、取扱い品目が類似（ガスタービン、航空機エンジン、航空宇宙、船舶の4部門で重なっている）しており、「造船・重機」業界では同社を含んで「御三家」とも言われる三菱重工、IHIと業績比較をするのが適当と考え、以下比較検討する。

| 川崎重工            | (単位)  | H16.3月期   | H17.3月期   | H18.3月期   | H19.3月期   | H20.3月期   | 5年平均      |
|-----------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高             | (百万円) | 1,160,252 | 1,241,591 | 1,322,487 | 1,438,618 | 1,501,097 | 1,332,809 |
| 営業利益            | (百万円) | 22,249    | 24,744    | 41,794    | 69,141    | 76,910    | 46,968    |
| 売上高営業利益率        | (%)   | 1.9%      | 2.0%      | 3.2%      | 4.8%      | 5.1%      | 3.5%      |
| 当期純利益           | (百万円) | 6,332     | 11,478    | 16,467    | 29,771    | 35,141    | 19,838    |
| 売上高当期純利益率       | (%)   | 0.5%      | 0.9%      | 1.2%      | 2.1%      | 2.3%      | 1.5%      |
| 純資産額            | (百万円) | 190,175   | 201,464   | 237,588   | 295,377   | 319,037   |           |
| 総資産額            | (百万円) | 1,156,904 | 1,194,472 | 1,284,085 | 1,357,979 | 1,378,769 |           |
| 総資本営業利益率(ROA)   | (%)   | 1.9%      | 2.1%      | 3.3%      | 5.1%      | 5.6%      |           |
| 自己資本比率          | (%)   | 16.4%     | 16.9%     | 18.5%     | 21.8%     | 23.1%     |           |
| 営業活動によるキャッシュフロー | (百万円) | 42,810    | 71,422    | 45,760    | 45,859    | 75,765    |           |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (百万円) | ▲ 25,868  | ▲ 17,714  | ▲ 36,510  | ▲ 43,312  | ▲ 49,090  |           |
| フリーキャッシュフロー     | (百万円) | 16,942    | 53,708    | 9,250     | 2,547     | 26,675    |           |
| 従業員数            | (名)   | 29,306    | 28,682    | 28,922    | 29,211    | 30,563    |           |
| 海外売上高比率         | (%)   | 45.0%     | 49.4%     | 52.6%     | 54.0%     | 54.7%     |           |

| 三菱重工            | (単位)  | H16.3月期   | H17.3月期   | H18.3月期   | H19.3月期   | H20.3月期   | 5年平均      |
|-----------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高             | (百万円) | 2,373,440 | 2,590,733 | 2,792,108 | 3,068,504 | 3,203,085 | 2,805,574 |
| 営業利益            | (百万円) | 66,630    | 14,772    | 70,912    | 108,912   | 136,030   | 79,451    |
| 売上高営業利益率        | (%)   | 2.8%      | 0.6%      | 2.5%      | 3.5%      | 4.2%      | 2.8%      |
| 当期純利益           | (百万円) | 21,787    | 4,049     | 29,816    | 48,839    | 61,332    | 33,165    |
| 売上高当期純利益率       | (%)   | 0.9%      | 0.2%      | 1.1%      | 1.6%      | 1.9%      | 1.2%      |
| 純資産額            | (百万円) | 1,324,497 | 1,309,977 | 1,376,289 | 1,446,436 | 1,440,429 |           |
| 総資産額            | (百万円) | 3,715,358 | 3,831,144 | 4,047,122 | 4,391,864 | 4,517,148 |           |
| 総資本営業利益率(ROA)   | (%)   | 1.8%      | 0.4%      | 1.8%      | 2.5%      | 3.0%      |           |
| 自己資本比率          | (%)   | 35.6%     | 34.2%     | 34.0%     | 32.9%     | 31.9%     |           |
| 営業活動によるキャッシュフロー | (百万円) | 134,240   | 107,065   | 73,928    | 158,721   | 161,823   |           |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (百万円) | ▲ 95,379  | ▲ 163,321 | ▲ 104,065 | ▲ 158,653 | ▲ 193,055 |           |
| フリーキャッシュフロー     | (百万円) | 38,861    | ▲ 56,256  | ▲ 30,137  | 68        | ▲ 31,232  |           |
| 従業員数            | (名)   | 59,949    | 59,240    | 62,212    | 62,940    | 64,103    |           |
| 海外売上高比率         | (%)   | 45.0%     | 40.5%     | 43.9%     | 47.7%     | 48.7%     |           |

| IHI             | (単位)  | H16.3月期   | H17.3月期   | H18.3月期   | H19.3月期   | H20.3月期   | 5年平均      |
|-----------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高             | (百万円) | 1,017,441 | 1,089,047 | 1,127,075 | 1,221,016 | 1,350,567 | 1,161,029 |
| 営業利益            | (百万円) | ▲ 23,230  | 10,619    | 21,771    | ▲ 5,626   | ▲ 16,807  | ▲ 2,655   |
| 売上高営業利益率        | (%)   | -2.3%     | 1.0%      | 1.9%      | -0.5%     | -1.2%     | -0.2%     |
| 当期純利益           | (百万円) | ▲ 38,354  | 2,180     | 5,283     | ▲ 4,593   | 25,195    | ▲ 2,058   |
| 売上高当期純利益率       | (%)   | -3.8%     | 0.2%      | 0.5%      | -0.4%     | 1.9%      | -0.2%     |
| 純資産額            | (百万円) | 151,550   | 153,716   | 169,237   | 227,047   | 234,406   |           |
| 総資産額            | (百万円) | 1,377,021 | 1,387,838 | 1,461,796 | 1,536,078 | 1,542,295 |           |
| 総資本営業利益率(ROA)   | (%)   | -1.7%     | 0.8%      | 1.5%      | -0.4%     | -1.1%     |           |
| 自己資本比率          | (%)   | 11.0%     | 11.1%     | 11.6%     | 14.8%     | 15.2%     |           |
| 営業活動によるキャッシュフロー | (百万円) | 36,184    | ▲ 4,408   | 3,498     | 36,086    | 3,339     |           |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (百万円) | 39,427    | ▲ 4,100   | 3,386     | ▲ 57,374  | 46,789    |           |
| フリーキャッシュフロー     | (百万円) | 75,611    | ▲ 8,508   | 6,884     | ▲ 21,288  | 50,128    |           |
| 従業員数            | (名)   | 22,768    | 21,847    | 23,364    | 23,190    | 23,722    |           |
| 海外売上高比率         | (%)   | 27.0%     | 31.2%     | 33.7%     | 38.4%     | 42.8%     |           |

## (1) 売上高

最大手の三菱重工が群を抜いている。2003～2008 年 3 月期の 5 年平均でも同社より 2 倍強の売上を上げている。

## (2) 営業利益率

同社は 5 年間増収増益を継続しており、2008 年 3 月期は史上最高益を上げている。売上高営業利益率、売上高当期純利益率は 5 年平均で 3.5%/1.5%と三菱重工の 2.8%/1.2%、IHI の▲0.2%/▲0.2%を上回っている。

## (3) 総資本営業利益率 (ROA)

同社は 04 年 3 月期：1.9%→08 年 3 月期：5.6%と向上させており、三菱重工の 04 年 3 月期：0.9%→08 年 3 月期：1.9%に比べて数値が高く、資本効率がよいことを示している。

#### (4) 自己資本比率

同社は自己資本比率を 04 年 3 月期の 16.4%から 08 年 3 月期には 23.1%まで引き上げて  
いるが、三菱重工の 08 年 3 月期の自己資本比率は 31.9%であり、まだ差がある。

#### (5) フリー・キャッシュフロー

同社は 5 年間連続してプラスであるが、三菱重工は 05,06 年 3 月期に、IHI は 05,07 年 3  
月期にマイナスを記録している。同社のみが営業キャッシュフローの範囲内で設備投資を  
行っていたということであり、企業価値向上の点でも 2 社より勝っていると評価できる。

次に各社のセグメントごとの経営  
指標を検討する。同社の場合、収  
益性が悪いセグメントはプラン  
ト・環境部門と船舶部門の 2 つで  
ある。各社ともセグメントの分け  
方が違うため正確ではないものの、  
同社のプラント・環境部門は三菱  
重工の機械・鉄構部門、IHI の物  
流・鉄構部門にほぼ相当する。比  
較すると両社とも採算は良くない。

(5 年平均営業利益率は同社：  
-1.7%に対し三菱：0.7%、IHI：  
-1.4%である。) 船舶部門について  
も、同社の 5 年平均営業利益率：  
-0.5%に対し、三菱：-3.3%、IHI：  
-5.6%と揃って赤字である。この  
ことはつまりプラント・鉄構関連  
の事業及び船舶関係の事業は構造  
的な赤字体質にあることを意味す  
るものと思われる。

| 川崎重工        |          | 2004/3月期  | 2005/3月期  | 2006/4月期  | 2007/3月期  | 2008/3月期  | 5年平均      |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 車両事業        | 売上高      | 123,547   | 171,730   | 169,222   | 184,782   | 172,465   | 164,349   |
|             | 営業利益     | 4,322     | 7,751     | 8,803     | 13,170    | 3,252     | 7,460     |
|             | 売上高営業利益率 | 3.5%      | 4.5%      | 5.2%      | 7.1%      | 1.9%      | 4.4%      |
|             | 資産       | 127,785   | 157,418   | 179,477   | 172,615   | 134,576   | 154,374   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.4%      | 4.9%      | 4.9%      | 7.6%      | 2.4%      | 4.7%      |
| ガスタービン・機械事業 | 売上高      | 151,426   | 161,123   | 178,368   | 197,718   | 202,426   | 178,212   |
|             | 営業利益     | 4,536     | 2,680     | 6,804     | 9,836     | 13,392    | 7,450     |
|             | 売上高営業利益率 | 3.0%      | 1.7%      | 3.8%      | 5.0%      | 6.6%      | 4.0%      |
|             | 資産       | 124,065   | 124,062   | 140,899   | 165,411   | 188,133   | 148,514   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.7%      | 2.2%      | 4.8%      | 5.9%      | 7.1%      | 4.7%      |
| プラント・環境事業   | 売上高      | 204,294   | 206,364   | 185,477   | 141,732   | 156,293   | 178,832   |
|             | 営業利益     | 1,219     | ▲ 14,458  | ▲ 8,494   | ▲ 2,430   | 10,839    | ▲ 2,665   |
|             | 売上高営業利益率 | 0.6%      | -7.0%     | -4.6%     | -1.7%     | 6.9%      | -1.2%     |
|             | 資産       | 177,887   | 153,685   | 135,447   | 141,472   | 132,174   | 148,133   |
|             | 総資産営業利益率 | 0.7%      | -9.4%     | -6.3%     | -1.7%     | 8.2%      | -1.7%     |
| 航空・宇宙事業     | 売上高      | 175,496   | 190,214   | 220,545   | 270,795   | 238,993   | 219,209   |
|             | 営業利益     | 4,243     | 6,084     | 9,700     | 13,400    | 10,875    | 8,860     |
|             | 売上高営業利益率 | 2.4%      | 3.2%      | 4.4%      | 4.9%      | 4.6%      | 3.9%      |
|             | 資産       | 221,960   | 223,010   | 268,871   | 172,615   | 281,516   | 233,594   |
|             | 総資産営業利益率 | 1.9%      | 2.7%      | 3.6%      | 7.8%      | 3.9%      | 4.0%      |
| 船舶事業        | 売上高      | 95,915    | 88,206    | 111,125   | 110,709   | 142,965   | 109,784   |
|             | 営業利益     | ▲ 2,360   | 1,031     | ▲ 1,707   | ▲ 2,248   | 3,252     | ▲ 406     |
|             | 売上高営業利益率 | -2.5%     | 1.2%      | -1.5%     | -2.0%     | 2.3%      | -0.5%     |
|             | 資産       | 89,849    | 100,996   | 105,209   | 117,831   | 134,576   | 109,692   |
|             | 総資産営業利益率 | -2.6%     | 1.0%      | -1.6%     | -1.9%     | 2.4%      | -0.5%     |
| 汎用機事業       | 売上高      | 322,307   | 343,486   | 373,719   | 412,885   | 442,206   | 378,921   |
|             | 営業利益     | 7,249     | 16,701    | 19,899    | 27,562    | 19,669    | 18,216    |
|             | 売上高営業利益率 | 2.2%      | 4.9%      | 5.3%      | 6.7%      | 4.4%      | 4.7%      |
|             | 資産       | 240,242   | 253,957   | 280,972   | 303,730   | 315,308   | 278,842   |
|             | 総資産営業利益率 | 3.0%      | 6.6%      | 7.1%      | 9.1%      | 6.2%      | 6.4%      |
| 油圧機器事業      | 売上高      | -         | -         | -         | 75,246    | 92,752    | 83,999    |
|             | 営業利益     | -         | -         | -         | 6,061     | 9,117     | 7,589     |
|             | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | 8.1%      | 9.8%      | 8.9%      |
|             | 資産       | -         | -         | -         | 46,788    | 53,347    | 50,068    |
|             | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | 13.0%     | 17.1%     | 15.0%     |
| その他事業       | 売上高      | 166,766   | 166,950   | 179,812   | 141,091   | 144,822   | 159,888   |
|             | 営業利益     | 3,246     | 5,012     | 6,658     | 3,546     | 2,353     | 4,163     |
|             | 売上高営業利益率 | 1.9%      | 3.0%      | 3.7%      | 2.5%      | 1.6%      | 2.6%      |
|             | 資産       | 138,803   | 156,040   | 168,334   | 159,431   | 164,445   | 157,411   |
|             | 総資産営業利益率 | 2.3%      | 3.2%      | 4.0%      | 2.2%      | 1.4%      | 2.6%      |
| 連結          | 売上高      | 1,160,252 | 1,241,591 | 1,322,487 | 1,438,618 | 1,501,097 | 1,332,809 |
|             | 営業利益     | 22,249    | 24,744    | 41,794    | 69,141    | 76,910    | 46,968    |
|             | 売上高営業利益率 | 1.9%      | 2.0%      | 3.2%      | 4.8%      | 5.1%      | 3.4%      |
|             | 資産       | 1,156,904 | 1,194,472 | 1,284,085 | 1,357,979 | 1,378,769 | 1,274,442 |
|             | 総資産営業利益率 | 1.9%      | 2.1%      | 3.3%      | 5.1%      | 5.6%      | 3.6%      |



| 三菱重工    |          |           |           |           |           |           |           |
|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 事業      | 2004/3月期 | 2005/3月期  | 2006/4月期  | 2007/3月期  | 2008/3月期  | 5年平均      |           |
| 機械・鉄構事業 | 売上高      | 471,505   | 459,365   | 538,758   | 511,692   | 472,537   | 490,771   |
|         | 営業利益     | 9,668     | ▲ 8,701   | 2,332     | 2,921     | 11,328    | 3,510     |
|         | 売上高営業利益率 | 2.1%      | -1.9%     | 0.4%      | 0.6%      | 2.4%      | 0.7%      |
|         | 資産       | 524,869   | 584,314   | 567,361   | 557,765   | 502,265   | 547,315   |
|         | 総資産営業利益率 | 1.8%      | -1.5%     | 0.4%      | 0.5%      | 2.3%      | 0.7%      |
| 原動機事業   | 売上高      | 549,895   | 629,655   | 710,966   | 890,782   | 946,997   | 745,659   |
|         | 営業利益     | 23,475    | 16,088    | 38,342    | 56,760    | 58,287    | 38,590    |
|         | 売上高営業利益率 | 4.3%      | 2.6%      | 5.4%      | 6.4%      | 6.2%      | 4.9%      |
|         | 資産       | 750,855   | 754,184   | 778,085   | 887,065   | 1,044,513 | 842,940   |
|         | 総資産営業利益率 | 3.1%      | 2.1%      | 4.9%      | 6.4%      | 5.6%      | 4.4%      |
| 中量産品    | 売上高      | 687,626   | 757,857   | 805,057   | 849,049   | 913,606   | 802,639   |
|         | 営業利益     | 9,849     | 4,315     | 16,755    | 31,363    | 40,058    | 20,468    |
|         | 売上高営業利益率 | 1.4%      | 0.6%      | 2.1%      | 3.7%      | 4.4%      | 2.4%      |
|         | 資産       | 708,680   | 754,960   | 805,884   | 845,751   | 842,574   | 791,570   |
|         | 総資産営業利益率 | 1.4%      | 0.6%      | 2.1%      | 3.7%      | 4.8%      | 2.5%      |
| 航空・宇宙事業 | 売上高      | 392,242   | 407,096   | 445,942   | 495,008   | 500,576   | 448,173   |
|         | 営業利益     | 29,585    | 8,750     | 16,506    | 14,430    | 14,657    | 16,786    |
|         | 売上高営業利益率 | 7.5%      | 2.1%      | 3.7%      | 2.9%      | 2.9%      | 3.8%      |
|         | 資産       | 626,728   | 634,543   | 697,210   | 863,315   | 923,014   | 748,962   |
|         | 総資産営業利益率 | 4.7%      | 1.4%      | 2.4%      | 1.7%      | 1.6%      | 2.3%      |
| 船舶・海洋事業 | 売上高      | 200,095   | 271,577   | 222,651   | 247,137   | 283,955   | 245,083   |
|         | 営業利益     | ▲ 14,985  | ▲ 11,734  | ▲ 10,607  | ▲ 5,384   | 4,064     | ▲ 7,729   |
|         | 売上高営業利益率 | -7.5%     | -4.3%     | -4.8%     | -2.2%     | 1.4%      | -3.5%     |
|         | 資産       | 260,480   | 205,423   | 234,673   | 225,139   | 233,301   | 231,803   |
|         | 総資産営業利益率 | -5.8%     | -5.7%     | -4.5%     | -2.4%     | 1.7%      | -3.3%     |
| -       | 売上高      | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 営業利益     | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
|         | 資産       | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
| -       | 売上高      | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 営業利益     | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
|         | 資産       | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|         | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
| その他事業   | 売上高      | 115,891   | 111,006   | 129,118   | 135,782   | 140,045   | 126,368   |
|         | 営業利益     | 9,036     | 6,054     | 7,582     | 8,820     | 7,633     | 7,825     |
|         | 売上高営業利益率 | 7.8%      | 5.5%      | 5.9%      | 6.5%      | 5.5%      | 6.2%      |
|         | 資産       | 253,269   | 211,521   | 226,097   | 216,008   | 202,786   | 221,936   |
|         | 総資産営業利益率 | 3.6%      | 2.9%      | 3.4%      | 4.1%      | 3.8%      | 3.5%      |
| 連結      | 売上高      | 2,373,440 | 2,590,733 | 2,721,196 | 3,068,504 | 3,203,085 | 2,791,392 |
|         | 営業利益     | 66,630    | 14,772    | 70,912    | 108,912   | 136,030   | 79,451    |
|         | 売上高営業利益率 | 2.8%      | 0.6%      | 2.6%      | 3.5%      | 4.2%      | 2.8%      |
|         | 資産       | 3,715,358 | 3,831,144 | 4,047,122 | 4,391,864 | 4,517,148 | 4,100,527 |
|         | 総資産営業利益率 | 1.8%      | 0.4%      | 1.8%      | 2.5%      | 3.0%      | 1.9%      |

| IHI          |          |           |           |           |           |           |           |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 事業           | 2004/3月期 | 2005/3月期  | 2006/4月期  | 2007/3月期  | 2008/3月期  | 5年平均      |           |
| 物流・鉄構事業      | 売上高      | 202,796   | 188,200   | 185,497   | 183,268   | 184,306   | 188,813   |
|              | 営業利益     | 2,325     | ▲ 3,184   | ▲ 2,762   | ▲ 6,296   | ▲ 1,980   | ▲ 2,379   |
|              | 売上高営業利益率 | 1.1%      | -1.7%     | -1.5%     | -3.4%     | -1.1%     | -1.3%     |
|              | 資産       | 182,140   | 176,377   | 165,838   | 178,609   | 166,385   | 173,870   |
|              | 総資産営業利益率 | 1.3%      | -1.8%     | -1.7%     | -3.5%     | -1.2%     | -1.4%     |
| 機械事業         | 売上高      | 129,712   | 143,969   | 162,355   | 175,909   | 177,735   | 157,936   |
|              | 営業利益     | ▲ 3,802   | 2,092     | 7,537     | 11,491    | 15,655    | 6,595     |
|              | 売上高営業利益率 | -2.9%     | 1.5%      | 4.6%      | 6.5%      | 8.8%      | 3.7%      |
|              | 資産       | 107,663   | 104,736   | 122,689   | 150,883   | 160,370   | 129,268   |
|              | 総資産営業利益率 | -3.5%     | 2.0%      | 6.1%      | 7.6%      | 9.8%      | 4.4%      |
| エネルギー・プラント事業 | 売上高      | 268,873   | 314,933   | 311,115   | 333,883   | 395,649   | 324,891   |
|              | 営業利益     | ▲ 19,726  | 6,757     | 7,045     | ▲ 33,032  | ▲ 74,079  | ▲ 22,607  |
|              | 売上高営業利益率 | -7.3%     | 2.1%      | 2.3%      | -9.9%     | -18.7%    | -6.3%     |
|              | 資産       | 234,098   | 275,443   | 303,159   | 325,173   | 340,619   | 295,698   |
|              | 総資産営業利益率 | -8.4%     | 2.5%      | 2.3%      | -10.2%    | -21.7%    | -7.1%     |
| 航空・宇宙事業      | 売上高      | 241,446   | 225,366   | 269,451   | 297,936   | 313,406   | 269,521   |
|              | 営業利益     | 9,343     | 13,012    | 16,454    | 16,337    | 23,662    | 15,762    |
|              | 売上高営業利益率 | 3.9%      | 5.8%      | 6.1%      | 5.5%      | 7.5%      | 5.8%      |
|              | 資産       | 286,544   | 274,827   | 332,112   | 373,028   | 359,939   | 325,290   |
|              | 総資産営業利益率 | 3.3%      | 4.7%      | 5.0%      | 4.4%      | 6.6%      | 4.8%      |
| 船舶・海洋事業      | 売上高      | 118,019   | 122,118   | 116,221   | 132,669   | 160,829   | 129,971   |
|              | 営業利益     | ▲ 20,735  | ▲ 13,553  | ▲ 8,648   | 1,590     | 2,411     | ▲ 7,787   |
|              | 売上高営業利益率 | -17.6%    | -11.1%    | -7.4%     | 1.2%      | 1.5%      | -6.7%     |
|              | 資産       | 142,482   | 139,767   | 141,506   | 157,464   | 160,954   | 148,435   |
|              | 総資産営業利益率 | -14.6%    | -9.7%     | -6.1%     | 1.0%      | 1.5%      | -5.6%     |
| 不動産事業        | 売上高      | -         | -         | -         | -         | 40,753    | 8,151     |
|              | 営業利益     | -         | -         | -         | -         | 123       | 25        |
|              | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | -         | 0.3%      | 0.1%      |
|              | 資産       | -         | -         | -         | -         | 71,303    | 14,261    |
|              | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | -         | 0.2%      | 0.0%      |
| -            | 売上高      | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|              | 営業利益     | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|              | 売上高営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
|              | 資産       | -         | -         | -         | -         | -         | 0         |
|              | 総資産営業利益率 | -         | -         | -         | -         | -         | 0.0%      |
| その他事業        | 売上高      | 173,123   | 162,110   | 163,226   | 161,627   | 40,753    | 140,168   |
|              | 営業利益     | 8,765     | 4,918     | 1,716     | 4,317     | 4,317     | 4,807     |
|              | 売上高営業利益率 | 5.1%      | 3.0%      | 1.1%      | 2.7%      | 10.6%     | 4.5%      |
|              | 資産       | 205,475   | 213,433   | 243,167   | 217,869   | 217,670   | 219,487   |
|              | 総資産営業利益率 | 4.3%      | 2.3%      | 0.7%      | 2.0%      | 2.0%      | 2.2%      |
| 連結           | 売上高      | 1,047,441 | 1,089,047 | 1,127,075 | 1,221,016 | 1,367,374 | 1,170,391 |
|              | 営業利益     | ▲ 23,230  | 10,619    | 21,771    | ▲ 5,626   | ▲ 16,807  | ▲ 2,655   |
|              | 売上高営業利益率 | -2.2%     | 1.0%      | 1.9%      | -0.5%     | -1.2%     | -0.2%     |
|              | 資産       | 1,377,021 | 1,387,838 | 1,461,796 | 1,536,078 | 1,542,295 | 1,461,006 |
|              | 総資産営業利益率 | -1.7%     | 0.8%      | 1.5%      | -0.4%     | -1.1%     | -0.2%     |

ガスタービン、原動機を中心とする機械部門（同社：ガスタービン・機械部門、三菱：原動機部門、IHI：機械部門）は売上高は三菱が圧倒的に大きく（同社、IHI の約 5 倍）規模の違いはあるものの揃って 4～5%程度の営業利益を上げている。航空・宇宙部門においても三菱は他各社の約 2 倍の売上規模であるが、各社ともに 2～4%程度の営業利益を確実に上げており、ともに造船、航空機等で培った高い技術力が生き、競争が少ない環境のなかで利益を上げることができていると思われる。

三菱重工、IHI にはない事業である車輛、汎用機（二輪車が主）、油圧機器の 3 つについて、同業他社と売上高、営業利益のみを比較してみる。

## (1) 車輛

同社は国内 No.1 シェアを持つ車輛メーカーである。競合はシェアの順番に日立製作所、日本車輛、東急車輛、近畿車輛等である。ここでは車輛部門の採算が明確にされている日本車輛、近畿車輛の数値と比較してみる。川崎重工の国内売上シェアは推定約 50%といわれており売上高では他 2 社を圧倒している。営業利益率は他社と比べてそう大きな開きはないが、各社ともに毎年の営業利益の増減が比較的大きく感じる。元川崎重工に勤務しておられたある

|         |       | 川崎重工    | 日本車輛<br>(名鉄系) | 近畿車輛<br>(近鉄系) |
|---------|-------|---------|---------------|---------------|
| H16.3月期 | 売上高   | 123,547 | 43,985        | 43,609        |
|         | 営業利益  | 4,322   | 2,565         | 5,654         |
|         | 営業利益率 | 3.5%    | 5.8%          | 13.0%         |
| H17.3月期 | 売上高   | 171,730 | 59,416        | 36,909        |
|         | 営業利益  | 7,751   | 3,725         | 4,243         |
|         | 営業利益率 | 4.5%    | 6.3%          | 11.5%         |
| H18.3月期 | 売上高   | 169,222 | 52,506        | 25,562        |
|         | 営業利益  | 8,803   | 3,725         | 1,201         |
|         | 営業利益率 | 5.2%    | 7.1%          | 4.7%          |
| H19.3月期 | 売上高   | 184,782 | 50,927        | 32,176        |
|         | 営業利益  | 13,170  | 2,336         | 1,203         |
|         | 営業利益率 | 7.1%    | 4.6%          | 3.7%          |
| H20.3月期 | 売上高   | 172,465 | 54,259        | 39,340        |
|         | 営業利益  | 3,252   | ▲ 345         | 2,893         |
|         | 営業利益率 | 1.9%    | -0.6%         | 7.4%          |

方にうかがったところでは、車輛の場合、客先によっては非常に厳しい仕様を要求してくるところもあり（川崎重工は国内のみでなく海外にも市場を広げ売上高を伸ばしているが特に海外でそういう客先が多い）、客先の性質によっても採算が変わってくるとのことであった。単品の機械・システムではなく、むしろプラントもの、つまり一品生産に近い性質を持ち、仕様変更によるコスト変動リスクを内包しているといえる。

## (2) 汎用機（二輪車）

二輪車の国内メーカーはホンダ、ヤマハ、スズキ及び同社の4社にほぼ収斂されており、典型的な寡占状態にあるといえる。売上高シェアをみるとホンダが約1/3強を占め、それを追いかけるヤマハが約1/4、残りをスズキ、川崎で分けている格好になっている。同社以外の3社は大・中・小

二輪車事業：国内4社業績比較（川崎重工分には二輪車以外のRV用等含む）

|         |        | ホンダ       | ヤマハ       | スズキ     | 川崎重工    | 売上高合計     |
|---------|--------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|
| H16/3月期 | 売上高    | 996,290   | 535,937   | 416,855 | 549,895 | 2,498,977 |
|         | 営業利益   | 42,433    | 42,434    | 33,639  | 23,475  |           |
|         | 営業利益率  | 4.3%      | 7.9%      | 8.1%    | 4.3%    |           |
|         | 売上高シェア | 39.9%     | 21.4%     | 16.7%   | 22.0%   | 100.0%    |
| H16/3月期 | 売上高    | 1,097,754 | 580,810   | 460,568 | 629,655 | 2,768,787 |
|         | 営業利益   | 69,332    | 69,332    | 38,151  | 16,088  |           |
|         | 営業利益率  | 6.3%      | 11.9%     | 8.3%    | 2.6%    |           |
|         | 売上高シェア | 39.6%     | 21.0%     | 16.6%   | 22.7%   | 100.0%    |
| H18/3月期 | 売上高    | 1,225,812 | 759,775   | 561,306 | 710,966 | 3,257,859 |
|         | 営業利益   | 113,974   | 69,332    | 45,931  | 38,342  |           |
|         | 営業利益率  | 9.3%      | 9.1%      | 8.2%    | 5.4%    |           |
|         | 売上高シェア | 37.6%     | 23.3%     | 17.2%   | 21.8%   | 100.0%    |
| H19/3月期 | 売上高    | 1,370,617 | 914,810   | 588,177 | 890,782 | 3,764,386 |
|         | 営業利益   | 100,608   | 69,332    | 45,377  | 56,760  |           |
|         | 営業利益率  | 7.3%      | 7.6%      | 7.7%    | 6.4%    |           |
|         | 売上高シェア | 36.4%     | 24.3%     | 15.6%   | 23.7%   | 100.0%    |
| H20/3月期 | 売上高    | 1,558,696 | 1,056,212 | 591,967 | 946,997 | 4,153,872 |
|         | 営業利益   | 151,287   | 69,332    | 22,542  | 58,287  |           |
|         | 営業利益率  | 9.7%      | 6.6%      | 3.8%    | 6.2%    |           |
|         | 売上高シェア | 37.5%     | 25.4%     | 14.3%   | 22.8%   | 100.0%    |

すべてのサイズを製造販売しているが、川崎のみは中・大型車に特化しており、台数ベースでみると2%弱のシェアしかないが単価が高いため売上高シェアは高くなっている。各社の採算をみると、どこも安定して平均6～8%程度の営業利益を上げている。これは寡占市場であることに起因するものかもしれないが、二輪車市場はほとんどがアジア、BRICsを中心とする海外であり、中国メーカーも成長してきていることから今後もこの状況が継続するという保証はない。

## (3) 油圧機器

同社は建設機械も製作しているが、建設機械用を中心に油圧機器を製作しており高いシェアをとっている。正確な数字はないが油圧機器メーカーは小規模の会社が多く、同社は建設機械を含む産業機械用油圧機器では国内のトップメーカーといってよいと思う。ここ

|         |       | 川崎重工   | 不二越    | ナブテスコ(*) |
|---------|-------|--------|--------|----------|
| H19.3月期 | 売上高   | 75,246 | 36,300 | 50,003   |
|         | 営業利益  | 6,061  | (明細不明) | 3,454    |
|         | 営業利益率 | 8.1%   | 8.2%   | 6.9%     |
| H20.3月期 | 売上高   | 92,752 | 38,100 | 56,634   |
|         | 営業利益  | 9,117  | (明細不明) | 4,554    |
|         | 営業利益率 | 9.8%   | 9.7%   | 8.0%     |

(注：同社が「油圧機器」をセグメントとして独立させたのはH19.3月期以降)

(\*)航空・油圧機器事業の採算

では代表的な競合先として不二越、ナブテスコを挙げる。どちらも油圧機器以外の製品もセグメントに入れて計算しており、正確な比較はできないが、いずれの会社も売上高はそう大きくないものの高い利益率を稼いでいるようである。これは近年の建設機械に対する需要の高まりと技術力を持つ大手企業が少ないことに起因するものと思われる。

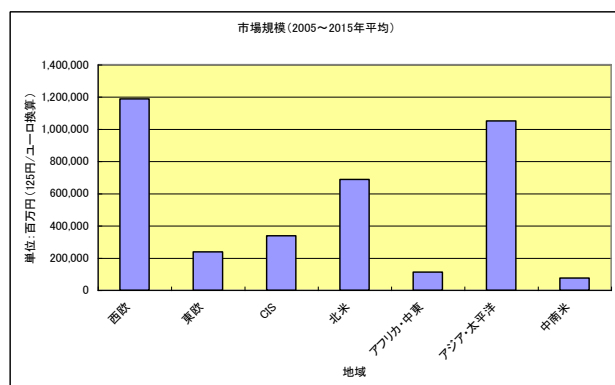
## 2 業界分析

各事業部門（セグメント）ごとに業界分析をする。

### 2.1 車輛事業

#### (1) 需要要因

世界の鉄道車輛関連の市場規模は約 4 兆円といわれており、環境・省エネの観点で鉄道交通が世界的に見直されはじめているなかで、今後も成長が続くと見込まれている。さらに BRICs 等及びこれから発展する国々からは都市内交通や高速鉄道需要も見込まれる。国内でも新幹線の延伸、新線の開通等のため近年需要が多かったがこれが一巡すれば需要は落ち着くとみられ、鉄道車両メーカーとしては注力すべきマーケットは海外であると思われる。

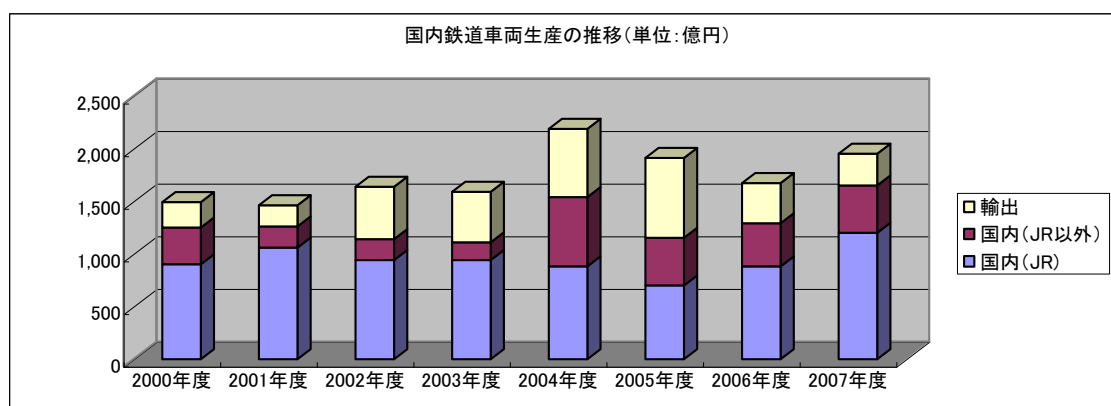


鉄道車両の地域別予想市場規模及び市場成長率  
(2005～2015年平均)

(単位: 百万円 \*)

|         | 市場規模      | 市場成長率 |
|---------|-----------|-------|
| 西欧      | 1,187,500 | 0.0%  |
| 東欧      | 237,500   | 8.2%  |
| CIS     | 337,500   | 4.0%  |
| 北米      | 687,500   | 2.1%  |
| アフリカ・中東 | 112,500   | 1.9%  |
| アジア・太平洋 | 1,050,000 | 2.5%  |
| 中南米     | 75,000    | 2.7%  |

(\* 1ユーロ: 125円で計算)



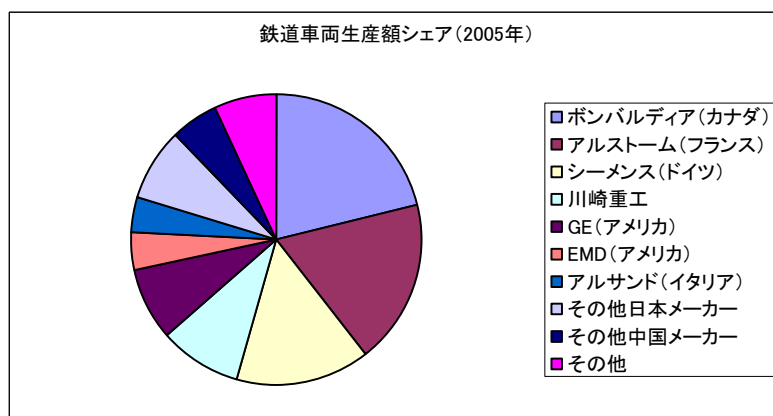
#### (2) 供給要因

同社は重工業メーカーであり、車輛自体の製作は得意とするところであるが、電機品、制御システムについては外注に頼らざるを得ない。最近の新幹線は機械品というよりも制御機器と言った方が近いほど自動制御が進んでいる。同社は現在世界 4 位のシェアを持っているが、トップ 3 であるボンバルディア (カナダ)、アルストム (フランス)、シーメンス (ドイツ)、及び第 5 位の日立はいずれも重電メーカーであり、鉄道車両のハード部分に加え、

ソフト部分（電機制御システム）も自前で製作する。内製化すれば必ず品質が向上しコストが下がるとはいえないと思うが、供給面で電機制御システムが自作できないという点がデメリットにならないよう外注先との関係強化もしくは複数の外注先をうまくマネジメントしながら採用していく等の工夫が同社には必要になる。

### (3) 競争要因

同社の競争は海外ではトップ 3 であるボンバルディア（カナダ）、アルストム（フランス）、シーメンス（ドイツ）、国内では日立、日本車輛製造、東急車輛製造、近畿車輛製造等である。同社の世界シェアは約 9%、国内シェアは 50%程度といわれている。同社はすでにニューヨークの地下鉄を数多く受注し、ニューヨーク市内ではビック 3 を抑えて No.1 シェアを達成している。また台北等他都市でも地下鉄を受注するなど海外展開を積極的に進めている。日立等国内競争メーカーも同様に海外で積極的に活動しており、今後は海外ビック 3 に国内メーカーも加わった形で海外案件に対して競争が激化していくものと予想される。



鉄道車両生産額シェア(2005年)

|              |     |
|--------------|-----|
| ボンバルディア(カナダ) | 21% |
| アルストム(フランス)  | 18% |
| シーメンス(ドイツ)   | 15% |
| 川崎重工         | 9%  |
| GE(アメリカ)     | 8%  |
| EMD(アメリカ)    | 4%  |
| アルサント(イタリア)  | 4%  |
| その他日本メーカー    | 8%  |
| その他中国メーカー    | 5%  |
| その他          | 7%  |

(出展: 中国鉄道年鑑)

### (4) 技術要因

鉄道の高速化に対応するため車両の軽量化が進み、事故防止のための自動制御機構、省エネのための蓄電機能の強化等、鉄道車両に対する技術ニーズは高度化してきている。

### (5) 外部要因

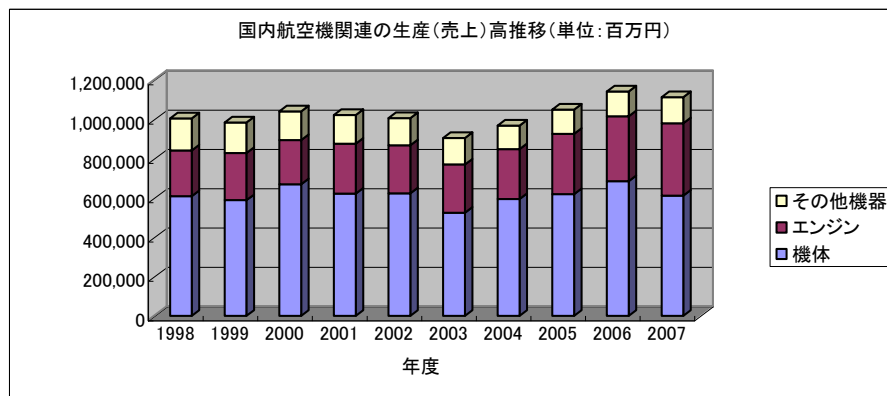
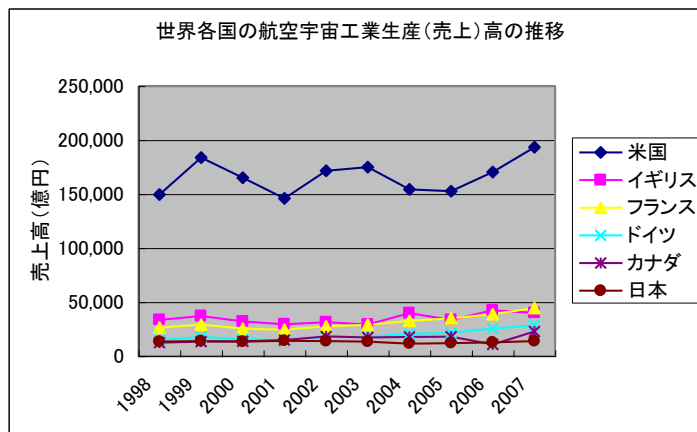
最近の CO2 削減意識の高まりと交通渋滞の緩和を目的に路面電車に対するニーズが復活しつつある。人口増加が激しい地域にもさらにニーズが広がる可能性がある。

## 2.2 ガスタービン・機械事業/航空宇宙事業

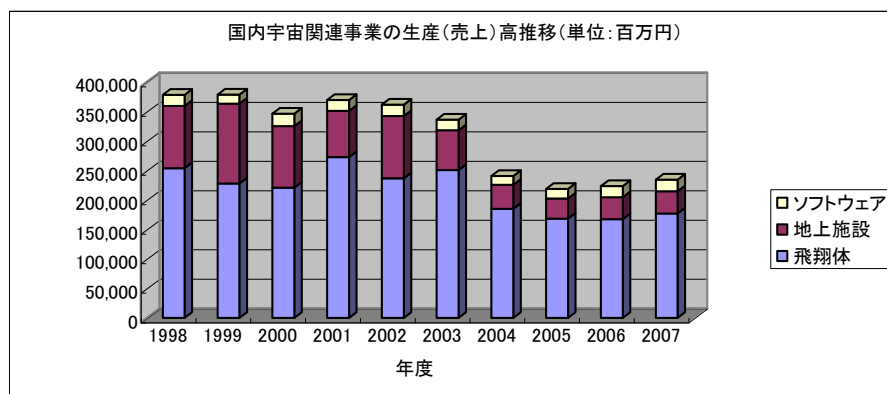
ガスタービン・機械事業における航空機エンジンは航空宇宙事業と範囲が重なるので、ここでは両社をまとめて分析する。

### (1) 需要要因

世界各国の航空宇宙工業生産高の推移及び国内の航空機関連/宇宙関連事業の生産高推移は以下の通りである



| 国内航空機関連の生産(売上)高推移 (単位: 百万円) |         |         |         |           | 需要内訳    |       |         |       |
|-----------------------------|---------|---------|---------|-----------|---------|-------|---------|-------|
| 年度                          | 機体      | エンジン    | その他機器   | 合計        | 防衛      | %     | 民需/輸出   | %     |
| 1998                        | 609,704 | 232,189 | 162,989 | 1,004,882 | 540,299 | 53.8% | 464,583 | 46.2% |
| 1999                        | 588,840 | 240,620 | 154,768 | 984,228   | 585,681 | 59.5% | 398,547 | 40.5% |
| 2000                        | 669,381 | 225,121 | 145,626 | 1,040,128 | 665,210 | 64.0% | 374,918 | 36.0% |
| 2001                        | 622,057 | 253,845 | 145,995 | 1,021,897 | 571,098 | 55.9% | 450,799 | 44.1% |
| 2002                        | 623,845 | 244,643 | 137,999 | 1,006,487 | 617,287 | 61.3% | 389,200 | 38.7% |
| 2003                        | 525,110 | 245,278 | 134,814 | 905,202   | 551,648 | 60.9% | 353,554 | 39.1% |
| 2004                        | 594,788 | 253,792 | 120,231 | 968,811   | 607,598 | 62.7% | 361,213 | 37.3% |
| 2005                        | 620,321 | 305,685 | 123,563 | 1,049,569 | 570,520 | 54.4% | 479,049 | 45.6% |
| 2006                        | 685,403 | 330,556 | 126,354 | 1,142,313 | 542,538 | 47.5% | 599,775 | 52.5% |
| 2007                        | 611,796 | 367,917 | 133,077 | 1,112,790 | 444,692 | 40.0% | 668,098 | 60.0% |



以上よりわかることは以下の通りである。

- (1) 国内の航空機需要は、横ばいはやや上昇傾向にある。
- (2) 航空機に対する防衛需要(官需)が減少し、民間需要の割合が高まってきている。
- (3) 宇宙関連事業は明らかに減少傾向がみえる。
- (4) 航空宇宙工業生産高は米国が圧倒的に大きい。

三菱、IHI、当社は単独で航空機を製作するまでには至っていないが、飛行機にとっては非常に重要な機体部分を中心に世界の航空機メーカーに納入をしており、彼らにとってはパートナーとして不可欠の存在になっている、日本メーカーの分担比率は B767 が 15%であったのに対し、B787 では 31%にまで上昇している。今後次世代機種である B787 や A380 の生産が本格化する 2012 年頃には民間航空機向け機体の納入は現在の 2～3 倍に拡大するとみられている。一方、ガスタービン分野では、地球温暖化に対する関心の高まりからガスタービンを組み入れたコージェネレーションやバイオガスを燃料にした発電等、産業分野でのガスタービン需要が増えてきている。

## (2) 供給要因

わが国の航空宇宙工業業界は従来より機体の一部分を製作・納入するにとどまり、心臓部であるエンジンの製造や航空機の単独製作までは手を出せない状況に甘んじてきていた。しかし近年になり航空機エンジンをはじめ、国際共同開発が以下のようにさかんに行われており、同社も多くのプロジェクトに参加している。現在参加中にプロジェクトはエンジン開発プロジェクト「Trent1000」である。

2000年以降のエンジン主要国際共同開発

| 型式承認年 | エンジン      | 開発企業                                            | 登載機種          |
|-------|-----------|-------------------------------------------------|---------------|
| 2000  | Trent500  | Rolls-Royce(英)<br>FIAT(伊)<br>ITP(西)<br>IHI、川崎重工 | A340-500/-600 |
| 2004  | CF34-10   | GE(米)<br>日本航空機エンジン協会                            | Embraer       |
| 2005  | PW6000    | Pratt & Whitney(米)<br>三菱重工                      | A318          |
| 2007  | Trent1000 | Rolls-Royce(英)<br>ITP(西)<br>三菱重工、川崎重工           | B787          |
| 2008  | Genx      | GE(米)<br>IHI                                    | B787          |

三菱重工が国産の民間旅客機「三菱リージョナルジェット」(70～90 席程度)の商品化に乗り出す等、日本メーカーも単独で航空機の商品化(ただしエンジンはロールスロイスと共同研究)に乗り出す時代に入ったといえる。さらに三菱重工は 08 年 10 月 31 日に韓国航空宇宙研究院(KARI)から国産ロケット「H2A」で衛生を打ち上げる事業について優先交渉権を獲得したと発表した。H2A の打ち上げ事業については 2007 年春、宇宙航空研究開発機構(JAXA)から三菱重工に移管されたが、今回がはじめての日本政府以外からの衛生打ち上げ受注となる。衛生打ち上げも民間ビジネスとなる時代に入ったといえる。

### (3) 競争要因

航空宇宙分野での国内の競合は三菱重工、IHI しかなく、この他で競合するとすれば機体メーカーとしての富士重工業、新明和工業程度である。航空機エンジンの分野では国内では IHI がトップで同社、三菱重工が追う展開であるが、ロケット及び飛行機の単独製作の分野では上述の通り三菱重工が先行している。

世界主要エンジンメーカーの航空エンジン生産(売上)高シェア

| メーカー名               | シェア   |
|---------------------|-------|
| GE(米)               | 23.1% |
| Rolls-Royce(英)      | 21.5% |
| P&W(米)              | 19.5% |
| Honeywell(米)        | 9.7%  |
| Snecma(仏)           | 8.8%  |
| MTU Aero Engines(独) | 5.3%  |
| IHI                 | 4.0%  |
| AVIO(西)             | 2.6%  |
| Volvo Aero          | 1.9%  |
| Turbomeca(仏)        | 1.9%  |
| 川崎重工                | 1.0%  |
| 三菱重工                | 0.7%  |

ガスタービン分野では三菱、IHI 以外に日立、東芝といった重電メーカー、三井造船等造船系メーカーも製品を持っている。同社は中小型ガスタービンにほぼ特化しており、データはないがこの分野ではトップクラスの実績を持っている。既述の通り地球温暖化に対する意識の高まりから中小型ガスタービンを使った発電に対するニーズが増えており各社積極的に活動中である。

### (4) 技術要因

民間航空機については政府の支援により以下プロジェクトが実施されている。

- ・国産旅客機開発プロジェクト（幹事：三菱重工）
- ・国産エンジン開発プロジェクト（50 席程度をターゲット。幹事：IHI）
- ・超音速機開発プロジェクト（日本航空開発協会）

将来的には国内で民間航空機が製造される時代が来るものと思われる。

### (5) 外部要因

2008 年 8 月に「宇宙基本法」が施行された。この法律には民間による宇宙開発を推進する考え方が規定されており、今後、ロケット打ち上げ事業と同様に宇宙開発の民間委託化が進む可能性がある。

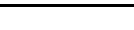
## 2.3 汎用機事業

同社の汎用機事業には、二輪車の他、ジェットスキーや産業用ロボット等も含まれるが、ここでは中心メニューである二輪車に絞って分析する。

### (1) 需要要因

世界の主な地域での二輪車の需要は下表及びグラフに示すとおりである。日本、欧州では需要は下落しており、今後の成長市場は BRICs 及びアジアが中心となるが、長期的には中南米、中東、中・東欧州に潜在的なニーズがあるものと予測されている。

世界の主な地域での二輪車の需要(2007年時点)

|        | 台数(万台) | 今後の伸び                                                                             |
|--------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 中国     | 2,545  |  |
| インド    | 786    |  |
| アジア(*) | 1,990  |  |
| 北米     | 167    |  |
| ブラジル   | 160    |  |
| 欧州     | 243    |  |
| 日本     | 72     |  |

(\*)右グラフの通り

の代名詞にもなっている「ホンダ」の意匠権を侵害するような PR をする問題のあるメーカーもあるが、近年中国の二輪車生産台数は急増している。アジア、BRICs、その他途上国需要を狙う日本メーカーにとっては脅威であり、品質とコストダウンで対抗していく必要があると考える。

### (3) 競合要因

国内の競合はホンダ、ヤマハ、スズキのみであり、同社も含めて国内4社の寡占体制が出来上がっている。同社は国内生産シェア約11%、グローバルの生産台数ベースでみると1.5%しかシェアがないが、同社は単価の高い中・大型車に特化しており、「大型はカワサキ」とブランド化しているため、価格ベースでみると3位のスズキと変わらない状態になる。

二輪車国内生産シェア(台数ベース)

|       | ホンダ   | ヤマハ   | スズキ   | 川崎重工  | その他   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1960年 | 44.0% | 9.4%  | 10.6% | 0.6%  | 35.4% |
| 1970年 | 61.0% | 19.5% | 13.8% | 5.1%  | 0.7%  |
| 1980年 | 40.1% | 31.5% | 21.0% | 7.4%  | 0.0%  |
| 1990年 | 43.7% | 29.4% | 18.0% | 8.9%  | 0.0%  |
| 2000年 | 37.0% | 34.0% | 18.5% | 10.5% | 0.02% |
| 2003年 | 35.7% | 30.3% | 22.5% | 11.4% | 0.05% |

二輪車日系4社グローバル生産実績(台数ベース)

|      | 1999  |        | 2000  |        | 2001  |        | 2002   |        | 2003   |        |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ホンダ  | 4,464 | 54.1%  | 5,155 | 57.1%  | 6,230 | 63.5%  | 8,111  | 66.2%  | 9,202  | 65.6%  |
| ヤマハ  | 1,919 | 23.2%  | 1,909 | 4,464  | 1,826 | 18.6%  | 2,265  | 18.5%  | 2,449  | 17.5%  |
| スズキ  | 1,624 | 19.7%  | 1,712 | 4,464  | 1,540 | 15.7%  | 1,660  | 13.6%  | 2,165  | 15.4%  |
| 川崎重工 | 247   | 3.0%   | 253   | 4,464  | 221   | 2.3%   | 209    | 1.7%   | 209    | 1.5%   |
| 合計   | 8,254 | 100.0% | 9,029 | 13,393 | 9,817 | 100.0% | 12,245 | 100.0% | 14,025 | 100.0% |

競合各社はアジアのみでなく、ブラジル等今後需要が見込める地域ではブランドイメージの浸透や生産能力の増強等シェア獲得のための早い対応をみせている。同社もブラジルでの販売・生産を決定したが、同社は他社がメインとする小型バイク、スクーターには手を出さず中・大型に特化しているため、他社とは違うすばやいメンテナンスができる体制づくり等他社とは別のアプローチで市場浸透を考える必要があろう。

### (4) 技術要因

大きな課題として、中国製品に負けないようなコストダウンをいかに実現するかの技術的

### (2) 供給要因

アジア市場ではホンダが約50%と圧倒的なシェアを占めているが、ヤマハ、スズキがこれを追い、インドのバジャージも続いている。

(バジャージは同社と提携関係にある) さらに今後の供給要因の一番の問題になりそうなのは中国メーカーの輸出攻勢である。バイク



な問題があると考える。アフターサービス体制の信頼性をアピールする等ソフト面の対策も必要であろう。

## (5) 外部要因

技術要因になるかもしれないが、世界各国で排ガス規制が厳しくなっており、二輪車に対しても規制がかかるようになってきている。今後規制値が現在より厳しくなればメーカーにとってはコストアップ要因及び需要減退要因になりえない。

## 2.4 プラント・環境事業

### (1) 需要要因

海外ではプラント建設に対する需要は以下の通り堅調に推移している。発注はアジア、中東が中心になっており、種類は発電、エネルギー、交通インフラが多い。(出展：重化学工業新聞) 一方、国内のプラント案件は減少しており、例えば環境プラント（焼却炉）の発注件数を例にとると、ここ数年間は、年間 10 件程度と低迷している。

### (2) 供給要因

海外プラントの分野では最近韓国メーカーの台頭が目立つ。ヨーロッパのメーカーからガスタービン等の主要機器を供給させ、自らプラントをとりまとめて中東の発電プラントを受注する等の方法で大型案件の受注を増やしている。国内案件では、これも環境プラント（自治体向焼却炉）の世界では生き残りをかけた厳しい競争の中でかなりの数のメーカーが撤退していったが、いまだに概ね 10 社が残っている。平均すると 1 件/年の割当となり依然として供給過多の状況が続いている。

国内自治体向焼却炉発注件数

|         | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2002～2008年度平均 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 年度別発注件数 | 8      | 14     | 15     | 7      | 12     | 7      | 9      | 10.3          |

(株式会社神鋼環境ソリューション調べ)

### (3) 競合要因

国内のエンジニアリングメーカーは、海外では韓国勢等の伸長、国内では案件の減少に苦しんでおり、各社ともに徹底的なコストダウンを図っており、海外調達を積極的に推進している。最近の円高傾向により今後とも海外調達量はさらに増加するものとみられる。独占的なプロセスを持っている企業以外はどのメーカーもエンジニアリング部門の採算が悪く会社の業績の足を引っ張っている状況にあり、社内で撤退のプレッシャーを受けているものと思われる。海外では韓国メーカーに続いて、中国やインドのエンジニアリング会社が伸びてくるものと思われ、競争は今以上に厳しくなることが予想される。

### (4) 技術要因

日本のエンジニアリング会社の場合、韓国や中国の競合相手と同様のプロセスを適用した場合にはコスト競争力が劣り勝負にならない。市場ニーズに合ったプロセスを開発もしくは技術導入しプラントとして納入していくことができないと将来はなく撤退を余儀なくされる厳しい状況になると考える。

