神戸大学経済経営研究所
Research Institute for Economics & Business Administration – Kobe University
■特別連載　RIEB ニュースレターNo.128　2013 年 7 月号

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 11 回　M & A (Merger and Acquisition)と企業成長戦略

付属資料 1：企業戦略分析

（出所：藤本　啓二 「経営戦略応用研究 II　期末レポート　日本電産株式会社」　2008 年 11 月 4 日）

日本電産株式会社（2008）

1　当該企業の事業内容と業績

1.1　事業内容

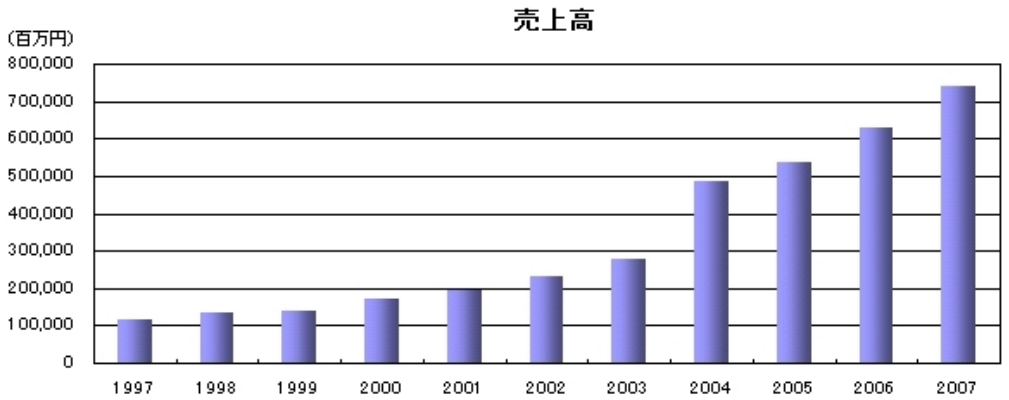
日本電産グループ（当社及び当社の関係会社）は、当社、子会社 128 社、関連会社 5 社で構成されている。当社グループは駆動技術製品、即ち各種モータを中心とした「回るもの、動くもの」の分野とそれに関連する応用製品、設備、部品、材料といった分野に特化した経営を基本方針としており、精密小型モータ、中型モータ、機器装置、電子・光学部品、自動車部品等の製造・販売を主な事業内容とし、さらに各事業に関連する物流・その他のサービスなどの事業活動を国内外において展開している。

社名	日本電産株式会社
英文商号	NIDEC　CORPORATION
ブランド名	*Nidec*
本社所在地	京都府京都市南区久世殿城町 338 番地
設立年月日	1973（昭和 48）年 7 月 23 日
代表者	代表取締役社長　　永守 重信
売上高	1,892 億 53 百万円（単体） 7,421 億 26 百万円（連結）
従業員	日本電産株式会社　1,590 人 日本電産グループ　96,897 人
事業所	本社・中央開発技術研究所 モータ基礎研究所、滋賀技術開発センター、長野技術開発センター、鳥取技術開発センター、東京営業部、西東京営業部、大阪営業部、名古屋営業所、九州営業所、三島出張所

日本電産の連結事業区分別売上高は、約 65%がモータ事業、電子光学部品が 21.5%、9.9%が機器装置、その他が 3.7%となっている。

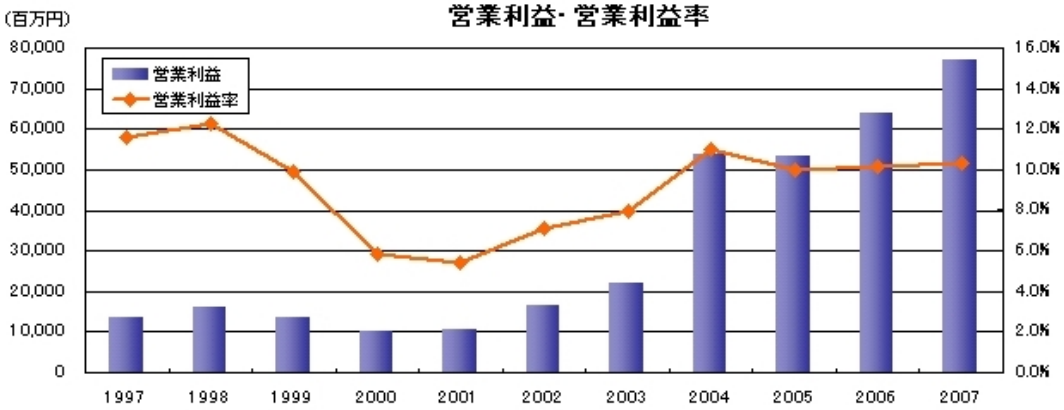
1.2　全社業績推移

1.2.1　売上高・営業利益の推移



(単位:百万円)

	日本会計基準		米国会計基準								
(年度)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高	115,662	132,594	137,643	172,710	193,332	231,836	277,497	485,861	536,858	629,667	742,126



(単位:百万円)

	日本会計基準		米国会計基準								
(年度)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
営業利益	13,377	16,221	13,590	10,063	10,472	16,404	22,015	53,665	53,426	64,009	76,833
営業利益率	11.6%	12.2%	9.9%	5.8%	5.4%	7.1%	7.9%	11.0%	10.0%	10.2%	10.4%

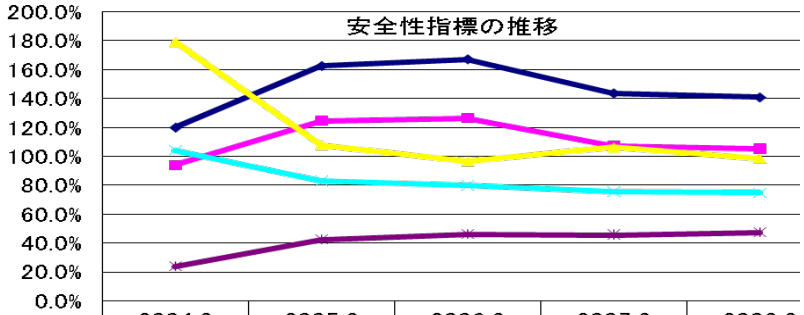
売上高、営業利益、営業利益率ともにほぼ増加傾向にあるといえる。これは、PC などに使用されているハードディスクドライブ（以下 HDD と示す）の需要増加と、M&A による増加を意味している。

1.2.2　過去５年間の業績推移

(1) 安全性

■安全性

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
流動比率	%	120.2%	162.8%	167.4%	143.9%	141.1%	147.1%	流動資産÷流動負債×100
当座比率	%	94.0%	124.8%	126.7%	107.5%	105.5%	111.7%	当座資産÷流動負債×100
固定比率	%	179.4%	107.8%	96.5%	106.2%	98.5%	117.7%	固定資産÷自己資本×100
固定長期適合率	%	104.4%	83.2%	80.3%	75.8%	75.2%	83.8%	固定資産÷(自己資本＋固定負債)×100
自己(株主)資本比率	%	24.1%	42.8%	46.6%	46.0%	47.6%	41.4%	自己資本÷総資本×100



	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
流動比率	120.2%	162.8%	167.4%	143.9%	141.1%
当座比率	94.0%	124.8%	126.7%	107.5%	105.5%
固定比率	179.4%	107.8%	96.5%	106.2%	98.5%
固定長期適合率	104.4%	83.2%	80.3%	75.8%	75.2%
自己(株主)資本比率	24.1%	42.8%	46.6%	46.0%	47.6%

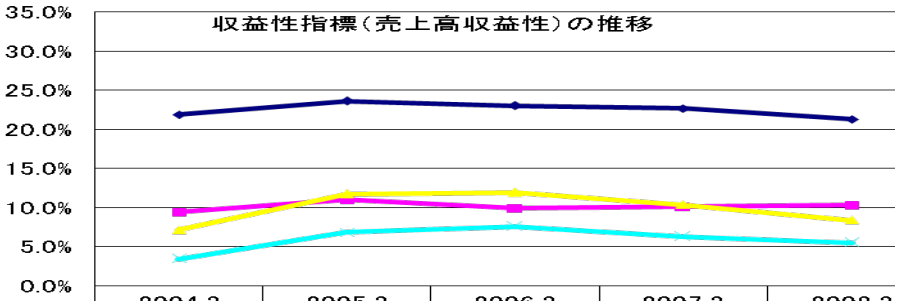
企業の短期的な債務返済能力を現す指標は流動比率。流動資産の中でも特に早期に換金できる一連の資産、すなわち現金預金、受取手形、売掛金、有価証券の４項目をあわせて当座資産といい、換金性の高い資産を用いた短期の返済能力の指標として当座比率がある。これは、流動比率の補助的指標とされている。債務返済能力の点からは、流動比率が高いほど望ましいが、古くは200%が一応の目安とされていた。しかし、現在では売上債権や棚卸資産の管理技法が進歩してこれらの金額が抑制され、200%もの高い比率は要せず、流動負債と同額以上が保有されているという意味で 100%を超えている必要がある。NIDEC の場合、流動比率はコンスタントに 100%を上回っており、製造業平均である133.11%も上回っており問題はない。当座比率においても、100%以上、製造業平均85.56%を大きく上回っており、こちらの方も問題はない。長期的な観点から企業の財務構造を分析する場合に注目するべき内容は、固定的ないし長期的な源泉から調達されている資金と、その資金の投下先としての固定的な資産の関係である。固定資産投資が自己資本の範囲内であれば、返済義務はなく、資金繰りの面で安全といえ、固定比率は100%以下が理想とされている。退職給付引当金、長期借入金、社債などの固定負債は、返済義務はあるものの、返済期間が長期にわたるため、比較的安定した資金として、資本と同じように扱われる。固定比率は100%以下となることが理想だが、固定長期適合率が100%を超えることは長期にわたって拘束される資金が短期債務のころがしで調達されていることを意味し、要注意と判断できる。近年は、固定比率は100%前後であるが、固定長期適合率は全業種平均の91.25%を大きく下回っており固定資産投資の安全性においても問題は

ない。流動比率が企業の短期的な安全性を評価するのに対し、自己資本比率は、他人資本と自己資本の関係に基づき、長期的な観点から安全性を評価するための指標である。これらの比率の背後には、自己資本と他人資本の合計によって調達された資産が返済に充当されるとき、他人資本の返済に優先順位が与えられていることから、自己資本の割合が大きいほど、他人資本の返済がよりいっそう保証されて安全性が増すという考え方である。NIDEC の場合、全業種平均 34.14%を上回っており、理想とされる 50%弱の値を示しており、安全性において問題ないといえる。上記分析により、NIDEC は安全性の指標の範囲内で M&A を行ってきていることがわかる。

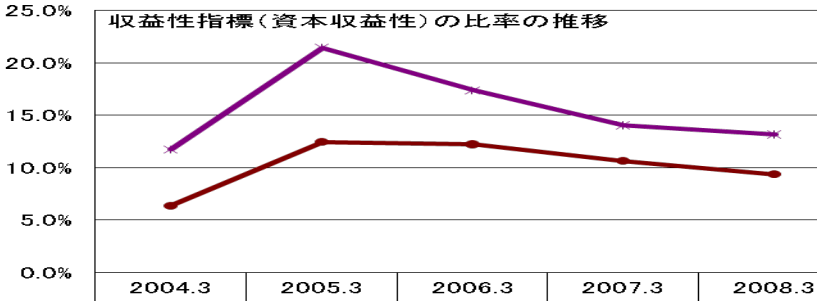
(2) 収益性

■収益性

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
売上高総利益率	%	21.9%	23.7%	23.1%	22.7%	21.3%	22.5%	売上総利益÷売上高×100
売上高営業利益率	%	9.4%	11.0%	10.0%	10.2%	10.4%	10.2%	営業利益÷売上高×100
売上高経常利益率	%	7.2%	11.8%	12.0%	10.4%	8.4%	10.0%	経常利益÷売上高×100
売上高純利益率	%	3.5%	6.9%	7.6%	6.3%	5.5%	6.0%	当期純利益÷売上高×100
自己(株主)資本純利益率(ROE)	%	11.8%	21.5%	17.4%	14.0%	13.2%	15.6%	当期純利益÷自己資本(※当･前年度末平均値)×10
使用総資本経常利益率(ROA)	%	6.4%	12.5%	12.3%	10.7%	9.4%	10.2%	経常利益÷総資本(※当･前年度末平均値)×100



	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
売上高総利益率	21.9%	23.7%	23.1%	22.7%	21.3%
売上高営業利益率	9.4%	11.0%	10.0%	10.2%	10.4%
売上高経常利益率	7.2%	11.8%	12.0%	10.4%	8.4%
売上高純利益率	3.5%	6.9%	7.6%	6.3%	5.5%



	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
自己（株主）資本純利益率（ROE）	11.8%	21.5%	17.4%	14.0%	13.2%
使用総資本経常利益率（ROA）	6.4%	12.5%	12.3%	10.7%	9.4%

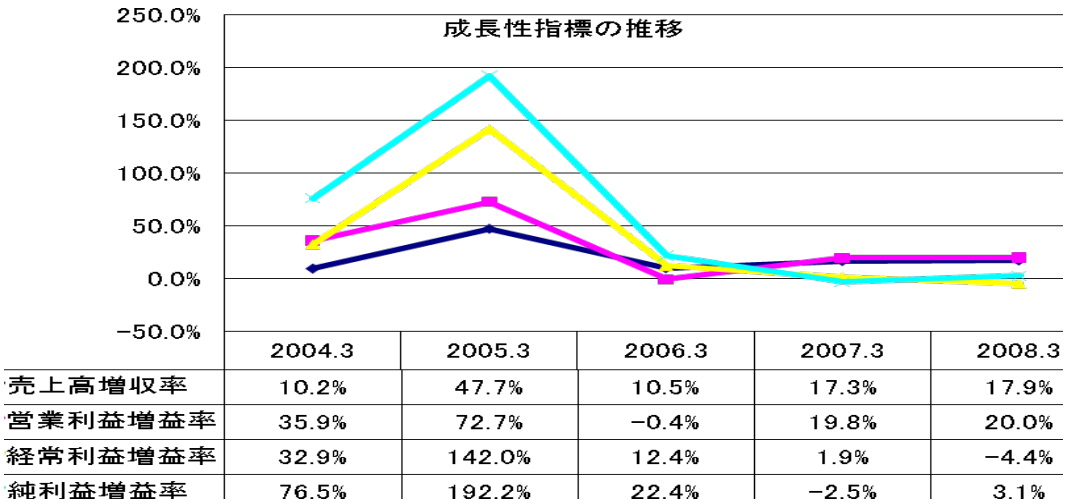
収益性の指標をみると、過去５年間で安定した数値の推移を示している。これは、過去 5 年間で買収を繰り返しながら順調に利益をあげていることを示している。2005 年に ROE、ROA が向上しているのは主に為替差益により、73 億 27 百万円の収益によるものである。売上高総利益率は全業種平均で 20.98%、売上高営業利益率は全業種平均で 3.77%、売上

高経常利益率は全業種平均で 3.39%となっており、NIDEC はそれを上回っていることがわかる。これは NIDEC の製品が他社にまねのできないような独創的な製品開発を行っており、またその営業力も高いことがわかる。

(3) 成長性

■成長性

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
売上高増収率	%	10.2%	47.7%	10.5%	17.3%	17.9%	20.7%	(当年度売上高－前年度売上高)÷前年度売上高×100
営業利益増益率	%	35.9%	72.7%	-0.4%	19.8%	20.0%	29.6%	(当年度営業利益－前年度営業利益)÷前年度営業利益×10
経常利益増益率	%	32.9%	142.0%	12.4%	1.9%	-4.4%	36.9%	(当年度経常利益－前年度経常利益)÷前年度経常利益×10
純利益増益率	%	76.5%	192.2%	22.4%	-2.5%	3.1%	58.3%	(当年度純利益－前年度純利益)÷前年度純利益×100

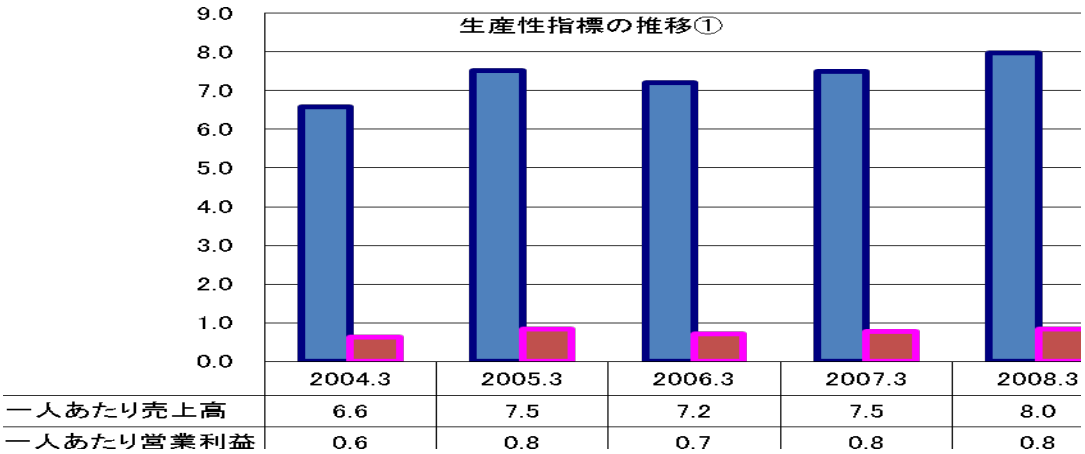


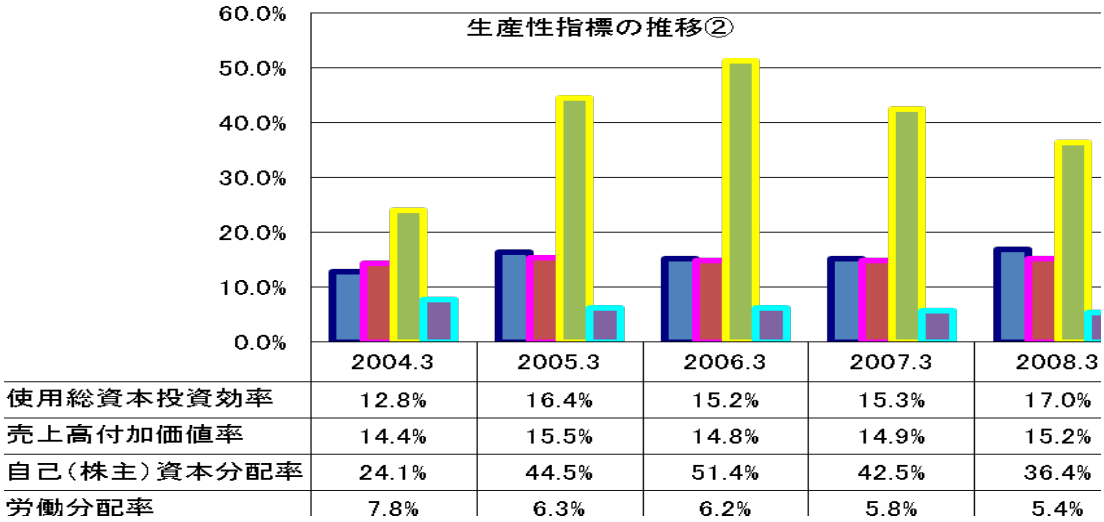
成長性を見る一般的な指標は、売上高と利益率の伸びである。日本電産のその伸びを見ると過去５年間、平均で売上高増収率は 20.7%、営業利益増益率は 29.6%と驚異的な成長を遂げているのがわかる。2005 年に急激な伸びを示しているのは、㈱三協電機製作所（現日本電産サンキョー）の営業回復によるものである。経営不振に陥っていた企業を買収し、短期間んで連結の 10%を占めるセグメントに成長させたことによるものである。2007 年度に経常利益増益率が－4.4%になっているのは、大幅な円高による為替差損 141 億円の影響によるものである。このように NIDEC は M&A により着実に成長性を高めているが、海外での生産比率も高く、このような為替によるリスクを抱えていることがわかる。

(4) 生産性

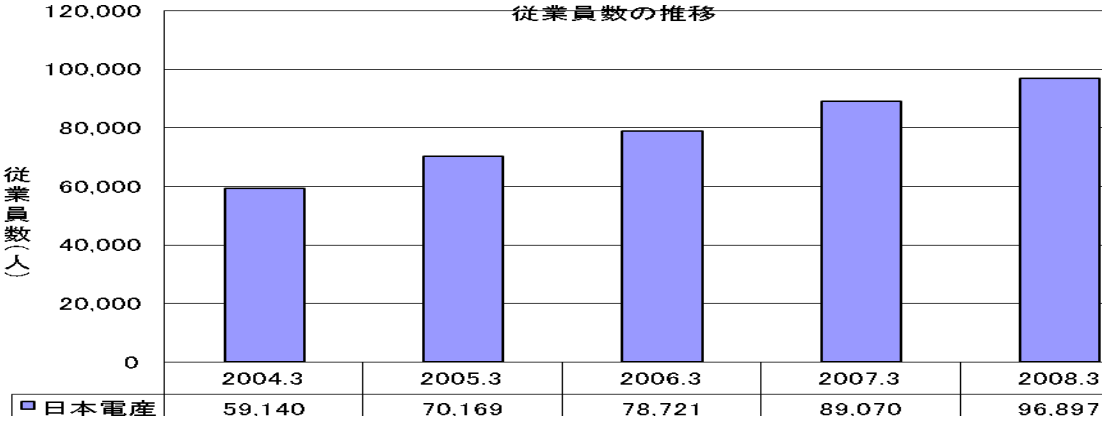
■生産性

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
一人あたり売上高	百万円	6.6	7.5	7.2	7.5	8.0	7.4	売上高÷従業員数(※当・前年度末平均値)
一人あたり営業利益	百万円	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	営業利益÷従業員数(※当・前年度末平均値)
使用総資本投資効率	%	12.8%	16.4%	15.2%	15.3%	17.0%	15.3%	付加価値額÷総資本(※当・前年度末平均値)
売上高付加価値率	%	14.4%	15.5%	14.8%	14.9%	15.2%	15.0%	付加価値額÷売上高×100
自己(株主)資本分配率	%	24.1%	44.5%	51.4%	42.5%	36.4%	39.8%	当期純利益÷付加価値額×100
労働装備率	百万円	2.219	2.031	2.127	2.173	1.935	2.097	(有形固定資産−建設仮勘定)÷従業員数
労働分配率	%	7.8%	6.3%	6.2%	5.8%	5.4%	6.3%	人件費÷付加価値額×100
労働生産性	百万円	0.948	1.163	1.071	1.121	1.217	1.104	付加価値額÷従業員数(※当・前年度末平均値)
設備生産性	百万円	0.378	0.523	0.490	0.490	0.557	0.488	付加価値額÷有形固定資産(※当・前年度末平均値)





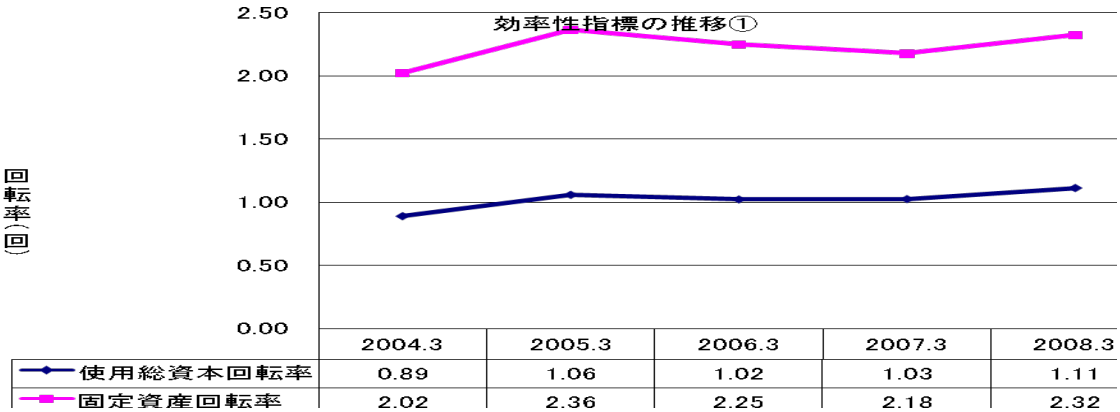
生産性の各指標についてであるが、一人当たり売上高はゆるやかな増加、一人当たり営業利益はほぼ同一水準で推移している。売上高 8000 億円弱で社員 9 万名あまりの規模は生産性が高いとはいえない。先ほどの成長性が著しく伸びているにもかかわらず、このように生産性の指標の推移が緩やかなのは、買収先の社員を解雇せずに M&A を行うという NIDEC の M&A によるものである。参考までに NIDEC の連結従業員数の推移を示しておく。

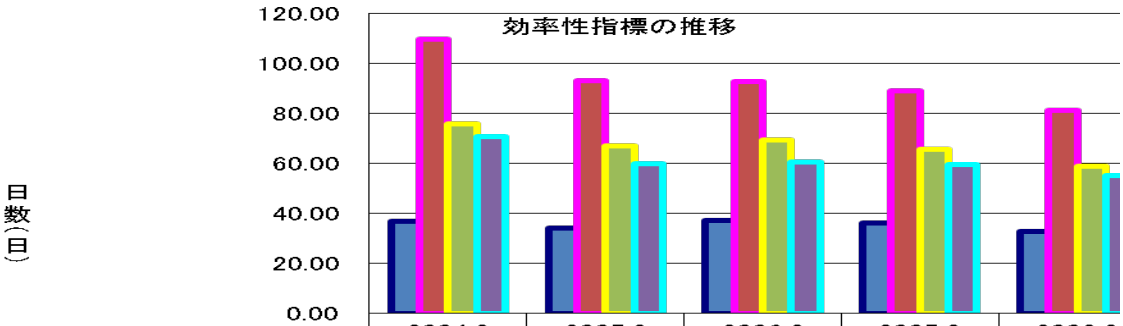


(5) 効率性

■効率性

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
使用総資本回転率	回	0.89	1.06	1.02	1.03	1.11	1.02	売上高÷総資本(※当・前年度末平均値)
固定資産回転率	回	2.02	2.36	2.25	2.18	2.32	2.23	売上高÷固定資産(※当・前年度末平均値)
棚卸資産回転日数	日	36.92	34.27	37.20	36.17	32.98	35.51	棚卸資産(※当・前年度末平均値)÷売上高×365
売上債権回転日数	日	109.85	93.08	93.03	89.29	81.27	93.30	売上債権(※当・前年度末平均値)÷売上高×365
買入債務回転日数	日	76.04	67.25	69.39	65.71	58.86	67.45	買入債務(※当・前年度末平均値)÷売上高×365
運転資本回転日数(CCC)	日	70.74	60.10	60.84	59.75	55.39	61.36	棚卸債権回転日数+売上債権回転日数-買入債務回転日数





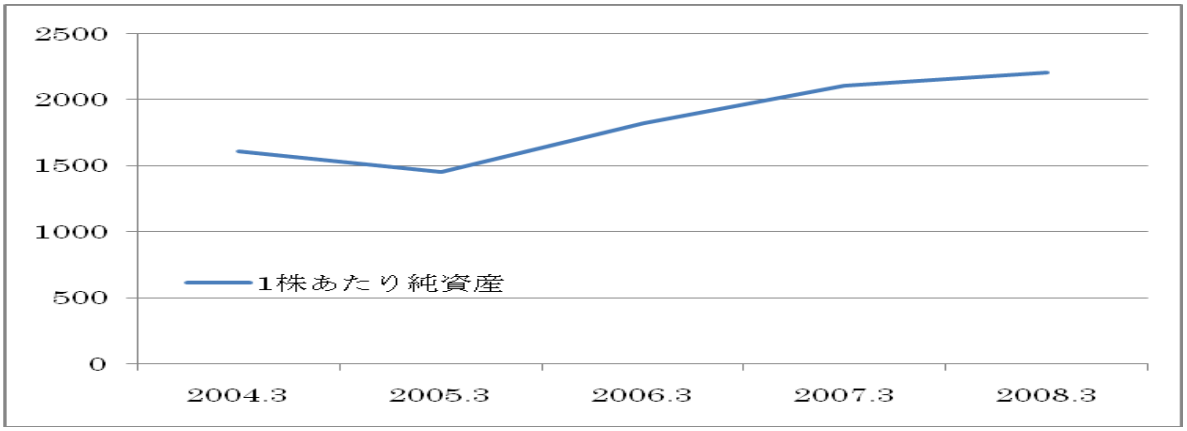
	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
棚卸資産回転日数	36.92	34.27	37.20	36.17	32.98
売上債権回転日数	109.85	93.08	93.03	89.29	81.27
買入債務回転日数	76.04	67.25	69.39	65.71	58.86
運転資本回転日数(CCC)	70.74	60.10	60.84	59.75	55.39

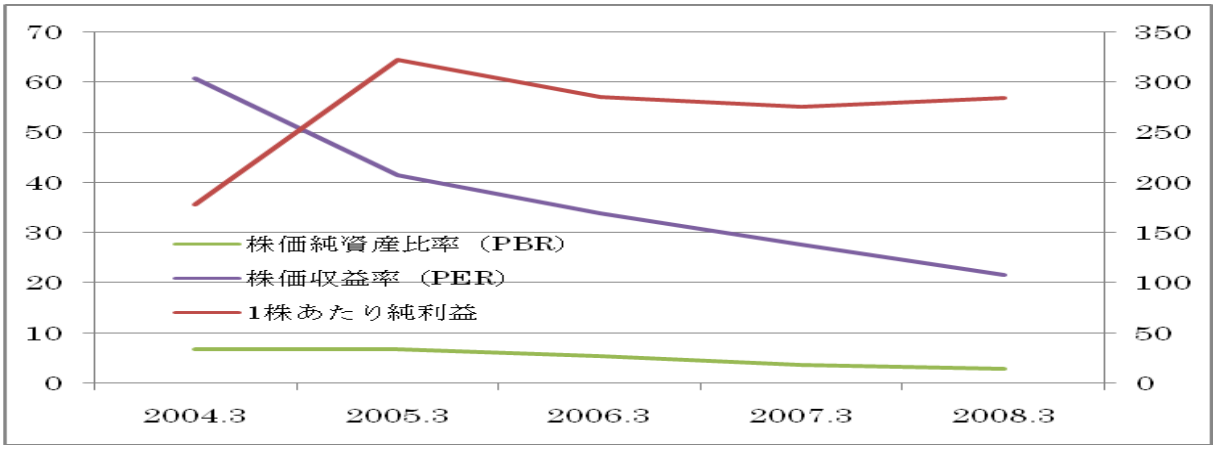
使用総資本回転率は 0.89 回から 1.11 回に改善されており、過去 5 年間の平均は 1.02 回となっている。この数値は、企業の経営効率を見る指標であり、目標は 1 回である。全業種の平均は 0.77 回であり、NIDEC はこの数値を上回っているが、更なる効率化が望まれる。固定資産回転率は、固定資産に投下された資金が効率的に運用されているかを見る指標である。NIDEC の固定資産回転率は、2.02 回から 2.32 回へと大きく改善されている。全業種の平均回転率は 1.34 回で、NIDEC はこれを大きく上回っており、パナソニック(1.40 回)などの同業他社と比べても固定資産の回転率は高いといえる。棚卸資産回転日数は、36.92 日から 32.98 日へ、過去 5 年の平均では 35.51 日となっている。棚卸資産は即売り上げにつながる在庫であり、ある程度の在庫を持つことは必要となる。NIDEC は全業種の平均日数は 38.14 日を若干上回っており、適正な在庫といえる。売上債権回転日数は、売上債権の回収に何日かかるかを表す指標である。過去の実績と比較して、伸びてきているような場合は無理をした売上の計上や、不良債権がある可能性がある。NIDEC は、過去 5 年間で 109.85 日から 81.27 日に大幅に改善され、全業種の平均 86.11 日を上回っており問題はないといえる。買入債務回転日数は、買入債務と売上高の比率で、仕入に伴う債務を支払うには何日分の売上が必要かを示す。NIDEC は過去 5 年間に 76.04 日から 58.86 日へと改善されている。全業種平均は 61.28 日、精密機器平均は 71.13 日となっており、それらを上回る数値であり、問題はないといえる。NIDEC における効率性の各指標において特に問題となることはないといえる。

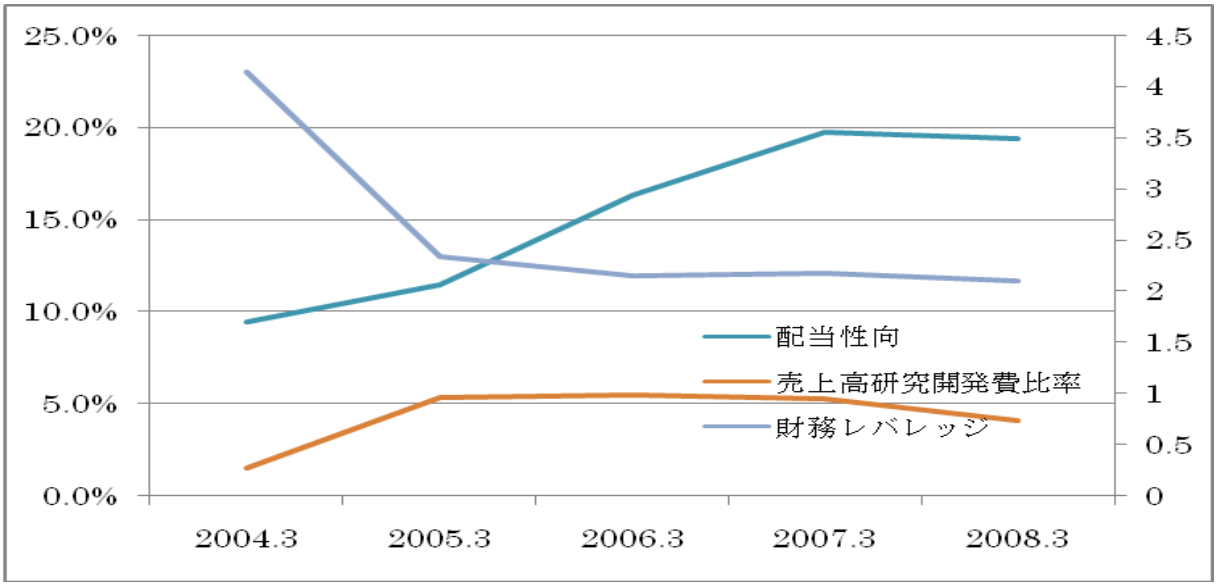
(6) その他

■その他

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
1株あたり純資産	円	1610	1453	1823	2107	2204	1839.3	自己資本÷期末発行済株式数
1株あたり純利益	円	178	322	285	276	284	269.1	当期純利益÷発行済株式数(※当・前年度末平均値)
株価純資産比率(PBR)	倍	6.65	6.69	5.26	3.61	2.78	5.00	時価総額(※当・前年度末平均値)÷自己資本
株価収益率(PER)	倍	60.77	41.41	33.87	27.54	21.58	37.03	時価総額(※当・前年度末平均値)÷当期純利益
配当性向	%	9.4%	11.4%	16.3%	19.7%	19.4%	15.2%	配当金÷当期純利益×100
売上高研究開発費比率	%	1.5%	5.3%	5.4%	5.2%	4.1%	4.3%	研究開発費÷売上高×100
財務レバレッジ	ー	4.1	2.3	2.1	2.2	2.1	2.6	総資本÷自己資本





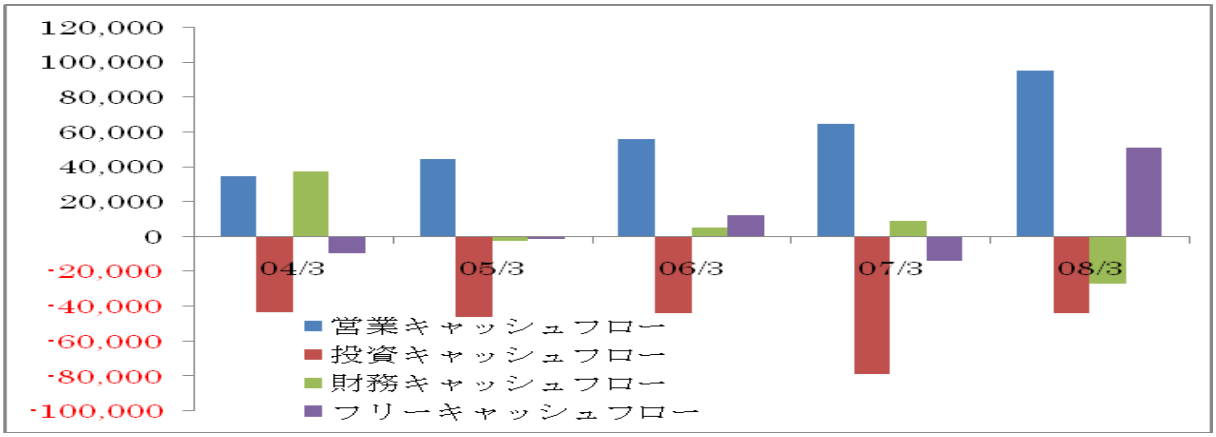


NIDEC の一番の特徴的な指標の数値は PER であるといえる。PER とは株価収益率（Price Earnings Ratio）のことであり、株価が 1 株あたり純利益の何倍まで買われているかを示す投資指標である。企業業績に対して株価が割安か割高かを見る代表的な指標である。PER が低いほど株価が割安、高いほど割高とされる。直近の東証一部平均の PER は約 15

倍であり、NIDECのPER平均37倍は高い水準を示している。この乖離はNIDECのM&A、永守氏の経営手腕を市場が高く評価していることを意味している。特に 2004 年には 60 倍の数値を示しており、前年度に買収した三協精機株式会社の影響によるものである。NIDEC の各指標の推移を見ると、1 株あたり純資産の増加、配当性向の増加による株主重視の姿勢、そして PER が示す高い市場の評価が NIDEC の特徴であるといえる。

1.2.4　キャッシュフロー分析

(1) キャッシュフローの状況



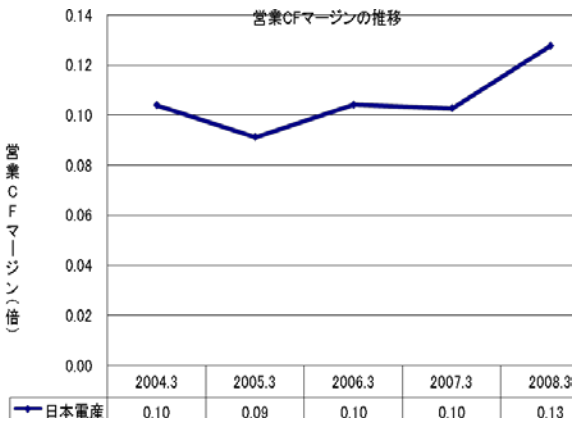
営業活動によるキャッシュフローは順調に増加している。特に 2007 年度は営業活動の結果得られた資金は 948 億 16 百万円、前年度比 46.5%増と大きく伸びている。当期純利益は 411 億 56 百万円と前年度から 12 億 24 百万円増加となり、非現金支出では減価償却費の減少で 72 億 85 百万円、売掛金・棚卸資産の減少で 30 億 60 百万円が前年度より収入増加となっている。買掛金の増加 101 億 72 百万円の収入増加要因、為替換算調整で 79 億 37 百万円、その他の項目でも 4 億 15 百万円の増加となり、収入増加となっている。過去 5 年間の推移をみて積極的な投資活動を NIDEC は行っていることがわかる。2007 年度に NIDEC の投資活動の結果使用した資金は 437 億 24 百万円、前年度比 44.6%減となっている。その主たる内容は、新規連結子会社の取得に伴う支出が 227 億 03 百万円の減少、更に連結子会社への追加投資による支出が 85 億 45 百万円減少したためである。また、設備投資支出は 356 億 60 百万円となっている。財務活動の結果支出した資金は 272 億 80 百万円（前年度は 89 億 43 百万円の資金獲得）となりました。その主たる内容は長短期の借入金の返済が 164 億 48 百万円であります。また、配当支出が 72 億 42 百万円含まれている。

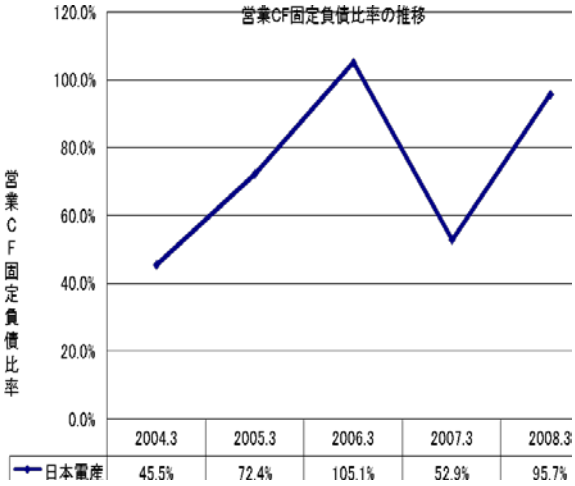
(2) キャッシュフロー分析

■キャッシュフロー分析

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
営業CFマージン	倍	0.10	0.09	0.10	0.10	0.13	0.11	営業CF÷売上高
営業CF投資CF比率	%	78.5%	96.6%	127.2%	82.0%	216.9%	120.2%	営業CF÷投資CF×100
営業CF固定負債比率	%	45.5%	72.4%	105.1%	52.9%	95.7%	74.4%	営業CF÷固定負債×100
1株あたり営業CF	円	532	427	390	447	654	490.2	営業CF÷÷発行済株式数(※当・前年度末平均値)

キャッシュフローの各指標を見ると、営業 CF マージン、1 株あたり営業 CF など上昇傾向にある。営業 CF 投資 CF 比率も 2004 年、2005 年の 2 年間は 100%を下回る数値となっており投資が積極に行われていたが、それ以降は問題ない数値で推移してきており、特に問題はないといえる。




営業CF固定負債比率の推移
営業CF固定負債比率
120.0%
100.0%
80.0%
60.0%
40.0%
20.0%
0.0%
2004.3
2005.3
2006.3
2007.3
2008.3
日本電産
45.5%
72.4%
105.1%
52.9%
95.7%

1株あたり営業CFの推移
1株あたり営業CF
700
600
500
400
300
200
100
0
2004.3
2005.3
2006.3
2007.3
2008.3
日本電産
532
427
390
447
654

1.2.4 過去５カ年間の企業価値分析

各企業価値評価に使用した数値を以下に示す。

EVAの算出手順

項目	説明・計算式及びデータの出所
期中平均有利子負債	(前期有利子負債＋今期有利子負債)/2
負債利子	支払利息＋社債利息
負債利子率	負債利子/期中平均有利子負債
無リスク利子率	10年物国債　財務局　http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/1c010.htm
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイアモンド社)　21章に従い5%とする
市場全体の期待収益率	無リスク利子率＋リスクプレミアム
β（ベータ）値	Bloomberg　HPより、2006年7月5日修得
株主資本コスト（CAPM)	無リスク利子率＋β×リスクプレミアム
株主資本（時価）	期末株価×発行済株式数、　期末株価はYahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp/
有利子負債（簿価）	短期借入金＋長期借入金＋社債
投下資本（時価）①	有利子負債(簿価)+株主資本(時価)
加重平均資本コスト(WACC)	負債利子率×(１－実効税率)×D/(D+E)＋株主資本コスト×E/(D+E)
投下資本　（簿価）②	有利子負債(簿価)＋株主資本(簿価:BSの資本合計)
資本コスト	投下資本(簿価)②×加重平均資本コスト(WACC)
税引後事業利益(NOPAT)	(営業利益＋受取利息+受取配当金)×(１－実効税率)
EVA	税引後事業利益－資本コスト

■NOPLAT/ROICの算出手順

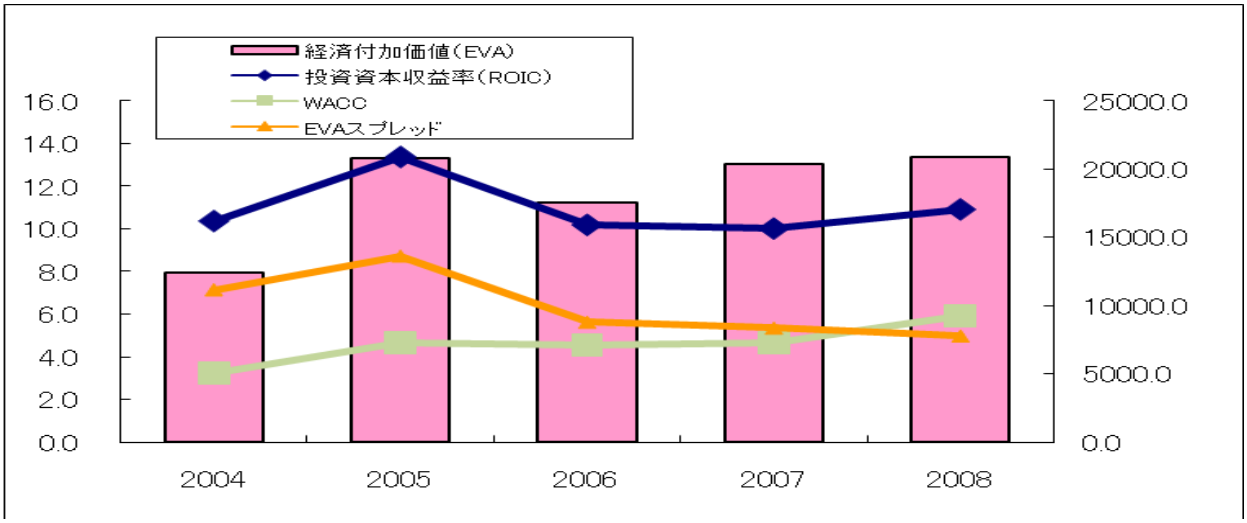
項目	説明・計算式及びデータの出所
有利子負債（簿価）	短期借入金＋長期借入金＋社債
株主資本（簿価）	連結貸借対照表の資本合計
投下資本（簿価）	有利子負債＋株主資本(簿価)
NOPLAT	営業利益×(１－実効税率)
ROIC	みなし税引後営業利益(NOPLAT)/投下資本(簿価)

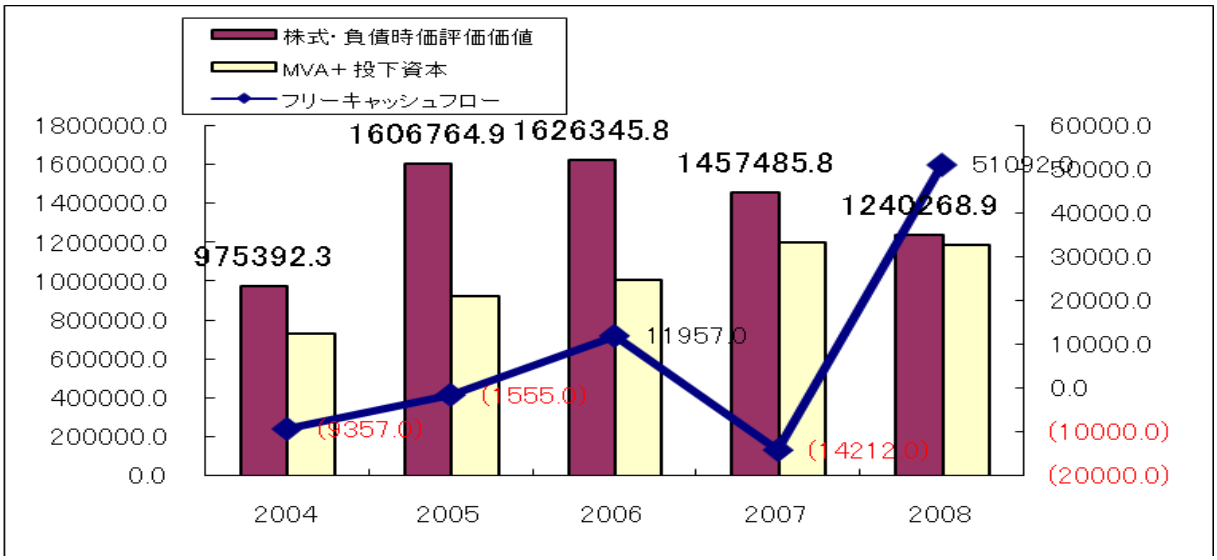
■企業価値分析

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
経済付加価値(EVA)	百万円	12,415	20,797	17,573	20,372	20,875	18,407	NOPAT−投資資本×WACC
投資資本収益率(ROIC)	%	10.4%	13.4%	10.2%	10.0%	10.9%	11.0%	NOPAT÷投資資本×100
株式・負債時価評価価値	百万円	975,392	1,606,765	1,626,346	1,457,486	1,240,269	1,381,252	時価総額+負債(=流動負債+固定負債)＝市場価値
市場付加価値(MVA)	百万円	559,212	683,464	698,388	818,378	771,587	706,206	市場価値+投資資本
EVAスプレッド	%	7.1%	8.7%	5.6%	5.3%	5.0%	6.4%	ROIC−WACC
MVA＋投下資本	百万円	733,249	922,527	1,011,341	1,199,728	1,191,439	1,011,657	

■参考指標

指標	単位	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	平均	計算式
実効税率	%	42.0%	40.4%	40.4%	40.4%	40.4%	40.7%	※入力シートの再掲
付加価値額	百万円	47,443	75,193	79,711	94,006	113,167	81,904	営業利益＋減価償却費＋賃借料＋人件費＋＋法人税(CF)
フリーキャッシュフロー	百万円	−9,357	−1,555	11,957	−14,212	51,092	7,585	営業CF－投資CF
NOPAT	百万円	18,025	31,984	31,842	38,149	45,792	33,159	営業利益*(1−実効税率)
投資資本	百万円	174,037	239,064	312,953	381,351	419,852	305,451	自己資本(※当・前年度末平均) ＋短長期有利子負債(※当・前年度末平均)
自己資本コスト	%	6.04%	6.45%	6.33%	6.73%	6.56%	6.42%	無リスクプレミアム+β×株式リスクプレミアム
他人資本コスト	%	−1.21%	−2.18%	−7.06%	−0.82%	6.58%	−0.94%	支払金利/有利子負債(※当・前年度末平均)
WACC	%	3.22%	4.68%	4.56%	4.66%	5.93%	4.61%	(自己資本コスト×自己資本+他人資本コスト ×固定負債×(1−実効税率))÷(自己資本＋固定負債)
時価総額(期中平均)	百万円	695,677	1,385,209	1,387,013	1,099,879	888,139	1,091,183	発行済株式数(※当・前年度末平均)×株価
有利子負債合計(期中平均)	百万円	76,626	83,203	77,603	97,013	107,552	88,399	





経済付加価値 EVA についてはほぼ 200 億円あたりを推移しており、安定しているといえる。ROIC についてはほぼ 10%前後を推移している。この間 NOPAT は上昇しており、EVA、ROIC が安定していることから、投資資本も上昇していることがわかる。したがって、積極的な投資を行いながら EVA を生み出しているといえる。つぎに EVA スプレッドについてであるが、上記の指標は ROIC から WACC を引くことで求められ、これがプラスとなれば企業は付加価値を生み出しているということができる。NIDEC の ROIC は常に WACC を上回っており、EVA スプレッドは常にプラスである。つまり、企業活動における付加価値を常に生み出しているといえる。NIDEC は今後も EVA スプレッドを上昇させ、高い付加価値を生み出すことが期待される。

1.3　主要事業部門別業績推移

NIDEC の有価証券報告書によると、セグメント情報はオペレーションセグメント別に記載されている。しかしながら事業部門別のセグメントでの分析を行う方が分析するうえで有効であると考え、記載されている情報内で事業別、地域別のセグメント分析を行う。

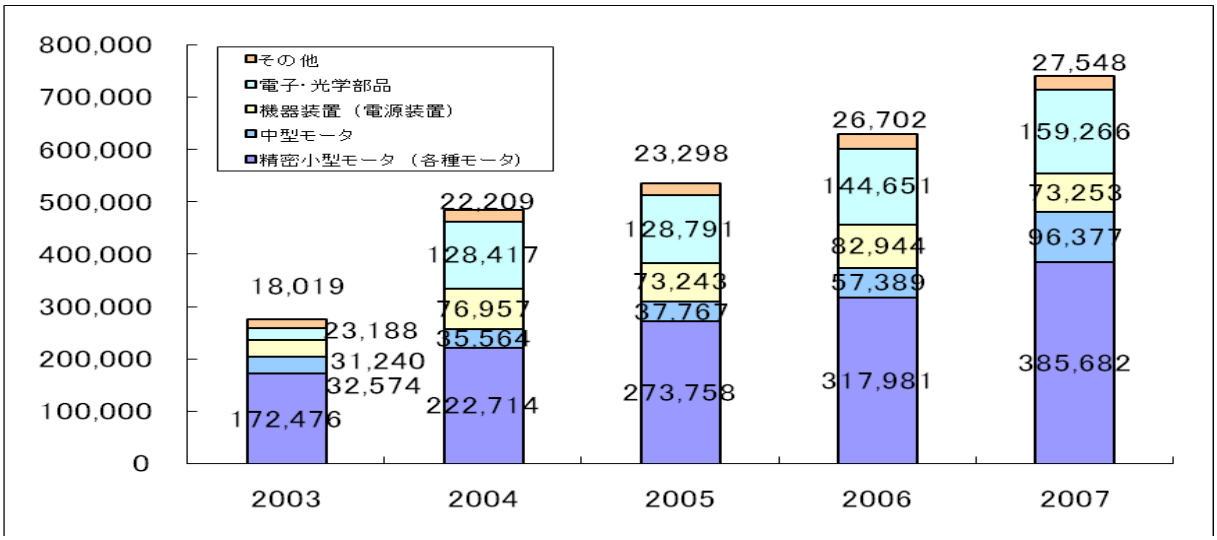
1.3.1　事業別分析

有価証券報告によると、NIDEC の事業は精密小型モータ(各種モータ)、中型モータ、機器装置　(電源装置)、電子・光学機器に分類されている。詳細な内訳を以下に示す。

分類１	分類２	主な用途
精密小型モータ	HDD 用スピンドルモータ	3.5 インチ、2.5 インチ、1.8 インチ及び 1.0 インチＨＤＤ等
	ブラシレスＤＣファン	電子機器、家庭用電化製品等
	その他精密小型ブラシレス DC モータ	光ディスクドライブ、コピー機、プリンタ、ファクシミリ等
中型モータ		車載用モータ、家電用モータ及び産業機器用モータ等
機器装置		各種半導体製造設備、検査装置、変減速機、FA 機器、カードリーダー及び工業用ロボット等
電子・光学部品		カメラシャッター、レンズユニット、トリマポテンショメータ、モータ駆動ユニット等
その他		自動車部品、ピボットアッセンブリ及びその他の製品・サービス

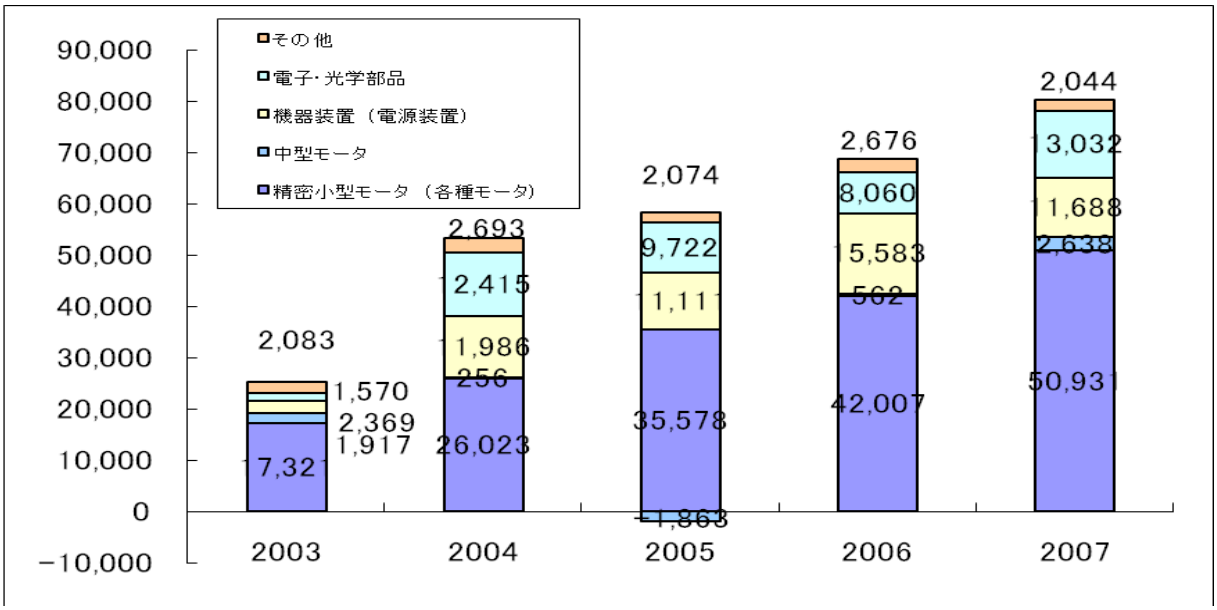
事業別売り上げ高推移　（単位：百万円）

	2003	2004	2005	2006	2007
精密小型モータ（各種モータ）	172,476	222,714	273,758	317,981	385,682
中型モータ	32,574	35,564	37,767	57,389	96,377
機器装置（電源装置）	31,240	76,957	73,243	82,944	73,253
電子･光学部品	23,188	128,417	128,791	144,651	159,266
その他	18,019	22,209	23,298	26,702	27,548



事業別営業利益推移　　（単位：百万円）

	2003	2004	2005	2006	2007
精密小型モータ（各種モータ）	17,321	26,023	35,578	42,007	50,931
中型モータ	1,917	256	-1,863	562	2,638
機器装置（電源装置）	2,369	11,986	11,111	15,583	11,688
電子･光学部品	1,570	12,415	9,722	8,060	13,032
その他	2,083	2,693	2,074	2,676	2,044



精密小型モータが全体の 53%、その中でも HDD 用スピンドルモータが全体の 30%を占める事業である。中型モータも 13%を占めており、モータ関連事業で全体の 65%を占めている。NIDEC の特徴はモータ事業に特化した戦略であり、利益においても全体の約 70%を占めている。中型モータの伸びは、2006 年末に買収した日本電産モーターズアンドアクチュエーターズ（NMA，旧フランス Valeo 社の車載モータ事業部門）の売上が 2007

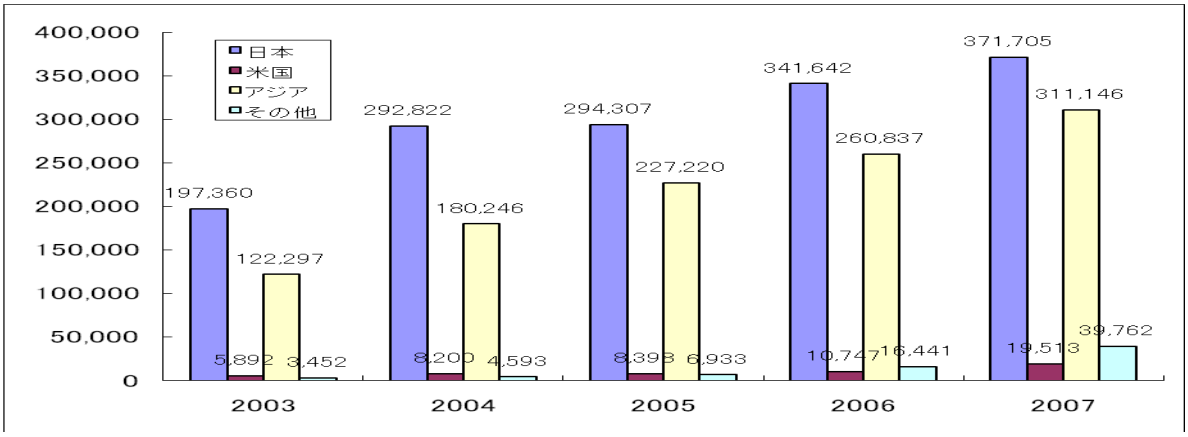
年度から通期で算入できるようになったこともあり，事業区分でいう「中型モータ」事業の 2007 年度売上高は前年度比 7 割増の 964 億円，利益は約 5 倍の 26 億円と，まだ絶対値では少ないが急拡大している。このうち NMA の売上分は 363 億円を占めている。

1.3.2　地域別分析

地域別の分類については、北米 ：米国、アジア：シンガポール、タイ、中国、フィリピン、ベトナム、その他：ヨーロッパに分類し、売上高、及び営業利益の推移を示す。

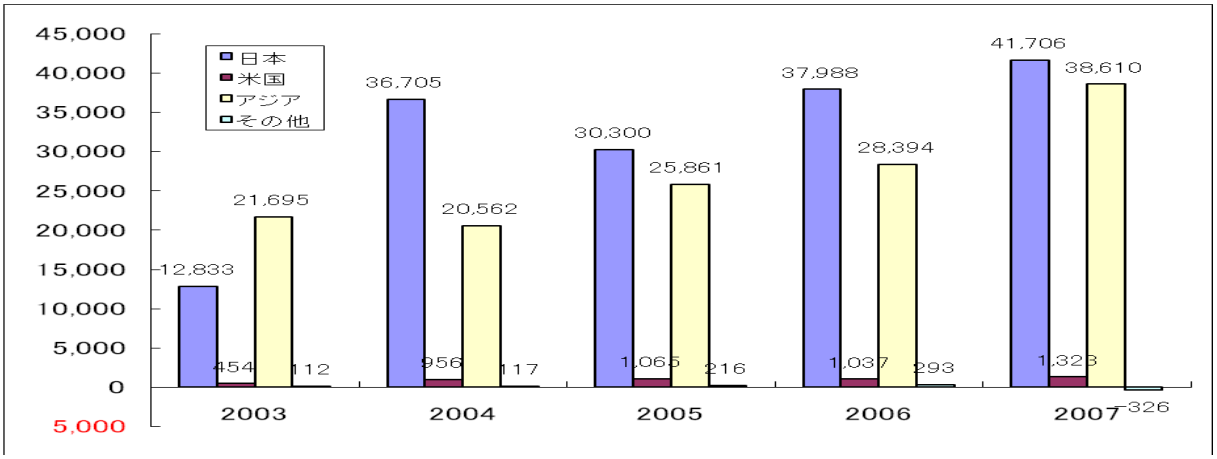
売上高推移　（単位：百万円）

	2003	2004	2005	2006	2007
日本	197,360	292,822	294,307	341,642	371,705
米国	5,892	8,200	8,398	10,747	19,513
アジア	122,297	180,246	227,220	260,837	311,146
その他	3,452	4,593	6,933	16,441	39,762



営業利益推移　（単位：百万円）

	2003	2004	2005	2006	2007
日本	12,833	36,705	30,300	37,988	41,706
米国	454	956	1,065	1,037	1,323
アジア	21,695	20,562	25,861	28,394	38,610
その他	112	117	216	293	−326



NIDEC の地域別における売上高、営業利益を見ると、約 90%を日本及びアジアが占めていることがわかる。これは、NIDEC の主力事業であるモータ事業の HDD ドライブメーカがアジアに生産拠点を構えているためである（ウェスタン・ディジタル（マレーシア）、マックストア（シンガポール・蘇州））。これは NIDEC が米国の HDD メーカーの東南アジアにおける規模拡大に合わせて早期から進出しているためである。

2　業界分析

各要因が当該企業の事業機会および競争優位確立にとって、どの程度促進（プラス）要因または制約（マイナス）要因となるかを明らかにする。

2.1　各要因の分析

2.1.1　需要要因

日本の小型モータ事業、産業用モータ市場の動向についてはモータの種類にもよるが、概ね 10%の市場以上の伸びを示すと予想できる。

(1) 小型モータ市場

(a) 市場概況

矢野経済研究所の推計によると、2007 年度の小型モータ市場は、対前年度比 107.7%の 58 億 2,500 万台であった。モータ種類別にみると、ブラシ付きモータが 27 億 9,700 万台、振動モータが 6 億 7,000 万台、ブラシレスモータが 11 億 600 万台、ステッピングモータが 8 億 7,000 万台、DC 軸流ファンが 3 億 2,800 万台、インダクションモータが 5,400 万台になる。ブラシレスモータはハードディスク（HDD）や光ディスク（ODD）のスピンドル駆動用として使用されている結果、大きく市場が伸びている。ステッピングモータはデジタルカメラ、プリンタ、複写機等での需要が大きい。 振動モータは携帯電話市場の拡大で近年急速に需要が伸びてきたが、若干市場が飽和気味になった。DC 軸流ファンは情報機器・OA 機器等で多く用いられ、需要拡大が続いている。小型のインダクションモータは家電用で大きな需要があったが、ブラシレス DC モータへの代替が進んだ。

(b) 市場予測

2010 年度の小型モータ市場規模全体は、69 億 7,500 万台となり、内訳はブラシ付きモータ 27 億 7,000 万台、振動モータ 8 億 4,000 万台、ブラシレスモータ 17 億台、ステッピングモータ 11 億 2,000 万台、DC 軸流ファン 4 億 9,000 万台、インダクションモータ 5,500 万台と予測する。市場規模全体としては引続き拡大傾向にあるが、モータ種類別にみると若干の増減はある。ブラシ付き DC モータ、インダクションモータは数量的には横這い、振動モータ、ステッピングモータは年毎のばらつきはあるが、微増傾向になると予測する。ブラシレス DC モータ及び DC 軸流ファンは、対前年度比 10%以上と比較的好調な伸びを示すと予測する。ブラシレスモータの用途は、パソコン用 HDD、携帯用ｵｰﾃﾞｨｵﾌﾟﾚｰﾔ、HDD 搭載用カーナビなどに使用されており、内 40%がパソコンなどに用いられている HDD 駆動用モータである。これらの市場も拡大し、そこにあらたにデジタル家電市場が今後新たに創出され、この小型モータの需要は拡大傾向が続くと考えられる。

(2) 産業用モータ市場

(a)市場概況

2007 年度の産業用モータ市場は、対前年度比 102.7%の 477 万台であった。モータ種類別ではサーボモータが 445 万台、リニアモータが 11 万 3,000 台、高効率モータが 5 万 1,000 台、PM モータが 15 万 6,000 台になる。産業用モータはここ数年毎年順調な伸びを示している。2007 年度までは各用途分野における景気は回復傾向にあり、企業の設備投資が継続していたことから、モータ需要も堅調な伸びを示した。産業用モータの中で、数量的に多く生産されているのはサーボモータである。近年はそのほとんどが AC サーボモータになっているが、一部のメーカーでは DC サーボも生産している。従来からの工作機用途に加えて、最近では液晶や半導体製造における用途が増加傾向にある。リニアモータは数量的にはそれほど多くないが、搬送機等で需要が増加している。高効率のインダクションモータや PM モータの割合は非常に少ない。しかし、環境問題等から各種の法制度の整備が進むと考えられ、高効率のモータ需要の拡大傾向は今後も続くと予測する。

(b)市場予測

2010 年度の産業用モータ市場規模は 544 万 5,000 台となり、内訳はサーボモータ 490 万台、リニアモータ 19 万 5,000 台、高効率モータ 8 万台、PM モータ 27 万台と予測する。産業用モータ市場は、種類別にみるといずれも拡大傾向であり、全体としても伸びている。サーボモータの伸びはそれほど大きくないが、これ以外の 3 つのモータの伸びは前年度比 10%以上と大きく伸長する。

2.1.2 供給要因

部品の材料となる金属材料が最近の原料不足により高騰しており、供給要因としては悪化している。特にモータ等で使用される銀・鉄の値上がりは NIDEC のコストアップに直結しており、今後も素材の高騰は脅威となりうる。

2.1.3　競争要因

HDD 向けモータはワールドワイドな市場で、日系メーカーの独壇場である。今後も日本電産を筆頭に、松下グループ、日本ビクター、ミネベアの 4 社で市場の大半を占めるものと考えられる。海外メーカーも、DVD-ROM/RAM 関連では競争力を持っており、特にセット機器メーカーの Samsung など韓国メーカーに供給を行う韓国モータメーカーの位置付けが高い。DVD-ROM/RAM 分野は、韓国・台湾メーカーの展開次第では今後競合が激化することも予測される。また、NIDEC は早くから海外に生産拠点を構えており、アジアを中心にグローバルネットワークを構築している。その結果、海外の安価な労働力の活用、タイ・フィリピン・ベトナムなどの HDD メーカーの生産拠点近くに位置しており、擦り合わせ型のモータ事業では優位に働くと考えられる。

2.1.4　技術要因

HDD ドライブは近年、大容量化、小型化、高速化が求められる機器である。ノートパソコンなどに使用されている HDD も数年前のデスクトップ型パソコンの容量にまで達している。従って今後も HDD 用ブラシレスモータなどは高度な生産技術、HDD ドライブメーカとの擦り合せ等を要し、参入障壁の高い技術であるといえる。

2.1.5　外部要因

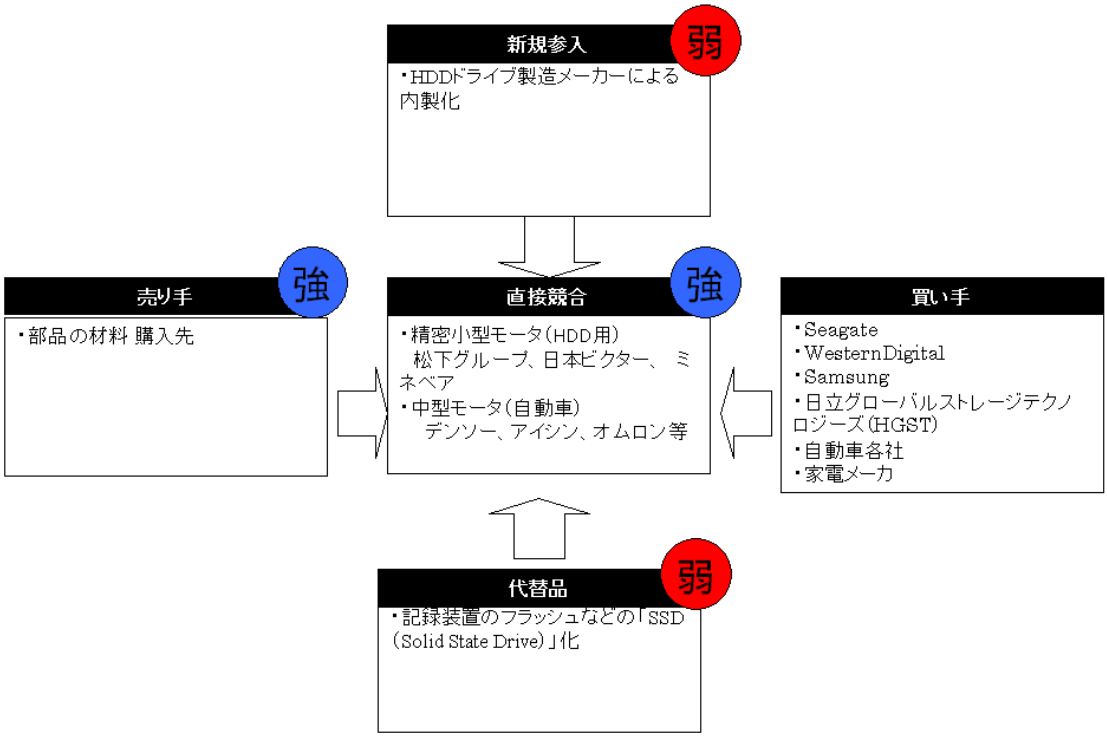
NIDEC の生産拠点は日本、アジアを中心にグローバル展開されており、製品の大部分の割合を、中国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナムなどで製造し販売している。特に、更に競争上有利な製品と部品コストのメリットを得るため継続的に移転を進めている中国拠点の生産に依存しているといえる。これらの国々は、経済、社会、そして構造基盤が依然として発展途上であり、数々の不確定要素に影響されやすくなっているといえる。また、これらの国々の政治、社会そして経済状況は、NIDEC の製品を多少なりともコスト優位性をもって製造し続けることができる環境を維持できるかどうか定かでない。これらの地域の政治当局は、NIDEC がその地で事業活動を展開することに対し、経済的、法的または別の面で困難な状況を生み出したり、実践的でないものにしたり、不可能にしたりする規制や制限を課す可能性があるといえる。この他にも以下のようなマイナス要因が考えられる。

・海外市場における関係産業の景気悪化または沈滞
・国際通貨の変動
・ゼネストや労働条件の混乱
・政治不安
・貿易制限や関税の変化
・グローバルな経営活動に関する人材の問題
・一般的に長い債権回収期間
・新しい法律や規制の予想しなかった変更または負担

・特定の国での比較的制限された知的財産の保護
・不利になる恐れのある税金
プラス要因としては、環境面での規制等により電気自動車、ハイブリッド車の開発によるモータ需要の増加などが考えられる。

2.2 Five Forces Analysis

NIDEC の事業の Five Forces Analysis を行う。



(1) 新規参入の脅威：HDD メーカーによる内製化

HDD ドライブ用スピンドルモータは精密小型部品であり、信頼性なども求められ高度な開発力、生産力を要する製品といえる。従って、モータの製造ノウハウのない新たなメーカーの参入、大型産業用モータなどのメーカーから小型モータへの参入は困難を要すると考えられる。唯一の脅威として考えられるのは HDD ドライブ装置メーカーの部品の内製化による参入が想定される。

(2) 競合・既存企業間のライバル関係

・精密小型モータ（HDD 用）
　松下グループ、日本ビクター、ミネベア
・中型モータ（自動車）
　デンソー、アイシン、オムロン等
精密小型モータの分野では圧倒的なシェアを誇っており、競争優位を確立している。車載用モータについては 2006 年末に買収した日本電産モーターズアンドアクチュエーターズ

（NMA, 旧フランス Valeo 社の車載モータ事業部門）が売上高拡大を図っており今後の推移を見守る必要がある。

(3) 代替製品からの圧力：記録装置のフラッシュなどの「SSD（Solid State Drive）」化
5 万円 PC などの機能を絞った PC の記録装置には HDD ではなく、SSD などのメモリが使用されるようになってきた。SSD は現在のパソコンの主記憶装置である HDD に比べ耐衝撃性が約 3 倍程度高く、重量が約 3 分の 1 程度である。消費電力が低く、データの読み出しが速い。デジタルテレビやビデオカメラなどデジタル家電にも普及が進むと予想されている。2011 年にはコンピューター市場で 6400 万台、デジタル家電市場で 400 万台に SSD が搭載される見込みである。ただ、現状の容量ではノート型用の HDD が 120GB 前後なのに対し、SSD は 8～12GB 程度である。しかしながら、軽量で耐久性が高いことから低価格 PC 用に需要が伸びてきている。SSD の普及に向けた最大の課題は価格である。現状では HDD に比べ約 10 倍程度高く、この価格がどの程度まで下げられるかが普及の鍵といえる。また大容量化も普及に向けて必要であり、現状の NAND 型フラッシュの微細加工技術では 512GB までしか容量拡大の目処がたっていない。当面は低価格 PC などの限られた比較的容量の小さな分野で HDD から置き換えが進んでいくと考えられる。従って、HDD 方式が今しばらく主流を占めると考えられる。

SSD と HDD の特徴比較

	HDD	SSD
処理速度	○	◎
容量	◎	△
消費電力	○	◎
寿命	○	△
耐衝撃性	△	◎
軽量化	△	◎
コスト	◎	×

◎：特に優れる　○：優れる　△：やや劣る　×：劣る

(4) 供給者：部品の材料 購入先・コネクター及び電気回路の購入先
コネクター及び電気回路等、材料や部品の一部を外部の供給元に依存しており、もしこれらの材料のいくつかが入手不能になったり、入手可能量が減少したり、また替わりの供給元を見つけられない場合、生産能力は制限されてしまうことが考えられる。

(5) 買い手：Seagate・WesternDigital・Samsung・日立グローバルストレージテクノロジーズ（HGST）、自動車各社、家電メーカー
NIDEC の主な商品の供給先市場においては製品ライフサイクルが短く、この先も価格下落の圧力を受けることが考えられる。特に HDD 業界は競争が激しく、市場で競争力があり時代に即した良い製品であっても、商品寿命以上に平均売価が急激に下落する場合がある。一般的に、HDD 市場の量産商品の平均売価は、競合商品の供給が高まり、コスト削

減が可能になった場合、および技術向上が成功した場合に下がる傾向にある。また HDD メーカーの間にも緊迫した価格競争があり、その結果、NIDEC は主要顧客からスピンドルモータの売価を下げるように要請を受けるなどのリスクが考えられる。

2.3　SWOT 分析

Strength	*Weakness*
◆ 圧倒的なシェア (精密小型ｽﾋﾟﾝﾄﾞﾙﾓｰﾀ) ◆高い研究開発力、生産力 ◆グローバル展開力（特にアジアでの拠点） ◆蓄積されたM&A戦略のノウハウ	◆肥大化した組織の効率化 ◆経営者永守重信氏への依存
Opportunity	***Threat***
◆ 環境意識向上によるクリーンなモータへのシフト ◆電気自動車、燃料電池車の普及 ◆運送業におけるモーダルシフト ◆車載用市場、鉄道車両用モータ市場への参入 ◆デジタル家電へのHDD搭載需要	◆為替リスク ◆ HDD市場の急激な価格下落 ◆機密情報の漏洩、特許訴訟 ◆海外生産拠点の人件費アップ、カントリーリスク ◆経営者、技術者等のヘッドハントによる流出 ◆金融危機による株価低下

2.3.1　機会

モータ産業は成熟期にあるものの、環境意識の高まりにより電気自動車・燃料電池車などのクリーンな装置への移行が今後進むと考えられる。IBM Automotive 2020 Global Study によれば、現状のガソリン車のシェアは 2020 年には約 65%になり、残りのシェアは電気自動車、水素自動車などの新たなエネルギーを用いた自動車になると予想している。運送業においても、トラックによる輸送から鉄道を利用したモーダルシフトが起こっており鉄道への依存が高まっていくと考えられる。すでにデジタル家電の普及も始まっており、各家電製品への HDD ドライブなどの記録装置の搭載、各家庭へのホームサーバーの普及などが今後考えられる。

2.3.2　脅威

NIDEC の事業展開の特徴であるグローバル展開はアジアでのクラスター効果（HDD 事業のアジアへの集積化）などにより大きな強みとなっているが、同時に為替リスクを発生させている。売上の大部分は、日本円以外の外貨、主に米国ドルで構成されており、その結

果米国ドルに対する円の上昇は一般的に、NIDEC の営業利益と純利益に悪影響を及ぼすものとなる。このリスクを軽減するため、近年では売上の通貨と仕入の通貨を合わせることにより為替リスク軽減に取り組むなどを行っている。例えば、もしある製品の売上が米国ドル建であれば、この製品の生産に使用する部品や設備の購入を米国ドル建で購入するようにしている。また NIDEC は日本円と比較した場合の外貨の価値変動に対する取引リスクの一部をヘッジするために為替予約を結ぶなどの対策をすでに行っている。タイ・フィリピン・マレーシア・ベトナム・中国などの国々は現時点では安価な労働力の供給先となっているが、今後は所得水準の向上により人件費の急激な向上を招く恐れが考えられる。

以上の分析から今後 NIDEC がとる戦略の方向性を示す。

【シナリオ１：強みと機会の組み合わせ～積極的攻勢～】

・精密小型モータのノウハウを活かし、中型モータ（産業用・自動車・車載用・鉄道車両）の開発に力を注ぎ、販売攻勢をかける。

・精密小型モータは小型であるため輸送コストは比較的安価であると考えられ、生産拠点は現状のままアジア中心とし、効率的なサプライチェーン網を全世界に張り巡らせる。

【シナリオ２：強みと脅威の組合せ～差別化～】

・グローバル展開をアジア中心に行っており、経営者・技術者の人材確保を海外中心に行っていく。人材のダイバーシティを活用する。永守重信氏の強力なリーダーシップに依存しており、その後継として外国人経営者・技術者を採用していく。NIDEC は日本ではまだまだ後発企業であり、優秀な社員を確保する意味で、海外に人材も依存するのが戦略として考えられる。

【シナリオ３：弱みと機会の組み合わせ～段階的施策～】

・海外の HDD 用モータの生産拠点のラインに増設する形で中型モータの生産設備を段階的に増強していく。アジアの各国では、鉄道の敷設需要なども見込まれる。

3　戦略分析

3.1　企業戦略

3.1.1　企業価値創造

次に NIDEC の企業戦略について、ステークホルダーの価値創造の視点で考察する。

(1) 顧客価値

NIDEC は創業者であり、現社長である永野重信氏のリーダーシップの元、M&A 戦略を駆使し顧客価値を高めてきたといえる。主力事業である精密小型モータの技術を核に世界市場への参入を果たし、以降も「世界初」、「世界最小」といった他社には真似のできない製品を次々と世に送り出し続け、継続的に顧客価値向上に努めているといえる。

(2) 株主価値

① 配当政策

NIDEC の過去５年間の配当金、連結配当性向の推移を見てみる。配当性向、配当金は増加傾向にあり、株主重視の姿勢が伺える。DOE、並びに総還元性向については、同じ車載部品を製造するオムロンと比較した場合、DOE＝2.5%、総還元性向＝74.9%に劣っているのは、NIDEC の配当政策が企業体質の一層の強化と積極的な事業展開の促進に備えて内部留保を充実することとしているためである。

表 配当に関する財務データ

	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
配当性向:%	11.9	9.4	11.4	16.3	19.4
配当金:円/1株	15	22.5	32.5	45	55
当期純利益:百万円	11,448	33,455	40,949	39,932	41,156
総資産:百万円	433,706	484,173	565,970	662,623	671,714
自己株式取得額:百万円	0	56	89	25	19
総資産配当率(DOE):%	0.31	0.65	0.82	0.98	1.19
総還元性向:%	11.9	9.6	11.6	16.4	19.4
株価:最高値:円	11,600	13,380	11,380	9,760	8,770
株価:最低値:円	5,440	9,500	6,220	6,960	6,020
※総還元性向＝(配当資金+自己株式取得額)/当期純利益					

② 主とのコミュニケーション

NIDEC は株主・投資家とのコミュニケーションを重視する経営を行っている。2007 年度まで年２回であった決算説明会を年４回に、またこの説明会の資料を HP にアップするだけでなく動画配信も行い、個人投資家にまで見ていただくように配慮している。機関投資家、証券アナリストとの個別面談、個人投資家向けの説明会を永守社長が直接行うなど株主十重視の経営を行っている。

③開かれた株主総会

NIDEC は株主総会での取り組みとして、マスコミへの公開・株主懇談会の開催・株主公開日の集中日回避､グループ内での株主総会日集中回避など様々な取り組みを行っている。その結果、２年連続のディスクロージャー優良企業に選ばれている。

(3) 従業員価値

NIDEC ホームページによると、以下の通り従業員のモチベーション向上や労働環境の向上・サポートのための（勤続年数の短さに配慮したとも思われる）様々な制度をつくっており、従業員価値は低くないと考えることができる。

①女性社員の活躍推進

女性社員の活躍を重要な経営方針の一つと考えており、「女性社員の管理者の占める割合を 20%にする」など具体的数値を目標にし取り組んでいる。

○ポジティブ・アクション活動の推進

女性社員の活躍推進を重要な経営方針の一つと考え、２つの目標を掲げている。

・2015 年までに管理職の 20%を女性社員が占める会社を目指す
・2020 年までに役員の 20%を女性社員が占める会社を目指す
〇家庭と仕事の両立を図るための 8 つの制度の運用開始
育児休業制度の拡充（期間延長）、妊娠・育児のための始業時間の繰上げ・繰下げ制度の導入、保育料の一部会社負担制度の導入（新規導入）、復帰支援プログラムの導入（新規導入）、結婚や出産等による退職者の再雇用制度の導入（新規導入）、有給休暇制度の取得方法の充実（一部内容変更）、子の看護休暇の拡充（一部内容変更と期間延長）、妊婦健診、有給化（内容変更）

③ 従業満足度 5 ヵ年計画の推進
NIDEC は、三大精神「情熱・熱意・執念」「知的ハードワーキング」「すぐやる、必ずやる、出来るまでやる」を基軸に、変化の時代を切り開く人材の育成を目指している。近年の M&A により肥大化した組織をマネジメントしていくためにも優秀な人材の育成が重要である。
・「等級制度」「評価制度」「賃金制度」の 3 つの柱で構成された新しい人事制度を 2006 年 10 月よりスタート
・「教育・研修制度の改革」を 2007 年度からスタート

③社員の家族を交えた職場見学会
社員の家族を職場に招待し、オフィスや食堂、そしてモータ教室を開くなど、企業が社員親子のコミュニケーションを図る場を提供している。日本電産は、「雇用の確保」など日本的経営を柱としており、職場見学会もその一環といえる。また、社員のモチベーションの向上を図ることにもつながるといえる。

(4) 社会価値
「企業は社会の公器である」との基本理念にもとづき、NIDEC は CSR 経営を重視しており、CSR の目標・重要課題を定め、取組みの進展度を評価している。NIDEC のホームページには、「私達は、5 つの基本姿勢を定め、CSR 憲章に基づく誠実で透明な企業活動を行い、社会から信頼される企業を目指します」と謳われている。NIDEC はまた HP において、日本電産の CSR 経営を以下のように述べている。
「私たちは、雇用の創出を第一義的な CSR と考え、企業の成長とともに CSR 活動を前進させ、企業価値の最大化を目指します」
注目すべきは「雇用の創出」を CSR と位置づけているところであり、NIDEC は M&A 戦略においても買収先の企業の社員をリストラせずに再建している。これらの方針が、買収先社員のモチベーションを上げ、M&A 戦略の成功の大きな要因となっていると考えられる（買収戦略の部分で詳細後述）。

以上を総合すると、NIDEC はステークホルダーの価値向上という側面では積極的に取りくんでおり、評価できるといえる。

3.1.2　企業理念とビジョン

NIDEC の企業理念は、創業者永守重信氏の経営哲学に基づいている。創業期から永守氏が実践してきた精神であり、M&A 先の企業にまで浸透させている考えである。この考えの浸透により、数々の経営不振企業を蘇らせ、永守氏の手腕を世間に広め、NIDEC の好業績、高株価へと繋がっている。NIDEC は世界一を追求することをアイデンティティとしており、精密小型モータではシェア 75%で圧倒的優位にたっている。経営３原則の中に、「企業とは社会の公器」「非同族企業をめざし」「独立独歩の企業づくり」「世界の市場で世界の企業」などの言葉が用いられている。モータ事業で後発組である日本電産が得意先を得るためには海外にでるしか選択肢がなく、その結果はやくからのグローバル展開につながっている。創業期の苦労などから得られた永守イズムが書かれている。