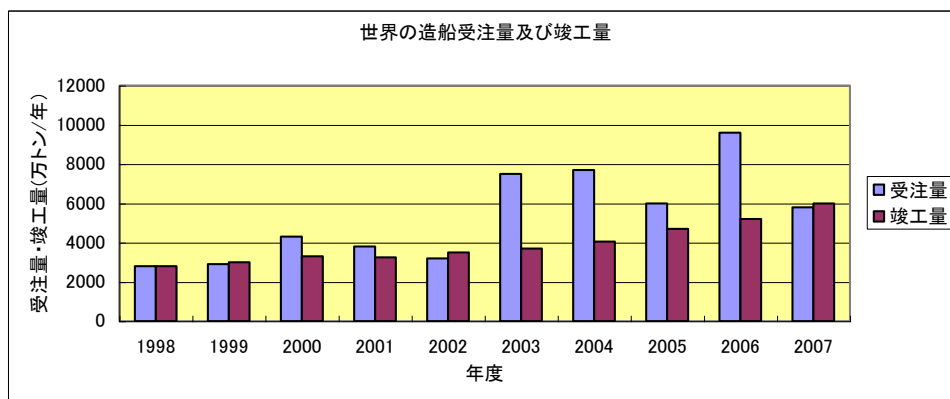
## (5) 外部要因

近年、国内エンジニアリング会社もしくは部門の採算が悪い原因は、鋼材等資機材の高騰及び海外での人手不足による人件費の高騰によるものである。プラント工事は建設期間が長く受注当時と建設時点での社会経済状況が大きく変わり、コストにインパクトを与えるリスクに必ずつきまといわれる。ここ数年は中東地区を中心にプラント建設工事は活況であったが、それに伴い工事人員が不足し人件費が大幅に高騰したこと、及び鋼材等の資機材や原油の高騰による輸送費アップ等により、当初予想より建設コストが大幅に高騰し大きな赤字を出した会社が多い。

## 2.5 船舶事業

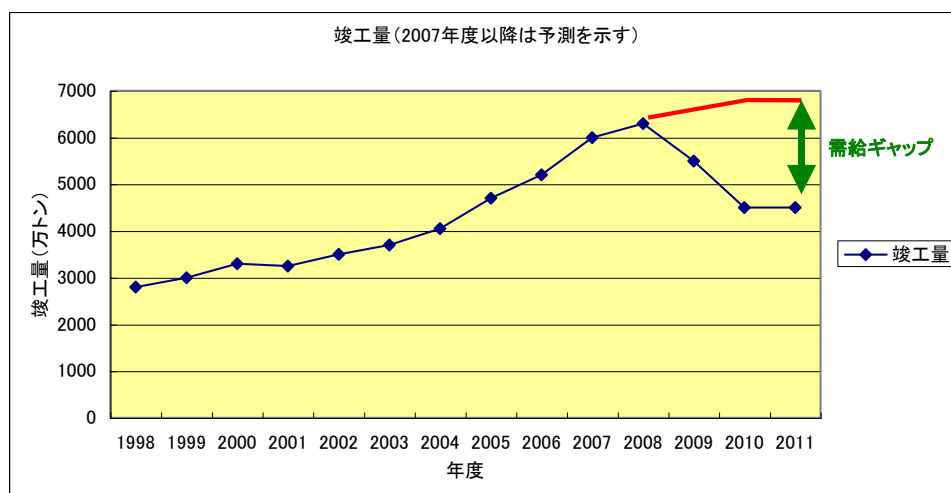
### (1) 需要要因

以前は不況業種の定番であった造船業もここ 4～5 年は中国の経済成長等の要因により船が不足し新造船ラッシュが続いており、各メーカーともにドックが満杯に近い状況になるほど活況を呈している。ここ 10 年間の世界の造船受注量及び竣工量は以下の通りである。



### (2) 供給要因

しかし、造船需要に伸びに伴い、各メーカーが建造能力を向上させており、建造能力に伴う需要が無ければ供給能力過剰となる恐れがある。下表の通り、今までの竣工量の経緯と今後の見通しを建造能力の伸び（**下図赤線部**）と重ねてみると、2011 年以降再び需給ギャップが発生することが見通せる。



### (3) 競合要因

現在造船分野で高いシェアを誇っているのは韓国勢である。右表の通り、2006年度ベースでみると竣工量の上位5社のうち4社が韓国勢である。国内メーカーも大手の統合もありメーカー数が若干減ったものの依然として数は多く、今後の需給ギャップ発生を見越してIHI マリンユナイテッド（IHI と住友重機が統合）とユニバーサル造船（JFE と日立造船が統合）が経営統合する方向で交渉中である。韓国以外にも中国勢の追い上げも激しく普及船を中心に市場の拡大を狙っている。韓国メーカーも高付加価値船を狙ってきているが、技術力に勝る日本メーカーとしては価格競争に巻き込まれ採算悪化を招くような案件は避け、需要は少ないが製造技術は必要な高付加価値船を中心に価格競争を回避する方向で受注判断をしているメーカーが多い。

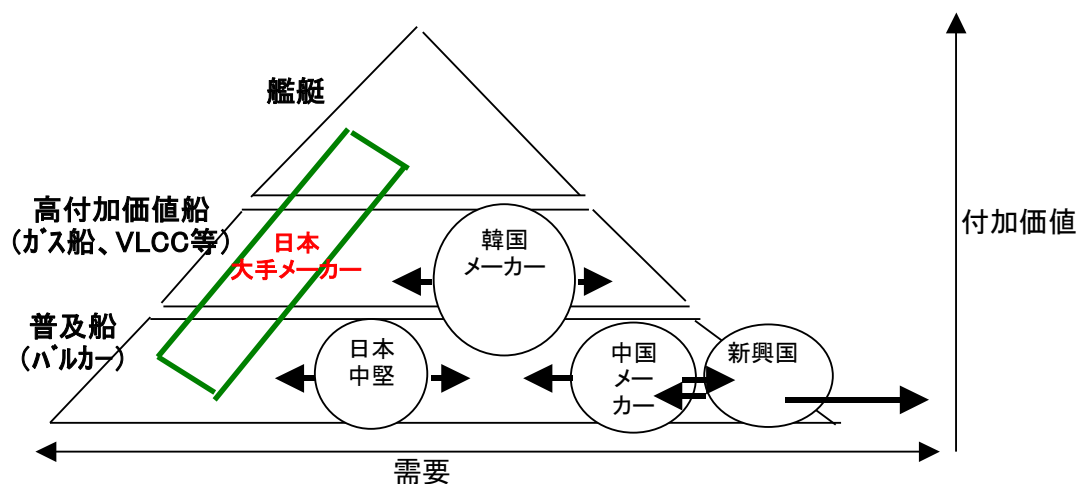
（下図のイメージ図ご参照。）

造船メーカー竣工量(2006年度)

| メーカー          | 国名 | 竣工量(万トン) |
|---------------|----|----------|
| 現代重工業         | 韓国 | 502      |
| 三星重工業         | 韓国 | 370      |
| 大宇造船          | 韓国 | 309      |
| 今治造船          | 日本 | 234      |
| 現代三湖重工業       | 韓国 | 230      |
| ユニバーサル造船      | 日本 | 184      |
| 現代尾浦造船        | 韓国 | 154      |
| 三井造船          | 日本 | 151      |
| 常石造船          | 日本 | 147      |
| 上海外高橋造船       | 中国 | 142      |
| 三菱重工          | 日本 | 136      |
| 大連重工          | 中国 | 122      |
| STX造船         | 韓国 | 117      |
| IHIマリンユナイテッド* | 日本 | 110      |
| 川崎造船          | 日本 | 108      |
| 韓進重工業         | 韓国 | 96       |
| 大島造船所         | 日本 | 92       |
| 幸陽船渠          | 日本 | 86       |
| 名村造船          | 日本 | 82       |
| CSBC          | 台湾 | 70       |
| 南通川崎          | 中国 | 62       |
| 東造船           | 中国 | 61       |
| 新来島ドック        | 日本 | 52       |
| 佐世保重工         | 日本 | 49       |
| サノヤスヒシノ       | 日本 | 46       |
| 住重マリンユナイテッド   | 日本 | 45       |
| 常石造船セブ        | 日本 | 33       |

IHIマリンユナイテッド\*  
+ユニバーサル造船  
が経営統合  
交渉中

川崎重工  
グループ  
合計:170万トン



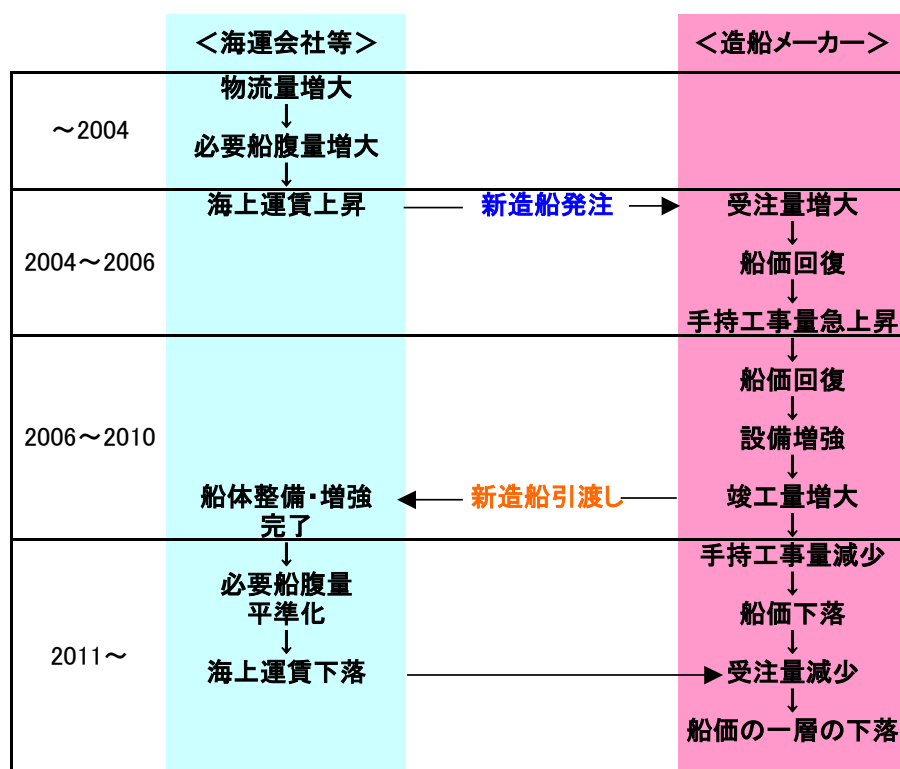
日本・韓国・中国造船メーカーのポジショニング  
(出展:みずほコーポレート銀行「造船業界の現状と展望」(2007))

### (4) 技術要因

造船分野は韓国、台湾勢といかに差別化を図り、価格競争を回避するかが最大のテーマであり、推進性能の向上や船舶を横方向に推進させるサイドスラスター等差別化技術を生かして、海外生産等の方法でコストを抑えていく方向が求められるのではないかと考える。

## (5) 外部要因

造船ニーズが顕在化した背景と今後の需要予測を以下の通りイメージ化して検討してみた。もともとは中国の成長、原油高騰による中東景気の上昇等により、物流量が増大し船腹量が不足したため海上運賃が上昇したことが背景にある。そこで新しい船の建設、つまり船腹量の増大に対するニーズが発生した。現在では手持ちの工事が多いメーカーがほとんどのはずであるが、造船ブームの後、つまり大量に発注された船が完成し引き渡された後には、当たり前だが船腹量が増加する。供給量に見合うだけの需要、つまり物流ニーズがある間はまだ造船に対するニーズは継続するかもしれないが、いずれは需給ギャップが出ることは間違いがないと思われる。それがいつ出るかは社会・経済情勢にもよるが、造船に対するニーズはいずれにしても減退する方向にあることは間違いなく、再び供給過剰状態が来る前になんらかの手を打つことを造船メーカーは考えるべきであろう。



**船に対する需給関係と今後の見通し**  
(みずほコーポレート銀行「造船業界の現状と展望」(2007)をアレンジ)

### 3 企業戦略分析

#### 3.1 企業理念・ビジョン

同社は企業理念を「グループミッション」として「世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する”Global Kawasaki”」と定義付けている。また企業が生み出すべき価値を「カワサキバリュー」として①グローバル規模での社会・顧客の価値創造、②独自性、革新性、先進性、③世界最高レベルの機能・品質の3つを掲げている。明治11年に川崎造船所として設立して以降、飛行機、車輛等の輸送機器に進出し、さらに製鉄、セメント、化学等の産業向機械、プラントも手がける日本を代表する総合造船重機メーカーとして発展してきた同社はまさに技術力で社会の進歩に貢献してきた。

#### ●グループミッション

『世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する“Global Kawasaki”』

川崎重工業グループは、広汎な領域における高度な総合技術力によって、地球環境との調和を図りながら、豊かで美しい未来社会の形成に向けて、新たな価値を創造します。

#### ●カワサキバリュー

##### <価値創造>

グローバル規模での社会・顧客の価値創造をカワサキバリューとする

##### <独自性>

独自性・革新性・先進性をカワサキバリューとする

##### <最高品質>

世界最高レベルの機能・品質をカワサキバリューとする

#### グループ経営原則

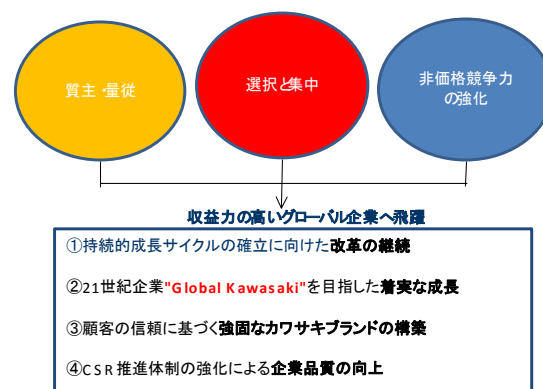
1. 高度な総合技術力に基づく、高機能・高品質で安全な製品・サービスの提供を使命とし、社会と顧客から信頼される。
2. 事業展開のすべての局面において企業の社会的責任を認識し、地球・社会・地域・人々と共生する。
3. 誠実・活力・高度な組織力と労使の相互信頼を企業文化とし、グローバルに“人財”を育成・活用する。
4. “選択と集中”、“質主量従”、“リスクマネジメント”を指針とし、収益力と企業価値の持続的向上を図る。

#### グループ行動指針

1. 長期的・多面的・グローバルな視点に立って思考し、行動する。
2. 革新を旨とし、高い目標を持って困難な課題に挑戦する。
3. 夢と情熱を持ち、目標の実現に向け、最善を尽くす。
4. 高い倫理観と優れた人格を持ち、社会と人々から信頼される企業人となる。
5. 自己嫌磨を怠らず、自ら考え行動する「自主独立のプロフェッショナル」となる。
6. 誇りと喜びを共有する、「チーム・カワサキ」の良きメンバーとなる。

また海外にも積極的に進出しており、早くから米国を中心に海外展開を進めてきた結果海外売上高比率は現状で50%を超えており、同業他社に比べても海外ビジネスの比重が高い状況になっている。

企業ビジョンに示された「技術力」と「グローバル」はまさに同社の歴史を明示している。さらに同社は「量より質を重視し、選択と集中を進め、非価格競争力を高める高収益体質」を企業目標として掲げている。(右イメージ図ご参照)



#### 3.2 企業価値創造

##### (1) 顧客価値

同社の製品は鉄道、航空機、船舶、二輪車等の輸送機器の提供で交通機関の発達に貢献しており、産業用機器・プラント、建設機械、ロボット等、産業の幅広い分野に製品を提供しており、広く顧客のニーズに応えているといつてよいと考える。

## (2) 株主価値

同社は予備設問でも示したように株主価値の増加を果たしており、財務の健全性、資産の効率性も向上させている。配当金についても下表の通りここ5年間で上昇・安定するに至っており、株主価値の向上はできていると評価してよいと思う。

|           | 2004/3月期 | 2005/3月期 | 2006/3月期 | 2007/3月期 | 2008/3月期 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 株価(年度末時点) | 167      | 185      | 413      | 499      | 222      |
| 配当金       | 2.0      | 2.5      | 3.0      | 5.0      | 5.0      |

## (3) 従業員価値

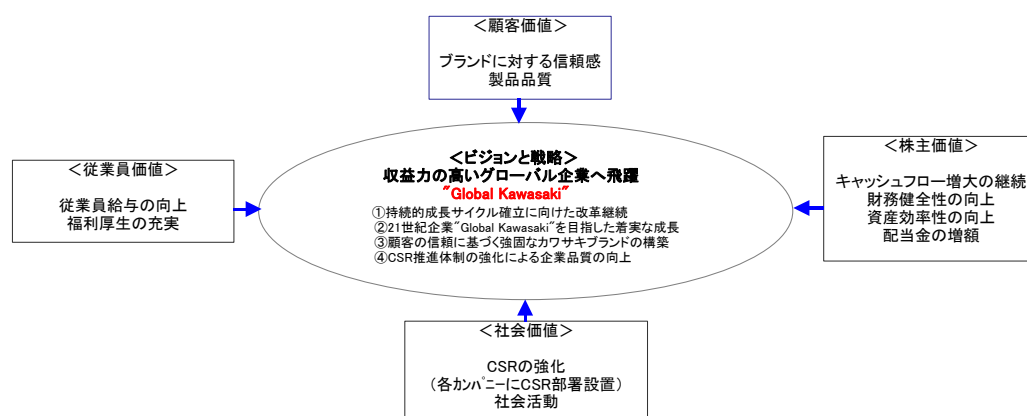
同社は従業員に対して「ワークライフバランス」支援、次世代育成支援制度、メンタルヘルス対策等従業員にとっての価値を高める努力をしており、従業員価値向上に努力していると評価してよいと考える。

|       |                                                                                                   |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 従業員価値 | 「ワークライフバランス」支援<br>・定時退場日設定<br>・ゆうゆう連休(社員が連休日を指定)<br>次世代育成支援制度<br>・育児休暇制度<br>・子育て支援制度<br>メンタルヘルス対策 |
| 社会価値  | 「協働の森づくり事業」への協賛<br>兵庫運河美化活動への参画<br>被災地支援のための義援金寄付活動<br>ドクターヘリ開発の推進                                |

## (4) 社会価値

同社は CSR 経営を重視し、各事業部門（同社は社内カンパニー制を採用）ごとに CSR 担当部署を置いて業務内容を管理している。一方、同社は阪神大震災を経験し神戸の復興に協力した歴史があるが、その後も被災地支援のための義援金寄付活動の実施を行い全国の被災者に対する援助活動を継続している。また「協働の森づくり事業」への協賛、兵庫運河美化活動への参画等自然保護活動にも熱心に取り組んでおり、社会的な価値も認めてよいと考える。

以上の通り同社は企業価値を創造していると評価してよいであろう。



## 3.3 戦略資産

### (1) 中核技術

同社は造船、鉄道車両、飛行機、二輪車といった輸送機器を中心に発展してきており、そ

の中核は輸送機器の設計・製造技術から発展した高度な技術力といえる。造船のエンジンから飛行機のエンジンやガスタービンに進み、機器の可能、装置の組立て技術を生かして、機械製造、プラント建設に業務を拡大したといえる。（同社は製鉄にまで手を広げていた。旧川崎製鉄（現 JFE スチール）は同社の製鉄部門が独立してできた会社である。）

## (2) 連携システム

同社は早くからグローバル化を進めており製造販売拠点を世界に幅広く持っている。また海外企業との合弁会社、海外の提携先等も含めてそのネットワークが同社にとって重要な連携システムといえる。

## (3) 情報システム

海外ネットワークも情報システムといえると思うが、同社は各部門から独立した全社研究開発部門を保有しており、ここが全社の技術情報を集約する情報システムの中心として機能している。社内各部門の技術に横串を刺す基礎技術の研究、各部門にまたがる新技術の研究開発（ex. 大型ニッケル水素電池＝汎用機事業と車両事業量部門で共有すべき技術）を担当している。（以下に年度ごとの本社研究開発部門研究開発費を示す。）

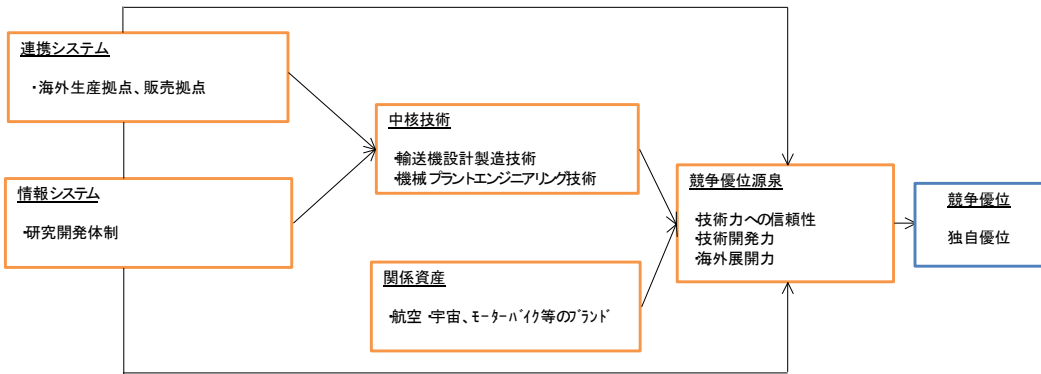
| （単位：億円）   | 2004年3月             | 2005年3月             | 2006年3月                              | 2007年3月                              | 2008年3月                      |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|
| 本社研究開発部門  | 64                  | 70                  | 66                                   | 75                                   | 67                           |
| 開発内容      | ・基礎技術研究<br>・新型蓄電池 等 | ・基礎技術研究<br>・新型蓄電池 等 | ・基礎技術研究<br>・バイオマス利用次世代分散型エネルギーシステム 等 | ・基礎技術研究<br>・バイオマス利用次世代分散型エネルギーシステム 等 | ・基礎技術研究<br>・キカセル（大型ニッケル水素電池） |
| 全社研究開発費合計 | 147                 | 131                 | 270                                  | 338                                  | 362                          |

## (4) 関係資産

航空宇宙、二輪車等ブランドとして定着している製品が多く、そのブランド力は関係資産として評価してよいと考える。

## (5) 競争優位源泉

「技術力への信頼性」「技術開発力」「海外展開力」の3つであると思う。さらに簡略化すると「技術力」と「海外展開力」の2つと言ってよいと思う。



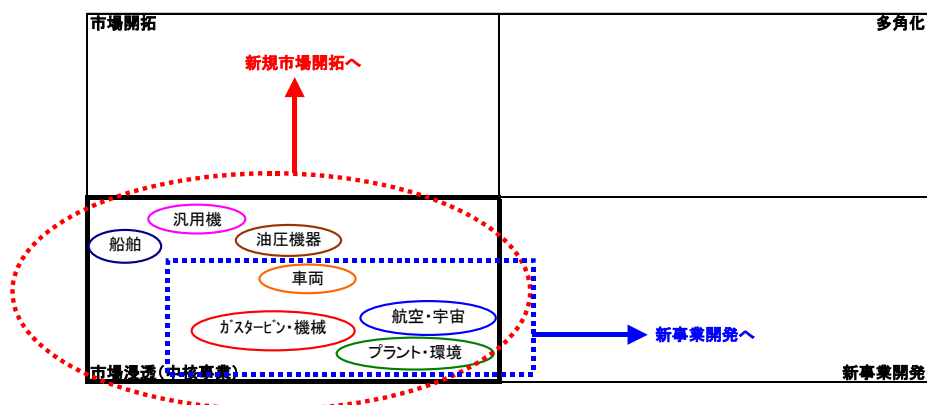


### 3.4 企業成長戦略

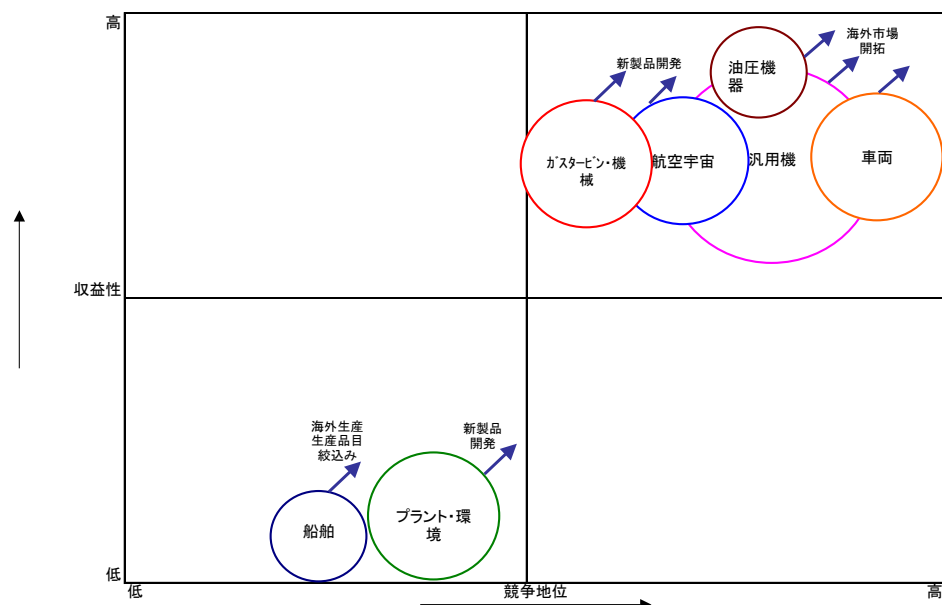
同社は車輜、ガスタービン・機械、航空・宇宙、汎用機、プラント・環境、船舶が部門として独立している。(2007年3月以降油圧機器がセグメントとして独立したのを加えると7部門となる。)各部門によって成長戦略には違いがあるが、大きくいうと以下2つの方向性に分かれる。

①市場浸透に加え、新規市場を開拓する方向：全部門が該当する。

②市場浸透に加え、新事業開発に進む方向性：大きくは車輜、ガスタービン・機械、航空・宇宙、プラント・環境が該当する。



競争優位性と収益性のマトリックス上に各部門を置くと以下のようなイメージになる。(円の大きさは売上規模を示す。円が大きいほど売上構成比率が高い) 競争地位、収益性ともに高い部門とそうでない部門がはっきりと分かれており、汎用機、車輜、ガスタービン・機械、航空・宇宙の4部門が売上比率、競争地位、収益性ともに高い主力事業といえ、油圧機器は売上高は小さいが競争優位性、収益力ともに高く主力事業に続く。プラント・機械、船舶は競争地位、収益力ともに低く、なんらかの抜本的な対策が必要と考える。





一方、同社の中期経営計画「Global K」（2006 年 9 月）によると、今後の企業成長のための戦略として「技術力」「収益力」「グローバル」以外に「CSR の推進」「グループ経営力の強化」が挙げられているが「新製品・新事業の創出・育成」も戦略テーマとして挙げられている。研究開発投資を従来の 2003～2005 年度平均：270 億円から 2006～2010 年平均 400 億円にアップさせる計画である。（一方で設備投資も大幅に増加し、2003～2005 年度平均：470 億円から 2006～2010 年平均 600 億円まで増加する計画である。）同社には収益性が高い「4 つの柱」があるが、この状況が長期間にわたって継続するとは限らず、業績が良好な間に新製品・新事業を創出・育成することは非常に重要と考える。その点から同社の研究開発投資に対する積極姿勢は評価できる。

### 3.5 事業ポートフォリオ戦略

同社の事業ポートフォリオを図示すると以下ようになる。（円の大きさが売上高を示しており円が大きいほど売上高比率が高い。）以下の図でわかる通り同社の事業は以下 3 つのカテゴリーに分けられる。

#### ・シェアが高く市場成長性も高い事業

⇒「車輛」、「油圧機器」

「車輛」はシェアは国内トップ、世界 4 位で世界的にみると今後もマーケットは成長する分野である。「油圧機器」は、成長性は（長期的には不透明だが）当面は確実に見込め、シェアも高い。

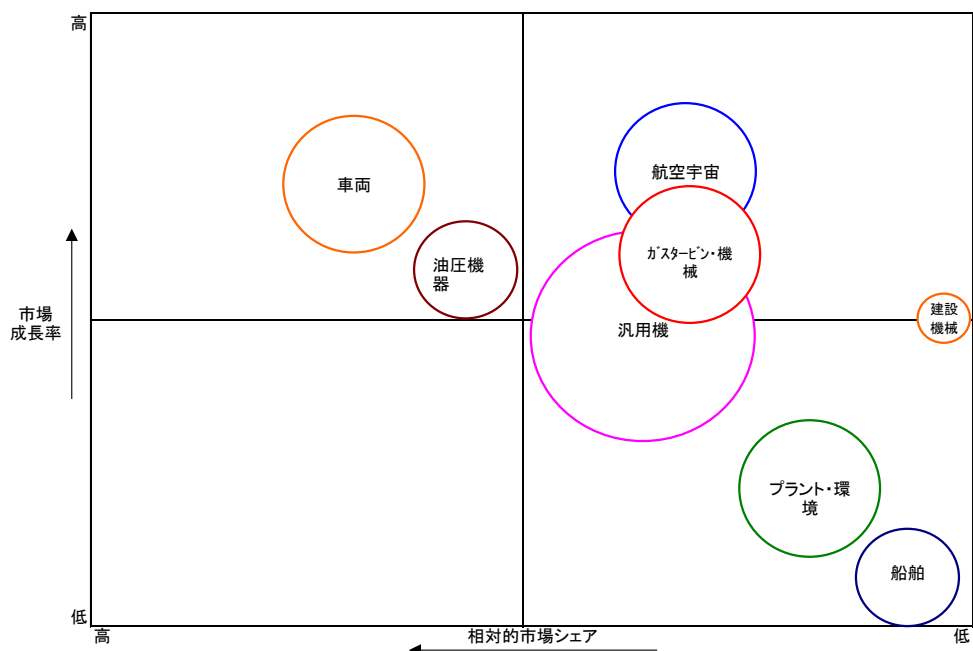
#### ・市場成長率が高く、寡占市場でシェアを確保している（得意な領域を持っている）事業

⇒「航空宇宙」、「ガスタービン・機械」、「汎用機（二輪車）」

「航空宇宙」は圧倒的なシェアを持っているわけではないが、競合が少なく航空機の機体等確実に注文が入ってくる技術的差別化ができていく分野である。「ガスタービン・機械」についても、ガスタービンは中小型では差別化ができており、航空機エンジンについても技術的に開発に参加できる企業は少なく、開発に成功した後に利益を享受できる地位にいるといえる。「汎用機（二輪車）」については中小型に特化し、寡占状況の中でシェアは低いながらもブランドを確立している。市場についても今後 BRICs、その他途上国に拡大が見込める。

#### ・市場成長性が低く、シェアも高くはない事業

「プラント・環境」は海外では韓国・中国、国内では市場に比べて多すぎる競合他社の存在により競争が厳しいためシェアが伸ばしにくく、市場の成長性も革新的な技術が出現しない限り多くは望めない。「船舶」については、供給能力が過剰になる可能性が極めて高く、競合先の多さ、韓国・中国メーカーの壁の存在より、シェアが伸ばしにくい。かつ近年の爆発的な需要増大の反発により市場が縮小する可能性も高い。



### 3.6 事業ポートフォリオ・マネジメント

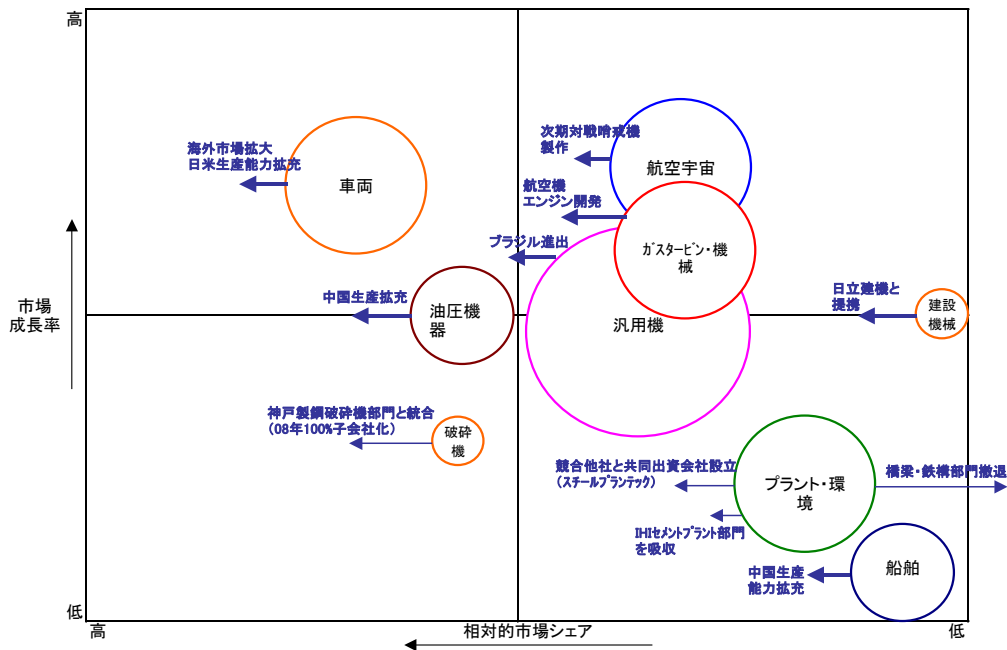
上記の状況下において、同社は「中期経営計画 『Global K』 (2006 年 9 月)」の中で今後のポートフォリオ・マネジメントについて下図のような考え方を示している。

|                   |      |                  | 重点事業<br>持続的成長を牽引する事業。積極的な投資により収益拡大 | 育成事業<br>積極的な投資により競争力を強化                                            | 安定収益事業<br>確実なリターン                           | 要改革事業                               |
|-------------------|------|------------------|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------|
| "Global Kawasaki" | 4本の柱 | 車両事業             | 海外市場向                              | ・鉄道システム<br>・ギガゼル(大型Ni水素電池)<br>・捨載路面電車                              | 国内市場向                                       | 今後、公共投資関連事業を中心に事業方針(縮小・撤退も含む)を決定する。 |
|                   |      | 航空宇宙事業           | 防衛需要航空機・民需航空機                      | ・防衛航空機(次期固定翼哨戒機、次期輸送機)民間転用<br>・民需ヘリコプター                            | 誘導機器                                        |                                     |
|                   |      | ガスタービン・機械事業      | 民間航空機用エンジン                         | ・ガスタービン発電設備<br>・ガスエンジン                                             | ・防衛需要エンジン(航空機、船舶)<br>・陸用・船舶用蒸気タービン<br>・空力機械 |                                     |
|                   |      | 汎用機事業(モーターサイクル等) | 途上国向けモーターサイクル                      | 先進国向けモーターサイクル                                                      | 汎用ガソリンエンジン                                  |                                     |
|                   | 育成   | エネルギー・環境関連事業     |                                    | ・ギガゼル(大型Ni水素電池)<br>・バイオマス発電<br>・有害物質処理<br>・LNGタンク<br>・エネルギー・環境関連設備 | 産業用プラント                                     |                                     |
|                   | 自立   | 汎用機事業(ロボット)      |                                    | ロボット                                                               |                                             |                                     |
|                   |      | 船舶事業<br>油圧機器事業   | 商船(中国生産)<br>建設機械用                  |                                                                    | 艦艇、商船(神戸、坂出生産)<br>産業機械用・船舶用                 |                                     |

ポイントは以下の通りである。

- ・伸ばすべき事業(「4本の柱」)は「車両」、「航空宇宙」、「ガスタービン・機械」、「汎用機」とする。
- ・「プラント・環境」のうち、エネルギー・環境関連事業を伸ばしていく。
- ・「汎用機」のうちのロボット、「船舶」、「油圧機器」については、事業として自立させる。

一方、今までの同社の動きをまとめ、ポートフォリオをどのように変化させようとしてきたかを下図にまとめた。



同社は『Global K』の中で、「質主・量従」、「選択と集中」を掲げており、競争が激しく高収益が期待できなくなった事業については、他社との提携により解決を図る手法を用いている。例えば①製鉄プラントで競合 3 社と共同出資会社「スチールプランテック」を設立、②「車輛」の破碎機部門を神戸製鋼破碎機部門と合併（最終的に吸収）、③建設機械で日立建機と提携し両社共同出資会社に出資（レポート提出直前の 10/31 に発表等が挙げられる。また不採算事業である鉄構橋梁事業からも一昨年に全面撤退している。一方で、「4 本の柱」の事業については、研究開発投資や海外生産拠点の設置、増強等でこ入れを図っており、大規模かつ思い切った M&A や事業撤退は行っていないが、小規模でも確実にポートフォリオを変えようとしている姿勢はうかがえる。ただ、「船舶」については需給関係の悪化、サプライヤーの過剰は明らかであるし、環境プラントについても案件数に対して競合相手が多すぎる状況は明確であり、両者については M&A もしくは経営統合を思い切って実行することを考えるべきである。できるだけ早く最適なパートナーを探して先手を打たないと他社に先んじられ市場から締め出される恐れも出てくる。ここは「時間価値」を取りに行くべきである。

### 3.7 合併・買収・提携戦略

同社はどちらかというと後ろ向き（提携により競合相手を減らす）の提携もしてきているが、新たな製品、市場の開拓を狙った前向きな提携も行っている。中国における鉄道車両エンジニアリング会社の設立やセメント排熱発電の拡販を狙った製造会社の設立等がそれである。

#### 合併・買収・提携の実績

|           |              |           |                                                      |                 |
|-----------|--------------|-----------|------------------------------------------------------|-----------------|
| 車輦部門      | 2004         | 破碎機       | 神戸製鋼破碎機部門と共同出資会社設立（アーステクニカ）<br>→2008年4月100%子会社化      | 50%<br>(現在100%) |
|           | 2005         | 鉄道車輦      | 中国・南車四方汽車車輦、伊藤忠商事等と鉄道車輦エンジニアリング会社を設立（青島四方川崎車輦技術有限公司） | 39%             |
|           | 2009<br>(予定) | 建設機械      | 日立建機と提携。共同出資会社を設立し建設機械部門を分離                          | 34%<br>(予定)     |
| プラント・環境部門 | 2003         | 製鉄機械プラント  | JFE、住友重機、日立造船と共同出資会社を設立（スチールフランテック）                  | 24.8%           |
|           | 2006         | セメント排熱発電  | セメント排熱発電設備の設計、調達、製造の合併会社設立（出資者はカワサキプラントシステムズ）        | 50%             |
| 油圧機器部門    | 2003         | 油圧機器製造・販売 | 韓国 Flutek 社に資本参加                                     | (不明)            |
| 汎用機       | 2003         | 二輪車       | スズキと二輪車、四輪バギー車の相互 OEM 供給                             | -               |

## 4 戦略の評価と課題

### 4.1 評価と課題

#### (1) 「4本の柱」の育成

「車輦」、「ガスタービン・機械」、「航空・宇宙」、「汎用機」を伸ばしていく基本姿勢には賛成である。いずれも分野自体に競争相手が少ない寡占もしくはそれに近い状況にあり、同社はその分野の中でも強みをもったメニューを保有している。強みを活かして安定的な収益を上げながら技術をブラッシュアップし、各部門でさらに収益力を高めていく戦略は正しいと考える。

#### (2) 低収益・低シェア事業の見直し

収益性、シェアともに低い「プラント・環境」、「船舶」について、同社の事業戦略では以下のように方向性が示されている。

##### ・プラント・環境

「優れた独自技術により、世界をリードするエネルギー・環境エンジニアリング事業」として、安定収益事業として産業用プラント事業を推進しながら、バイオマス発電、有害物質処理等を新規事業として育成する。

##### ・船舶

「最高水準の技術力と中国の生産拠点を活用した、市場環境の変動に強い世界トップ水準の収益性を備えた造船会社」として中国生産により商船マーケットを狙い、国内造船所では艦艇等技術力が必要な機種を製造する。

両事業ともに国内外に競争相手が多く、今後供給過剰状態となるのは時間の問題である。現在の競合状況のままでは海外勢のコスト競争力についていけないか、もしくは国内メー

カー同士の激しい価格競争によって低採算受注をせざるを得ない状況に陥る可能性が極めて高い。

他社にはマネのできないような優れた技術はそのまま育成すべきであるとは思いますが、そうした技術に頼って組織自体の温存をすることは避け、採算の悪化が予想される分野については早急に見直しを図るべきと考える。当社が今まで製鉄プラントや破砕機事業で行ってきたように（建設機械部門では来年に予定されているように）他社との共同出資により別会社化し、会社本体の経営から分離する方法を取るべきであろう。環境プラントや船舶のように成熟した産業の場合、案件数に比べて競争する企業の数が多すぎるために、競争が過度に厳しくなり各社ともに採算を悪化させる結果に陥っている。船舶、プラントともに投資案件数は景気動向に影響を受けるため、山谷が激しく、次に予想される谷の部分を想定して戦略判断をなすべきである。経営統合により競争相手を減らしつつ、人員削減等の方法でコストダウンを進めれば、相対的に競争力を保てるはずで、いかに早く手を打つかがポイントと思われる。その意味で早く対策を取るべきと考える。

### **(3) 新製品開発、新規事業育成の推進**

現在の「4本の柱」がそれぞれに技術開発を進めていくことには賛成であるが、せっかくの技術力を分散させて活用するのみではなく、シナジー効果をもたらすようなメニューを横断する形での開発を推進すべきと考える。同社が研究開発費用を増加し、新製品・新規事業開発に注力する戦略は評価できる。

## **4.2 戦略略実行の制約条件**

### **(1) 為替変動による採算の悪化**

最近の例を見てわかる通り、社会・経済状況の変化に伴う為替の大きな変動はいつおこってもおかしくないわけで、為替変動にいかに対処するかはグローバル企業にとっては極めて大きな問題である。このリスクをヘッジするには的確な為替予約等財務的なリスクマネジメントのほかに、輸出入のバランスを考えた国内海外販売のポートフォリオも考える必要があるのではないかと。同社のようなグローバル企業でかつ重厚長大産業の場合、今後とも海外売上比率は増大していく傾向にあるのは間違いないであろう。しかし海外売上比率があまりに高くなると現地生産を増やさない限り為替変動の影響をまともに受けることになる。したがって内需を喚起し、国内売上を伸ばして、国内外売上比率のバランスをとることも考えるべきであろう。その点からも既述の新製品・新商品の開発がどうしても必要になってくる。国内では今後地球温暖化対策、環境問題等のエネルギー・環境部門でのニーズは高まってこざるを得ない状況にある。部門本体は分社独立させても、有望な技術は本社研究開発部門で引き取り、他社との提携等も含めて育成を図り国内マーケットに商品投入していける状況をつくっていくべきと考える。

### **(2) マーケット見通しの誤り**

最近の社会経済状況の変化の大きさや大型 M&A の増加等の動きをみると、マーケット予測の大きな誤りは経営上どうしても避けられない時代になってきているのではないかと

う。この意味からも現在の状況に甘んじることなく、エネルギーや環境等社会経済状況に影響を受けない分野でのメニューを開発し育成していくべきであると思う。

### (3) 技術伝承の不足による技術力の低下

同社の技術力を支えるのは現在ベテランと言われる年代であろう。このベテランから若い世代への（設計、製造、品質管理等の）技術伝承が、将来的な同社の技術力低下に結びつくリスクは十分にある。したがってベテランに対するシルバー雇用、ワークシェアリング等の方法により、労働できる時間や環境を増やししながら技術の伝承を図っていく人事労務対策が必要になってくると考える。

## 付属資料 8：企業戦略分析

（出所：鳥居 敬 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2011 年 10 月 24 日）

### 川崎重工業株式会社（2011）

#### 1 事業内容と業績

##### 1.1 事業内容

##### 1.1.1 会社概要

###### 〔川崎重工の会社概要〕

|         |                                                                   |
|---------|-------------------------------------------------------------------|
| 社名      | 川崎重工業株式会社                                                         |
| 本社      | 兵庫県神戸市                                                            |
| 創業      | 1878 年 4 月                                                        |
| 設立      | 1896 年 10 月 15 日                                                  |
| 資本金     | 1,043 億円                                                          |
| 連結年間売上高 | 1 兆 2,269 億円（2011 年 3 月期、連結）                                      |
| 従業員（連結） | 32,706 名                                                          |
| 工場数     | 11 工場                                                             |
| 事業内容    | 船舶、艦艇、海洋機器、航空機、宇宙機器、鉄道車両、自動車、原動機、産業機械装置、機械器具設置、鉄構物、管槽製品、鑄造品、鍛造品ほか |

##### 1.1.2 沿革

|          |                                                 |
|----------|-------------------------------------------------|
| 明治11年4月  | 川崎正蔵、東京築地南飯田町の官有地を借用し、川崎築地造船所を創業                |
| 明治14年3月  | 川崎正蔵、兵庫東出町に川崎兵庫造船所を開設                           |
| 明治19年5月  | 川崎正蔵、官営兵庫造船所（東川崎町）を借り受け、川崎兵庫造船所を併合、川崎造船所と改称（創業） |
| 明治19年9月  | 川崎築地造船所を兵庫に集約                                   |
| 明治29年10月 | 株式会社川崎造船所設立、資本金200万円、初代社長に松方幸次郎就任               |

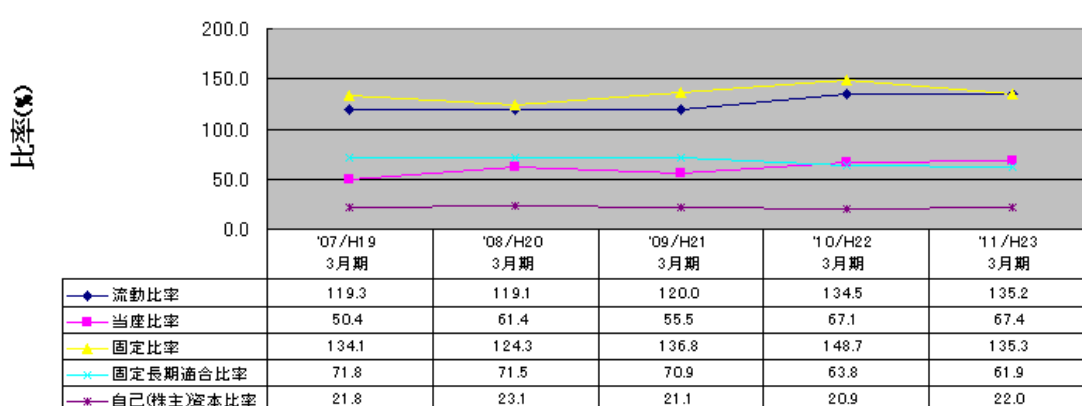
|          |                                                                                              |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 明治39年9月  | 兵庫分工場開設                                                                                      |
| 明治40年7月  | 兵庫分工場操業、造船用鋳鋼品の製造開始（川崎車輛株式会社の前身）                                                             |
| 大正7年7月   | 葺合工場新設（川崎製鉄株式会社の前身）<br>兵庫工場内に自動車科及び飛行機科を新設（川崎航空機工業株式会社の前身）                                   |
| 大正8年4月   | 川崎汽船株式会社を設立                                                                                  |
| 大正8年7月   | 兵庫工場で飛行機の製作を開始                                                                               |
| 大正11年12月 | 岐阜工場を開設                                                                                      |
| 昭和3年5月   | 兵庫工場を分離し、川崎車輛株式会社を設立                                                                         |
| 昭和12年11月 | 飛行機部門を分離し、川崎航空機工業株式会社を設立                                                                     |
| 昭和14年12月 | 社名を川崎重工業株式会社と改称                                                                              |
| 昭和15年9月  | 明石工場（川崎航空機工業株式会社）を開設                                                                         |
| 昭和25年8月  | 製鉄部門を分離し、川崎製鐵株式会社を設立                                                                         |
| 昭和37年8月  | 播州工場（川崎車輛株式会社）を開設                                                                            |
| 昭和41年3月  | <b>American Kawasaki Motorcycle Corp.</b> （現・連結子会社 <b>Kawasaki Motors Corp.,U.S.A.</b> ）を設立  |
| 昭和41年11月 | 横山工業株式会社を合併                                                                                  |
| 昭和42年1月  | 坂出工場を開設                                                                                      |
| 昭和43年8月  | 西神戸工場を開設                                                                                     |
| 昭和44年4月  | 川崎航空機工業株式会社及び川崎車輛株式会社を合併                                                                     |
| 昭和44年6月  | 八千代工場を開設                                                                                     |
| 昭和46年4月  | 播磨工場を開設                                                                                      |
| 昭和47年4月  | 汽車製造株式会社を合併                                                                                  |
| 昭和56年12月 | <b>Kawasaki Motors Manufacturing Corp.,U.S.A.</b> （連結子会社）を設立                                 |
| 昭和59年6月  | 汎用ボイラ部門（滋賀工場）を分離し、川重冷熱工業株式会社（連結子会社）に譲渡                                                       |
| 平成元年2月   | <b>Kawasaki Rail Car,Inc.</b> （連結子会社）を設立                                                     |
| 平成2年3月   | 西神工場を開設                                                                                      |
| 平成4年12月  | 名古屋第一工場を開設                                                                                   |
| 平成14年10月 | 船舶事業を分離し、株式会社川崎造船（連結子会社）を設立<br>ガスタービン・機械事業の精機部門を分離し、株式会社カワサキプレシジョンマシナリ（連結子会社）に承継             |
| 平成17年4月  | プラント・環境事業のプラント部門を分離し、カワサキプラントシステムズ株式会社（連結子会社）に承継<br>車両事業の破碎機部門を分離し、株式会社アーステクニカ（持分法適用関連会社）に承継 |
| 平成18年4月  | 加古川工場を開設                                                                                     |
| 平成18年10月 | プラント・環境事業の環境部門を分離し、カワサキ環境エンジニアリング株式会社（連結子会社）に承継                                              |
| 平成19年4月  | カワサキ環境エンジニアリング株式会社（連結子会社）が、カワサキプラントシステムズ株式会社（連結子会社）を合併し、カワサキプラントシステムズ株式会社（連結子会社）に商号変更        |
| 平成20年4月  | 株式会社アーステクニカを連結子会社化                                                                           |
| 平成21年4月  | 車両事業の建設機械部門を分離し、株式会社KCM（連結子会社）に承継                                                            |
| 平成22年10月 | 株式会社川崎造船、株式会社カワサキプレシジョンマシナリ及びカワサキプラントシステムズ株式会社を合併                                            |

## 1.2 業績分析

### (1) 安全性

流動比率とは、安全性分析の一指標で、流動負債（１年以内に返済すべき負債）を流動資産（短期間で換金可能な資産）がどの程度カバーしているかを示す比率。この比率が高いほど、短期的な資金繰りに余裕があることを示す。流動比率が 200%以上あることが安心の目安。当座比率とは、安全性分析の一指標であり、企業の短期支払能力を判断する指標。当座比率が高いほど短期的な支払担保能力が大きいことを示す。当座比率が 100%以上あることが安全性の目安。川崎重工では、流動比率が 110～140%程度で、安心の目安である 200%には届いていない。また当座比率は 5 年間 100%を下回っており、短期的な資金繰り、短期支払能力に課題があり、安全性は高いとはいえない。

安全性の指標



固定比率は、会社の固定資産に対する資金調達源の安定性を示す比率。この指標が 100%以上となった場合、固定資産の調達について他人資本にも依存していることを示す。また固定長期適合比率は固定比率を補完する指標で、巨額な固定資産への投資に必要な設備重視産業の安全性を確認するのに有効である。一般的には固定比率 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましい。自己資本比率は、指標が高い時には返済義務のない資金が多いことを示し、業績が悪化しても債務超過を防げる抵抗があるため、安全性の観点から好ましいといえる。川崎重工の場合、固定比率は 100%を超えており他人資本に依存しているといえる。ただし固定比率を補完する指標である固定長期適合比率は、望ましいとされる 80%以下になっている。そして自己資本比率は 20%強で、決して高い数字であるとはいえないことから、安全性の指標では、やはり課題が残る数字である。

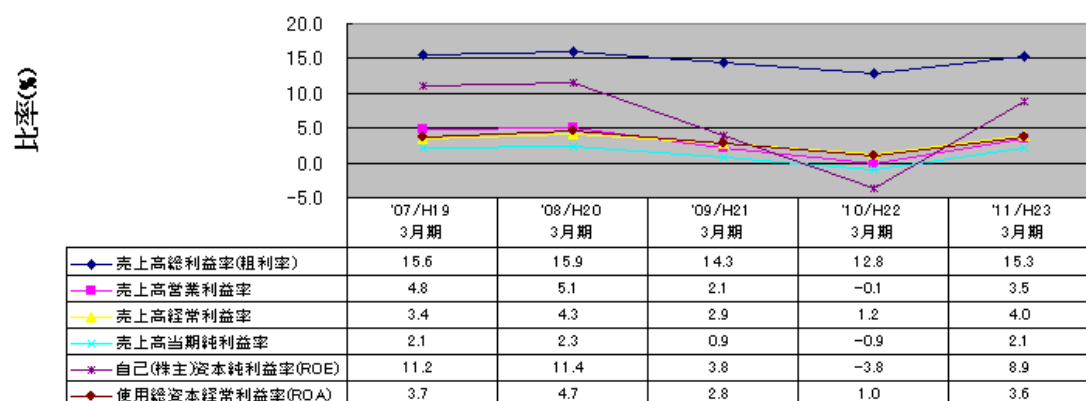
### (2) 収益性

売上高総利益率は、売上高から売上原価（製造原価）を差し引いた、売上総利益（粗利益）を元に算定されることから、企業が提供する商品（またはサービス）の競争力を測るために利用され、製造活動（製造コスト）の巧拙を示す。売上高営業利益率は、売上高から売上原価と販売費及び一般管理費を差し引いた、営業利益を元に算定されることから、企業が提供する商品（またはサービス）の内容と販売組織や本社運営の成果を合せた、企業（つまり本業）の収益力を示す指標。また売上高経常利益率は、企業の営業活動（本業）と財



務活動（いわゆる財テク）を併せた全体の収益力を示す指標。川崎重工は、売上高総利益率は12～15%台、売上高営業利益率は-0.1～5.1%で推移している。また売上高経常利益率1.2%～4.3%、売上高当期純利益率-0.9%～2.3%でこの5年間ではそれほど大きな動きはない。

収益性の指標

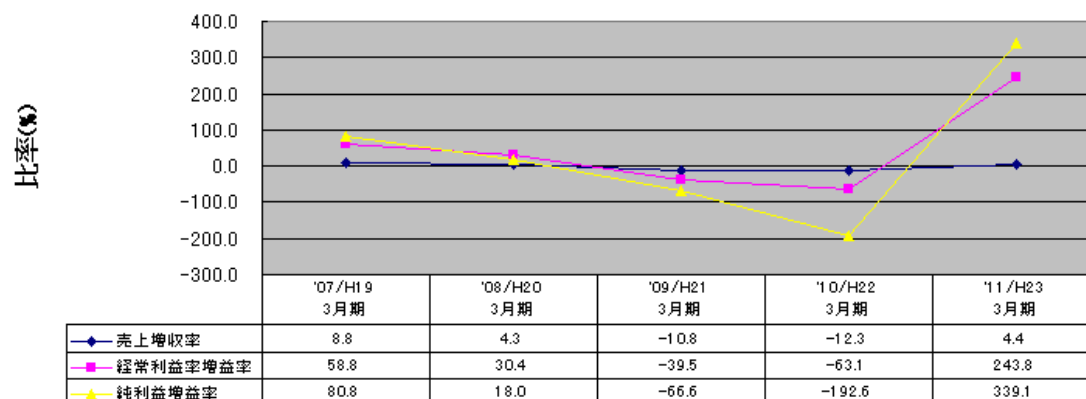


ROEは、一年間の企業活動を通じて、「株主の投資額に比してどれだけ効率的に利益を獲得したか」を判断するのに用いられる指標。またROAは、企業が持っている総資産が、利益獲得のためにどれだけ有効活用されているかを表す財務指標。ROEはリーマンショックを受ける前のH20年3月期には11.4%と高い数値であったが、H22年3月期はマイナスとなっている。ただし、H23年3月期には8.9%と黒字になっており問題はないといえる。ROAも、H22年3月期には1.0%という低い数値であったが、H23年3月期には3.6%になっており問題はないといえる。