経営３原則

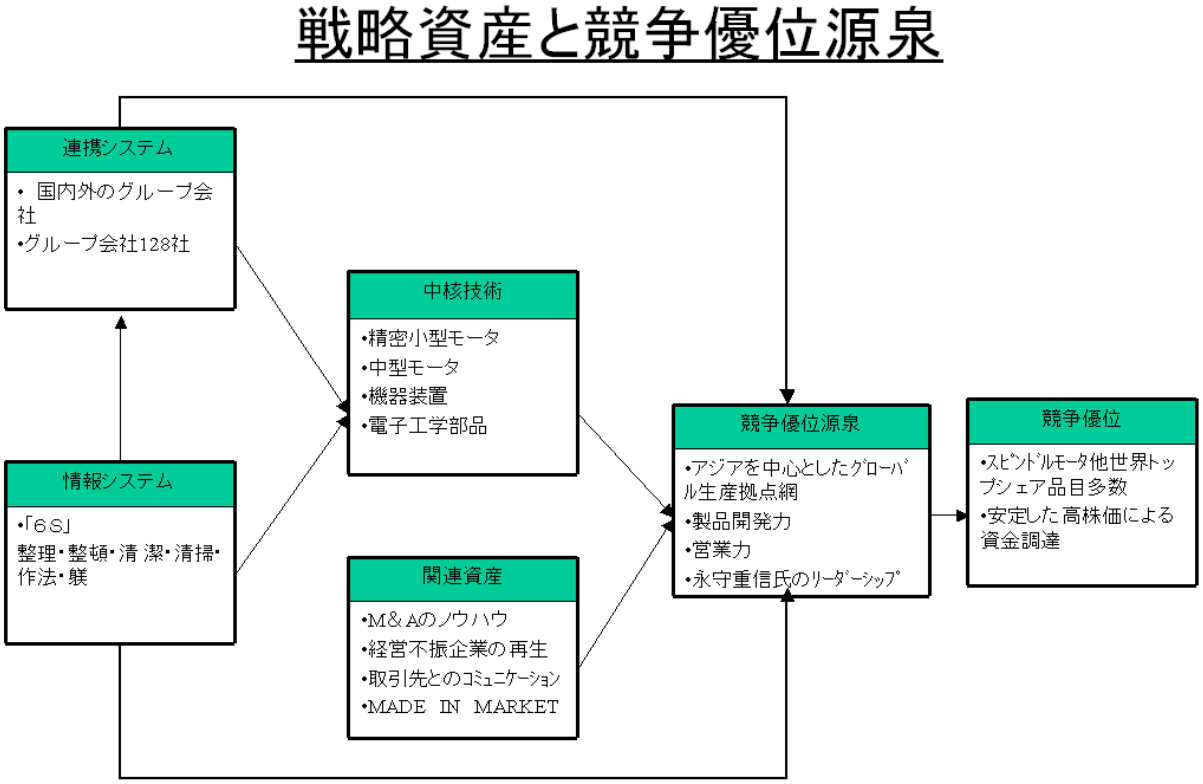
１．企業とは社会の公器であることを忘れることなく経営にあたる。
　　すなわち、非同族企業をめざし何人も企業を私物化することを許されない。

２．自らの力で技術開発を行い、自らの力でつくり、自らの力でセールスする独自性のある企業であること。
　　すなわち、いかなる企業のカサの中にも入らない独立独歩の企業づくりを推進する。

３．世界に通用する商品づくりに全力をあげ、世界の市場で世界の企業と競争する。
　　すなわち、インターナショナルな企業になることを自覚し努力する。

3.1.3　戦略資産

NIDEC が保有する戦略資産を以下に示す。



NIDEC は中核技術では世界トップシェア品目を多数抱え、生産拠点もグローバル展開しているのが強みといえる。モータを中心とする「回るもの、動くもの」に特化したニッチ戦略、M＆Aを活用したシナジーの発揮により世界市場で競争優位を確立している。

3.1.4　企業成長戦略

(1) 企業戦略の指標

「2008 年度　連結営業利益 1,000 億円の達成」
「2010 年度　連結売上高 1 兆円の達成」
「2012 年度　車載用モータ売上高 3,500 億円の達成」
と掲げられている。またビジョンとしては、「モータを中心とする「回るもの、動くもの」に特化した総合駆動技術の世界 No.1 メーカー」と HP に示されている。このビジョンの実現に向け、手段として M&A を行っており、株主・社員ともに理解しえる透明性の高い経営が行われている。

(2) スリー新戦略

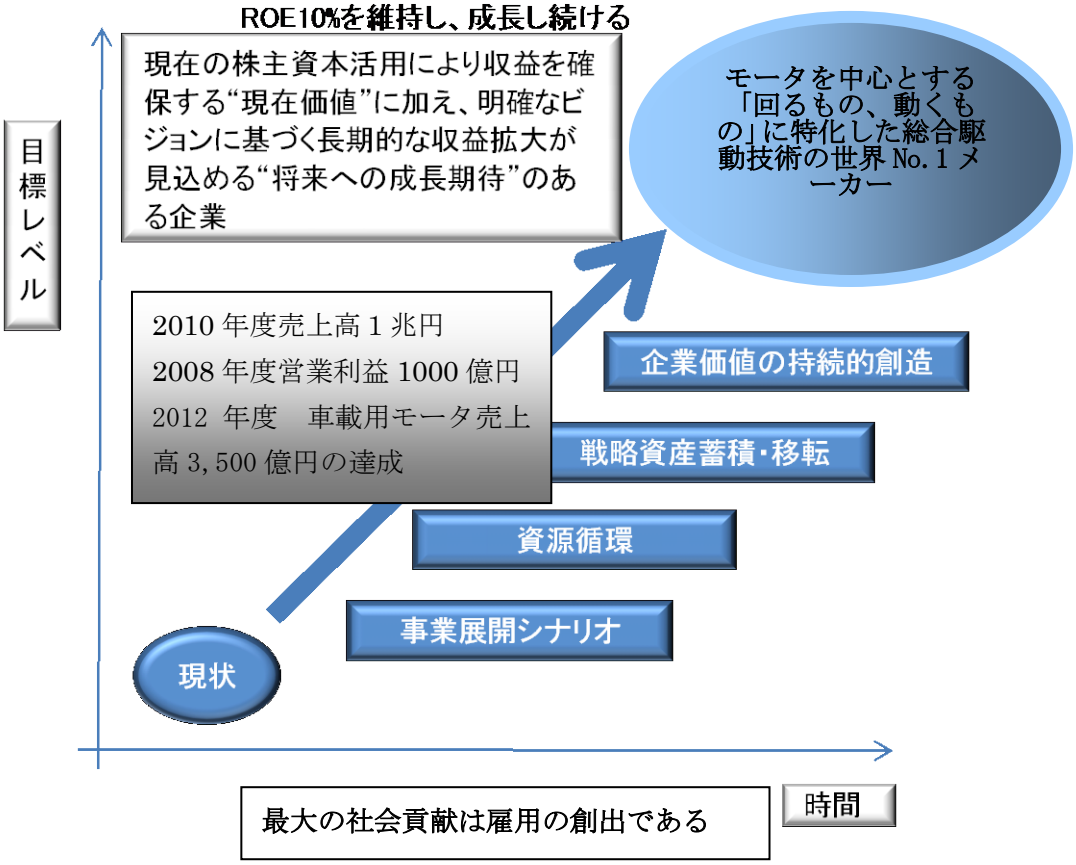
2010 年度売上高 1 兆円を目指して以下のような“スリー新”戦略を掲げている。これは NIDEC の強みであるブラシレスモータの IT・情報家電などの市場拡大、一般家電、オフ

ィス機器を中心として需要開拓、自動車分野における新たなモータ市場の創出を掲げたものである。NIDEC の高度な技術と高シェアを確保しているブラシレスモータを最大限売り込み、市場開拓していく明確な企業戦略であるといえる。

(3) 雇用の創出とM&A

NIDEC は「最大の社会貢献は雇用の創出である」との信念のもと、会社業績を伸ばし発展し続けることで雇用の創出に努めている。会社業績を継続的に伸ばしていくためには、グループ各社の競争力を高め、技術力に優れた会社を新たにグループ内に迎え入れ、高いシナジーを追求してくM&Aを取り入れた企業成長戦略を描いている。

3.1.5　企業成長戦略と企業成長マトリックス



(1) 事業展開シナリオ

NIDEC の今後の成長戦略で欠かせないのが積極的な M&A である。部品の内製化に向けた M&A、新事業開拓に向けた M&A を組み合わせ、事業を展開していく必要がある。

(2) 資源循環

NIDEC の精密小型モータにて稼ぎ出したキャッシュフローを元に、M&A および戦略資産への投資を行っていく必要がある。

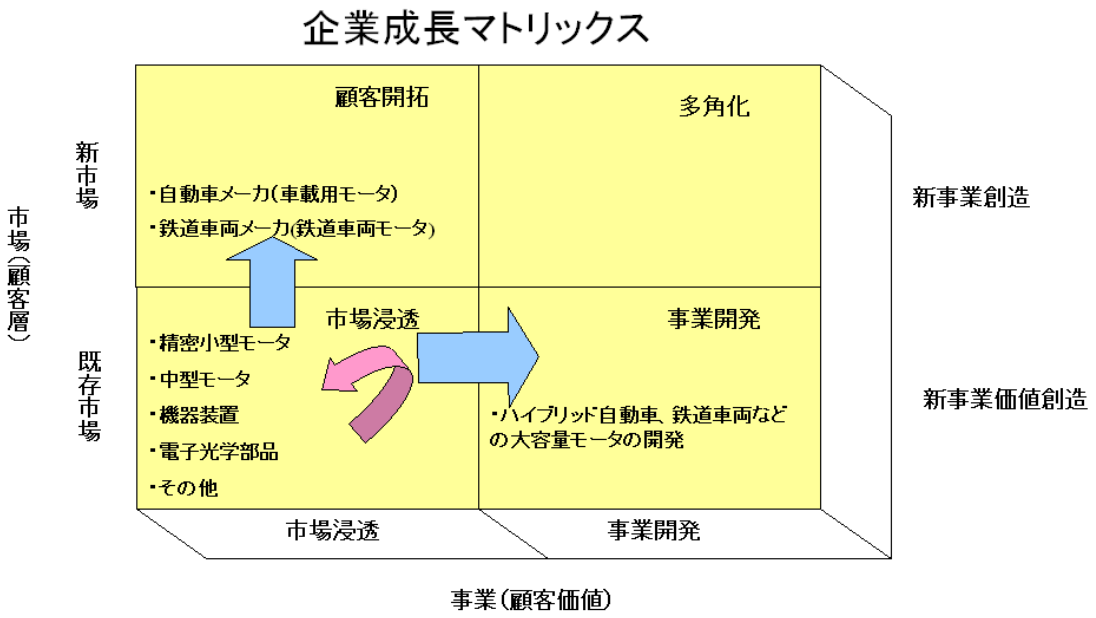
(3) 戦略資産蓄積、移転

NIDEC が蓄積した小型モータに関するノウハウ、高い技術力を今後は車載用モータ、鉄

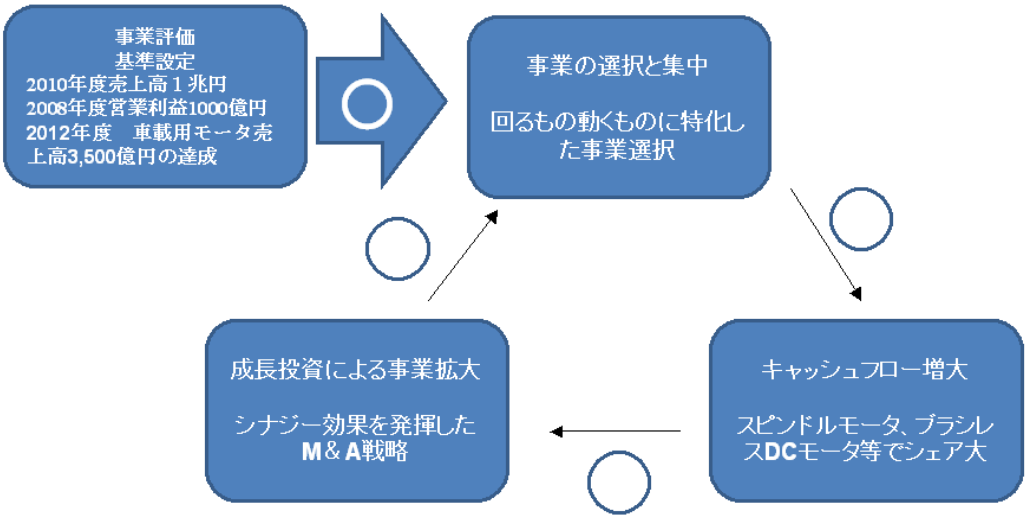
道車両用モータなどの中型モータ事業に技術移転を行っていく必要がある。

(4) 企業価値の持続的創造

これらの資源を活用しながら、顧客価値、株主価値、従業員価値、社会価値を高めていく必要がある。



キャッシュフロー循環と企業成長



3.1.6　企業変革

NIDEC の企業変革は永守重信氏の経営哲学、M&A を用いた成長戦略にあるといえる。経営不振に陥った企業を再生させ、事業を拡大していくビジネスモデルといえる。ここでは詳細は割愛する。

3.1.7　事業ポートフォリオ

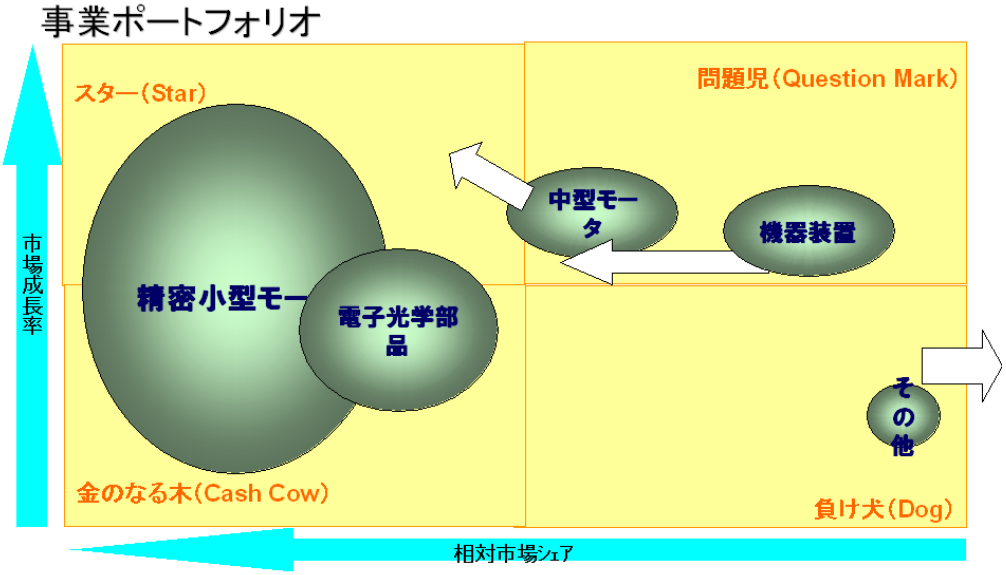
事業別売り上げ高推移　（単位:百万円）

	2003			2004			2005			2006			2007		
	売上高	構成比	対前年	売上高	構成比	対前年	売上高	構成比	対前年	売上高	構成比	対前年	売上高	構成比	対前年
精密小型モータ（各種モータ）	172,476	62.2%	－	222,714	45.8%	29.1%	273,758	51.0%	22.9%	317,981	50.5%	16.2%	385,682	52.0%	21.3%
中型モータ	32,574	11.7%	－	35,564	7.3%	9.2%	37,767	7.0%	6.2%	57,389	9.1%	52.0%	96,377	13.0%	67.9%
機器装置（電源装置）	31,240	11.3%	－	76,957	15.8%	146.3%	73,243	13.6%	-4.8%	82,944	13.2%	13.2%	73,253	9.9%	-11.7%
電子･光学部品	23,188	8.4%	－	128,417	26.4%	453.8%	128,791	24.0%	0.3%	144,651	23.0%	12.3%	159,266	21.5%	10.1%
その他	18,019	6.5%	－	22,209	4.6%	23.3%	23,298	4.3%	4.9%	26,702	4.2%	14.6%	27,548	3.7%	3.2%
全体	277,497	100.0%	0	485,861	100.0%	75.1%	536,857	100.0%	10.5%	629,667	100.0%	17.3%	742,126	100.0%	17.9%

NIDEC の事業ポートフォリオを品目別に見ていく。精密小型モータは 2007 年 3 月期で売上高 3856 億円、構成比では 52%を占めている。対前年比 21.3%の伸びを示しており、今後の市場予測もﾌﾞﾚｼﾚｽﾓｰﾀ市場は 10%台の堅調な伸びを見せると思われる。以上の点から、現状では十分なキャッシュを生み出しており、「金のなる木」と位置づけることができる。中型モータは 2007 年 3 月期で売上高 963 億円、構成比 13.0%を占めている。対前年比 67.9%の伸びを示している。2008 年 9 月以降も東洋電機製造、富士電機システムズのモータ事業買収を計画しており、来年度も同程度の売上高増を見込める品目である。当社の売上高 1 兆円を達成するための成長事業と呼ぶことができる。以上の点から、現時点では「問題児」といえるが、近年中に「スター」になると予想される。機器装置は 2007 年 3 月期で売上高 732 億円、構成比 9.9%を占めている。対前年比－11.7%となっている。機器装置にしめている電源装置などは市場の成長性は鈍化してきており、「問題児」と位置づけることができる。電子光学部品は売上高 1593 億円、構成比 21.5%、対前年比 10.1%を占める成長品目である。デジタルカメラ用シャッターはシェア 75%であるが、デジタルカメラ市場は若干飽和状態であり、各メーカーは今後減産体制に入ると思われる。以上の点から「金のなる木」と位置づけることができる。その他事業は 2007 年 3 月期で売上高 275 億円、構成比 3.7%を占めている。対前年比 3.2%の伸びを示している。これらの事業は売上高、構成比、伸びともに他の事業と比べ劣っており、「問題児」と位置づけることができる。

3.1.8　事業ポートフォリオ・マネジメント

NIDEC の事業ポートフォリオを下図 BCGportforio に示す。



今後は中型モータ、機器装置への積極投資を行う必要があるといえる。特に精密小型モータのノウハウがいかせる中型モータ事業（車載用モータレベルの大きさ）における投資、M&A を行っていくのが有効と考えられる。

3.1.9　M&A

日本電産は 1973 年創業の企業であり、約 30 年あまりで世界企業に大きく成長した。その成長過程において重要な役割を果たしているのが M&A である。経営戦略論において、M&A は多角化戦略と対抗的に位置づけられている成長戦略である。多角化戦略が蓄積した経営資源をベースに事業ポートフォリオの拡大や、多様化を図る戦略であるとすれば、M&A は所有政策によって外部資源の吸収と事業ポートフォリオの変革を図り、企業成長と企業価値向上を実現させる戦略であるといえる。多角化戦略が資源蓄積に時間をかける戦略であるとすれば、M&A は資源蓄積のための時間を買い取る戦略であり、それゆえわずか 30 年あまりで世界企業にまで成長したといえる。以下のその M&A 戦略の特徴、および役割について述べる。

(1) 日本電産におけるM＆Aの特徴

日本電産の M&A をみると、その役割が企業の成長に併せて変化してきているといえる。1990 年代半ばまでは、主力事業である精密小型モータの国際競争力強化のための M&A、それ以降はグループ経営が意識され始め、日本電産グループとして成長を図るための M&A が活用されている。実行にあたっては永守社長のリーダーシップが強く反映されている。その中心にあるのは、投資先の企業の社員であり、技術である。本来技術力のある

会社を投資先企業に選定し､そこの社員の意識と行動力に強い影響をあたえることにより、技能とモチベーションを引き出し、その会社の潜在能力を成長に結びつけることが日本電産の M&A 戦略の特徴であるといえる。

(2) 日本電産の企業成長とM＆A

日本電産の M&A を創業期から企業の成長と照らし合わせて説明を行う。

(i)創業期のM＆A（**1973** 年～**1980** 年代半ば）：モータ事業の多角化

この頃の日本電産の主力製品は精密小型 AC モータであった。このモータはカスタム性が強く、ユーザーが開発する製品に対して、その構造や性能を変化させるいわば「擦り合わせ型」の製品であった。それゆえ、手間暇かかる製品であるからこそ、競合が多いモータ業界でも参入の余地があったといえる。「お客様がいるところならどこにでもいく」という営業精神が生まれたといえる。AC モータだけでは企業の存続に限界があると判断した日本電産は、モータ事業を中心に据えた多角化に取り組んでいる。以下の対象企業、事業内容等を示す。

表　創業期のM＆A戦略

年月日	対象企業	事業内容・目的	特徴
1974 年	ユニゾン	ブラシレス AC モータ	―
1978 年	米国ﾄﾘﾝ社	ﾌｧﾝ事業	1984 年モータ事業の買収
1981 年	米国ﾃﾞｰｼｰﾊﾟｯｸ社	電源事業	―

（出所）日本電産有価証券報告書

(ii)成長期のM＆A（**1980** 年代半ば～**90** 年代半ば）

この時期には米国における PC 市場の爆発的な伸びにより、日本電産の手がけた事業のうち HDD 用スピンドルモータの伸びが顕著となり、そこに経営資源が集中投資された。そして M&A 戦略も創業期の新たな製品・技術の多角化的 M&A 戦略から、主力・関連事業の競争力強化のために行われた。

表　成長期のM＆A戦略

年月日	対象企業	事業内容・目的	特徴
1989 年	信濃特機	HDD 用スピンドルモータ	シェアトップの座確立
1991 年	パワーゼネラル社	電源装置	―
1992 年	日本シーゲート社	ピボットアセンブリ事業	→95 年撤退
1993 年	真坂電子	電源装置	―
1995 年	共立マシナリ	各種自動機、FA 機器、計測・試験装置の設計・製造・販売	―
1995 年	シンポ工業	減速機から変速機などの駆動機器	社員に優しすぎる京都の名門企業

出所：日本電産有価証券報告書

この時期に特筆するべきことは、M&A の試行錯誤を行っていると考えられる。その例がにピボットアセンブリ事業の撤退である。同事業の製造技術はモータなどの電子部品に生かしにくい、他の事業との関連性が薄いことがわかり、収益が出ている間に売却することが「従業員、売却先、日本電産」の 3 社にとってメリットがあると判断し、早期の事業撤退につながったと考えられる。

(iii)グループ成長力を引き出すM＆A（1990 年代後半～）

1990 年代後半以降、日本電産は多数の M&A を実行に移し、投資先企業のグループ化を目指していく。特に経営不振に陥った上場企業に対する M&A を実施し、成功してきている。グループ会社の数も増え、永守社長も自ら先頭にたって仕事に取り組むといった仕事に加え、投資先の企業の社員を動機づけ、彼らに率先して仕事をしてもらうという役割が強くなってきた。グループが巨大化してきており、永守氏一人のマネジメント力の限界がきたといえる。すなわち、実質の経営はグループ会社経営層に委ねる形とし、かれらの奮起心に期待するスタイルをとっているといえる。この時期の M&A は日本電産がもつ技術力と、対象企業がもつ技術力を融合していき、対象企業が得意とする製品・技術力のさらなる強化と自社とのシナジーを図ったものである。その結果、世界で最も薄い FDD 用ブラシレス DC モータの開発や、ゲーム機用ファンモータ、パワーステアリング用ﾌﾞﾚｼﾚｽ DC モータの開発成果に表れている。併せてグループ会社と協力して、グローバル化の推進に取り組んでいる。トーソクとの共同出資による日本電産トーソク・ベトナムの設立、日本電産芝浦（タイ）の設立などがそれにあたる。その結果、M&A の相手先の企業拠点も含め、アジアで進出すべき企業すべてに拠点を築いている。この時期に買収された企業は、「優れた技術を持ちながら経営不振に陥っている企業」「駆動系に関する要素技術を持つこと」を条件に行われている。

年月日	対象企業	事業内容・目的	特徴
1997 年	トーソク	日産系部品メーカー	精密加工技術に定評
1997 年	リードエレクトロニクス	プリント基板・半導体・液晶検査装置の製造	－
1998 年	コパル	カメラシャッター、センサユニット等の製造	－
1998 年	コパル電子	エレクトロニクス部品の製造・販売	－
2003 年	三協精機製作所	マイクロモータ・駆動ユニットやピックアップなど電子部品の製造	－

（出所）日本電産有価証券報告書

(iv)回転機世界 No.1 に向けたM＆A（2008 年～）

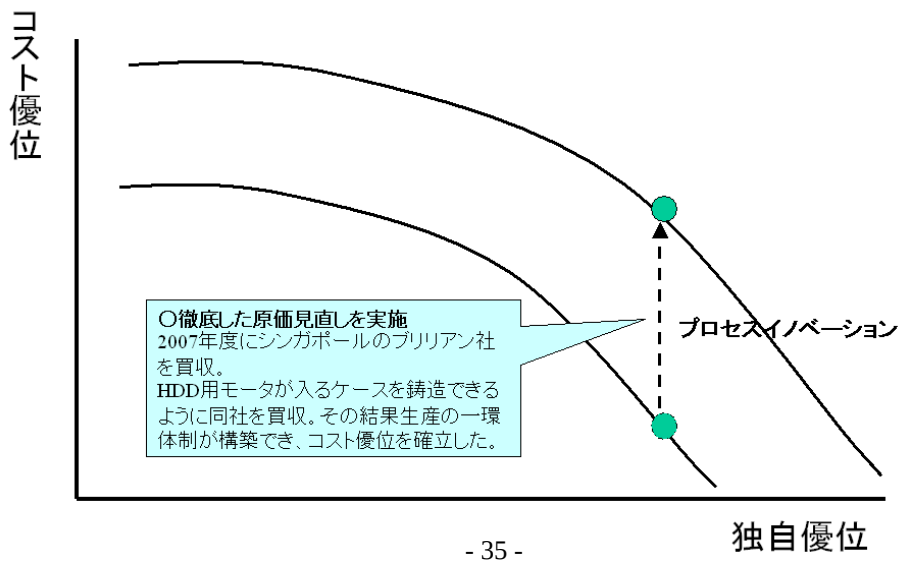
日本電産は 9 月、鉄道機器メーカーで東証 1 部上場の東洋電機製造に対して、過半数の株式取得を目指した株式公開買い付け（TOB）を行うと決定し、東洋電機に買収の提案書を提出したと発表した。また 10 月には富士電機 HD 傘下の富士電機システムズ（FES）の

子会社で産業用小型電動機事業を手がける「富士電機モータ（FDM）」と FDM が所管する海外現地法人３社（FDM を含め FDM グループ）に対する出資比率を、日本電産が 60%、FES が 40%の出資比率とすることで、日本電産と富士電機 HD、FES の 3 社が基本合意した。この結果、FDM グループは日本電産の子会社となる。2008 年に発表された M&A が過去の M&A と異なるのは、「経営不振に陥っている企業」を救済的な意味で買収するものと異なり、日本電産が掲げている「2010 年売上高 1 兆円」を達成するための戦略といえる。すなわち、相手先企業が望まざる M&A であり、今までのノウハウがあるとはいえ、成功するか否か今後の推移を見守る必要がある。日本電産の M&A 戦略が転機を迎えていることを意味する M&A であるといえる。

3.2　事業戦略

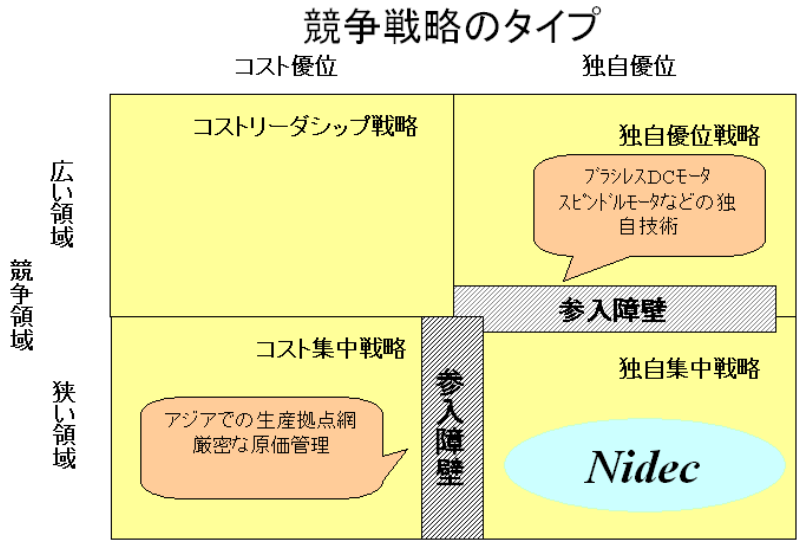
3.2.1　競争優位・競争優位戦略

NIDEC の事業は、モータを中心とする「回るもの、動くもの」に特化した「総合駆動技術の世界№1 メーカー」目指し、先を見据えた積極的な事業展開を行っている。NIDEC は回るもの、動くものに特化した単一事業を営んでおり、機能別主要活動として 5 つ（精密小型モータ、中型モータ、機器装置、電子光学部品、その他）に分けられる。NIDEC が行っている競争優位（Competitive Advantage）はブラシレス DC モータ、小型スピンドルモータをはじめとする質の高い、独自の価値をもつ製品を、グローバルな製造拠点でタイムリーに提供できることにあるといえる。すなわち独自優位の戦略をとっているといえる。HDD のメーカーはアジア各地に生産拠点を設けており、その近辺に NIDEC も製品の製造拠点を構築することにより効率的なサプライチェーンを行っているといえる。また、2007 年度はシンガポールのブリリアント社を買収し、モータを組み込むケース（ベースプレート）を内製化し、そのプロセス・イノベーションで M&A を活用しコスト優位の再構築を行っている。NIDEC の競争優位・競争優位戦略はこのように高付加価値の製品を製造することによる「独自優位」といえる。資源高、HDD の価格下落などの外部環境に対し、すばやくイノベーションを展開できる経営判断力による部分が大きい。そしてそれらの外部環境の変化に対して、柔軟にかつ迅速に M&A を駆使して補完することができるのが最大の競争優位であるといえる。



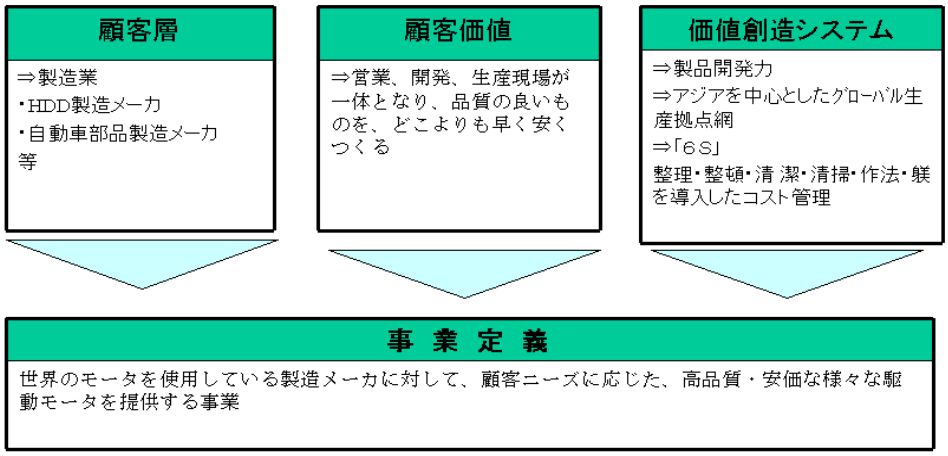
3.2.2　競争戦略のタイプ

NIDEC の競争戦略は、独自の技術（精密小型スピンドルモータ、ブラシレス DC モータ等）を用いて、狭い領域（モータという回転機）に特化した「独自集中戦略」を行っているといえる。



3.2.3　事業定義

顧客価値、顧客層、価値創造システムの３次元より事業の性質を明らかにする。NIDEC が行っている事業の顧客層は HDD メーカーであり自動車部品メーカーなどの製造業である。顧客価値は営業、開発、生産現場が一体となり、品質の良いものを、どこよりも早く安くつくると定義できる。価値創造システムとしては、その価値を生み出すために、NIDEC は価値創造システムとして製品開発力、アジアを中心としたグローバル生産拠点網による効率化、コスト低減、そして「6S」整理・整頓・清 潔・清掃・作法・躾 を各箇所に導入し、徹底したコスト削減、品質管理を行っている。製造現場での基本は整理整頓による品質向上にあるといえる。一般的に製造現場では多品種を製造しており、部品の取り付け誤り、正しい工具の使用、工具類を使いやすく、片づけ安い位置に戻す（定置化）を行うことが、一人一人の無駄な動きをなくし生産効率が向上するといわれている。NIDEC のこの取り組みを徹底して取り入れており、M&A で買収した企業にも徹底し、経営再建を行っている。

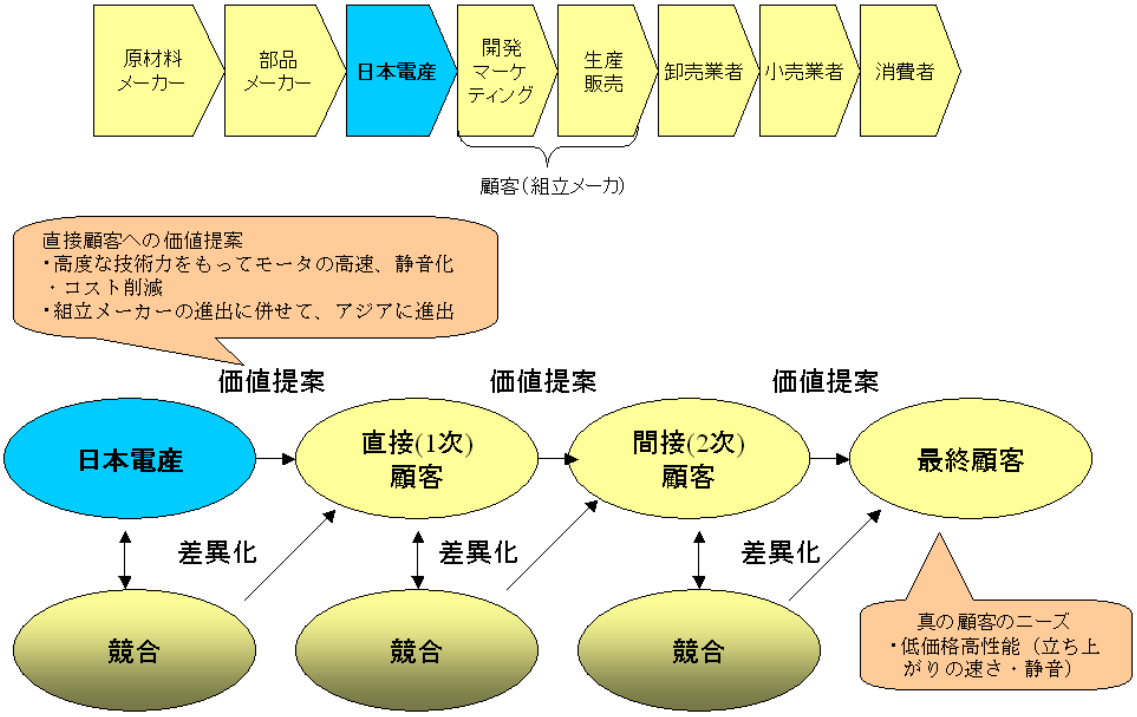


3.2.4　顧客価値創造

顧客価値とは自社の提供する製品・サービスにより顧客企業が生み出す付加価値と定義されている。NIDEC はモータを中心とした部品のサプライヤーであり、顧客は組立メーカーである。部品サプライヤーは単なる製品の供給先ではなく、顧客企業の問題発見、解決を支援するかに注力する必要がある。そのためには、

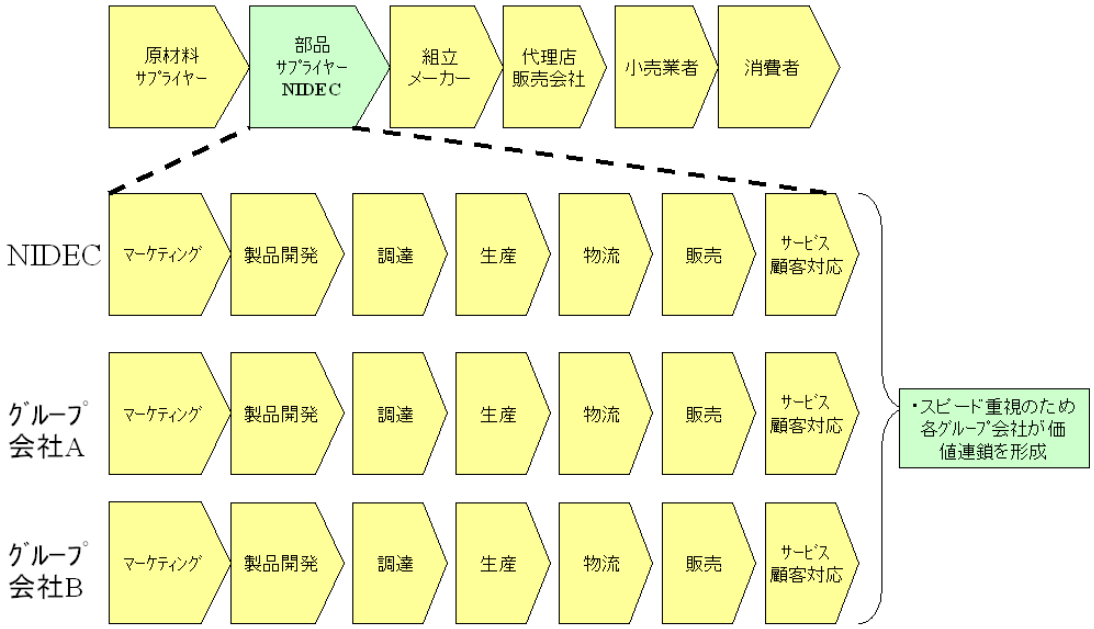
① 顧客ニーズを顧客側にたって解釈する
② 顧客企業との直接対話から問題に関する洞察を行う
③ 真の顧客から直接情報を得る

などの手段で顧客ニーズの把握を行うことが必要である。
まず①、③について述べると、NIDEC が提供しているモータの真の顧客は PC ユーザーである。PC の普及に伴い、各課低に 1 台、あるいはセカンド PC などを持つまで普及してきている。つまり、PC 市場は成熟期になっており、真の顧客のニーズは、低価格、高性能（立ち上がりの速さ・静音）に集約されるといえる。次に②であるが、顧客企業との直接対話を行うため、NIDEC ははやくから組立メーカーの進出に併せて、アジアに進出しており、シンガポールなどに HDD 産業は集積化されている。このような立地の中で、NIDEC は組立メーカーとの対話を通じてニーズを掴み、コスト削減、材料の内製化を行い、高度な技術力をもってモータの高速、静音化されたモータの提供を行い、顧客価値創造を行っているといえる。



3.2.5　事業システム設計

顧客価値増大の提案として、社内あるいはｸﾞﾙｰﾌﾟ会社内で最適な価値システムを構築することが求められる。原材料の仕入れから消費者へ商品を提供するまでの各段階で顧客の価値を積み上げていく必要がある。NIDEC はｸﾞﾙｰﾌﾟ会社経営を中心とした事業システム設計を行っている。その特徴は、大半のｸﾞﾙｰﾌﾟ会社が駆動技術製品、即ち各種モータを中心とした「回るもの、動くもの」の分野とそれに関連する応用製品、設備、部品、材料といった分野に特化した経営を基本方針としており、研究開発においてもこの経営の基本方針に沿って、グループ各社の開発部門がそれぞれ新製品の開発や要素技術の研究を行うとともに、相互の技術融合により新分野を開拓し、成長事業の創出に挑戦すべくスピード重視の事業システムとなっている。つまり、ｸﾞﾙｰﾌﾟ各社がそれぞれ独立した組織で、シナジーを発揮しながら、マーケティング・製品開発・調達・生産・物流・販売・サービス顧客対応を行っている。スピード重視の実現のため、各地に分散した機能を持たせていると考えられる。中国にある一部のｸﾞﾙｰﾌﾟ会社などは製造のみを行っている。このようにｸﾞﾙｰﾌﾟ会社の自主性･経営の独立を重んじたｸﾞﾙｰﾌﾟ経営が NIDEC の事業システムの特徴といえる。



3.2.6　事業創造

事業創造とは、事業定義を構成する次元を新しく定義し直し、それを実行する仕組みを構築することである。NIDEC の創業から現在における事業内容を示し、現在展開中の中型モータ強化への事業創造について述べる。NIDEC は現在、東洋電機製造への TOB を提案中である。この戦略は現在の事業にない中型モータ事業の拡大、実質の大型モータへの事業進出といえる。東洋電機製造が行っている事業は鉄道車両に使用されているモータを中心に、パンタグラフ、補助電源装置（鉄道車両の空調、室内灯、行き先案内表示機等のサービス機器類の供給電源装置）、ドア装置などの事業を行っている。鉄道に使用されているモータは 190KW 程度の高出力が必要とされるものであり、その信頼性などは厳しく求められらている。東洋電機製造がもつその大型モータの技術ノウハウ、NIDEC が持つ小型精密モータの技術ノウハウはお互いにない分野の技術を補完しあうものであり、駆動技術世界一と目指す NIDEC にとって高付加価値を生み出す事業創造といえる。世界の鉄道市場は 1,033 億ユーロ（約 16 兆円）であり、うち非鉄道事業者（サプライヤー）が参入可能な鉄道車両市場は 240 億ユーロ（約 4 兆円）とされている。鉄道車両生産額では海外大手 3 社（ボンバルディア・アルストム・シーメンス）が約 54%のシェアを有しており、川崎重工・日立製作所・近畿車輛・日本車両などの日本メーカーが約 18%のシェアをもっている。これら鉄道車両に使用されるモータは 1 両あたり 4 台、価格は約 200 万程度である。製造される鉄道車両の約 4 割程度はモータ付きの車両であり、その市場規模は大きいといえる。ただし、鉄道車両モータの競合としては日立・東芝・三菱の重電 3 社がおり競争は激しいといえるが、鉄道事業者はその信頼性・安全性から複数社に分散して発注するのが慣例である。製造時のロット不良により一度に大量に不具合等が発生するリスクを低減するためである。また。東洋電機製造の海外拠点は主に中国であり、現在中国への進出を加速させている NIDEC にとっては製造拠点を補完する意味でも効果は大きいといえる。

NIDEC 本体は精密小型モータ、中型モータのみを手がけており、機器装置・その他の事業についてはグループ会社のみが行っている。これは M&A により補完した部分であるためである。今後はこれら NIDEC 本体が手がけていない事業においてどのように紺とロールしながらグループ経営を行っていくかが課題といえる。