### (3) 成長性

成長性については、売上増収率、経常利益増益率、純利益増益率の指標で分析する。売上増収率、経常利益率増益率、純利益増益率は、ともにリーマンショックの影響によるH21年3月期とH22年3月期がマイナスとなったが、H23年3月期には大幅な回復となっている。

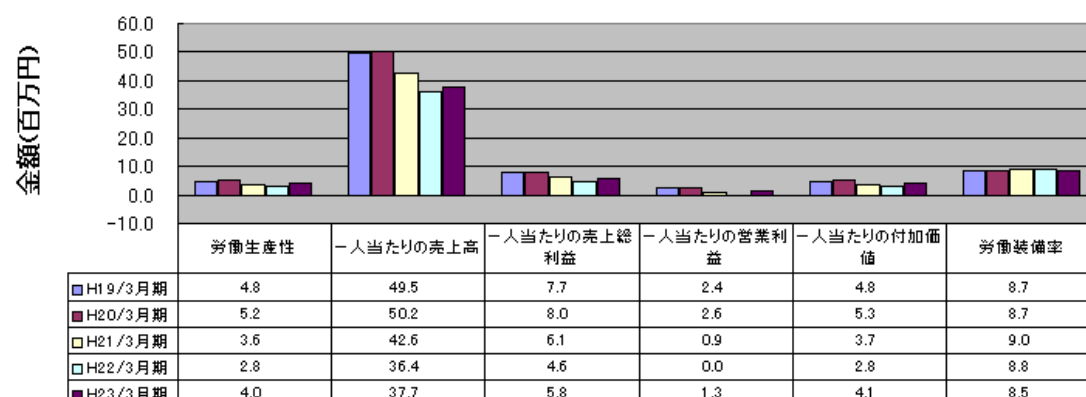
成長性の指標



#### (4) 生産性

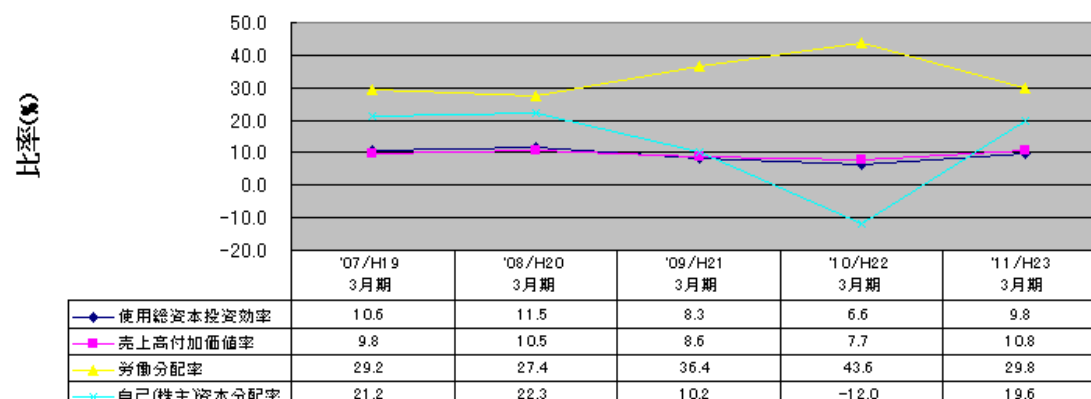
生産性については、まず労働生産性、一人当たり売上高、一人当たり売上総利益、一人当たり営業利益、一人当たり付加価値、労働装備率で分析する。

生産性の指標(1)



労働生産性は、H22年3月期に低下したが、H23年3月期には上昇している。また総合的な会社の経営活動を評価するための指標である一人当たり売上高、一人当たり売上総利益、一人当たり営業利益でも、H22年3月期に最も低下したが、H23年3月期は回復基調にある。上記の指標ともに、生産規模を示す一人当たり付加価値も、H22年3月期に低下したが、H23年3月期は回復基調にある。一方で従業員1人当りの有形固定資産がどのくらいあるかを示す労働装備率は、H21年3月期より低下が続いていて、有形固定資産が減少していることがわかる。

生産性の指標(2)

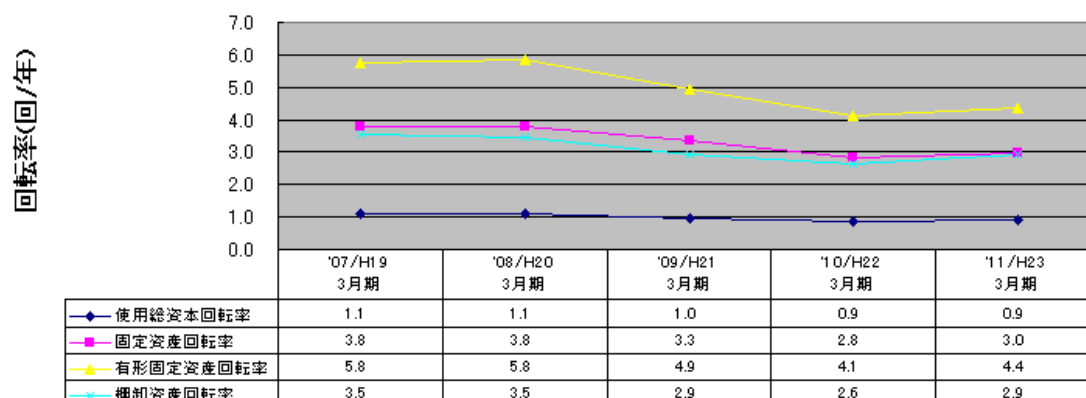


次に使用総資本投資効率、売上高付加価値率、労働分配率および自己（株主）資本分配率を用いて、生産性について分析する。資産が生み出す付加価値額を表し、資産効率を評価する総合的な指標である使用総資本投資効率は、H22年3月期に低下していたがH23年3月期には上昇している。また会社が生み出した付加価値の売上高に対する割合を示す売上高付加価値率も、H22年3月期には低下したが、H23年3月期には上昇している。なお付加価値とは、労働、他人資本、国・地方公共団体への分配額のため、この指標は企業活動が社会へ貢献している指標とも言える。また人件費が付加価値に対して占める割合を示す指標で、会社が生み出した付加価値のうち、どれだけ労働に分配されているかを意味する労働

分配率は、H22年3月期は高い数値になっていたが、H23年3月期には再び低下している。そして自己資本分配率は、会社が生み出した付加価値（人件費、実物資本（賃借料、減価償却費）、国・地方公共団体、他人資本、自己資本に分配されている額を集計）のうち、どれだけ自己資本に分配されているかを示す。川崎重工は、H22年3月期にはマイナスであったがH23年3月期には回復傾向にある。

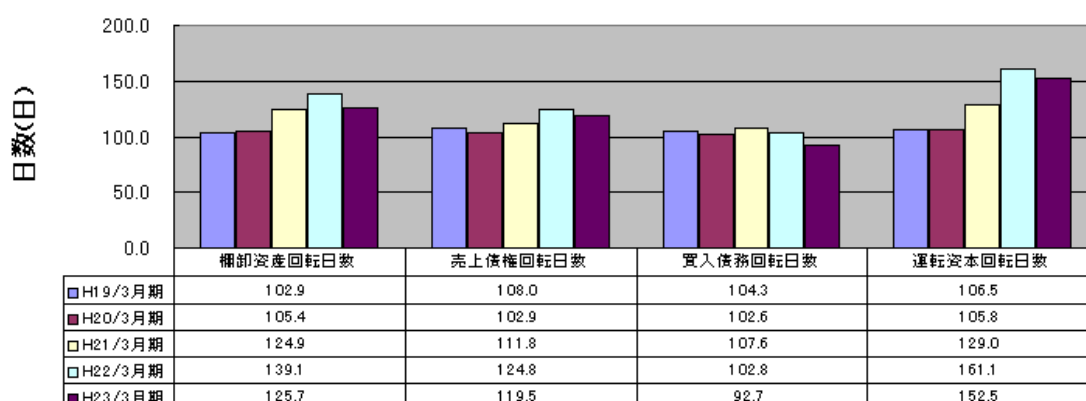
## (5) 効率性

効率性の指標(1)



総資産の効率性を評価する総合的指標である使用総資本回転率は、少しずつ低下傾向にはある。固定資産の効率性を評価する固定資産回転率、有形固定資産回転率、また棚卸資産の効率性を評価する棚卸資産回転率では、H22年3月期に低下したもののH23年3月期より回復傾向にある。

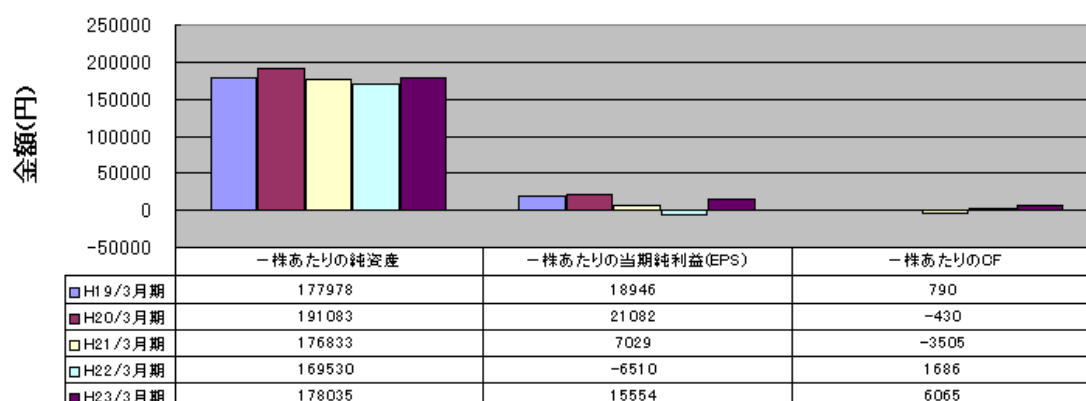
効率性の指標(2)



次に棚卸資産回転日数、売上債権の回収期間を示す売上債権回転日数、買掛債務の支払期間を示す買入債務回転日数、運転資本の回収期間を示す運転資本回転日数の指標で分析すると、棚卸資産、売上債権の回転日数は少しずつ増加していたが、H23年3月期では減少している。また、買入債務回転日数はH22年3月期より短期化傾向にある。そして運転資本回転日数はH22年3月期に大幅に長期化しており、H23年3月期には改善しているが、まだ長期化したままである。

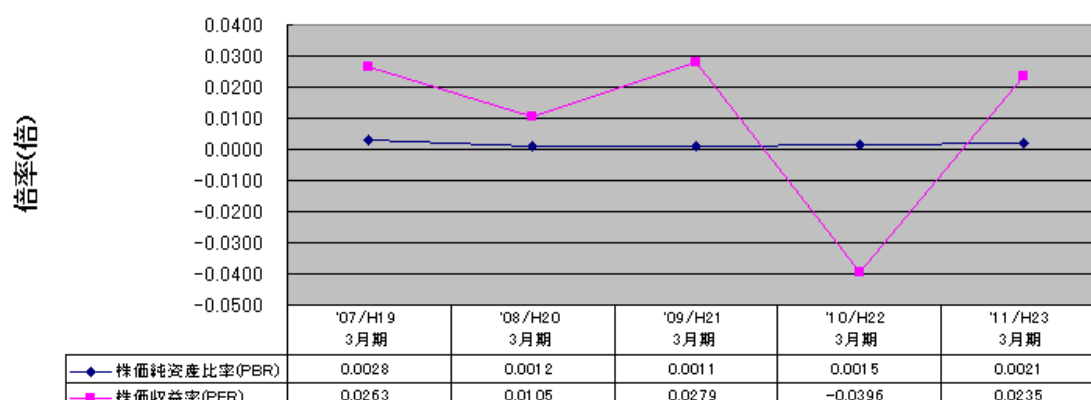
## (6) その他

### その他の指標



一株あたりの純資産は増減はあるものの、この5年間はある程度の幅で推移している。また一株あたりの当期純利益率（EPS）はリーマンショックの影響を受けたH21年3月期に大幅に減少、H22年3月期にはマイナスに転じていたが、H23年3月期には大幅に改善し、プラスに回復している。また一株あたりのCFは反対にH20年3月期、H21年3月期ともにマイナスであったが、H22年3月期には回復、H23年3月期には大幅に改善している。

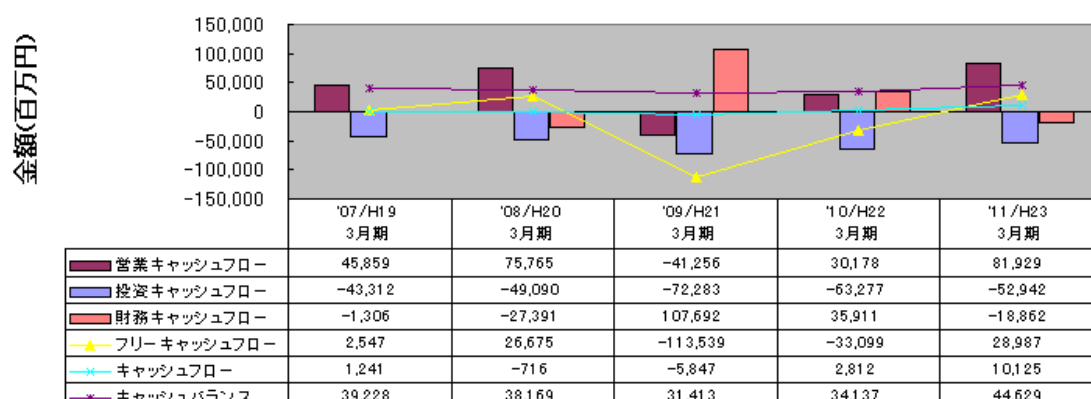
### その他の指標



株価純資産比率（PBR）は、“会社の純資産と株価の関係”を表していて、PERと同様に企業の持っている株主資本（純資産）から見た株価の割安度がわかる。特徴としては、PBRが低ければ低いほど「株価が割安である」。このPBRという指標は「PBR=1倍」というのが評価基準になり、理論上は、PBRは1倍を下回らないと考えるので、「PBRが1以下」の会社は割安性が極めて高いといえる。川崎重工の場合、株価純資産比率（PBR）は07年3月期以降のすべての期で、1を大幅に下回っており、株価は割安性が極めて高いといえる。また株価収益率（PER）は、“会社の利益と株価の関係”を表していて割安性を測ることができる。一般的に、PERが低ければ低いほど、会社が稼ぐ利益に対して株価が割安である。PERが“10倍”であれば、純利益の10倍まで買われていることになり、投資した資金の回収までに“10年”かかると言う見方にもなる。川崎重工のPERは、H22年3月期は大幅に低下し、株価が極めて割安の状態になっていたが、それ以外の期では、0.01～0.03の間で推移している。しかし全般に見て低い数字であり、利益に対して株価が大幅に割安であるといえる。

## (7) キャッシュフロー分析

キャッシュフローグラフ

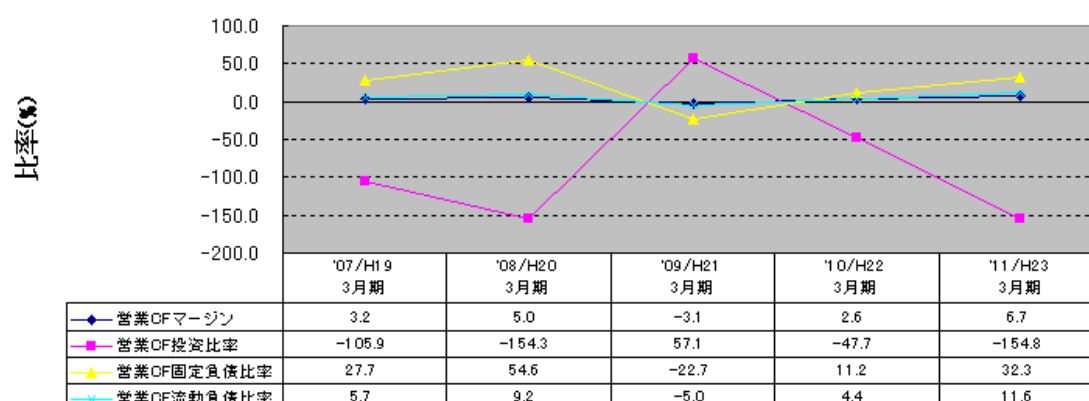


本業で得たキャッシュフローを示す営業キャッシュフローは、H21年3月期にマイナスに転じているものの、その後のH22年3月期以降はプラスに大幅改善している。また投資キャッシュフローは、継続的な設備投資を実行しているためマイナスが続いていて、特にH21年3月期、H22年3月期は大きくマイナスとなっていたが、H23年3月期には赤字ではあるものの改善傾向にある。財務キャッシュフローは、プラスになったH21年3月期は大幅なプラスであったが、その後減少し、H23年3月期には再びマイナスに転じている。フリー・キャッシュフローは、リーマンショックの影響によるH21年3月期は大幅に落ち込んだが、増加した営業キャッシュフローにつれてH22年3月期以降は増加傾向にある。キャッシュバランス（期末残高）はH21年3月期に減少したが、その後回復基調にある。

## (8) その他キャッシュフロー分析

営業キャッシュフローマージンは、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示しており、キャッシュフローの収益性を表している。H21年3月期は営業キャッシュフローが大幅に減少し、マイナスとなったがその後は回復基調である。また営業キャッシュフロー投資比率は、営業キャッシュフローがどれだけ投資をカバーしているかを見る指標であり、ここ5年間は継続的な設備投資が続いているため、H21年3月期を除き、マイナスが続いている。

営業CFマージン他



そして営業キャッシュフロー固定負債比率は、固定負債の返済能力を示す指標であり、リーマンショックによる不況時 H21 年 3 月期は低下していたが、その後は回復している。流動負債の返済能力を示す指標である営業キャッシュフロー流動負債比率は営業キャッシュフロー増加に伴い、H22 年 3 月期以降上昇傾向にある。

### 1.3 主要事業部門別業績推移

事業別セグメントの主な製品については下表の通り。

#### [主な事業内容]

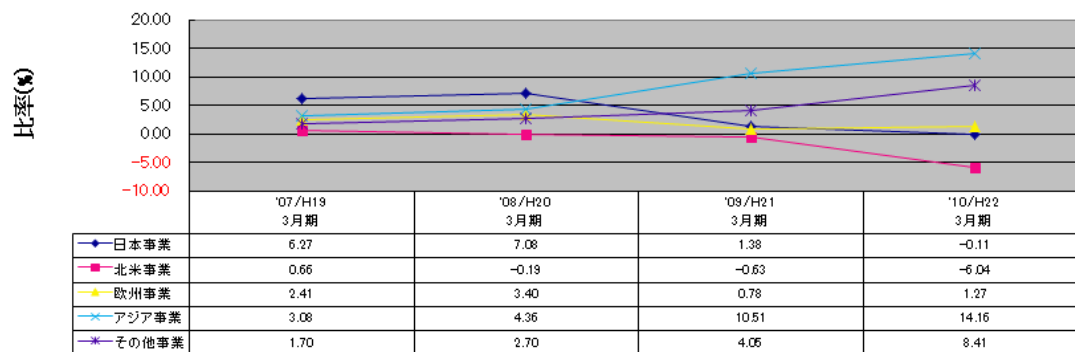
| 事業名             | 内容                                                                 |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------|
| 船舶海洋事業          | 船舶等の製造・販売                                                          |
| 車両事業            | 鉄道車両、除雪機械等の製造・販売                                                   |
| 航空宇宙事業          | 航空機等の製造・販売                                                         |
| ガスタービン・機械事業     | ジェットエンジン、汎用ガスタービン、原動機等の製造・販売                                       |
| プラント・環境事業       | 産業機械、ボイラ、環境装置、鋼構造物、破碎機等の製造・販売                                      |
| モーターサイクル&エンジン事業 | 二輪車、パーソナルウォータークラフト（「ジェットスキー」）、四輪バギー車（ATV）、多用途四輪車、汎用ガソリンエンジン等の製造・販売 |
| 精密機械事業          | 油圧機器、産業ロボット等の製造・販売                                                 |
| その他事業           | 建設機械等の製造・販売、商業、販売・受注の仲介・斡旋、福利施設の管理等                                |

#### (1) 収益性



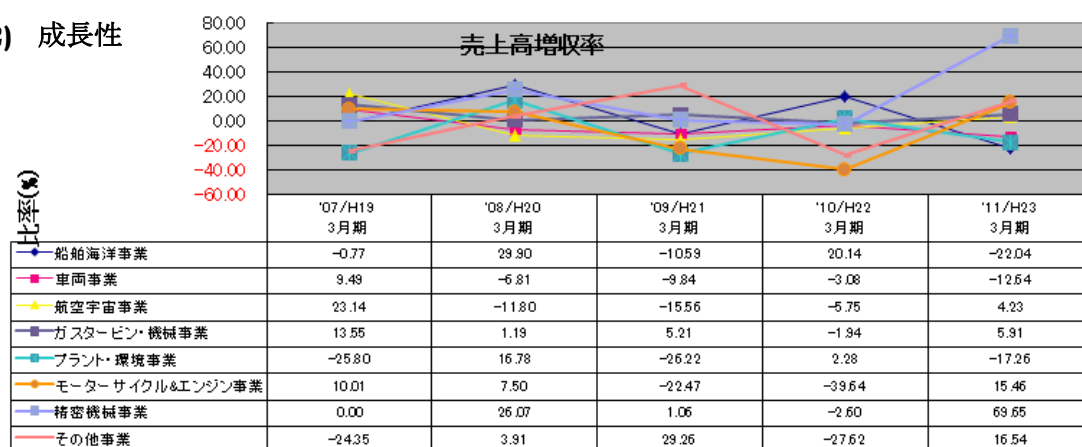
収益性を示す事業種類セグメント別売上高営業利益率では、リーマンショックの影響を受けたモーターサイクル&エンジン事業の収益率悪化が著しく、H21 年 3 月期より大幅に落ち込み、H23 年 3 月期においてもまだマイナスの状況が続いている。一方で精密機械事業においては、中国を中心とする新興国の需要が旺盛で、H23 年 3 月期には 15%を超える利益率にまで伸長している。

## 売上高営業利益率



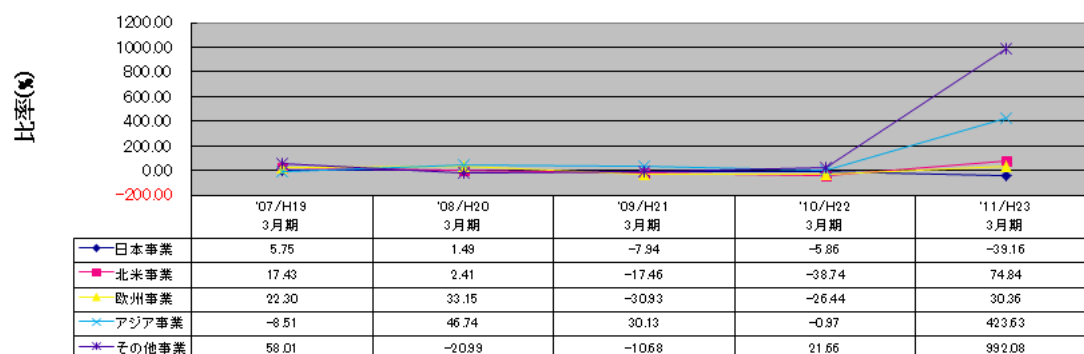
地域セグメント別売上高営業利益率では、リーマンショックの影響を大きく受けた北米事業が、H20年3月期以降マイナス幅拡大を続けており、またH22年3月期には日本事業においてもマイナスに転じている。しかし中国を中心とするアジア事業はH21年3月期以降、急激に拡大している。

## (2) 成長性



成長性の売上高増収率でみると、H19年3月期には航空宇宙が、H20年3月期には船舶海洋事業が、H21年3月期にはその他事業が、H22年3月期には再び船舶海洋事業が、H23年3月期には精密機械事業がそれぞれ一番高い増収率を示している。つまり川崎重工の事業は、年度によって事業の増収率の伸びが大きく異なる結果となっている。

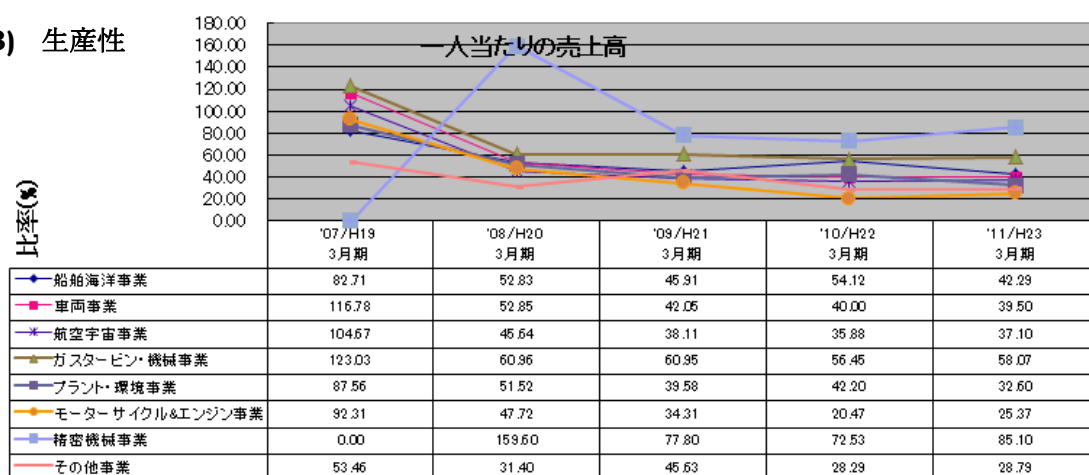
## 売上高増収率



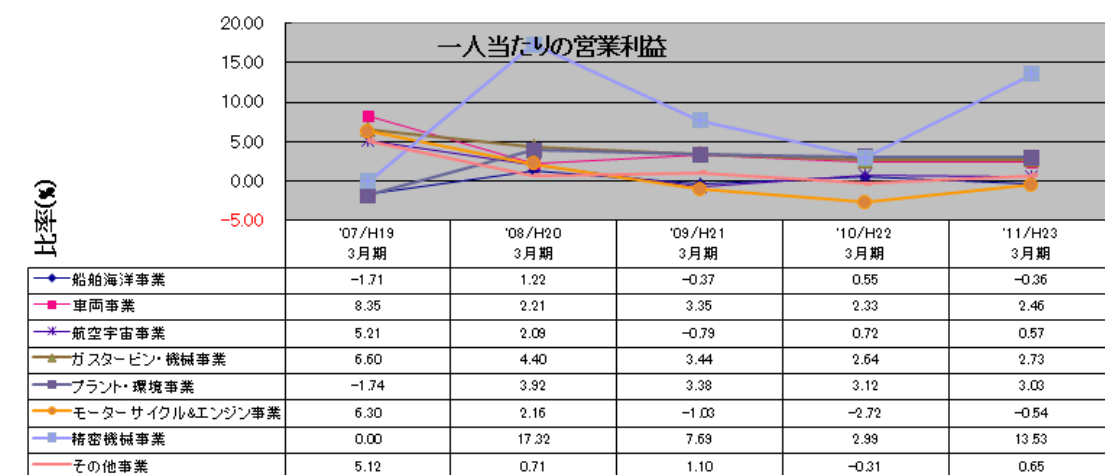
エリア別売上高増収率でみると、H21年3月期およびH22年3月期ともに、ほとんどの地域においてマイナスであったが、H23年3月期には日本事業以外は全てプラスとなり、特にアジア事業での伸びが著しい。



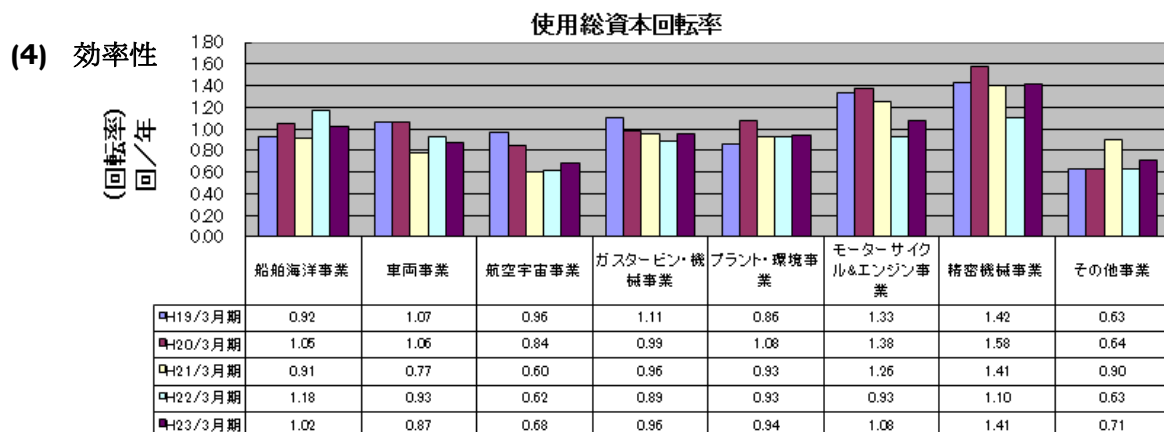
### (3) 生産性



生産性については、1人当たり売上高と1人当たり営業利益で分析するが、一人当たり売上高では、H20年3月期以降、精密機械事業が一番高い売上高である。次いでガスタービン・機械事業の一人当たり売上高が高くなっている。



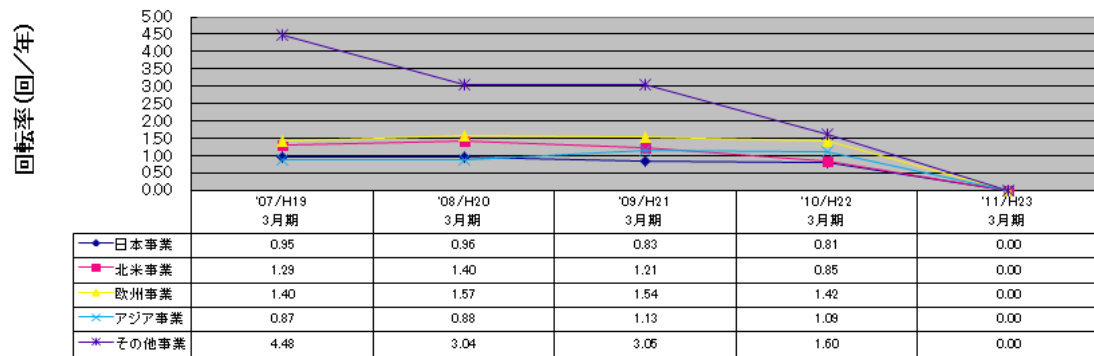
一人当たり営業利益では、H20年3月期以降精密機械事業が一番高く、H22年3月期にはプラント・環境事業が一時高くなったものの、H23年3月期には再び精密機械事業が高くなっている。



効率性は使用総資本回転率で見る。事業別ではこの5年間では大きな変化は見られない。



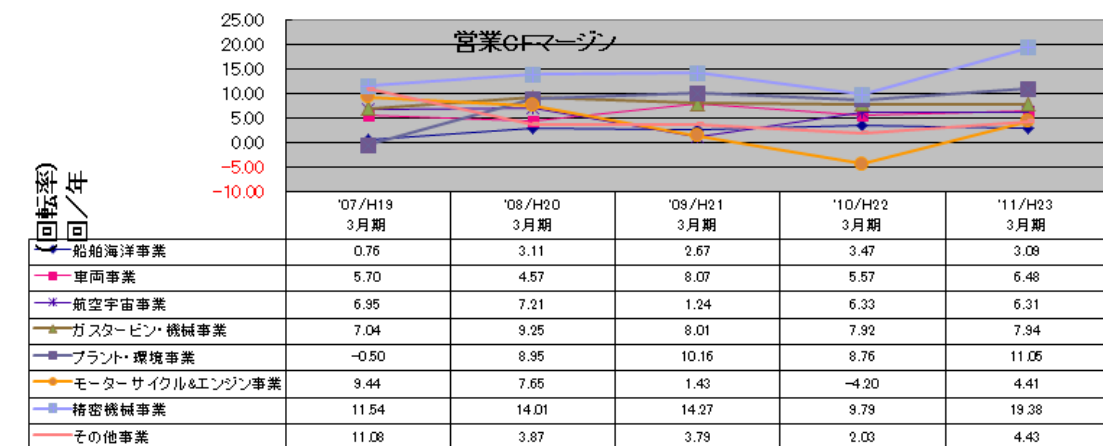
### 使用総資本回転率



地域別で見ると、その他事業の回転率が H21 年 3 月期まで一番高かったが、H22 年 3 月期欧州事業が上昇している。なお H23 年 3 月期は、地域別データが公表されていないため算出できない。

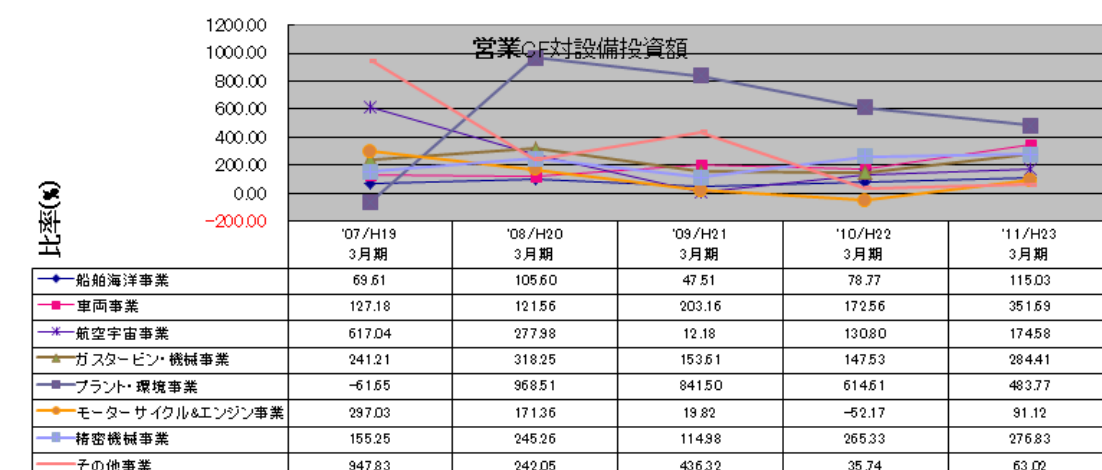
## 1.4 事業種類別 CF 分析

### (1) 営業キャッシュフローマージン



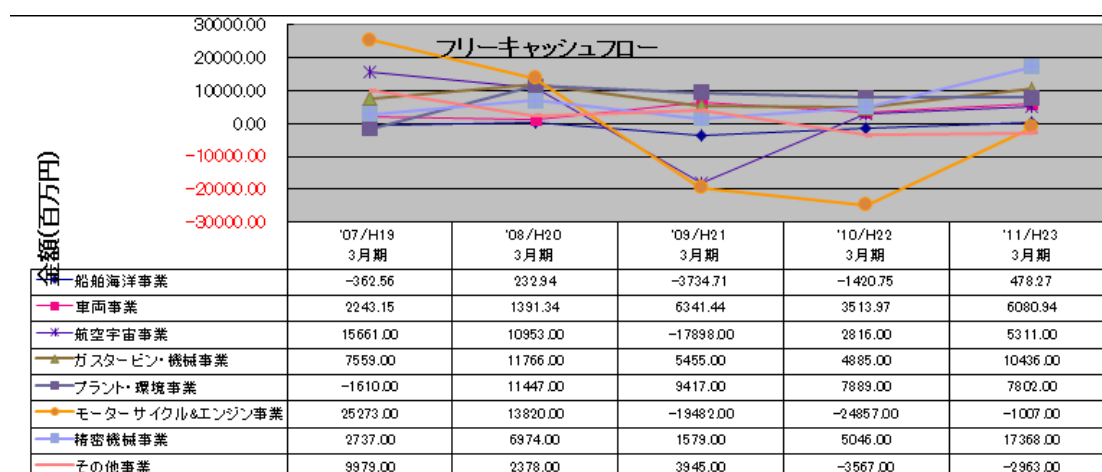
キャッシュフローマージンとは、売上高に対するキャッシュフローの割合を示した財務指標で、キャッシュフローマージンの数値が高ければ高いほど、現金の創出能力が高いことを示す。このキャッシュフローマージンは、売上高営業利益率が高くても、必ずしも、キャッシュフローマージンの数値が高くなるとは限らず、キャッシュフローマージンには、運転資金、減価償却費、設備投資の金額が大きく影響する。事業セグメント別では、精密機械事業が 5 年間すべてで一番高い数値を示している。H22 年 3 月期にはモーターサイクル&エンジン事業がマイナスになっていたが、H23 年 3 月期はすべての事業でプラスになっている。

## (2) 投資キャッシュフロー（資本支出）営業キャッシュフロー比率



これは、設備投資がどの程度営業キャッシュフローでまかなわれているかを見る指標。大雑把なキャッシュの流れとして、企業は、本業でキャッシュを稼ぎ、このうち一部を将来の事業のために投資する。その大きな投資先は、製造業では設備投資になる。そして、大型の設備投資などで資金が足りなくなった場合、増資や借り入れなどで資金をまかなう。設備投資によって順調に利益が出てキャッシュが入ってくると、これを借り入れの返済に充てたり、更なる設備投資に向けるということになる。したがってこの指標は、企業が営業キャッシュフローでまかなえる程度の設備投資を行っているのか、それともまかなえないほどの設備投資を行っているかがわかる。川崎重工は、H22年3月期ではモーターサイクル&エンジン事業においてマイナスであったが、H23年3月期にはすべての事業においてプラスになっており、特に問題はないといえる。

## (3) フリー・キャッシュフロー



フリー・キャッシュフローは、ガスタービン・機械事業やプラント・環境事業が高く、モーターサイクル&エンジン事業はH21年3月期より大きく低下している。航空宇宙事業もH21年3月期に大きくマイナスであったが、その後は回復基調にある。H23年3月期においては、ほぼすべてのセグメントで改善している。

## 1.5 企業価値分析

### 1.5.1 経済付加価値

| 経済付加価値 |                  | 2007/<br>H19 年<br>3 月期 | 2008/<br>H20 年<br>3 月期 | 2009/<br>H21 年<br>3 月期 | 2010/<br>H22 年<br>3 月期 | 2011/<br>H23 年<br>3 月期 |     |
|--------|------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----|
|        | 簿価有利子負債 (D)      | 284,216                | 258,928                | 338,787                | 395,487                | 397,773                | 百万円 |
|        | 時価株主資本 (E)       | 828,153                | 370,658                | 327,247                | 430,764                | 611,456                | 百万円 |
|        | 負債コスト (re)       | 2.31%                  | 2.94%                  | 2.23%                  | 1.47%                  | 1.18%                  | %   |
|        | リスクフリーレート        | 1.66%                  | 1.29%                  | 1.34%                  | 1.40%                  | 1.26%                  | %   |
|        | リスクプレミアム         | 4.00%                  | 4.00%                  | 4.00%                  | 4.00%                  | 4.00%                  | %   |
|        | 株主資本コスト (rd)     | 6.60700%               | 6.24%                  | 6.29%                  | 6.35%                  | 6.21%                  | %   |
|        | D/ (D+E)         | 0.256                  | 0.411                  | 0.509                  | 0.479                  | 0.394                  | %   |
|        | E/ (D+E)         | 0.744                  | 0.589                  | 0.491                  | 0.521                  | 0.606                  | %   |
|        | 加重平均資本コスト (WACC) | 5.27%                  | 4.39%                  | 3.77%                  | 3.73%                  | 4.04%                  | %   |
|        | 簿価投下資本           | 579,593                | 577,965                | 634,032                | 678,540                | 695,206                | 百万円 |
|        | 資本費用             | 30,548                 | 25,378                 | 23,882                 | 25,295                 | 28,066                 | 百万円 |
|        | 税引き後営業利益 (NOPAT) | 43,404                 | 48,739                 | 19,673                 | 1,367                  | 26,736                 | 百万円 |
|        | 経済付加価値 (EVA)     | 12,856                 | 23,361                 | -4,209                 | -23,927                | -1,331                 | 百万円 |
|        | 投下資本利益率 (ROIC)   | 7.5%                   | 8.4%                   | 3.1%                   | 0.2%                   | 3.8%                   |     |

| 指標             | 説明または計算式    |
|----------------|-------------|
| 経済付加価値 (EVA)   | NOPAT－資本コスト |
| 投下資本収益率 (ROIC) | NOPAT／投下資本  |

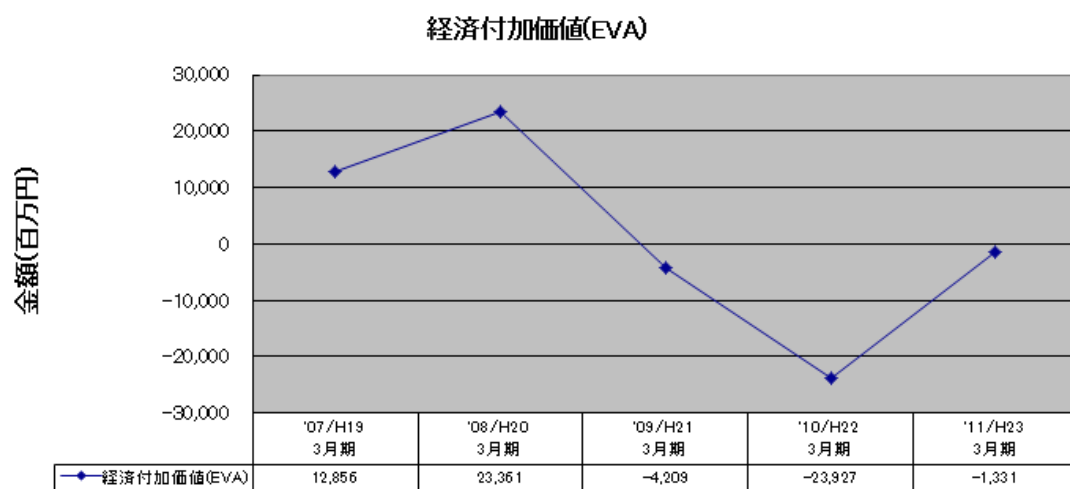
#### ■EVA 算出要素

|        |                                               |
|--------|-----------------------------------------------|
| NOPAT  | 営業利益× (1-実効税率)                                |
| 資本コスト  | WACC×投下資本                                     |
| WACC   | 負債コスト× (1-実効税率) × (1-株主資本比率) + 株主資本コスト×株主資本比率 |
| 負債コスト  | 支払利息／有利子負債                                    |
| 株主資本比率 | 資本合計／ (有利子負債＋資本合計) ※期首期末平均                    |

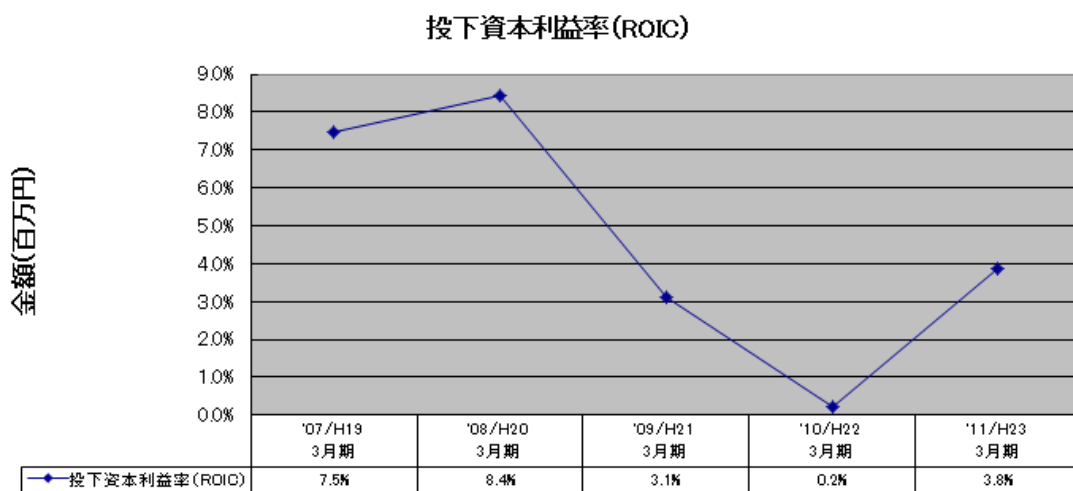
|         |                                                   |
|---------|---------------------------------------------------|
| 有利子負債   | 短期借入金＋長期借入金＋社債※期首期末平均                             |
| 株主資本コスト | 無リスク金利＋ $\beta$ ×リスクプレミアム                         |
| 投下資本    | 正味運転資本[流動資産－{流動負債－<br>(短期借入金＋1年以内長期借入金＋社債)}]＋固定資産 |

■計算式要素

|          |                              |
|----------|------------------------------|
| 株主資本（時価） | 株価×発行済株式数                    |
| $\beta$  | ブルームバーグ社ホームページ               |
| リスクプレミアム | 厚生労働省ホームページ                  |
| 無リスク金利   | 財務省ホームページの10年もの長期国債利回り       |
| 実効税率     | {(法人税等＋法人税等調整額)／税金等調整前当期純利益} |



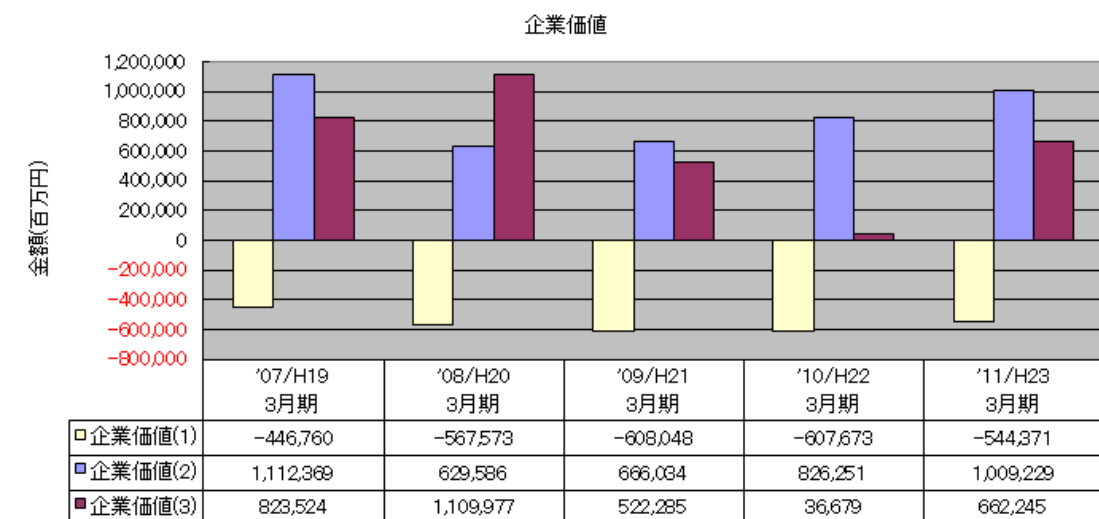
経済付加価値（EVA）の指標は、プラスの場合は株主の期待する以上の価値を創造したことを意味し、マイナスの場合は期待通りの利益が獲得されず、株主価値を破壊していることを意味する。川崎重工のEVAは、リーマンショック後に業績が悪化したH21年3月期以降、3期連続ではマイナスが続いている。



投下資本利益率（ROIC）は、“企業が事業活動のために投じた資本（IC）に対して、本業でどれだけの利益を出せたか”を測る指標で、こちらもH20年3月期までの数値と比較

すると、H21 年 3 月期以降は、低い数字が続いており投下資本に対する利益が低いといえる。

### 1.5.2 企業価値指標



#### (1) フリー・キャッシュフロー価値

この指標においては、H19 年 3 月期よりマイナスが続いている。

#### (2) 株式・負債時価評価価値

株式負債時価評価価値については、H20 年 3 月期、H21 年 3 月期の株安の影響を受けて低い数値になったが、H22 年 3 月期以降は上昇している。

#### (3) 市場付加価値 (MVA)

市場付加価値は将来の EVA 期待値の現在価値で、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。H20 年 3 月期以降減少傾向で、H22 年 3 月期にはもっとも少ない値であったが、H23 年 3 月期には回復基調にある。

### 1.5.3 総括

これまで見てきた指標からは主に、下記のことがいえる。

- ・流動比率が 110～140%程度で、安心の目安である 200%には届いていない。また当座比率は 5 年間 100%を下回っており、短期的な資金繰り、短期支払能力に課題があり、安全性は高いとはいえない。
- ・固定比率は 100%を超えており他人資本に依存しているといえる。ただし固定比率を補完する指標である固定長期適合比率は、望ましいとされる 80%以下になっている。そして自己資本比率は 20%強で、決して高い数字であるとはいえないことから、安全性の指標では、やはり課題が残る数字である。
- ・人件費が付加価値に対して占める割合を示す指標で、会社が生み出した付加価値のうち、どれだけ労働に分配されているかを意味する労働分配率は、H22 年 3 月期は高い数値になっていたが、H23 年 3 月期には再び低下している。
- ・総資産の効率性を評価する総合的指標である使用総資本回転率は、少しずつ低下傾向にはある。

- ・運転資本回転日数は H22 年 3 月期に大幅に長期化しており、H23 年 3 月期には改善しているが、まだ長期化したままである
- ・株価純資産比率（PBR）は 07 年 3 月期以降のすべての期で、1 を大幅に下回っており、株価は割安性が極めて高いといえる。
- ・株価収益率（PER）は全般に見て低い数字であり、利益に対して株価が大幅に割安であるといえる。
- ・財務キャッシュフローは、プラスになった H21 年 3 月期は大幅なプラスであったが、その後減少し、H23 年 3 月期には再びマイナスに転じている。
- ・営業キャッシュフロー投資比率は、ここ 5 年間は継続的な設備投資が続いているため、H21 年 3 月期を除き、マイナスが続いている。
- ・リーマンショックの影響を受けたモーターサイクル&エンジン事業の収益率悪化が著しく、H21 年 3 月期より大幅に落ち込み、H23 年 3 月期においてもまだマイナスの状況が続いている。
- ・リーマンショックの影響を大きく受けた北米事業が、H20 年 3 月期以降マイナス幅拡大を続けており、また H22 年 3 月期には日本事業においてもマイナスに転じている。
- ・フリー・キャッシュフローは、モーターサイクル&エンジン事業が H21 年 3 月期より大きく低下している。
- ・川崎重工の EVA は、リーマンショック後に業績が悪化した H21 年 3 月期以降、3 期連続ではマイナスが続いている。
- ・投下資本利益率（ROIC）は、H21 年 3 月期以降は、低い数字が続いており投下資本に対する利益が低いといえる。
- ・フリー・キャッシュフロー価値においては、H19 年 3 月期よりマイナスが続いている。

上記の課題をまとめると、以下のとおりである。川崎重工は装置産業であるため、積極的な設備投資が求められる。また製品の受注から納期までの期間が長いこと、その設備投資の回収期間が長期になり、投資回収までの期間の資金繰りが常に課題になる。そのため短期的資金繰りが厳しく、他人資本への依存度が高くなっている。また納期までの期間が長いことは、使用総資本回転率、運転資本回転日数が低下傾向になりやすい。輸出中心の産業であることから、為替にも影響を受けやすく、また労働集約型産業へのアナリストの評価が高くないことから、株価の割安性が高い傾向が続いている。リーマンショックの影響を受けたモーターサイクル&エンジン事業の収益率悪化が続いている。EVA とフリー・キャッシュフロー価値が 3 期連続でマイナスであり、ROIC も低下傾向にある。

## 2 企業環境分析

### 2.1 業界規模

- |                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| ● 業界規模：7 兆 2,653 億円 | ● 労働者数：66,609 人 |
| ● 売上高純利益率：+1.0%     | ● 平均年齢：41.6 歳   |
| ● 前年比成長率：-9.7%      | ● 平均勤続年数：17.1 年 |
| ● 総資産額：9 兆 1,430 億円 | ● 平均年収：626 万円   |

平成 21 年の造船重機業界（主要対象企業 10 社の売上高計）の業界規模は 7 兆 2,653 億円。造船重機業界の過去の推移を見ると、平成 15 年以降上昇を続けており、平成 19 年までの造船重機業界は増加傾向、平成 20 年以降は減少に転じている。平成 19 年までの造船業界は世界的にも拡大傾向にあった。18 年の世界の造船受注量は 9,960 万総トンで過去最高額を記録している。中国など新興国の経済成長、世界各地の資源開発の活発化など経済のグローバル化によって、造船重機業界は活況を呈してきた。しかしながら、20 年秋の世界同時不況以降、需要は減少。各社とも前年までの業績の伸びは見られず、市場規模も縮小に転じている。造船重機会社の売上高ランキングを見ますとランキング上位 3 社が強いことが分かる。シェアを見ても上位 3 社で市場の 75% 近いのシェアを誇る。

## 2.2 企業環境分析

### 2.2.1 PEST 分析

川崎重工グループを取り巻く政治的（P=Political）、経済的（E=Economic）、社会的（S=Social）、技術的（T=Technological）の側面から分析する。

#### (1) Political（政治的環境要因）

- 政府の景気浮揚策・・・○
- 各種規制見直し・規制緩和・・・○
- TPP（環太平洋戦略的経済連携協定 Trans Pacific Partnership）参加・・・△
- 政府の予算縮小・・・×
- 公共工事発注の大幅な減少・・・×

#### (2) Economic（経済的環境要因）

- 景気低迷による節約志向・・・△
- 円高の進行・・・×
- 原材料価格の変動・高騰・・・×

#### (3) Social（社会的環境要因）

- 東日本大震災によるエネルギー供給の見直し・・・○
- 石油資源の限界・・・○
- 地球環境の維持・改善・・・○
- 情報のグローバル共有化・・・○
- 日本の人口減少・・・×
- 厳しい雇用情勢・・・×

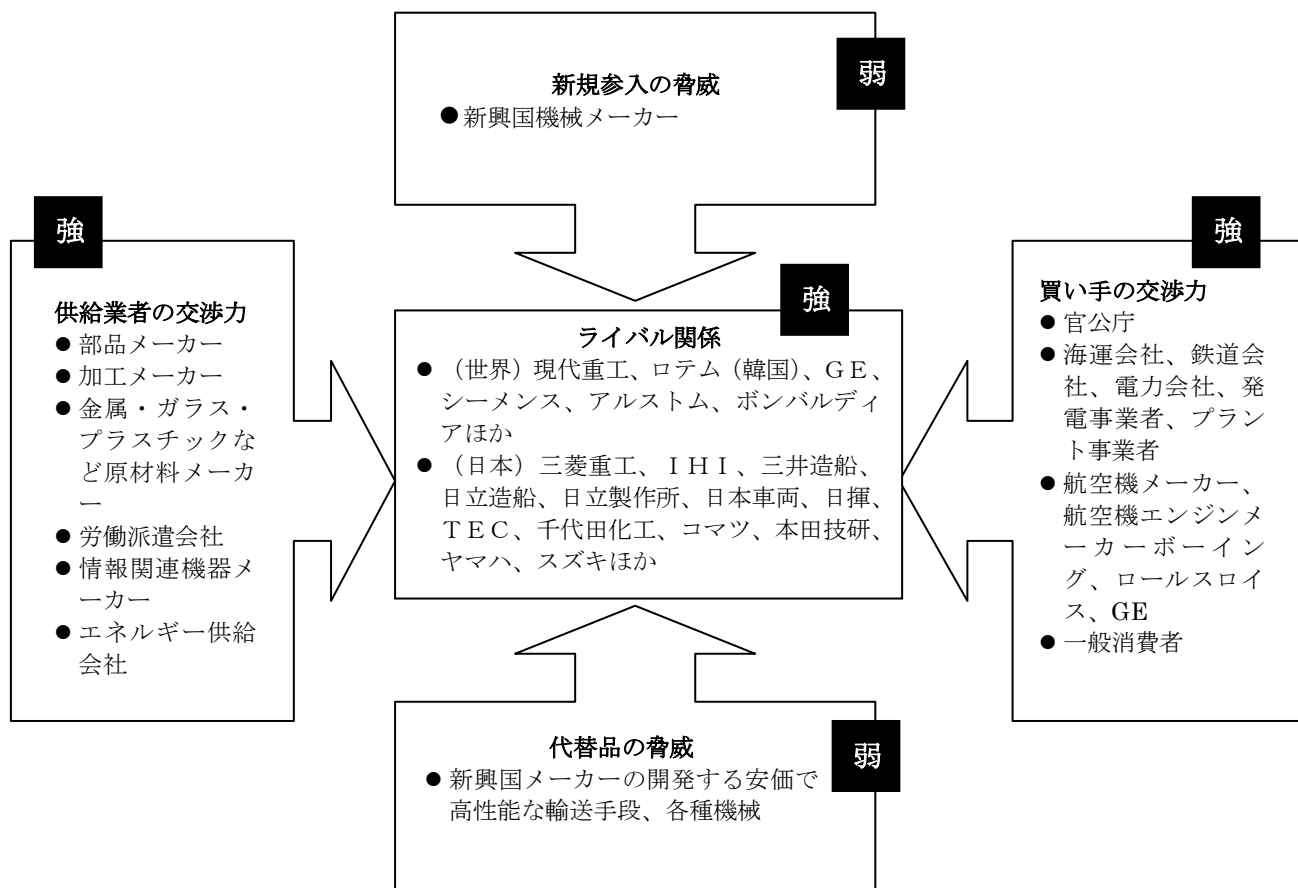
#### (4) Technical（技術的環境要因）

- 地球環境問題による高効率・省エネ技術開発・・・○
- 新製品・新技術の開発競争・・・△
- 新興国メーカーの技術力向上・・・×

インフラ整備関連の製品が多い事業の特性から、顧客の官公庁比率も高く、公共事業を請け負うことが多いことため、政府の政策に影響を受けやすい。特に防衛省関連事業は、防衛予算により大きく影響される。また輸出比率が 50% を超える事業であるため、為替のリ

スクヘッジを行っているとはいうものの、為替変動に影響を受けやすく、また原材料費の高騰等もマイナス要因となる。一方で社会的影響では、人口減少による国内市場の縮小化、労働力現象は懸念材料ではあるものの、東日本大震災によるエネルギー供給の見直しの動きや、地球環境問題への取り組みにおいては高効率や省エネに関する技術開発を伴うものも多く、プラス要因と考えられる。また新興国の台頭による技術力の向上、競争力の激化については懸念材料と考える。

### 2.2.2 ファイブ・フォース分析



大型設備などの設備投資や、研究開発費を必要とする事業であるため、新規参入の脅威は少ないと考える。また事業を長く継続してきており、市場が成熟して確立していることから、代替品の脅威もすぐには現れないが、新興国の成長にともない代替品が出現する可能性もある。供給業者の交渉力の面では、材料を購入し加工して仕上げる製品のため、多岐にわたる多くの購入品を購入することと、労働集約型産業で人手が多くかかることから、供給業者の交渉力は強い。買い手の交渉力としては、製品が一般消費者向け製品以外では受注生産品がほとんどであり、競争の激しい市場が多いため、買い手の交渉力は強い。



### 2.2.3 SWOT 分析

|      |                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                    |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 内部環境 | <b>強み (Strengths)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 幅広い製品・技術の保有</li> <li>● 先進的企業風土</li> <li>● 製造拠点が比較的関西に多く、集約されている</li> </ul>   | <b>弱み (Weaknesses)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● グローバルな事業展開への対応</li> <li>● 歴史の長い工場が多いため、狭い土地での非効率なレイアウト</li> <li>● 設備の老朽化</li> </ul>                |
| 外部環境 | <b>機会 (Opportunities)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 新興国経済の成長</li> <li>● 中国・北朝鮮など周辺諸国との関係から期待される防衛力の必要性</li> <li>●</li> </ul> | <b>脅威 (Threats)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 韓国・中国など新興国メーカーの攻勢</li> <li>● 急激な円高・為替の不安定</li> <li>● 少子高齢化・人口減少</li> <li>● 若者の理系離れ、メーカー志望減</li> </ul> |

長年継続して多角化してきている事業では、幅広い技術を保有し、関西に比較的集約されているため効率的な面はあるものの、古い工場のため手狭になっている工場も多く、グローバルな事業展開への対応や工場レイアウトが非効率、設備が老朽化している点が弱みである。一方、外部環境で見ると、新興国の経済成長が著しく、事業機会の増加は期待できるものの、反対に新興国メーカー自身の成長もあり、攻勢を受ける脅威も存在する。また周辺諸国との関係もぎくしゃくしており、防衛関連装備の必要性増加も機会として考えられる。為替などの経済情勢、少子高齢化などの社会情勢は脅威として捉えられる。

## 3 企業戦略分析

### 3.1 企業価値創造

#### 3.1.1 従業員価値

##### (1) 人財の育成

川崎重工は「誠実・活力・高度な組織力と労使の相互信頼を企業文化とし、グローバルに“人財”を育成・活用する（グループ経営原則③）」という考えを基本に、従業員がいきいきと働き続けられる風土と環境づくりを目指して、さまざまな制度を導入するとともに、その内容の充実を図っている。

##### (2) 教育・研修体系

当社では「人材」を、財産（宝）という意味を込めて「人財」と表現し、ミッションステートメントに基づいて設定した 6 つの人財像【①グローバルに活躍できる人財、②社会や顧客の課題を解決できる人財、③変革・革新を担うことのできる人財、④技術を高度化で

きる人財、⑤総合力を発揮できる人財、⑥常に収益の視点を持つ人財】の実現を目指して、すべての従業員のあらゆる階層において、一貫した育成・強化を図っている。

### **(3) 多様性（ダイバーシティ）推進**

これまで、高齢者や女性、障害者など、すべての従業員の活躍を推進する取り組みを継続的に行ってきたが、より一層進む多様化に対応するための組織として「ダイバーシティ推進課」を2010年4月に新設した。また、『Kawasaki 事業ビジョン 2020』の中で「ダイバーシティやワークライフバランスの観点を重視し、従業員が会社や同僚に対する信頼と自己の業務に対する誇りをもち、能力を高め最大限に発揮できる企業風土」を目標として掲げ、「全従業員のワークライフバランス実現に向けての多様な働き方への対応」「女性活躍推進」「障害者雇用促進」「次世代育成・介護支援」「高齢者に配慮した職場づくり」を軸に、施策を推進していくことにしている。

### **(4) 人権の尊重・差別に関する方針**

当社では、企業倫理規則において「人格・人権の尊重と差別の禁止」を基本理念として掲げ、「快適な職場環境を作り、これを維持するため、すべての人々の人格と人権を尊重し、いわれなき差別、セクシュアル・ハラスメント、部下のいじめ等の行為を行わない。」ことをうたっている。

### **(5) 労働安全と健康に関する基本的な考え方**

従業員の安全と健康を守るとは、企業の重要な使命である。当社は、安全と健康を最優先する職場風土の構築と、心身ともに健康で働くことのできる安全で快適な職場環境の実現に取り組んでいる。

#### **〔労働災害防止への取り組み〕**

- 労働安全衛生マネジメントシステムの確実な実施と展開
- KSKY 運動の継続実施（KSKY:K：基本ルール、S：指差呼称、KY：危険予知）
- 危険体感教育の充実

#### **〔健康指導とメンタルヘルスケアへの取り組み〕**

- 各種健康教室の開催
- ストレスチェックの実施
- 疲労蓄積度自己診断チェックの実施

## **3.1.2 顧客価値**

### **(1) CO<sub>2</sub>削減に寄与する製品**

地球温暖化問題への対応が急がれる中、CO<sub>2</sub>削減に寄与する製品への要求が高まっている。川崎重工業グループは、ガスタービンやガスエンジンを原動機としたコージェネレーションシステムなどの様々な高効率エネルギー利用製品を世界各地に提供している。また、木質バイオマス発電やバイオエタノール製造技術などの再生可能エネルギー利用技術にも積極的に取り組んでいる。

## (2) グローバル最高品質を目指して

高機能・高品質な製品を世界中のお客様にお届けするため、当社ではさまざまな取り組みを行っている。

## (3) 製品安全への取り組み

各事業部門における製品安全の内部規程が機械安全の国際規格に準拠するよう見直しを進めている。この活動は、設計工程における、リスクアセスメントとリスクの大きさに応じた適切なリスクの低減対策が確実に実施されるようになることを目指している。この活動と平行して機械安全の説明会やリスクアセスメント研修を実施し、機械安全の浸透とその徹底を図っている。

## (4) お客様満足度向上への取り組み

当社グループは、船舶、鉄道車両、航空機等の輸送機械、また、ガスタービン、エンジン、ロボット、産業用プラント等の産業機械、さらには、モーターサイクル等のレジャー製品など幅広い分野の製品を国内外の幅広いお客様に提供している。お客様からの要求をすばやく製品に反映していくことは極めて重要な要素である。7つのカンパニーが独自の体制を構築しており、カンパニー内で情報を共有し、設計やアフターサービスへの反映を行っている。

### 3.1.3 社会的価値

#### (1) CSR への取り組み

##### 〔CSR への取り組み基本方針〕

「世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する」というグループミッションを実現するために努力し続けていくことが、川崎重工グループの社会的責任の根本と考えている。世界は今、社会・環境の領域で急激に変化している。川崎重工グループに求められる「貢献」の姿も同時に変化している。我々は、これまで蓄積してきた総合技術力を活かし、今後更に「変化から生まれる課題」に対応する 事業・製品・サービスを開発していく。

そのために、CSR 活動を通じて世界の変化を把握し、社会からの要請に的確に応えるために、社会に役立つイノベーションに向かって舵取りを行う。

##### 〔川崎重工業のガバナンス体制〕

| 個別領域       | 目指す姿     |                                       |
|------------|----------|---------------------------------------|
|            | (CSR 全般) | グループミッション（社会に対する当社の使命）をより高いレベルで実現します  |
| テーマ1<br>事業 | 製品開発     | グループの総合力を活かして、高度な技術力で高機能・高品質の製品を開発します |
|            | 製品責任     | お客様の視点に立った、「信頼」「安心」の製品・サービスを提供します     |
|            | お客様満足    | お客様のニーズを満たし、感動を伴う製品・サービスを提供します        |

|                |              |                                                |
|----------------|--------------|------------------------------------------------|
| テーマ2<br>マネジメント | コーポレート・ガバナンス | 経営の透明性と健全性を追求し、事業部門の自立的な運営とともにグループ総合力の発揮を実現します |
|                | コンプライアンス     | 風通しが良く自浄作用の働く組織を築き、信頼される企業風土を確立します             |
|                | リスク管理        | 事業目標の達成を阻害する重要なリスクを把握し、最適な対応が取れる体制を構築します       |
|                | 情報セキュリティ     | 確実な情報セキュリティ対策を行い、情報の安心と安全を維持します                |
|                | 情報開示・IR 活動   | 適時的確に企業情報を発信し、開示内容もさらに一層充実させます                 |
|                | お取引先         | お取引先と共生し、公正なパートナーシップを継続するとともに、CSR 活動の協働を推進します  |
| テーマ3<br>従業員    | 人財開発         | 一貫した従業員の育成・強化を行い、人的価値を最大限に高めます                 |
|                | 人権           | 従業員の多様性を尊重し、さまざまな価値観と能力を受け入れ、活かす職場を目指します       |
|                | 労働           | 働きがいのある職場づくりに努め、公平・公正な処遇を行います                  |
|                | 安全・衛生        | 心身ともに健康に働くことができる、安全で快適な職場環境を築きます               |
| テーマ4<br>環境     | 地球環境         | 低炭素社会・循環型社会・自然共生社会の実現を目指します                    |
| テーマ5<br>社会貢献   | 地域社会・日本社会    | 地域社会と共生・連携し、未来の夢のテクノロジーを担う次世代の育成を支援します         |
|                | 国際社会         | 世界の国々の文化を尊重し、技術や人財の育成を通じて豊かさの実現に寄与します          |

CSR の大方針や重要事項を審議・決定するために全社 CSR 委員会がある。その下に、事業ごと、機能ごとの個別活動を推進するための組織としてカンパニーCSR 委員会および本社 CSR 委員会を設けています。また、全社的に共通する領域には全社横断委員会や会議体を設けている。川崎重工グループの CSR の考え方は、本社 CSR 企画ワーキンググループが起草し、2010 年 3 月の全社 CSR 委員会に上程して、審議と修正を経て、この内容で決定されたものである。

## (2) 環境への取り組み

川崎重工グループは、環境憲章の環境基本理念に基づき、「低炭素社会の実現」「循環型社会の実現」「自然共生社会の実現」という 3 つの社会の実現と、これらを実現するための土台となる「環境マネジメントシステムの確立」の 4 項目を基本指針とし、持続可能な社会への貢献を目指している。

### 〔環境理念〕

川崎重工グループは「ものづくり」を通じて社会の発展に寄与することを基本に据え、「陸・海・空にわたる基礎産業企業」としてグローバルに事業を展開する中で、地球環境問題の解決を図るため、「低炭素社会の実現」、「循環型社会の実現」および「自然共生社会の実現」を目指し、環境に調和した事業活動と地球環境に配慮した自社製品・サービスを通じて、社会の「持続可能な発展」に貢献します。

### 〔行動指針〕

- ① 地球環境問題は、人類共通の重要課題と自覚し、環境との調和を経営の最重要課題の一つとして、自主的・積極的にグローバルに取り組む。
- ② 生産活動において、省資源・省エネルギー・リサイクル・廃棄物の削減に取り組み、環境への負荷の低減を推進する。
- ③ 製品企画、研究開発、設計段階において、資材の購入、製造、流通、使用、廃棄の各段階での環境負荷をできる限り低減するよう配慮する。
- ④ 事業活動による生態系への影響の最小化を図るとともに、生態系の保全に積極的に取り組む。
- ⑤ 地球環境問題解決のために環境保全、省エネルギー、省資源に有効な新技術・新製品を開発し、社会に提供する。
- ⑥ 環境関連の法律、規則、協定および関連業界の自主行動計画等を遵守するにとどまらず、必要に応じて自主管理基準を設定し、一層の環境管理レベルの向上に努める。
- ⑦ 環境教育・広報活動を通じ、全従業員の地球環境問題への意識の高揚を図り、一人ひとりがライフサイクルの見直しや社会貢献活動への参加を促進する。
- ⑧ 環境保全活動に関する環境マネジメントシステムを構築し、定期的に環境保全に関する会議を開催し、見直しを行い、環境保全活動の継続的改善を図る。

### 〔環境経営の推進〕

#### 「環境ビジョン 2020」の制定

当社は、グループミッション「世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する“Global Kawasaki”」のもとで環境ビジョンの2020年のあるべき姿を目指して、「環境ビジョン 2020」を2010年度に制定した。そのビジョンの実現を目指し、3ヵ年ごとに定める「環境経営活動基本計画」は、環境ビジョン2020の制定に合わせて2010年度からの3ヵ年を第7次環境経営活動基本計画期間として目標を設定し年度ごとの重点施策を決めて活動している。環境憲章の環境基本理念に基づき、環境ビジョン2020では「低炭素社会の実現」「循環型社会の実現」「自然共生社会の実現」という3つの社会の実現と、これらを実現するための土台となる「環境マネジメントシステムの確立」の4項目を基本指針とし、事業経営と環境経営活動の一体化を図りながら持続可能な社会への貢献を目指している。

### 〔環境ビジョン 2020〕

①エネルギーを無駄なく利用する製品とものづくりで、グローバルに地球温暖化防止に貢献

- 2020年の温室効果ガスの排出量を、国の目標に合わせて削減している。
- エネルギーを有効に利用する製品・サービスを顧客に提供し、地球規模で温室効果ガスの排出を削減している。
- 生産過程や物流過程における省エネルギーを推進し、温室効果ガスの排出削減を行っている。

②資源を無駄なく利用するものづくりで、有限な資源を大切に活かし切り、循環させる

- 資源を有効に利用する設計を推進し、製品の軽量化や耐久性・リサイクル性などの向上を推進している。
- 生産活動での3R（廃棄物の発生抑制、再使用、再資源化）を推進し、全工場のゼロエミッションを達成している。
- 全てのPCB廃棄物とPCB含有機器の適正処理を完了している。

③地球環境に調和したものづくりで、環境負荷を下げ、生態系の保全に貢献

- 大気汚染や水質汚濁を防止する製品・サービスを顧客に提供し、環境の改善や生態系の保全を推進している。
- 製品への化学物質の使用を削減するとともに、生産活動での化学物質の使用を削減している。
- 地域の森林保全活動など、生態系の環境を保全する活動に協力している。

### 〔環境ビジョン 2020 を実現する環境経営の基盤づくり〕

- 国内外の全ての連結子会社が環境マネジメントシステム（EMS）を構築し、グループ全体で環境経営を推進している。
- 環境法令を遵守し、定期的な遵守状況のフォローを行っている。
- 社内外へ環境情報を発信し、双方向の対話を持ちながら環境保全活動をしている。

## 3.2 企業理念とビジョン

### 3.2.1 ミッションステートメント

#### 経営理念

「世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する“Global Kawasaki”」

川崎重工グループは、広汎な領域における高度な総合技術力によって、地球環境との調和を図りながら、豊かで美しい未来社会の形成に向けて、新たな価値を創造します。

### 3.2.2 カワサキバリュー

#### カワサキバリュー

##### <価値創造>

グローバル規模での社会・顧客の価値創造をカワサキバリューとする

##### <独自性>

独自性・革新性・先進性をカワサキバリューとする

## ＜最高品質＞

世界最高レベルの機能・品質をカワサキバリューとする

### 〔グループ経営原則〕

1. 高度な総合技術力に基づく、高機能・高品質で安全な製品・サービスの提供を使命とし、社会と顧客から信頼される。
2. 事業展開のすべての局面において企業の社会的責任を認識し、地球・社会・地域・人々と共生する。
3. 誠実・活力・高度な組織力と労使の相互信頼を企業文化とし、グローバルに“人財”を育成・活用する。
4. “選択と集中”、“質主量従”、“リスクマネジメント”を指針とし、収益力と企業価値の持続的向上を図る。

### 〔グループ行動指針〕

1. 長期的・多面的・グローバルな視点に立って思考し、行動する。
2. 革新を旨とし、高い目標を持って困難な課題に挑戦する。
3. 夢と情熱を持ち、目標の実現に向け、最善を尽くす。
4. 高い倫理観と優れた人格を持ち、社会と人々から信頼される企業人となる。
5. 自己練磨を怠らず、自ら考え行動する「自主独立のプロフェッショナル」となる。
6. 誇りと喜びを共有する、「チーム・カワサキ」の良きメンバーとなる。

### 3.2.3 事業ビジョン 2020

『Kawasaki 事業ビジョン 2020』は、2020 年における当社グループのビジョンとそこに至る道筋・戦略として策定したものである。「世界の人々の豊かな生活と地球環境の未来に貢献する“Global Kawasaki”」という当社グループミッションを実現するため、当社の目指すべき姿や各事業領域の方向性を明確にしている。また経営資源投入計画を長期的視野で考えるため、2020 年度における当社グループとしての数量ビジョンについても明らかにしている。

#### (1) 目指すべき姿（ビジョン）

- ① 輸送システム、エネルギー環境、産業機器を主な事業分野とし、顧客・世界に貢献する企業
- ② 事業環境の変化に機敏に適応し、成長投資が継続可能な収益基盤を確立した企業
- ③ 国内におけるものづくりを重視する一方、グローバルに活躍する企業
- ④ 環境に配慮した事業運営を進化させ続ける企業
- ⑤ CSR を重視し、事業を展開する世界各地の社会から信頼される企業
- ⑥ 安全で働きやすい職場環境の中で従業員が生き活きと働く企業

#### (2) 基本戦略

##### ①事業基盤の強化

- 各事業をそれぞれ「育成事業」、「収益基盤事業」、「要検討事業」に位置づけ、「育成事業」、「収益基盤事業」に経営資源を重点的に投入し、「要検討事業」は市場動向を見極めた上で、事業の構造改革や縮小・撤退を進める。
- 収益基盤となる既存事業は競争力の維持・向上を進め、安定的な利益とキャッシュを創出する。さらに新製品・新市場への展開に積極的に取り組み、将来の収益基盤を形成する。

## ②開発技術力とものづくり力の強化

- 2030 年頃までの社会の姿を見通し、中長期的にニーズが高まる分野を把握した上で、グループ全体の知的資産を活用し、競争力のある新製品・新事業を育成・強化する。
- 国内工場を高い技術力を集積した開発・生産拠点と位置づけ、開発技術力・ものづくり力の強化を図る

## ③海外市場へのグローバル事業展開

- 新興国を中心に拡大が見込まれる海外市場において、既存製品・技術による地域別参入戦略を策定するとともに、地域のニーズに即した製品開発を行い、市場開拓を進める。

## ④CSR・環境対応

- 省エネルギー・低環境負荷技術を極めた製品により、豊かな生活と地球環境の改善を両立させる。
- 「環境ビジョン 2020」を策定し、環境に配慮した事業運営を行うほか、事業活動全般において企業の社会的責任を意識し、CSR 活動を着実に実施する。

## ⑤人事諸施策の推進

- 人事制度や教育制度等の整備・改善を進め、従業員が能力の向上に努め、かつ最大限に能力を発揮できる企業風土を構築する。
- ワークライフバランス（仕事と生活の調和）やダイバーシティ（多様性尊重）に配慮した、安全で働きやすい職場環境の整備を進める。

## (3) 2020 年度の連結数量ビジョン

2009 年度との対比（2009 年度売上高：1.18 兆円）

- 売上高：8,200 億円増（うち新製品・新事業 6,000 億円）
- 海外売上比率：1.3 倍（50%→65%）
- 地域別売上高：日本：1.3 倍、先進国：2 倍、新興国（アジア）：3 倍、新興国（その他）：2 倍
- 経常利益 1,000 億円以上（経常利益率：5.0%以上）

## (4) 経営資源計画（ビジョン）

### ①設備投資

- 600 億円／年を基本とする。

既存設備の計画的更新、海外売上高の拡大に対応した海外設備投資を着実に実施。

### ②研究開発投資

- 600 億円／年を基本とする。



2020 年に向けた新製品・新事業開発のため 2006～2009 年度（平均 370 億円／年）に比べ拡大。

### ③在籍人員

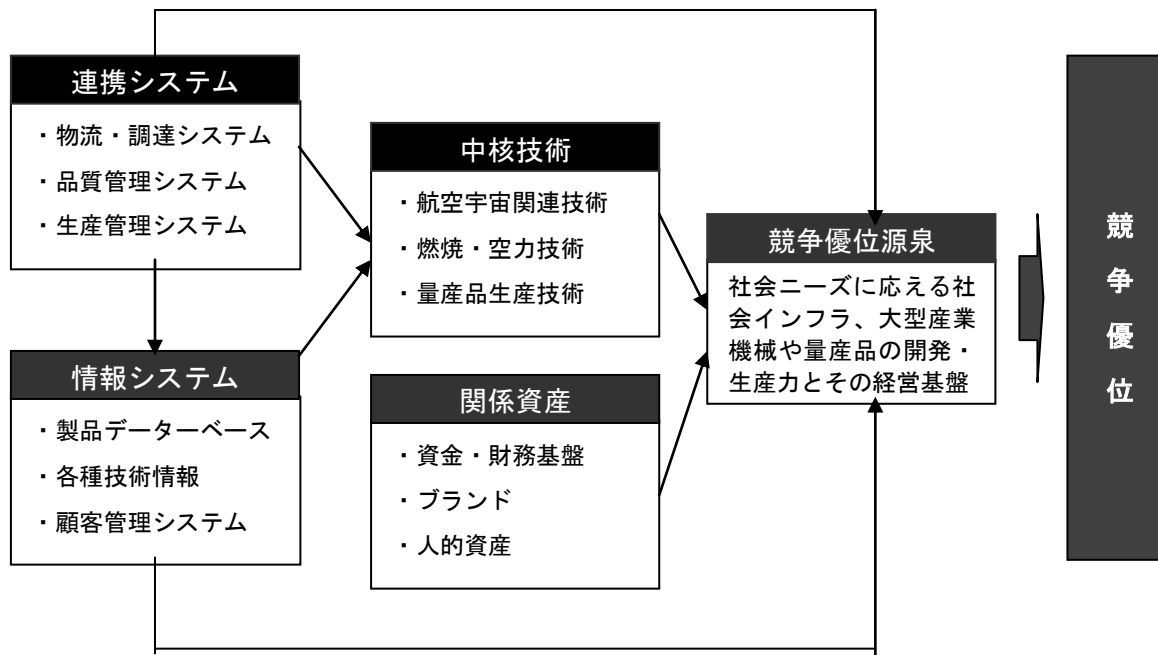
- 35,000 人レベル（2020 年度末）を基本とする。（2009 年度末比 2,700 人増）生産性の向上を進め、売上の増加に比べ抑制した水準で、ビジョン達成を目指す。

## (5) 各事業の目指すべき姿（ビジョン）

|                       |                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 船舶                    | 世界経済のインフラストラクチャーとしての海上輸送の一翼を担い、省エネルギー・低環境負荷等地球規模の重要課題解決に貢献する世界有数の造船グループ                                                                                                                                                    |
| 車両                    | 世界最高水準の技術と品質を強みに、高速鉄道から LRT まで幅広く取り組む鉄道車両システムメーカー                                                                                                                                                                          |
| 航空宇宙                  | 日本の航空宇宙業界におけるリーディングカンパニーであり、「品質・コスト・納期」において確固とした国際競争力を有する航空機メーカー                                                                                                                                                           |
| ガ ス タ ー ビ<br>ン・機械     | 輸送システム分野・エネルギー環境分野でグローバルに事業を展開する機器・システムメーカー                                                                                                                                                                                |
| モーターサイ<br>クル&エンジ<br>ン | 高度な環境技術を背景に「カワサキブランド」のさらなる浸透で躍進する、二輪車を中心とする世界トップレベルのパーソナルビークルおよびエンジンメーカー                                                                                                                                                   |
| プラント・環境               | 省エネルギー・省資源、資源リサイクルを中心に地球環境保全、CO2 削減に貢献できる製品・技術を提供する特色あるプラントメーカー                                                                                                                                                            |
| 精密機械                  | <p>（油圧機器部門）</p> <p>フルードパワー技術を核とした駆動・制御装置、エンジニアリング、サービスを世界の顧客に提供する、世界のモーションコントロール分野における「TOP BRAND」メーカー</p> <p>（ロボット部門）</p> <p>自動車、半導体、ソーラーパネルの製造分野で、品質とトータルソリューションの提供力において業界トップの地位を確立するとともに、自動化ニーズのある新分野の開拓を進めるロボットメーカー</p> |

### 3.3 戦略資産

現状における川崎重工の戦略資産を図示すると次のとおりである。



### 3.4 企業成長戦略

#### 3.4.1 中期経営計画

『中期経営計画（2010～2012 年度）』は、収益基盤の再構築により成長軌道に復帰するための施策と、将来の成長に向けた基盤整備に関する施策を定めたものである。また、本中計は『Kawasaki 事業ビジョン 2020』における最初の 3 年間の具体的な実行計画として位置づけており、従来 5 年であった計画期間を 3 年としている。計画期間の短縮により 2012 年度までの成長軌道復帰時期を明確にするとともに、経営環境の変化に迅速かつ機動的な対応を可能とすることを目指している。

#### (1) 基本目標

##### 1. 成長軌道への復帰

- 2020 年ビジョン達成に向けて、中計期間中に収益基盤の再構築を果たし、成長軌道への復帰を実現する。

##### 2. グループ全体の収益力強化

- 開発、設計から調達、製造に至るものづくり全体において、抜本的なコストダウン、生産性向上を進めるとともに、需要不足に直面している、もしくは需要不足が見込まれる事業について、大胆な事業構造の改革を進め、グループ全体の収益力を強化する。

##### 3. 将来の成長に向けた基盤整備

- 2020 年ビジョンの実現に向けた新製品・新事業育成を着実に実施するとともに、新興国を中心とした海外展開を行う。

#### 4. グループ総合力の強化

- 川崎重工業（株）、（株）川崎造船、（株）カワサキプレジジョンマシナリ、カワサキプラントシステムズ（株）のグループ 4 社再統合による事業体制の組み換えを行い、船舶、車両、航空宇宙、ガスタービン・機械、プラント・環境、モーターサイクル&エンジン、精密機械の 7 カンパニー制とする。これにより既存製品の高度化と新分野での製品開発を加速させる。特にプラント・環境カンパニー設立の効果を最大限に引き出す。
- グループ内における技術、営業及び人材等にかかわる知的資産の共有・活用を進め、グループ総合力を強化する。

#### 5. 従業員の働きやすい職場環境の実現

- 環境経営や CSR 活動の進化に向けてワークライフバランス、ダイバーシティを重視した人事制度や教育制度等の整備を進める。

### （2）数量目標

本中計期間中に、収益基盤の再構築を完了し、成長軌道への復帰を果たすことにより、2020 年ビジョンにおける数量ビジョンを現実のものとする。

前提為替レート：90 円／\$

ROIC（投下資本利益率）＝（税引前利益＋支払利息）÷投下資本

D／E レシオ＝有利子負債残高÷自己資本

### 【株主利益還元】

- 業績に見合った配当を安定的に継続するとともに、中長期的な連結配当性向の基準を 30%に置く。

### （3）経営資源計画

#### 1. 設備投資

- 580 億円／年を基本とする。  
新規プロジェクト関連投資や老朽化設備の更新等を着実に実施。

#### 2. 研究開発投資

- 420 億円／年を基本とする。  
新製品・新事業育成に向けた研究開発遂行のため、過去 3 年間の平均（380 億円／年）に比べ増額。

#### 3. 在籍人員

- 33,000 人（2012 年度末）  
採用規模は事業規模による変動を最小限に抑え、安定した採用を実施。

### （4）成長軌道への復帰に向けた重点戦略

1. 量産型事業は固定費の削減など、損益分岐点の引下げを進め、事業環境変化への対応力を強化するとともに、在庫水準の適正化を進める。特にモーターサイクル事業の早期黒字化を最重点課題とする。

2. 受注型事業は採算性を重視し、リスクマネジメントを徹底した事業運営によりコスト競争力を向上させ、目標利益を確保する。
3. キャッシュフローの改善と有利子負債の圧縮により財務体質を改善させる。

## **(5) 重要施策**

### **1. 将来の収益基盤となる事業の強化・育成**

- 2030 年頃までを見通した新製品・新事業（将来事業）の育成・強化を、事業部門・本社が連携して継続的に推進する。
- 開発技術を速やかに事業化するためのリエゾン（技術の橋渡し）とインキュベーション（事業化支援）機能を強化する。

### **2. グローバルな事業展開のさらなる推進**

- 欧米諸国に加えて、中国、インド、ブラジル等の新興国を中心に、個々の市場特性を踏まえた製品開発・市場開拓を推進する。
- 海外事業の拡大に対応し、国内外の各拠点の連携および各国のパートナーとの協業を通じ、グローバルレベルでの最適事業体制を整備する。

### **3. グループ全体での知的資産の共有・活用**

- 各事業部門で蓄積されてきた技術、営業、調達、生産および人材等の知的資産について、グループ全体で共有・活用を促進する仕組みを整備する。

### **4. 技術力の強化**

- 事業部門・本社とも研究開発投資を拡大、既存製品の高度化と新製品の開発を強力に推進する。
- 本社技術開発本部において、将来事業のコア技術の先行研究、グループ共通基盤技術の研究開発を強化する。

### **5. ものづくり力の強化**

- 開発・設計・調達・製造に至る全体プロセスの最適化を図り、抜本的コストダウンと生産性の向上を推進する。

### **6. 工場・事業所の有効利用**

- 事業環境の変化に対応し、複数事業部門が所在する複合工場を中心に、各事業所の有効活用を図るため、工場の再整備を進める。

### **7. 人材の育成・人事制度・職場環境の整備**

- マネジメント力・業務遂行力・現場力の強化、グローバル人材育成に向けた諸施策を実施する。
- 業績に応じたメリハリのある処遇制度、モチベーション・能力開発意欲を向上させる人事制度を整備する。
- 安全を最優先する職場風土を構築するとともに、ワークライフバランス、ダイバーシティを重視した施策を展開する。

### **8. 環境経営の推進**

- 低炭素・循環型・自然共生社会に向け、第7次環境経営活動基本計画を定め、事業活動における温室効果ガス・廃棄物等排出量の削減を進める。

### **9. IT 戦略と体制整備**

- 本社のグループ情報戦略立案・実行機能を強化するとともに、グループ全

体の情報部門の体制を整備・強化する。

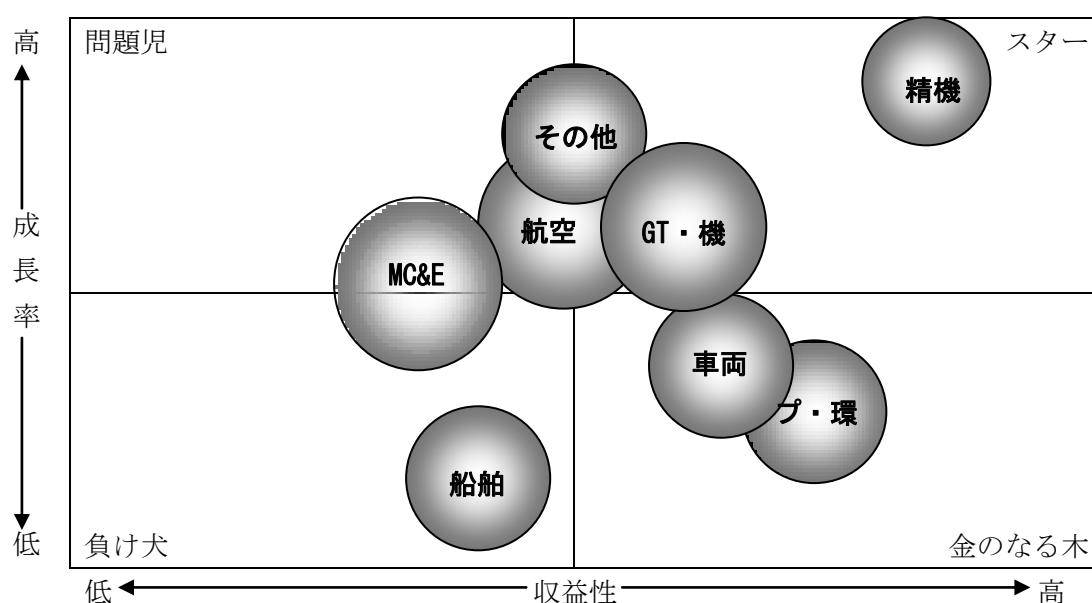
#### 10. 全体的リスク管理の実施

- 事業部門におけるリスク管理に加えて、全事業に共通する重要リスクを全体的視点から把握・管理する体制を整え、取り組みを強化する。

#### 11. 本社部門の質的向上

- 本社全管理部門で、専門能力を高めるとともに、中長期および全体最適の視点から企業価値を向上させる取り組みを進める。

### 3.5 事業ポートフォリオ戦略



〔注1〕略称

船舶：船舶海洋事業、車両：鉄道車両事業、航空：航空宇宙事業、GT・機：ガスタービン機械事業、MC&E：モーターサイクル&エンジン事業、プ・環：プラント環境事業  
精機：精密機械、その他：その他事業（建設機械含む）

〔注2〕下記の基準を目安に作成

成長率は2010年3月期から2011年3月期の売上高の増加率

収益性は2011年3月期の営業利益率

円の面積は2011年3月期の売上高

川崎重工は、事業セグメント分析でも述べたとおり、年度によって各事業の業績が変化する。概ねここ数年の傾向をまとめると上記のようなポートフォリオとなり、下記のようなことがわかる。

- 新興国での需要旺盛を背景に、精密機械事業が収益力・成長力ともに高い。また車両事業も、鉄道車両はCO<sub>2</sub>を排出しないことから、地球環境問題対応として世界からの引き合いが増加しており、今後の成長が見込まれるとともに、システムによる受注を増やすことで収益力も向上してきており、両事業とも「スター」の位置にある。

- GT・機械事業は、電力需要への高まりから成長率が期待されており、特に東日本大震災をきっかけとする原子力発電問題、つまりエネルギー供給源の見直しにおいて、自家用発電機を利用した分散型電源のニーズが大幅に伸長しており、今後ますます成長率の高いビジネスになりつつある。
- 航空宇宙事業は、主に防衛省向け製品が多いため、収益性は著しく大きくなることはないものの、ボーイングやエアバスをはじめとする民間航空機の需要が増加してきていることから、今後成長率が高まるを考えられる。
- モーターサイクル&エンジン事業は、リーマンショック以降北米・欧州の需要が回復せず、アジアでの需要取り込みにも苦戦していることから、成長率が低く収益性の低い「負け犬」に位置している。また船舶海洋事業も、韓国・中国の造船所にシェアを奪われており、成長率・収益性ともに低下して「負け犬」となっている。

### 3.6 M&A 戦略

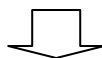
近年の川崎重工のM&A戦略は、下記のとおりである。

|          |                                                  |
|----------|--------------------------------------------------|
| 2000年4月  | 神戸製鋼所より塗装ロボット事業譲受                                |
| 2003年4月  | 日本飛行機を完全子会社化                                     |
| 2003年4月  | 韓国の油圧機器メーカーFlutek社を子会社化                          |
| 2003年7月  | 川崎重工と神戸製鋼所の破碎機事業（販売）を統合、<br>新会社アーステクニカ（両社折半出資）設立 |
| 2005年4月  | 川崎重工と神戸製鋼所の破碎機事業（製造）をアーステクニカに統合                  |
| 2006年5月  | 阪急電鉄の子会社であるアルナ輸送機用品を100%子会社化                     |
| 2006年10月 | 環境部門を分社独立、カワサキ環境エンジニアリング設立                       |
| 2007年4月  | カワサキプラントシステムズとカワサキ環境エンジニアリング合併                   |
| 2008年4月  | アーステクニカを100%子会社化                                 |
| 2008年7月  | IHIのセメントプラント事業を譲受                                |
| 2009年4月  | 建設機械事業を分社・独立、連結子会社KCMを設立                         |
| 2010年6月  | 連結子会社KCMへの日立建機の資本参加                              |
| 2010年10月 | 川崎造船、カワサキプラントシステムズ、カワサキプレシジョンマシナリを吸収合併           |

## 4 戦略策定

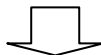
### 4.1 課題の整理

(1) 川崎重工は装置産業であるため、積極的な設備投資が求められる。そして受注から納期までの期間が長い製品がほとんどのため、設備投資の回収期間が長期になり、投資回収期間の資金繰り難しい。



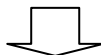
設備の合理化ができる方策を検討

(2) 輸出中心の産業であることから、為替にも影響を受けやすく、また労働集約型産業へのアナリストの評価が高くないことから、株価の割安性が高い傾向が続いている。



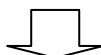
株価対策となる経営改革の検討

(3) 船舶事業の収益悪化とモーターサイクル&エンジン事業の収益率悪化。



両事業の抜本的見直し

(4) EVA とフリー・キャッシュフロー価値が 3 期連続でマイナスであり、また ROIC も低下傾向にある。



投下資本に対する収益性の向上

## 4.2 戦略案

### 4.2.1 戦略オプション①（課題①、②、④に対応）

川崎重工の課題として、設備の合理化、株価対策、投下資本に対する収益性の向上に対応する必要がある。しかし装置産業である限り、一定の設備や人員は必要であるため、設備の合理化や経営資源の効率的活用を考慮して、同業他社である IHI との統合を検討する。IHI とはこれまでに、船舶事業での業務提携をはじめ、セメントプラント事業を譲受したことがあるなど、同じ事業を行っている分野が多い。特に航空宇宙、エネルギー、社会インフラ、産業機械、建設機械、船舶海洋分野でのシナジー効果が発揮されると考えられる。

#### 〔IHI の会社概要〕

|         |                                                                                       |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 社名      | 株式会社 IHI                                                                              |
| 本社      | 東京都江東区豊洲                                                                              |
| 創業      | 1853 年 12 月 5 日                                                                       |
| 設立      | 1889 年 1 月 17 日                                                                       |
| 資本金     | 957 億円                                                                                |
| 連結年間売上高 | 1 兆 1,872 億円                                                                          |
| 従業員     | 7,986 名（連結対象人員：26,035 名）平成 23 年 3 月                                                   |
| 工場数     | 10 工場                                                                                 |
| 事業内容    | 航空宇宙、エネルギー、貯蔵・医薬・プロセスプラント、社会インフラ・セキュリティ、物流・運搬機械、産業機械、分離機・圧縮機・過給機、建設機械・農業機械、生活関連、船舶・海洋 |

川崎重工のベースケースを計算すると、下記のとおりである。

| 川崎重工のベースケース |                           | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      |
|-------------|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|             |                           | 実績        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        |
| 売上高         | 川崎重工(2011は会社予想、以降は1%増と仮定) | 1,226,949 | 1,360,000 | 1,373,600 | 1,387,336 | 1,401,209 | 1,415,221 |
| 売上高原価率      | 2010は実績、2011以降は1%減と仮定     | 84.5%     | 83.5%     | 83.5%     | 83.5%     | 83.5%     | 83.5%     |
| 売上原価        |                           | 1,037,078 | 1,135,939 | 1,147,299 | 1,158,772 | 1,170,359 | 1,182,063 |
| 販管费率        | 2010は実績、以降は1%減と仮定         | 12.0%     | 11.0%     | 11.0%     | 11.0%     | 11.0%     | 11.0%     |
| 販管費         |                           | 147,242   | 149,609   | 151,105   | 152,616   | 154,142   | 155,684   |
| 営業利益        |                           | 42,628    | 74,452    | 75,196    | 75,948    | 76,708    | 77,475    |
| 資本支出        | 2011以降一定                  | 47,408    | 47,400    | 47,400    | 47,400    | 47,400    | 47,400    |
| 減価償却        | 2011以降一定                  | 50,276    | 50,000    | 50,000    | 50,000    | 50,000    | 50,000    |
| 投下資本        | 株主資本+有利子負債                | 746,276   | 769,253   | 811,324   | 853,842   | 896,810   | 940,235   |
| NOPAT       | 営業利益×(1-実効税率40%)          | 25,577    | 44,671    | 45,118    | 45,569    | 46,025    | 46,485    |
| ROIC        | NOPAT/投下資本                | 3.4%      | 5.8%      | 5.6%      | 5.3%      | 5.1%      | 4.9%      |
| 営業CF        | NOPAT+減価償却                | 75,853    | 94,671    | 95,118    | 95,569    | 96,025    | 96,485    |
| 営業CFマージン    | 営業CF/売上高                  | 6.2%      | 7.0%      | 6.9%      | 6.9%      | 6.9%      | 6.8%      |
| FCF         | 営業CF-資本支出                 | 28,445    | 47,271    | 47,718    | 48,169    | 48,625    | 49,085    |
| WACC        | 2011以降一定                  | 4.0%      | 4.0%      | 4.0%      | 4.0%      | 4.0%      | 4.0%      |
| EVA         | NOPAT-投下資本×WACC           | -4,573    | 13,593    | 12,340    | 11,074    | 9,793     | 8,499     |

上記のベースケースの算出根拠は、下記のとおりである。

| 算出根拠              | 単位: 百万円   |
|-------------------|-----------|
| 資本支出              | 47,408    |
| 株主資本+有利子負債        | 1,009,229 |
| 簿価有利子負債(D)        | 397,773   |
| 時価株主資本(E)         | 611,456   |
| 負債コスト(re)         | 1.18%     |
| 10年物国債(リスクフリーレート) | 1.255%    |
| リスクプレミアムレート       | 4.00%     |
| 株主資本コスト(rd)       | 6.21%     |
| D/(D+E)           | 39.41%    |
| E/(D+E)           | 60.59%    |
| ベータ               | 1.238     |
| Wacc              | 4.04%     |

IHI のベースケースを計算すると、下記のとおりである。

| IHIのベースケース |                          | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      |
|------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|            |                          | 実績        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        |
| 売上高        | IHI(2011は会社予想、以降は1%増と仮定) | 1,187,292 | 1,200,000 | 1,212,000 | 1,224,120 | 1,236,361 | 1,248,725 |
| 売上高原価率     | 2010は実績、以降は1%減と仮定        | 82.3%     | 81.3%     | 81.3%     | 81.3%     | 81.3%     | 81.3%     |
| 売上原価       |                          | 976,846   | 975,302   | 985,055   | 994,905   | 1,004,854 | 1,014,903 |
| 販管费率       | 2010実績、以降1%減と仮定          | 12.6%     | 11.6%     | 11.6%     | 11.6%     | 11.6%     | 11.6%     |
| 販管費        |                          | 149,056   | 138,651   | 140,038   | 141,438   | 142,853   | 144,281   |
| 営業利益       | 2011は会社予想                | 61,390    | 43,000    | 86,908    | 87,777    | 88,654    | 89,541    |
| 資本支出       | 全社資本支出、2011以降一定          | 51,398    | 51,000    | 51,000    | 51,000    | 51,000    | 51,000    |
| 減価償却       | 全社減価償却、2011以降一定          | 4,781     | 5,000     | 5,000     | 5,000     | 5,000     | 5,000     |
| 投下資本       | 株主資本+有利子負債               | 598,687   | 681,521   | 753,321   | 851,466   | 950,132   | 1,049,324 |
| NOPAT      | 営業利益×(1-実効税率40%)         | 36,834    | 25,800    | 52,145    | 52,666    | 53,193    | 53,725    |
| ROIC       | NOPAT/投下資本               | 6.2%      | 3.8%      | 6.9%      | 6.2%      | 5.6%      | 5.1%      |
| 営業CF       | NOPAT+減価償却               | 41,615    | 30,800    | 57,145    | 57,666    | 58,193    | 58,725    |
| 営業CFマージン   | 営業CF/売上高                 | 3.5%      | 2.6%      | 4.7%      | 4.7%      | 4.7%      | 4.7%      |
| FCF        | 営業CF-資本支出                | -9,783    | -20,200   | 6,145     | 6,666     | 7,193     | 7,725     |
| WACC       | 2011以降一定                 | 3.68%     | 3.68%     | 3.68%     | 3.68%     | 3.68%     | 3.68%     |
| EVA        | NOPAT-投下資本×WACC          | 14,780    | 695       | 24,395    | 21,301    | 18,193    | 15,071    |

上記のベースケースの算出根拠は、下記のとおりである。

| 算出根拠                           | 単位: 百万円 |
|--------------------------------|---------|
| 資本支出                           | 51,398  |
| 株主資本+有利子負債                     | 648,414 |
| 簿価有利子負債(D)                     | 350,601 |
| 時価株主資本(E)                      | 297,813 |
| 負債コスト(re)                      | 1.61%   |
| 10年物国債(リスクフリーレート)              | 1.255%  |
| リスクプレミアムレート                    | 4.00%   |
| 株主資本コスト(rd)                    | 6.88%   |
| D/(D+E)                        | 54.07%  |
| E/(D+E)                        | 45.93%  |
| ベータ(Bloomberg社HPより,2011/10/21) | 1.407   |
| Wacc                           | 3.68%   |

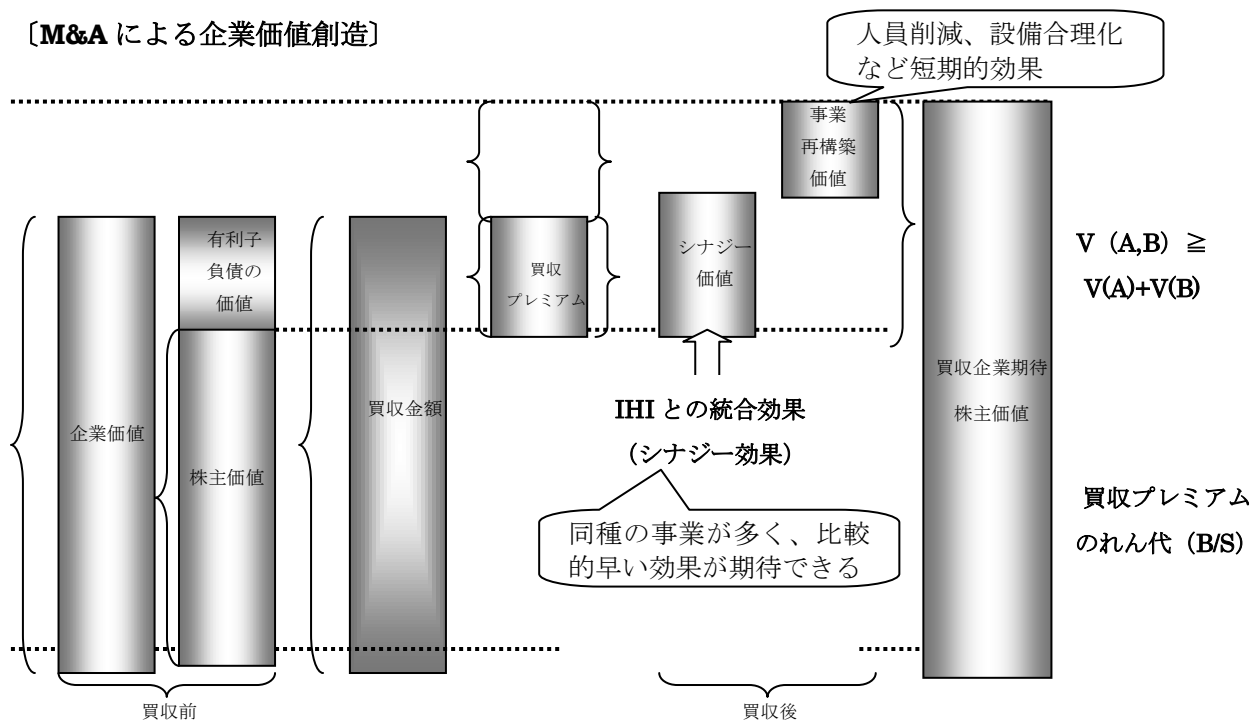


川崎重工と IHI の事業を統合した場合、下記のとおりとなる。

| 川崎重工とIHIの事業統合 |                           | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      |
|---------------|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|               |                           | 実績        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        | 予測        |
| 売上高(単純合計)     | 川崎重工(2011は会社予想、以降は1%増と仮定) | 1,226,949 | 1,360,000 | 1,373,600 | 1,387,336 | 1,401,209 | 1,415,221 |
|               | IHI(2011は会社予想、以降は1%増と仮定)  | 1,187,292 | 1,200,000 | 1,212,000 | 1,224,120 | 1,236,361 | 1,248,725 |
|               |                           | 2,414,241 | 2,560,000 | 2,585,600 | 2,611,456 | 2,637,571 | 2,663,946 |
| 売上高増分         | 2012以降、シナジーで3%増加          |           |           | 77,568    | 78,344    | 79,127    | 79,918    |
| 売上高(シナジー込)    |                           | 2,414,241 | 2,560,000 | 2,663,168 | 2,689,800 | 2,716,698 | 2,743,865 |
| 売上高原価率        | 2012以降、2社の売上高に応じた加重平均     | 83.4%     | 82.5%     | 82.5%     | 82.5%     | 82.5%     | 82.5%     |
| 売上原価          |                           | 2,013,924 | 2,111,241 | 2,196,324 | 2,218,287 | 2,240,470 | 2,262,875 |
| 販管費率          | 2012以降、2社の売上高に応じた加重平均     | 12.3%     | 11.3%     | 11.3%     | 11.3%     | 11.3%     | 11.3%     |
| 販管費           |                           | 296,298   | 288,260   | 299,877   | 302,876   | 305,905   | 308,964   |
| 営業利益          |                           | 104,019   | 160,499   | 166,967   | 168,637   | 170,323   | 172,026   |
| 資本支出          |                           | 98,806    | 98,400    | 98,400    | 98,400    | 98,400    | 98,400    |
| 減価償却          |                           | 55,057    | 55,000    | 55,000    | 55,000    | 55,000    | 55,000    |
| 投下資本          |                           | 1,344,963 | 1,450,774 | 1,564,645 | 1,705,307 | 1,846,942 | 1,989,559 |
| NOPAT         | 営業利益×(1-実効税率40%)          | 62,411    | 96,299    | 100,180   | 101,182   | 102,194   | 103,216   |
| ROIC          | NOPAT/投下資本                | 4.6%      | 6.6%      | 6.4%      | 5.9%      | 5.5%      | 5.2%      |
| 営業CF          | NOPAT+減価償却                | 117,468   | 151,299   | 155,180   | 156,182   | 157,194   | 158,216   |
| 営業CFマージン      | 営業CF/売上高                  | 4.9%      | 5.9%      | 5.8%      | 5.8%      | 5.8%      | 5.8%      |
| FCF           | 営業CF-資本支出                 | 18,662    | 52,899    | 56,780    | 57,782    | 58,794    | 59,816    |
| WACC          | 2社の売上高に応じた加重平均            | 3.9%      | 3.9%      | 3.8%      | 3.8%      | 3.8%      | 3.8%      |
| EVA           | NOPAT-投下資本×WACC           | 10,432    | 40,111    | 41,347    | 37,060    | 32,746    | 28,405    |

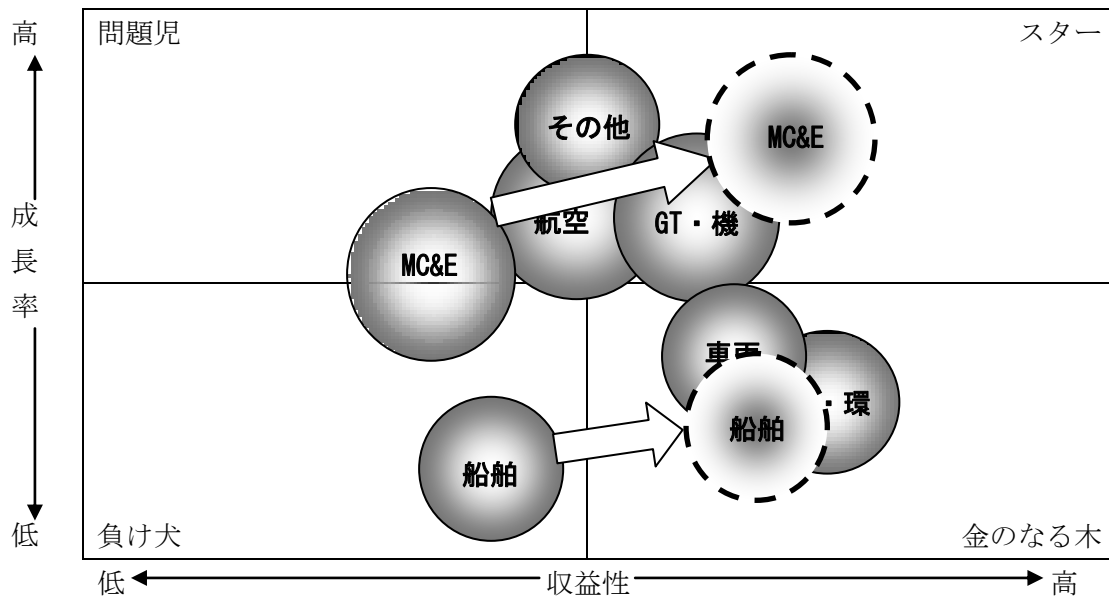
上記のとおり、川崎重工と IHI が統合した場合、EVA は増加する。2013 年以降は、EVA が減少傾向にあるものの、シナジー効果が仮定の 3%以上は期待できること、今回の試算には統合による売上原価率、販管費率の減少については加味していないことなどから、実際の統合を行った場合は、これ以上の効果がでると考えられる。特に工場配置の見直し、生産設備の統廃合、人員配置の見直しによる合理化、規模の経済による調達コスト削減など事業再構築価値の効果は、短期的に結果が出ると考えられ、上記試算を大きく上回る効果が期待できる。