4　戦略の評価と課題

4.1　資源（ヒト・モノ・カネ）要因

(1) ヒト

NIDEC グループのリーダーは創業者である永守重信氏であり、その後継者育成が最大の課題といえる。他の京都企業である京セラ、オムロン、村田製作所、ロームなどは創業者が第一線から退き、創業家への依存度は低く、組織の経営ができているといえる。しかしながら、NIDEC においては永守氏が以前その経営の中心的役割を果たしており、現在行われている戦略決定は永守氏に依存している可能性が高い。経営理念の浸透からグループ会社との対話にいたるまで永守氏が積極的に直接現場で行っており、その活動を社内または社外のだれが引き継いでいくのかが重要な経営上の課題である。この課題解決に向けては、現在行っている永守イズムの浸透に向けて、永守氏本人が顕在のうちに、本体・グループ会社各社から経営者候補を集め、教育・選抜を行っていく必要があると考える。具体的には社内に経営大学院を設置するなどし、グループ会社の外国人経営幹部も含めた人材のダイバーシティの活用を視野にいれた人選が望まれる。また同社は雇用の創出を掲げており、M&A を行いながら、社員数も増大していっている。その結果、早期に業績が回復したというメリットもあるが、効率という観点からいえば、これはマイナス要因であり削減が望まれる。買収先企業の社員にとっては価値をなしている。今後は M&A 先の企業の社員の退職による自然減とあわせて装置化、効率化を行っていくことになるが、株主価値の観点からいって得策ではない。このような「雇用を守る」という古くからの日本型経営が現状の世界情勢においてどこまで貫くことができるのか、従業員価値と株主価値をどのようにバランスをとっていくのかは今後の大きな課題である。

(2)モノ

モノに関する戦略評価としては、顧客価値創造に向けたスピードを実現するため、グループ各社でマーケティング・製品開発などの行っており評価できる。また物流についても顧客である組立メーカーの生産拠点に近接した製造拠点を構えており、特に問題はないと考えられる。しかしながら、製品開発の基礎的研究については、大半のグループ会社は回転機を扱っており、統合によるシナジー効果は大きい。NIDEC 本体の中央開発技術研究所、モータ基礎研究所、滋賀技術開発センター、長野技術開発センター、鳥取技術開発センターを中心とし、技術においてはグループの自主性を優先するのではなく、日本国内各拠点への統合を引き続き行っていく必要がある。これと併せてグループ会社間の情報システムインフラへの投資が課題として挙げられる。経営不振企業を買収し、その再生を永守氏の経営哲学を中心とした現場作業の改善、社員の意識改革に頼ってきており、情報システムの統合・連携システムへの投資は進んでいないように思われる。現状は以前 M&A による拡大戦略を行っているが、投資配分としてこのような社内システムの構築にも近年中に積

極投資を行い、各社の情報のシナジー効果を図っていく必要があると考えられる。

(3) カネ

NIDEC は世界にグローバル展開していることから、その為替リスクに経営上の影響を受ける可能性が大きい。これらは世界情勢などの外部要因によるものであり、不可抗力ではあるが資金調達の通貨をドル建てにするなどのリスク低減を目的とした積極的な財務戦略が必要である。

4.2　組織・人事要因

NIDEC はそのグループ会社の自主性を用いたグループ経営から、不振企業の再建を行いながら成長を遂げてきた。永守氏の経営哲学をコアコンピタンスとし、グループとして成長を遂げてきたが、相互交流などの面は積極的に行われていない。各社は回転機事業を手がけており、その技術分野における共通部分は多く、技術者を対象とした人材公募制度などの活用が適していると考えられる。その結果、グループ各社間の人事交流、技術交流が進み、グループの一体感・連携を深めた成長が実現できる。NIDEC 本体からの海外グループ各社への出向などを積極的に行い、本体における経営幹部候補の選抜を積極的に行っていくのが経営者候補の育成にも繋がっていく。

4.3　経営管理要因

グループ各社の自主性を重んじるという観点から、同社の各グループ間での評価制度・報酬体系などは異なると考えられる。今後これらのグループ各社間での相互交流を積極的に行っていけば、これらの統合の必要性が発生してくる。現時点では経営層を対象とした共通の業績評価指標・報酬を設定し、経営者層からの統合を進めていくのが得策であると考えられる。その結果、経営幹部層の一体感・連携がうまれ、グループの成長に寄与していくのではないだろうか。また、グローバル展開から世界各地に製造拠点などをかまえており、各国、地域の文化などを考慮したゆるやかな統合とバランスを図っていく必要があると考えられる。

以上

付属資料２：企業戦略分析・策定

（出所：荒木　秀介　「経営戦略応用研究　期末レポート」　2010 年 10 月 25 日）

日本電産株式会社（2010）

1　事業内容と業績

1.1　事業内容

1.1.1 会社概要

社名	日本電産株式会社（英文商号　NIDEC CORPORATION）
ブランド名	Nidec
所在地	京都府京都市南区久世殿城町 338 番地
設立年月日	1973（昭和 48）年 7 月 23 日
事業内容	精密小型モータ、中型モータ、機器装置、電子・光学部品、その他製造・販売
資本金	66,551,220,790 円
発行済株式	145,075,080 株（2010 年 3 月末現在）
株式上場	東証一部、大証一部、ニューヨーク証券取引所
決算期	3 月 31 日
代表者	代表取締役社長　永守　重信
従業員数	単独 1,658 人（2010 年 3 月末現在） 連結 96,482 人（2010 年 3 月末現在）
売上高	単独　144,410 百万円（2010 年 3 月期） 連結　587,459 百万円（2010 年 3 月期）
事業所	本社・中央開発技術研究所 モータ基礎研究所、滋賀技術開発センター、長野技術開発センター、 東京営業部、大阪営業部、名古屋営業部、九州営業部
関係会社	子会社 141 社、関連会社 1 社

日本電産株式会社は､カリスマ的経営者である永守重信により 1973 年 7 月に設立された。国内での事業展開が難しい中、永守は海外に活路を求め、米国のスリーエムをはじめとする世界の大手メーカーとの取引に成功し、IBM の PC にも日本電産製のモータが採用されるようになると、国内大手企業との取引も拡大していった。1988 年には、大証二部、京都証券取引所（現在廃止）に上場し、1998 年に東証一部上場および大証一部に昇格し、2001 年には米国でニューヨーク証券取引所に、ソニー、ホンダ、トヨタ等に続き日本企業で 15 社目に上場した。この間、日本電産は、当時日本では通常行われることはまれであった M&A を積極的に活用し、技術力はあるが経営が悪化した企業を買収することによって事業を急成長させた。永守社長の強烈な個性とリーダーシップ、自らが買収した企業再生を主導することにより、日本電産サンキョー（三協精機製作所)、日本電産コパル（コパル)、日本電産コパル電子（コパル電子)、日本電産トーソク（トーソク）日本電産リー

ド（リードエレクトロニクス）、日本サーボ等の買収を成功させ日本電産グループとしての統合シナジー効果を実現している。日本電産の主力商品は、創業以来モータおよび周辺機器「回るもの、動くもの」である。小型モータでは PC 用ハードディスクドライブモータの最大手であり、中型モータ車載用モータを拡大しており、近年では鉄道車輌用モータなどの大型モータにも進出を志向している。

1.1.2 グループ会社概要

傘下に多くのグループ会社を保有しているが、うち上場子会社は以下の通りである（ただし、うち日本電産サーボ株式会社は 2010 年 9 月 28 日をもって上場廃止）。

1.1.2.1 日本電産サンキョー株式会社

1946 年オルゴールの制作会社「三協精機製作所」として設立、以降マイクロモータや駆動ユニットなどの電子部品関連事業、産業用ロボット等のシステム機器関連事業にも進出していたが、2003 年日本電産による吸収合併（同時に現在の社名に変更）によりテコ入れが図られた。長年低迷していた会社が日本電産の M&A 後の徹底した「永守改革」により業績が急回復した象徴的な会社である。

資本金　35,270 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　日本電産株式会社（出資比率 72.41%）
従業員　1,259 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　762 億円（2010 年 3 月期）

1.1.2.2 日本電産コパル株式会社

1949 年個人創業、1946 年カメラ用シャッター専業メーカーとして「株式会社コパル光機製作所」として設立、以降、デジタル時計、工作機械、モータ、レーザプリンタ、磁気記憶装置などの開発、製造も手掛けた。1998 年日本電産により吸収合併された（同時に現在の社名に変更）。

資本金　11,080 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　日本電産株式会社（出資比率 58.4%）
従業員　875 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　650 億円（2010 年 3 月期）

1.1.2.3 日本電産コパル電子株式会社

1967 年、小型精密可変抵抗器および小型精密モータの製造・販売のため「コパル電子株式会社」として設立、以降、圧力センサや各種電子回路部品などの開発、製造も手掛けた。

1999 年日本電産により吸収合併された（同時に現在の社名に変更、先の日本電産コパルとの資本上やビジネス上の関係は特段なし）。
資本金　　2,362 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　　日本電産株式会社（出資比率 64.5%）
従業員　　601 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　　249 億円（2010 年 3 月期）

1.1.2.4 日本電産サーボ株式会社

1949 年、サーボモータの製造・販売のため「株式会社桐生栄光社」として設立、以降民生用ならびに業務用のモータを基軸にセンサやモータ応用機器などの開発、製造も手掛けた。2007 年日本電産により吸収合併された（同時に現在の社名に変更）。
資本金　　2,548 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　　日本電産株式会社（出資比率 64.0%）
従業員　　602 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　　203 億円（2010 年 3 月期）

1.1.2.5 日本電産リード株式会社

1964 年創業、以降、半導体パッケージ検査装置、プリント基板検査装置、検査用治具などの開発、製造も手掛け、通信機器やデジタル家電の部品検査等に利用されている。1997 年日本電産により吸収合併された（同時に現在の社名に変更）。
資本金　　938 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　　日本電産株式会社（出資比率 66.5%）
従業員　　224 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　　69 億円（2010 年 3 月期）

1.1.2.6 日本電産トーソク株式会社

1949 年、標準測定機器の製造・販売のため「東京測範株式会社」として設立、以降自動車の自動変速機（AT）、無段変速機（CVT）の心臓部にあたるコントロールバルブボディやる空気マイクロメータなどのシステム機器などの開発、製造も手掛けた。1999 年日本電産により吸収合併された（同時に現在の社名に変更）。
資本金　　5,087 百万円（2010 年 3 月 31 日現在）
株主　　日本電産株式会社（出資比率 67.0%）
従業員　　565 名（2010 年 3 月 31 日現在－単独）
売上高　　241 億円（2010 年 3 月期）

1.1.3 会社沿革

年月	沿革
昭和 48 年 7 月	京都市西京区に日本電産株式会社を設立、精密小型交流モータの製造・販売を開始
昭和 50 年 4 月	直流ブラシレスモータの生産を開始
昭和 51 年 4 月	米国に米国日本電産株式会社を設立
昭和 54 年 10 月	8 インチ型ハードディスク装置用スピンドルモータの製造・販売を開始 5.25 インチ型ハードディスク装置用スピンドルモータの製造・販売を開始
昭和 56 年 11 月	軸流型直流ブラシレスモータの製造・販売を開始 3.5 インチ型ハードディスク装置用スピンドルモータの製造・販売を開始
昭和 57 年 10 月	京都証券取引所ならびに大阪証券取引所第 2 部に株式上場 シンガポール日本電産株式会社を設立
昭和 60 年 9 月	タイ日本電産株式会社を設立
昭和 63 年 11 月	中国に日本電産（大連）有限公司を設立 台湾に進出
平成元年　3 月	ドイツに欧州日本電産を設立
平成 2 年　8 月	日本電産（香港）有限公司を設立
平成 4 年　2 月	共立マシナリ㈱に資本参加
10 月	シンポ工業㈱に資本参加
平成 5 年　4 月	フィリピン日本電産株式会社を設立
10 月	トーソク㈱に資本参加
平成 7 年　2 月	㈱リードエレクトロニクスに資本参加 京利工業㈱に資本参加
12 月	日本電産トーソク・ベトナムを進出
平成 9 年　3 月	インドネシア日本電産株式会社を設立
4 月	㈱コパルならびにコパル電子㈱に資本参加
5 月	東京証券取引所第 1 部に株式上場、大阪証券取引所第 1 部に指定
12 月	㈱芝浦製作所、㈱東芝との合弁で芝浦電産株式会社を設立
平成 10 年 2 月	韓国日本電産株式会社を設立 ㈱安川電機の子会社㈱ワイ・イー・ドライブに資本参加
9 月	タイ日本電産ハイテクモータ株式会社を設立
10 月	ニューヨーク証券取引所に上場
平成 11 年 12 月	㈱三協電機製作所に資本参加

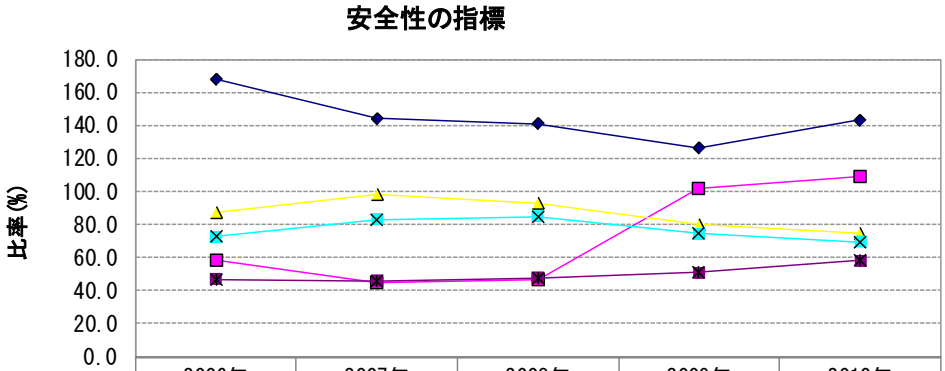
年月	沿革
平成 17 年 10 月	ベトナム日本電産会社を設立 フランス・ヴァレオ社のモータ＆アクチュアリ事業を買収し、日本電産モーターズアンドアクチュエーターズ株式会社を」設立
平成 18 年 12 月	シンガポールのブリリアント・マニュファクチュアリング株式会社を買収 日本サーボ株式会社に資本参加
平成 19 年 2 月	日本電産テクノモータホールディングス株式会社を設立
4 月	日本電産テクノモータホールディングス株式会社が、イタリア・ＡＣＣ社の家電モータ事業を買収し、日本電産ソーレモータ有限会社を設立
平成 21 年 9 月	
平成 22 年 1 月	

1.2　全社業績推移

連結貸借対照表および損益計算書に基づいて、次の項目について経営分析を行う。

(1) 安全性

安全性について、①流動性比率、②当座比率、③固定比率、④固定長期適合率、⑤自己資本比率の 5 つの指標から分析をする。



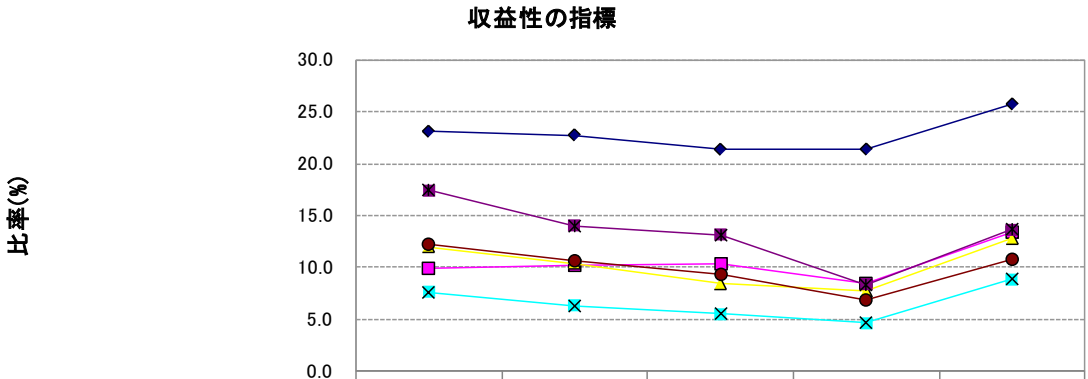
	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
流動比率	167.4	143.9	141.1	126.5	142.9
当座比率	57.9	45.1	46.6	102.0	108.9
固定比率	87.3	98.3	93.0	80.0	74.7
固定長期適合比率	72.7	83.1	84.9	74.3	69.6
自己(株主)資本比率	46.6	46.0	47.6	50.9	58.0

流動比率、当座比率ともに、企業の短期的な支能力を図る指標であり、一般的には流動性比率は 200%以上、当座比率は 100%以上が望ましいといわれている。流動比率については、事業規模の拡大から資産規模の拡大が続いているが、同時に短期借入金による外部調達も拡大しており、150%前後の水準をキープ、望ましい水準には達していないものの、危険視する水準ではない。また、当座比率について年々改善し、足元では 100%をクリアしている。固定比率、固定長期適合率は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般的に固定比率は 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいといわれている。両比率とも望ましい数値を下回っており、良好な傾向にある。ちなみに業界内比較をすれば、業界 2 位のマブチモーター株式会社との比較においては、計数的には高くなっているが、これは日本電産が M&A による積極的な事業拡大を進めており、短期性の調達（借入）の額が増え続けていることによる（マブチモーターの直近 2009 年 12 月期決算における固定比率：43.91%、固定長期適合率 43.51%。以下マブチマブチモーターとの計数比較においては、2009 年 12 月期決算の実績を使用）。自己資本比率は、調達資金の安全性を図る指標で、自己資本（純資産）は返済義務のない資本なので、この比率が高いほど資金の安定性が高い。日本の全上場企業平均が 30%超あたりであることから、当社の安全性はかなり高く、また年々上昇傾向にある。これは、年々拡大を続いてい

る日本電産の事業規模拡大の資金調達源泉が、外部調達ではなく内部に蓄積した資本をベースにしていることであることの裏付けであると言える。なお、長期債務の返済能力を表す格付会社による財務格付は安定した業績と財務の健全性を反映して、高いレベルにある（R&I、JCR ともに A＋）。

(2) 収益性

収益性について、①売上高総利益率、②売上営業利益率、③売上高経常利益率、④売上高当期純利益率、⑤自己資本純利益率（ROE）、⑥使用総資本経常利益率（ROA）の 6 つの指標から分析をする。



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
売上高総利益率(粗利率)	23.1	22.7	21.3	21.3	25.7
売上高営業利益率	10.0	10.2	10.4	8.5	13.3
売上高経常利益率	12.0	10.4	8.4	7.7	12.8
売上高当期純利益率	7.6	6.3	5.5	4.6	8.8
自己(株主)資本純利益率(ROE)	17.4	14.0	13.2	8.4	13.7
使用総資本経常利益率(ROA)	12.3	10.7	9.4	6.9	10.7

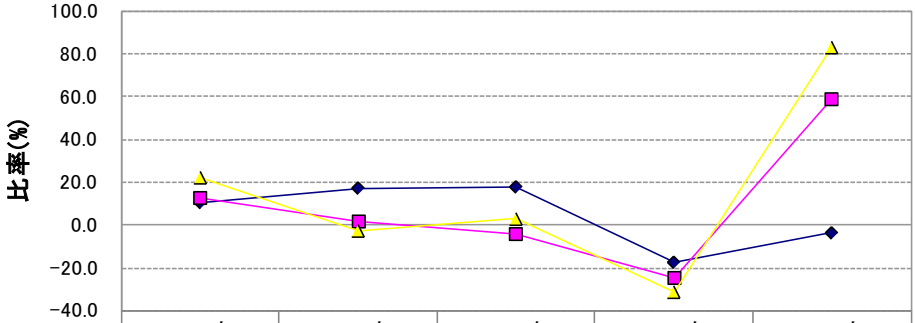
日本電産の属する電子部品業界は、デジタル家電、パソコン、自動車の基礎部品であるため、これらの業界の販売動向による影響が大きい。2008 年 9 月のリーマンショックの影響により、2008 年度上期の好調な業績が急速に下降し収益的にも多大な影響を及ぼした。このような状況下、当社は全社グループで雇用の維持と不況対応のためのワークシェアリングをいち早く実施するとともに、収益性の抜本的な改革を図る「WPR（ダブル・プロフィット・レシオ＝利益率倍増）プロジェクト」を提唱し、不況を売上回復時に営業利益率を倍増するための絶好の好機ととらえて、各種の改善活動に着手した。この結果、2008 年度は、減収減益は回避できなかったものの、売上高が好調時の半分となった第四四半期においても営業黒字を確保するなど影響を最小限に食い止めることができた。また、2009 年度には、中国をはじめとする新興国市場の需要拡大の急伸を背景に急回復し、連結売上高は 3.8%マイナスの減収ながら、営業利益は前期比 50.6%増の大幅増益となり、営業利益ベースでは金額および利益率ともに過去最高となった。また、売上高経常利益率も、上場電機メーカー平均（2%）を大きく上回っている。同業各社がいまだに世界同時不況の

影響から脱却できず不振にあえいでいる企業も多い中で、上記各種指標においても、リーマンンショック前の水準を早くも確保することになり、当社の逆境に対する強さがはっきりと表れた結果となった。

(3) 成長性

成長性については、①売上高増収率、②経常利益増益率、③純利益増益率 3 つの指標から分析をする。

成長性の指標



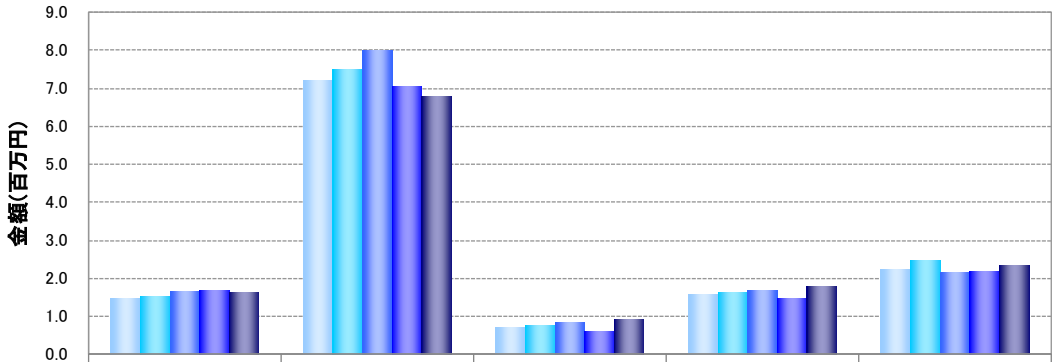
	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
売上増収率	10.5	17.3	17.9	−17.7	−3.8
経常利益率増益率	12.4	1.9	−4.4	−24.6	58.7
純利益増益率	22.4	−2.5	3.1	−31.1	83.3

2009 年 3 月期はリーマンショックの影響で成長性の各種指標は大幅なマイナスとなっているが（2）収益性でコメントした通り、人件費圧縮など大幅な固定費削減等の施策により、経常利益ならびに純利益の段階での落ち込みを最小限にしていると言える。また、2010 年 3 月期には、（2）収益性でコメントした通り、新興国需要の取り込みや当社の収益改善プロジェクトが奏功し大幅な回復を見せている。特に、経常利益と純利益の比較においては、純利益の増益幅の方がより大きくなっており、当社の収益に対するこだわりが強く出た結果も言える。2010 年度には新興国マーケットに重点投資を行い成長性重視に軸足を置き、M&A 戦略を再加速させることにより、前期比 12%アップの売上高 6,600 億円を目標としており、その結果が注目されるところである。

(4) 生産性

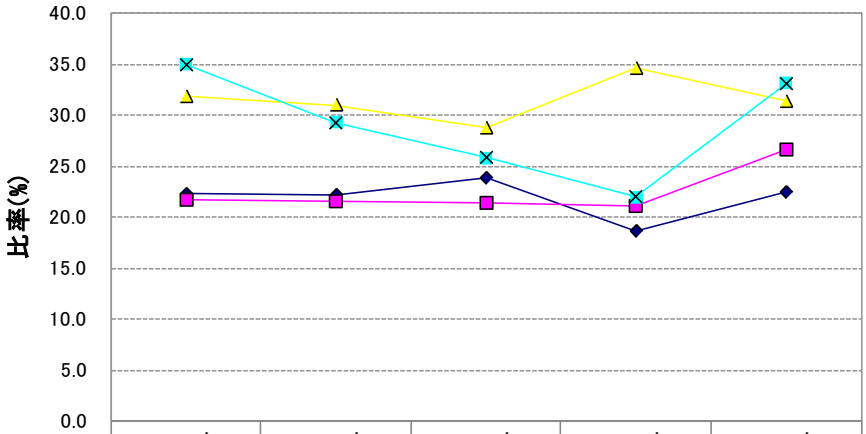
生産性については、①労働生産性、②一人あたりの売上高、③一人あたりの営業利益、④一人あたりの付加価値、⑤労働装備率、⑥使用総資産投資効率、⑦売上高付加価値率、⑧労働分配率、⑨自己資本分配率の 9 つの指標から分析をする。

生産性の指標(1)



	労働生産性	一人当たりの売上高	一人当たりの営業利益	一人当たりの付加価値	労働装備率
2006年3月期	1.5	7.2	0.7	1.6	2.2
2007年3月期	1.5	7.5	0.8	1.6	2.5
2008年3月期	1.6	8.0	0.8	1.7	2.1
2009年3月期	1.7	7.0	0.6	1.5	2.2
2010年3月期	1.6	6.8	0.9	1.8	2.3

生産性の指標(2)



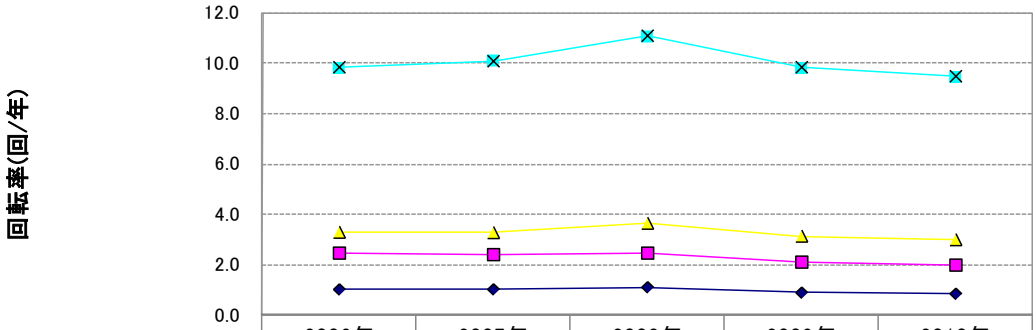
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
使用総資本投資効率	22.3	22.2	23.8	18.7	22.5
売上高付加価値率	21.8	21.7	21.4	21.1	26.7
労働分配率	31.9	31.0	28.8	34.6	31.4
自己(株主)資本分配率	35.0	29.3	25.9	22.0	33.1

2010 年 3 月期において、一人当たりの売上高は微減となっているものの、一人あたりの営業利益や付加価値は上昇しており、(3) 成長性と同様に、生産性においても売上段階より利益段階にて改善傾向がみられる。また、生産性の指標 (2) のグラフにおいても、人件費抑制の影響から労働分配率はやや低下したものの、投資効率ならびに付加価値率は上昇しており、改善傾向が見られる。

(5) 効率性

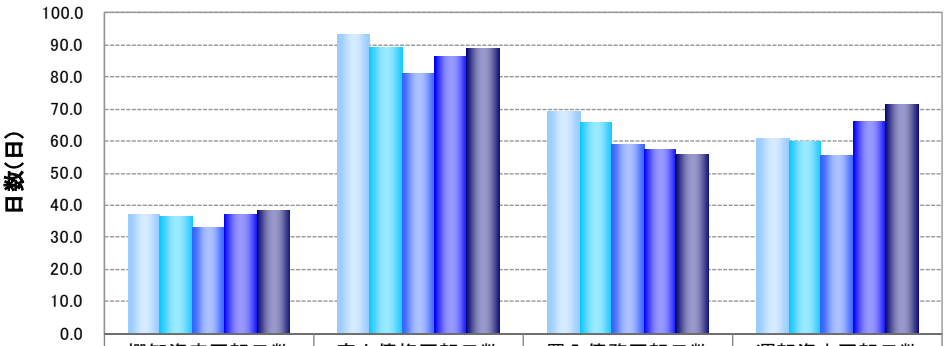
効率性について、①使用総資産回転率、②固定資産回転率、③有形固定資産回転率、④棚卸資産回転率、ならびに⑤棚卸資産回転日数、⑥売上債権回転日数、⑦買入債務回転日数、⑧運転資本回転日数の 8 つの指標から分析をする。

効率性の指標(1)



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
使用総資本回転率	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
固定資産回転率	2.5	2.4	2.5	2.1	2.0
有形固定資産回転率	3.3	3.3	3.7	3.1	3.0
棚卸資産回転率	9.8	10.1	11.1	9.8	9.5

効率性の指標(2)



	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
2006年 3月期	37.2	93.0	69.4	60.8
2007年 3月期	36.2	89.3	65.7	59.7
2008年 3月期	33.0	81.3	58.9	55.4
2009年 3月期	37.1	86.5	57.4	66.2
2010年 3月期	38.5	88.7	55.8	71.5

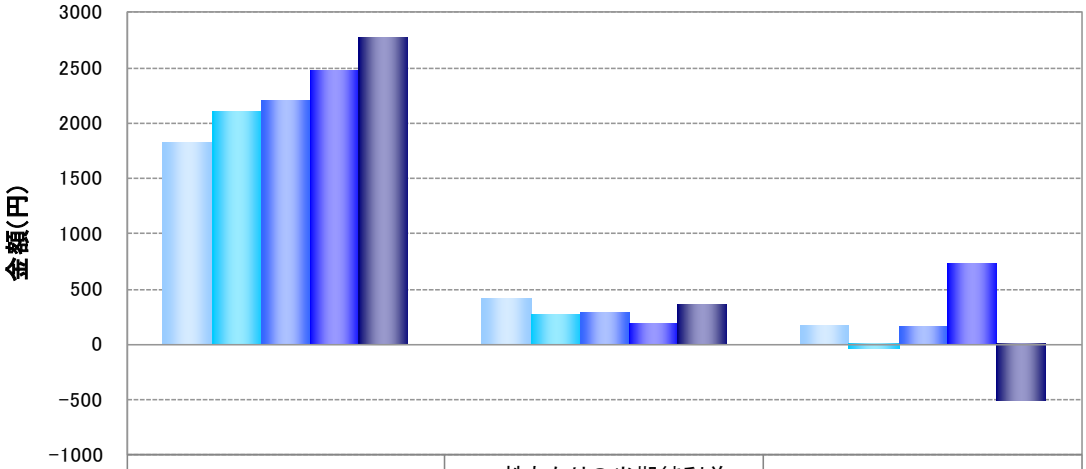
使用総資産回転率は企業の総資産の利用効率を表す指標であり、全業種で 1.0 が目標であるが、当社の場合は直近 2010 年 3 月期には減収により 0.8 まで低下しているものの、M&A による積極的な拡大路線により総資産が年々増加していながら 1 前後をキープして

おり、良好な水準であるといえる。また、（有形）固定資産回転率も近年微減傾向にあるものの、5 期通期では安定的に推移しており、固定資産の増加を売上に寄与させているといえる。棚卸資産ならびに売掛債権の回転日数はやや長期化しているが、買入債務回転日数は逆に短期化する傾向にある。極端な傾向ではないものの、資金効率、資金繰りの観点からはやや好ましくない結果となっている。

(6) その他

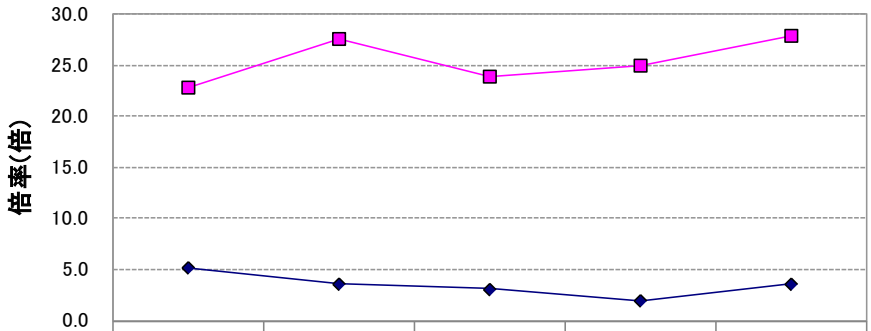
その他、株式に関する評価について、①一株当たりの純資産、②一株当たりの純利益（EPS）、③一株当たりのキャッシュフロー、④株価純資産倍率（PBR）、⑤株価収益率（PER）の 5 つの指標から分析をする。

その他の指標（1）



	一株あたりの純資産	一株あたりの当期純利益（EPS）	一株あたりのCF
2006年3月期	1823	416	176
2007年3月期	2107	276	−36
2008年3月期	2204	284	164
2009年3月期	2466	195	722
2010年3月期	2768	358	−505

その他の指標(2)



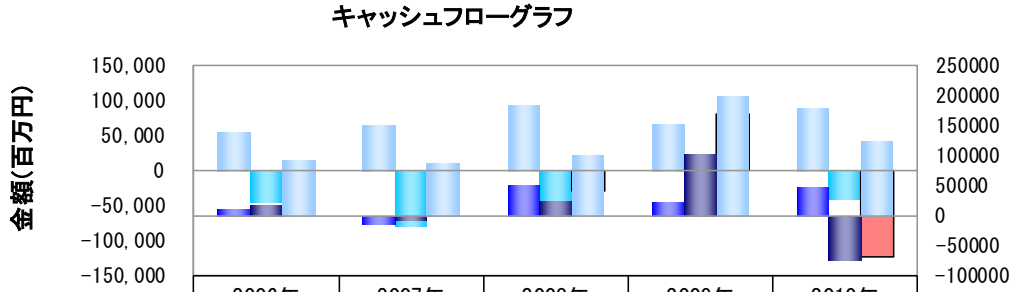
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
株価純資産比率(PBR)	5.2	3.6	3.1	2.0	3.6
株価収益率(PER)	22.9	27.6	24.0	25.0	27.9

一株あたり純資産（＝純資産／株式の期中平均発行済株式数）と一株あたり純利益（＝当期純利益／株式の期中平均発行済株式数）は、ともに一株あたりの投資効率を測る指標である。一株あたりの純資産は 5 期連続で改善しており、当社の資本蓄積が進み財務の健全性が向上している傾向にあるといえる。また、一株あたり純利益は 5 期を通じてやや上下があるものの安定した純利益を計上していることから、同業他社と比較しても相当に高水準を維持している（マブチモーター2009 年 12 月期 155 円、東洋電機製造 2010 年 5 月期 11 円)。一株あたりのキャッシュフローが 2010 年 3 月期に大幅にマイナスとなっているのは、短期借入金の大幅な圧縮に努めたことによる財務キャッシュフローのマイナスによるものであり､財務改善のための前向きな要因であることから問題視するものではない。株価純資産倍率（PBR）は、株主資本の時価が簿価の何倍で評価されているかを表す指標であるが、当社においては基準となる 1 倍をはるかに超えて推移しており、東京証券取引所の上場銘柄の平均 0.63 倍（平成 22 年 8 月 12 日現在）と比較しても高水準であり、投資家が高く評価している銘柄といえる。株価収益率（PER）についてもかなりの高水準であり､同様のことがいえる｡2005 年 3 月末から日本電産とマブチモーターの株価と TOPIX の推移を、2005 年 3 月末を 100 としてグラフ化した。日本電産の方がほぼ一貫してマブチモーターより高値で推移している。TOPIX との比較においても、2008 年 11 月頃からの推移において、マブチモーターは TOPIX とほぼ同レベルで推移しているが、他方日本電産は大きく上振れが続いている。しかしながら、足元の 2010 年 9 月末の株価（終値 7,420 円）については、半年間で 10 円程度も円高、ドル安が進行したことで、2010 年 3 月末の株価と比較して 25.9%も下落しており、任天堂、シャープ、ロームなどと同様に電機大手に対する円高懸念が如実に表れた結果となっている。よって、現在もさらに進んでいる円高（約 15 年半ぶりの 1 ドル 80 円台）の影響を受けた株価の動向には注視が必要である。

(7) キャッシュフロー分析

連結キャシュフロー計算書の内容および CF 分析指標を用いて分析を行う。

①□　　キャッシュフローの状況



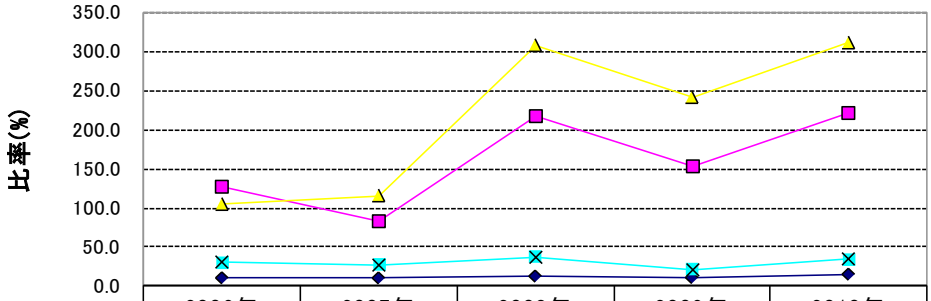
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
営業CF (1)	55,932	64,723	94,816	66,231	90,080
投資CF (2)	-43,975	-78,935	-43,724	-43,373	-40,514
財務 (4)	5,344	8,943	-27,280	81,874	-122,779
フリーCF (3)=(1)+(2)	11,957	-14,212	51,092	22,858	49,566
CF (1)+(2)+(3)	17,301	-5,269	23,812	104,732	-73,213
キャッシュバランス	92,079	88,784	100,809	200,966	123,309

本業で獲得したキャッシュフローを表す営業キャッシュフローは2009年3月期にはリーマンショックの影響で大幅に減少したものの、2010年3月期には前期比36%増とリーマンショック前の2008年3月期の水準に近づいた。これは計算の出発点となる純利益の水準が回復を見せたこと、売上債権ならびに棚卸資産の増加によるキャッシュフローへのマイナス影響を仕入債務の増加によりカバーしたことが主な要因である。投資キャッシュフローについては、特徴的な傾向がある。ひとつには、主として海外子会社の生産能力増強及びモデルチェンジ等の対応のための設備投資ならびにM&A資金として多額の支出を行った2007年3月期を除いて、営業キャッシュフローの範囲内に収めていることである。積極的なM&Aがメディアでは目立つ当社であるが、身の丈に合う範囲で投資を行っていることは注目に値することである。さらには、2007年3月期を除いて、投資キャッシュフローの金額が400億円程度で安定的であることも特徴的である。これは、当社が長期的な視点に立って計画的にM&Aを行っていることの証左である。財務キャッシュフローは、営業キャッシュフローならびに投資キャッシュフローと比較すれば、変動が少なく、財務コントロールは営業ならびに投資の両キャッシュフローの微調整の役割を果たしているといえる。ただ、2009年3月期には純増で1兆5千億円超の短期借入を調達し、リーマンショック後の緊急事態に備え現金をかなり厚めに保有したことにより、社債償還や自己株式取得で一部流出したものの、8千1百億円のプラスとなった。しかしながら、V字回復を見せた2010年3月期には逆に純減で1兆円短期借入の返済を実施しすぐさま余剰の現預金を削減し財務バランスの歪みを修正するなど、機動的な財務戦略も行っている。

②キャッシュフローの分析

上記のキャッシュフローの状況を踏まえ、以下の4つの指標で分析する。

営業CFマージン他



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
営業CFマージン	10.4	10.3	12.8	10.8	15.3
営業CF投資比率	127.2	82.0	216.9	152.7	222.3
営業CF固定負債比率	105.1	116.0	307.4	241.2	310.7
営業CF流動負債比率	30.0	27.5	37.5	20.8	34.3

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。2009 年 3 月期には、売上の減少率以上に営業キャッシュフローの減少率が大きかったため、比率はダウンしているが、2010 年 3 月期には、売上高が微減となったことに対して営業キャッシュフローが大幅に回復したことから、比率は大幅に改善した。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投資をどれだけカバーしているかを表す指標である。前述の通り、営業キャッシュフローの範囲内で投資を行っていることから、2007 年 3 月期を除いて 100%を超える比率となっている。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る。長期借入金が相当少なく営業キャッシュフローの範囲内で収まっているため近年特に比率が向上している。ただし、流動負債の返済能力を示す営業キャッシュフロー流動負債比率は、常に 20%から 30%の間を推移しており、固定負債と流動負債のバランスにやや偏りがあると言わざるを得ない。我が国の大手製造業の中でも有数の成長率を誇る当社に対する取引銀行の評価は相当に高く、より低利の短期借入金での当社への支援により積極的に対応している結果とも言えるが、将来的に取引銀行の評価が下がれば、営業キャッシュフロー固定負債比率が減少し、営業キャッシュフロー流動負債比率が上昇する可能性もある。

1.3　事業部門別ならびに所在地別の業績推移

1.3.1 事業部門別の業績推移

事業区分別情報に基づいて、対の項目について経営分析を行う。（1）収益性（2）成長性

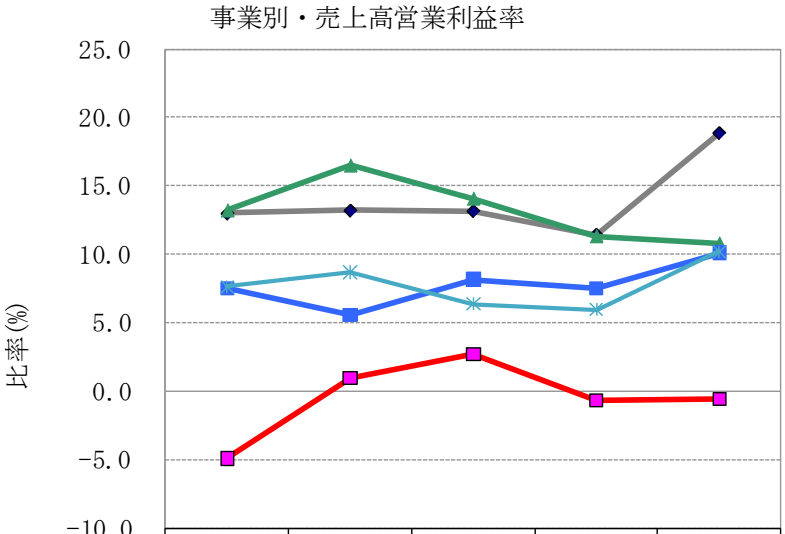
事業区分別の分析を行うにあたり、各事業区分の概要と主要な会社を示す。

主要な事業の内容		主要な会社
	ＨＤＤ用スピンドルモータ	日本電産㈱、タイ日本電産㈱、フィリピン日本電産㈱
	精密小型ＤＣモータ	日本電産（大連）有限公司、日本電産（東莞）有限公司、日本電産サンキョー㈱、日本電産サーボ㈱、日本電産コパル㈱
	精密小型ファン	日本電産（大連）有限公司、日本電産（東莞）有限公司、ベトナム日本電産㈱
	部材料	タイ日本電産㈱、フィリピン日本電産㈱、フィリピン日本電産スービック㈱
上記精密小型モータの販売		日本電産㈱、シンガポール日本電産㈱、日本電産（香港）有限公司、日本電産コパル㈱、日本電産サンキョー㈱
	家電用・産業用中型モータ	日本電産シバウラ㈱、日本電産パワーモータ㈱、日本電産シバウラ（浙江）有限公司
	車載用中型モータ	日本電産㈱、日本電産自動車モータ（浙江）有限公司、ドイツ日本電産モーターズアンドアクチュモーターズ
上記中型モータの販売		日本電産㈱、欧州日本電産、日本電産シバウラ㈱、日本電産シバウラ㈱
	変減速機	日本電産シンポ㈱、日本電産新宝（浙江）有限公司
	ＦＡ関連機器	日本電産サンキョー㈱、日本電産コパル㈱、日本電産シンポ㈱
上記機器装置の販売		日本電産サンキョー㈱、日本電産コパル㈱、日本電産シンポ㈱
	電子部品	日本電産コパル㈱、日本電産コパル電子㈱、日本電産科宝（浙江）有限公司
	光学部品	日本電産コパル㈱、日本電産サンキョー㈱、日本電産ニッシン㈱
上記電子・光学部品の販売		日本電産コパル㈱、日本電産サンキョー㈱、日本電産コパル電子㈱、日本電産ニッシン㈱
その他	ビボットアッセンブリ	シンガポール日本電産㈱、インドネシア日本電産㈱
	オルゴール	日本電産サンキョー商事㈱
	自動車部品	日本電産トーソク㈱、日本電産トーソク・ベトナム会社
	サービス	日本電産総合サービス㈱、日本電産ロジスティック㈱