#### 〔M&A による企業価値創造〕



#### 4.2.2 戦略オプション②（課題②、③、④に対応）

事業ポートフォリオ戦略で分析したとおり、負け犬となっている船舶事業とモーターサイクル&エンジン事業の収益性が、全社の収益性に大きく影響を与えていることから、「スター」、「金のなる木」へ移動させる必要がある。



下記の戦略を取ることを提案する。

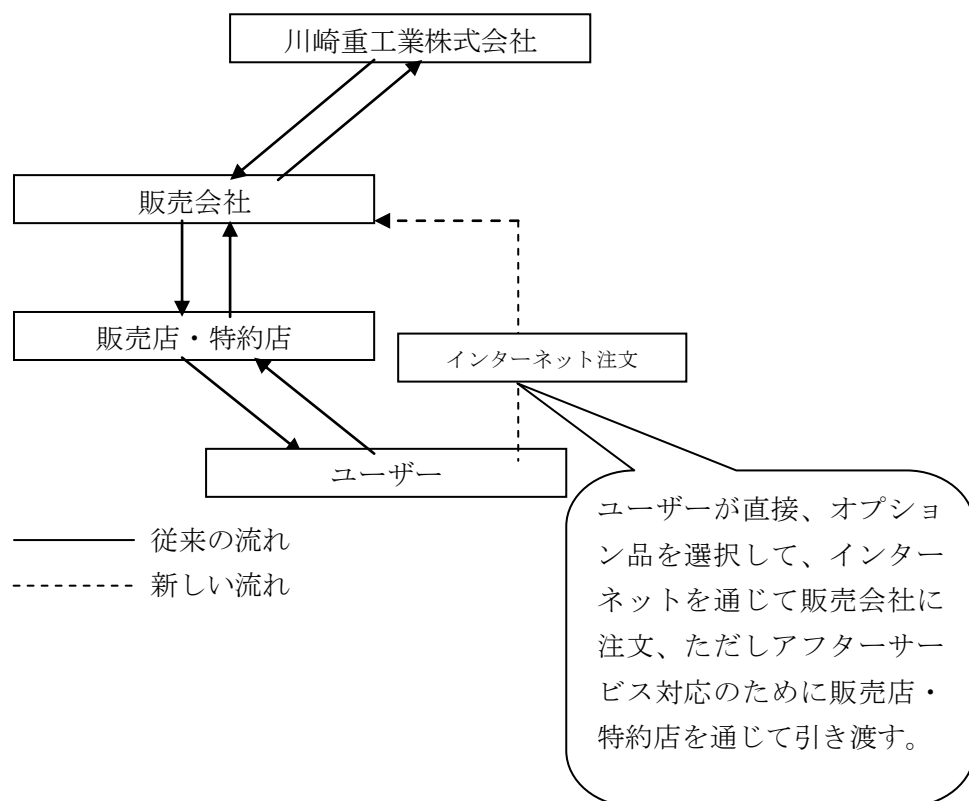
##### （船舶海洋事業）

日本の造船業は、韓国と中国の造船メーカーの激しい追い上げを受け、2009 年には中国にも建造量で抜かれ、世界第 3 位の造船国になっている。そこで新造船については中国合弁の造船工場（連結子会社）での生産力を増強し、コスト競争力を武器に世界と戦う。そして国内の造船所については、スマイルカーブの理論から考えると、これまでに日本の造船メーカーの強みとされてきた開発・設計、部品製造の部分は残すとともに、メンテナンス・アフターサービスにあたる修繕事業への取り組みを強化する。これまで造船業界での修繕事業は、建造した造船所に修繕を依頼するのが慣習とされていた。しかし、地球環境問題を背景とする昨今の大型船舶の排気ガス問題、また船舶の重量を調整するために利用されるバラストタンクの給排水による生態系崩壊の問題など、まだまだ取り組む余地は多く、また修繕事業を取り込んでいくことは可能である。特に日本が得意とする技術のうち、優秀な技術である非破壊検査技術を応用した検査、また日本人の繊細さを活かした丁寧な修理技術を活用することで、収益性改善は可能であると考ええる。

##### （モーターサイクル&エンジン事業）

現在のモーターサイクルは、販売会社⇒販売代理店⇒顧客という流通ルートで販売されている。しかも趣味性が高い製品であるため、自動車と違って定期的な買替え需要があるわけではない。また趣味性が高いため、ユーザーは納入した状態で乗る人は少なく、ボデ

ィの色を変更したり、座席シートを改造したり、ハンドルの形状や排気マフラーなどをユーザーの好みに応じて改造されたりして利用されている。これはインターネットのオークションなどの出品を見ている、ユーザーが納入した状態の純粋品を利用していることが少ないことがよくわかる。そこで、従来の販売代理店を通じた販売ではなく、インターネットによる注文を受けつけ、色や座席形状、ハンドル・排気マフラーなどを、あらかじめメーカー側で用意したオプション品の中から選択して購入できるシステムを構築すべきである。これにより、ユーザーは自分仕様のオリジナルモーターサイクルを購入できるようにする。ただし、ユーザー好みの仕様にするため、納期は少しかかること、また価格もオプション品を選んでいくことになるため、割高な金額になることを了解してもらう必要がある。しかし、モーターサイクルのユーザーは熱烈なファンが多く、また **Kawasaki** のブランドは、大型スーパースポーツ、大型アメリカン、オフロード専用車で領域では圧倒的な人気を誇るため、こうしたシステムを採用したとしても、特に問題はなくスムーズな導入を実現できると考える。こうした流通段階でのイノベーションにより、作り置きの無駄をなくし、確実にユーザーのニーズに応えることで、事業の効率性が向上し、業績の改善につながる。流通段階における子会社の販売会社を含めた収益性が向上すれば、現在の「問題児」から「スター」への移動が可能になると考える。



## 5 まとめ

川崎重工の企業価値向上の戦略として、2つのオプションを提示したが、いずれの戦略についても速やかに実行されることが望ましい。特に戦略オプション①については、実現す

れば売上規模 2 兆 4000 億円、シェア 33.3%規模の企業が誕生することになり、1 位である三菱重工に匹敵する規模となる。こうしたことは、三菱重工にとっても危機感になるとともに、業界再編をきっかけとした競争意識向上にもなるため、企業にとってもお互い刺激になることは間違いない。また、今後のグローバルな競争に勝ち抜くためには、海外の重機械メーカーとの競争激化は必至であり、規模の経済による合理化を徹底した経営方針を構築していくことが必要である。また戦略オプション②のように、長年にわたり継続している事業では、ともすればこれまでの商習慣に疑問を持たず、改革への意識が薄れる傾向にある。持続的イノベーションであれば起こりうるかもしれないが、時には革新的イノベーションが事業を刷新し、収益性を向上させる。つまり従来の事業慣習を打ち崩すようなイノベーションを実行していかなければ、今後の競争優位に立つことは難しい。その意味でも、戦略オプション②の船舶事業の事業内容の再検討、モーターサイクルのサプライチェーンの見直しは、グローバルな競争における競争優位のポジションを確立していくために必要であり、今後の伸張が著しいと予想される新興国のビジネスの場においても、チャンスが広がってくるオプションであるといえる。

付属資料 9：企業戦略分析

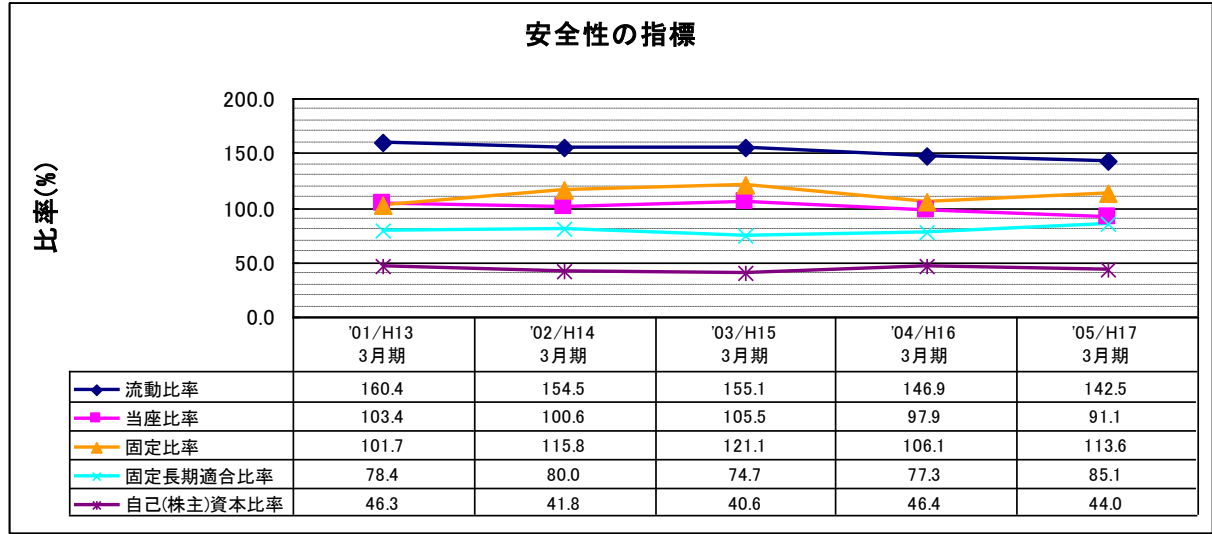
(出所：大槻 博司 「経営戦略応用研究Ⅰ 課題レポート No.1」 2005 年 8 月 15 日)

松下電器産業（現パナソニック）株式会社（2005）

1 業績分析

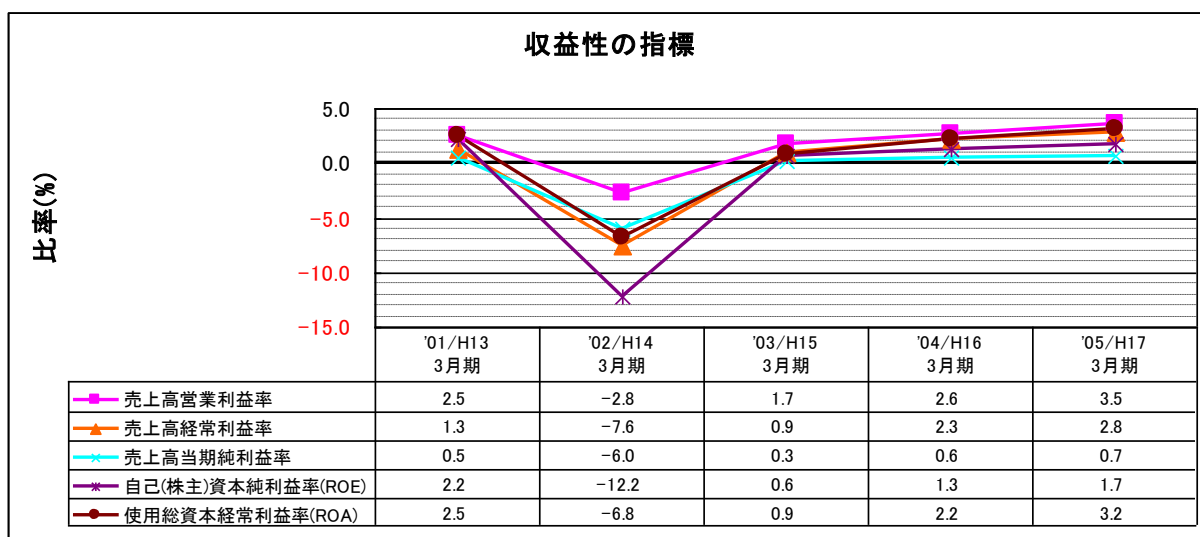
1.1 財務諸表分析

(1) 安全性



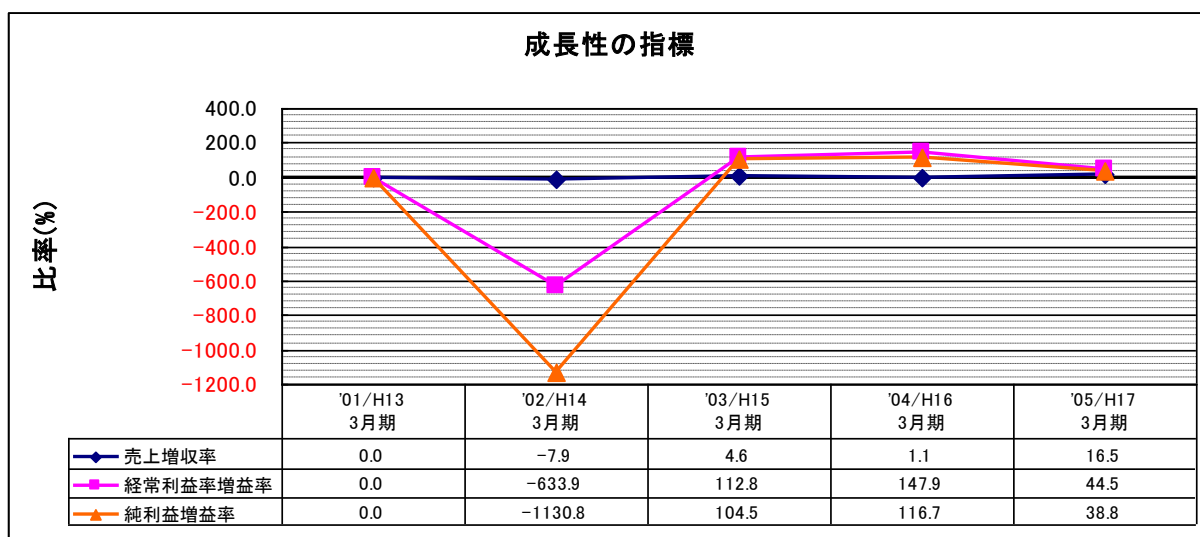
## (2) 収益性

2002 年の赤字から V 字回復中であるが、依然、収益性は低い。2002 年には、構造改革特別費用（リストラ分）を特損処理している。



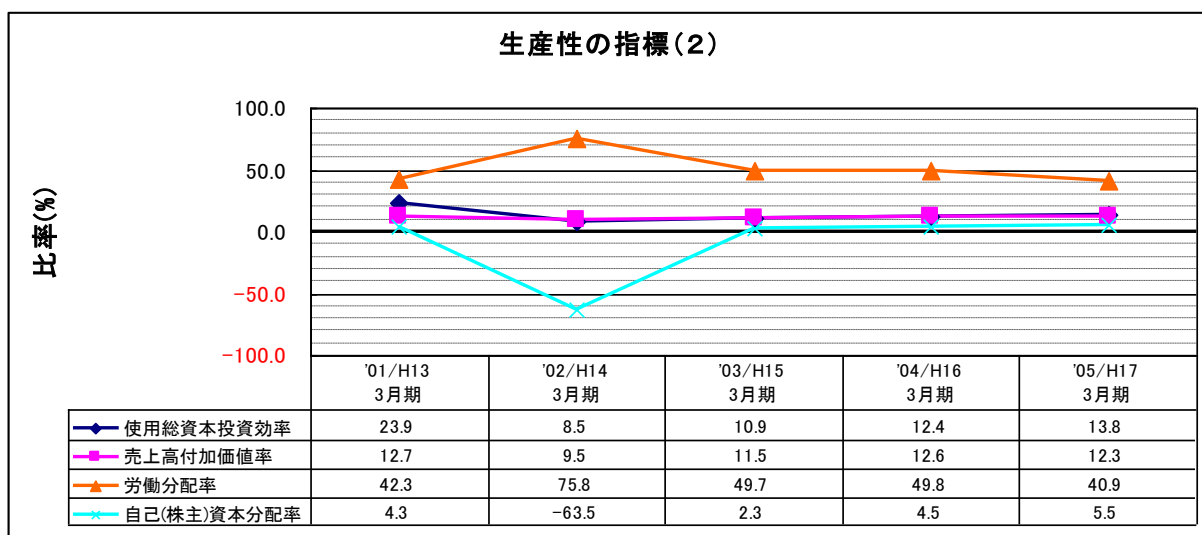
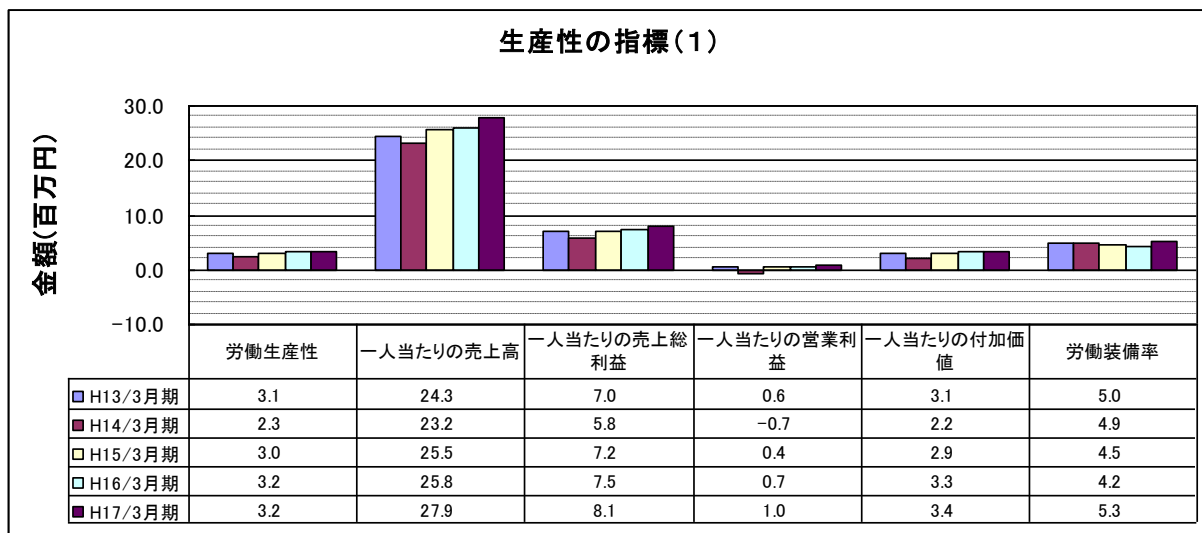
## (3) 成長性

2002 年の赤字からの回復は順調である。純利益の谷が深いのは、特損処理の影響。



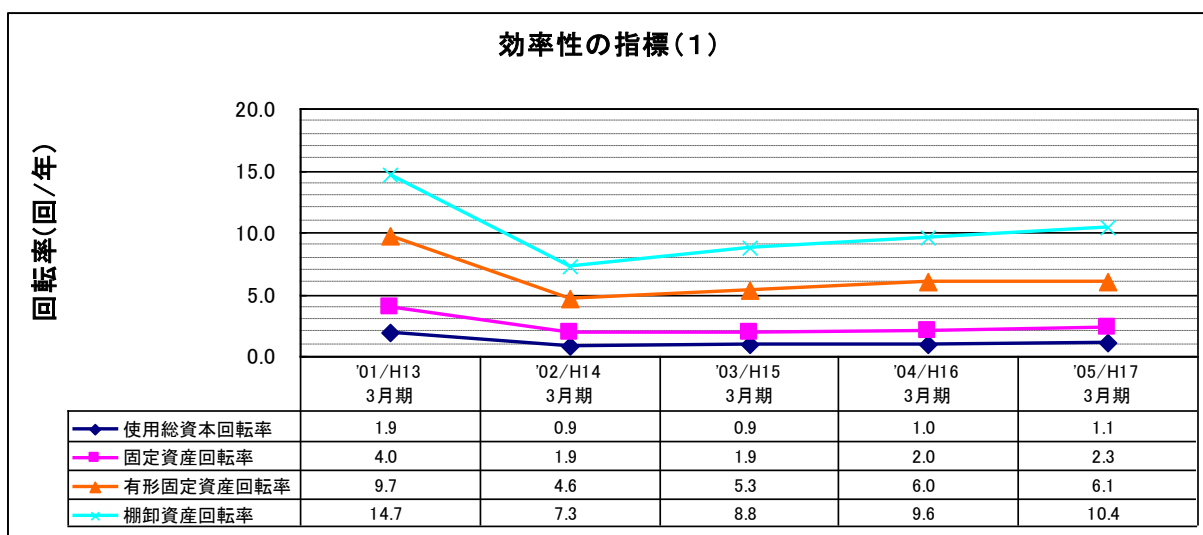
## (4) 生産性

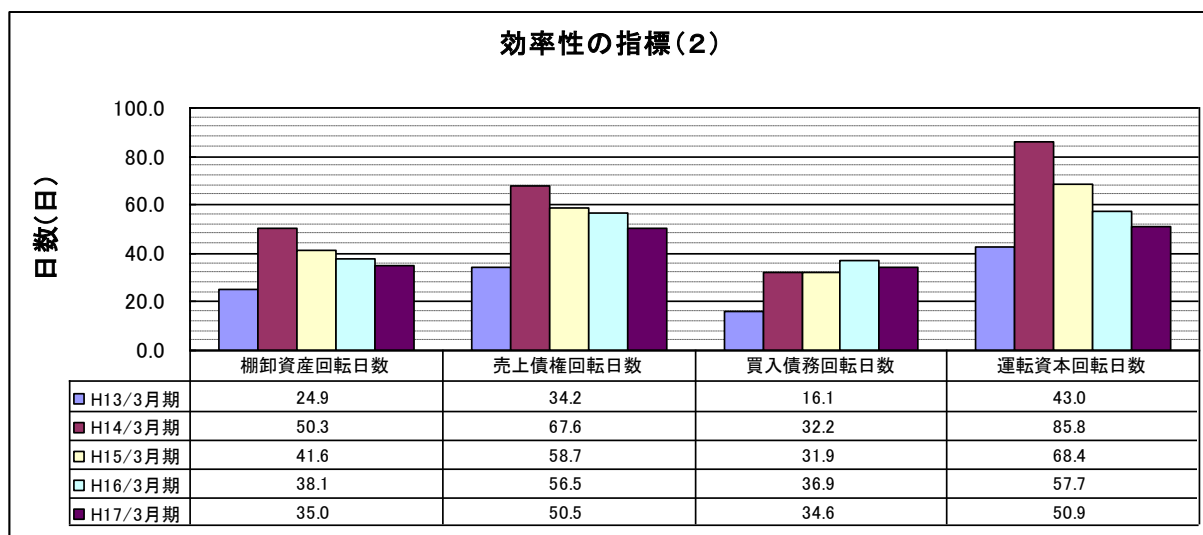
生産性は全体として改善傾向だが、一人当たりの売上高で見るとジャープやソニーの半分強の水準であり、依然、低い。労働分配率はやや高い一方、労働生産性は低い。（さらなるリストラ余地あり？）



## (5) 効率性

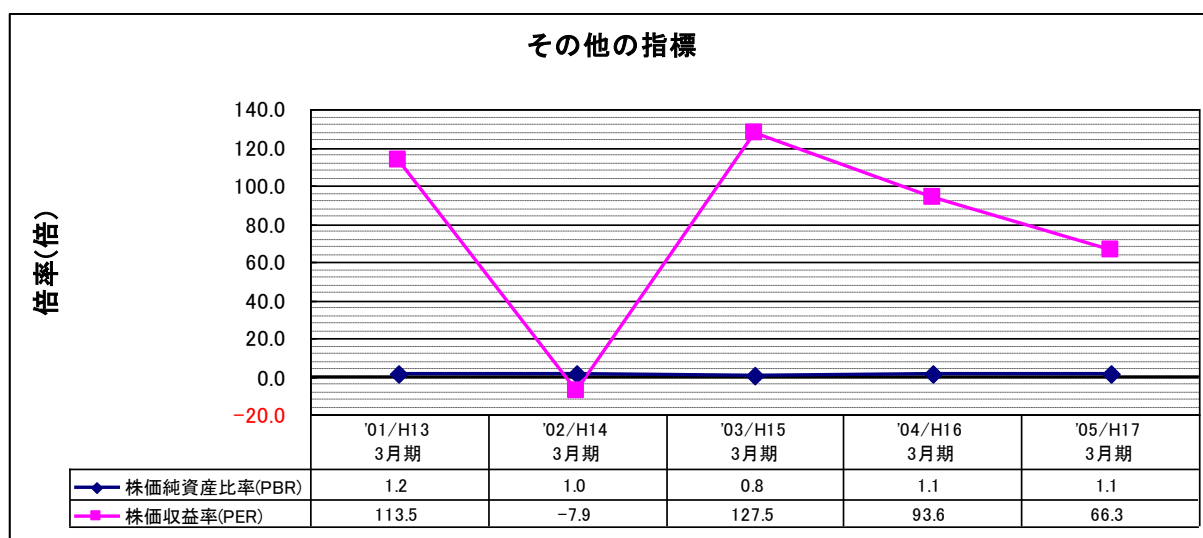
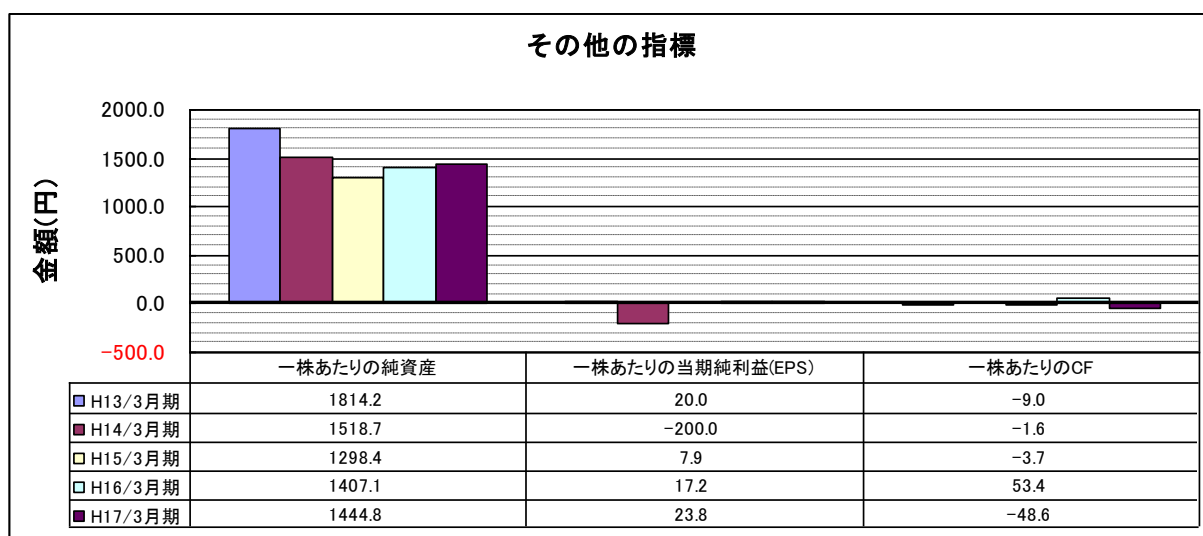
資産の効率性は改善傾向だが、依然、低い。棚卸資産、売掛金の圧縮により、資産圧縮が進んでいる。3年間で1兆円を超える資産圧縮を実施。





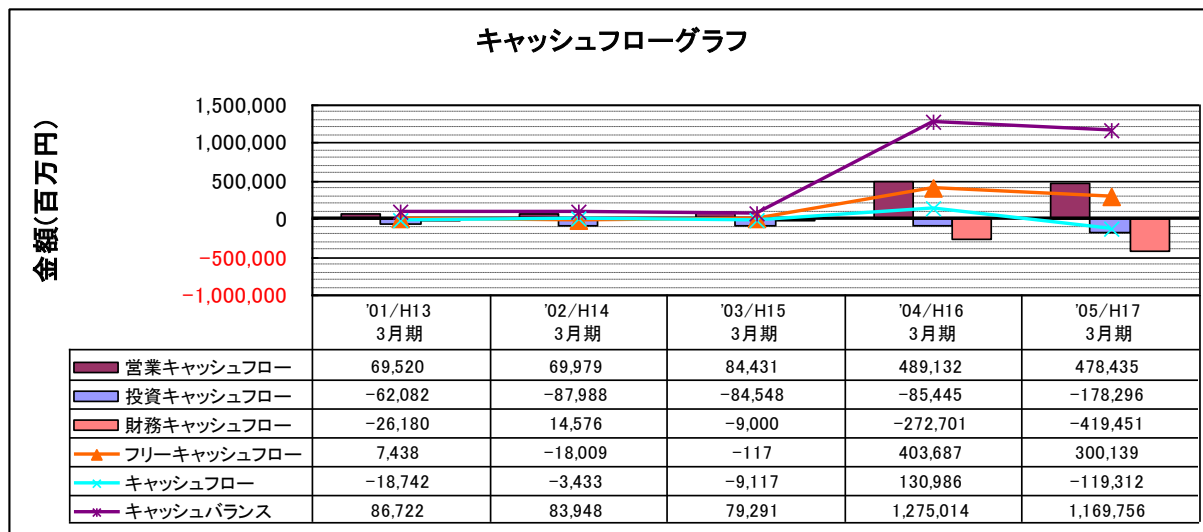
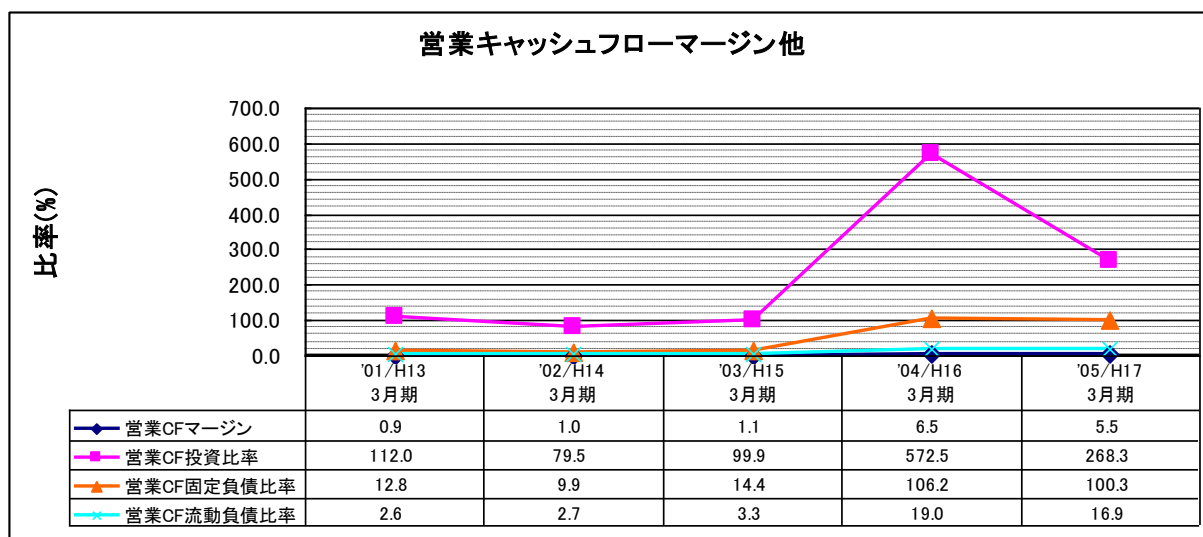
## (6) その他

総資産に対する収益性が低いため、PBRは1近辺に張り付き、PERは高くなる。



## 1.2 キャッシュフロー分析

収益改善により、フリー・キャッシュフローは改善している。ただし、営業キャッシュフロー・マージンは小さく、売上規模の割に生み出すキャッシュフローは少ない。その割には、投資キャッシュフローも大きくなく、設備投資は抑え気味。企業再生過程で、資産圧縮を優先した結果か。2005年3月期のキャッシュフローがマイナスとなったのは、松下電工買収のため。



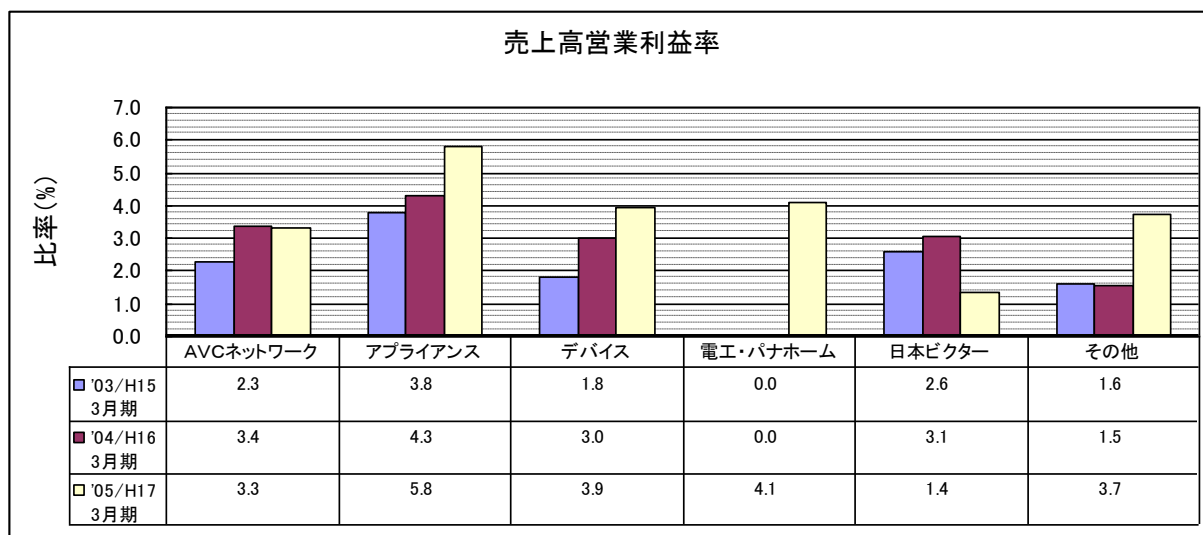
## 1.3 事業種類別セグメント分析

### (1) 収益性

主力の AVC ネットワークの伸び悩みは、携帯電話の収益悪化によるもの。デジタル AV、パソコン、カーエレクトロニクス機器の収益性は合理化努力により伸張。アプライアンス（白物家電）は、猛暑によるエアコンの売り上げ増、高機能洗濯機の市場投入により収益性を伸ばしている。デバイスは、一般電子部品およびモーター事業の合理化効果により収

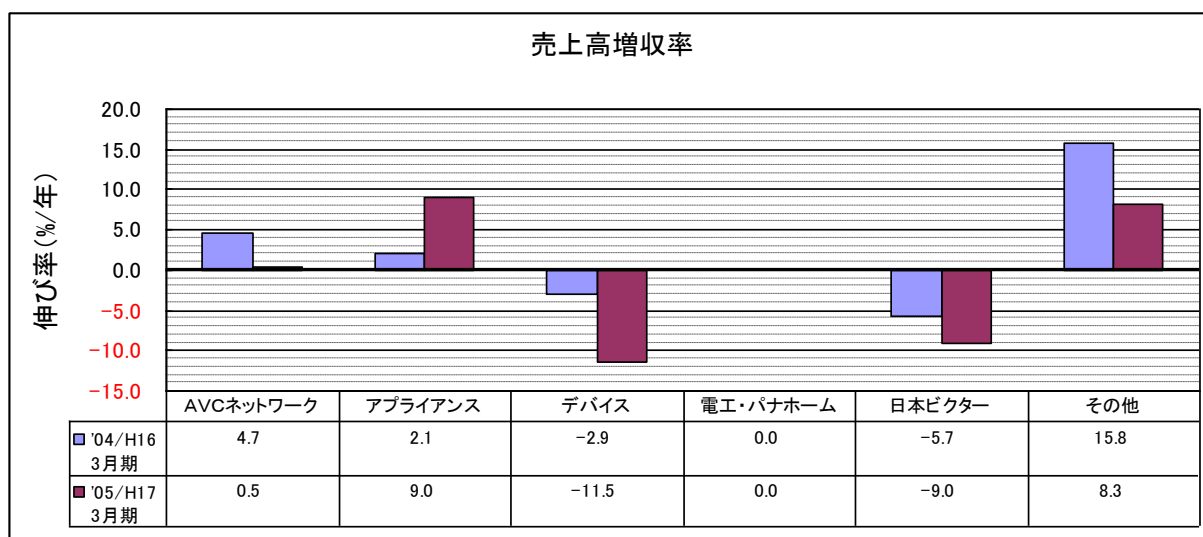


益性を改善。子会社した松下電工の収益性は高い。今後のシナジー効果に期待大。ビクターは欧米での販売不振が響きジリ貧。その他分野の収益性が急伸は、合理化効果によるもの。全体として合理化効果が収益性の伸びに貢献している。



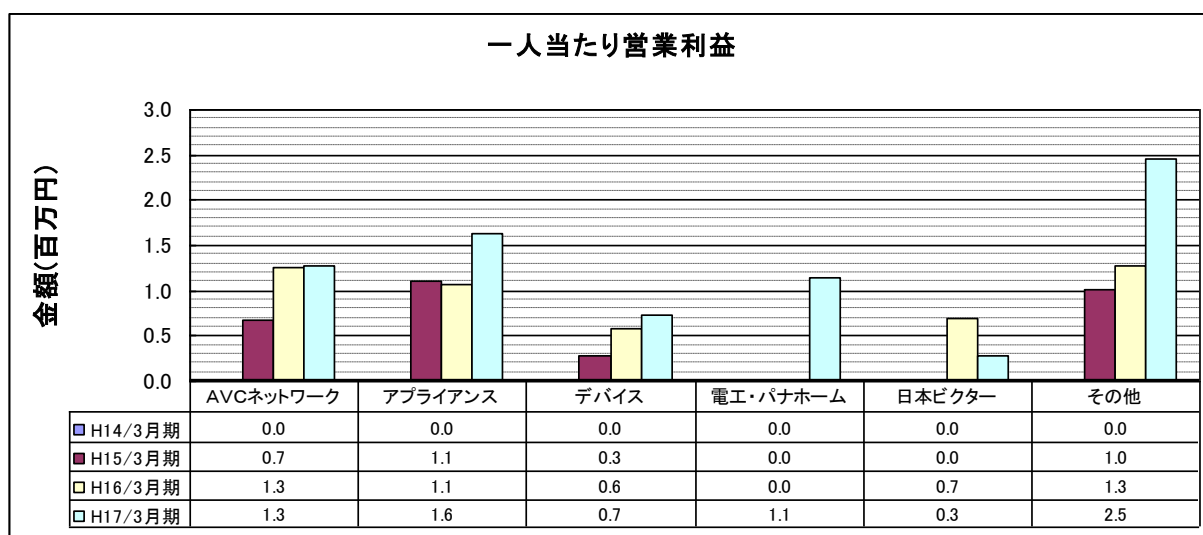
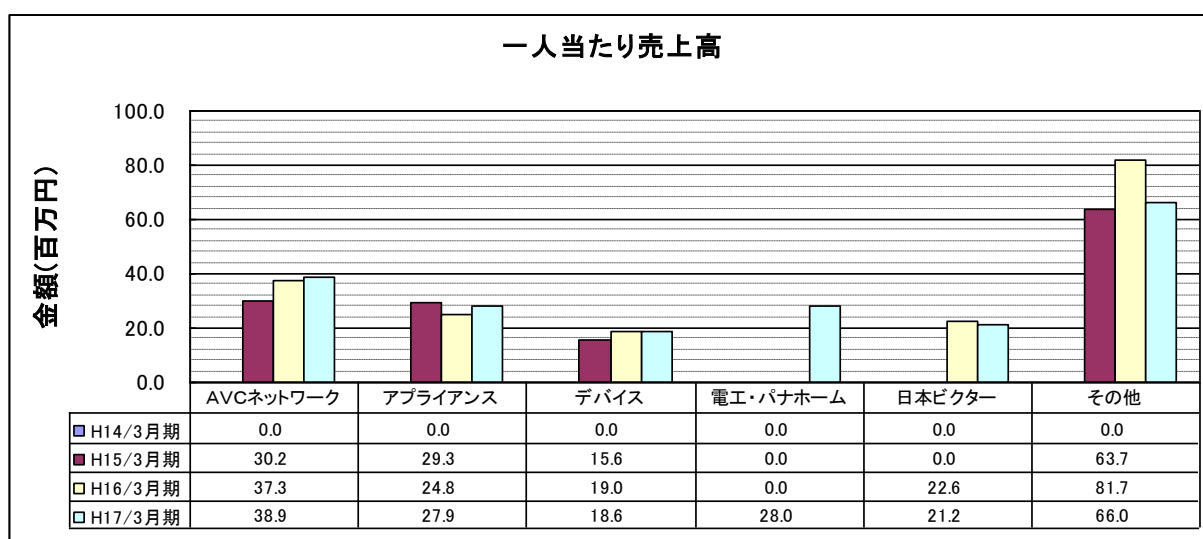
## (2) 成長性

主力の AVC ネットワークは微増。薄型テレビ、デジタルカメラ、パソコン、カーエレクトロニクスの売上が伸びたが、オーディオ機器、携帯電話、ファクシミリが低迷したため、全体としては微増。アプライアンスは、猛暑の影響でエアコンの伸びが大きく、V 商品を投入した洗濯機も好調。全体の伸びを牽引。デバイスは、モーターが低迷。ビクターは、国内は順調だが、欧米の販売不振、ソフトも減収。その他は、FA 機器や産業機器が伸びている。



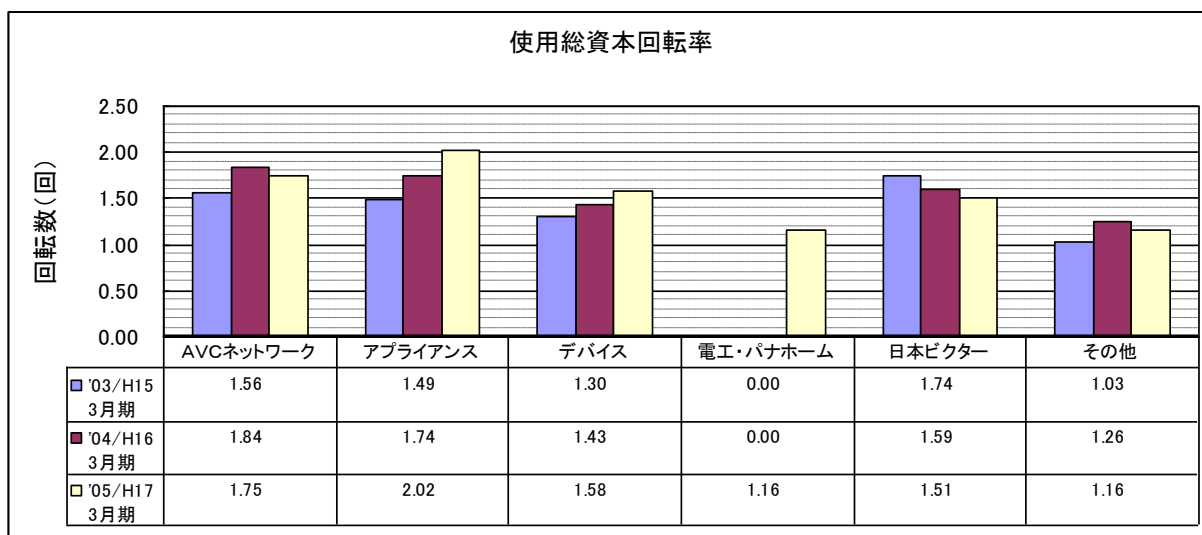
### (3) 生産性

AVC ネットワーク、アプライアンス、デバイスの生産性が改善しているなかで、ビクターが悪化。

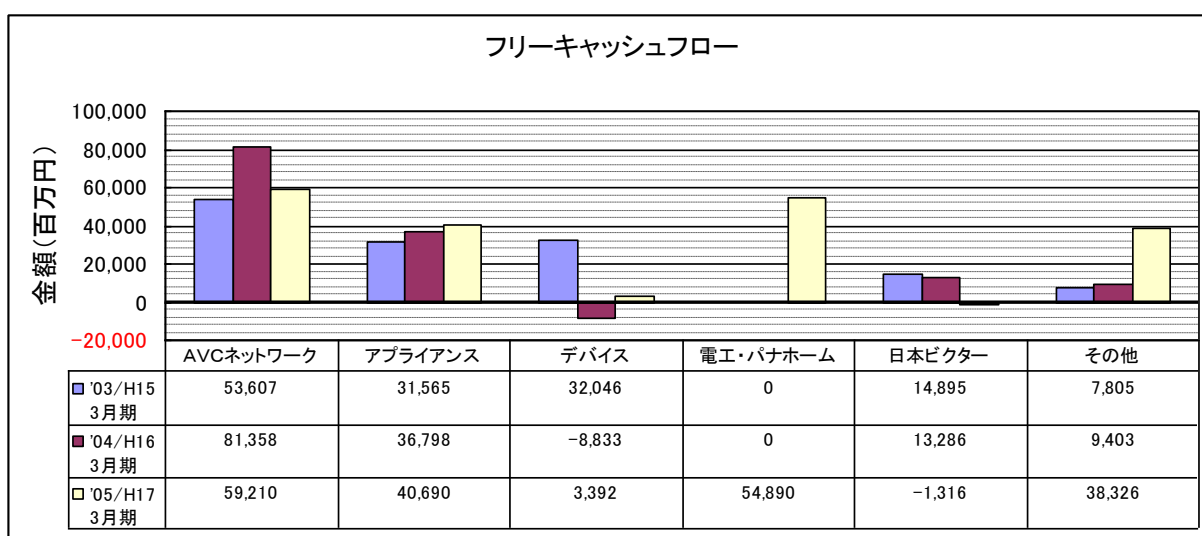
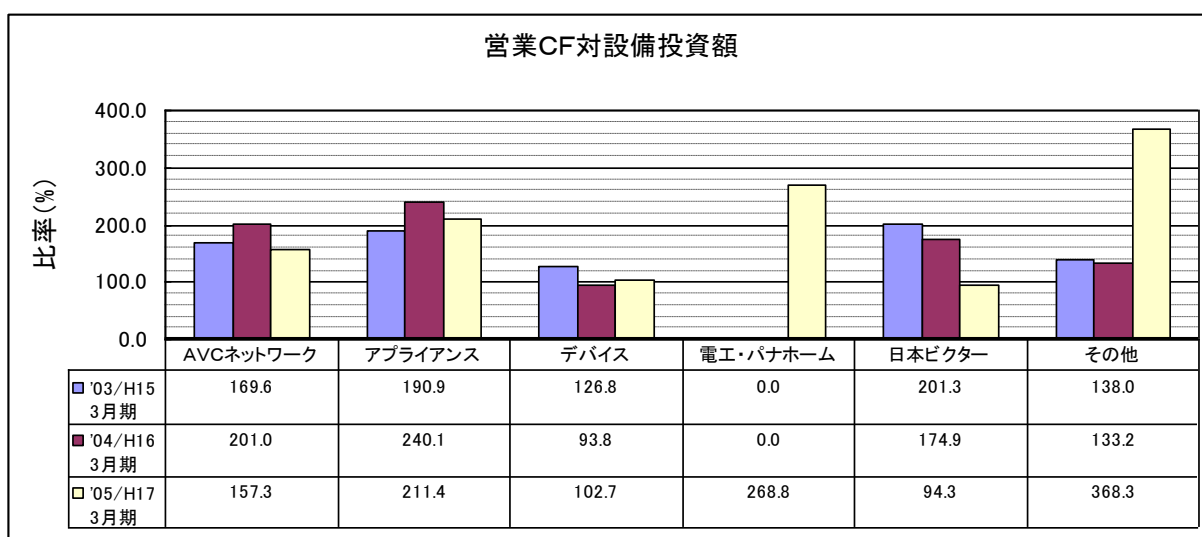
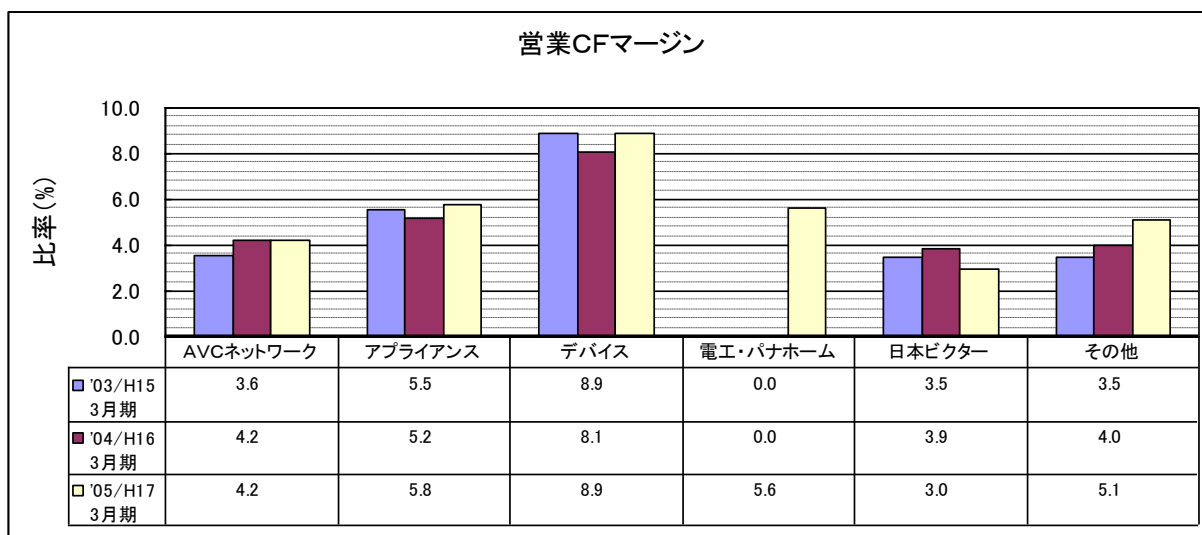


### (4) 効率性

主力の AVC の資産効率性は伸び悩み。セグメント内部で、採算性の悪い事業（携帯電話、ファクシミリ）の切り離しを検討すべきか。アプライアンス、デバイスは改善。ビクターはギリ貧。

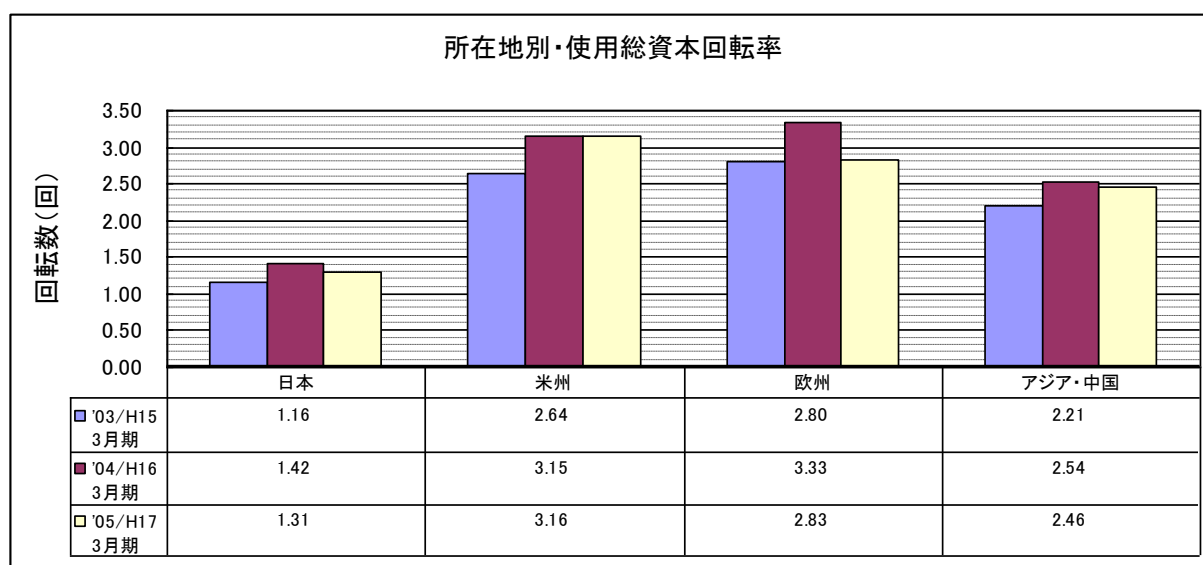
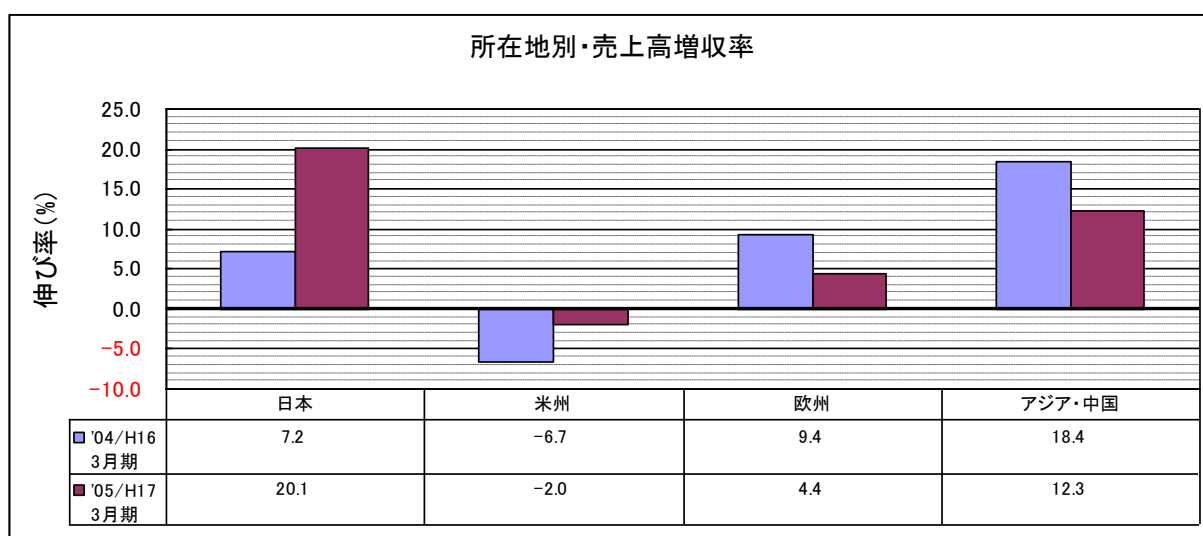
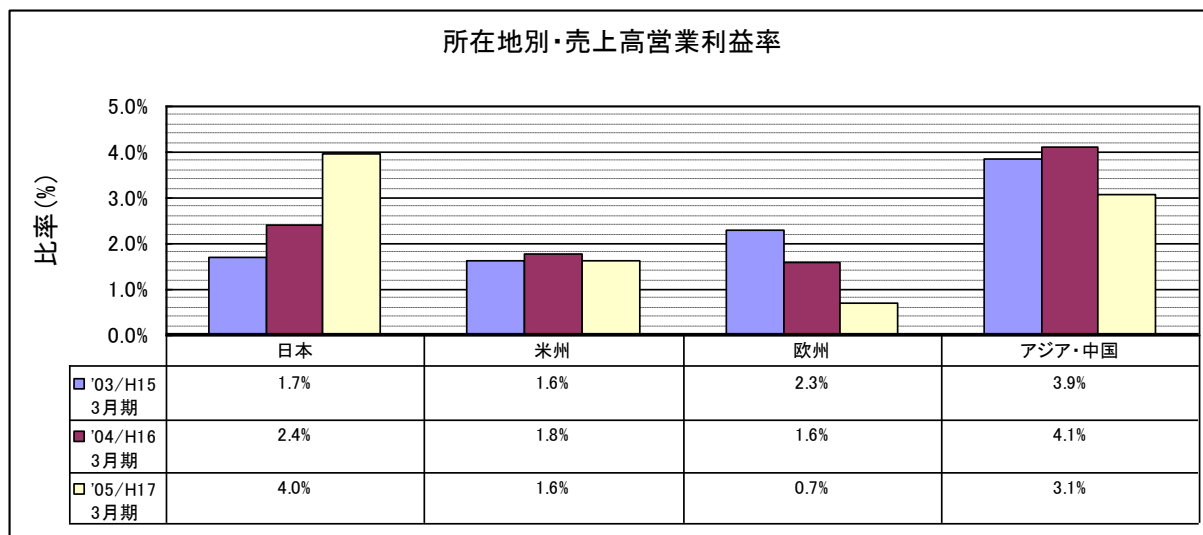


電工・パナホームはフリー・キャッシュフローを生み出しており、資産の効率性も悪くない。自市場全体の魅力度はそう高くないが、子会社化によりさらにシナジーが期待できることから売り上げ増、収益性の向上が期待でき「金のなる木」になりそう。主力の AVC は収益性もいまひとつで、伸びも横ばい。市場全体の魅力度が高いだけに、「問題児」。効率性は悪くないから、内部の不採算事業のリストラ、さらなる成長事業への投資によって、収益性、成長性を向上させ、「スター」へ持って行きたいところ。デバイスは、戦略部門であるシステム LSI 関連の設備投資が大きくフリー・キャッシュフローを生み出す状況にはない。システム LSI 部門が、AVC セグメントとのシナジーが高く、セグメントとしての魅力度は高く、位置づけとしては「問題児」。合理化努力によって収益性が改善しているので、競争が激化し不振のモーター部門を切り離せば（ミネビアと経営統合済み）、AVC セグメントとのシナジー効果が生きてきて、スターにかかる可能性あり。アプライアンスは、フリー・キャッシュフローを安定して生み出しており、収益性、生産性、効率性も悪くない。市場全体の魅力度はそれほど高くないが、中国市場で V 商品を展開することで、当面、順調なキャッシュが期待できる「金のなる木」。ビクターは、売上不振が響いてフリー・キャッシュフローはマイナス、収益性も低下。市場も飽和状態にあり、このまま、ヒット商品が生まれなければ、撤退も考慮すべき「負け犬」状態。その他部門は、合理化努力によって、フリー・キャッシュフローの総出力があがっている。ロボットなど有望分野も抱えており、将来を期待。



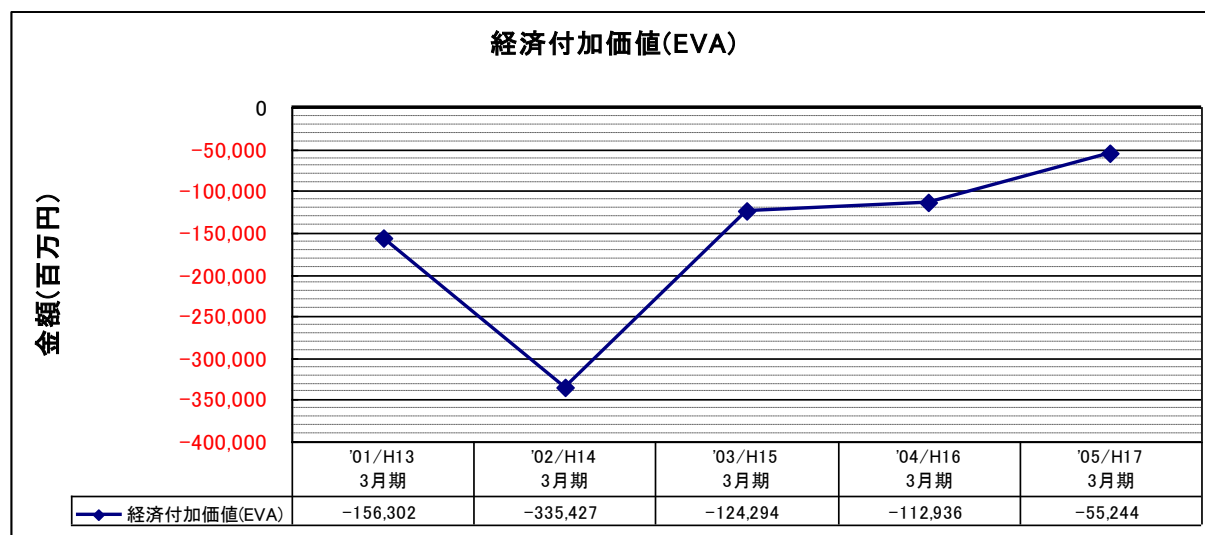
## 1.4 所在地別セグメント分析

売上の6割を占める国内市場の伸びが順調であり、収益源になっている。海外では、中国、アジア、特に中国の伸びが大きく、今後、全体をドライブする市場として注目。欧米は、円高の影響もあり市場としては不安定。



## 1.5 企業価値分析

3000 億オーダーの営業利益を確保している 2004 年でも、EVA は依然マイナス。収益性が低い（売上高営業利益率で 3% 台）ため、巨大な資本コストを上回る収益には達していない。さらに、さらなる合理化努力とともに、厳しい競争環境になかで高収益をあげることのできるスター事業に育成が急務である。



## 2 企業戦略

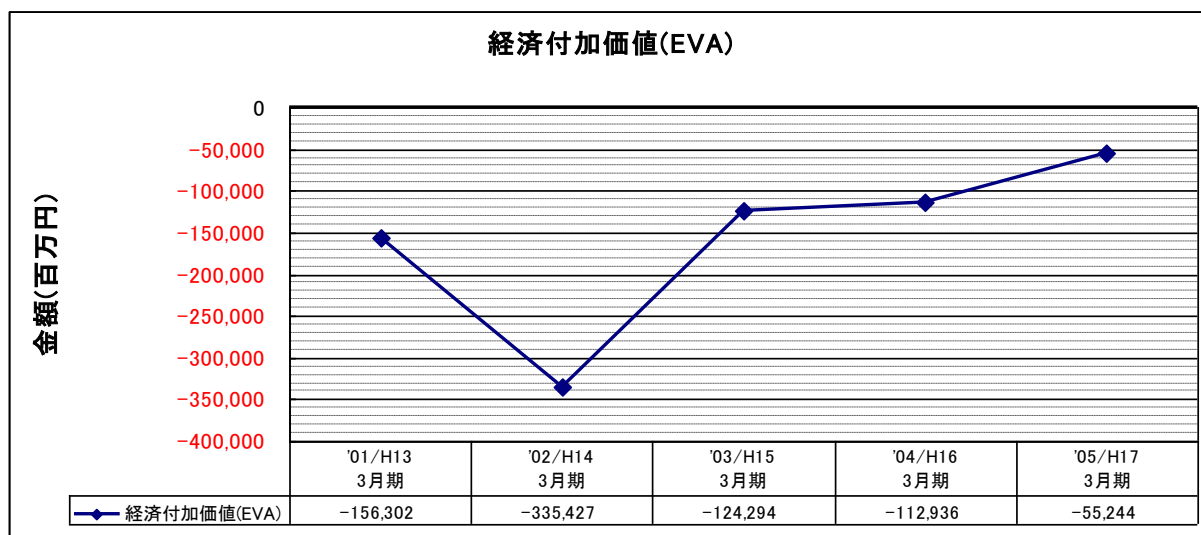
### 2.1 企業価値創造

企業価値創造の観点から松下電器を評価すると 3 つの特徴が見られる。第一に、松下電器は、経営の神様と呼ばれたカリスマ「松下幸之助」のもとで成長してきただけに、経営理念としての「産業報国」の思想が、会社の隅々にまで浸透している。変わらぬものをしっかりと持っている企業は強い。松下電器綱領「産業人タルノ本分ニ徹シ社会生活ノ改善ト向上ヲ図リ世界文化ノ進展ニ寄与センコトヲ期ス」。この綱領は企業の「社会的価値」を強調しており、今で言うところの CSR 経営の発想に近いものがある。同社の CSR 重視の行動基準の設定、CSR 推進体制の構築などを見ると、いかに経営理念を企業行動に浸透させることに注力しているかがわかる。また、この企業は「社会の公器」という考え方は、社会貢献とともに、「お客様第一」を通じて「顧客価値」に、また、株主への説明責任の遂行を通じた「株主価値創造」にもつながるものである。

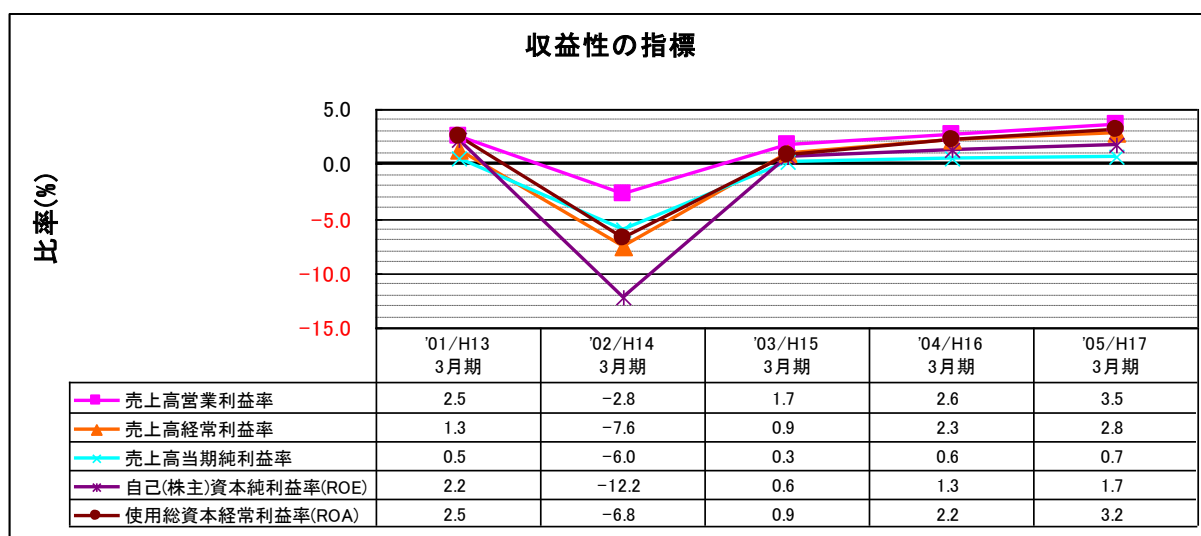
第二に、事業部制の存在である。同社は、1933 年に松下幸之助のリーダーシップのもとで、「一品一事業部制」を採用した。同社の事業部は「自主責任経営」が徹底されており、資金の内部留保も認められ、事業遂行に関する判断の自由度が広い点が特徴である。成功した事業部は、会社設立が許されるなど、一種の「のれんわけ」、今でいう、ストックオプションや EBO（従業員による買収）に相通ずるものがある。同社の企業年金制度は手厚いことで有名で、同社の経営は「家族的」と評されるが、まさに、「従業員価値」を重視し

た経営であるといえよう。この従業員の自主性を引き出し、手厚く報いる経営スタイルが、同社の発展の原動力となってきたことは間違いない。

第三に、収益性の低さである。同社の経済的価値（EVA）を計算してみると、近年改善されつつあるとはいえ、好業績といわれた 2005 年 3 月期においても、依然 EVA はマイナスである。



すなわち、「株主価値」という意味では棄損した状態が続いている。かつての日本企業によく見られた「利益なき成長」「シェア拡大重視の経営」の典型であり、同社の場合、「従業員価値」重視の経営の弊害ともいえる結果現象である。この収益性の低さは、経済全体のマスの伸びが止まり、市場の競争環境が激化した 90 年代後半から 2000 年代初頭において、赤字という形で問題を顕在化させた。同社の場合には、危機に直面したその時に、中村邦夫という傑出した「ターンアラウンド・マネジャー」を抜擢し、同社の象徴であった「事業部制」を廃止し、「選択と集中」の経営に向けて大きく舵を切った。



同社の収益性は、事業部制を廃止した 2003 年度以降年々向上しているが、依然低い水準である。同社は、2004 年度から新中期計画「躍進 21 計画」を始動させた。そこでは、2006 年度に「営業利益率 5 %、連結 CCM (注) ゼロ以上」の達成を目標に、「キャッシュフローを重視した自主責任経営の徹底」(同社 2005 年版アニュアル・レポート)を中期ビジョンに掲げている。同社もようやく、企業価値の経済的側面を重視した経営に転換しつつあるようである。(CCM (キャピタル・コスト・マネジメント) : 資本収益性を重視した同社の経営管理手法で、CCM がゼロ以上であれば、資本市場が期待する最低限度の利益を満たしていると位置づけている。EVA と同義の指標と思われる)

### 3 企業理念とビジョン

松下電器では、前述したように、創業者が定めた経営理念「綱領」が今なお生き続けている。同社の行動基準は、経営理念実践の指針をわかりやすく具体的に表現している。(同社 HP より) 一方、同社のビジョンは、2002 年の赤字転落を契機に、中村社長のもとで練り直されている。急速な業績悪化を食い止めるために、1 万人を超えるリストラと不採算事業からの撤退を軸とした応急処置により、とりあえず経営を安定化させた後に、事業部制の廃止と社内カンパニー制の導入を柱とする事業構造改革を断行し、「選択と集中」による収益力の強化を図る戦略的変革プロセスを実行中である。2004 年には新中期計画「躍進 21 計画」をスタートさせた。このビジョンでは、2010 年に「グローバルエクセレンス」企業になることをめざして、現在を企業再生途上と位置づけ、中間点の 2006 年に「営業利益 5 %、連結 CCM ゼロ以上」達成をマイルストーンとして示している。そのための経営戦略として、キャッシュフロー重視の経営戦略を掲げ、事業ドメインレベルでの構造改革を進めている。同社の場合、事業部制廃止というショック療法で社内の意識を高めるとともに、トップ自らが説明責任を果たしてビジョンを浸透、徹底させるとともに、事業撤退の対判断基準を明確化するなど、ビジョン実現に向けた社内制度の整備も怠りない。

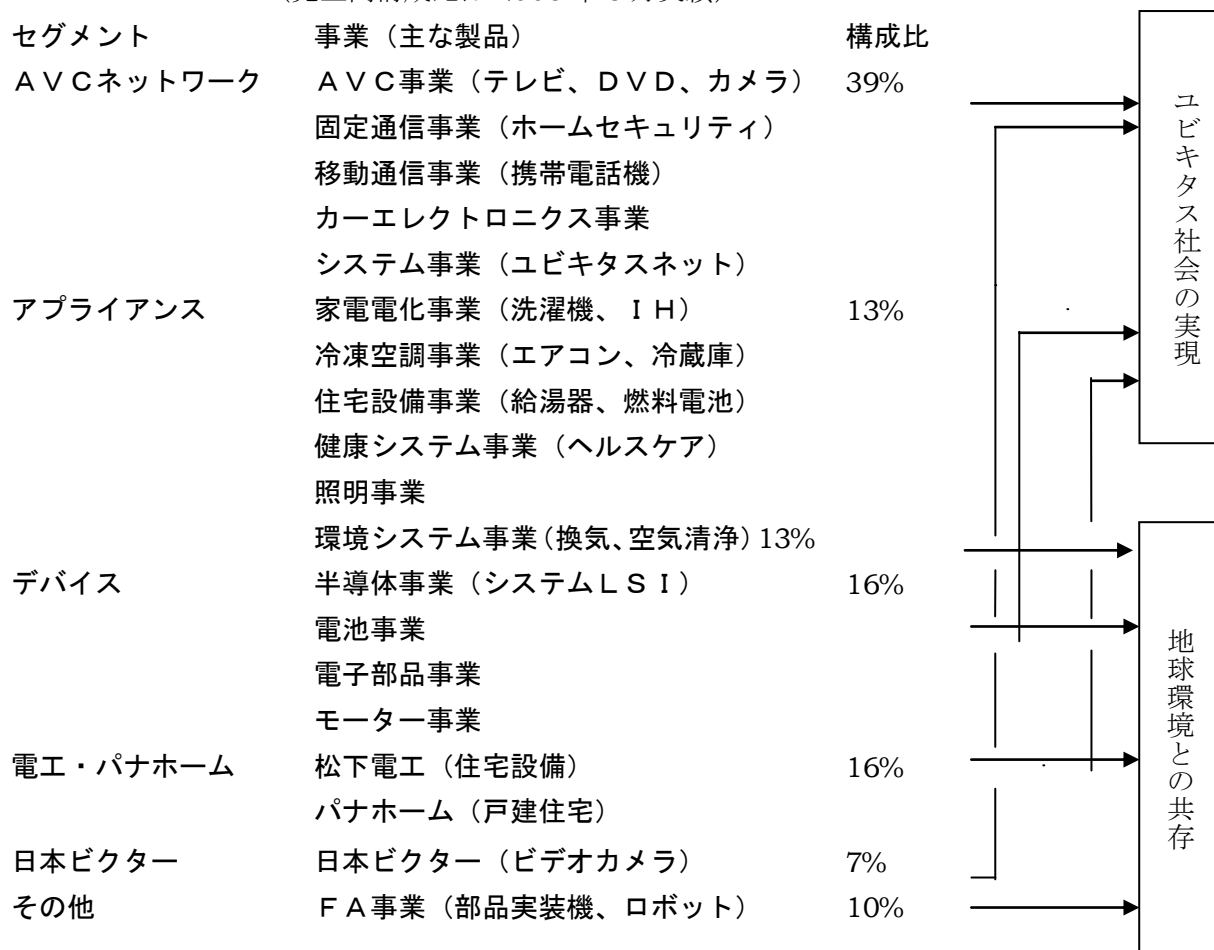
### 4 企業レベルの事業定義

松下電器は、2003 年 1 月に、事業部を廃止、子会社 5 社を完全子会社化したうえで、重複のない 14 事業 (2005 年 3 月時点では 19 事業) に再編する体制に移行した。各事業は「最先端技術でユビキタスネットワーク社会の実現と地球環境との共存に貢献するグローバルエクセレンスになる」というビジョンと明確に関連付けられている。具体的には、AVC (デジタル家電) がユビキタス、アプライアンス (白物家電) が地球環境という分類のもと収益の 2 本柱を形成し、高機能化する両部門の製品を支える制御機器の心臓部をデバイス部門がシステム LSI を内製することで支えることでシナジー効果 (顧客価値創造) を得る構造となっている。さらに、事業再編が一段落した 2004 年 3 月に、かねてよりの懸案だった松下電工の経営権を取得し、電器、電工の製品のシナジー効果をフルに生かしたソリューションをトータルに提案できる体制を整えるなど、事業定義のマイナーチェンジも抜かりなく行っている。



## 松下電器の事業セグメントとビジョンとの位置づけ

(売上高構成比は 2005 年 3 月実績)



## 5 企業成長戦略

家電業界は、一般に参入障壁が低く、一般消費者向け商品であるために製品差別化が難しく、新技術、新製品を開発してもすぐにリバースエンジニアリングによって模倣され、人件費の安い韓国、台湾、中国のメーカーに市場を奪われやすい。そこで、同社は、以下の成長戦略を立案し、他の追従を許さない持続的競争優位を確保しようとしている。(松下電器 HP、社長メッセージより)

### (1) V 商品の連打 (先行者利得)

同社の技術は、競合メーカーより優れているという確信のもと、先行者利益を狙った戦略をとろうとしている。すなわち、成長戦略の核となる戦略商品 (V 商品、2005 年度は 67 品目) を世界同時発売し、一気にトップシェアを確保し、売上、収益の同時最大化をはかる。

### (2) ブラックボックス戦略と戦略的研究開発のスピードアップ (中核的戦略資産の活用)

デジタル家電は制御中枢部品に自社で内製化したカスタマイズシステム LSI が使用されるため、ブラックボックス化が可能である。さらに、開発のクリティカルパスとなっているソフト開発に関して、科学的手法による開発プロセスマネジメントを採用した統合プラットフォームを開発し、5 倍以上のソフト開発効率を実現することで、顧客ニーズにすばや

く対応した製品を他社に先駆けて市場投入する。同社をはじめ日本の家電メーカーは、1990年代に韓国、台湾が既存の家電製品で安値攻勢をかけられシェアを奪われつつあった時代から、デジタル家電の研究開発を進めていたその成果が、今日の競争優位の源泉となった。シャープのTV向け大画面液晶技術同様、松下電器のデジタル家電用システム技術は、同社の競争優位の源泉に他ならない。なお、このような中核的戦略資産を他社に先駆けて自社内に形成するため、垂直統合による自社開発が有効であったように思われる。

### **(3) 戦略事業への集中的な投資と戦略的提携（規模の経済性、学習効果）**

デジタル商品の基幹デバイスである最先端システムLSIやプラズマテレビなどにそれぞれ1000億円規模の集中的な投資を行い、他社に先駆けて世界最大規模の生産体制を整える。また、補完的な技術を保有する競合企業とも戦略的提携を行い、長期的な競争優位の源泉を強化する。（プラズマディスプレイに関する日立との包括提携、液晶パネルに関する日立、東芝との合併）

### **(4) 海外事業の早期育成（新規市場の開拓）**

高い成長が見込まれる中国市場を有望な消費市場と見立て積極的にアプローチする。

このように同社が言う成長戦略のシナリオは、事業戦略における「勝者の強気戦略」をベースとし、商品のライフサイクルが短くなっているデジタル家電市場で、早期参入→市場占有→利益最大化によってキャッシュを確保し、これを次の戦略資産形成に集中的に投入するというキャッシュ循環シナリオを描いているのが特徴である。この成長戦略を社内で徹底するためか、同社の2005年度のスローガンは、「より早く、より強く」である。

今後の課題は、デジタル家電の次の市場形成をにらんだ戦略資産の形成である。同社は、ユビキタス社会におけるネットワーク複合商品を次世代の戦略商品と位置づけているように思われる、その場合の中核的戦略資産は、Ipv6（次世代インターネットプロトコル）に代表される次世代インターネット制御技術であろう。この分野は日本がデファクトスタンダードを取る可能性のある分野であり、今後の精力的な研究開発が期待される。また、バックアップとしては、生活支援型ロボットも有力分野の一つに上げられる。この分野は、関西地域の研究機関、中小メーカーが優れた技術を保有しており、同社にとってもベンチャー企業の買収、産学協同開発などの手法により外部資源を取り込むことでチャンスがある分野である。なお、事業撤退は主力事業のスムーズな世代交代に不可欠である。そのポイントは、撤退の判断基準をあらかじめ明確にしておくことである。同社の場合、CCM（EVA）またはフリー・キャッシュフローが3年連続赤字で撤退と決めている。

## **6 戦略資産**

### **(1) 現状で、戦略資産と呼べるもの**

松下電器が保有すると思われる戦略資産は以下のものである。

- ・デジタル家電製品開発力
- ・環境対応技術開発力
- ・ブランド力
- ・優れた工業デザイン力

- ・全世界に張り巡らされたマーケティング情報システム
- ・低コストで高品質の製品を製造する製造ライン（国内、アジア）
- ・全国展開された特約販売店網（顧客個別対応が可能）
- ・成長市場の中国に張り巡らされた販売網（中国国内メーカー除きトップ）

## **(2) 今後の投資で戦略資産と成り得るもの**

- ・ユビキタス関連技術
- ・燃料電池などエネルギー関連技術開発力
- ・住宅関連ソリューション提案力
- ・車空間高度化技術

ユビキタス関連技術については、国とも連携し早期のデファクト化を行う。燃料電池技術については、すでに提携関係にある東京ガスとの共同販売により、学習効果を生かした技術力向上を進める。住宅関連ソリューション提案力については、松下電工とのコラボレーションによりシナジー効果を生み出す。

## **(3) コア・コンピタンスと呼べるもの**

- ・システム LSI 開発力
- ・制御用ソフトウェア開発力

両者を組み合わせることで、デジタル制御関連のシステムならほとんど何でも短期間で作り上げることができ、その応用範囲は広い。近い将来、カーナビ、カーオーディオの進化形態としての車空間高度化システムなど、思いもよらないソリューションが提案される可能性がある。

## **(4) 今後の投資でコア・コンピタンスと成り得るもの**

- ・ユビキタス関連技術

いつでも、どこでもインターネットに接続できるユビキタスネットワーク社会は目前に迫っており、この分野の中核技術でありユビキタス関連技術を掌中に収めれば、さまざまな用途で応用が可能となる。

## **(5) 逆戦略資産：戦略資産効果に逆作用する要因**

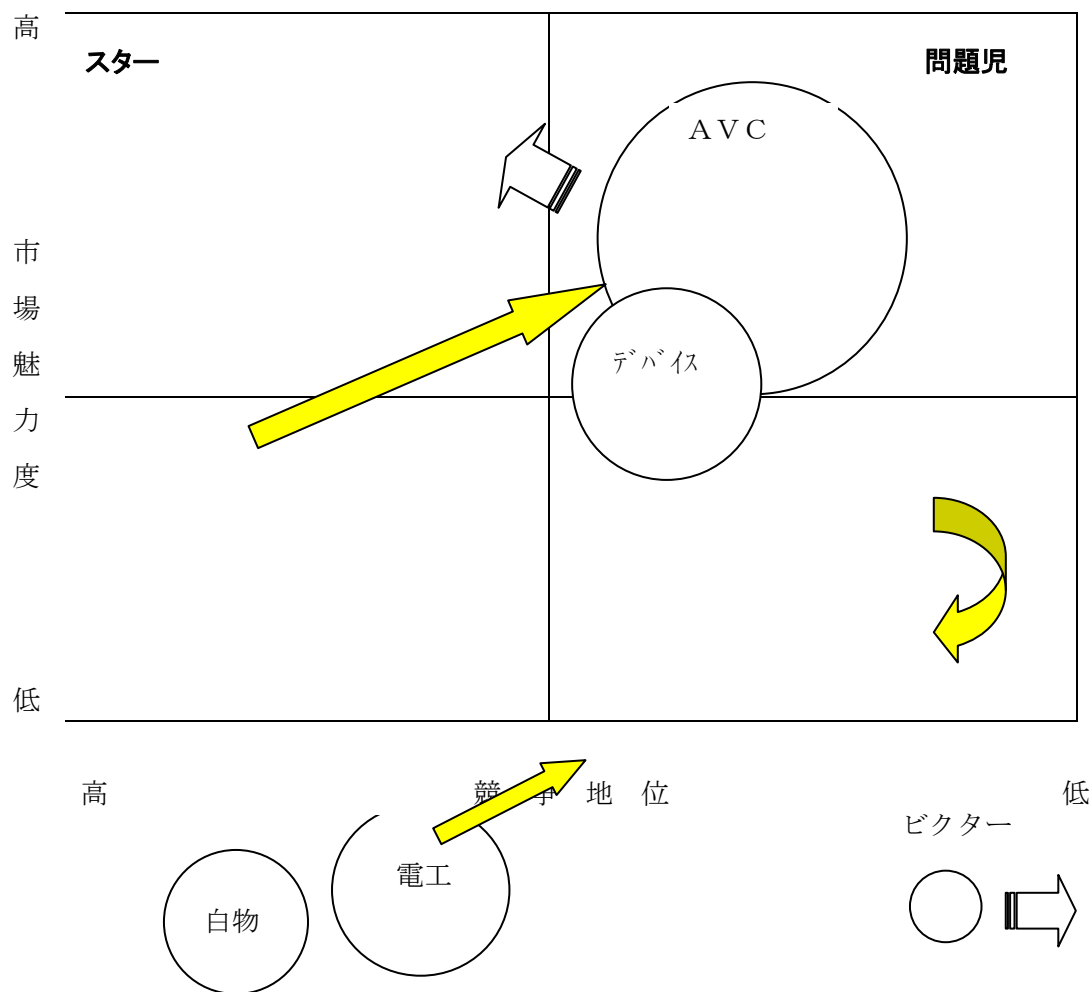
プラズマテレビの成功は、他の次世代テレビパネルの技術開発への投資を妨げる可能性がある。例えば、他社はシャープの液晶、松下のプラズマと直接対決を避けつつ、さらに高精度、高機能なパネルとなる可能性のある有機 EL や SED 方式などの開発を急いでいる。すでに、東芝が SED 生産工場の建設を決めたように、次世代テレビパネルとして有望視されている方式で、市場参入が遅れる可能性がある。

## 7 事業ポートフォリオ戦略

松下電器の事業セグメントの現状を評価すると次のようになる。

| セグメント           | 収<br>益<br>性 | 成<br>長<br>性 | 市<br>場<br>魅<br>力<br>度 | 生<br>産<br>性 | 効<br>率<br>性 | 投<br>資<br>負<br>担 | F<br>C<br>F | 評<br>価 |
|-----------------|-------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------|------------------|-------------|--------|
| AVCネット<br>ワーク   | △           | △           | ◎                     | ○           | ○           | △                | ○           | 問題児    |
| アプライア<br>ンス(白物) | ○           | ○           | △                     | ○           | ○           | ○                | ○           | 金のなる木  |
| デバイス            | ○           | ×           | ○                     | △           | △           | ×                | ×           | 問題児    |
| 電工・<br>パナホーム    | ○           | —           | △                     | ○           | △           | ○                | ○           | 金のなる木  |
| 日本<br>ビクター      | ×           | ×           | ×                     | △           | ○           | ×                | ×           | 負け犬    |
| その他             | ○           | ○           | △                     | ○           | △           | ○                | ○           | —      |

主力の AVC は収益性、成長率ともにいまひとつである。市場全体の魅力度が高いだけに「問題児」であり、内部の不採算事業（携帯電話、ファクシミリ）のリストラ、さらなる成長事業への投資によって、収益性、成長性を向上させ、「スター」へ持って行きたいところである。アプライアンス（白物家電）は、中国市場でV商品を展開することで、当面安定したフリー・キャッシュフローが期待できる「金のなる木」である。デバイスは、AVCセグメントの競争優位を支えるシステム LSI を内製している部門であり、同社のコア・コンピタンスともいえる戦略部門である。設備投資負担が大きい、競争が激化し不振のモーター部門を切り離せば（ミネベアと経営統合済み）、スターになる可能性がある。電工・パナホームは、子会社化により電器の事業とのシナジーが期待できることから、安定してフリー・キャッシュフローを生み出す売り「金のなる木」として期待できる。ビクターは、市場も飽和状態にあり、このまま、ヒット商品が生まれなければ、撤退も考慮すべき「負け犬」状態にある。その他部門は、ロボットなど有望分野も抱えており、将来を期待できる。上記の評価を図にまとめると以下のようになる。



### 金の成る木

### 負け犬

事業ポートフォリオ戦略としては、将来のスター部門として期待がかかる AVC ネットワーク事業と、同事業とシナジー効果を持つデバイス部門の成長のために、現在、アプライアンス（白物家電）事業と松下電工・パナホーム事業からキャッシュを移転する戦略を実行していると思われる。なお、日本ビクターに関しては、市場が飽和状態にあり、今後、ヒット商品が生まれなければ撤退もやむなしの厳しい状況にある。同社のポートフォリオ戦略で問題なのは、全体として業績が伸びている中で、売上の 4 割を占める主力の AVC ネットワークの収益性と成長性が伸び悩んでいることである。その原因のひとつは、セグメント内部の不採算事業（携帯電話、ファクシミリ、オーディオ機器）の存在である。同社としては、セグメント内の個別事業ドメイン毎に、CCM およびフリーキャッシュフローを用いた撤退基準が適用されるから、収益性が回復しなければ事業撤退により、合理化効果が期待できる。こうした合理化による縮小均衡を避けるためにも、AVC セグメント内部で、将来の有望事業を戦略的に育成していく必要がある。

## 8 シナジー効果

松下電器は、事業部と子会社を再編統合して、シナジー効果の高い事業については、しゃ

ないカンパニー制を敷く垂直統合型の企業戦略によって、事業ポートフォリオ上の各事業は、いたるところでシナジー効果を活用することができるようになっている。例えば、AVC ネットワークセグメント内の各事業は、内製化されたキーデバイス（半導体事業）、ソフトウェア開発支援システムなどからなる開発プラットフォームを共用することで、範囲の経済を享受している。・子会社化した松下電工の住宅関連設備事業、パナホームの戸建事業、松下電器の固定通信事業、アプライアンス事業を組み合わせることで、家のトータルソリューション提案事業を展開中である。これは、顧客価値相乗効果を生かしたものである。SD メモリーカードによって、業界のデファクト・スタンダードを確立し、薄型テレビから、デジタルカメラ、ビデオカメラに至る各種 AV 機器や携帯電話をまたがって、同社製品はもとより、他社製品との間でも情報のやりとりを簡単に行えるようになっている。これは、デファクトデバイスによる顧客価値相乗効果を創造したケースである。シナジー効果を用いることのデメリットは、キーデバイスや基本ソフトにバグがあった場合の影響範囲の拡大である。システムが複雑になればなるほど、ソフトのチェックに要する時間とコストは上昇する傾向にあり、ソフト開発部隊への負担は高まる。その点、最近同社が開発に成功したソフト開発のための統合プラットフォーム（ユニフィエ）は、開発部隊の負担軽減、リスクマネジメントという観点からも画期的な成果が期待できる。

## 9 事業ポートフォリオ組み替え

松下電器は、1933 年に一品一事業部制を導入して以来、同社の事業部制はつとに有名である。同社の事業部制は自主責任経営の原則が貫かれ、資金の内部留保が認められるなど、独立色の強い組織であり、特に成功した事業部が会社設立が認められるなど、一種の連邦制的な組織形態である。各事業部は内部で競争することで組織の活力を維持し、次々と新しい製品を世に送り出すなど、松下電器が世界企業に成長する原動力となったシステムである。各事業部間の利害調整は本社機能が担うが、特に、創業者松下幸之助が健在なうちは、大きな利害対立は顕在化しなかった。しかし、事業範囲が拡大するとともに、重複事業の非効率性が目立つようになり、また、家電業界内の競争に勝ち抜くための戦略商品の開発には、全社的な経営資源の集中が効率的であることもあって、戦略分野を中心に事業本部を設立する動きが、同社の歴史の中で何度も起きている。

1933 年 松下幸之助氏が事業部制を導入（一品一事業部制）

1944 年 製造書生に改組（戦時体制）

1950 年 事業部制を再導入（戦後の復興を目指す）

1956 年 電化偉業本部を設置

1972 年 事業本部製を廃止し、事業部制を強化

1975 年 3 総括事業本部を設置（世界同時不況対応）

1978 年 3 統括事業本部を廃止、事業部を社長直轄に（社長：山下俊彦氏）

1984 年 事業本部制を復活、4 本部制（テレビ、ビデオ、電化、情報機器）

1994 年 事業本部制廃止、事業部制再強化（社長：森下洋一氏）

2003 年 事業部制を解体、子会社とともに 14 事業ドメイン会社に再編（社長：中村邦夫氏）

企業変革の視点から見れば、このゆれ動きを「企業が成長するためのパラドックス・マネジメント」とみなす説もある。すなわち、1978 年の山下氏による事業部制復活は、組織全体が統合化の方向にあるなかで、一旦わざと逆にふることで、自己責任の考え方を再認識させるとともに、事業部制の矛盾を増幅し、後の統合へ向かうエネルギーの貯めを作ったという解釈である。確かに、人間の集合体としての組織は、刺激がないと活力が低下する傾向にあり、ゆれ動きをマネジメントすることで、成長への活力を呼び覚ます効果があるという説には一理ある。世界経済が、1990 年代後半からますますグローバル化し、家電業界には、韓国、台湾、中国といった新興国が安い賃金を武器に参入するなかで、同社の経営は、価格の急速な低下によって収益性が悪化し、2002 年には赤字となる危機的状況を迎えた。そうしたなかで、同社の非効率が顕在化していた事業部制が解体され、関係会社 5 社の完全子会社化とあわせて事業を 4 分野 14 事業ドメインに再編する改革が断行された。同社が行った事業ポートフォリオ組み換えのポイントを以下にまとめる。

#### ①全社方針

- ・ユビキタスネットワーク社会の実現と地球環境との共存をビジョンとして打ち出す。
- ・グループ内事業の重複、分散を排除し、戦略事業に経営資源を集中する。
- ・14 の事業ドメインに再編。全社の構造改革完了後は、各偉業領域で個別の改革を続行。
- ・ブラックボックス技術を持ち、環境に配慮した商品で、ユニバーサルデザインで際立った特徴を

持った戦略商品群 (V 商品) を世界同時発売し、一気にトップシェアを狙う戦略を採用。

#### ②事業評価指標

- ・CCM (キャピタル・コスト・マネジメント) (一種の EVA 指標) とフリー・キャッシュフローが 3 年連続赤字事業は撤退

#### ③選択と集中の徹底

#### ④キャッシュフローを重視

#### ⑤成長戦略の実行 (事業提携、分離、統合を含む)

- ・戦略事業への積極投資  
システム LSI 工場に 1300 億円、プラズマテレビに 950 億円
- ・他社との戦略的提携  
プラズマディスプレイ事業で、日立と包括提携  
液晶パネルで日立、日立ディスプレイズ、東芝と合弁会社設立
- ・海外販路、生産拠点の拡大  
中国 1 兆円全社実行プロジェクトの推進
- ・合理化  
コストバスターズプロジェクトの推進  
連結総資産圧縮 (2001 年から在庫削減を中心に 2004 年度末までに 1 兆 2000 億円の圧縮)  
電池 : 国内生産中止。中国へ  
モーター : ミネベアと経営統合 (武生松下電器、ナショナルマイクロモータ清算、EBO)  
東芝とのブラウン管事業統合

同社の事業ポートフォリオ組み換え方法は、子会社や各事業部が重複して保有していた資源を事業再編により一本化するとともに、不採算事業を別会社と統合して切り離す事業創造・選択型ともいうべきものである。見方によっては、一事業を一部門が担当する松下幸之助氏が最初に採用した事業部制に回帰するものともいえる。グループ本体は、事業部から吸収した利益を元手にグループ全体の開発・成長戦略を策定し、戦略事業に集中的な投資を行う、資源再配分の役割を担う。

## 10 事業ポートフォリオ・マネジメント

### 10.1 事業単位間資源配分

事業ポートフォリオ戦略で記述したように、松下電器の場合、将来のスター候補事業である「AVC ネットワーク事業」と「デバイス事業」に、アプライアンス事業と電工・パナホーム事業からキャッシュが移転されている。具体的には、子会社であるエアコン事業を行う松下冷機（株）や松下電工（株）、パナホーム（株）から余剰資金を本社が吸い上げ、本体の社内カンパニーである「パナソニック AVC ネットワーク社」や「半導体社」に設備投資資金を供給することで、両社内カンパニーの巨額の設備投資をまかなっている。

### 10.2 企業組織構造

同社の組織は、グループ会社制である。すなわち、下表の通り、戦略事業であり、互いにシナジー効果の期待できる事業については、社内カンパニーとして本体内に抱えるとともに、シナジー効果の薄い事業は、グループ子会社として社外に置いている。

| セグメント      | 社内カンパニー                                                                                                                              | グループ子会社                                                                                                                         |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AVC ネットワーク | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ パナソニック AVC ネットワーク社</li> <li>・ パナソニックオートモティブシステムズ社</li> <li>・ パナソニックシステムソリューションズ社</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ パナソニックコミュニケーション（株）</li> <li>・ パナソニックモバイルコミュニケーションズ（株）</li> <li>・ 松下寿電子工業（株）</li> </ul> |
| アプライアンス    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 松下ホームアプライアンス社</li> <li>・ ヘルスケア社</li> <li>・ 照明社</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 松下冷機（株）</li> <li>・ 松下エコシステムズ（株）</li> </ul>                                             |
| デバイス       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 半導体社</li> <li>・ モータ社</li> </ul>                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 松下電池工業（株）</li> <li>・ 松下電子部品（株）</li> </ul>                                              |
| 電工・パナホーム   |                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 松下電工（株）</li> <li>・ パナホーム（株）</li> </ul>                                                 |
| 日本ビクター     |                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 日本ビクター（株）</li> </ul>                                                                   |
| その他        |                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ パナソニックファクトリーソリューションズ（株）</li> <li>・ 松下産業情報機器（株）</li> <li>・ 松下溶接システム（株）</li> </ul>       |



### 10.3 事業撤退、分離

同社は、事業の撤退基準として、CCM またはフリー・キャッシュフローが 3 年連続で赤字となった場合に、事業から撤退するという基準を定めている。ただし対象となるのは既存事業だけであり、収益が上がるまで時間がかかる新規事業には適用しないことで、長期的な成長の芽を摘まない配慮を行っている。同社の最近の事業撤退例として、情報用モーター事業のミネベアと統合、東芝とのブラウン管事業統合、電池の国内生産中止などがある。

#### 付属資料 10：企業戦略分析

(出所：F チーム：鳥越 敬、永井 康子、中川 紘、名田 秀彦、西村 由佳、野口 博嗣 「経営戦略応用研究 ケース・レポート No.3 パナソニック株式会社」 2010 年 9 月 11 日)

#### パナソニック株式会社 (2010)

##### 1 業績内容

##### 1.1 連結貸借対照表および損益計算書にもとづいた経営分析

##### (1) 安全性

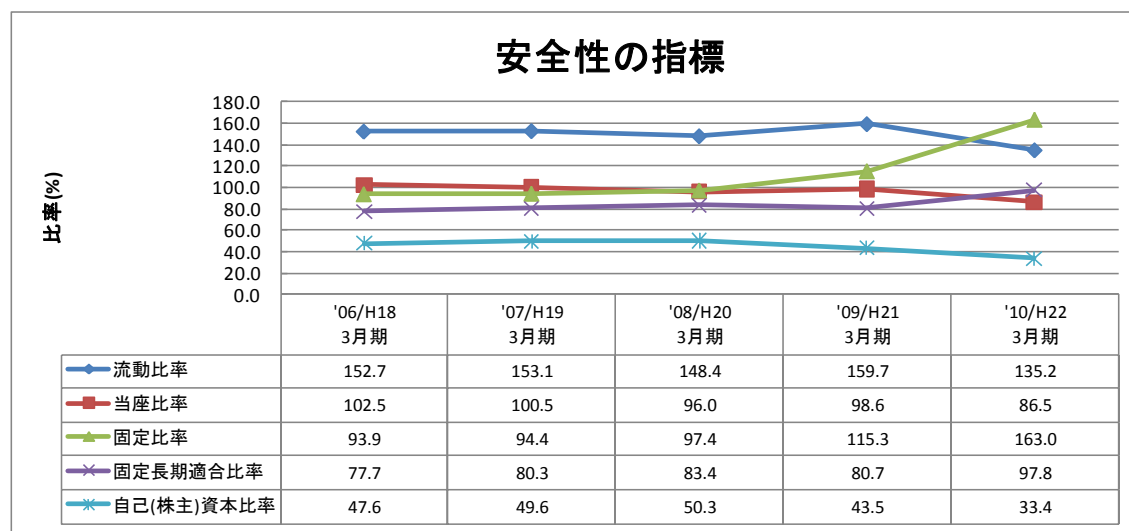


図 1.1.1 安全性の指標

流動比率は短期の負債に対する企業の支払い能力を見るが、一般に 200%以上が望ましいとされ、製造業では 100%以上が目安となる。これに対し、パナソニックは 150%前後での推移となっており、十分な水準を維持している。より短期に現金化可能な当座資産で見る企業の支払い能力、すなわち当座比率については、一般に望ましい水準と言われる 100%を従来は上回っていたが、ここ 3 年は割り込み、低下傾向である。固定資産がどの程度自己資本でまかなわれているのかをみる固定比率については、低いほど安全性が高いと判断できるが、一昨年までの安定的な推移に比して、2009 年度で大きく悪化している。これは三洋電機買収に伴う 514,419 百万円ののれん計上によるところが大きい。固定長期適

合率も 100%が一様の目安になるが、その近傍での安定的な推移となっている。自己資本比率については、50%前後という高水準で推移してきたが、2009 年度では 33.4%にまで低下している。これについては、三洋電機の買収に伴い、総資産が膨らみ、自己資本比率を低下させたものである。もとより強固な財務体質に定評があったパナソニックだけに、依然、高水準を維持してはいるが、5 年間の中では、2009 年度における三洋電機の買収もあり、かつての圧倒的な安定性に陰りが見えている。買収で生じたのれんに相応しいシナジー早期に発揮できるかどうか問われている。

## (2) 収益性

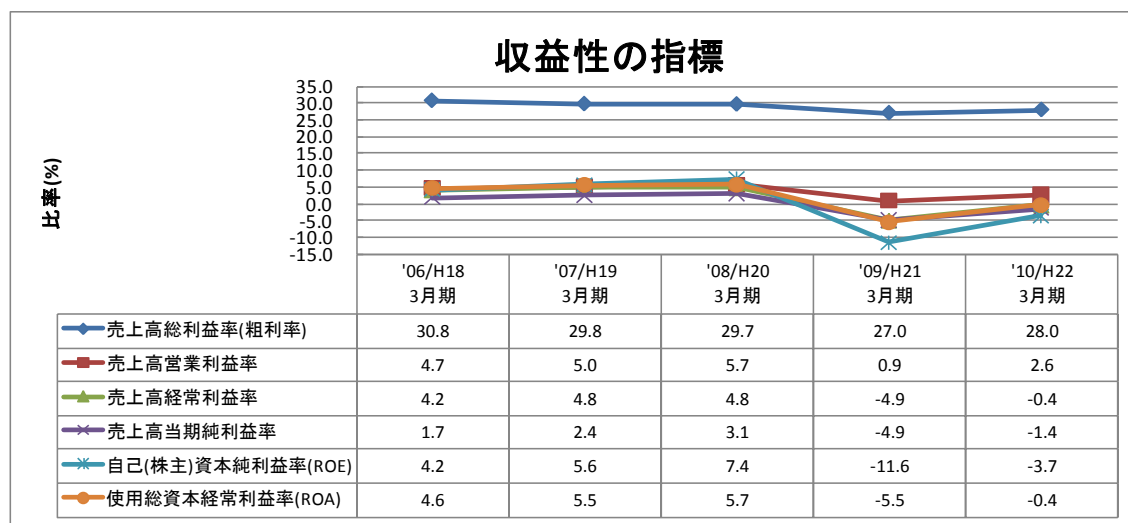


図 1.1.2 収益性の指標

収益性について、粗利率は安定的な推移となっている。

営業利益率については従来、5%前後での推移であったが、リーマンショックの影響を受けた 2008 年度でゼロベースにまで低下、2009 年度で 2%台半ばまで持ち直している。一方で、ここ 2 年は当期純利益は大幅なマイナスとなっている。これは、2,000 億円～4,000 億円の営業外損失を計上したものであり、液晶や PDP を中心としたデバイス設備の減損処理や三洋電機買収に伴う改革費用、構造改革費用等が含まれている。こうした状況から ROE、ROA ともここ 2 年はマイナスの推移となっている。

## (3) 成長性

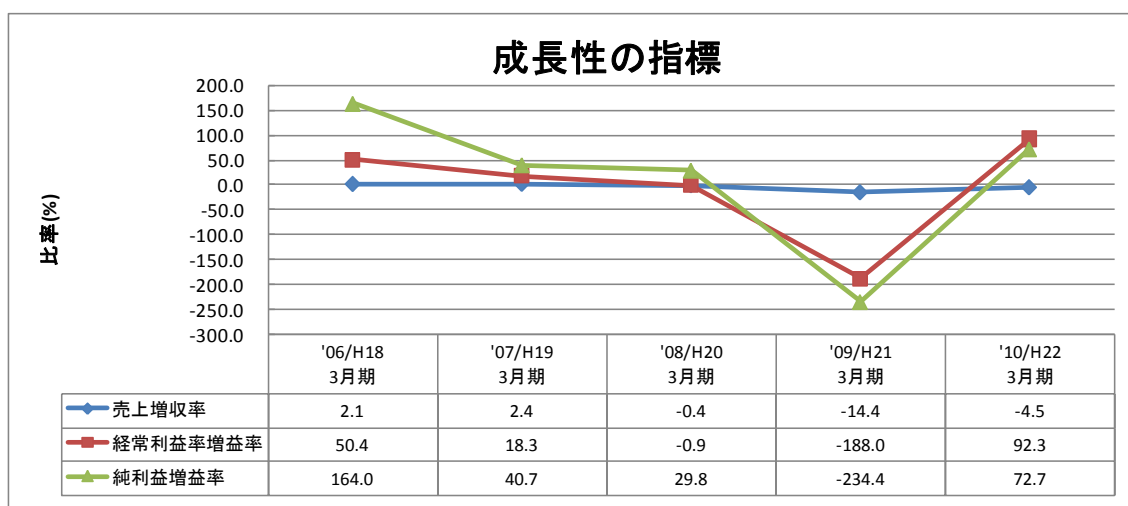


図 1.1.3 成長性の指標

売上伸長率については、2008 年度でリーマンショックの影響から大幅減収となっている。その後、2009 年度でももう一段の落ち込みを見せているが、減収幅は緩やかとなっており、底打ち感はある。収益は急回復させている。

(4) 生産性

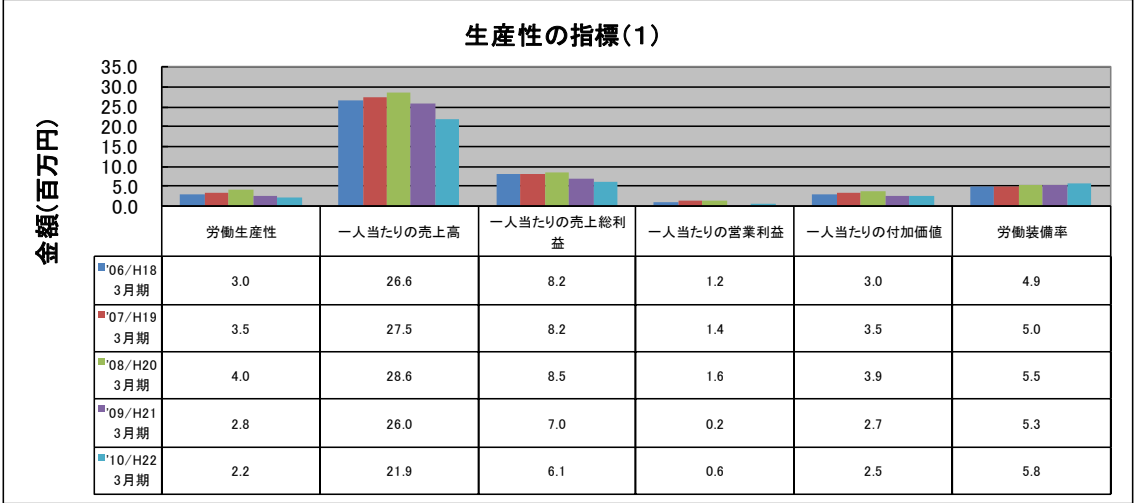


図 1.1.4 生産性の指標 (1)

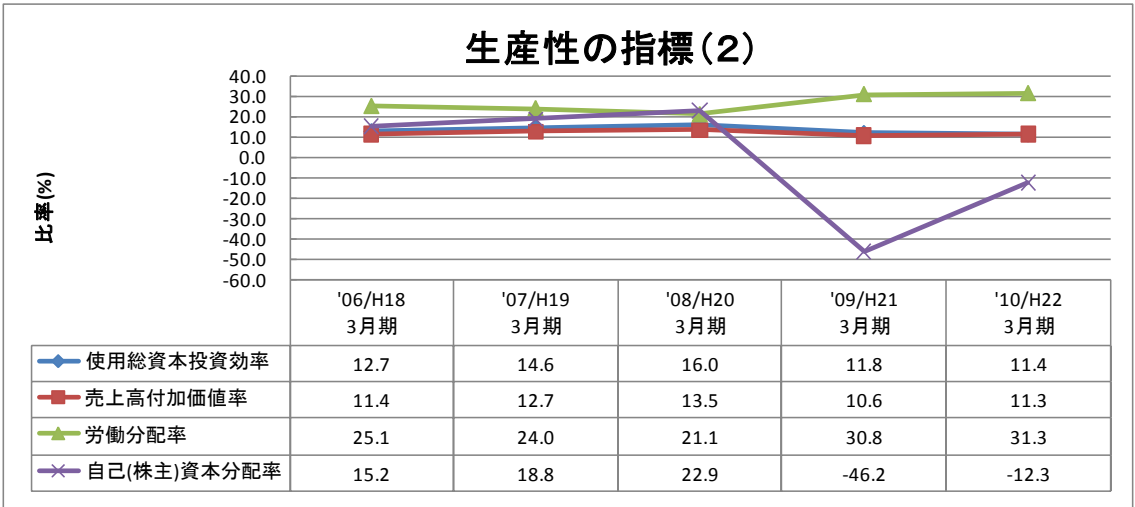


図 1.1.5 生産性の指標 (2)

生産性の指標について、2007 年度までは安定的な推移であったが、2008 年度のリーマンショックで一気に悪化、今後、過去の水準まで戻せるかに焦点があたることになる。

## (5) 効率性

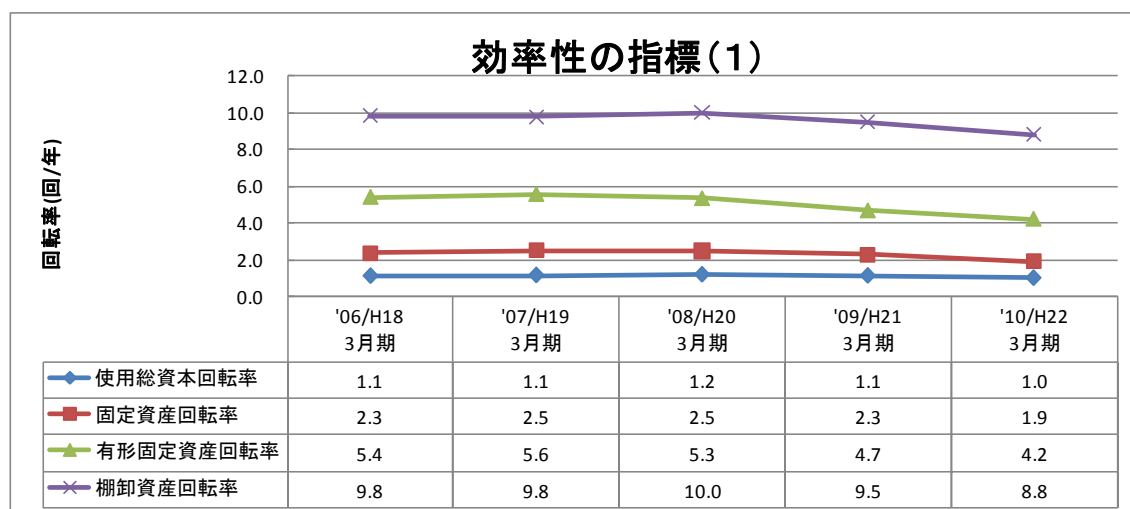


図 1.1.6 効率性の指標 (1)

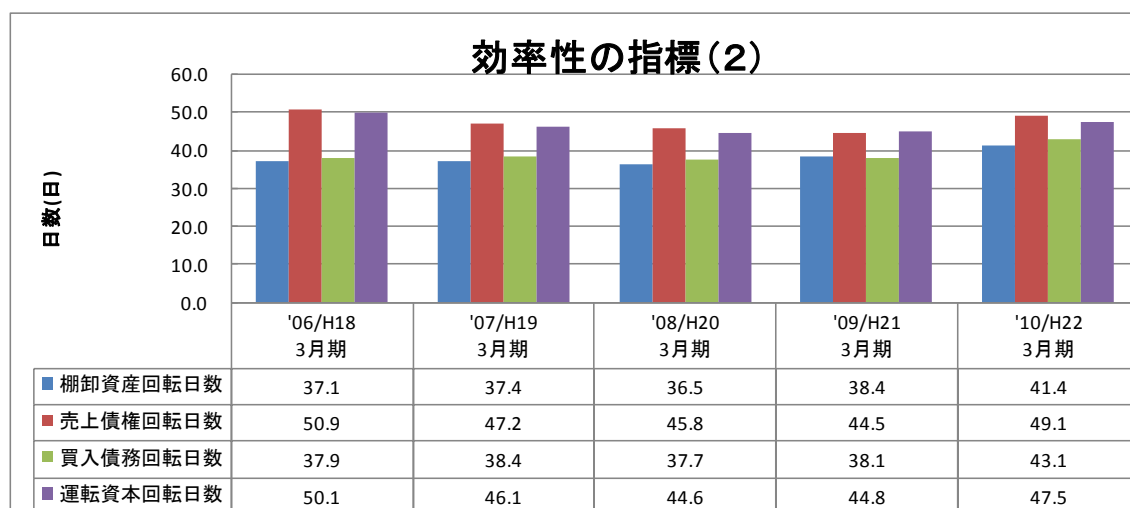


図 1.1.7 効率性の指標 (2)