各事業区分別の売上高の割合については、創業の精密小型モータおよび中型モータで68.7%を占めており、次いで電子・光学部品が18.2%で続いている。

(1) 収益性

収益性について、売上高営業利益率で分析する。



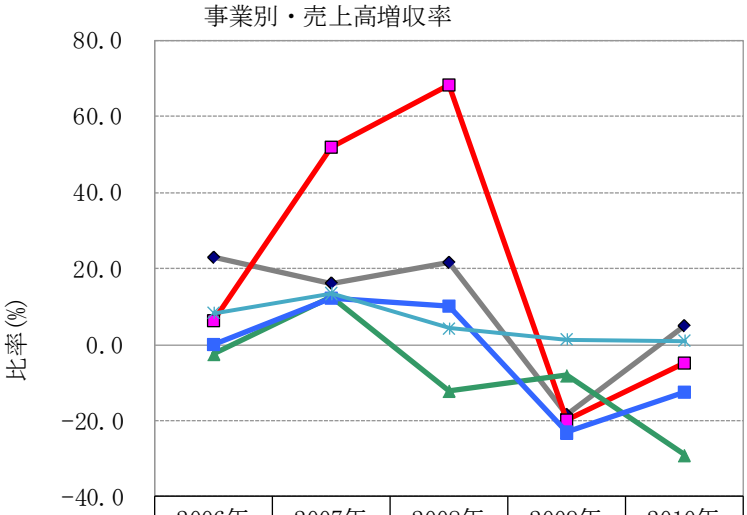
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
精密小型モータ	13.0	13.2	13.2	11.4	18.9
中型モータ	-4.9	1.0	2.7	-0.7	-0.6
機器装置	13.2	16.5	14.1	11.3	10.8
電子・光学部品	7.5	5.6	8.2	7.5	10.1
その他	7.6	8.7	6.4	6.0	10.2

連結売上高のうちの 56%ならびに営業利益のうちの 79%を誇る精密小型モータ事業の指標が最も優れていることが日本電産の高収益の源泉といえる。2010 年 3 月期においてもさらに改善し過去最高の営業利益を計上する原動力となった。同じモータ事業においても、中型モータは苦戦している。損失額を改善しているものの、いまだに売上高営業利益率はマイナスである。これは車載用モータが円高の影響や欧州市場の不況の影響により減収となったこと、急増中のブラシレスモータの先行開発投資が増えたことが収益圧迫の要因となった。機器装置は精密小型モータに次ぐ収益性がある。しかしながら、2010 年 3 月期は前期比約 215 億円（約 31%）の大幅減収で世界同時不況後の企業の設備投資の回復の遅れにより前期比で減収率が最大の事業分野となった。また、5 期通期で唯一の減益となった分野であり、5 期通期のトレンドからも収益性の悪化が続いていることは要注視である。電子・光学部品は減収増益となった。各主要会社ともに軒並み減収となったものの、日本電産コパルや日本電産サンキョーの健闘により、5 期通期で初の 10%台乗せとなった。その他も減収増益となった。本分野は、自動車部品を手掛ける日本電産トーソクの増収増益が利益率の改善に貢献している。

(2) 成長性

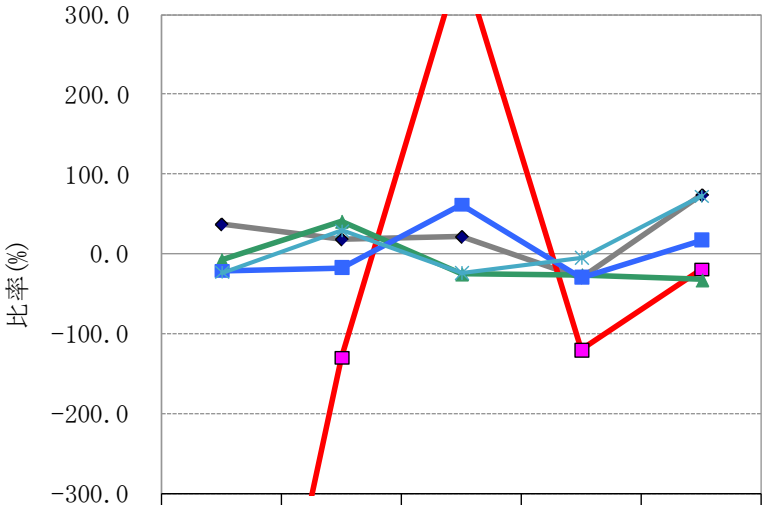
成長性について、売上高増収率ならびに営業利益増収率で分析する。

事業別・売上高増収率



	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
精密小型モータ	22.9	16.1	21.6	-18.4	4.9
中型モータ	6.2	51.9	68.3	-20.0	-4.8
機器装置	-2.5	12.5	-12.2	-8.1	-29.0
電子・光学部品	0.1	12.2	10.1	-23.1	-12.5
その他	8.3	13.4	4.2	1.3	0.9

事業別・営業利益増収率



	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
精密小型モータ	36.7	18.1	21.2	-29.1	73.0
中型モータ	-827.7	-130.2	369.4	-120.4	-20.1
機器装置	-7.3	40.2	-25.0	-26.0	-32.3
電子・光学部品	-21.7	-17.1	61.7	-29.0	17.5
その他	-23.0	29.0	-23.6	-5.0	72.6

成長性においても中核事業の精密小型モータが牽引していることが分かる。売上高においては、精密小型、その他以外は 2010 年 3 月期においてマイナスとなっている。また、他の区分対比で機器装置はさらに悪化している状況が顕著であり、5 期通期の下降トレンドからも要注視であるといえる。営業利益においては、中型モータのブレが激しく自動車業界や海外（欧州）の状況に左右されやすい体質であるが、2010 年 3 月期にはやや落ち着いてきたといえる。

1.3.2 所在地別の業績推移

所在地別情報に基づいて、次の項目について経営分析を行う。(1) 収益性 (2) 成長性 (3) 効率性。直近 2010 年 3 月期の所在地別の売上高、営業利益ならびに資産は以下の通りである。

単位：百万円

	2010年 3月期
日本	
売上高	361,803
営業利益	23,956
資産	84,935
北米	
売上高	11,588
営業利益	440
資産	1,326

	2010年 3月期
アジア	
売上高	490,374
営業利益	59,582
資産	110,054
その他	
売上高	32,152
営業利益	-1,459
資産	4,992

※所在地別の主な国は以下の通りである

北米　：米国

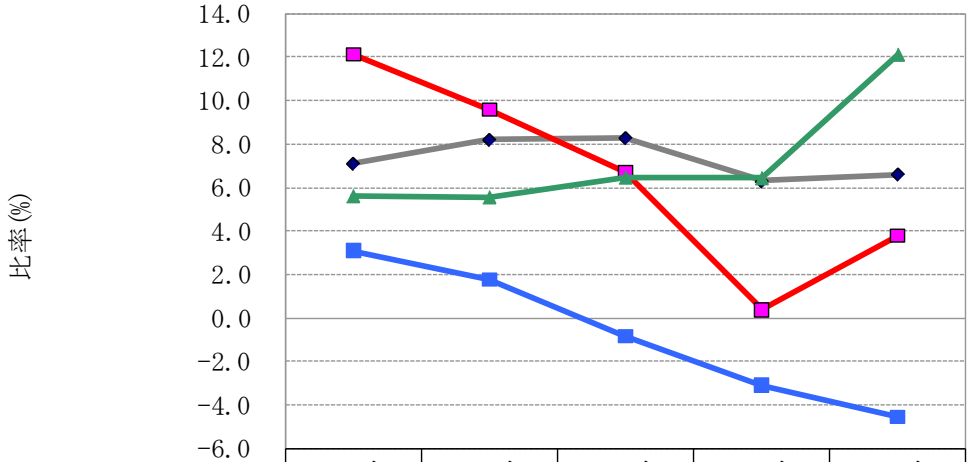
アジア：シンガポール、タイ、中国、フィリピン

その他：ヨーロッパ

(1) 収益性

収益性について、所在地別の売上高営業利益率で分析する。

地域別・売上高営業利益率



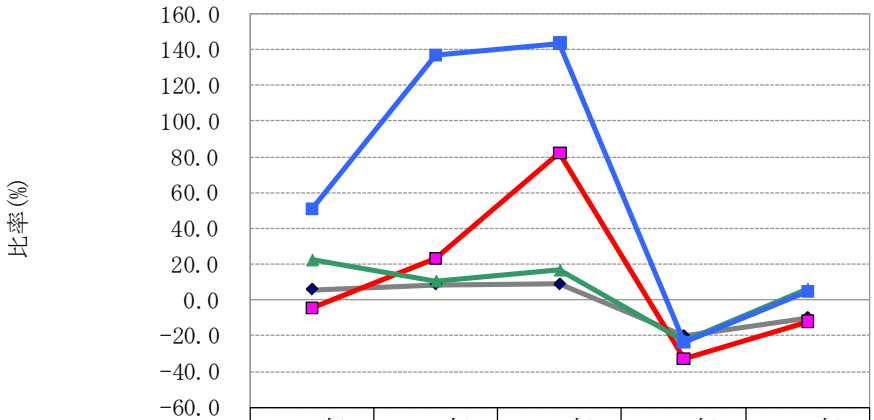
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本	7.1	8.2	8.3	6.3	6.6
北米	12.1	9.6	6.7	0.4	3.8
アジア	5.6	5.6	6.5	6.5	12.2
その他	3.1	1.8	-0.8	-3.1	-4.5

日本においては安定的な利益率を計上していたが、近年微減している。日本に代わってトップとなったのがアジアであり、特に直近の 2010 年 3 月期の伸長は著しい。北米は 2009 年 3 月期のリーマンショックの危機的状況を脱却したものの、その他（欧州）はいまだに悪化しており、5 期通期でも下落が続いているため、抜本的なてこ入れが必要であるといえる。

(2) 成長性

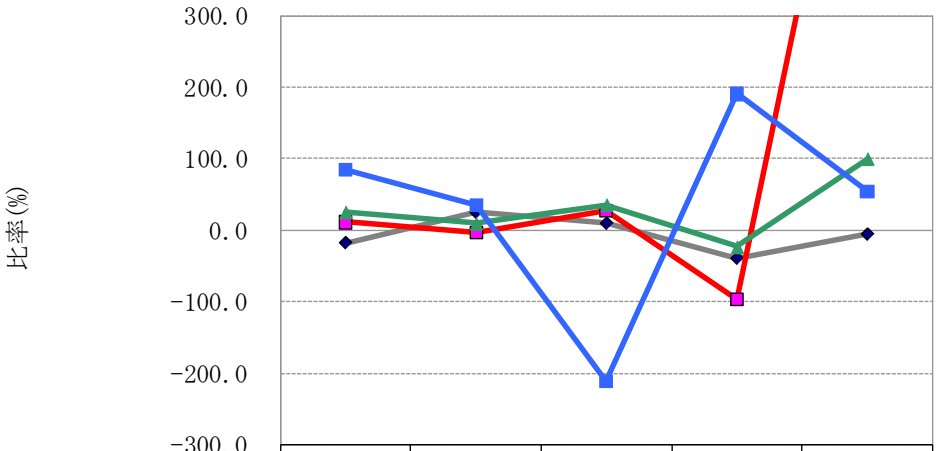
成長性について、成長性について、売上高増収率ならびに営業利益増収率で分析する。

地域別・売上高増収率



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
日本	5.8	8.7	8.7	-20.1	-10.0
北米	-4.4	23.1	82.3	-33.1	-12.0
アジア	22.5	10.8	16.9	-22.6	6.5
その他	51.2	137.1	143.6	-23.6	4.8

地域別・営業利益増収率



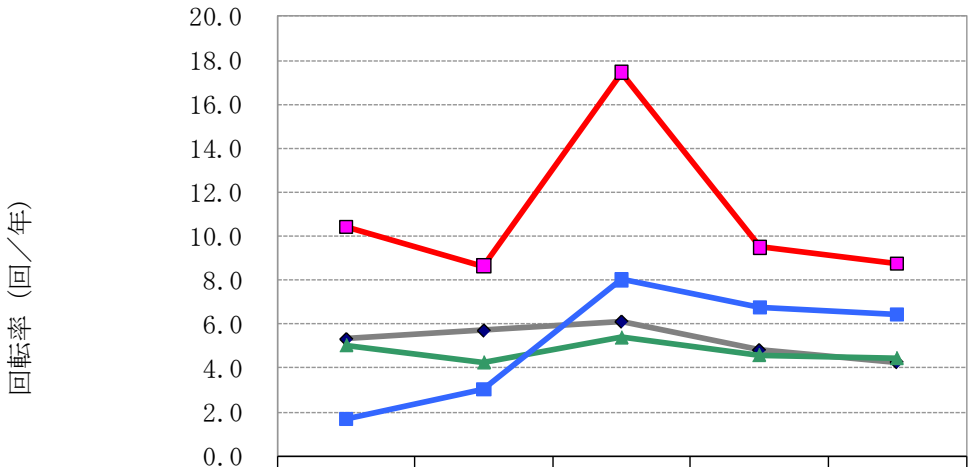
	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
日本	-17.4	25.4	9.8	-39.2	-5.5
北米	11.4	-2.6	27.6	-96.2	780.0
アジア	25.8	9.8	36.0	-22.9	100.2
その他	84.6	35.6	-211.3	190.8	53.9

欧州の売上高の伸びが 2006 年 3 月期から 2008 年 3 月期にかけて顕著であった要因は、もともと総売上高に対する割合が低く、精密小型モータ事業ならびに中型モータ事業の買収を重ねていたことによるものである。営業利益の面においては、日本が 2010 年 3 月期に最下位に転落したこと、代わってアジアがトップになったこと、北米とその他（欧州）はブレが大きく外部環境に左右されやすいこと、が特徴として挙げられる。

(3) 効率性

効率性について、使用総資本回転率で分析する

地域別・使用総資本回転率



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
日本	5.31	5.71	6.12	4.81	4.26
北米	10.43	8.65	17.45	9.50	8.74
アジア	5.04	4.26	5.39	4.60	4.46
その他	1.68	3.04	8.02	6.75	6.44

効率性においては、北米が最も高いが、これは大規模な製造拠点がなく、販社機能が中心であるため、設備そのものが少ないことが要因に挙げられる。同様にその他（欧州）も日本、アジアと比較すれば製造拠点は少なく、計数としては高くなっている。また、日本とアジアの差は近接し 2010 年 3 月期にはアジアが日本を逆転しており、アジアにおいてローコストオペレーションが進んでいることが見て取れる。

1.4　企業価値分析

連結財務諸表に基づいて、資本コスト、経済付加価値（EVA）ならびに投下資本収益率（ROIC）について経営分析を行う。

1.4.1 経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）の算出結果

EVA および ROIC の算出結果は以下の通りである。

●EVA の算出

		2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
経済付加価値(EVA)	（百万円）	9,275	10,642	18,853	-78	12,875
投下資本利益率（ROIC）	（%）	10.13%	9.96%	10.85%	6.14%	8.93%

●EVA および ROIC の算出要素

	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	単位
簿価有利子負債(D)	80,402	113,624	101,480	225,803	118,709	百万円
時価株主資本(E)	1,377,173	1,103,224	985,912	707,966	1,449,299	百万円
負債コスト(rd)	1.76%	2.08%	2.25%	0.86%	0.41%	%
リスクフリーレート	1.43%	1.76%	1.61%	1.46%	1.36%	%
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	%
β値	1.142	1.142	1.142	1.142	1.142	倍
株主資本コスト(re)	7.14%	7.47%	7.32%	7.17%	7.07%	%
D/(D+E)	5.52%	9.34%	9.33%	24.18%	7.57%	%
E/(D+E)	94.48%	90.66%	90.67%	75.82%	92.43%	%
加重平均資本コスト(WACC)	6.80%	6.89%	6.76%	5.56%	6.55%	%
簿価投下資本	344,061	418,640	421,064	583,490	520,240	百万円
資本費用	23,399	28,843	28,455	32,433	34,087	百万円
税引き後営業利益(NOPAT)	32,674	39,485	47,307	32,354	46,962	百万円
経済付加価値(EVA)	9,275	10,642	18,853	-78	12,875	百万円

	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	単位
有利子負債	80,402	113,624	101,480	225,803	118,709	百万円
自己資本（簿価）	263,659	305,016	319,584	357,687	401,531	百万円
投下資本（簿価）	344,061	418,640	421,064	583,490	520,240	百万円
NOPLAT	31,687	37,964	45,570	30,850	46,465	百万円
営業利益	53,426	64,009	76,833	52,015	78,342	百万円
法定実行税率	40.69%	40.69%	40.69%	40.69%	40.69%	%
投下資本利益率（ROIC）	10.13%	9.96%	10.85%	6.14%	8.93%	%

★EVA の算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
負債利子	支払利息＋社債利息
負債利子率	負債利子÷期中平均有利子負債
株主資本コスト	無リスク利子率＋β×リスクプレミアム
株主資本の時価	期末株価×発行株式数
投下資本①	期中平均有利子負債＋株主資本の時価
加重平均資本コスト（WACC）	$\frac{\text{有債利子率×(1－法定実行税率)×有利子負債}}{\text{投下資本①}} + \frac{\text{株主資本コスト×株主資本の価値}}{\text{投下資本①}}$
投下資本②	有利子負債＋株主資本の簿価
資本コスト	投下資本②×加重平均資本コスト
税引後事業利益（NOPAT）	（営業利益＋受取利息＋受取配当金）×（1-法定実行税率）
経済付加価値（EVA）	税引後事業利益-資本コスト

★ROIC の算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債
投下資本(簿価)	有利子負債+株主資本の簿価
NOPLAT	営業利益×(1-法定実行税率)
投下資本利益率(ROIC)	NOPLAT(税引後営業利益)÷投下資本(簿価)の期中平均

■データ入手方法

項目	説明または計算式
リスクプレミアム	過去の平均値と将来の予測利回りを踏まえ4.5%～5.5%が妥当 ⇒5%に（「企業価値評価 - 上」p347　）
無リスク利子率（国債利回り）	10年物国債応募者利回り、過去1年間の日次の平均レート
β（ベータ）	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp
発行株式数	有価証券報告書　株式等の状況
期末株価	Yahoo　Finance　http://quote.yahoo.co.jp
法定実行税率	2010年1月財務省統計より

1.4.2 経済付加価値（EVA）の評価

EVA は株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを表す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（＝簿価投下資本×WACC）を差し引いて求められる。従って、EVA を向上させるためには、NOPAT を増加させるか、資本コストを減少させるか 2 通りの方法がある。さらに資本コストを減少させるためには、簿価投下資本を減少させるか、加重平均資本コスト（WACC）を低下させる必要がある。当社は 2009 年 3 月期にリーマンショックの影響で僅かながらマイナスになったことを除いて、資本コストを上回る NOPAT を安定的に計上しており EVA も安定的に創出している。ただし、資本コストを算出する上での β 値はブルムバーグホームページに公表されているデータであり、TOPIX に対する修正ベータ値. 過去 2 年の週次データをもとに算出され、個別銘柄のベータは時間が経過するにつれ市場の平均ベータに近づくとの想定に基づき修正されたものであり、厳密に個別銘柄単独の値ではなく、また 5 期間で 1.142 で一定としている。また、リスクプレミアムも 5%で固定としているが、概ね 5%～8%の範囲で適用数値が異なり、したがって計算結果が大きく変わる可能性があることには留意が必要である。

1.4.3 投下資本収益率（ROIC）の評価

ROIC は、簿価投下資本に対する税引後事業利益（N0PAT）の割合を示している。したがって、ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるか、という 2 つの方法がある。利益剰余金が順調に積み上がり簿価投下資本が年々増えているが、それらの増加に見合う程度の利益を計上しており、リーマンショックの影響が及んだ 2009 年 3 月期を除いて 9～10%程度の ROIC を安定的に計上している。

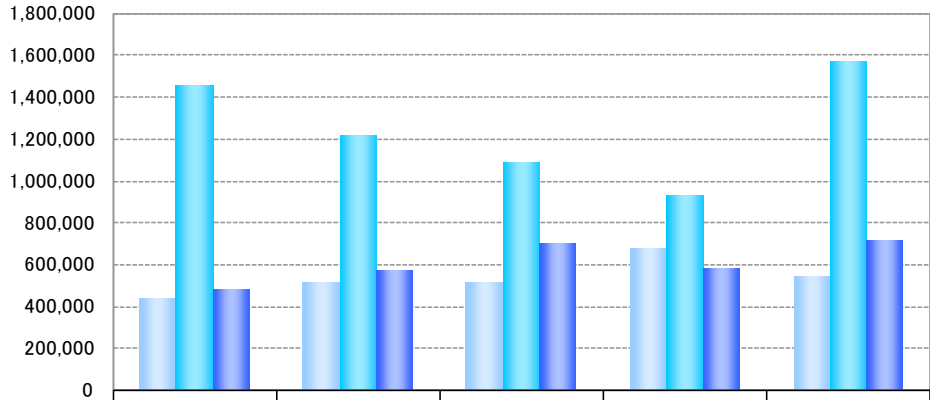
1.5　企業価値指標の分析

連結財務諸表に基づいて、フリーキャッシュフロー価値、株式・負債時価評価価値ならびに 市場付加価値（MVA）の各企業価値指標について分析を行う。

1.5.1 企業価値指標の計算結果および算出方法

日本電産の企業価値指標の計算結果は以下の通りである。

項目と評価方法	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
フリーキャッシュフロー価値	440,807	512,230	510,387	678,535	538,886
株式・負債時価評価価値	1,457,575	1,216,848	1,087,392	933,769	1,568,008
MVA＋投下資本	480,446	573,100	700,038	582,081	716,739



	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
フリーキャッシュフロー価値	440,807	512,230	510,387	678,535	538,886
株式・負債時価評価価値	1,457,575	1,216,848	1,087,392	933,769	1,568,008
MVA＋投下資本	480,446	573,100	700,038	582,081	716,739

企業価値指標の算出手順は以下の通りである。

フリーキャッシュフロー価値　：下表の通り

株式・負債価値（時価評価）　：期末株価×発行済株式数×有利子負債簿価

市場付加価値　：EVA/資本コスト＋簿価投資資本

フリー・キャッシュ・フロー価値の算出方法　　単位：百万円

	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
営業活動によるキャッシュ・フロー	55,932	64,723	94,816	66,231	90,080						
投資活動によるキャッシュ・フロー	-43,975	-78,935	-43,724	-43,373	-40,514						
フリー・キャッシュ・フロー	11,957	-14,212	51,092	22,858	49,566	25,422	26,649	27,935	29,283	30,696	32,177
平均フリー・キャッシュ・フロー	24,252										
売上高	536,858	629,667	742,126	610,803	587,459						
売上高成長率	10.5	17.3	17.9	-17.7	-3.8						
平均売上高成長率	4.8										
06/3の予測期間		-13,307	44,792	18,764	38,097	18,296					
07/3の予測期間			47,799	20,006	40,586	19,475	19,099				
08/3の予測期間				21,411	43,489	20,894	20,516	20,144			
09/3の予測期間					46,956	22,816	22,657	22,500	22,344		
10/3の予測期間						23,859	23,472	23,092	22,718	22,350	
予測期間の割引現在価値(A)	106,641	146,965	126,454	137,272	115,491						
加重平均資本コスト	6.80%	6.89%	6.76%	5.56%	6.55%						
FCFの永久成長率	1.43%	1.76%	1.61%	1.46%	1.36%						
継続価値の資本コスト	5.37%	5.13%	5.15%	4.10%	5.19%						
継続価値(B)	334,166	365,265	383,932	541,263	423,395						
企業価値:(A)+(B)	440,807	512,230	510,387	678,535	538,886						

注：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

注：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

注：平均成長率は6年間の成長率を平均化

注：予測期間を5年と仮定

注：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

フリーキャッシュフローの前提として、過去 5 年間の平均キャッシュフローが 5 期間の売上高の平均成長率で増えることとした。具体的には以下の通りである。
・今後 5 年間の平均成長率　　：2011 年 3 月期以降 4.8%
・2011 年 3 月期のフリーキャッシュフロー　：25,422 百万円

1.5.2 算出結果からの考察

(1) 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については、5 期平均で 536,169 百万円であり、5 期を通して見れば、増加し続けていたが、直近の 2010 年 3 月期には減少している。これは当期予想のベースとなる 2011 年 3 月期以降のフリーキャッシュフローの伸びが過去 5 年間の平均成長性率の 4.8%を前提としているため伸びがやや鈍化する保守的な前提となっていること、2010 年 3 月期に有利子負債を概ね半減させた一方で株価上昇より株主価値が急増したことから加重平均コスト（WACC）が上昇したため継続価値が減少したこと、が要因である。従って、価値の毀損が生じているわけではないことから大きな問題があるとまでは言えない。ただし、リスクプレミアム（5%で一定）をどう設定するかによって、フリーキャッシュフローの企業価値は大きく変動することには留意が必要である。

(2) 株式・負債価値

株式・負債価値については、2009 年 3 月期に大きく下落したが、翌 2010 年 3 月期には回復、3 つの企業価値指標の中では最大となっており、このことが当社の特徴である。もとより有利子負債の水準は低く、発行済株式数はほぼ一定であるため、株価の変動により株式・負債価値が左右される構造となっている。

	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
発行済株式数(千株)	144,661	144,780	144,987	145,075	145,075
株価(決算日終値)	9,520	7,620	6,800	4,880	9,990

	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期	単位
簿価有利子負債(D)	80,402	113,624	101,480	225,803	118,709	百万円
時価株主資本(E)	1,377,173	1,103,224	985,912	707,966	1,449,299	百万円
株式・負債時価評価価値	1,457,575	1,216,848	1,087,392	933,769	1,568,008	百万円

(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。2009 年 3 月期を除いて資本費用を上回る NOPAT を確保しており、安定的に EVA を上げている。また、(2) での分析のように時価ベースの株主資本の評価額の大きさがクローズアップされがちであるが、簿価ベースにおいても株主資本は大きく簿価投下資本全体の安定化にも寄与している。すなわち、稼いだキャッシュフローを配当等で極端に社外流出させることなく、地道に利益蓄積をしている姿の表れであり、当社の経営コントロールの巧みさの一側面であるといえる。

	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
加重平均資本コスト(WACC)	6.801%	6.890%	6.758%	5.558%	6.552%
経済付加価値(EVA)	9,275	10,642	18,853	-78	12,875
MVA	136,385	154,460	278,974	-1,409	196,499
簿価投下資本	344,061	418,640	421,064	583,490	520,240
MVA＋簿価投下資本	480,446	573,100	700,038	582,081	716,739

2　企業環境分析ならびに事業環境分析

2.1　業界分析

日本電産が所属するモータ業界に焦点を当てた場合、公開資料が乏しく分析が浅くなる可能性があるため、主として電子部品業界という括りで分析を行うこととし、個別の必要に応じてモータ業界についても分析することとしたい。

2.1.1 業界の規模と動向

電子部品業界の 2004 年から 2008 年の売上高推移（連結ベース）を示したものである。過去の推移を見ても平成 16 年以降、年を追うごとに上昇を続けており、平成 20 年の電子部品業界の業界規模は 8 兆 5,616 億円で過去最高額を記録し、業界規模は拡大傾向にあるといえる。電子部品業界の好調を下支えしているのが、デジタル家電の世界的な需要伸長であり、薄型テレビ、携帯電話、携帯音楽プレーヤーなどの需要が高まったことで、電子部品メーカーの業績は拡大を続け、成長軌道に乗っている。世界的には台湾や韓国のメーカーが台頭、今後も国際間の競争はますます激しくなることが予想される。また、世界的に拡大する自動車業界にも電子部品需要は高まり、自動車向け電子部品事業も今後期待が持てる市場となっている。

半導体や電子部品業界は、デジタル家電製品やパソコン、携帯電話、ゲーム機のほか電子化が進む自動車の基礎となる部品であるため、これらの販売動向による影響が大きい。2008年に起きた世界同時不況を契機として、米国を中心に急速に消費意欲が落ち込み、各社は過剰在庫に陥った。電子情報技術産業協会の発表によると、国内の電子部品生産額は、2009年11月からプラスに転じ大幅に回復。中・小型液晶ディスプレイや日東電工が扱う粘着シートなどがスマートフォン向けに伸長した。また、記録装置需要拡大にともない関連部品であるTDKのHDD用磁気ヘッドや日本電産の精密小型モータなどが好調に推移し、業績を押し上げた。デジタル機器やパソコンなどの需要回復を背景に、2010年度の各社の生産計画は前年度を上回る。京セラは電子デバイス事業の2010年度の売上高を前年度比8.5%増、村田製作所はコンデンサ部門を同約16%増と予想。だが、欧州景気の不透明感や生産拠点が集中する中国沿海部の賃金上昇など懸念点も多く、海外依存度が高い電子部品メーカーの脅威となっている。

2.1.2　業界内でのシェア

業界の中での日本電産の占めるシェアであるが、電子部品業界においては、2008年3月期において売上高ベースで8.7%となっており、京セラ、TDK、オムロンに次いで業界4位である。

	企業名	売上高（億円）	売上高シェア	業界シェアグラフ
1	京セラ	1 兆 2,904	15.1%	
2	TDK	8,862	10.4%	
3	オムロン	7,629	8.9%	
4	日本電産	7,421	8.7%	
5	アルプス電気	6,926	8.1%	
6	村田製作所	6,316	7.4%	
7	セイコーエプソン（電子デバイス・精密機器事業）	4,429	5.2%	
8	日東電工（電子材料事業）	4,323	5.0%	
9	ホシデン	4,194	4.9%	
10	イビデン	4,135	4.9%	

（出所：SEARCH.com）

モータ業界においては、直近の連結売上高でいえば、日本電産が5,874億円、業界2位のマブチモーターが703億円である。重複しない分野もあり一概にモータといえども全く同一視できないことは勘案しなければいけないが、事実として圧倒的なトップシェアを占めている。また、当社の最も得意とするハーディスク駆動装置（HDD）用の精密小型モータについては、2010年7月26日の当社の2010年4-6月期の第一四半期決算発表の場において、永守社長が「市場全体では6億7千万台前後がコンセンサス」との発言をしており、当社の通期計画では5億5600万台であることから、当社見通しをベースにすれば本製品のシェアは82.9%となり他社を凌駕している状況である。

2.1.3 業界ならびに当社を取り巻く環境

日本電産は HDD 用モータで世界 NO.1 の地位を築き、その他小型、中型の各種モータからファンモータと次々に拡大、「回るもの、動くもの」をキーワードに社会のニーズに応える次代の駆動技術を創造している。B TO B 企業である当社の属するモータ業界の環境は顧客である事業会社の各環境に左右されることになる。以下、分野別に当社のビジネスチャンスを分析するとともに、PEST 分析、ファイブ・フォース分析、SWOT 分析により当社の企業環境の分析を行う

2.1.3.1 ビジネスチャンス分析

(1) IT 分野

HDD 用モータやファンモータ、光ディスク用モータなど、さまざまなモータが使われている。㈱MM総研によれば、国内パソコン市場は、出荷台数で前年比 4.2%減の 1,305.1 万台となり、マイナス成長となった。それに対して、2009 年の全世界のパソコン出荷台数は、米国の iSuupli 社によると、2009 年は深刻な経済不況にさらされた厳しい年だったにも関わらず、3 億 230 万台に達し当初の予想に反して 2008 年の 2 億 9920 万台から 1%増加したことになった。「1.3.2 所在地別の業績推移」における分析の通り、当社の国内はグローバルなマーケットを相手にしており、こと IT 分野においては、世界レベルの動向に左右されると言える。

(2) デジタル家電分野

食器洗い機、掃除機やエアコンなどに使われる中型モータ、冷蔵庫や炊飯ジャーなどの内部に使われるファンモータなど、さまざまなモータが使われている。家電業界では、すさまじい勢いで技術開発が進んでおり、新しい技術が陳腐化するスピードが極めて速い。これに対応するため、製品の高スペック化により他社製品との差別化を図ろうと各社が取り組んでおり、当社製品がかなりの割合で使われていることになる。また、我が国においては、「エコポイントの活用によるグリーン家電普及促進事業」（エコポイント制度）により、対象となる高い省エネ効果を有する家電製品の購入に対して、様々な商品・サービスと交換可能なポイントを付与する制度を 2011 年 3 月末までに再延長しており、政府による業界支援が家電業界にプラスに作用しており、当社にとってもビジネスチャンスの拡大に繋がっているといえる。

(3) 自動車分野

自動車から排出される二酸化炭素の削減要請が強まるとともに、従来エンジンを動力源としてきた、パワーステアリングや、エンジン、トランスミッションなどに使われるオイルポンプ、ウォーターポンプなどの補機製品の動力源を電気に切り替える傾向が強まっている。この省エネ、エコのトレンドを背景に、当社のブラシレスモータを中心とした製品が車の走行機能部品（サスペンション、バッテリ冷却、パワーステアリング、カーナビ、ブレーキ、ラジエータ、電動格納ミラー、エアコンなど）に多く採用されている。ただし、2009 年 4 月からの自家用自動車を対象とした環境対応車への買い換え・購入に対する補助制度（エコカー補助金）は、9 月 7 日までの申請分で終了した。メーカー各社が独自のキャッシュバック制度を設けるなど、機会損失を防ぐ動きもみられるもの、エコカー補助金終了の反動による新車販売台数の落ち込みも懸念されており、当社モータ製品にも影響が及ぶこととなる。

(4) OA 機器分野

コピー機、ファクシミリ、レーザプリンタ、プロジェクタなど、省エネ、低騒音、安定性

が求められる OA 機器の多くに当社の小型、中型のファンモータ、放熱用のファンモータが使われている。しかしながら、近時の企業における経費削減により OA 機器の買換需要の長期化・減少や、地球環境への影響、省エネ、事務効率化の観点からペーパレス化が進行しているため、紙媒体を扱う OA 機器への需要も減少する可能性があり、当社モータ製品にも影響が及ぶこととなる。

(5) AV 機器分野

BD/DVD レコーダーやミニコンポなどに代表される AV 機器にも、高性能な当社の小型 DC モータやファンモータが幅広く利用されている。2010 年の世界のブルーレイプレーヤーの出荷台数は前年対比で倍増、2011 年には 6,250 万台に増加すると見込まれており、当社製品への需要増加にも繋がると期待されている。

2.1.3.2　PEST 分析

日本電産を取り巻く政治的（P=political）、経済的（E=economic）、社会的（S=social）、技術的（T=technological）の側面から分析を行う。

(1) Political（政治的環境要因）

グローバルに活動する企業であり、各国の法的規制を受ける。また、当社の顧客である家電業界、自動車業界などは、政府が出す「環境基本方針」の影響を受ける。なお、現在我が国においては、「エコポイントの活用によるグリーン家電普及促進事業」（エコポイント制度）により、対象となる高い省エネ効果を有する家電製品の購入に対して、様々な商品・サービスと交換可能なポイントを付与する制度により、政府による業界支援が実施されている事例がある。他方、米国での低燃費車に対する助成金が 2009 年 8 月に打ち切られ、わが国においても環境対応車への買い換え・購入に対する補助制度（エコカー補助金）が今年 9 月までの申請分で打ち切られたため、エコカー補助金終了の反動による新車販売台数の落ち込みも早速に顕在化するなど、当社にとってマイナスの影響も存在する。

(2) Economical（経済的環境要因）

グローバルに活動する企業であるため、世界各国のマクロ経済動向の影響を受ける。また、今後は、日本国内では少子高齢化による国内経済成長の鈍化、欧米での消費需要の低迷、中国などのアジア諸国や他の新興国での旺盛な国内経済の成長が見込まれる。当社の所在地別売上は今やアジアがトップであるが、現在の世界経済は、中国などの新興国需要に下支えされており、今後の人口増加、所得向上によるさらなる需要増加が期待されているところである。また、グローバルマーケットをビジネスターゲットにしており、為替相場の急激な円高の進行は輸出に対してマイナスの影響を受けることとなる。10 月 29 日のニューヨーク外国為替市場では、一時円相場が 1 ドル＝80 円 37 銭まで上昇、1995 年 4 月に

つけた史上最高値（79 円 75 銭）まで 60 銭あまりに迫っている。2010 年 9 月期の中間決算発表において、当社は下期の想定為替レートを 1 ドル＝85 円から 80 円に修正、今後の対策として海外企業の M&A や海外工場の新設などを通じユーロ建てや元建ての取引量を増やし、ドルや円建ての取引量と均衡させることにより為替リスクを極小化する方針を打ち出した。また、永守社長は「極端な話 1 ドル＝10 円になっても経営を維持していくことが必要、2015 年度をめどに為替影響度ゼロの経営体制を目指す」と表明しており、経営トップのビジョンも明確である。

(3) Social（社会的環境要因）

グローバルに活動する企業であるため、各国の人口構成や出生率の動向の影響を受ける。2005 年から始まった我が国の人口減少は、世界的にも例のないスピードで進むことになると予想される。これは、他の先進国と比較しても、合計特殊出生率の低下が急速に進行しているためである。我が国の合計特殊出生率は、1975 年に 2.00 を下回って以来低下を続けており、現在の合計特殊出生率は 1.29（2004 年）である。また、出生数は 2005 年に 106.7 万人、2020 年に 91.4 万人、2040 年に 75.3 万人、2060 年には 63.2 万人と、今後急激に減少することが予測されており、日本電産の顧客であるさまざまな B TO C 企業の対象マーケット（対象数、市場のパイ）の縮小を意味することになる。また、わが国の少子高齢化は、自動車保有者数の減少の要因にもなり日本電産にとっても影響が及ぶことになる（その他にも、価値観の多様化によるクルマ離れ、環境重視によるクルマ利用頻度の減少もネガティブな影響として想定される）。他方、他方米国やアジア諸国、BRICs 等の新興国では人口増加傾向にあり、特に当社のメインターゲットのひとつの中国は世界一の人口国であり、今後のマーケット開拓も期待されるところである。

2010 年における世界の国別人口上位 20 か国

順位	国名	総人口（人）
1	**中国**	**1,344,920,000**
2	インド	1,181,412,000
3	アメリカ	311,666,000
4	インドネシア	227,345,000
5	ブラジル	191,972,000
6	パキスタン	176,952,000
7	バングラデシュ	160,000,000
8	ナイジェリア	151,212,000
9	ロシア	141,394,000
10	日本	127,293,000
11	メキシコ	108,555,000

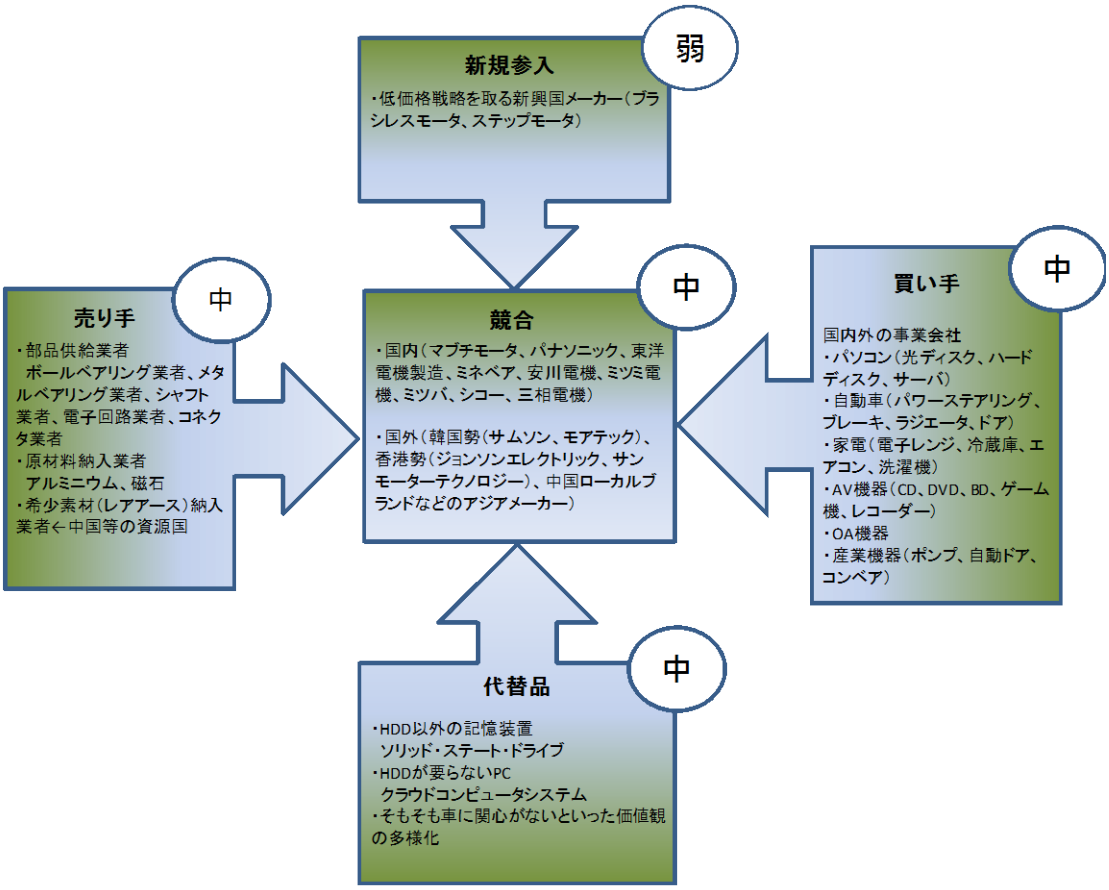
12	フィリピン	90,348,000
13	ベトナム	87,096,000
14	ドイツ	82,264,000
15	エジプト	81,527,000
16	エチオピア	80,713,000
17	トルコ	73,914,000
18	イラン	73,312,000
19	タイ	67,386,000
20	コンゴ民主共和国	64,257,000

（枠で囲んだ国は、日本電産の拠点がある国）

(4) Technological（技術的環境要因）

日本電産の顧客はカスタマイズ製品を決められた納期内に確実に提供するように要求する。仮に当社が開発・設計から製造、納入に至る新製品の商品化に失敗した場合、顧客ニーズを充足することができず、信頼を失うことになる。特に日本電産はリーディング・カンパニーであり、その技術がデファクトスタンダードになっているがゆえに顧客の要求レベルも相当高く、失敗したときのリスクは大きいといえる。また、IT 業界では顧客のコスト削減、情報管理のセキュリティレベル改善のためにコンピュータサーバのクラウドシステム化が進行している。クラウドシステム化によってデータ自体がサーバに一律に保管されるため、究極的にはパソコン内に記憶装置が不要となることもあり得る。ハードディスクドライブ向けモータの占める割合が大きい当社にとっては、このような技術革新は、相当に大きな脅威である。