各回転率の指標については、ここ5年回、概ねフラットである。2008～2009年度については売りの低下を受けて、回転率、回転日数ともやや悪化している。総資本回転率は1.0回が業界としての目安となるが、同水準はクリアしている。直近の決算期では、棚卸資産の回転日数並びに売上債権の回転日数ともに悪化しており、在庫の積みあがり、回収の遅れなど、販売、回収という基本的な部分で悪い兆しが見られている。

## (6) その他

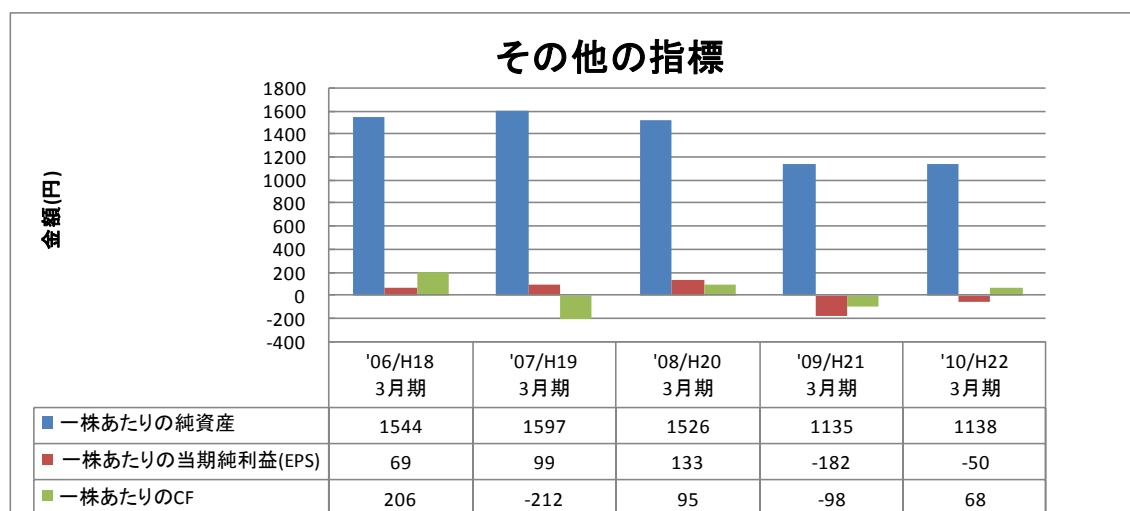


図 1.1.8 その他の指標 (1)

株価の割安感を測る一株あたりの指標について、ここ2年での劣化が顕著となっている。ここ2年の株価低迷と連動性が見られる。

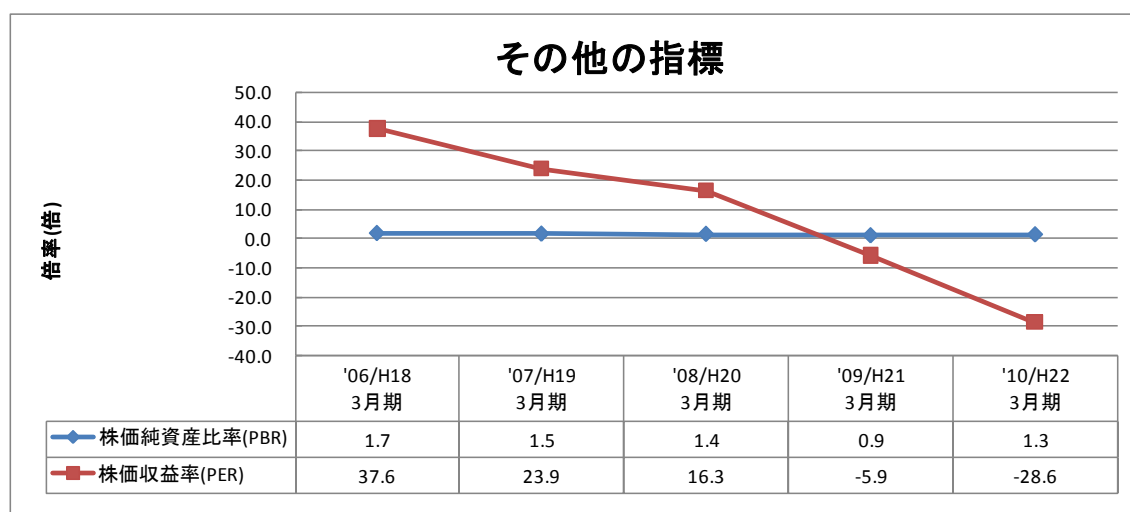


図 1.1.9 その他の指標 (2)

PBR、PER の株価関連指標については、株価の下落の受け、低落傾向にある。PBR については、リーマンショック時の 2008 年度では、ほぼ下限である 1 倍を割り込んだが、2009 年度では落ち着きを取り戻している。PER については、平時での業界平均が 20 倍程度となっている。ここ2年は異常値となっているが、それ以前は概ね同水準での推移であった。ここ2年は業界も低下しており、業界構造的な課題でもある。

## 1.2 連結キャッシュフロー計算書のCF分析

### ・キャッシュフローの状況

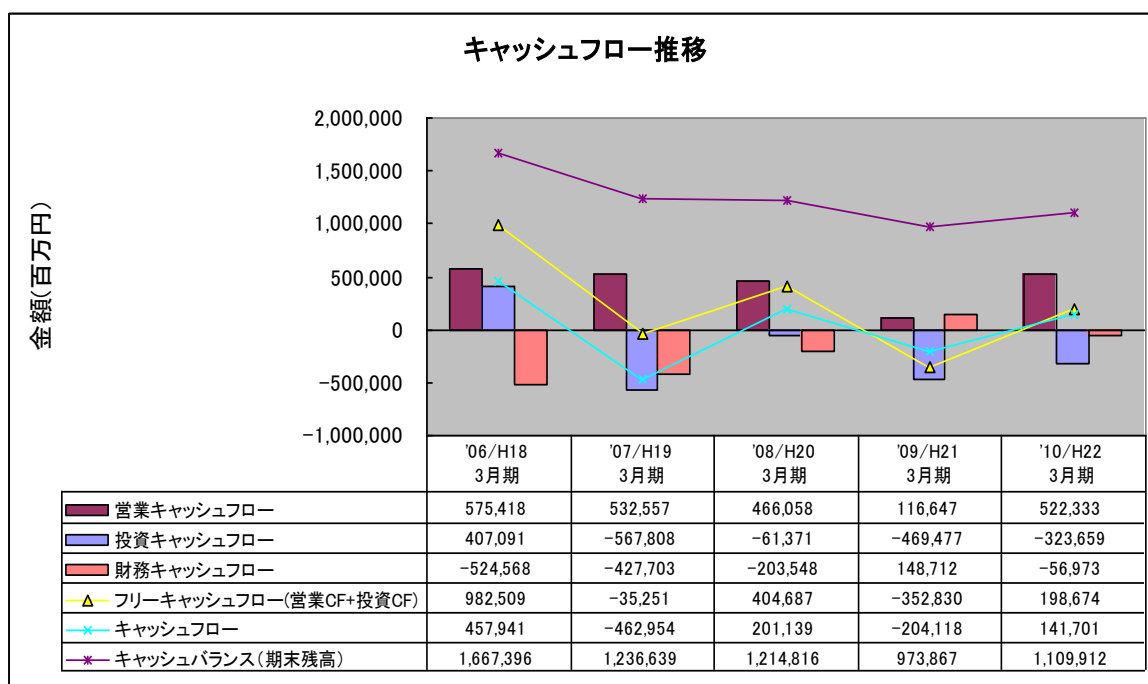


図 1.2.1 キャッシュフロー推移

営業キャッシュフローは基本的にプラスの傾向であるが、2009 年下降しているのは、リーマンショックの時期と重なり売上高減少による影響で、2010 年 3 月期には上昇傾向に戻っている。投資キャッシュフローは 2006 年は関連会社の譲渡や売却収入により増加しているが、以後は、定期預金や固定資産の購入などによる変動である。財務キャッシュフローは 2006 年度、新規借入金が増加したことに加え、長期債務の返済の増加により、使用量が増加。以後は、減少傾向にある。

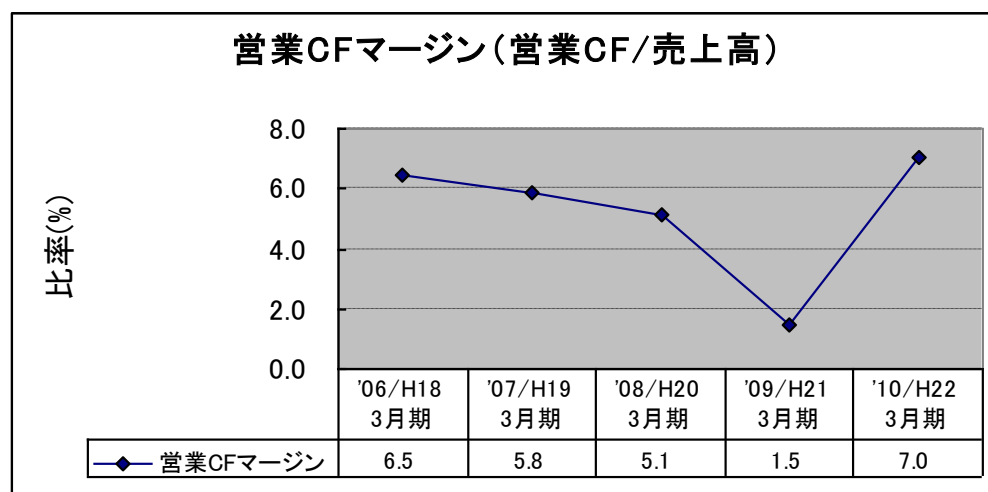


図 1.2.2 営業CFマージン

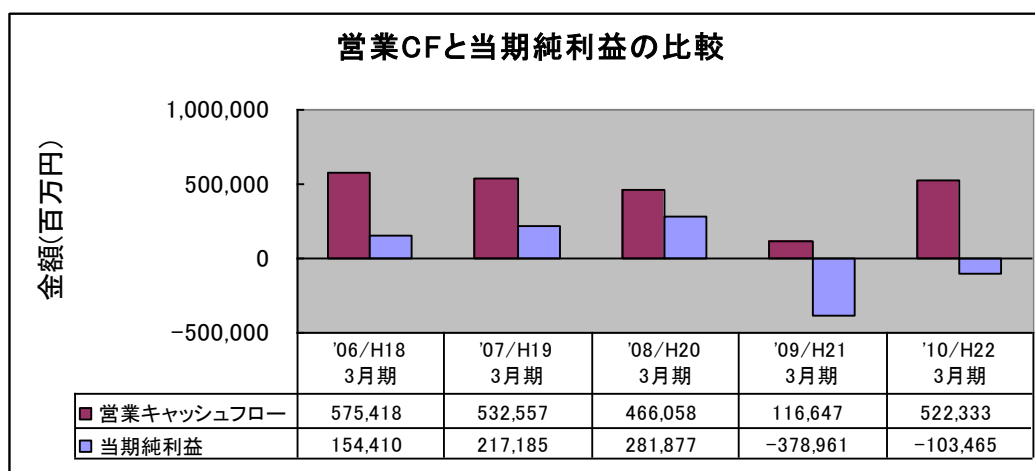


図 1.2.3 営業 CF と当期純利益

当期純利益に対する営業キャッシュフローの割合からH21年度からは、当期純利益による営業キャッシュフローの下支えは弱くなっているといえる。

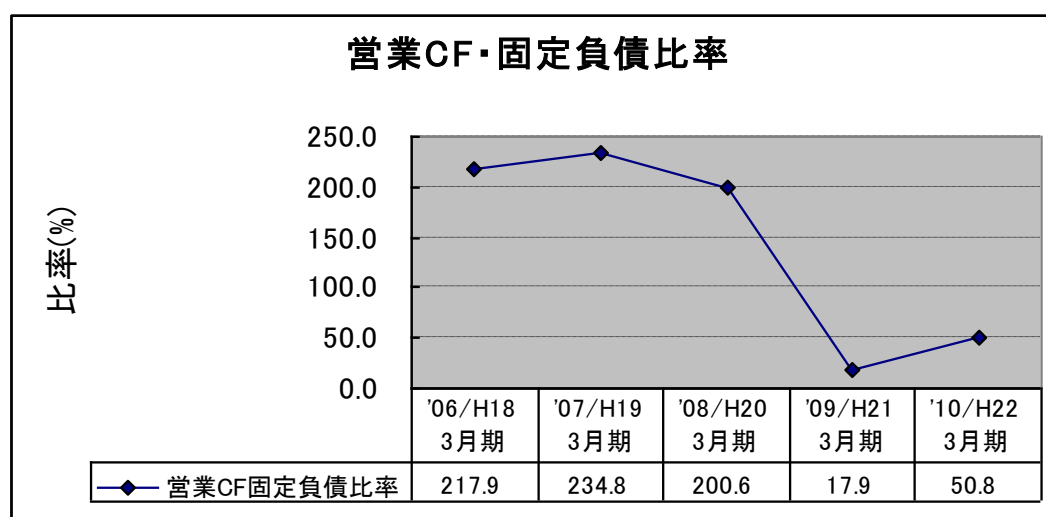


図 1.2.4 営業 CF ・ 固定負債比率

固定負債の返済能力を示す指標である「営業 CF 固定負債比率」は、2009 年に大きく下降しているが、2010 年回復傾向。

### 1.3 事業種類別および所在地別セグメント経営分析

#### 1.3.1 事業種類別分析

Panasonic には大きく分類し、従来からの主力事業であるの AV 事業とアプライアンス事業、電子デバイス事業、そして、買収子会社である電工・パナホーム・サンヨー、そしてその他の事業に分類される。この 6 つの事業について、各項目を俯瞰したい。まずは両事業の生み出す営業利益の絶対額から、AV 事業・アプライアンス事業・デバイスで 8 割程度の営業利益を生み出している。子会社事業から 2 割程度となる。

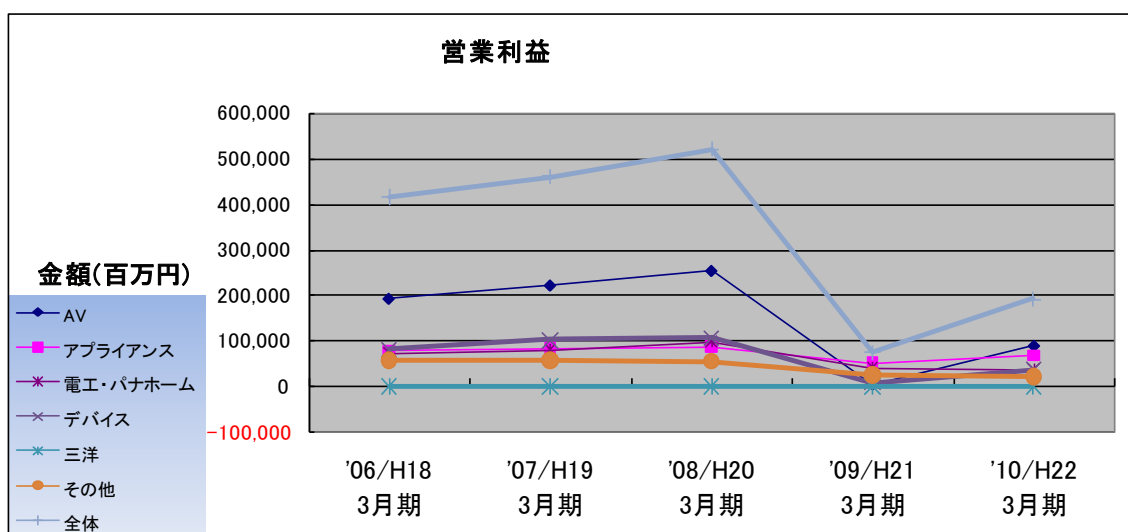


図 1.3.1 営業利益

### (1) 収益性

全体的に各事業とも低下傾向だが、AV 事業とデバイス事業の低下が著しい。リーマンショック後の需要急減とコモディティ化という事業環境の変化に、コスト構造が対応できていない状況がよくわかる図である。比較的アプライアンス事業と、電工・パナホーム事業は安定している。

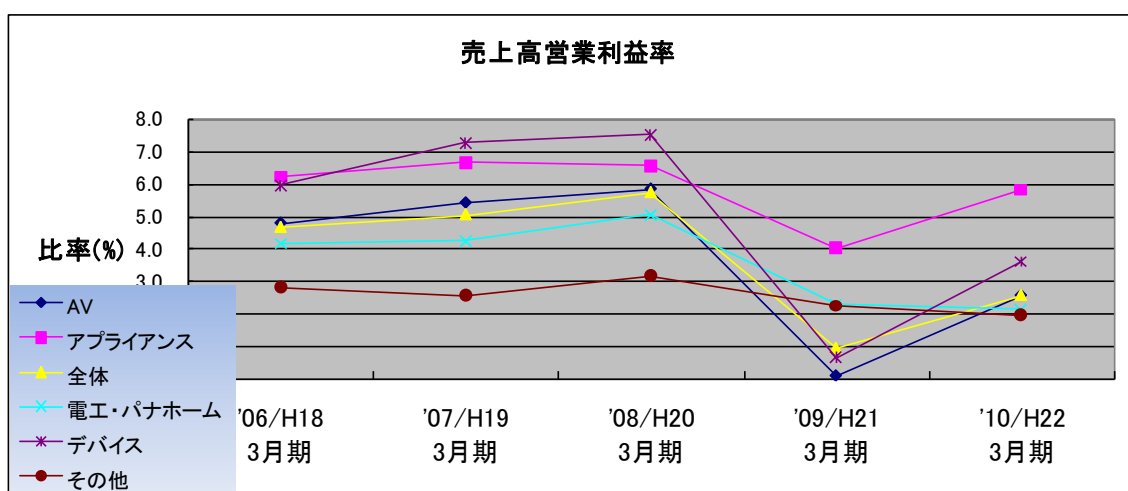


図 1.3.2 売上高営業利益率

営業キャッシュフローマージンは、デバイス事業は安定的にキャッシュフローを生み出している。それ以外の事業は横ばいである。



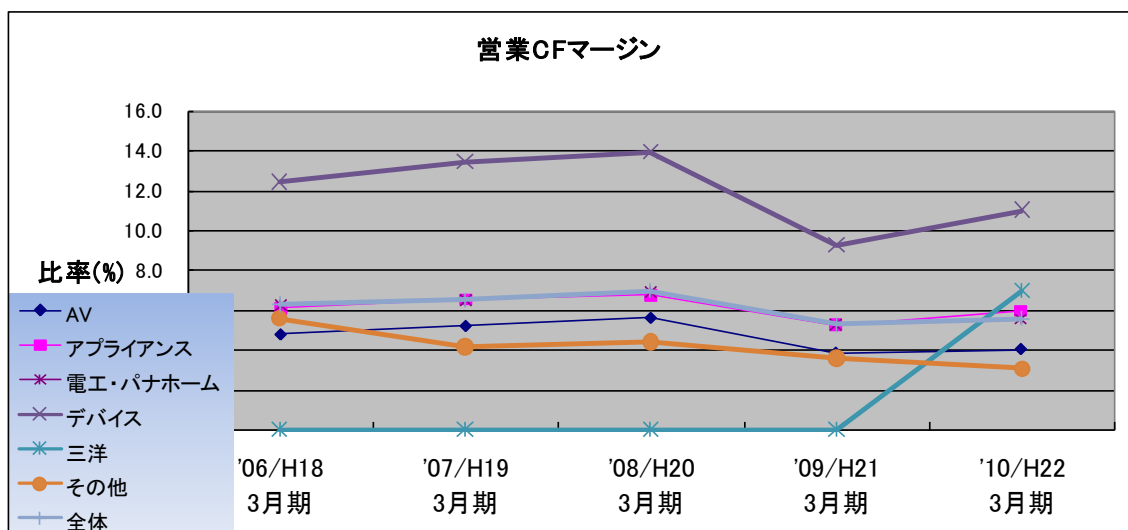


図 1.3.3 営業 CF マージン

## (2) 成長性

ここでは売上高増収率で成長性を見たい。全ての事業で、マイナス成長が 2 年間続いている。成長性には各事業とも大きな課題を抱えている状況である。

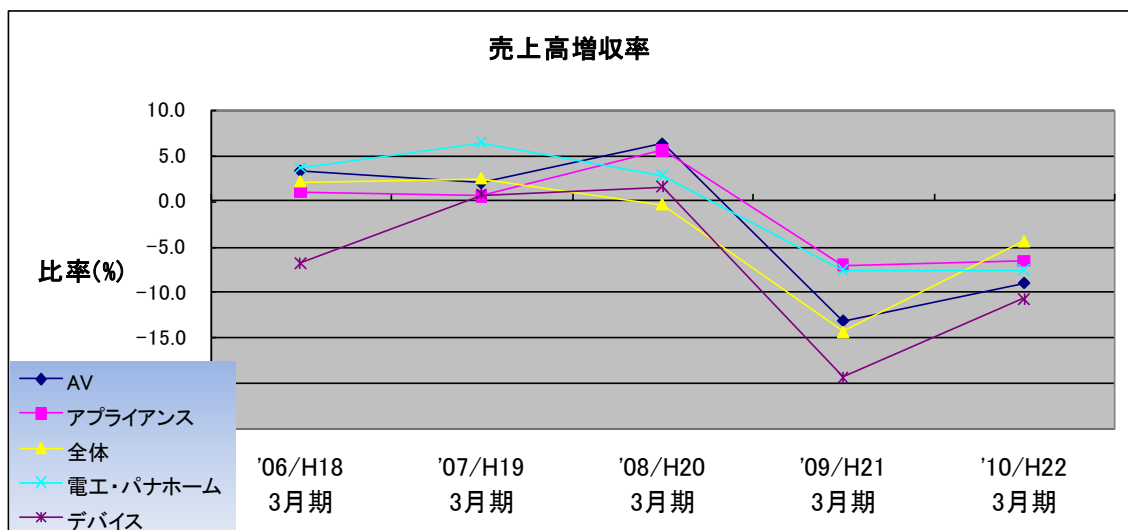


図 1.3.4 売上高増収率

## (3) 生産性

各事業とも低下傾向である。三洋の従業員の数が増えた分、全体の一人当たり売上高を押し下げている。

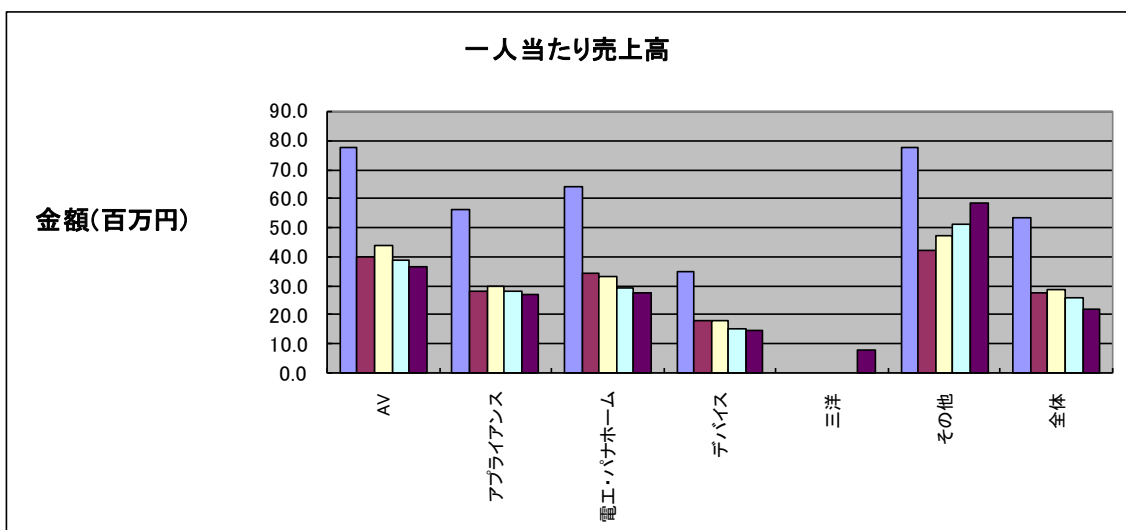


図 1.3.5 従業員一人当たりの売上高

従業員一人当たりの営業利益（図 1-3-6）は、明らかに低下傾向である。アプライアンス事業に関しては、比較的安定的な生産性を維持している。

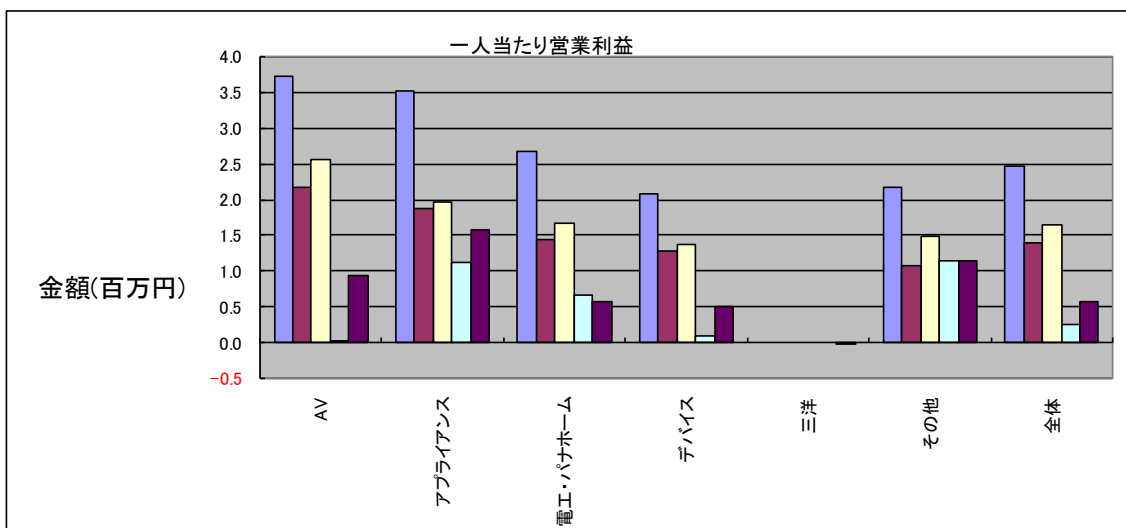


図 1.3.5 従業員一人当たりの営業利益

#### (4) 効率性

効率性に関して、資本回転率から検証する。1 を上回るべきであるが、全体で上回っており、大きな問題はない。

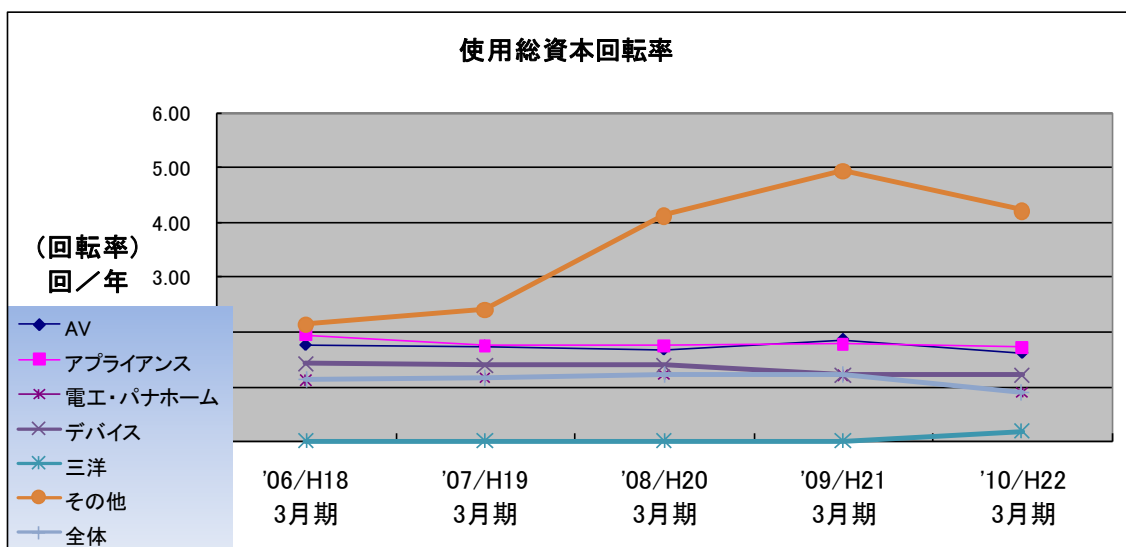


図 1.3.6 総資本回転率

### 1.3.2 所在地別セグメント経営分析

地域別の状況については、売上高では日本市場での売上が 55%程度、北米市場での売上が 12%程度となる。欧州が 10%程度、アジアが 23%程度である。国内市場に依拠した経営体質である点がわかる。ここでは収益性、成長性についてレビューする。

#### (1) 収益性

売上高営業利益率（図 1-3-8 参照）を見ると、リーマンショック以後、アジア事業を除き低下している。売上高のコントリビューションが高くない、北米・欧州の低下が著しい。

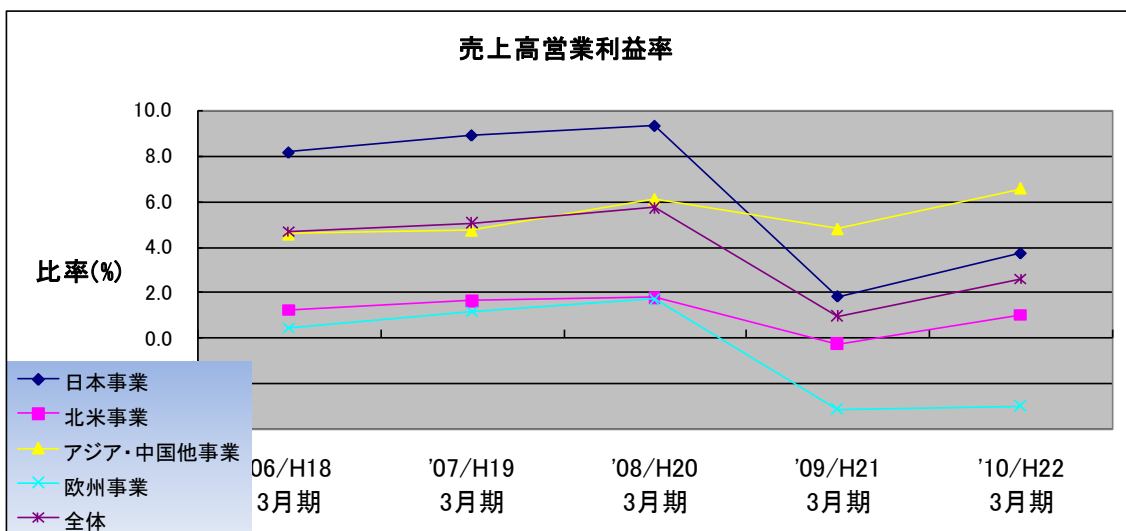


図 1-3-8 地域別売上高営業利益率

#### (2) 成長性

売上高増収率（図 1-3-9 参照）からは、リーマンショック以後、ほぼすべての市場腕マイナス成長である。アジア市場は回復も一番早く、今後の成長ドライバーとして期待される。いずれにせよ、成長性には疑問符が付く。

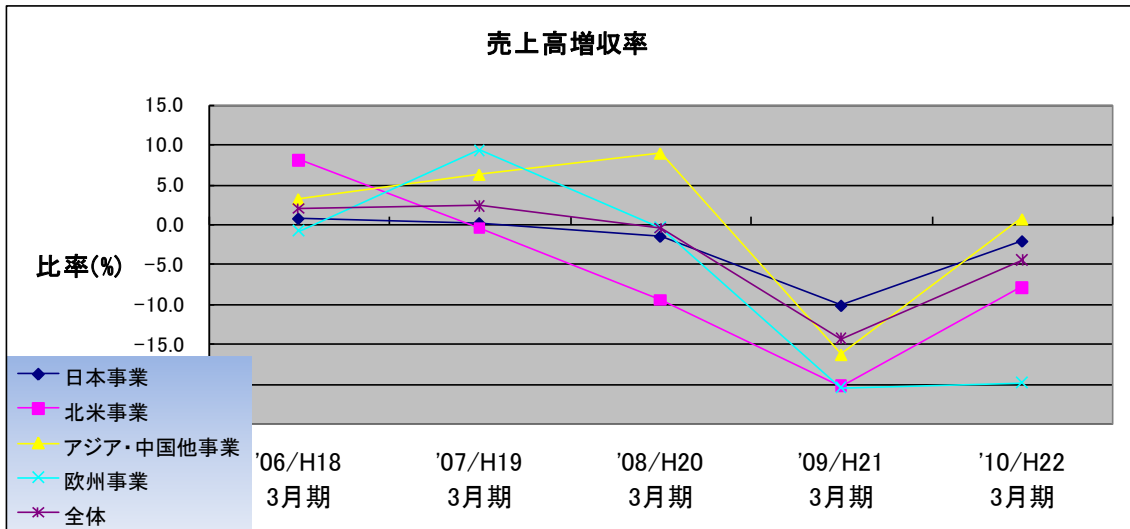


図 1-3-9 地域別売上高増収率

#### 1.4 事業種類別セグメント情報にもとづいたCF分析

##### (1) 営業キャッシュフローマージン

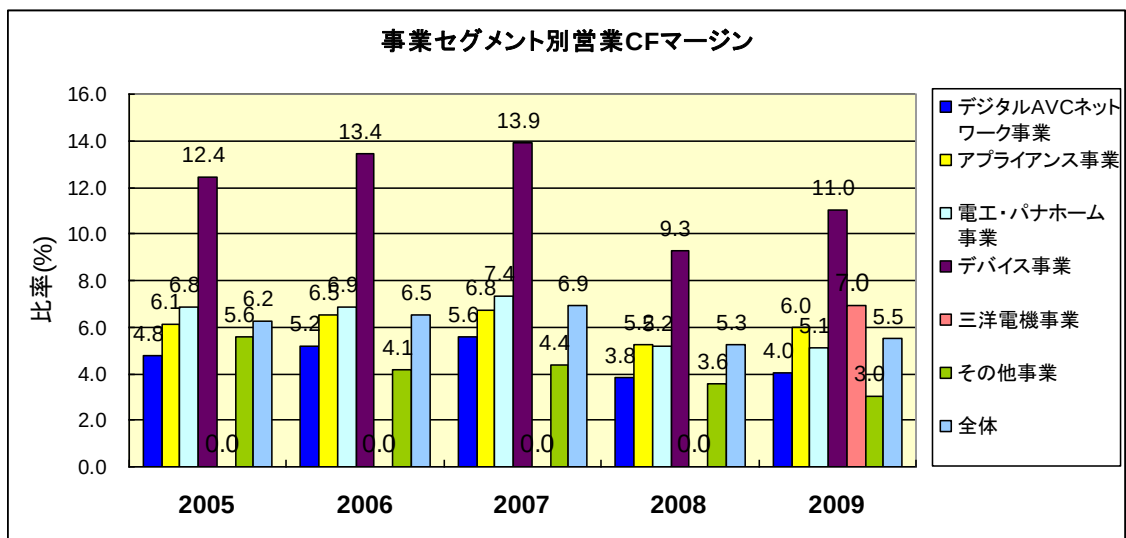


図.1.4.1 事業セグメント別営業CFマージン

営業CFマージンは、デバイス事業が10%超ともっとも高い、次いで、電工パナホーム事業が5%を超える率を維持しているが、全体的に減少傾向となっている。

## (2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

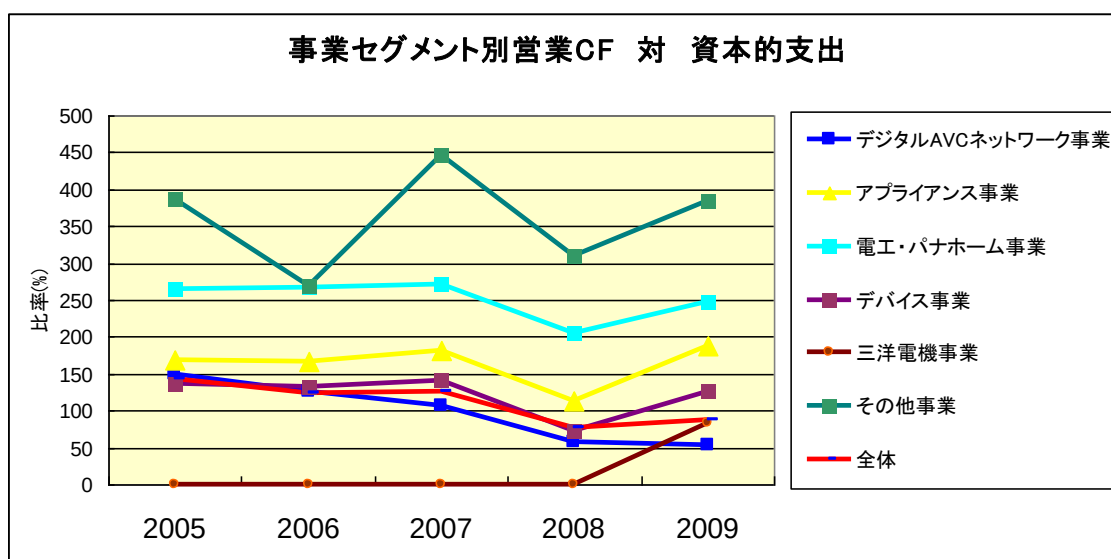


図 1.4.2 事業セグメント別営業 CF 対資本支出比率

営業 CF 対資本的支出では、その他事業が 300%を超える比率で推移。電工パナホームも 200%を超える効率性を維持している。アプライアンス、デバイスが 100%-200%ゾーンであるが、デジタル AV ネットワークに関しては、100%を切り、悪化傾向。薄型 TV パネル、エナジー事業などへの新規生産設備投資に対する、市場からのリターンが十分得られない構造が鮮明となってきている。

## (3) フリー・キャッシュフロー

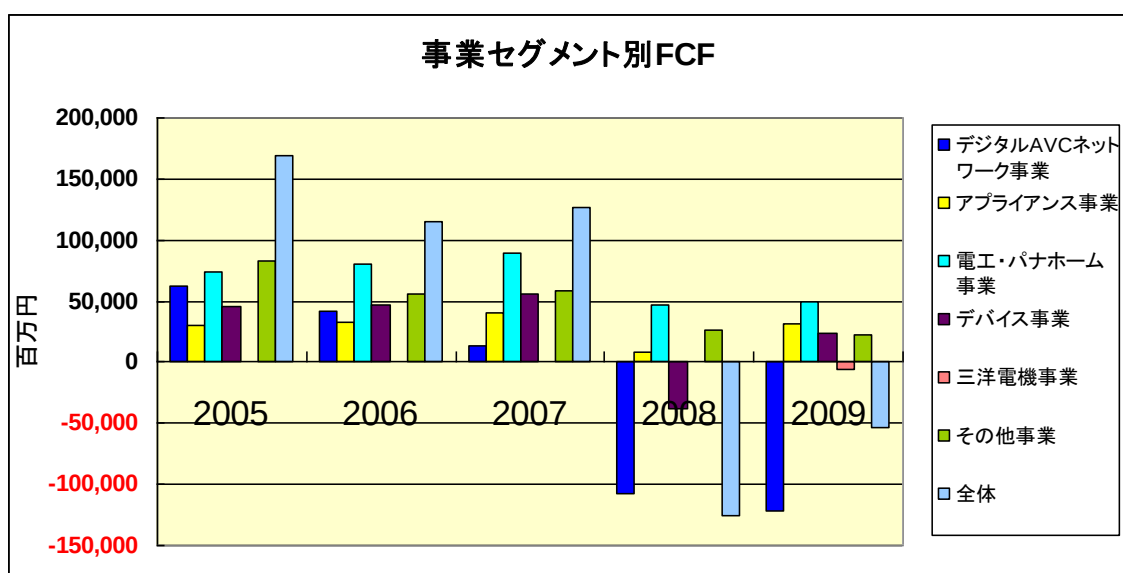


図 1.4.3 事業セグメント別 CF

FCF についても、デジタル AV、一部デバイスの積極投資が裏目に出ている。一方電工パナホームなどは、プラス FCF を維持しており、堅調。デジタル AV での投資に対する回収が今後課題となる。

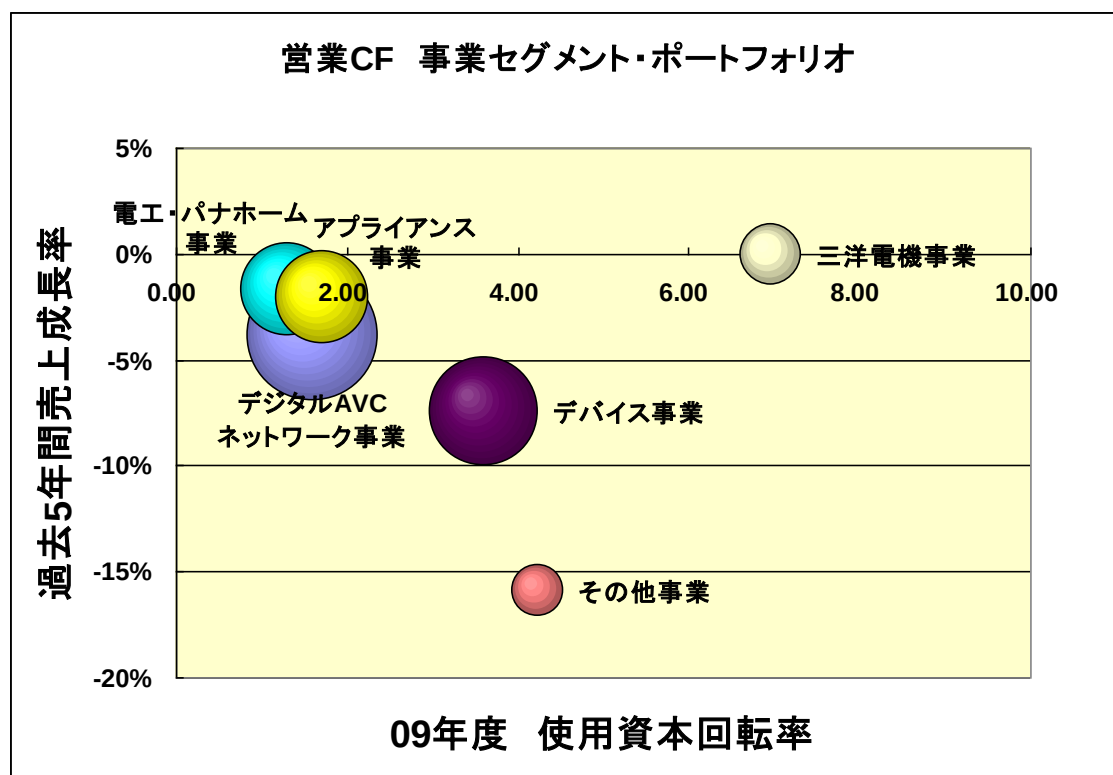


図 1.4.4 事業セグメント別に見るキャッシュフローのポジション

過去 5 年間の平均売上高成長率（成長性）と 09 年度の使用資本回転率（経営効率）及び、09 年度の営業キャッシュフロー（価値の規模）をプロットすると、図 1.4.4 に示す通り、事業セグメント別のポジションが明確となる。全ての事業セグメントで過去 5 年間通算で売上マイナス成長であるが、キャッシュフローインパクトを考慮すれば、デジタル AV の収益構造の建て直しが急務である。また、安定的にキャッシュフローを獲得している電工、および経営効率面で優れるデバイス事業をバランスよく伸ばしてゆく必要がある。成長戦略の要としての三洋電機のエネルギー事業のポートフォリオへの取り込みが課題となる。また、既存事業についても新興市場を中心とした総需要は今後も伸長することが見込まれる一方でコモディティ化が進むデジタル家電、アプライアンス商品では、ブランド価値を毀損しないように、収益を獲得できるマーケティングやコスト構造の抜本改革が求められる。電工・パナホームやその他事業では、新しい分野への投資先を見定め安定した FCF を継続的に維持しつづける必要がある。

## 1.5 企業価値分析

### 1.5.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）・投下資本収益率（ROIC）の算出

経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）

| 指標            | 単位  | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 | '09/H21<br>3月期 | '10/H22<br>3月期 |
|---------------|-----|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 経済付加価値(EVA)   | 百万円 | 15,183         | 25,128         | 79,326         | -146,804       | -117,565       |
| 投下資本収益率(ROIC) | %   | 6.07%          | 6.76%          | 7.90%          | 1.59%          | 2.78%          |

#### ■算出要素

|                 |     |           |           |           |           |           |
|-----------------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| NOPAT           | 百万円 | 267,188   | 296,126   | 335,681   | 64,162    | 124,680   |
| 資本費用            | 百万円 | 252,005   | 270,998   | 256,355   | 210,966   | 242,246   |
| 加重平均資本コスト(WACC) | %   | 5.74%     | 6.21%     | 6.21%     | 5.33%     | 4.84%     |
| 有利子負債           | 百万円 | 603,915   | 449,970   | 388,606   | 745,665   | 1,327,992 |
| 投下資本（簿価）        | 百万円 | 4,391,536 | 4,366,711 | 4,130,935 | 3,958,246 | 5,007,765 |
| 営業利益            | 百万円 | 414,273   | 459,541   | 519,481   | 72,873    | 190,453   |

#### ■計算式要素

|          |     |           |           |           |           |           |
|----------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 時価株主資本   | 百万円 | 6,414,734 | 5,826,001 | 5,298,594 | 2,622,314 | 3,507,866 |
| β        | 倍   | 1.056     | 1.056     | 1.056     | 1.056     | 1.056     |
| リスクプレミアム | %   | 4.50%     | 4.50%     | 4.50%     | 4.50%     | 4.50%     |
| 無リスク金利   | %   | 1.361%    | 1.751%    | 1.697%    | 1.515%    | 1.358%    |
| 実効税率     | %   | 40.5%     | 40.5%     | 40.5%     | 40.5%     | 40.5%     |

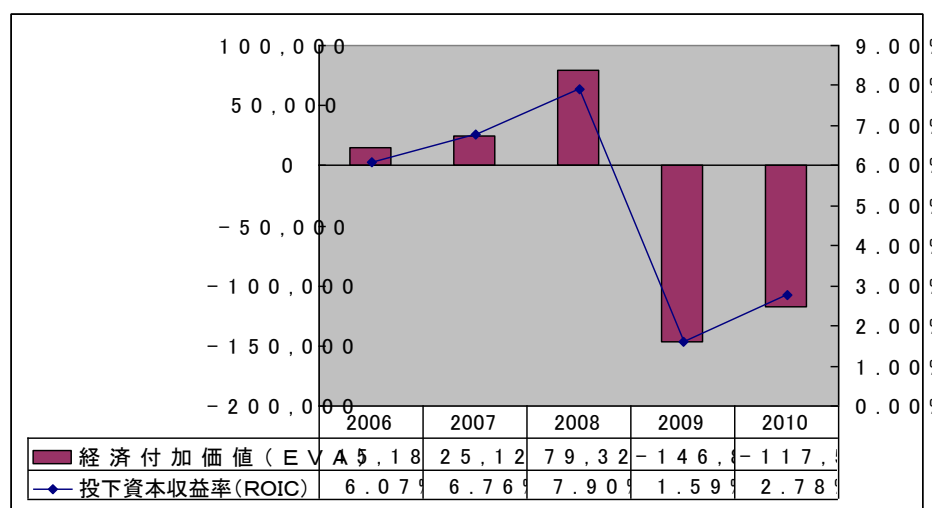


図 2.1.1 EVA・ROIC

経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）データ入手方法

| 指 標           | 説明又は計算式                      |
|---------------|------------------------------|
| 経済付加価値(EVA)   | NOPAT-資本コスト                  |
| 投下資本収益率(ROIC) | NOPAT(税引後営業利益)÷投下資本(簿価)の期中平均 |

#### ■算出要素

|                 |                                            |
|-----------------|--------------------------------------------|
| NOPAT           | (営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-法定実効税率)               |
| 資本費用            | 簿価投下資本×加重平均資本コストWACC                       |
| 簿価投下資本          | 資本合計+有利子負債(短期借入金+長期借入金+社債)                 |
| 加重平均資本コスト(WACC) | (1-株主資本比率)×負債コスト×(1-法定実効税率)+株主資本コスト×株主資本比率 |
| 有利子負債           | 短期借入金+長期借入金+社債                             |

#### ■計算式要素

|                |                                    |
|----------------|------------------------------------|
| 時価株主資本         | 株価×発行済株式数                          |
| $\beta$        | BloombergのWebsite8/28から取得          |
| マーケット・リスクプレミアム | 厚生労働省ホームページから取得                    |
| 無リスク利子率        | 10年物国債応募者利回りIICパートナーズ国債利回り推移(年間平均) |
| 法定実効税率         | 法定実効税率は有価証券報告書に記載の40.5%を使用         |

2009年3月期にEVAが大きくマイナスになり、その傾向は2010年も続く。EVAの向上のためには、NOPATの増加か、資本費用の減少といった2通りの理由があげられるが、パナソニックのケースでは、NOPATの減少が、EVAの低下の最大の要因である。ROICも2009年大きく減少する。ROIC算出の要因となる投下資本が大きく変動していないため、EVA同様、ROICの下落要因もNOPATの下落であるといえる。2010年については若干回復するものの、十分な数値とはいえない。

### 1.5.2 企業価値指標を算出

#### 1.5.2.1 企業価値評価指標の算出方法および計算結果

##### (1) フリー・キャッシュフロー価値

2011/03以降のフリー・キャッシュフローの予測は過去5年の平均フリー・キャッシュフローに対して同期間の売上高の平均成長率で変化すると仮定した。今回の場合はマイナス成長率となった。(平均フリー・キャッシュフロー:5年間のフリー・キャッシュフローの平均:39,558百万円。平均成長率:5年間の売上高成長率の平均:-2.96%。予測期間は5年とした。継続価値は(6年目のフリー・キャッシュフローの現在価値)/(継続価値の資本コスト)とした)

表 2.2.1 フリー・キャッシュフロー価値算出



単位：百万円

|                 | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 | '09/H21<br>3月期 | '10/H22<br>3月期 | '11/H23<br>3月期 | '12/H24<br>3月期 | '13/H25<br>3月期 | '14/H26<br>3月期 | '15/H27<br>3月期 |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 営業キャッシュフロー      | 575,418        | 532,557        | 466,058        | 116,647        | 522,333        |                |                |                |                |                |
| 投資キャッシュフロー      | 407,091        | -567,808       | -61,371        | -469,477       | -323,659       |                |                |                |                |                |
| フリーキャッシュフロー     | 982,509        | -35,251        | 404,687        | -352,830       | 198,674        | 232,467        | 225,585        | 218,908        | 212,428        | 206,140        |
| 平均フリーキャッシュフロー   |                |                |                |                | 239,558        |                |                |                |                |                |
| 売上高             | 8,894,329      | 9,108,170      | 9,068,928      | 7,765,507      | 7,417,980      |                |                |                |                |                |
| 売上高成長率          | 2.1%           | 2.4%           | -0.4%          | -14.4%         | -4.5%          |                |                |                |                |                |
| 平均成長率           |                |                |                |                | -2.96%         |                |                |                |                |                |
| 06/H18 3月期の予測期間 |                | -33,338        | 361,954        | -298,447       | 158,931        | 175,872        |                |                |                |                |
| 07/H19 3月期の予測期間 |                |                | 381,040        | -312,800       | 165,842        | 182,711        | 166,942        |                |                |                |
| 08/H20 3月期の予測期間 |                |                |                | -332,214       | 176,135        | 194,051        | 177,304        | 162,002        |                |                |
| 09/H21 3月期の予測期間 |                |                |                |                | 188,621        | 209,536        | 193,044        | 177,851        | 163,853        |                |
| 10/H22 3月期の予測期間 |                |                |                |                |                | 221,740        | 205,248        | 189,982        | 175,852        | 162,772        |
| 予測期間の割引現在価値(A)  | 364,973        | 583,734        | 377,279        | 932,905        | 955,594        |                |                |                |                |                |
| 加重平均資本コスト       | 5.7%           | 6.2%           | 6.2%           | 5.3%           | 4.8%           |                |                |                |                |                |
| リスクフリーレート       | 1.36%          | 1.75%          | 1.70%          | 1.52%          | 1.36%          |                |                |                |                |                |
| 継続価値の資本コスト      | 4.38%          | 4.46%          | 4.51%          | 3.81%          | 3.48%          |                |                |                |                |                |
| 継続価値(B)         | 3,687,190      | 3,423,883      | 3,282,988      | 3,957,165      | 4,330,216      |                |                |                |                |                |
| 企業価値：(A) + (B)  | 4,052,163      | 4,007,616      | 3,660,267      | 4,890,071      | 5,285,809      |                |                |                |                |                |

## (2) 株式・負債時価評価価値

算出式は次の通り。

株式・負債時価評価価値＝期末株価×発行済株式数＋有利子負債簿価

期末株価：決算期末日の終値

発行済株式数：期末の数値

## (3) 市場付加価値（MVA）＋簿価投下資本

それぞれの算出式は次の通り。

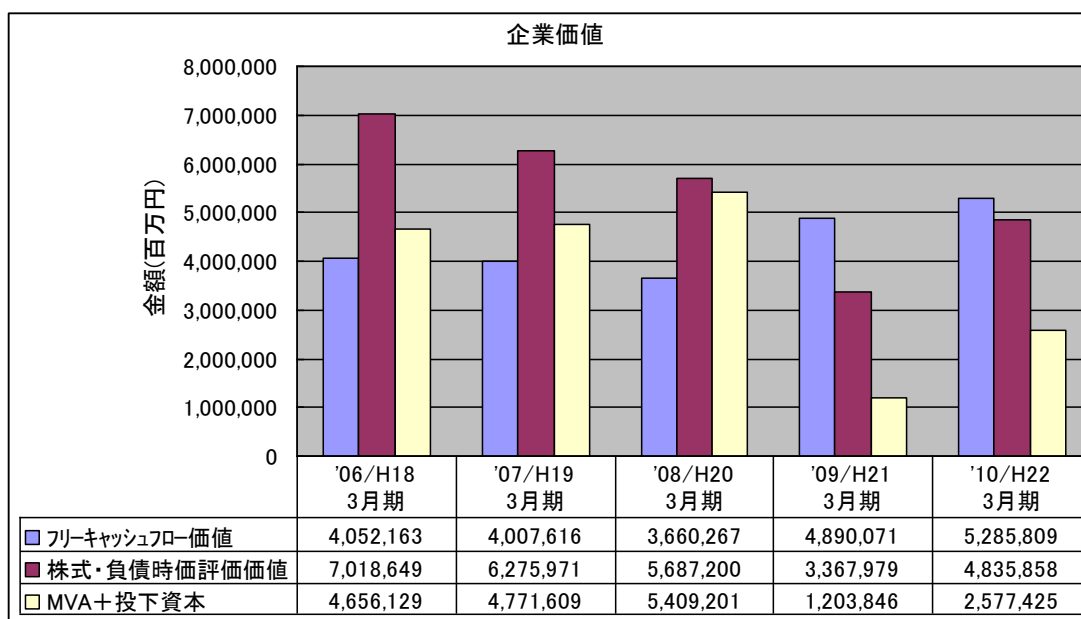
市場付加価値（MVA）＝経済付加価値（EVA）／加重平均資本コスト（WACC）

簿価投下資本＝資本合計＋有利子負債（短期借入金＋長期借入金＋社債）

表 2.2.2 企業価値評価指標

単位：百万円

| 指 標              | 2006/3    | 2007/3    | 2008/3    | 2009/3    | 2010/3    | 5 期平均     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| フリー・キャッシュフロー価値   | 4,052,163 | 4,007,616 | 3,660,267 | 4,890,071 | 5,285,809 | 4,379,185 |
| 株式・負債価値（時価評価）    | 7,018,649 | 6,275,971 | 5,687,200 | 3,367,979 | 4,835,858 | 5,437,131 |
| 市場付加価値（MVA）＋投下資本 | 4,656,129 | 4,771,609 | 5,409,201 | 1,203,846 | 2,577,425 | 3,723,642 |