2.1.3.3　ファイブ・フォース分析



(1) 競合：業界内のライバル関係

日本電産の業界における強さが目立っており、最も得意とするハーディスク駆動装置（HDD）用の精密小型モータについては、世界シェアは 80%強と圧倒的である。ただし、その他のモータにおいては当社のシェアが目立って高いとまではいえない。典型例を挙げれば、より汎用性が高く最も生産個数の多い音響・映像機器、情報・通信関連、家電・住設分野、自動車などの多様な機器に採用されているガバナレスモータ（ブラシ付モータ）は、競合のマブチモータが業界のガリバー的存在である。また、ガバナレスモータでは、ジョンソンエレクトリックやサンモーターテクノロジーなどの香港勢、コアレスモータでは韓国のサムソン、DVD-ROM/RAM 関連向け用途などに使われるステッピングモータでは韓国のモアテックなどの存在も目立っている。従って、HDD 分野関連の競合は他社を駆逐しているが、その他の分野では国内外の業者との競合関係は多く存在している状況であるといえる。

(2) 新規参入：新規参入者の脅威

動圧ベアリング（モータの回転軸の軸受部に油や空気などの流体を使用したもの。流体動圧軸受の採用によりモータの長寿命化、低騒音化が可能で、ハードディスクドライブや廃熱ファンなどに採用されている）以外のブラシレス、ステップモータは、技術的な関係か

ら参入障壁はそれほど高くない。安価な中国ローカルブランド向けのセットメーカー向け市場では新規参入による競争は激しいが、日本電産のブラシレスモータは動圧ベアリング方式のハイエンド製品向けであり、新規参入者の脅威はそれほど強くない。

(3) 代替品：代替品の脅威

日本電産の得意とする HDD 用の小型モータは、強みの動圧ベアリングでないと小型化ができないので脅威はあまりないといえる。他方、USB キーに代表されるフラッシュメモリを使った記憶媒体（ソリッド・ステート・ドライブ）の伸長は脅威であるが、今のところ磁気ディスクの方が価格的に圧倒的に優位であることから、用途の別による使い分けがなされているものの、今後の技術進歩によっては、ソリッド・ステート・ドライブの優位性が増し HDD への需要が減退する可能性がある。その他、クラウドコンピュータシステムが拡大すれば、業者のデータセンターが提供しているサービスを対価を支払って利用すれば、データを取り出せることになり、ユーザーサイドでは記憶媒体そのものが不要となることとなり、当社にとっては需要減となることになる。また、若者のクルマ離れといった、当社顧客の製品に対する世の中の価値観の変化も広義には代替品の脅威であるということができる。

(4) 売り手：供給業者の交渉力

動圧ベアリング自体は内製化が進んでおり、売り手の力は弱いといえる。しかしながら、ボールベアリングではミネベア、日本精工が強く、ミネベアはモータ自体も手掛けているので供給業者の交渉力は強い。また、シャフトも三洋精密がモータも手掛けているので交渉力は強い。また、モータは磁石の力で回転力を得る仕組みであり、回転子という磁石部分に大きな力を効率的に生み出せるネオジムやジスプロシウムなどのレアアース材料が使われている。レアアースは主要生産国の中国が輸出規制を始めており、安定調達に懸念があり、供給業者の交渉力は強いといえる。なお、日本電産が 10 月に買収した米国エマソン・エレクトリックのモータ事業はレアアースを全く使わない次世代モータ「SR モータ」に関する関連特許を有している。2012 年度から重機向けなど産業車両向けに量産を開始し、将来的には電気自動車の実用向けに目指すとしており（平成 22 年 10 月 28 日 日本経済新聞朝刊）、売り手の脅威に対する対策も打っている。

(5) 買い手: 顧客の交渉力

日本電産のブラシレスモータは動圧ベアリング方式のハイエンド製品向けであり、かつ圧倒的なシェアを有していることから、価格競争に巻き込まれる要素は少ない。カスタマイズされ確実に納期内に提供される NIDEC 製品への業者の信頼は絶大であり、顧客の交渉力はそれほど強くない。

2.1.3.4　SWOT 分析

日本電産の競争構造を SWOT 分析にて下表の通りに示す。

	プラス要因	マイナス要因
内部環境	強み（Strength） ●日本電産の国内外ネットワークのフル活用によるグループ内シナジー ●良好な財務体質 ●目標達成に向けた全従業員の取組の徹底（組織文化） ●カリスマ経営者（永守重信）	弱み（Weakness） ●グループ内人材の枯渇化 ●業容の急拡大によるマネジメントの統合の困難さ（内部統制、従業員のバーンアウト） ●永守重信への過度の依存 ●ポスト永守重信の育成
外部環境	機会（Oppotunity） ●特定分野の圧倒的シェア（ハードディスクドライブ） ●成長する海外市場（特にアジア） ●自動車のイノベーション（ガソリン→電気へ） ●M&Aによる技術力優位性の伸長 ●さらなる同業他社のM&Aの可能性 ●他業界とのビジネス統合の可能性	脅威（Threat） ●停滞する国内経済（人口の減少） ●デフレ経済下の価格下落、円高等による原材料高 ●クラウドコンピュータ拡大による事業機会喪失 ●主要顧客、コンピュータ（特にHDD）への依存 ●新興国のレアアース輸出規制等の政治的行動 ●めまぐるしく変化する法規制、行政

(1) 強み（Strength）

1973 年の創業以降の成長を通じて構築した、海外 18 か国の拠点、141 の子会社、連結で 96,482 人の従業員を抱える巨大ネットワークによるグループシナジーである。また、これらの企業を再建型の M&A により“日本電産化”して次々と劇的に再生していった成果であることは当社の組織力としても特筆すべきものである。積極的な拡大路線を突き進む当社であるが、経常利益率などの高収益性、順調な利益蓄積による高い自己資本比率などの安定性、原則キャッシュフロー内での投資（→有利子負債率の低さ）、株式市場での高評価、など財務体質も良好である。また、見えない資産としては「情熱、熱意、執念」「知的ハードワーキング」「すぐやる、必ずやる、できるまでやる」の日本電産三大精神に代表されるような、目標達成に向けた全従業員の取組が徹底されていることも当社の優位性を構築するための礎となっている。2008 年 9 月のリーマンショック以降のクライシスを乗り切るため、全社グループで雇用を維持するため他社に先駆けてワークシェアリングを実施し、他方不況を抜本的な改革をとる好機ととらえた WPR（ダブル・プロフィット・レシオ）プロジェクトを遂行するなど、永守社長の大号令に一致団結して立ち向かうなど、経営者のカリスマ性に依存する部分も多いことが指摘できる。

(2) 弱み（Weakness）

日本電産の場合、弱みは強みと裏腹であるといえる。すなわち、成長のための資産を M&A で賄うとしてもそれだけでは限界があり、当然プロパーの製造・販売拠点も増やす必要が

ある。2010 年度は新工場増設ラッシュであり、ベトナム、中国、フィリピンに数多く増設が行われる計画を有している。2012 年度中にもグループ全体で中国の営業拠点を 100 か所へ拡大する計画を有しており、先般、重慶、成都、武漢、長春、鄭州の 5 都市に支店を開設し、現地企業の新規開拓や、日系企業の中国内陸部進出の支援などに力を入れるとしている（平成 22 年 10 月 8 日、日刊工業新聞）。しかしながら、これほどまでの積極的な投資を行えば、当然にそれに費やす人材も必要となるわけであるが、その確保は容易ではない。現在の市場シェアを維持し、将来の成長をサポートするため、多くの高度なスキルを有した管理者、エンジニア、製造者、営業担当者、マーケティング担当者等を追加雇用し、育成し、意識統一し、そして維持し続けることが必要であるが、世界的にこのような人材獲得競争は極めて激しい。従業員の中には強いられるハードワークに付いていけずに脱落したり、バーンアウトしたりする可能性もあろう。加えて、このように拡大するグループの事業運営及び資産管理に必要な内部統制をしっかりと敷くことも監督当局からは要求されており、マネジメントの観点からも多くの困難を要する。日本電産の多くの施策が元をたどれば永守社長の強烈な個性によるリード、あくなき成長を企図することから発出されているものといえる。永守社長は、ここ数年、経営陣を外部から積極的に迎え入れている。2006 年に藤井純太郎氏（元三菱証券副社長）を副社長に、2007 年には経済産業省出身の成宮治氏を取締役、HOYA の子会社となったペンタックスの綿貫宜司前社長を中国子会社の副社長として迎えた。2008 年には SAP ジャパン社長を海外 M&A 担当役員として藤井清孝氏を獲得している。ただし、永守社長は内外に自分ができるうちは自分が社長をやると公言しており、後継者が育成されていないとすれば、相当なリスクであるといえる。

(3) 機会（Opportunity）

最も得意とするハーディスク駆動装置（HDD）用の精密小型モータについては、世界シェアは 80%強と圧倒的であり、特定分野で他社を凌駕する強みをてこにして当社は成長してきた。PEST 分析の Economical（経済的環境要因）で述べたように、今後は、日本国内では少子高齢化による国内経済成長の鈍化による国内需要の低迷が予想され、また欧米での消費も伸び悩むことが予想される中（特に米国の大量消費文化への見直しの機運）、中国などのアジア諸国や他の新興国での旺盛な国内経済の成長が見込まれていることは機会としてのプラス要因といえる。当社の所在地別売上は今やアジアがトップであり、現在の世界経済が中国などの新興国需要に下支えされているため、今後の人口増加、所得向上によるさらなる需要増加が期待される。加えて、長期的な将来の機会においては電気自動車が大きなプラス要因であり、国内企業では日産自動車を中心に電気自動車に対する開発が進んでいる。現在のところ、業界ではトヨタ「プリウス」やホンダ「インサイト」のハイブリッド車が先行しており、実際に 2010 年 10 月の国内自動車販売はトヨタ「プリウス」が 17 か月連続で首位を占めるなど勢いは勝る。しかしながら、いずれ化石燃料が枯渇すれば、既存のガソリン車は残れないのも事実であり、電池とモータで走る電気自動車はガソリン車からエンジンをなくしてしまうほどのインパクトを有しており、日本電産にとっての機会はとてつもなく大きいといえる。永守社長も 9 月 28 日にテレビ放映（テレビ東

京）された「モーニング・サテライト」において「次のターゲットは車、車載関係であり、今年の M&A は電気自動車関連になりそう。その次は鉄道、船、飛行機と続き、要はガソリンで動いているものはすべてモータに変わる。2030 年には売上高 10 兆円を目指す、技術力、販売力、製造力を世界のトップにして企業の力を世界一にもっていく。」と明言している。

(4) 脅威（Threat）

これからの成長性が期待される海外の新興国とは反対に、停滞する国内経済による人口減少（全体パイの縮小）は脅威である。また、当社製品はハイエンド向けの商品とはいえ、デフレ経済下の全体的な価格下落のトレンドから完全に脱却できるわけではない。つまり、製品を構成する部品のうち、当社製品のみ高止まりしておれば納品先からの値下げ圧力は高まる。そもそも技術の進展（＝陳腐化）が激しいHDD業界においては価格下落のスピードは製品寿命以上に相当に速く、近時は欧州を中心としたパソコンの世界販売の鈍化からHDDの価格が下がり続けている。日本電産は他社に見られない徹底力でカバーしているが、それにも限界は存在する。また、ネオジムやジスプロシウムなどのレアアース材料の供給国（中国）の（国益確保、国対国の優位性確保を目的とした政治的行動による）輸出規制による高騰もよく知られているところであるが、新興国内における需要拡大により部品の主要原料のアルミニウム価格の足元の高騰も注目されるなどにも要注視である（次頁のグラフ参照）。加えて、近時の円高（直近で約15年半ぶりの1ドル80円台）による原材料価格高騰も存在する。

3　戦略分析

3.1　企業価値創造

3.1.1 企業価値の概念

永守社長は、M&A による経営について、2001 年 4 月、「今後の経営は連結重視の経営へ移行していくが、どちらかといえば連邦経営と言った方が良いと考える。すなわち、各社の社風を大切にしつつ、各社が独自の経営を推進し、その結果として日本電産の連結経営の結果を良くしたい。連結対象会社はそれぞれつくっている製品も異なり、また歴史や場所、社内の雰囲気も異なるなかで、共通の目的として 3K（高収益、高成長、高株価）企業づくりにまい進したい。独自性のある企業が集まり、トータルとしてより良い結果を残していく連邦経営こそ、これからの日本電産経営の主眼であることを認識してほしい」と語っている（出所：日経ビジネスオンライン）また、雇用についても永守社長は、「雇用の創出こそが企業の最大の社会貢献であるとの経営理念のもと、安定的な雇用の維持が、社員にとっても最重要であると考えております」（日本電産 HP）と重要視している。永守社長のカリスマ性と個性的なリーダーシップによる経営が日本電産の経営の要諦であり、永守社長自身が持っている、技術への評価、業績不振企業の文化の改革、敵対的な買収を行わず能力主義を掲げる独自の経営手法等が日本電産の企業価値の向上に大きく貢献してい

るといえる。日本電産の企業価値は、M&A による事業拡大を進め、売上と利益を拡大してきた事実に注視すると会計的な企業価値を高めているが、本質的な企業価値も高めているといえる。

3.1.2 従業員価値の創造

雇用の創出が社会貢献であるとする日本電産の経営理念の通り、連結従業員は 2000 年 3 月期から 2010 年 3 月期の 10 年間で 13,337 人から 96,482 人と 7 倍以上に増加している。M&A を実施しても、買収先の経営は被買収先の経営陣が基本的にはそのまま残ることもあり、グループ内の従業員の増加に対して、単体の従業員数の増加は少ない。しかし、長時間労働によるサービス残業、サービス出勤などの問題点がないか議論されることがある。東洋電機製造が TOB 提案を受けた際の質問は、「3Q6S の取組にて毎日身の回りの清掃をするのは就業時間内かそれとも時間外の自主的な活動か」「全員参加の場合、労働基準法等コンプライアンス上の問題はないか」「永守氏の意向に反した場合従業員や役員に対する降格や減給等の処分の有無は」「就業外のサークル活動があった場合の参加の強制の有無は」「時間外勤務時間に対する時間外勤務手当の支払状況は」など労働条件についても多くが言及された。永守社長をはじめとして強烈な個性のある会社であり、その社風をよしとする人にとってはチャンスのある会社であり、社員に対しても雇用の保証を掲げており、多様な働き方がありうる中で特色を出していることは間違いない。また、日本電産は社員の処遇や職場環境の改善を目的として、2005 年 4 月から「社員満足度向上 5 か年計画」という長期的な観点での従業員満足度の改善に努めている。この計画の実施を通じて、社員の経済的処遇の改善を図ると同時にモチベーションや生産性向上につなげ、業界トップクラスの従業員満足度の実現を目指している。これまでに、処遇改善のための新しい人事制度の導入・賞与体系の見直し・職場環境の改善などを行い、2009 年度は以下の項目を実施した。

①2008 年度後半からの世界的大不況の影響下に実施した給与の一部減額を早期に解除
②社員代表組織と会社の全社レベルの懇談会を年 2 回から年 4 回に倍増させ、コミュニケーションを強化
③長野と滋賀の技術開発センターに新棟を建設し、職場環境を改善
④退職金制度、退職年金制度を改定し、老後の生活支援を充実化

3.1.3 株主価値の創造

日本電産は、高成長、高収益、高株価を長期的に達成することで株主価値を最大化し、株主の期待に応えたいとしている。3 つの要素ともに 1.2 全社業績推移での分析のとおり、十分な業績(純利益増益率、売上高経常利益率などに代表される)を達成しており、株価も長期的にほぼ常時業界 2 位のマブチモータや TOPIX を上回るなど、ハイパフォーマンスを達成している。株主・投資家を始めステークホルダーの当社に対する理解を促進し、そ

の適正な評価を可能とするため、公正かつ適時適切な情報開示を行い、積極的なIR活動を展開している（2009年度の実績：投資家向け説明会4回、個人投資家向け説明会3回、施設見学会5回、コンタクトした投資家数2,806人）。この投資目線に立ったIR活動が業績動向に関わらず一貫した姿勢をとっていることが高く評価され、2009年の「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」（日本アナリスト協会主催）において、電機・精密機器業種部門と個人投資家向け情報提供部門において、3年連続で優良企業に選定されており、フェア・ディスクロージャーによる積極的な情報発信が進んでいるといえる。

3.1.4 取引先価値の創造

日本電産は製品の品質、安全性、信頼性の向上には取引先との公正で透明な取引、協力が必要と考え、これをCSR憲章において定めるとともに、基本購買方針を実践している。また、日本電産は2008年度下期に「一般取引用基本契約書」を改定し、「車載用取引基本契約書」を新設した。これらの取引基本契約書では、輸出管理、環境保護、法令遵守、反社会的勢力の排除、及び企業の社会的責任（CSR）に関する規定を定め、CSR調達をサプライチェーンの中で推進していくために、取引先の企業活動に行動規範の共有を依頼している。CSRマネジメントシステム導入にあたり、日本電産のみならずサプライチェーン全体における事業責任を認識し、取引先に対してもCSR活動に一定の配慮を求め、自発的取組を推進している。そのためのCSR憲章の遵守を取引基本契約書にうたうとともに、その基準をCSR推進ガイドブックに示している。取引先は、そのガイドブックに基づき自社CSR活動状況を定期的に評価する。この評価結果に基づき、取引先とのコミュニケーションを図り、環境、安全、衛生、人権・労働・倫理を要求条件としたCSR調達を推進している。なお、海外拠点においては取引先と協同で品質やコスト改善活動が行われている。具体的には日本電産（東莞）有限公司および日本電産（大連）有限公司ではサプライヤーを四半期ごとに業績評価するQBR（Quarterly Business Review）活動に取り組んでおり、サプライヤーとともに製品のレベルアップを図る取組がなされている。

3.1.5 社会的価値・環境価値の創造

日本電産はそれぞれの国の地域特性や文化を尊重し、よき企業市民として、各拠点と地域社会の双方向のコミュニケーションを積極的に行い、企業活動に取り組んでいる。次世代の子供たちに、地球環境や理科に対する関心や理解を深めてもらうため、国内外の小学校で環境出前授業を行っている。国際的な社会貢献の一環としては、2008年度から財団法人日本フォスター・プラン協会が推進するプラン・スポンサーシップが挙げられる。この活動は、途上国の地域開発を目的としており、継続的な寄付と子供たちとの交流を通じて、途上国の子供たちの生活環境改善を支援している。また、2010年2月に開催されたバン

クーバーオリンピックでは、スピードスケート男子 500m に、当社グループ会社である日本電産サンキョーのスケート部に所属する長島圭一郎選手、加藤条治選手ら 4 名が出場し、長島選手が銀メダル、加藤選手が銅メダルを獲得した。日本電産サンキョースケート部は、1957 年に創部され、活動拠点を長野県下諏訪町におき、これまでに冬季 45 名、夏季 2 名のオリンピック選手を輩出しており、メダル獲得数は通算、金メダル 1、銀メダル 1、銅メダル 3 です。　今後は、2014 年のソチオリンピックでの金メダル獲得を目指し、日々鍛錬するとともに、スピードスケートや地域社会の発展に貢献し、世の中に夢を与える活動を推進していくとしている。

3.2 企業理念とビジョン

日本電産は、1973 年の創業以来、経営の原点として「社是」を掲げている。創業時点から世界を見据え、社会貢献を念頭において企業活動を行ってきた。また、2008 年には新たに「三つの経営基本理念」を掲げ、グループ会社で展開している。この中で、日本電産グループが行うべき最大の社会貢献は雇用の創出であると謳い、実際にリーマンショックなどの不況下においても一切人員削減は行わず、全従業員の雇用を守っている。また、本業を通じて、世の中に必要とされるものを送り出すことに努め、世界をリードする企業への成長を目指している。日本電産は、永守社長が自分の思いや考えを内外に発信することが多く、経営理念につてもユニークなものが知られている。「三大精神」は、従業員の行動指針として「社是」とともに創業以来掲げられている。また、2007 年 4 月、日本電産グループとして、コーポレートスローガン「All for dream」およびステークホルダーに提供する価値を明文化したコーポレートステートメントを制定した。そして、最後に「世界一」を追及する当社として、まさに“ビジョン”として、明確に「2010 年度連結営業利益 1,000 億円の達成」「2012 年度連結売上 1 兆円の達成」という中期的な数字目標を掲げており、目指すべき企業像も明確に掲げており、ビジョンが具体的な数字として落とし込まれていることは高く評価されることである。以上、企業理念とビジョンをまとめると、当社の「世界一」を目指すビジョンは社是に表現されているような社会的な使命が出発点となっているものであり、それを明確な行動方針・規範で支持しているものであることが明確であるといえる。

日本電産の「三大精神」を支えるユニークな行動規範である「3Q6S」の仕組みについて述べる。3Q とは良い社員（Quality Worker）、良い会社（Quality Company）、良い製品（Quality Product）を意味し、この 3 つの Q を実現するためには、整理・整頓・清潔・清掃・作法・躾の 6 つを徹底することが必要であり、一般によく使われる 5S との違いは作法が加わっていることである。3S や 5S の活動は多くの製造業で取り組まれていることであるが、日本電産の 3Q6S 委員会の委員の方に他の企業との違いについてヒアリングしたところ、「徹底度合が全く違う、日常の仕事と同レベルで組み込まれ、当たり前のこととして毎日毎時改善を続けている」とのことであり、いかにも日本電産らしい回答であった。

また、現場レベルの改善活動に留まらず、役職員全員での取組であることも特徴とのことであり、3Q6S をものさしにし各事業所レベルで業務監査における評価を実施しており、定量化・見える化を行っている。なお、現在は実施していないとのことであるが、創業当初は新入社員に 1 年間トイレ掃除をさせていた。しかも、ブラシやモップなどの用具は一切使わず、すべて素手で行っていた。これを 1 年間続けるとトイレを汚す者がいなくなり、放っておいても工場や事務所の整理整頓が身につくようになったとのことである。なお、この 3Q6S 活動は M&A により子会社化した企業でも展開されており、活動の徹底によりリストラをすることなしに黒字化させた実績が多数ある。永守社長によれば、「百点満点のうち 60 点ならば事業は黒字、80 点ならば最高益になる」ということである。日本電産の永守社長は「個人の能力の差はせいぜい 5 倍程度であるが、やる気の差は 100 倍に広がることもある」との考えを持っており、3Q6S をベースにした意識の高い社員の育成に力を注いでいる。近時においては経営的にもこれらの取組が大きく実を結んだ事例がある。リーマンショックによる世界大不況を乗り切るために永守社長自らが旗振りをした WPR（ダブル・プロフィット・レシオ＝利益率倍増）プロジェクトにおいて、約 6 万点にも上る社員提案に基づいた収益性改善活動に取り組み、既述の通り、2010 年 3 月期は売上高が前期対比微減となったものの、利益率が大幅に改善し、過去最高益を更新したのである。

現在、MBA 課程の「テーマプロジェクト研究」において、我々のチームは『「必要なムダ」の解明～「掃除」の効用を通じて～』というテーマに取り組んでおり、掃除と業績の関係については個人的にもかなり関心の深いところである。チームとしては、設備が長持ちする、気持ちよく仕事ができるといった直接的な効用や、経営者への信頼感、根気の養成、達成感の体得といった間接的な効用があることは明らかであるが、業績への効用は明らかではなく、相関性は薄いという結論に至っている。しかしながら、日本電産の取組みにおいては、3Q6S 活動の徹底を通じて実際にグループ内外の業績向上に結び付けている。これは 3Q6S により日本電産の「三大精神」の涵養がなされ、結果として業績向上に結びついている現象であり、この徹底力、組織力こそが日本電産の強さを支える見えざる資産のひとつといえる。

3.3　M&A

3.3.1 これまでの M&A の概要

日本電産は、モータを中心とした事業に集中している。当社の戦略の特徴として、これまでの分析の通り、事業拡大で得たキャッシュフローを国内外の同業あるいは関連事業を M&A により買収することによりさらなる事業拡大を図ることを繰り返すことにより成長していく事業戦略を大きな柱としている。これまでの当社の M&A 戦略の概要をまとめてみる。

創業後 1 年目の 1974 年に、早くも最初の M&A を手掛けた。取引先である兵庫県の半導体メーカーユニゾン社の倒産時に債権放棄の見返りに技術者を引き継ぐことにより、ブラ

シレスモータの製造技術を獲得して事業領域を拡大した。1989 年には、HDD 用スピンドルモータの競合であった信濃特機を買収し、市場シェアトップの企業となった。その後も、1991 年に電源装置メーカーのパワーゼネラル社を買収、1992 年に日本シーゲート者ピボットアセンブリ事業を買収、1993 年に電源装置メーカーの真坂電子を買収、1995 年に共立マシナリとシンポ工業の第三者割当増資の引受ならびに子会社化と、立て続けに M&A を進めた。これらの M&A は主力・関連事業の強化を目指して行われ、当社の中堅企業から大企業への脱却の礎となった。ただし、上記の M&A がすべて成功したわけではなく、買収からわずか数年後には、FA 事業とピボット事業から撤退している。これらの事業は業績が悪化していたわけではなかったが、「グローバルに経営資源を最も効率的に投入し」「Made in Market」という市場の近くで生産する理念、為替変動に耐え得る事業体制の構築を目指すための事業売却が行われたものである。この頃から、当社では各企業が生き残るために取り組んでいる“選択と集中”の戦略を早くも手掛けていたことなる。

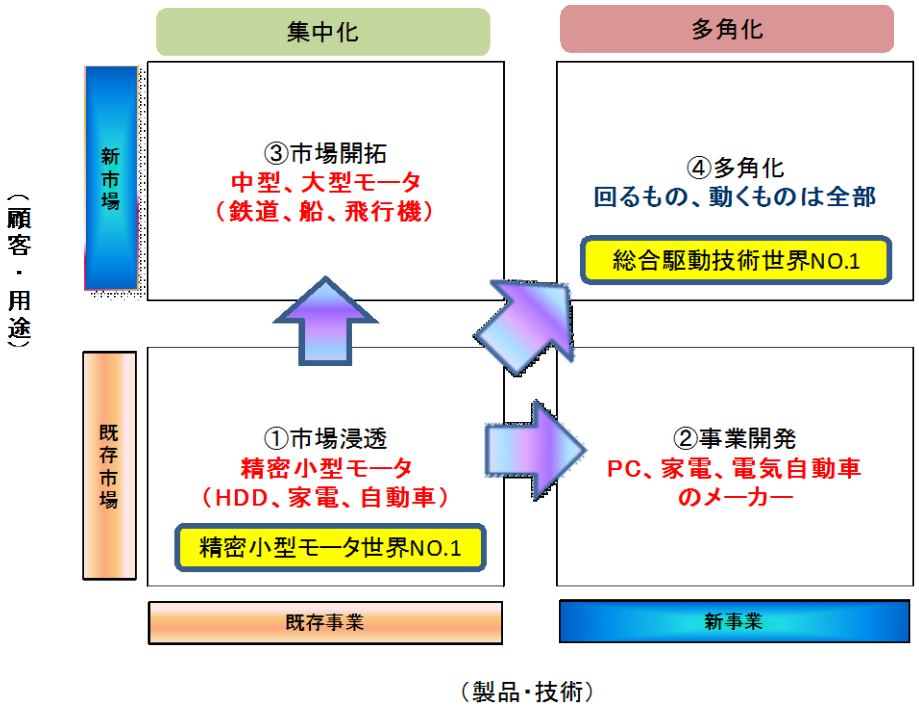
1990 年代後半には、スピンドルモータ事業で国際的に不動の地位を確立し、内部留保と株式市場からの資金調達にも問題がなくなった。この時期に M&A を実施した企業は、コパル、コパル電子、トーソク、三協精機製作所、リードエレクトロニクスなど、そこそこの規模を有する上場企業が目立つ。さらに、これらの企業は海外展開をしていたため、日本電産は製造拠点と販売拠点を得て、国際的な展開を短期間に実現して高い成長率を実現することができた。これは自社のみで実行しようとしても、短期間で実現できなかったことであり、資金調達と事業拡大の機会を的確にとらえ一気に実行していった当社の戦略が機能したといえる。

2006 年 12 月にはフランスの Valeo Motors & Actuators 社の車載用モータ事業（買収金額 220 億円、売上高約 390 億円、従業員数約 1,700 人）と 2007 年 2 月にシンガポールの Brilliant Manufacture 社（買収金額 134 億円、売上高約 134 億円、従業員数約 2,950 人）の 2 件の海外大型 M&A を実現させた。また、経営のかかわり方もこれまで行ってきた不振の日本企業の再建型と違い、オペレーションは現地の統括会社に任せて、日本電産は経営のみに関わる仕組みを採用している。当社によれば国内とは違うアプローチを考えているようであり、シナジーの実現には「アジアの会社は 2 年、欧州の会社は 3 年かかる」とのことである。2007 年 3 月には日立製作所子会社の日本サーボに対する TOB（株式公開買付け）を実施、4 月には子会社化した。日本電産は、日本サーボに対しても三協精機製作所の再建と同様の手法を使い業績を急回復させることに成功した。

しかし、成功の事例ばかりではなく、2008 年 9 月 16 日、日本電産は、鉄道機器メーカーで東証一部上場の東洋電機製造に対して TOB を実施することを発表したが、2008 年 12 月 15 日、資本業務提携の提案書の失効を発表し、買収を断念した（なお、2010 年 10 月 25 日、東洋電機製造は海外向け鉄道事業で業務提携をすると発表した。日立製作所が東洋電機製造の発行済株式の約 4.5%、東洋電機製造が日立製作所の発行済株式の約 0.046%取得し、鉄道車両の部品供給・開発などで相互連携する方針である）。また、2008 年 10 月 1 日、富士電機ホールディング傘下の産業用モータ会社である、富士電機モータ

の第三者割当増資を引き受け 6 割の出資をすると発表し、将来の子会社化も検討していた。しかし、2008 年 12 月 19 日、日本電産は、リーマンショック後の事業環境の急速な悪化により富士電機の資本提携を断念した。東洋電機製造とほぼ同時期に富士電機の M&A を断念したことになるが、日本電産は被買収会社と最終的に友好的な合意に至らないような M&A や収益性を無視した M&A に走ることなく、冷静な対応をとっているともとれる。

3.3.2 企業成長マトリックスと M&A ならびに事業ポートフォリオの関係



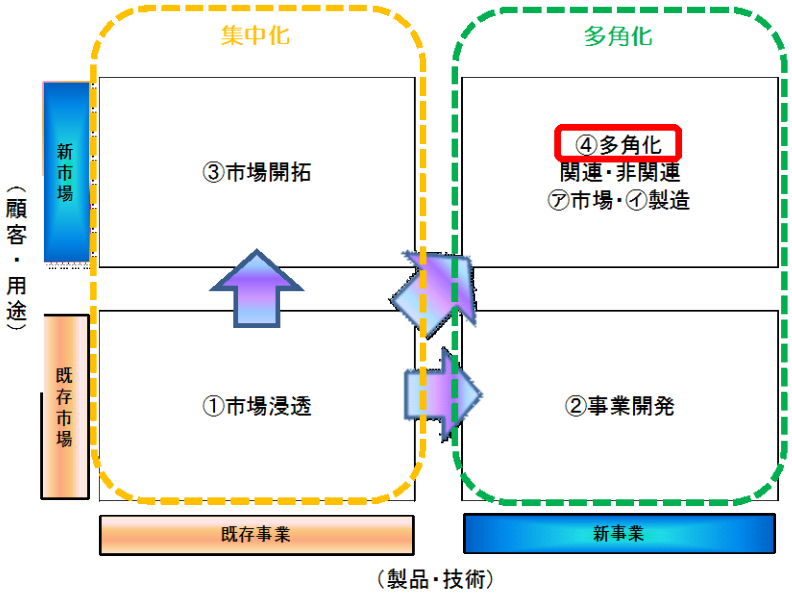
日本電産は、その内外に示す存在感から業界におけるガリバー的存在のようであるが、事業分野は特定分野に集中・特化しており、モータすべてを手掛けるといった全方位的な戦略を取っているわけではない。具体的には、当社の最も得意としている分野はブラシレス DC モータについて事業内容を詳細に掘っていけば、電子部品→モータ→精密小型モータ→ブラシレス DC モータとなっている。売上ベースでも、ブラシレス DC モータが全体の売上の約半分、さらにはブラシレス DC モータでも HDD 用で強く、世界シェアが 80%強、その中でもノート PC 向け HDD 用では世界シェアの実に約 90%と圧倒的に他社を凌駕している状況である。これは、上図においては「①市場浸透」を徹底的に進めているということができる。

当社は精密小型モータのみならず、主として産業材に利用される中型、大型モータにも食指を動かしている。現時点においても中型モータは連結売上高のうち 12.5%を占め、精密小型モータ、電子・光学部品に次ぐ割合である。2008 年 12 月に買収を断念したものの、

鉄道機器メーカーで東証一部上場の東洋電機製造に対して興味を示していたのはその典型であろう。永守社長は次のターゲットは車、車載関係であり、将来的には鉄道、船、飛行機向けのモータを手掛ける旨を明言している。まずは精密小型モータで市場を席巻して、それから中型、小型にも事業領域を拡大し、将来的にはモータ事業全般を全方位的に扱うことを志向している。

永守社長は、2030 年にはグループ売上高を 10 兆円にする目標を明言しており、モータ業界のみでは不足することは明らかである。従って、モータ技術を用途とする企業を当社のグループに取り込んでいくことが考えられる。当社が HDD 用小型モータを最も得意としていることから、PC メーカーもしくは家電メーカーの PC 部門、シナジーを見込んで家電会社全体が想定される第一ターゲットである。電気自動車の基幹技術はモータとバッテリであり、電池メーカーもターゲットとなろう。実際、2010 年の M&A のターゲットは電気自動車関連ということを永守社長は明言している。

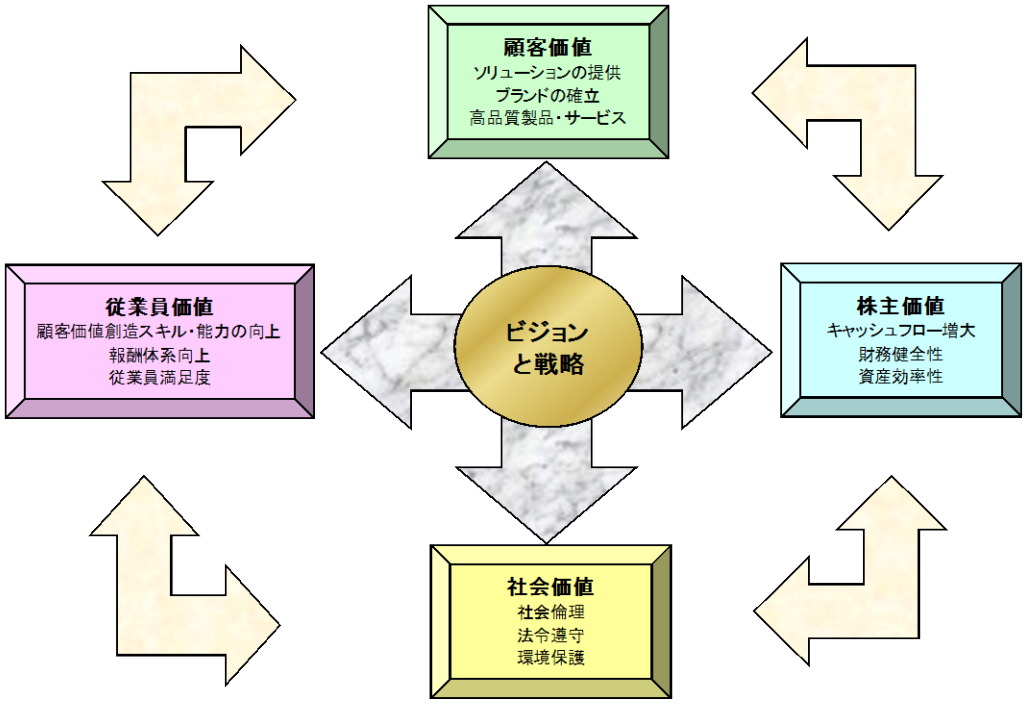
最終ステップとしては、市場開発でモータ業界全般に拡大させた事業を横展開させることが考えられる。具体的には、中型・小型モータを使用する鉄道、船、飛行機の業界への進出等による多角化を手掛けることである。石油の世界埋蔵量および枯渇までの年限については諸説があり、新興国および途上国での爆発的な伸長の可能性もある今後の需要動向や、新規油田の発掘状況に左右されるため、予測することは困難であるが、資源は有限であること、産油国が自国権益や国家力確保を盾に極端な資源外交に走る可能性もあり、安定供給が今後永続的になされるかどうかは不透明であることは確かである。従って、将来的には輸送機全般に渡り現行のガソリン中心でなく代替エネルギーとなる電気が活用される可能性が大いにあるといえる。モータ専業である日本電産が、その事業分野を拡大し、関連他分野にも進出する可能性はあるといえる。



これらを事業ポートフォリオの配分の関係から戦略を分析すると、上図の通り、既存事業の拡充によるモータ事業への集中戦略と新事業開発（日本電産の場合は M&A の手法も併用）ならびに関連・非関連事業への進出による多角化を両立しているといえる。

3.4　顧客価値創造

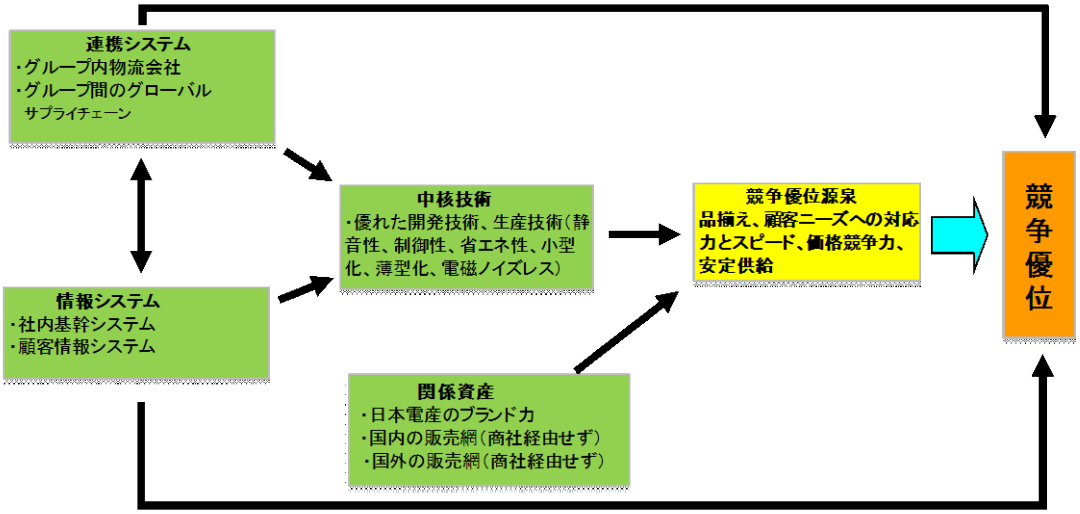
これまでの 3.戦略分析を通じて、まとめとして日本電産がいかにして顧客価値の創造にリンクさせているかを述べたい。日本電産は、永守重信というカリスマ経営者の牽引のもと、ステークホルダーの価値に最大限に貢献し、ステークホルダーおよび当社の「夢」を実現するために、独自の経営スタイルを敷いている。つまり、雇用の創出、世に必要な製品の開発という社会的な使命が出発点に社是とし、総合駆動技術の世界 NO.1 を目指すという明確な方針を打ち出して、そのためにいかに諸施策を実行するべきかを常に念頭に置いている。その手段として、当社は創業早期から M&A による成長戦略を取り、市場浸透→市場開発→事業開発→多角化と、着実にステップアップをしている。その結果、安定雇用、処遇の改善による従業員価値の創造、高収益・高株価の達成による株主価値の創造、地域支援やスポーツ振興による社会価値の創造に加えて、付加価値のある製品・サービスを顧客に提供するという顧客価値の創造にも繋がっている。以上、総合すれば、当社の戦略とビジョンが各価値の創造の軸となり、各価値間も有機的な繋がりを有し価値の創造に上手く寄与しているといえる。



4　戦略の評価と課題

日本電産の戦略を授業で習得した各フレームワークを通じて分析を行う

4.1　戦略資産

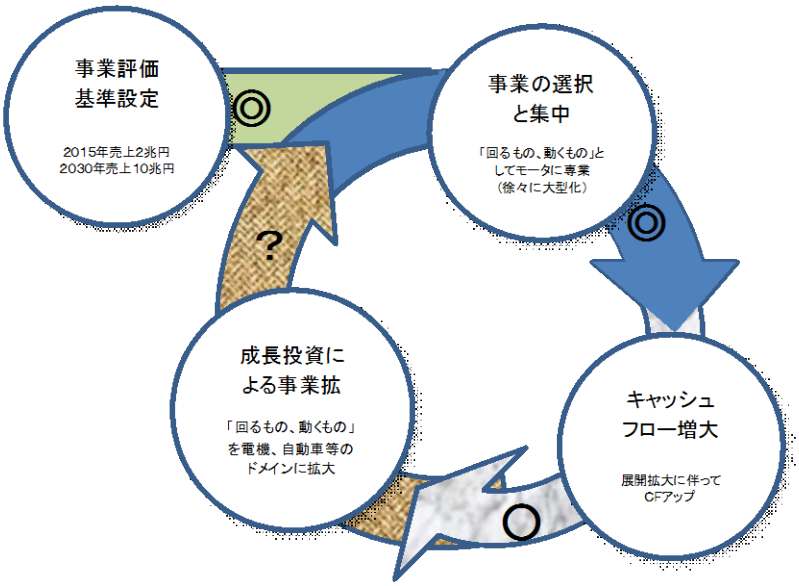


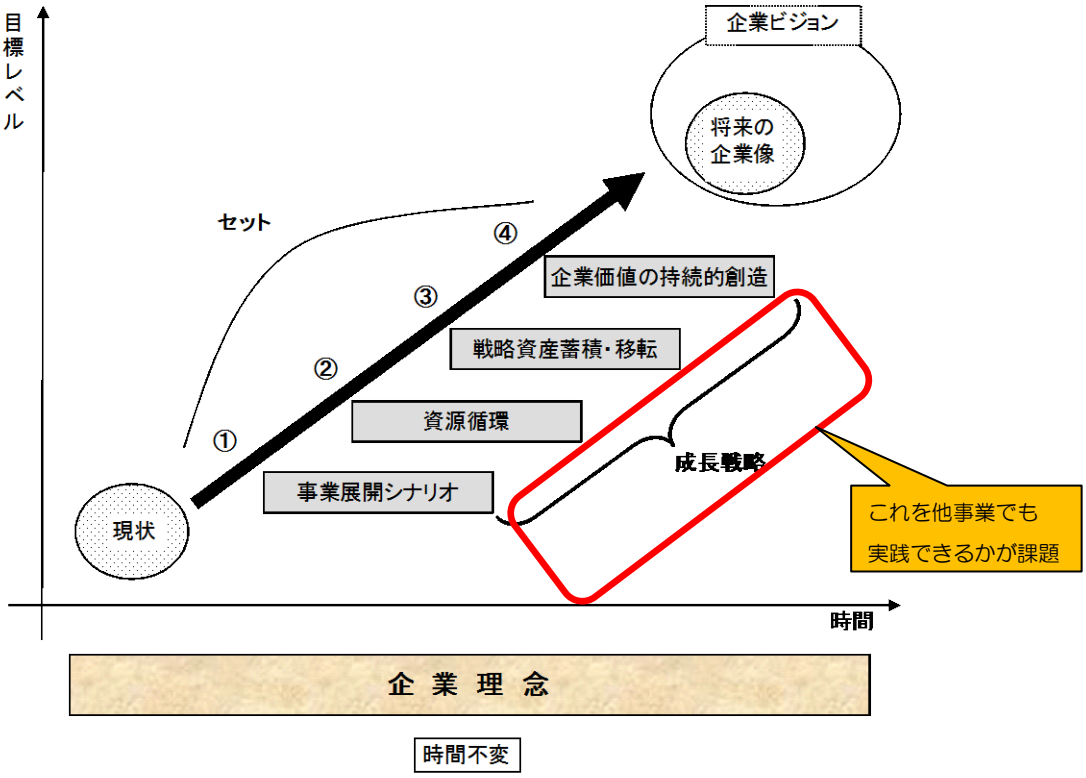
この図が示す通り、ブラシレス DC モータにおける静音性、制御性、省エネ性、小型化、薄型化、電磁ノイズレスの開発技術および生産技術が日本電産の中核技術である。これを国内外に商社任せにせず、自社の販売拠点により独自で顧客を開拓することにより、広い業種で当社の技術を活かせるような提案型営業が可能となり、顧客ニーズへの対応力とスピードの向上、豊富な品ぞろえをバックにした安定供給体制、価格に頼らない高付価値製品を適正価格で販売できる営業などの競争優位に繋がっている。