**図 2.2.1 企業価値評価指標**

フリー・キャッシュフロー価値は予測期間の割引現在価値と継続価値の総和であるが、2009/03 と 2010/03 期の数値が増加しているのは、割引現在価値の算出期間にフリー・キャッシュフローが大幅な赤字となった 2009/03 期が含まれておらず割引現在価値が大きくなっているためである。株式・負債時価評価価値については、2008/03 期からの価値の低下は、株価の下落が主因である。特にリーマンショック後の株価は 2006/03 期の 1/2 以下まで下落している。2010/03 期においては、株価の持ち直しと有利子負債額の増加（745,665 百万→1,327,992 百万）により評価額が 解析期間の前半においては、他の評価指標と比較し、本評価値が高くなっていることから、市場では実態以上の評価を受けていたといえる。

単位：円

|           | '06/H18<br>3月期 | '07/H19<br>3月期 | '08/H20<br>3月期 | '09/H21<br>3月期 | '10/H22<br>3月期 |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 株価（決算日終値） | 2,615          | 2,375          | 2,160          | 1,069          | 1,430          |

**表 2.2.3 株価推移（決算日終値）**

MVA は企業の市場価値の増加を示す指標である。2008/03 期までは株主から預かっている資本を効率よく運用して付加価値を生み出していたと言える。しかし、以後の 2 年は売上が 2008/03 期と比較し 14～18% 落ち込み、さらに原油・原材料価格の高騰やグローバルな価格競争激化の影響などにより営業利益が減少し、EVA がマイナス（当然 MVA もマイナス）となったために企業価値が低下している。

単位：百万円

|                             | '06/H18<br>3 月期 | '07/H19<br>3 月期 | '08/H20<br>3 月期 | '09/H21<br>3 月期 | '10/H22<br>3 月期 |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 市 場 付 加 価 値<br>(MVA)        | 264,593         | 404,898         | 1,278,266       | -2,754,400      | -2,430,340      |
| 投下資本                        | 4,391,536       | 4,366,711       | 4,130,935       | 3,958,246       | 5,007,765       |
| 市 場 付 加 価 値<br>(MVA) + 投下資本 | 4,656,129       | 4,771,609       | 5,409,201       | 1,203,846       | 2,577,425       |

図 2.2.3 市場付加価値（MVA）＋簿価投下資本

### 1.5.3 評価・問題点

#### (1) 財務諸表分析

##### ・安全性

大きな問題はなし。

手元キャッシュも 1 兆円を超えて、引き続き資金力には問題が無い

##### ・収益性

営業利益率がリーマンショック以後低下している。リーマンショックでの需要の急減・売上高の低下に伴い、それまでの投資が逆風となり、減価償却と原価の上昇となり、営業利益率が低下している状況である。

|        | '06/H18<br>3 月期 | '07/H19<br>3 月期 | '08/H20<br>3 月期 | '09/H21<br>3 月期 | '10/H22<br>3 月期 |   |
|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---|
| 売上高原価率 | 69.2            | 70.2            | 70.3            | 73.0            | 72.0            | % |
| 販管費率   | 26.1            | 24.7            | 24.0            | 26.1            | 25.4            | % |
| 減価償却費率 | 3.5             | 3.5             | 3.5             | 4.7             | 4.0             | % |

セグメント別では、AV 事業の低迷が著しい。全く儲からなくなっている状況である。アプライアンス・デバイス事業はそこそこの収益を確保している。子会社事業、特に三洋をどう取り込むかが今後の収益性改善の大きな鍵となる。地域セグメント別では、アジアのみが横ばいであった。

##### ・成長性

リーマンショック以後、2 年連続での減収である。また当期純利益は 09 年 3 月期に大きくマイナス、10 年 3 月期にプラスとなっているが、特別損失の影響である。セグメント別では、全事業が同じく二年連続マイナス成長である。地域セグメント別では、アジア事業のみが、10 年 3 月期にプラス成長であった。いかに新興国市場を攻略するかが今後の鍵である。

##### ・生産性

生産性は子会社買収とともに低下しつつある。特に三洋買収後低下している、一人当たりの売上高について、今後のリストラクチャリングが必要である。

##### ・効率性

大きな問題は無いが、2010 年 3 月期に NWC が増加傾向であることが懸念である。そのため総資本回転率が低下傾向である。

## (2) 企業価値分析

2009 年 3 月期に EVA が大きくマイナスになり、その傾向は 2010 年も続く。NOPAT の減少が、EVA 低下の最大の要因である。ROIC も 2009 年大きく減少する。投下資本が大きく変動していないため、EVA 同様、NOPAT の減少が要因であるといえる。FCF 価値は 2008 年度の FCF がマイナスであったため、同年以前の割引現在価値が低くなっている。株式・負債価値は株価下落により減少傾向。2009 年度は株価回復、有利子負債増で持ち直し。「MVA+投下資本」は 2008、2009 年度の EVA が NOPAT の減少によりマイナスとなり減少。EVA の低下に伴い、株価も下落しているのが現状である。

## (3) パナソニックの全社課題

- ①5,000 億円以上もののれん代を計上した三洋電機の活用
  - ②将来のキャッシュフローが見込めないと減損処理したディスプレイデバイス
- 三洋とのシナジーは速やかに出せる体制をとらなければ、資本効率の低下を招き、さらに株価の低下を招きかねない状況である。また過剰投資気味であった、テレビ事業に関し、特別損失を計上し膿みだしを図っている。今後の投資に関しては戦略の修正が必要である。

## (4) 事業セグメント別・地域別の評価

- ①アプライアンスは比較的安定的な売上と収益が望める
- ②AVC ネットワーク事業はコモディティー化が急で、収益が厳しい
- ③三洋電機の資産のうち、太陽電池事業はグローバル競争が激化している。得意の高効率太陽電池は、国内中心のマーケットである
- ④エリア戦略とビジネスモデル。日本に偏りすぎている。新興国では韓国企業が圧倒的に強く、勝ち抜くことは容易でない。ここでは、儲からなくなっている、AV 事業に関して、今後の成長のために、戦略の再検討が必要である。日本への傾斜⇒日本は市場として伸びないため、海外へ速やかに侵攻できる体制を整える必要がある。

## 2 企業環境分析

### 2.1 業界規模および動向（国内）

国内家電業界の業界規模（主要対象企業 40 社の売上高計）は、平成 19 年までは上昇を続けてきたが、平成 20 年には大幅に減少している。これはリーマンショックによる世界経済の落ち込みで価格下落が加速し、さらに円高による為替損失も重なり、各社とも厳しい年となった。各社の平成 21 年 3 月期決算を見ると売上高ではパナソニックが前年比 -14.4%、ソニーが -12.9%、東芝が -13.2% と軒並みダウンしており、当期純利益も日立製作所の -7,873 億円を筆頭にパナソニックが -3,789 億円、東芝が -3,435 億円と各社とも大幅な最終赤字を計上している。平成 20 年度の売上高および売上高シェアを以下に示す。パナソニックは 2 位に入っている。

表 1-1-1 売上高および売上高シェア（平成 20 年度）・・・SEARCH. com より

| 順位 | 企業名       | 売上高（億円） | 売上高シェア（%） |
|----|-----------|---------|-----------|
| 1  | 日立製作所     | 100,003 | 14.1      |
| 2  | パナソニック    | 77,655  | 10.9      |
| 3  | ソニー       | 77,299  | 10.9      |
| 4  | 東芝        | 66,545  | 9.4       |
| 5  | 富士通       | 46,929  | 6.6       |
| 6  | NEC       | 42,156  | 5.9       |
| 7  | キャノン      | 40,941  | 5.8       |
| 8  | 三菱電機      | 36,651  | 5.2       |
| 9  | シャープ      | 28,472  | 4.0       |
| 10 | 富士フィルム HD | 24,343  | 3.4       |

次に利益率（売上高純利益率）のランキングを見てみると、売上高ランキングの上位 10 社は 1 社もランキングしていないことが分かる。上位には産業界向け精密機器を取り扱っているメーカーが目立つ。売上高の上位 5 社の利益率は日立製作所-7.9%（34 位）、パナソニック-4.9%（26 位）、ソニー -1.3%（18 位）、東芝-5.2%（27 位）、富士通-2.4%（19 位）となっている。家電・PC メーカーの利益率の悪さが目立つ。

表 1-1-2 売上高純利益率（平成 20 年度）・・・SEARCH. com より

| 順位 | 企業名        | 利益率（%） |
|----|------------|--------|
| 1  | キャノン       | 7.5    |
| 2  | ニコン        | 3.2    |
| 3  | ブラザー工業     | 3.2    |
| 4  | 京セラ        | 2.6    |
| 5  | ツインバード工業   | 2.2    |
| 6  | ダイニチ工業     | 2.2    |
| 7  | ダイキン工業     | 1.8    |
| 8  | コニカミノルタ HD | 1.6    |
| 9  | 富士ゼロックス    | 1.5    |
| 10 | ローランド      | 1.0    |

商材別の市場・需要動向をみると、白物家電（冷蔵庫、洗濯機、エアコン、掃除機など）はパナソニックのシェアが高く、東芝、三菱電機、日立が続いている。白物家電は景気低迷による需要の減少は見られるものの、比較的安定した推移を見せている。特に、最近では政府の助成事業である「エコポイント」による需要拡大が見られた。薄型テレビは 08 年後半の景気後退により落ち込みを見せたものの、長期的な需要は増加傾向で、特に製造コストの低い液晶テレビの伸びが顕著で今後も続伸する可能性がある。世界的にも需要の伸びを見せているが、同時に価格競争も激化しており、サムスン電子、ソニー、LG 電子、パナソニック、シャープ、フィリップスなど海外メーカーも交えた激戦となっている。特

に、デジタル家電製品市場は、地上デジタル放送の普及や有料映像配信サービスなどの本格展開に伴い、フルスペックデジタルハイビジョン映像の表示や同画質映像の長時間録画・再生など、従来のデジタル家電製品に対して、より製品の高機能・高付加価値化傾向が進展してきており、デジタル家電製品市場全体の需要の拡大を後押ししている状況にある。また、既存のデジタル家電製品にハードディスクドライブを搭載した HDD 内蔵デジタル家電製品は、単にデジタル家電製品への映像の録画/再生機能の付加に留まることなく、無線 LAN・インターネット接続機能などを併せて搭載することにより、従来のデジタル家電製品の範疇にとらわれることのない新しい製品カテゴリーのデジタル家電製品として需要市場を徐々に拡大させ始めてきている状況にある。H21 年度の各社売上高を下図に示す。上位の順位に変動はないが、各社とも 20 年度に比べて売上高を減少させていることがわかる。

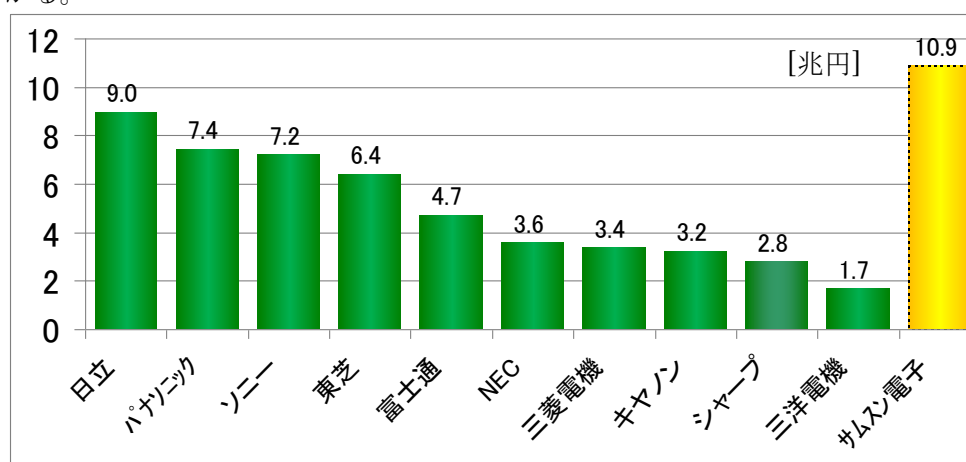


図 1-1-2 売上高および売上高シェア（平成 20 年度）・・・SEARCH.com より

## 2.2 今後のトレンド

### 2.2.1 家電

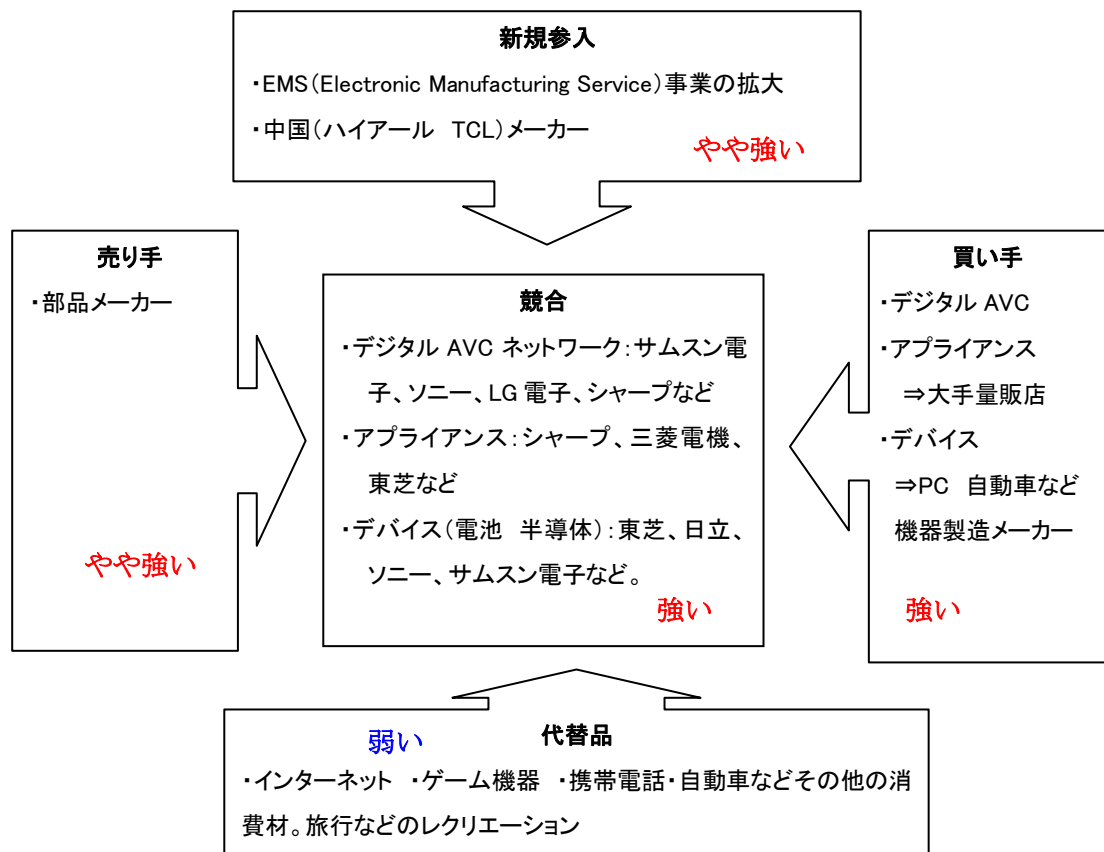
デジタル家電はコモディティ化が進み、成長市場は新興途上国に移っている。国内においては量販店での値下げ競争が激化し、低価格の中国・韓国系が相対的優位となった。デジタル家電を取り巻く環境は激変している。デジタル家電で高収益を得るのは困難になっている。新技術・商品として 3D テレビの市場が唯一拡大の可能性はあるが、将来的には上記のような厳しい環境に陥ると考えられ、この事業領域を成長戦略の柱とする時代は終わったといえる。

### 2.2.2 環境

「改正省エネ法」の施行により、住宅やオフィス、ひいてはコミュニティ単位で C の O<sub>2</sub> 排出削減が要求されてくる。その際、家電単品で環境性能を競うだけでは不十分であり、太陽光発電に代表されるクリーンエネルギーの需要が拡大するのは確実である。国内の需要は右図に示すように年率 15.5%で上昇していくと予測されている。また太陽電池、蓄電池、空調、給湯機器などをネットワークでつないで、全エネルギー消費（発電）量を“見え

る化”するニーズが生まれると考えられる。その際には、それらの個々の技術を保有し、かつ統合できることが要求される。

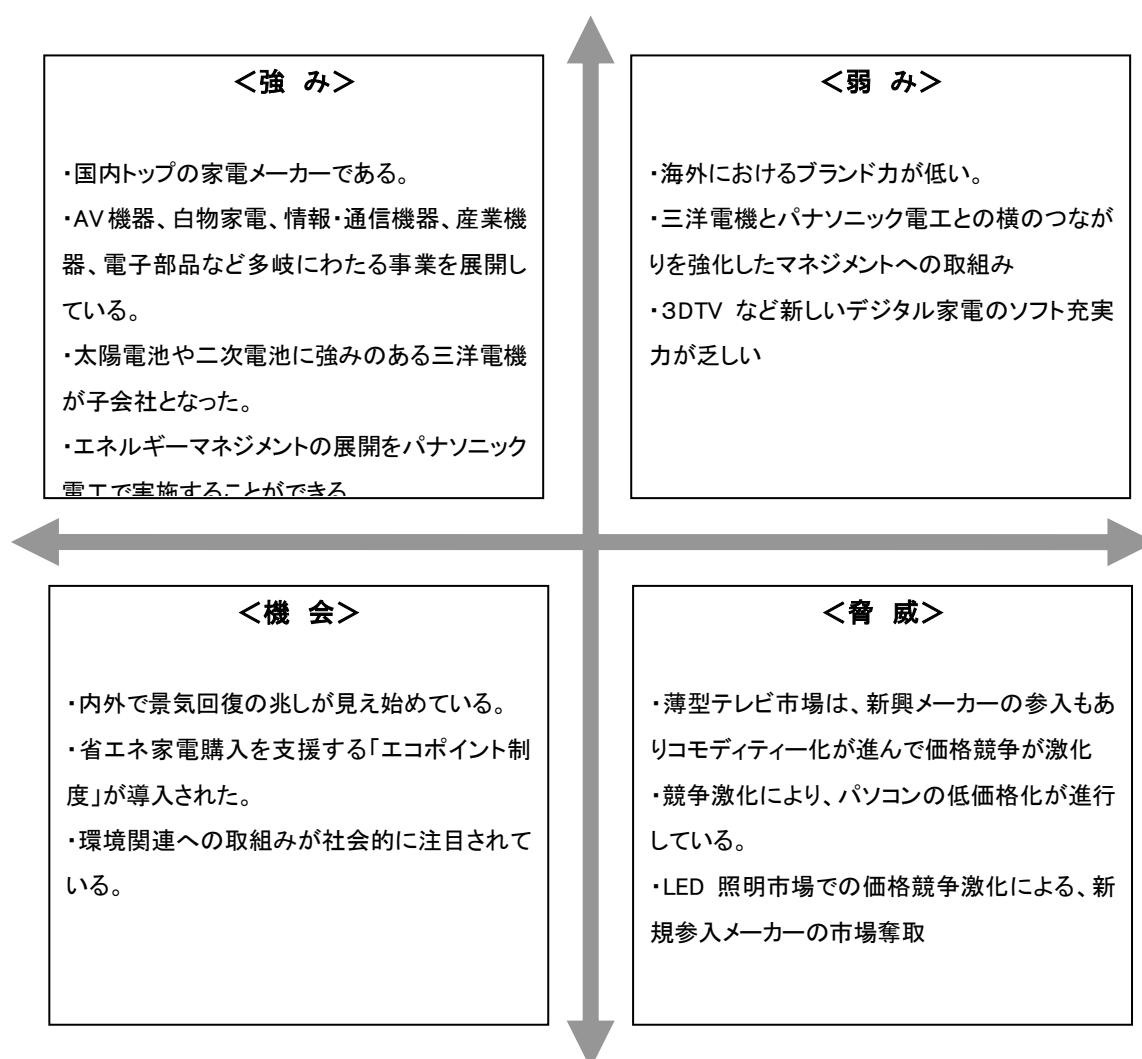
### 2.3 ファイブフォース分析



以上の分析より、新規参入者である EMS 業界の拡大と、競争他社との技術や価格競争が脅威となると考えられる。

## 2.4 SWOT 分析

パナソニックの事業分野は広いため、追って事業別にトピックスとして分析を行うが、まずは全体の状況を把握するため、全社の状況を整理した。



## 2.5 トピックス事業環境分析

財務諸表全体から、特に 2008 年リーマンショック前後から利益を得にくい体質であることがわかる。特に、パナソニックの事業セグメントでも、今後問題児となるデジタル AV 関連からは「TV 事業」を、反対に金となる木に成長させたい「太陽電池事業」について、環境分析をおこなった。2009 年の薄型テレビ、太陽電池の市場シェアを示す。薄型テレビでは韓国勢で 30%以上のシェアを占めており、日本勢が苦戦している。太陽電池では 2003～2006 年ごろにはシャープがシェア 1 位で、京セラ、三洋電機についてもベスト 5 に入っていたが、2009 年においては上位は海外勢が独占している。三洋電機に至っては 11 位でトップテンにも入っていない。



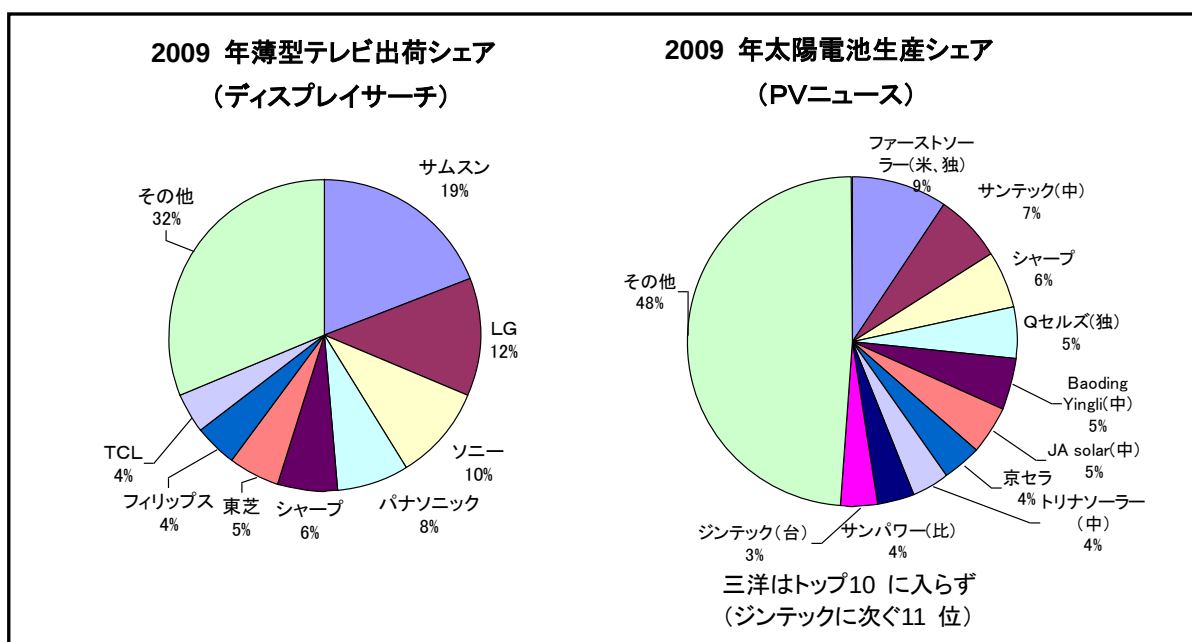


図 1-4-1 薄型テレビ・太陽電池 シェア

## 2.6 3C でみる環境分析

両事業について 3C 分析を行なった。Bold タイプの文字は、SWOT 分析からの戦略を考える時の具体的な視点

|            | TV 事業                                                              | 太陽電池事業                                                                                                                                |
|------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Customer   | 販売 2 億台/Year (世界)<br>伸びる新興国(機会) と 停滞の先進国                           | 太陽電池 (住宅メーカー 工場など (→国内が市場で、補助金もあり成長 故障すると困るので高性能のもの 電気買取価格 27 円/kWh) (機会) 発電所 (→欧州、米国市場が延びている 性能は低くても安いものもいい 電気買取価格 7 円/kWh)) (脅威 弱み) |
| Competitor | 韓国 (サムソン LG) (脅威)<br>中国 (ハイアール TCL) (脅威) 国内 (シャープ ソニー)<br>台湾 (ビジオ) | シャープ 京セラ (住宅)<br>現在世界 3 強は Qセルズ ファーストソーラー サンテック (脅威)                                                                                  |
| Company    | ブランド力 過剰設備 (弱み)<br>3D 商品力技術力 資金力 (強み)                              | 住宅向け高効率パネルに強い (サンヨー)。また、電工などとのつながり強化 (強み)。ローコストモデルが弱い。メガソーラー対応のために重電 (GE 東芝 google ※) との提携が必要。 (弱み)                                   |

## 2.7 TV 事業の SWOT 分析からの戦略

|    | 強み                    | 弱み                       |
|----|-----------------------|--------------------------|
| 機会 | 局地的な取り組みの実施<br>モバイル買収 | 新興国への設備の移設。中国でのブランド強化    |
| 脅威 | 買収                    | 水平型へのシステム移行（ネットワーク化への対応） |

「強み－機会」への部分に対策があまりない。また、ネットワーク化への対策は考えられるが先行企業も多い（Apple、ソニーなど）。パナソニックブランド維持のためには、大きく広げず、このままを維持して得られる資金を成長戦略へつなげるのが良いと考える。

## 2.8 太陽電池事業の SWOT 分析からの戦略

|    | 強み                                                                                        | 弱み                                     |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 機会 | 技術、資金力と住宅ルートを生かして、開発会社の買収アライアンス。                                                          | 高コスト体質改善のために、低コストの国での生産体制を確立させる。アライアンス |
| 脅威 | ロビー活動による CO <sub>2</sub> 削減活動推進や補助金の活性化。啓蒙活動（個人、政府）による企業価値の向上。補助金の仕組みを個人にわかりやすく説明することが必要。 | －                                      |

電池の技術もあるので、電工とのつながり強化により住宅関連への事業拡大は強みになる。将来性は見えないところはあるものの、市場は大きくなることは予想されるので、需要につながるキーの活動を具体的にすることが必要と考えられる。開発会社（※）の買収先や、需要拡大のターゲットとする市場（アメリカはグリーン電力活動には積極的。国として原油がなく、電力供給が不安定なところがターゲットになるのではと考える。）を明らかにすることも必要。

※：太陽電池のバリューネットワーク

①鉱山 Si→②インゴット→③スライス→④モジュール→⑤システム→⑥建設系→⑦開発会社

現在利益を上げているのは①②⑦、パナソニックやシャープが担当しているのは利益が上がりにくい③④⑤である。これらのころから、今後は⑦の会社を取り込む仕組みが必要

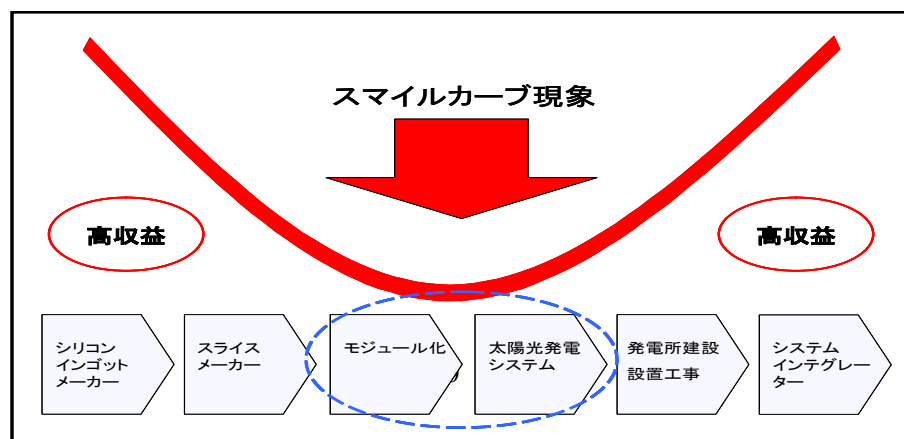


図 1 -4-2 太陽電池のバリューネットワーク

### 3 企業戦略分析

#### 3.1 2010 年度経営方針

2010 年度以降の経営方針については、三洋電機の子会社化が与える影響が少なくない。つまり、パナソニックは、従来から「くらし」に関連したエレクトロニクス事業の領域で、幅広く商品を展開してきた。そこに、太陽電池や二次電池のキープレーヤーであり、業務用機器やデバイスにおいて、強い事業を有している三洋電機が加わることにより、グループとして一層の広がりを持たせたからである。パナソニックはこのようなポテンシャルを活かして、シナジーの最大化と効率化を行なうことを経営方針に上げている。ただし、そのためには、今後の事業ポートフォリオを、どのように構築していくかが重要なポイントとなる。具体的には「創業 100 周年ビジョン」と「新中期計画における成長戦略」を掲げているため、ここではその 2 点を中心に評価を行なう。

#### 3.2 創業 100 周年ビジョン

100 周年ビジョンとしては、4 つの方針を打ち出している。創業 100 周年を迎える 2018 年のあるべき姿～エレクトロニクス No.1 の「環境革新企業」グリーンライフ・イノベーション

##### グリーンビジネス・イノベーション

グリーンライフ・イノベーションでは、「くらし」をテーマに、循環型商品、エコカーの進化・普及、CO<sub>2</sub> への配慮、新興国でのエコ商品浸透など、様々なアイデアによるグリーンライフスタイルの提案を目指している。また、グリーンビジネス・イノベーションでは、全ビジネスプロセスでの CO<sub>2</sub> 極小化、循環型モノづくりの具体化、自社ノウハウを活かした環境ソリューション提供など、ビジネスの分野における、環境負荷低減の実現を目標に掲げている。

##### ・指すべきグループ経営の姿

グローバルネットワーク経営

個客接点 No.1 経営

シナジー創出経営

経営の目指すべき姿を上記 3 点で現すことにより、グローバル展開におけるネットワークの重要性、顧客価値の最大化、そして連結によるシナジー効果が、パナソニックが今後指針とする方向性であることがわかる。

・エレクトロニクス No.1 指標

・グローバルエクセレンス指標

・グリーン指標

エレクトロニクス No.1 指標では、グリーン指標において具体的な数値を示している。つ

まり、従来のビジネス上の指標、すなわち売上高、営業利益率、ROEを中心とした数値的目標に加え、環境をテーマに明確な目標を設定することにより、パナソニックのビジョンにおける今後の方向性を見出すことができる。

#### ・新・エコアイディア宣言

「創業 100 周年ビジョン」を踏まえ、地球環境に対するパナソニックの貢献を明文化した「エコアイディア宣言」を一新とし、明快な宣言を行い、対外的にわかりやすい指標を作り出している。

### 3.3 新中期計画における成長戦略

#### (1) GT12 の位置づけ

パナソニックは、「2018 年 エレクトロニクス No.1 の環境革新企業」に向けた基盤づくりとして、新中期経営計画である GT 12 を位置づけている。なかでも、環境貢献の位置づけをもう一段高め、事業成長と一体化すること、また、グループ全体として、大胆なパラダイムシフトを行い、「徹底的なグローバル志向」に、そして「エナジーなど新領域、「ソリューション・システム志向」を行うことにより、収益力の回復を目指している。またなぜ、前中期経営計画であった GP3 が達成できなかったのかについては、市場環境の変化と世界同時不況に対し、構造的な取り組みができていなかったことが原因であると総括している。

#### (2) グループ中期戦略

##### ① 重点事業による成長

- ・エナジーシステム事業
- ・冷熱コンディショニング事業
- ・ネットワーク AV 事業

成長戦略としては、「エナジーシステム」「冷熱コンディショニング」「ネットワーク AV」「セキュリティ」「ヘルスケア」「LED」の 6 つをグループの重点事業として経営資源を集中し、成長を加速すること。そして、これらの事業を核にして、「家・ビルまるごとソリューション」の提供に取り組み、他社には真似のできない強みを生み出すことを目指している。

##### 〈ネットワーク AV 事業について〉

9,000 億の事業であるが、今後も国内市場は縮小方向と予測される。また、海外市場においては韓国メーカーなどとの競争に打ち勝つこと難しい。これまでは垂直統合での運営をおこなっていたが、水平統合により、パナソニックはコモディティ化への対応を行っている。中期経営計画によると投資は行わず、成長は多くを望んでいない。市場動向を考えると、これがとるべき方針としてふさわしいと考えられる。ただし、BtoB 向けのシステム販売に注力するという考え方は、パナソニックのブランド維持のための事業として有効である。

##### 〈太陽電池について〉

太陽電池（発電量でいうと 900MW/H）を 2012 年に目指す（世界シェアで TOP10 を目

指す) というためには、下記 3 点に早急に取り組む必要がある。ターゲットとする重点国を決める。海外への進出戦略の立案。例として、海外での事業運営ができる仕組みの構築を行う。多くの買収をおこなったため、サンヨー電気、松下電工などの解体を行い、グローバルな視点で事業部に分ける。

## ② 新興国を中心とした海外事業拡大

徹底的なグローバル志向へ転換し、2012 年度の海外売上高比率をグループ全体で 55%まで拡大(2009 年度実績 48%)。特に、新興国(※)のボリュームゾーンを中心に 3,300 億円の販売拡大を図っている。

## ③ ソリューション・ビジネスの強化エナジーシステム事業

エレクトロニクス商品のコモディティ化が進む中、パナソニックの総合力を活かしてビジネスの構造を変えるべく、ソリューション・システム志向へのパラダイム転換を図っている。2012 年度システム・設備事業売上高 2.6 兆円、3 年間で海外比率を 39%まで高める、また海外市場で年平均成長率 11%の販売増により、売上高 1 兆円の達成をめざすことを具体的な数値目標に上げている。

## グループの戦略を支える経営革新

また、上記の計画を行うためには、経営革新の必要性があるとし、以下の 3 点を重点方針としてあげている。

- ① 環境貢献
- ② 新規事業の創出力強化
- ③ キャッシュフロー重視経営

以上がパナソニックの中期経営計画であり、非常にわかりやすくできているが、全体として具体性にかけるともいえる。パナソニックグループにおいて最重要なのは、成長である。この成長を総花的でなくいかにして実現するかが最重要である。具体策として欠けている点を 3 点あげたい。

## ① グローバル化・システムソリューションビジネスへの進化と組織について

グローバル志向と事業間シナジーを強く意識しているが、それに対しての組織革新について触れられていない。現在の組織体制で、本当に重点事業についてグローバル競争で勝ち残れる体制なのか、そしてそれぞれのエリアで意思決定のスピードを上げて、きめ細やかに需要対応できる体制であるのか。グローバルネットワークで現場の声をスムーズに吸い上げる組織であるのか。ジェンダー・文化のダイバーシティは十分か。これについては中期経営計画の中で、具体策と数値目標とともに触れる必要があると考えられる。中期経営計画のもっとも重要な How?の一つが抜けていると言える。

## ② 買収とシナジーについて

サンヨーについて買収を行い、5,000 億ののれん代を計上した以上、いかにしてシナジー

を出すかが明確でなければならない。サンヨーは現状一事業部の地位ではなく、引き続き一企業として存在し、独自本社機能を持っている状況である。これをどう解体し、ポジティブな FCF が出る状況にもっていくのか。またサンヨー独自で持っている事業に関して、パナソニックとどう統合していくのかというビッグピクチャーは、中期経営計画の重要な How? である。最低限、重点事業に関し、会社統合との関係を明らかにすることは必須である。サンヨーの完全子会社化によるシナジーを最大化するアクションは可及的速やかに導入される必要があり、のれん代が財務上重しになる。この点について、中期戦略でコメントが無いのは片手落ちである。

### ③ソリューション・システム志向

GT12 では以下のエリアを丸ごとソリューションで攻略するとうたっている。

教育、ホテル、医療、交通・空港、オフィス・工場、店舗・流通、住宅

GT12 での最重要施策の一つであるが、具体策に乏しい。国内でパナ電工・パナホームとのシナジーが最大限生きるのはこのエリアである。ただし、海外売上高 1 兆円を目指すとしながら、方法論については抽象的である。

総じて、なぜ GP3 が達成できなかったか？この原因・問題点が明確になっておらず、それに対しての施策になっていない。また、経営目標の数値はあげているものの、競合も狙っているエリアへの施策となっており、競合と何が違うのか！が明確でない。これがあいまいな経営計画となっている原因である。

## 4 企業戦略策定

### 4.1 中期的成長志向の課題

パナソニックの財務諸表分析から抽出される事業戦略上の課題は大きく二つ、以下の 2 点である。

①5,000 億円以上もののれん代を計上した三洋電機の活用

②将来のキャッシュフローが見込めないとして減損処理したディスプレイデバイス

その他、事業戦略上、着目すべきポイントは以下の通りである。

- ・アプライアンスは比較的安定的な売上と収益が望める
- ・AVC ネットワーク事業はコモディティー化が急で、加速度的に収益が厳しくなっている
- ・三洋電機の資産のうち、太陽電池事業はグローバル競争が激化している得意の高効率太陽電池は、国内住宅用が中心でニッチである。世界シェアも上位 10 社に入っておらず（2009 年度）競争力は低い
- ・新興国では韓国企業が圧倒的に強く、勝ち抜くことは容易でない
- ・ビジネスモデルの転換、すなわちソリューション事業への展開は現在の延長線上では困難である（各社唱えているが、実現のシナリオは見えない）

パナソニックの中期戦略は大きく以下の 3 つの切り口で展開されている

- ・6 重点事業による成長 — 新領域へのシフト —
- ・新興国を中心とした海外事業拡大 — グローバル志向へのシフト —
- ・ソリューション・システムビジネスの強化 — 単品志向からソリューションシステム志向へのシフト —

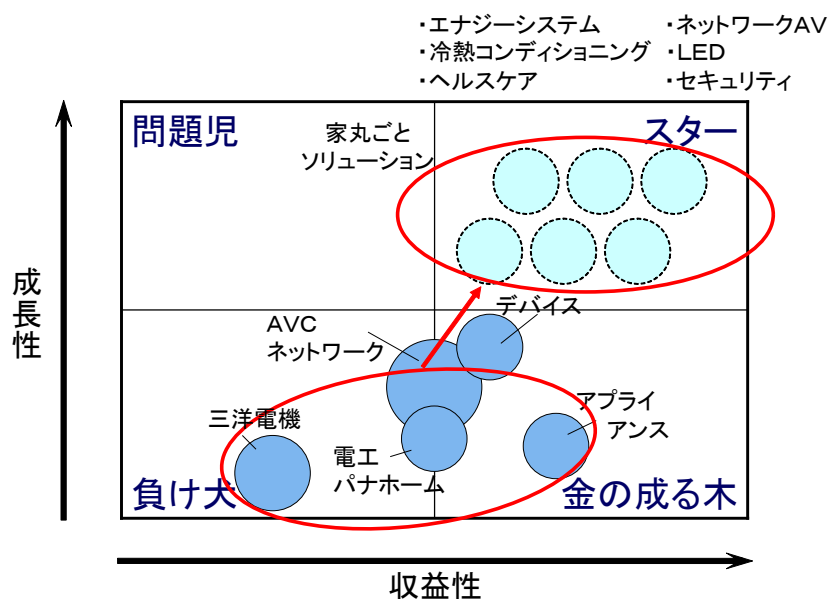
単純化すれば「新規事業の拡大」「新規市場の拡大」「ビジネスモデルの転換」。これらは日本のエレクトロニクス企業共通の課題、問題は **HOW** である。上記のような認識を踏まえ、企業成長戦略を立案する。

## 4.2 戦略策定

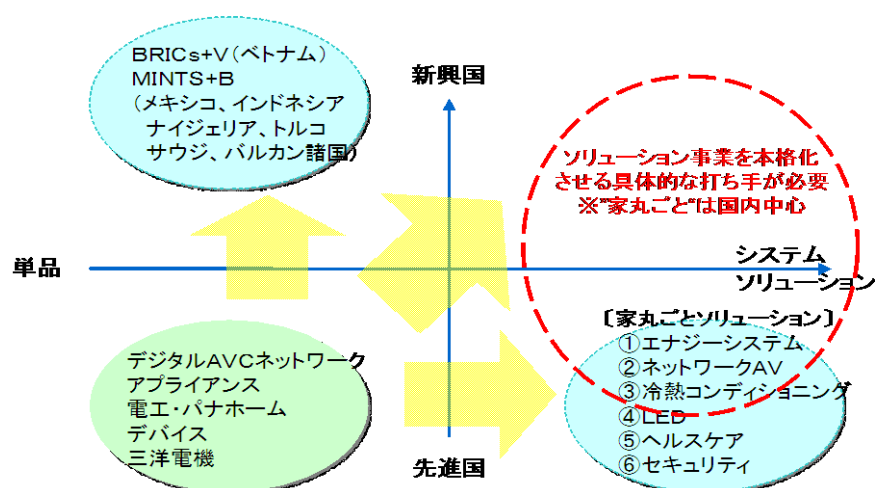
パナソニックが発表している GT12 をベースに冷静に業績を評価したうえで、とるべき戦略の方向性を提案する。大きくは会社が掲げる 3 つの方向性の内、ソリューション事業への注力に軸足を置く

- ① AVC ネットワーク事業は投資を止める計画であり、会社計画のような収益の改善は望めないがブランド維持のため、そのまま継続する
- ② デバイスについても現在の収益維持を前提とする
- ③ ビジネスモデルの転換、すなわちソリューション事業への展開に注力し、会社計画の設備投資に加え、3 年間で 1,000 億円規模の Sier 買収を実施する
- ④ ③項を前提に、アプライアンス、電工・パナホームの収益を会社計画並みに見込む
- ⑤ 新興国市場の開拓は、大きな改善を見込めないとの前提に立つ

<ソリューション投資による収益改善イメージ>



## <地域・ビジネスモデル軸から見た戦略>



### 4.3 財務シミュレーション

先ず起点として会社計画をベースにアナリストが算出した財務数値をベースに楽観シナリオをシミュレーション。2012 年度に営業利益率が 5%に近づく好業績なるも資産が巨額で EVA は依然マイナス。抜本的に収益構造を変える必要があり、ビジネスモデルを変えてしまうような施策が求められ、この中期期間はその基盤固めに注力すべき

楽観シナリオに対し、冷静に現状を見て、現状の打ち手であり得る業績を評価

- ・AVC ネットワーク事業はピークアウトし 2012 年度は収益ゼロ
- ・アプライアンス、電工・パナホームの収益性は 2009 年度から改善せず
- ・三洋電機の収益は 2010 年度見通し以降改善せずとして財務シミュレーション
- ・営業利益は 2%を割り込むが、現実的にはあり得るシナリオであり、これをベースシナリオとする。

(楽観シナリオ:アナリスト予測をベースにシミュレーション)

(単位:億円)

|          |                        | 2009年度  | 2010年度  | 2011年度  | 2012年度  |
|----------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高      |                        | 74,180  | 90,400  | 94,340  | 99,320  |
| 売上増減     |                        |         |         |         |         |
| 営業利益率    |                        | 2.6%    | 3.8%    | 4.1%    | 4.6%    |
| 資本的支出    | 年間投資額                  | 3,855   | 4,800   | 3,000   | 2,800   |
| 営業利益     | 売上高×営業利益率              | 1,905   | 3,460   | 3,900   | 4,618   |
| 資産       | 前年+前年NOPAT+資本的支出-減価償却費 | 83,580  | 86,251  | 87,653  | 89,032  |
| 減価償却費    | 前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6   | 2,983   | 3,263   | 3,657   | 3,741   |
| NOPAT    | 営業利益×(1-実効税率40.5%)     | 1,133   | 2,059   | 2,321   | 2,748   |
| ROIC     | NOPAT/資産               | 1.4%    | 2.4%    | 2.6%    | 3.1%    |
| 営業CF     | NOPAT+減価償却費            | 4,116   | 5,322   | 5,977   | 6,489   |
| 営業CFマージン | 営業CF/売上高               | 5.5%    | 5.9%    | 6.3%    | 6.5%    |
| FCF      | 営業CF-資本的支出             | 261     | 522     | 2,977   | 3,689   |
| WACC     | 2010年3月期(4.84%)を採用     | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   |
| EVA      | NOPAT-資産×WACC          | -2,912  | -2,116  | -1,922  | -1,561  |
| MVA      | EVA/WACC+資産            | 23,419  | 42,535  | 47,944  | 56,771  |
| セグメント    | AVCネットワーク              | 34,095  | 36,000  | 37,000  | 39,200  |
|          | アプライアンス                | 11,423  | 12,700  | 13,330  | 13,800  |
|          | デバイス                   | 10,053  | 11,000  | 11,370  | 12,620  |
|          | 電工パナホーム                | 16,321  | 15,700  | 16,740  | 17,600  |
|          | 三洋電機                   | 4,048   | 17,500  | 18,550  | 18,900  |
|          | その他                    | 10,122  | 10,900  | 11,150  | 11,400  |
|          | 消去、全社                  | -11,882 | -13,400 | -13,800 | -14,200 |
|          | 売上合計                   | 74,180  | 90,400  | 94,340  | 99,320  |
|          | AVCネットワーク              | 873     | 1,429   | 1,493   | 1,902   |
|          | アプライアンス                | 665     | 965     | 1,013   | 1,159   |
|          | デバイス                   | 361     | 567     | 677     | 763     |
|          | 電工パナホーム                | 347     | 658     | 740     | 794     |
|          | 三洋電機                   | -7      | 176     | 297     | 462     |
|          | その他                    | 197     | 477     | 536     | 552     |
|          | 消去、全社                  | -531    | -812    | -856    | -1,014  |
|          | 営業利益合計                 | 1,905   | 3,460   | 3,900   | 4,618   |
|          | AVCネットワーク              | 2.6%    | 4.0%    | 4.0%    | 4.9%    |
|          | アプライアンス                | 5.8%    | 7.6%    | 7.6%    | 8.4%    |
|          | デバイス                   | 3.6%    | 5.2%    | 6.0%    | 6.0%    |
|          | 電工パナホーム                | 2.1%    | 4.2%    | 4.4%    | 4.5%    |
|          | 三洋電機                   | -0.2%   | 1.0%    | 1.6%    | 2.4%    |
|          | その他                    | 1.9%    | 4.4%    | 4.8%    | 4.8%    |
|          | 利益率合計                  | 2.6%    | 3.8%    | 4.1%    | 4.6%    |

・会社計画をベースとした楽観シナリオ



(ベースシナリオ:コモディティ化の進展)

(単位:億円)

|          |                        | 2009年度  | 2010年度  | 2011年度  | 2012年度  |
|----------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高      |                        | 74,180  | 88,400  | 89,640  | 90,820  |
| 売上増減     |                        |         |         |         |         |
| 営業利益率    |                        | 2.6%    | 2.4%    | 2.0%    | 1.5%    |
| 資本的支出    | 年間投資額                  | 3,855   | 4,800   | 3,000   | 2,800   |
| 営業利益     | 売上高×営業利益率              | 1,905   | 2,109   | 1,805   | 1,357   |
| 資産       | 前年+前年NOPAT+資本的支出-減価償却費 | 83,580  | 86,251  | 86,849  | 86,982  |
| 減価償却費    | 前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6   | 2,983   | 3,263   | 3,657   | 3,741   |
| NOPAT    | 営業利益×(1-実効税率40.5%)     | 1,133   | 1,255   | 1,074   | 807     |
| ROIC     | NOPAT/資産               | 1.4%    | 1.5%    | 1.2%    | 0.9%    |
| 営業CF     | NOPAT+減価償却費            | 4,116   | 4,518   | 4,731   | 4,548   |
| 営業CFマージン | 営業CF/売上高               | 5.5%    | 5.1%    | 5.3%    | 5.0%    |
| FCF      | 営業CF-資本的支出             | 261     | -282    | 1,731   | 1,748   |
| WACC     | 2010年3月期(4.84%)を採用     | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   |
| EVA      | NOPAT-資産×WACC          | -2,912  | -2,920  | -3,130  | -3,402  |
| MVA      | EVA/WACC+資産            | 23,419  | 25,927  | 22,190  | 16,682  |
| セグメント    |                        |         |         |         |         |
|          | AVCネットワーク              | 34,095  | 34,000  | 32,300  | 30,700  |
|          | アプライアンス                | 11,423  | 12,700  | 13,330  | 13,800  |
|          | デバイス                   | 10,053  | 11,000  | 11,370  | 12,620  |
|          | 電工/パナホーム               | 16,321  | 15,700  | 16,740  | 17,600  |
|          | 三洋電機                   | 4,048   | 17,500  | 18,550  | 18,900  |
|          | その他                    | 10,122  | 10,900  | 11,150  | 11,400  |
|          | 消去、全社                  | -11,882 | -13,400 | -13,800 | -14,200 |
|          | 売上合計                   | 74,180  | 88,400  | 89,640  | 90,820  |
|          | AVCネットワーク              | 873     | 800     | 400     | 0       |
|          | アプライアンス                | 665     | 739     | 776     | 803     |
|          | デバイス                   | 361     | 395     | 408     | 453     |
|          | 電工/パナホーム               | 347     | 334     | 356     | 374     |
|          | 三洋電機                   | -7      | 176     | 185     | 189     |
|          | その他                    | 197     | 477     | 536     | 552     |
|          | 消去、全社                  | -531    | -812    | -856    | -1,014  |
|          | 営業利益合計                 | 1,905   | 2,109   | 1,805   | 1,357   |
|          | AVCネットワーク              | 2.6%    | 2.4%    | 1.2%    | 0.0%    |
|          | アプライアンス                | 5.8%    | 5.8%    | 5.8%    | 5.8%    |
|          | デバイス                   | 3.6%    | 3.6%    | 3.6%    | 3.6%    |
|          | 電工/パナホーム               | 2.1%    | 2.1%    | 2.1%    | 2.1%    |
|          | 三洋電機                   | -0.2%   | 1.0%    | 1.0%    | 1.0%    |
|          | その他                    | 1.9%    | 4.4%    | 4.8%    | 4.8%    |
|          | 利益率合計                  | 2.6%    | 2.4%    | 2.0%    | 1.5%    |

・AVCネットワークピークアウト、2012年度利益ゼロ

・アプライアンス、デバイス、電工/パナホームの収益性2009年度並みから改善せず、三洋電機の収益性は2010年度から改善せず

投資は右肩下がりがか会社計画であるが、収益構造の転換を目的に、3年間で1,000億円規模のSier買収を仕掛ける。これを梃子に家丸ごとソリューション等、ソリューション事業を本格立ち上げし、アプライアンス、電工・パナホームの収益を改善させる。

(成長シナリオ:ソリューション事業者の買収)

(単位:億円)

|          |                        | 2009年度  | 2010年度  | 2011年度  | 2012年度  |
|----------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高      |                        | 74,180  | 88,400  | 89,640  | 90,820  |
| 売上増減     |                        |         |         |         |         |
| 営業利益率    |                        | 2.6%    | 3.0%    | 2.8%    | 2.6%    |
| 資本的支出    | 年間投資額                  | 3,855   | 5,300   | 3,500   | 2,800   |
| 営業利益     | 売上高×営業利益率              | 1,905   | 2,659   | 2,538   | 2,406   |
| 資産       | 前年+前年NOPAT+資本的支出-減価償却費 | 83,580  | 86,751  | 88,101  | 88,528  |
| 減価償却費    | 前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6   | 2,983   | 3,263   | 3,732   | 3,883   |
| NOPAT    | 営業利益×(1-実効税率40.5%)     | 1,133   | 1,582   | 1,510   | 1,432   |
| ROIC     | NOPAT/資産               | 1.4%    | 1.8%    | 1.7%    | 1.6%    |
| 営業CF     | NOPAT+減価償却費            | 4,116   | 4,845   | 5,242   | 5,315   |
| 営業CFマージン | 営業CF/売上高               | 5.5%    | 5.5%    | 5.8%    | 5.9%    |
| FCF      | 営業CF-資本的支出             | 261     | -455    | 1,742   | 2,515   |
| WACC     | 2010年3月期(4.84%)を採用     | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   | 4.84%   |
| EVA      | NOPAT-資産×WACC          | -2,912  | -2,617  | -2,754  | -2,853  |
| EVAの改善   | 対ベースシナリオ               | 0       | 303     | 376     | 549     |
| MVA      | EVA/WACC+資産            | 23,419  | 32,688  | 31,201  | 29,578  |
| セグメント    |                        |         |         |         |         |
|          | AVCネットワーク              | 34,095  | 34,000  | 32,300  | 30,700  |
|          | アプライアンス                | 11,423  | 12,700  | 13,330  | 13,800  |
|          | デバイス                   | 10,053  | 11,000  | 11,370  | 12,620  |
|          | 電工パナホーム                | 16,321  | 15,700  | 16,740  | 17,600  |
|          | 三洋電機                   | 4,048   | 17,500  | 18,550  | 18,900  |
|          | その他                    | 10,122  | 10,900  | 11,150  | 11,400  |
|          | 消去、全社                  | -11,882 | -13,400 | -13,800 | -14,200 |
|          | 売上合計                   | 74,180  | 88,400  | 89,640  | 90,820  |
|          | AVCネットワーク              | 873     | 800     | 400     | 0       |
|          | アプライアンス                | 665     | 965     | 1,013   | 1,159   |
|          | デバイス                   | 361     | 395     | 408     | 453     |
|          | 電工パナホーム                | 347     | 658     | 740     | 794     |
|          | 三洋電機                   | -7      | 176     | 297     | 462     |
|          | その他                    | 197     | 477     | 536     | 552     |
|          | 消去、全社                  | -531    | -812    | -856    | -1,014  |
|          | 営業利益合計                 | 1,905   | 2,659   | 2,538   | 2,406   |
|          | AVCネットワーク              | 2.6%    | 2.4%    | 1.2%    | 0.0%    |
|          | アプライアンス                | 5.8%    | 7.6%    | 7.6%    | 8.4%    |
|          | デバイス                   | 3.6%    | 3.6%    | 3.6%    | 3.6%    |
|          | 電工パナホーム                | 2.1%    | 4.2%    | 4.4%    | 4.5%    |
|          | 三洋電機                   | -0.2%   | 1.0%    | 1.6%    | 2.4%    |
|          | その他                    | 1.9%    | 4.4%    | 4.8%    | 4.8%    |
|          | 利益率合計                  | 2.6%    | 3.0%    | 2.8%    | 2.6%    |

・1000億円規模の買収(ソリューション事業者)太陽光プロジェクト開発会社等  
 ・アプライアンス、電工パナホームの収益性を楽観シナリオにまで改善

これにより営業利益率は2009年度水準で維持される。EVAは依然マイナスであるが、次の中期につなげられる姿に仕上げることで今回の中期計画が意味を持つことになると考えられる。(前回の中期は概ね未達成である。)日本のエレクトロニクス企業が抱える課題を網羅した新中期経営計画GT12の方向性に誤りはないが、網羅性の高さ、これまでの該社中期の実績から実行性に懸念が残る。当該期間については、買収した三洋電機の活用も含め、ビジネスモデルの転換に軸足を置くべきである。今回の2社完全子会社化を機に一旦全事業を吸収、集権化し、総合力でもってソリューション型ビジネスへの展開を推進、組織の再編をしていくことになるが、再編後の事業の再分割が更に次の課題であるといえる。