4.2　成長戦略

企業理念とビジョンでの分析の通り、日本電産の「世界一」を目指すビジョンは社是に表現されているような社会的な使命が出発点となっており企業理念にも明確に謳われているものであるが、「世界一」に至るまでの、時間軸と成長戦略の関連性について分析を行うことといしたい。日本電産はモータ事業の中でも小型ブラシレス DC モータにおいて世界でも圧倒的な優位性を持ち、そこで獲得したキャッシュを、海外製造拠点の拡大、M&A によるモータ全般の事業拡充のならびに要素技術獲得を目的とした関連分野（精密金型技術、精密計測技術、金属加工技術）を手掛ける企業のグループ内への取り込みを図っている。これは既述の通り、小型モータ専業から自動車、電機等の中型、大型モータも手掛ける総合モータ業への当社の志向の顕れであるといえるが、換言すれば、キャッシュフローを企業価値創造につなげるために資金循環サイクルを回している状況そのものといえ、これま

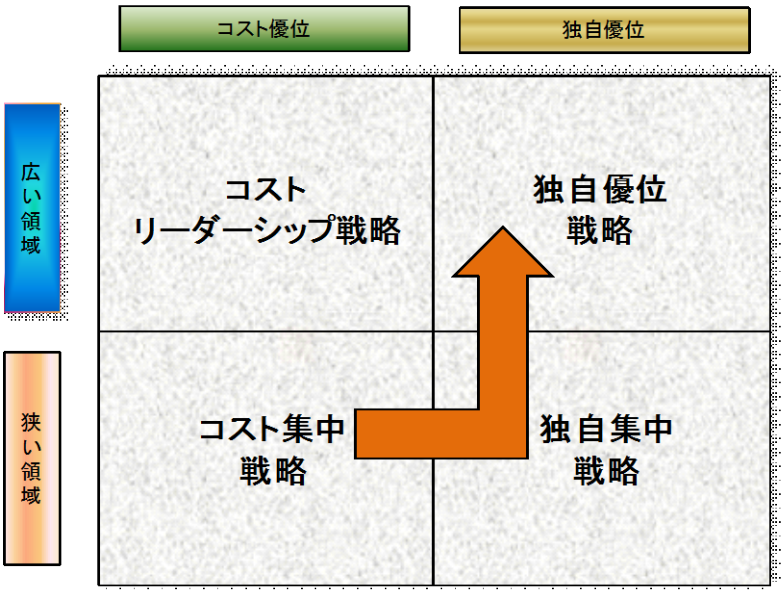
ではこのサイクルが有機的に回転していたといえる。今後においては、この過程が小型モータのみならずその他の事業における競争優位源泉の蓄積に上手く繋がり、持続的な企業価値創造に繋がり、成長路線を持続することができるか否かが日本電産の課題といえる。





4.3　競争戦略

企業成長マトリックスと M&A 戦略の関係において述べたように、日本電産の事業分野は特定分野に集中・特化しており、モータすべてを手掛けるといった全方位的な戦略を取っているわけではなく、競争戦略上で指すところの「狭い領域」を事業領域としていると言える。そのビジネスは、ユニークな優位性によりさまざまな価値を、顧客を始めとしてステークホルダーに提供している。具体的には M&A による要素技術の取り込みによる関連製品の内製化、顧客の近接地での自主自前の開発・製造・販売による対応力の強化、DC ブラシレスモータの適用商品の拡大営業、積極的な中途採用による人材のダイバーシティ化、3Q6S の全社的な取組などが挙げられよう。日本電産は低価格によるコスト優位戦略ではなく、高価格高性能の商品で勝負し、独自の経営スタイルの貫徹により他社に模倣されにくい競争力を体得することができていると言えよう。



5　戦略策定

5.1　日本電産の課題の抽出

戦略の策定に際して、これまで行った経営指標分析、企業価値分析、企業環境分析、事業環境分析、戦略分析を通じた、日本電産の課題を整理すると、以下の通りとなる。

	課題	課題の内容
課題 1	成長性	日本電産の明言する「2030 年売上高 30 兆円」を達成するには、モータ分野にとらわれず、M&A を加速することが必要。中期的には「2015 年売上高 2 兆円」の目標もあり、これまでのスピード感では達成は不可能。

課題２	マネジメント	成長拡大路線に邁進することによる組織内部のコントロールの問題。企業文化も違う他社を M&A によりグループ化することによる多様性がグループ内のマネジメントの混乱を招きかねない。
課題３	経営者人材	永守社長の後継者の育成。日本電産が、株価、マネジメント、戦略のディシジョン、危機対応等、あらゆる面において永守社長の手腕に依存し過ぎていることは否めない。

これら３つについては、課題２および課題３については体制面の問題であり、本レポートによる定量分析ならびに定性分析の対象にはそぐわないことから今回は検討しない。よって課題１の成長性について分析を行う。

5.2　戦略の立案

日本電産の課題の抽出を踏まえ、日本電産が採るべき戦略として、以下について戦略立案を行う。

小型モータブラシ付きモーターの世界トップである
マブチモーター株式会社を M&A で買収する

M&A に際しては、独占禁止法第２条第７項に定める以下の「独占的状態」である場合は、公正取引委員会上の審査が行われ、審決によって独占的状態であると認められると、事業の一部上とその他を内容とする競争回復措置の命令が出されることになる。

① 市場占拠率が１社 50%超または２社 75%超であること
② 当該事業分野への新規参入が著しく困難であること
③ 相当期間に渡り価格の上昇が著しいか、その低下が僅少で、かつ過大な利益が上げられ、または過大な販売費・一般管理費が支出されていること

マブチモーター買収については、マブチモーターが特定事業で相当程度の市場シェア（小型のブラシ付モーターで世界シェアの５割を以上を占めると言われている）を保有しているため、公正取引委員会での審査が必要になる可能性があるが、本立案は財務分析、企業価値分析を通じて戦略の有意性を検討するものであり、当該審査の可能性については検討を行わない。また、マブチモーターの企業価値については、単純に発行済株式数と株価を架けた時価総額においても 2010 年３月末時点で 2000 億円程度あり、日本電産の資産規模、現預金の余力から言えば、相当に高額な M&A となる。これまでの日本電産の M&A は、倒産寸前の企業の救済型 M&A が多くその場合はディスカウントプライスでの買収が可能であった。今年 10 月に買収した米国のエマソン・エレクトリックのモーター事業の

買収価格は推定600億円であり、日本電産にとってかなりの大型買収案件となる。前述の経営指標分析の通り、日本電産の投資案件はキャッシュフローの金額範囲内で収めたサイズのものがほとんどであり、金額的には相当にチャレンジングな案件となる。加えて、後で示すように、マブチモーターの直近2009年12月期の経営指標ベースでの分析においては、投下資本に適合した収益が計上できていないことから、EVAもマイナスとなっており、買収対象先として企業価値的にもネガティブな要素を含有していることは否めない。しかしながら、日本電産の「総合駆動技術世界NO.1」「2030年売上高30兆円」を達成するには、小型モーターにおける世界シェア50%超を占有するガリバー的存在となっているマブチモーターを買収することは、取り得る戦略のひとつであることは明確であることから、分析レポートの立場からあえて取り上げることとした。

マブチモーター株式会社の会社概要

社名	マブチモーター株式会社（英文商号　Mabuchi Motor Co.Ltd.）
所在地	千葉県松戸市松飛台430番地
設立年月日	1954（昭和29）年1月18日
事業内容	小型モータの製造・販売
資本金	207億481万円
発行済株式	43,775,881株（2009年12月末現在）
株式上場	東証一部
決算期	12月31日
代表者	代表取締役会長　馬渕　隆一　代表取締役社長　亀井　慎二
従業員数	単独751人（2010年6月末現在）
	連結42,228人（2010年6月末現在）
売上高	単独　44,096百万円（2009年12月期）
	連結　70,369百万円（2009年12月期）
連結子会社	18社

5.3　戦略の財務シミュレーション

5.3.1 日本電産のベースケースのシミュレーション

財務シミュレーションの実施に先立ちベースケースの設定を行う。日本電産のベースケースに関する数値の予測期間ならびに前提条件を以下に示す。

【予測期間】

2010年度から2015年度までの6年間とする（2009年度は実績）。

【主要な前提条件】

○売上高は、過去5年の平均4.8%と同じ年率で成長すると仮定する。

○売上原価比率は、毎年0.2ポイントずつ改善（減少）すると仮定する。

○販売・管理費は、2010 年度以降、2009 年度実績から一定と仮定する。

○資本支出ならびに減価償却費は､2010 年度以降､2009 年度実績から一定と仮定する。

○実行税率は 40.69%と仮定する。

○WACC は、2010 年度以降、2009 年度実績（1.4 企業価値分析にて算出した 6.6%）から一定と仮定する。

財務シミュレーションの結果は以下の通りとなる。

	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	過去5年の平均4.8%と同じ仮定	587,459	615,657	645,209	676,179	708,635	742,650	778,297
売上原価比率	毎年0.2%ずつ改善と仮定	74.3%	74.1%	73.9%	73.7%	73.5%	73.3%	73.1%
売上原価		436,337	456,202	476,809	498,344	520,847	544,362	568,935
販売・管理費比率	一定と仮定	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
販売・管理費		72,780	76,341	80,006	83,846	87,871	92,089	96,509
営業利益		78,342	83,114	88,394	93,989	99,918	106,199	112,853
資本支出	一定と仮定	35,975	35,975	35,975	35,975	35,975	35,975	35,975
減価償却費	一定と仮定	29,185	29,185	29,185	29,185	29,185	29,185	29,185
投下資本	前年投下資本+前年NOPLAT+資本支出－減価償却	520,240	573,495	629,579	688,796	751,330	817,381	887,158
NOPLAT	営業利益×（1-実行税率40.69%）	46,465	49,295	52,426	55,745	59,261	62,987	66,933
ROIC	NOPLAT/投下資本	8.9%	8.6%	8.3%	8.1%	7.9%	7.7%	7.5%
営業CF	NOPLAT+減価償却	75,650	78,480	81,611	84,930	88,446	92,172	96,118
営業CFマージン		12.9%	12.7%	12.6%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%
FCF	営業CF－資本支出	39,675	42,505	45,636	48,955	52,471	56,197	60,143
WACC	一定と仮定	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
EVA	NOPLAT-投下資本×WACC	12,875	11,719	11,175	10,614	10,033	9,431	8,805

5.3.2 マブチモーターのベースケースのシミュレーション

次に、マブチモーターのベースケースに関する数値の予測期間ならびに前提条件を以下に示す。

【予測期間】

2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績）。

【主要な前提条件】

○売上高は、2010 年度当社予想の 3%と同じ年率で成長すると仮定する。

○売上原価比率は、毎年 0.2 ポイントずつ改善（減少）すると仮定する。

○販売・管理費は、2010 年度以降、2009 年度実績から一定と仮定する。

○資本支出ならびに減価償却費は､2010 年度以降､2009 年度実績から一定と仮定する。

○実行税率は 40.69%と仮定する。

○WACC は、2010 年度以降、2009 年度実績から一定と仮定する。

なお､マブチモーターの 2009 年度の財務指標および企業価値指標等は以下の通りとなる。

B/S P/L計数

	単位：百万円
	2009年 12月期
流動資産	113,169
固定資産	77,191
流動負債	9,982
固定負債	2,067
負債合計	12,049
資本合計	193,895
資本金	20,704
資本剰余金	20,419
利益剰余金	216,230
資産・負債/資本	192,362
売上高	70,369
売上原価	51,805
(売上総利益)	18,564
営業利益	3,019
経常利益（税引前利益）	5,424
当期純利益	5,450

従業員数	38,251
発行済株式数(千株)	43,875
期中平均株式数(千株)	43,875
株価(決算日終値)	4,580
営業CF (1)	10,708
投資CF (2)	-1,630
財務 (4)	-3,927
キャッシュバランス(期	56,687
法定実効税率	40.69%
10年物国債応募者利回り	1.359%
対指数β値	0.852
リスクプレミアム	5.00%

経済付加価値（EVA）

項目		2009年 12月期
有利子負債	(百万円)	0
期中平均有利子負債	(百万円)	0
負債利子	(百万円)	0
負債利子率	(%)	0.00%
無リスク利子率	(%)	1.36%
リスクプレミアム	(%)	5.00%
β(ベータ)		0.852
株主資本コスト	(%)	5.62%
株主資本の時価	(百万円)	201
投下資本①	(百万円)	201
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	5.62%
投下資本②	(百万円)	193,895
資本コスト	(百万円)	10,895
税引後事業利益	(百万円)	2,431
経済付加価値(EVA)	(百万円)	-8,464

投下資本利益率（ROIC）

項目		2009年 12月期
有利子負債	(百万円)	0
自己資本（簿価）	(百万円)	193,895
投下資本（簿価）	(百万円)	193,895
NOPLAT	(百万円)	1,791
営業利益	(百万円)	3,019
法定実行税率	(%)	40.69%
投下資本利益率（ROIC）	(%)	0.92%

財務シミュレーションの結果は以下の通りとなる。

	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	2010年は当社予想、以降3%と仮定	70,369	81,000	83,430	85,933	88,511	91,166	93,901
売上原価比率	毎年0.2%ずつ改善と仮定	73.6%	73.4%	73.2%	73.0%	72.8%	72.6%	72.4%
売上原価		51,805	59,454	61,071	62,731	64,436	66,187	67,984
販売・管理費比率	一定と仮定	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
販売・管理費		15,544	17,901	18,438	18,991	19,561	20,148	20,752
営業利益		3,020	3,645	3,921	4,211	4,514	4,832	5,165
資本支出	一定と仮定	2,957	2,957	2,957	2,957	2,957	2,957	2,957
減価償却費	一定と仮定	4,031	4,031	4,031	4,031	4,031	4,031	4,031
投下資本	前年投下資本+前年NOPLAT+資本支出－減価償却	193,895	194,612	195,700	196,952	198,375	199,978	201,770
NOPLAT	営業利益×（1-実行税率40.69%）	1,791	2,162	2,326	2,497	2,677	2,866	3,063
ROIC	NOPLAT/投下資本	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%
営業CF	NOPLAT+減価償却	5,822	6,193	6,357	6,528	6,708	6,897	7,094
営業CFマージン		8.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
FCF	営業CF－資本支出	2,865	3,236	3,400	3,571	3,751	3,940	4,137
WACC	一定と仮定	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
EVA	NOPLAT-投下資本×WACC	-8,464	-8,791	-8,688	-8,587	-8,487	-8,389	-8,293

5.3.3 マブチモーター子会社化の財務シミュレーション

日本電産によるマブチモーターの子会社化に関する数値の予測期間ならびに前提条件を以下に示す。

【予測期間】

2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績）。

【主要な前提条件】

○売上高は、2011 年度以降、シナジー効果（マブチモーター取引先への日本電産の高性能なブラシレスモーターへの置き換えならびに汎用品で十分とする日本電産取引先（主として海外取引先）へのマブチモーター製の汎用モーターの拡販）により年率 3%増加すると仮定する。
○売上原価比率は、ベースケースを売上高に応じて加重平均し、2010 年度以降シナジー効果（両社の効率的な製造プロセスの相互取り入れ）により、毎年 0.4 ポイントずつ改善（減少）すると仮定する。
○販売・管理費比率は、ベースケースを売上高に応じて加重平均し、2011 年度以降シナジー効果(マブチモーターの高コスト体系を全廃し日本電産化を強力に進める)により、2010 年度以降毎年 0.2 ポイントずつ改善（減少）し、最終の 2015 年度には日本電産と同水準に至ると仮定する。
○資本支出ならびに減価償却費は､2010 年度以降､2009 年度実績から一定と仮定する。
○実行税率は 40.69%と仮定する。
○WACC は、ベースケースを売上高に応じて加重平均する。
以上の条件で、2010 年度から 2015 年度までの EVA を算出した。

	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高（単純合計）	二社合計	657,828	696,657	728,639	762,111	797,146	833,816	872,198
売上高増加分	2011年度以降、シナジーにより3%増加と仮定			21,859	22,863	23,914	25,014	26,166
売上高（シナジー後）		657,828	696,657	750,498	784,975	821,060	858,830	898,364
売上原価比率	2009年二社売上高に応じた加重平均→シナジーで毎年0.4%改善	74.2%	73.8%	73.4%	73.0%	72.6%	72.2%	71.8%
売上原価		488,142	514,133	550,865	573,032	596,090	620,075	645,025
販売・管理費比率	2009年二社売上高に応じた加重平均→2015年電産単体に並ぶ	13.4%	13.2%	13.0%	12.8%	12.6%	12.4%	12.4%
販売・管理費		88,324	91,959	97,565	100,477	103,454	106,495	111,397
営業利益		81,362	90,565	102,068	111,466	121,517	132,260	141,942
資本支出	二社合計	38,932	38,932	38,932	38,932	38,932	38,932	38,932
減価償却費	二社合計	33,216	33,216	33,216	33,216	33,216	33,216	33,216
投下資本	前年投下資本+前年NOPLAT+資本支出－減価償却	714,135	768,107	827,537	893,789	965,616	1,043,404	1,127,563
NOPLAT	営業利益×（1-実行税率40.69%）	48,256	53,714	60,536	66,111	72,072	78,443	84,186
ROIC	NOPLAT/投下資本	6.8%	7.0%	7.3%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
営業CF	NOPLAT+減価償却	81,472	86,930	93,752	99,327	105,288	111,659	117,402
営業CFマージン		12.4%	12.5%	12.9%	13.0%	13.2%	13.4%	13.5%
FCF	営業CF－資本支出	42,540	47,998	54,820	60,395	66,356	72,727	78,470
WACC	二社の売上高に応じた加重平均	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
EVA	NOPLAT-投下資本×WACC	2,171	4,146	7,133	8,432	9,758	11,110	11,421

シナジー効果として「売上高の成長率を 2 社合計から年率 3%増加」「売上原価を 2 社加重平均から毎年 0.4 ポイントずつ改善」「販売・管理費比率を 2 社加重平均から毎年 0.2 ポイントずつ改善」と仮定した。いずれのケースも両社のベースケースの EVA を単純平均したものと比較して高い EVA を得ることとなり、マブチモーターにとっては言うに及ばず、日本電産にとっても 2014 年度からは日本電産スタンドアローンと比較しても高い EVA を獲得できることになり、これらの仮定のもとにおいては、財務的にも効果的であると考えられる。

5.4　戦略策定に対する評価

本戦略においては、これまで日本電産が経験したことのない規模である M&A 案件を検討し、財務的には効果的であることが判明した。ただし、買収後のいずれのシナジー効果も仮定の設定である。マブチモーターの現状のスタンドアローンにおける B/S 上の指標は良

好（無借金による高い自己資本比率等）ではあるが、低資本効率（5 期連続 EVA がマイナス、ROIC の落ち込み)、下方トレンドが続く営業利益率など課題も多く、買収後に日本電産流の低コスト経営、拡販施策にマブチモーターがいかに適合するかに、シナジーの成否がかかってくるといえる。とは言え、繰り返しになるが、「総合駆動技術世界 NO.1」「2030 年売上高 30 兆円」に向けては、日本電産としては並々ならぬ取組みが不可欠であり、小型モーターにおける世界シェア 50%超を占有するマブチモーターの買収も一つの選択肢であることは確実である。

以上

付属資料３：企業戦略分析
（出所：金丸　徳敬　「経営戦略応用研究 II　期末レポート　アステラス製薬株式会社」2006 年 11 月 20 日）

アステラス製薬株式会社(2006)

1　当該企業の事業内容と業績

1.1　事業内容

2005 年 4 月に旧山之内製薬と旧藤沢薬品とが合併し、当社「アステラス製薬株式会社」が発足した。事業は医療用医薬品事業に特化した医薬品の製造･販売、輸出入などである。従業員は、連結で約 15,000 名。事業エリアは日本・北米・欧州・アジアにおいて医療用医薬品の研究開発・生産・販売を中心に事業展開をしている。海外売上高比率では、2005 年度で北米・欧州を中心に海外比率 45.3%を占めている。主力領域は、泌尿器・免疫・感染症・消化器・循環器・中枢神経領域を中心に幅広い領域の患者さんに医薬品を提供している。

当社の主要製品のローバル製品は、全て自社開発品であり、北米・欧州においても販売されている製品である。一方、国内主力製品は、自社開発品とともに、領域でのラインアップ不足分を導入品によって補完販売している。「リピトール」「ミカルディス」といった国内売上構成比上位品は導入品である。海外では販売力が弱いため「製品力」で販売提携会社を活用しながら売上最大化を図り、国内では「販売力」が強いため、弱い外資メーカーからの導入品を扱うことが出来ている。海外での売上最大化を目指すためには「有用性の高い自社開発品」が必要であり、国内においては導入品を獲得するためには「資金」と「強い販売力」が不可欠となっている。

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年間の推移

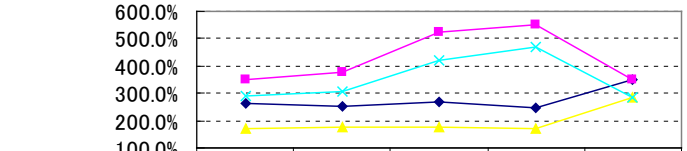
旧山之内製薬は、国内での「ガスター」「ハルナール」といった主力自社製品の売上高伸び鈍化を、導入品の「リピトール」「ミカルディス」によって伸びを補完している状態であった。また、欧州での売上高伸長も全社には貢献している。一方で、医療用医薬品事業に特化するために、2004 年にコンシューマー事業を営業譲渡したことにより 2005 年の売上高は減少している。旧藤沢薬品についても、統合に向けて「物流サービス事業」「在宅医療事業」「医療関連事業部」を営業譲渡している。また、2006 年 3 月には一般医薬品事業の「ゼファーマ」も第一三共に営業譲渡した。これらの一連の他事業撤退により、一時的に売上高は減少したものの、医療用医薬品事業への特化が明確に示されることとなった。

1.2.2 過去５カ年間業績推移の財務諸表分析

2005 年 4 月に旧山之内製薬と旧藤沢薬品が合併し、アステラス製薬が発足している。業績推移については、2006 年 3 月期はアステラス製薬の財務データとなっている。

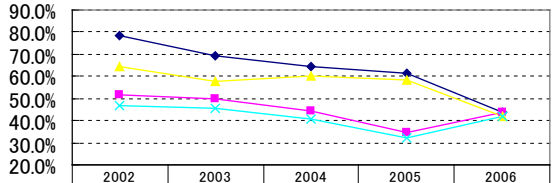
(1) 安全性

流動比率・当座比率　＊2006.3：アステラス製薬データ



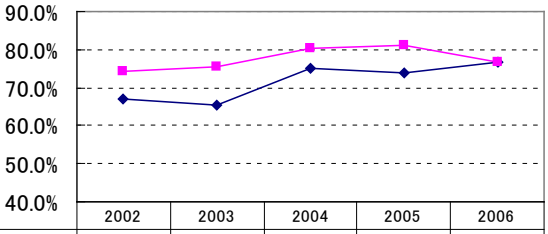
	2002	2003	2004	2005	2006
流動比率 旧藤沢	260.9%	254.3%	271.1%	244.9%	349.9%
流動比率 旧山之内	352.7%	378.7%	525.7%	550.4%	349.9%
当座比率 旧藤沢	170.1%	176.4%	176.1%	169.2%	283.2%
当座比率 旧山之内	291.4%	308.4%	422.6%	466.9%	283.2%

固定比率・固定長期適合比率　＊2006.3：アステラス製薬データ



	2002	2003	2004	2005	2006
固定比率 旧藤沢	78.4%	69.1%	64.6%	61.5%	43.9%
固定比率 旧山之内	51.9%	50.0%	44.6%	34.5%	43.9%
固定長期適合比率 旧藤沢	64.5%	57.9%	60.1%	58.3%	41.6%
固定長期適合比率 旧山之内	46.8%	45.3%	41.0%	32.3%	41.6%

自己資本比率　＊2006.3：アステラス製薬データ



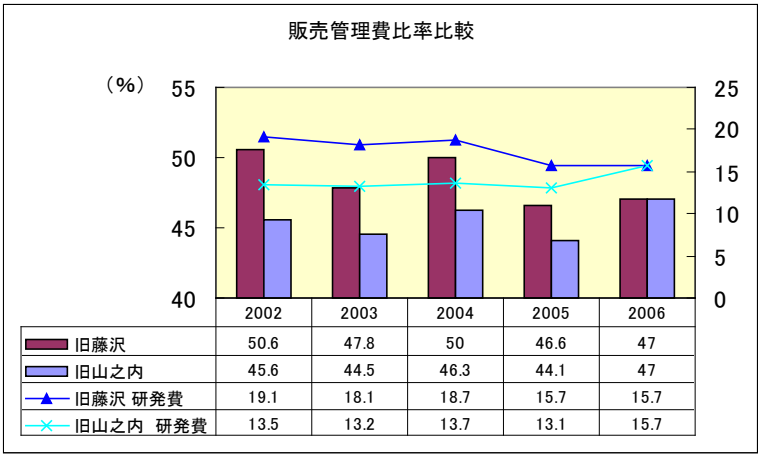
	2002	2003	2004	2005	2006
自己資本比率 旧藤沢	67.0%	65.6%	75.2%	73.7%	76.8%
自己資本比率 旧山之内	74.3%	75.6%	80.4%	81.2%	76.8%

流動資産・当座資産は、旧山之内は 2004 年に栄養補給食品及びパーソナルケア製品事業並びに食品・花弁事業（以下コンシューマー事業とする）に携わる子会社株式売却に 370 億、投資有価証券の売却により 104 億の資金を取得したため、大きく改善している。固定比率については、旧藤沢は一貫して減少傾向を示している。売上高は、一貫して増加傾向を示している。一方で、固定資産はほぼ横ばいで推移している。固定資産の中身を見てみると、有形固定資産は工場の統廃合などにより一貫して減少傾向を示しているが、導入品の技術使用権などの無形固定資産が増加傾向となっている。旧山之内は前年度の事業売却に伴い固定資産を 670 億減少させたことにより、固定比率 34.5%まで大幅に改善させている。自己資本比率については、旧藤沢では 2004 年に利益剰余金積み立てによる自己資本増により前年度比 9.6%増の 75.2%まで改善している。2005 年は、有価証券を約 300 億増加したことなどにより総資本が自己資本の増加を上回り前年度比 1.5%減少している。旧山之内は、総資本と自己資本ともに一貫して増加させている。総資本の内容を見てみると、固定資産は一貫して減少させているが、現金・預金の一貫した増加により流動資産が増加している。自己資本は、利益剰余金の一貫した積み上げにより増加しており、総資本の増加幅を上回っているため、自己資本比率は一貫して増加し 2005 年には 81.2%となっている。旧藤沢と旧山之内の安全性指標を比較すると、全ての指標で旧山之内が上回っている。特に、当座比率が 400%台と極めて高く、負債ではなく自己資金（キャッシュ）により支出を賄っていることがわかる。統合後の手元流動性は、6,200 億となっている。ちなみに、武田薬品は過去

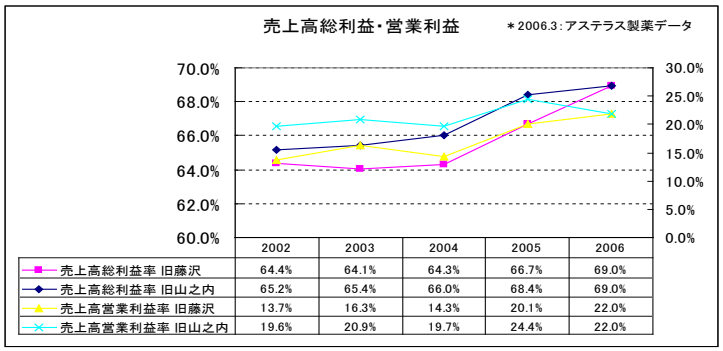
3 年で急激に有価証券としての内部留保をおこなっており手元流動性は約 2 兆円となっている。統合後の安全性指標からも安全性は極めて高いが、一方で手元流動性が高すぎると買収標的リスクが高まるため、有効な活用が課題となる。

(2) 収益性

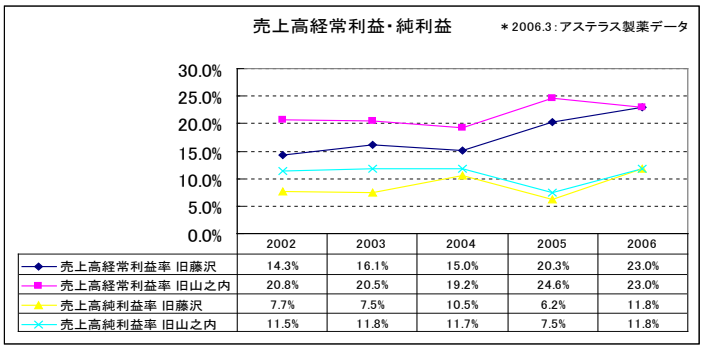
収益性については、旧山之内が全ての指標で上回っている。製造原価・販売費一般管理費で約 4%差が出ている。差の要因は、販管費に含まれる研究開発費に対して旧藤沢薬品が旧山之内よりも約 5%多くの売上高比率を投じていたためである。売上高の差は、「リピトール」「ミカルディス」という高脂血症・高血圧での有用な導入品を販売していたことによる。上記２製剤で年間 1,000 億の売上高を国内で獲得した。売上高総利益は、製造原価率の増減が大きく影響している。旧山之内の製造原価は、旧藤沢と比較して労務費比率は生産分社化し



	2002	2003	2004	2005	2006
旧藤沢	50.6	47.8	50	46.6	47
旧山之内	45.6	44.5	46.3	44.1	47
旧藤沢 研発費	19.1	18.1	18.7	15.7	15.7
旧山之内 研発費	13.5	13.2	13.7	13.1	15.7



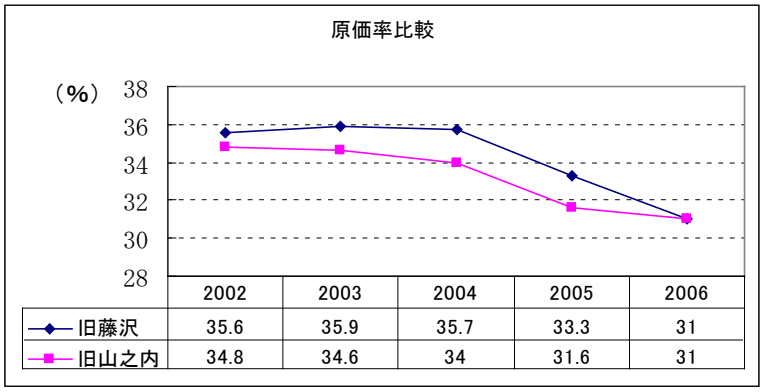
	2002	2003	2004	2005	2006
売上高総利益率 旧藤沢	64.4%	64.1%	64.3%	66.7%	69.0%
売上高総利益率 旧山之内	65.2%	65.4%	66.0%	68.4%	69.0%
売上高営業利益率 旧藤沢	13.7%	16.3%	14.3%	20.1%	22.0%
売上高営業利益率 旧山之内	19.6%	20.9%	19.7%	24.4%	22.0%



	2002	2003	2004	2005	2006
売上高経常利益率 旧藤沢	14.3%	16.1%	15.0%	20.3%	23.0%
売上高経常利益率 旧山之内	20.8%	20.5%	19.2%	24.6%	23.0%
売上高純利益率 旧藤沢	7.7%	7.5%	10.5%	6.2%	11.8%
売上高純利益率 旧山之内	11.5%	11.8%	11.7%	7.5%	11.8%

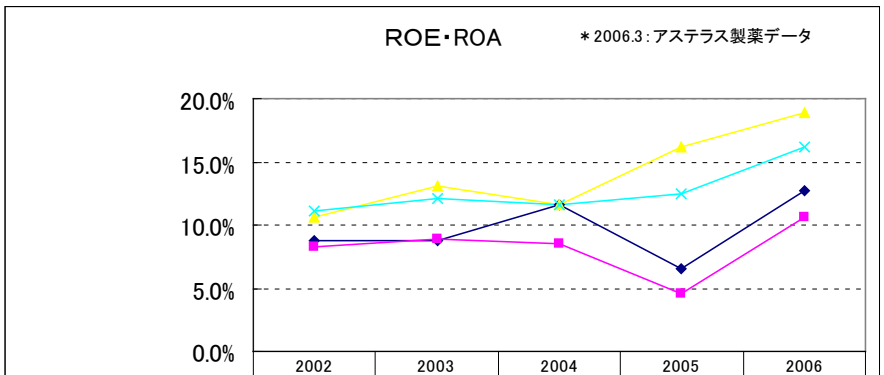
ていないため高い。一方で自社製品売上高構成比の低さなどにより原材料費比率は低くなっており、1.2～1.7%低くなっている。当社の統合後連結原価率は 31%と改善しているものの、自社製品売上高構成比の高い小野薬品、エーザイ、武田薬品はそれぞれ 14.7%, 17.4%, 23.3%となっている。原価低減努力は継続して行いながら、抜本的は改善は自社製品売上高構成比を高める以外に方法は無い。売上高営業利益率は、販管費の増減が大きく影響している。一般的に医療用医薬品企業においては売上高比率 15～18%の研究開発費を販売管理費として計上している。旧藤沢と旧山之内との販管費比率を比較すると、旧山之内が 3～5%程低値となっている。売上高研究開発費比率を見てみると、旧藤沢が 18%台であるのに対して、旧山之内は 13%台で推移している。また、単体の販管費の内訳を見てみると、「給与・賞与・手当」の項目が旧藤沢の方が多いことが分かる。また、2005 年従業員状況をみると平均年収で旧藤沢が約 50 万円上回っていることが分かる。よって、

旧藤沢の方が、人件費が高いことがかる。要因は、非組合員の比率が高いこと、人事評価制度が異なることなどが推測される。以上のことから、販管費比率の差は研究開発比率・人件費比率の差であるといえる。研究開発費自体は、旧山之内は 600 億前後であるのに対して、旧藤沢の 500 億前後よりも多くなっている。売上高の規模の差が、研究開発費への投資額にも影響していることがわかる。開発段階の候補品が増えれば開発費は増加し、売上高の規模を問わず一定規模の支出が必要となる。しかし、売上高比率が 20%を超過すれば、営業利益に大きく影響することになるため、一定規模の研究開発費を捻出するだけの売上高が必要となってくることがわかる。



	2002	2003	2004	2005	2006
旧藤沢	35.6	35.9	35.7	33.3	31
旧山之内	34.8	34.6	34	31.6	31

当期純利益は事業譲渡・早期退職金などの合併関連費用による特別利益・特別損失の増減の影響を大きく受けている。要因について以下に示す。旧藤沢については、2003 年は、特別利益はドイツ子会社の抗がん剤事業売却益として約 47 億計上、特別損失としては国内基盤強化策として 147 億、投資有価証券評価損として 68 億、合計約 215 億計上している。2004 年は特別利益として厚生年金代行部分返上益が 139 億、食品事業洗浄事業売却益・固定資産売却益などにより 21 億を計上。特別損失は、米国化成品事業撤退損失・一般大衆薬事業移管費用・台湾工場閉鎖費用などにより 63 億を計上している。2005 年には特別損失を 394 億計上している。内容は、早期退職者並びに関係会社への転籍者に対する割増退職金、在宅医療事業撤退関係費用、海外子会社合併関連費用、国内子会社経営効率化費用、IT 関連費用、物流関連施設譲渡損などとなっている。アステラス製薬初年度（2006 年）は、特別損失として合併による事業統合費用の 212 億（特別退職金等 39 億含む）、有形・固定資産減損損失 86 億を計上している（有価証券については時価または実質価額が 30%下落した場合、評価損を計上）。

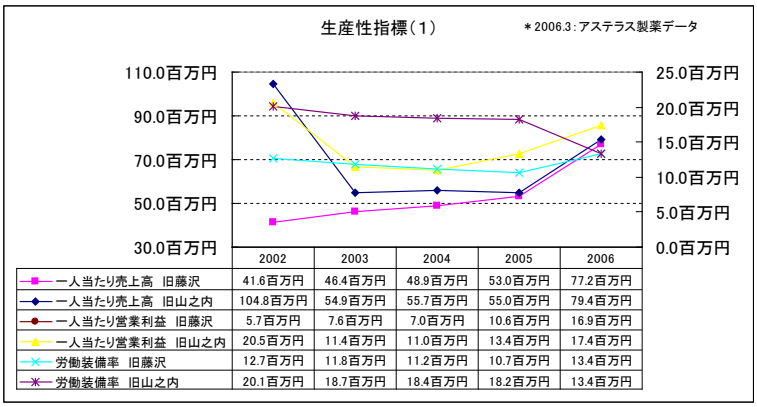


	2002	2003	2004	2005	2006
自己資本純利益率（ROE）旧藤沢	8.8%	8.8%	11.7%	6.6%	12.7%
自己資本純利益率（ROE）旧山之内	8.3%	8.9%	8.6%	4.6%	10.6%
使用総資本事業利益率（ROA）旧藤沢	10.6%	13.1%	11.7%	16.2%	18.9%
使用総資本事業利益率（ROA）旧山之内	11.1%	12.1%	11.6%	12.5%	16.2%

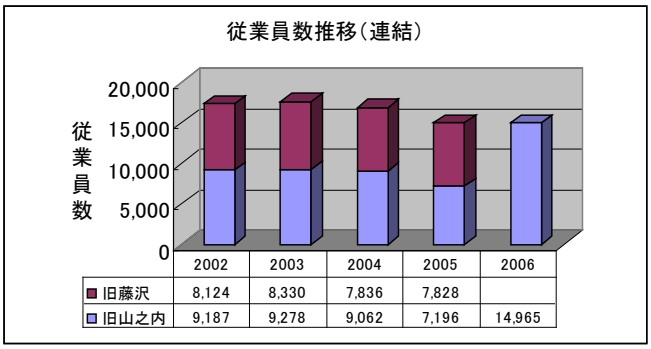
ROE・ROA の算出については、期中平均値データを使用しているため、2006 年のデータは旧藤沢と旧山之内で異なっている。旧藤沢薬品の当期純利益は、売上増減と特別損失増減の影響を受けている。売上高は過去 4 年間一貫して増加している。2004 年は、特別損失は前年度の 215 億より減少した 63 億となったため当期純利益は前年度 130 億増の 414 億となっている。2005 年は、特別早期退職金・事業撤退費用・IT 関連費用など統合関連費用により特別損失として 394 億を計上したことなどにより、当期純利益は 258 億となっている。ROE は、8%台で推移していたが 2004 年には当期純利益増かを上回り利益剰余金増加させたため 11.7%に大幅改善している。2005 年は、分母の自己資本が一貫した利益剰余金積立により増加し、分子の当期純利益が特別損失の影響により減少したため 6.6%となっている。旧山之内の売上高は、2002 年より 3 年間は一貫して微増傾向を示していたが 2005 年に、△700 億の大幅減となっている。要因は、前年度コンシューマー事業譲渡による売上減少である。当期純利益に関しては、2004 年まで一貫して増加している。2005 年は、特別損失として 494 億を計上したため、前年度比 43.9%減の 337 億となっている。自己資本に関しては、利益剰余金を 400～500 億毎年積み立てているため一貫して増加させている。ROE は、当期純利益と自己資本とがほぼ同等の増加幅となっているため 2004 年まで 8%台で推移している。2005 年は、前年度事業売却による売上減少、統合関連費用として特別損失大幅計上により当期純利益が前年度比 43.9%減となってことにより 4.6%まで減少している。

売上高総利益率・営業利益率ともに、旧山之内が上回っており、競合他社と比較しても高収益であることがわかる。旧藤沢は、原価率（導入品売上高比率）・研究開発費率・人件費比率が旧山之内よりも高いため、結果的に収益性（営業利益率）を低下させている。一方、資本から創出される収益性に関しては、ROE・ROA ともに旧藤沢が上回っている。これは、旧山之内の利益剰余金が 6,400 億（2005 年）に対して、旧藤沢が 3,000 億となっており、当期純利益増加幅以上に利益剰余金積み立てにより自己資本を膨らんでいるためである。旧山之内は、リスクの有る投資よりもキャッシュの内部留保を優先していたため統合後の手元流動性（現金及び預金・有価証券）は 6,200 億となっている。安全性は極めて高い反面、投資機会の有効活用については課題が残る。

(3) 生産性



	2002	2003	2004	2005	2006
一人当たり売上高　旧藤沢	41.6百万円	46.4百万円	48.9百万円	53.0百万円	77.2百万円
一人当たり売上高　旧山之内	104.8百万円	54.9百万円	55.7百万円	55.0百万円	79.4百万円
一人当たり営業利益　旧藤沢	5.7百万円	7.6百万円	7.0百万円	10.6百万円	16.9百万円
一人当たり営業利益　旧山之内	20.5百万円	11.4百万円	11.0百万円	13.4百万円	17.4百万円
労働装備率　旧藤沢	12.7百万円	11.8百万円	11.2百万円	10.7百万円	13.4百万円
労働装備率　旧山之内	20.1百万円	18.7百万円	18.4百万円	18.2百万円	13.4百万円



	2002	2003	2004	2005	2006
旧藤沢	8,124	8,330	7,836	7,828	
旧山之内	9,187	9,278	9,062	7,196	14,965

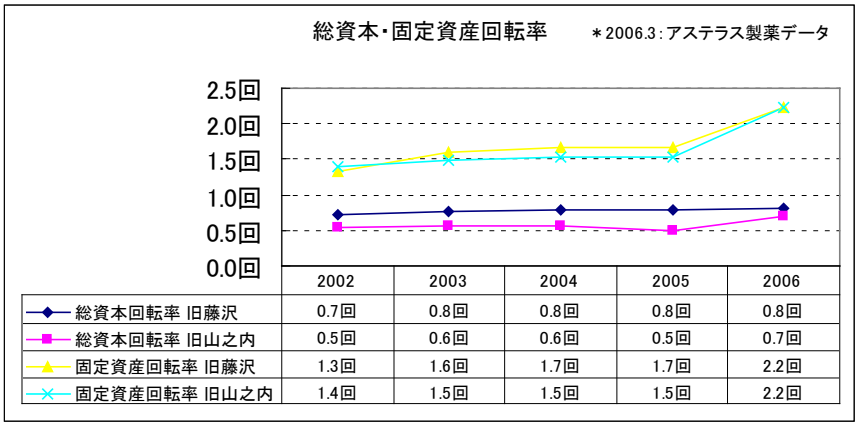
生産性については、従業員数の増減に大きな影響を受けている。特に、統合に向けて両社は事業譲渡・早期退職を行っており、2003 年より 3 年間で連結従業員数が約 2,600 名減少している。これは、両社で 14.8%人員を削減したことに相当する。よって、従業員一人当たりの生産性は全て改善している。

	指標	旧社名	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
生産性指標(2)(2006.3:アステラス製薬データ)	純付加価値額(注2)	旧藤沢	72,612百万円	70,310百万円	97,531百万円	76,500百万円	215,976百万円
		旧山之内	125,261百万円	140,684百万円	143,530百万円	118,819百万円	215,976百万円
	使用総資本投資効率	旧藤沢	17.2%	16.2%	21.8%	16.3%	22.8%
		旧山之内	16.7%	18.6%	18.6%	15.0%	19.6%
	売上高付加価値率	旧藤沢	32.5%	27.3%	36.9%	27.7%	37.5%
		旧山之内	39.3%	40.6%	41.6%	34.0%	37.5%
	労働分配率	旧藤沢	61.8%	68.0%	41.2%	44.8%	28.0%
		旧山之内	31.8%	30.4%	28.8%	35.9%	28.0%
	労働生産性	旧藤沢	15.0百万円	15.2百万円	26.8百万円	21.4百万円	33.9百万円
		旧山之内	30.9百万円	34.5百万円	35.1百万円	29.7百万円	33.9百万円
	自己資本分配率	旧藤沢	21.8%	19.4%	36.9%	41.8%	47.0%
		旧山之内	33.8%	41.4%	41.3%	36.1%	47.0%
	(注2)純付加価値＝人件費(注3)(製造原価明細書の労務費+販管費の人件費)+賃借料(該当なし)+税金(税効果後)+他人資本利子+税引後利益 (※純付加価値には減価償却費を含めない)						
	(注3)人件費＝製造原価明細書の労務費+販管費の人件費						

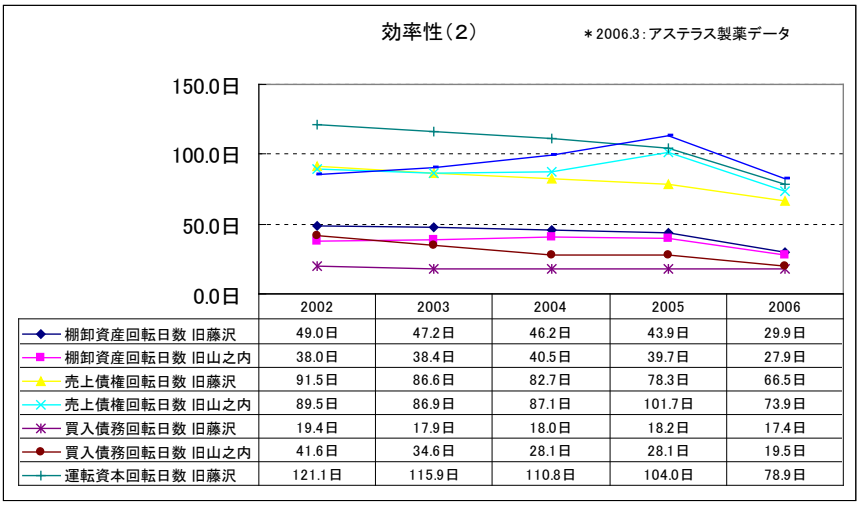
純付加価値額・売上高付加価値率の推移を見ると、「税引後利益」の差により旧山之内が大きく上回っている。2005 年の純付加価値額の減少は、「コンシューマー事業」譲渡によるものである。一方で、使用総資本投資効率は旧藤沢が上回っており、旧山之内は利益の内部留保額（手元流動性）が大きく、総資本を引き上げているため投資効率は低くなっている。利益の効果的活用が今後の課題である。労働生産性は、旧山之内の売上高が高いことから生産性も高くなっている。一方、労働分配率を見ると旧藤沢が上回っており、前述の人件費を考慮すると旧山之内の人件費を抑えていることが分かる。自己資本分配率についても、2005 年のコンシューマー事業譲渡により旧藤沢が旧山之内を上回っている。統合前後で、従業員数が両社で約 2,600 名減少したことにより、「従業員一人当たり生産性」は全て改善されている。一方で、純付加価値額関連の生産性を向上させるためには税引後利益増減の影響が大きいことから、更に営業利益増加させなくてはならない。

(4) 効率性

総資本回転率に関しては、同水準で推移している。固定資産回転率は、他事業の譲渡などにより固定資産が減少していることから 2.2 回まで改善している。棚卸資産・売上債権回転日数については、統合後短縮していることから売上小規模製品・両社で重複する領域の製品を販売移管したことにより在庫量削減・売上サイト短縮などが要因となっていると推測される。総じて効率性は改善しており問題ない。



	2002	2003	2004	2005	2006
総資本回転率 旧藤沢	0.7回	0.8回	0.8回	0.8回	0.8回
総資本回転率 旧山之内	0.5回	0.6回	0.6回	0.5回	0.7回
固定資産回転率 旧藤沢	1.3回	1.6回	1.7回	1.7回	2.2回
固定資産回転率 旧山之内	1.4回	1.5回	1.5回	1.5回	2.2回



	2002	2003	2004	2005	2006
棚卸資産回転日数 旧藤沢	49.0日	47.2日	46.2日	43.9日	29.9日
棚卸資産回転日数 旧山之内	38.0日	38.4日	40.5日	39.7日	27.9日
売上債権回転日数 旧藤沢	91.5日	86.6日	82.7日	78.3日	66.5日
売上債権回転日数 旧山之内	89.5日	86.9日	87.1日	101.7日	73.9日
買入債務回転日数 旧藤沢	19.4日	17.9日	18.0日	18.2日	17.4日
買入債務回転日数 旧山之内	41.6日	34.6日	28.1日	28.1日	19.5日
運転資本回転日数 旧藤沢	121.1日	115.9日	110.8日	104.0日	78.9日

(5) その他

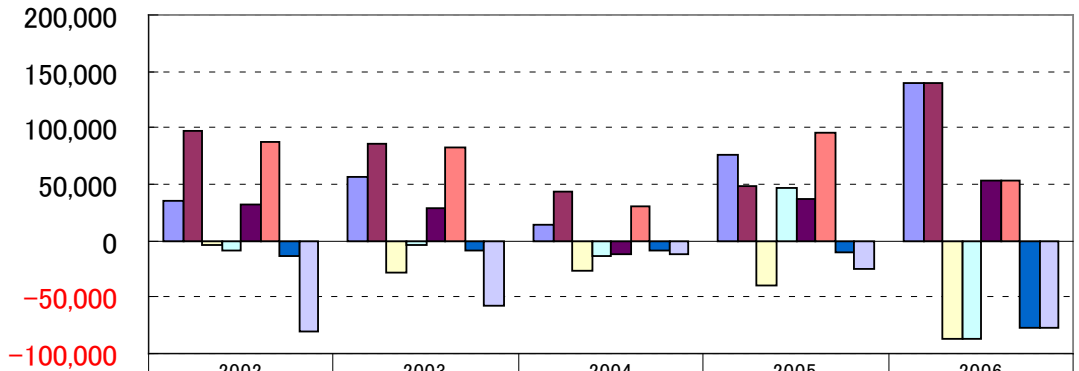
	指標	旧社名	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
その他の指標（2006.3：アステラス製薬データ）	1株あたり純資産額	旧藤沢	974円	1,016円	1,139円	1,230円	2,674円
		旧山之内	4,213円	2,147円	2,142円	2,052円	2,600円
	1株あたり純利益(EPS)	旧藤沢	80円	87円	126円	77円	228円
		旧山之内	349円	189円	177円	93円	222円
	株価収益率（PER）	旧藤沢	35倍	28倍	20倍	32倍	20倍
		旧山之内	9倍	16倍	20倍	39倍	20倍
	株価純資産比率（PBR）	旧藤沢	2.9 倍	2.3 倍	2.2 倍	2.1 倍	2.1 倍
		旧山之内	1.5 倍	1.4 倍	1.8 倍	1.8 倍	2.1 倍

2005 年時の発行済株式数を見てみると、旧藤沢が総株式数の約 10%に相当する 3 千株旧山之内よりも株式数が少ない。旧山之内は、2004 年に増資により 4 千 5 百万株発行済株式数を増加させている。自己資本に関しては、両社とも利益剰余金を積み立てているため一貫して増加している。1 株あたり純資産額は、旧藤沢は自己資本増加により増加傾向となっている。一方、旧山之内の自己資本は増加しているものの株式数が増加しているため横ばいとなっている。2006 年の当期純利益は、統合関連費用による特別損失が前年よりも減少したため単純合計した前年比 74%増収となっている。よって、2006 年の 1 株当たり純利益（EPS）は 222 円まで大幅に改善している。株価収益率（PER）に関しては、2006 年は統合による市場の期待感の高さから株価が前年の 3,630 円から 4,470 円（2006 年 3 月末）まで上昇しているため、20 倍まで低下している。株価純資産比率は、株価上昇と自己資本増加幅がほぼ同水準であることから 2006 年は 2.2 倍となっている。

(6) キャッシュフロー

	指標	旧社名	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
CF分析（2006.3：アステラス製薬データ）	営業CFマージン	旧藤沢	10.3%	14.9%	3.6%	18.2%	15.9%
		旧山之内	20.1%	16.9%	8.5%	10.9%	15.9%
	営業CF投資比率	旧藤沢	1054.9%	199.0%	53.1%	191.9%	159.9%
		旧山之内	1072.5%	2154.4%	337.7%	103.5%	159.9%
	営業CF固定負債比率	旧藤沢	51.2%	88.1%	50.5%	344.9%	209.2%
		旧山之内	134.9%	123.6%	67.0%	95.9%	209.2%
	1株当たりCF	旧藤沢	108円	172円	44円	227円	308円
		旧山之内	612円	271円	128円	134円	299円

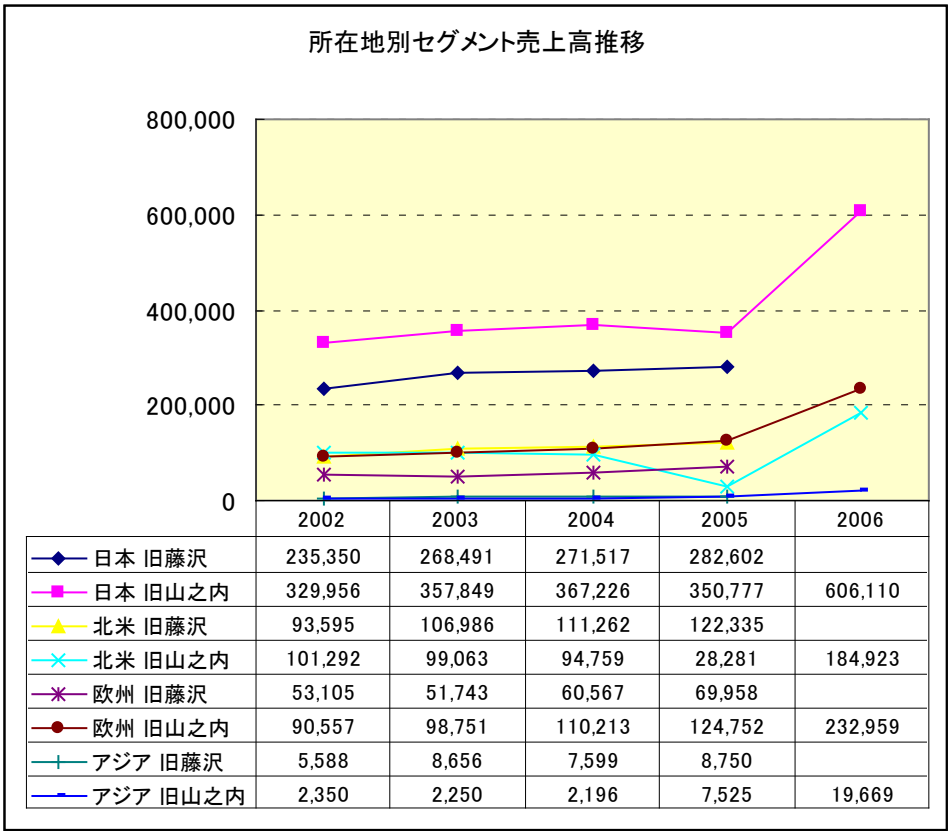
キャッシュフロー推移　＊2006.3：アステラス製薬データ



	2002	2003	2004	2005	2006
営業CF 旧藤沢	35,214	56,932	14,395	75,676	140,151
営業CF 旧山之内	96,704	85,788	43,376	48,588	140,151
投資CF 旧藤沢	−3,338	−28,603	−27,111	−39,435	−87,660
投資CF 旧山之内	−9,017	−3,982	−12,844	46,959	−87,660
フリーCF 旧藤沢	31,876	28,329	−12,716	36,241	52,491
フリーCF 旧山之内	87,687	81,806	30,532	95,547	52,491
財務CF 旧藤沢	−14,369	−8,919	−9,462	−10,945	−76,768
財務CF 旧山之内	−80036	−57617	−11218	−24691	−76768

投資 CF については、旧山之内は 2005 年に子会社株式の売却・投資有価証券の売却によりそれぞれ 370 億、104 億の資金を取得している。一方、有価固定資産の取得に 86 億、無形固定資産の取得に 63 億を支出している。買収などが無い限り、基本的な投資活動は工場・研究所などへの設備投資・技術提携契約費用のみである。財務 CF については、旧山之内は 2005 年に自己株式取得に 125 億、配当に 102 億支出している。株主価値向上を意識した財務活動が取れている。製薬企業は、高収入企業であるが研究開発に莫大な時間とコストを要する業界特徴を有しているため、リスクは比較的高い。そのため、有利子負債を極力圧縮させて、リスクがある投資有価証券などよりも手元流動性を高めることで自己資金により投資資金を賄っている構図が見てとれる。医療用医薬品企業にとっての投資は、研究開発費であるが販管費に費用として計上されるため投資 CF には含まれていない。よって、投資 CF に含まれるのは、研究・生産設備、買収などへの投資のみであるため、他業界よりも支出は少なく見られる。財務 CF は、自己株式取得・配当などの株主価値向上のための活動がメインとなっている。そのため、フリーキャッシュフローはほとんど内部留保して、手元流動性が増加することとなる。

1.3　所在地別セグメント売上高推移



	2002	2003	2004	2005	2006
日本 旧藤沢	235,350	268,491	271,517	282,602	
日本 旧山之内	329,956	357,849	367,226	350,777	606,110
北米 旧藤沢	93,595	106,986	111,262	122,335	
北米 旧山之内	101,292	99,063	94,759	28,281	184,923
欧州 旧藤沢	53,105	51,743	60,567	69,958	
欧州 旧山之内	90,557	98,751	110,213	124,752	232,959
アジア 旧藤沢	5,588	8,656	7,599	8,750	
アジア 旧山之内	2,350	2,250	2,196	7,525	19,669

両社ともに所在地別セグメントは、「日本」「北米」「欧州」「アジア」の 4 箇所である。日本での売上高推移を見てみると、売上高規模では、2005 年で旧藤沢が 2,800 億、旧山之内が 3,500 億となっている。一方、成長性を見てみると旧藤沢は一貫して増加しているものの、旧山之内はコンシューマー事業譲渡などの影響により 2005 年に前年度比 170 億減少している。海外での売上高を見てみると、旧藤沢は「北米」、旧山之内は「欧州」での売上高が大きくなっている。「北米」「欧州」においては、旧山之内の 2005 年のコンシューマー事業譲渡による「北米」売上高減少以外は、一貫して増加傾向を示している。アジアにおいては、旧藤沢の方が先行して販売基盤を確立しており、旧山之内は 2005 年より大幅に売上高を増加させている。両社ともに海外売上高比率が 40%を超える企業であり、旧藤沢は「北米」、旧山之内は「欧州」を得意としていることがわかる。国内での売上高は微増または横ばいであり、北米・欧州での売上高増が成長性を補完している状態である。北米・欧州での販売シナジーを早急に確立できれば更なる売上増が見込めると考える。

1.4　EVA（経済的付加価値）

EVAの算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
負債利子	支払利息＋社債利息
負債利子率	負債利子÷期中平均有利子負債
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率－無リスク利子率
株主資本コスト	無リスク利子率＋β×リスクプレミアム
株主資本の時価	期末株価×発行済株式数
投下資本①	有利子負債＋株主資本の時価
加重平均資本コスト(WACC)	$\frac{\text{負債利子率}\times(1-\text{実効税率})\times\text{有利子負債}}{\text{投下資本①}}+\frac{\text{株主資本コスト}\times\text{株主資本の価値}}{\text{投下資本①}}$
投下資本②	有利子負債＋株主資本の簿価
資本コスト	投下資本②×加重平均資本コスト
税引後事業利益	（営業利益＋受取利息＋受取配当金＋持分法利益）×（1－実効税率）
EVA	税引後事業利益－資本コスト

ＥＶＡ算出のためのデータの出所

項目	データの出所
リスクプレミアム	企業価値評価（ダイヤモンド社）21章に従い5%に固定
無リスク利子率（国債利回り）	財務省　http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm
β（ベータ）	Bloomberg　http://www.bloomberg.co.jp/
発行済株式数	有価証券報告書　株式等の状況
期末株価	Yahoo Finance　http://quote.yahoo.co.jp/
実効税率	有価証券報告書　税効果会計に関する注記

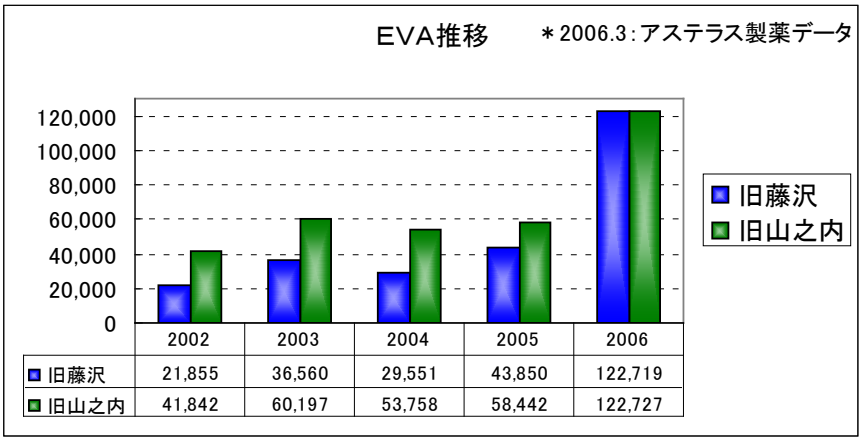
EVAの算出(旧藤沢)

項目		2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	4.66%	4.00%	4.49%	4.72%	4.90%
期中平均有利子負債	(百万円)	37,022	24,466	19,938	9,579	1,742
負債利子	(百万円)	1,253	625	403	124	1,381
負債利子率	(%)	3.38%	2.55%	2.02%	1.29%	79.28%
株主資本コスト	(%)	4.77%	4.07%	4.57%	4.77%	4.87%
市場全体の期待収益率	(%)	6.50%	5.80%	6.30%	6.50%	6.60%
無リスク利子率	(%)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%
リスクプレミアム	(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β（ベータ）		0.654	0.654	0.654	0.654	0.654
株主資本の時価	(百万円)	927,814	787,486	825,475	844,336	2,565,552
投下資本①	(百万円)	964,836	811,952	845,413	853,915	2,567,294
負債比率	(%)	3.8%	3.0%	2.4%	1.1%	0.1%
株主資本比率	(%)	96.2%	97.0%	97.6%	98.9%	99.9%
実効税率	(%)	44.0%	35.7%	40.2%	42.0%	31.3%
税引後事業利益	(百万円)	27,740	41,542	35,235	49,698	138,679
営業利益	(百万円)	46,852	62,143	56,702	83,349	193,020
受取利息・配当金	(百万円)	2,441	1,796	1,321	1,368	8,295
持分法利益	(百万円)	243	668	899	970	546
資本コスト	(百万円)	5,885	4,983	5,684	5,849	15,959
投下資本②	(百万円)	126,300	124,661	126,582	123,782	325,461
EVA	(百万円)	21,855	36,560	29,551	43,850	122,719

EVAの算出(旧山之内)

項目		2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	4.69%	4.04%	4.57%	4.78%	4.90%
期中平均有利子負債	(百万円)	24,795	17,009	8,642	6,541	2,998
負債利子	(百万円)	657	597	552	780	1,381
負債利子率	(%)	2.65%	3.51%	6.39%	11.93%	46.07%
株主資本コスト	(%)	4.77%	4.07%	4.57%	4.77%	4.87%
市場全体の期待収益率	(%)	6.50%	5.80%	6.30%	6.50%	6.60%
無リスク利子率	(%)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%
リスクプレミアム	(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β（ベータ）		0.654	0.654	0.654	0.654	0.654
株主資本の時価	(百万円)	1,015,012	977,107	1,293,153	1,313,893	2,565,552
投下資本①	(百万円)	1,039,807	994,116	1,301,795	1,320,434	2,568,550
負債比率	(%)	2.4%	1.7%	0.7%	0.5%	0.1%
株主資本比率	(%)	97.6%	98.3%	99.3%	99.5%	99.9%
実効税率	(%)	46.3%	36.2%	38.2%	38.6%	31.3%
税引後事業利益	(百万円)	53,493	69,479	64,616	69,590	138,679
営業利益	(百万円)	94,291	105,697	100,960	108,889	193,020
受取利息・配当金	(百万円)	5,324	3,204	2,931	4,450	8,295
持分法利益	(百万円)	0	0	666	0	546
資本コスト	(百万円)	11,651	9,282	10,858	11,148	15,952
投下資本②	(百万円)	248,420	229,832	237,815	233,101	325,461
EVA	(百万円)	41,842	60,197	53,758	58,442	122,727

EVA は、企業が創出する経済的付加価値を表し、「税引後事業利益」から「資本コスト」を引くことで算出している。資本コストは、有利子負債と自己資本（簿価）とを合計した「投下資本」に加重平均資本コスト（WACC）を掛けて算出している。よって、EVA を改善させるためには、①税引後事業利益増加、②有利子負債削減、③自己資本低下、④負債比率の調整、などが考えられる。上記 EVA 改善策のうち、②有利子負債に関しては負債比率が 0.1%とほぼ無借金経営となっているため困難である、④は、「手元流動性が潤沢にある」状況では、株主価値を考慮すると現実ではない。当社の取ることが可能な戦略は、①税引後事業利益増加については、売上高増加・製造原価削減・販管費削減などによって実現が可能。③については、投資機会・株主価値向上策（配当・自社株取得など）に対して利益剰余金を活用することなどにより自己資本を低下させることができる。2006 年当社発足したことにより、EVA は前年度の両社単純合算値よりも約 20%増加している。主な要因としては、前年度の統合関連費用の特損計上が一段落したことで税引後事業利益が増加したためである。今後は、買収・アライアンスなどの投資機会に対して積極的に③④を活用して EVA を改善させていかなくてはならない。一方で、販売シナジーにより売上高を増加させ、開発・生産シナジーなどによりコスト削減を図ることで①税引後事業利益増加を図らなければならない。持続的成長にとって最大のポイントとなる自社開発品創出については、長期的に見ていかなくてはならない。新体制でスタートした場合、上市（発売）まで最短でも約 10 年のスパンを要する。よって、2010 年での開発候補品状況を見極めながら研究開発シナジーの成果を問わなければならない。当社での EVA 指標の注意点については、医薬品の研究開発品のように上市（発売）まで長期間を要し、尚且つ成功確率が非常に低い長期的投資活動を特徴としているため、単年の「投資コスト」を上回る収益の創出という EVA の観点からは外れる。また、当社は単一事業であるため、各事業の撤退のための指標として活用することも無い。よって、単年の資本コスト（研究開発費は販管費として計上しているため含まず）を上回る収益性について見たものに過ぎない。医薬品企業にとって生命線である開発候補品も含めた将来への企業価値に対しては EVA では図ることが出来ない点は注意する必要がある。



	2002	2003	2004	2005	2006
旧藤沢	21,855	36,560	29,551	43,850	122,719
旧山之内	41,842	60,197	53,758	58,442	122,727

1.5　財務分析まとめ

・安全性：流動負債が統合直前の安定供給対策による事前出荷により未払金増加などにより約 600 億増加している。流動負債増加により流動比率・当座比率は悪化しているものの 349.9%, 283.2%と高いレベルにあるため安全性は問題ない。一方で、手元流動性は 6,200

億となっており、買収リスクが高まることが想定されるため、投資機会の効率的活用が課題となる。
・収益性：コスト削減を図っているものの、広告宣伝費（前年比+200 億）、販売管理費（前年比+200 億：主に研究開発費増加）などにより一般販売管理費増加により販売管理費比率微増となっている。今後開発品不足から導入品契約を行うことになり、自社製品構成比率が低下すると推測される。自社製品構成比率が低下すれば、原価率・販管費率が上昇するため、販売シナジーの効果を早急に図るとともに、更なる原価・販管費削減を図らなければならない。
・効率性：生産設備を一部売却したため、有形固定資産が 200 億減少している。統合により、資産のスクラップ＆ビルドが実施されているため、効率性は改善している。
・生産性：合併により旧山之内と旧藤沢との単純合算による従業員数よりも早期退職により減少しているため従業員数関連の生産性指標は向上している。付加価値額関連の生産性については、武田薬品と比較すると見劣りしており、改善させるには影響の大きい構成要素である営業利益を増加させなければならない。
・キャッシュフローについては、統合関連の支出により投資 CF が増加している。他事業売却などにより投資 CF は数年後まで増減すると推定される。フリーキャッシュフローの大部分が、手元流動性に回しているため、投資機会の有効活用・株主価値向上活動への投資が課題となる。

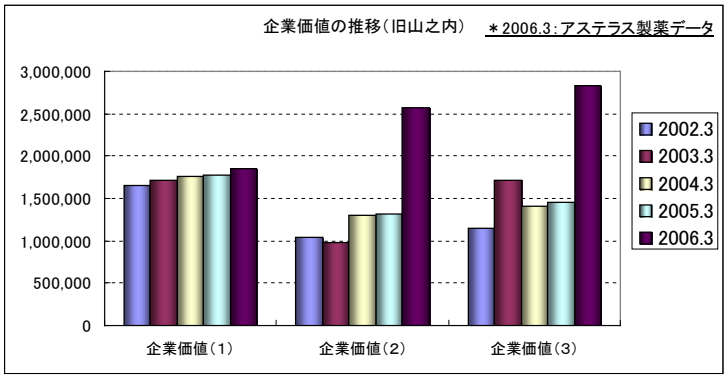
合併までのプロセスとしては、医療用医薬品事業特化のための他事業譲渡・従業員の削減をとっている。合併するためには、統合関連費用として 2005 年約 800 億を両社合算で特別損失として計上しており、一定額以上の資金が必要である。また、他事業を譲渡するためには、受け手企業が必要であることがわかる。一方で、統合に伴い 2,600 名（2003-2005 年）の従業員が減少することとなった。生産性は改善することとなったが、今後の更なる収益向上なくして新社の社会的責任を果すことはできないと考える。また、手元流動性は 6,200 億となっており、買収リスクが高まることが想定されるため、投資機会の効率的活用が課題となる。再度、一定期間経過後に統合効果の検証をする必要がある。

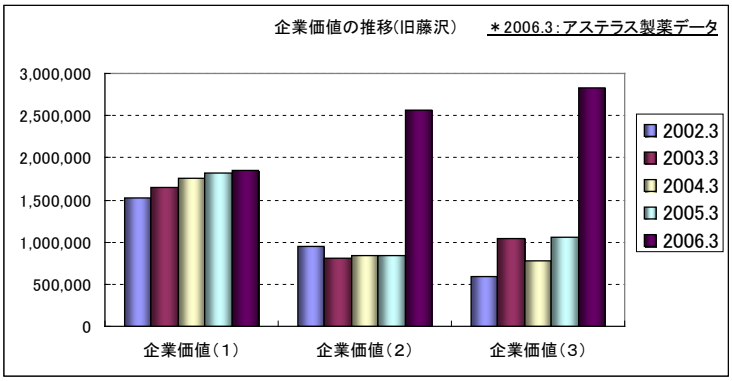
財務課題としては、安全性は極めて高い反面、手元流動性は 6,200 億となっており、買収リスクが高まることが想定されるため、投資機会の効率的活用が課題となる。「開発品状況」で後述するが、当社は開発候補品が不足しているため、自社製品構成比率低下による原価率・販管費率上昇が予測されるため、販売シナジーの効果を早急に図るとともに、更なる原価・販管費削減を図らなければならない。付加価値額関連の生産性については、武田薬品と比較すると見劣りしており、改善させるには影響の大きい構成要素である営業利益を増加させなければならない。

武田薬品との比較については、アステラス製薬の売上高原価率は 31%と業界平均値（国内売上高上位 8 社：32.7%）と比較すると低値であるが、武田薬品とは 23.3%とは差がある。これは、自社開発品の売上高比率が武田の方が大きく上回っているためである。アステラスは、主力品の中に「リピトール」「ミカルディス」といった導入品があるため、ロイ

ヤリティー・原材料仕入高などが原価・販管費を上昇させている。当社の開発品不足の現状からは、導入・買収などの選択肢を取らざるを得ない。一方で、導入品で売上高を補完すれば、ロイヤリティーなどの影響により、製造原価・販管費上昇につながる。主力 5 製品が全て自社開発品である武田薬品との営業利益の 7.7%を埋める為には自社開発品での売上高の補完以外には難しい状況である。よって、最低限、製造の一部外部委託・人件費削減などによりコスト削減を図る必要がある。

1.6　企業価値分析





企業価値の算出（旧藤沢）

（百万円）

項目と評価方法	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
企業価値（1）　フリーキャッシュフロー価値	1,521,715	1,646,257	1,750,346	1,812,952	1,846,835
企業価値（2）　株式・負債時価評価価値	953,518	810,714	842,123	846,845	2,566,527
企業価値（3）　MVA＋投下資本	595,321	1,039,374	784,625	1,051,838	2,828,067

企業価値の算出（旧山之内）

（百万円）

項目と評価方法	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
企業価値（1）　フリーキャッシュフロー価値	1,648,524	1,720,210	1,766,035	1,780,688	1,848,194
企業価値（2）　株式・負債時価評価価値	1,039,807	986,330	1,301,214	1,318,913	2,566,527
企業価値（3）　MVA＋投下資本	1,140,536	1,720,336	1,415,202	1,455,056	2,829,450

＊前提条件：フリーキャッシュフロー算出

①フリーキャッシュフロー2007 年設定値：2006 年合併初年度の 52,491（百万）とする。

②フリーキャッシュフロー成長率：5.0%で設定

・統合による営業利益増加、有利子負債も 29 億（負債比率 0.1%）まで削減していることにより、EVA は旧山之内の倍以上の 1,220 億となっている。ROIC も 47.6%まで上昇しており、経済的価値を創出出来ているといえる。

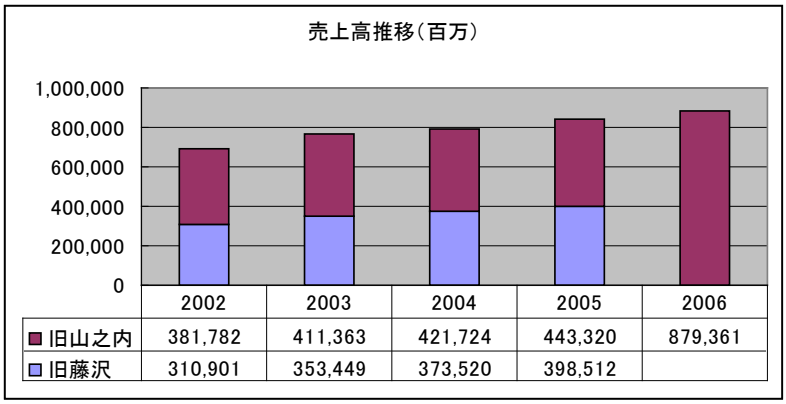
- ・フリーキャッシュフローから算出している企業価値（1）に関しては、両社同水準で推移している。
- ・企業価値（2）については、旧山之内は 2004 年以降、統合への市場評価の高まりにより株価上昇に伴い企業価値も約 3,200 億（94%）増加している。
- ・企業価値（2）と企業価値（3）とは、ほぼ同水準で推移している。当社は、第Ⅱ相臨床試験以降の開発候補品を株主向け情報に含んでいるため、現状での売上高・利益とと

もに有望な開発候補品によって市場から評価されていると想定される。よって、フリーキャッシュフローでは将来も見据えた価値を評価することは困難であり、企業価値（2）の方が妥当性は高いのではないだろうか。

企業価値（2）については、旧山之内での 2005.3 時点での株価は 3,630 円であり、統合後 1 年経過した 2006.3 時点では 4,470 円まで上昇している。国内大手医薬品メーカー初の合併に対して市場評価が高かったことが伺える。しかし、前頁の日経平均との株価推移の比較を見ると当社（4503：青線）は、2006.1 以降、株価上昇が鈍化し日経平均に水をあけられている。収益の下方修正をしたことにより、早期にはシナジー効果が出ていないという市場評価に変わりつつあると推定される。今後は、長期的視野を持ちながら、株主価値を高めるために短期的成果を創出できる戦略を選択していく必要がある。企業価値（3）については、単年 EVA の影響を大きく受ける。一方、医療用医薬品企業にとっての主要な投資活動は「研究開発費」である。研究開発費は、販売管理費に含まれるため「資本」とは計上されていない。また、化合物から発売（上市）まで到達する確立は一般的には 100 万分の 1 と成功確率が非常に低く、長期間にわたる投資活動であることから単年での EVA からは医療用医薬品企業の価値を直接計る事は困難と考える。2006 年の企業価値（3）は、2005 年の旧山之内の企業価値の約 2 倍となっており、主要因は前述しているように統合による営業利益増加によるものである。以上のことから、当社にとって比較的妥当な企業価値指標は、株式時価総額をベースとした企業価値（2）であるといえる。尚且つ、当社のような「手元流動性が潤沢」な企業は、株式時価総額をベースとした企業価値（2）だけでなく手元流動性額を考慮にいれて株主価値向上を図らなければならないと考える。

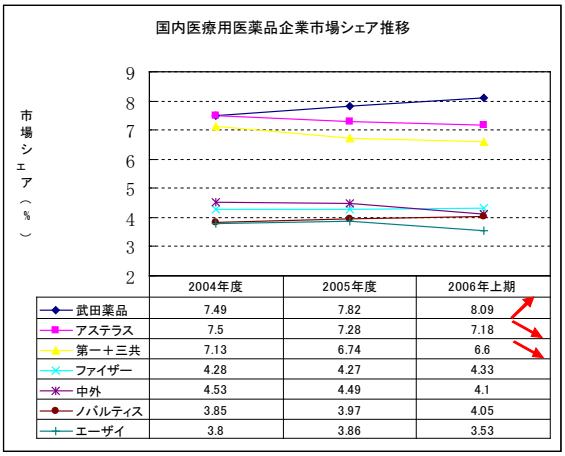
1.7　主要事業部門別業績推移（特定事業部門の場合）

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。右図は、旧山之内と旧藤沢の医療用医薬品事業の売上高推移を示している。旧山之内は、主力自社製品の「ガスター」の特許喪失による売上減を導入品「リピトール」「ミカルディス」の売上伸長により補完し、全体売上高微増傾向となっている。旧藤沢は、主力自社製品の「プログラフ」「ファンガード」の伸長などにより売上高増加傾向にある。



	2002	2003	2004	2005	2006
旧山之内	381,782	411,363	421,724	443,320	879,361
旧藤沢	310,901	353,449	373,520	398,512	

一方、右図は国内医療用医薬品市場における企業別市場シェア推移を示したものである。2004年度のアステラス製薬の市場シェアは旧山之内と旧藤沢との単純合算で求めている。第一＋三共についても、単純合算によって求めている。トップシェアの武田薬品は、主力の自社開発品「ブロプレス」「タケプロン」「リュープリン」を中心に大きく伸長させ2006年に入り、初めて 8%台のシェアを獲得している。一方、アステラス製薬は、2004 年度単純合算では武田薬品を上回ったものの、合併後一部製品の販売移管、主力製品「ガスター」「ハルナール」の特許喪失による後発品進出により売上減となっている。第一＋三共は、三共の主力品「メバロチン」の特許喪失による後発品への切り替えなどによりシェアを減少させている。当社の新製品「ベシケア」導入品である消炎鎮痛剤の売上が伸長しない限りは、武田薬品の主力品の特許期間が存続する2010年まではトップ維持すると推測される。国内市場においても、医療費抑制策による後発品（ジェネリック）推奨・後発品メーカーの営業体制強化などにより2005年ぐらいから後発品への切り替えが徐々に浸透しつつある。今後は、国内企業も特許機関を強く意識した製品ラインアップ補完策を追及せざるを得なくなると考える。



1.8　競合他社との業績比較

競合他社との業績比較を2005年度連結売上高上位6社の比較をする。連結売上高であるので、医療用医薬品事業以外の事業売上高も含まれる。

企業名（2005年度）	連結売上高（百万）	前年比（%）	国内医薬品シェア
武田薬品	1,212,207	7.9	7.82
第一三共	925,918	1.0	6.74
アステラス製薬	879,361	2.0	7.28
大塚製薬	753,139	10.1	2.61
エーザイ	601,252	12.8	3.86
ファイザー	408,291	5.9	4.27

武田薬品は、高血圧治療剤「ブロプレス」（1,913億：前年比25.5%増）、糖尿病治療薬「アクトス」（2,438億：前年比26.3%増）、前立腺がん治療剤「リュープリン」（1,224億：前年比5.5%増）、消化性潰瘍治療剤「タケプロン」（1,599億：前年比0.1%減）などの売上高トップ4製品全て自社開発品であり国内と海外で売上最大化を図っている。全体の売上高前年比 7.9%増で、国内医薬品シェアは、7.82%であり第二位を引き離す体制となっている。第一三共は、2006年4月に営業体制の統合を控えており、国内市場においては第一のクラビット（広範囲経口抗菌剤）、モービック（鎮痛剤）、ジルテック（アレルギー

性疾患治療剤）などが売上増となっている。一方、三共は新製品である血圧降下剤「オルメテック」の国内・欧米での売上拡大となったものの、最主力の高脂血症治療剤「メバロチン」の後発品・競合などの影響により大幅に減収となっている。第一と三共の合算では、前年比 1%増の国内シェア 6.74%となっている。大塚製薬は、医療関連事業で前年比 12.0%増の売上高 4,863 億、消費関連事業では前年比 3.9%増の 2,382 億となっている。医療関連事業では、国内では抗血小板剤「プレタール」、胃炎潰瘍治療剤「ムコスタ」の売上が伸長し、海外では抗精神病薬「アビリファイ」が世界 45 カ国・地域で販売され売上拡大している。エーザイは、海外売上高比率が 50%を超える企業であり、国内外で主力品のアルツハイマー型痴呆（認知症）治療剤「アリセプト」、プロトンポンプ阻害型抗潰瘍剤「パリエット」が、売上拡大が図られたことにより、連結売上高 7 期連続最高実績、当期純利益 6 期連続最高実績を記録している。ファイザーは、世界 No.1 企業であり上記売上高は国内での高血圧治療剤「ノルバスク」、高脂血症治療剤「リピトール」などの売上拡大により業績を伸ばしている。国内 MR 数は、3,000 名とトップを誇っているが国内では扱う製品が限られるため、1MR 当たりの生産性は国内 18 位と低迷している。しかし、2006 年に入り頻尿治療剤、抗うつ剤、てんかん治療剤など相次いで承認され上市（新発売）していることから今後は更に国内売上拡大が図られると推測される。

武田薬品は、欧米での開発が活発であり、第二相試験以降で 9 つの新規自社開発品を抱えている。特に、主力品の「アクトス」の後継となる糖尿病治療剤、生活習慣病に関連した高血圧治療剤、高脂血症治療剤がラインアップされている。しかし、現在主力 4 製品で連結売上高約 7,000 億獲得している武田薬品にとっては、特に数年後海外での特許切れを控えているため、早期に売上の海外売上高分（約 3,500 億）を補完する新製品を創出しなければならないと推測する。当社（アステラス製薬）の新規自社開発品は、第二相試験以降で 6 製品しかない。尚且つ、大型製品になりそうな開発品は見受けられないため、非常に苦しい状況である。生活習慣病関連治療剤の開発品を保有している武田薬品と比較すると見劣りする。主力品の免疫抑制剤「プログラフ」の特許喪失時の売上減少分を補完するだけの開発品は不足していると言わざるをえない。外資メーカーであるファイザーは、もちろんすべて自社開発品であり、今後順次上市を狙っていることがわかる。アルツハイマー治療剤「アリセプト」で増収増益を継続しているエーザイは、アリセプトの適応拡大の治験は多いが、その他の自社開発品の数は少ない。第二相試験以降の開発品状況がオープンになっているが、第二相試験では副作用発現・有用性不十分などにより中止になるケースが多く、新発売（上市）となると数は一層減ることになる。今後は、ジェネリック浸透により国内企業もサバイバルの様相をていすると推測される。

アステラス製薬開発品状況				
治験薬記号	予定される効能又は効果、対象疾患名・症状名	開発段階		その他
		国内	海外	
YM617(タムスロシン) 経口	【剤型追加】口腔内崩壊錠	承認	申請中(欧州)	自社
YM177(セレコキシブ) 経口	関節リウマチ、変形性関節症、腰痛症等	申請中		ファイザー
YM087(コニバプタン) 注射	体液貯留型の低ナトリウム血症		申請中(米国)	自社
FK463(ミカファンギン) 注射	深在性真菌症		申請中(欧州)	自社
FK506(タクロリムス) 経口	【適応拡大】ループス腎炎(既適応:臓器移植における拒絶反応の抑制)	申請中		自社
M060(ラモセトロン) 経口	【適応追加】過敏性腸症候群(IBS)(既適応:抗悪性腫瘍剤(シスプラチン等)投与に伴う消化器症状(悪心、嘔吐)	申請中	第Ⅱ相(欧州)	自社
YM026(ナテグリニド) 経口	【適応追加】2型糖尿病 ビグアナイド系製剤併用(既適応:インスリン非依存型糖尿病における食後血糖推移の改善)	申請中		味の素
FK463(ミカファンギン) 注射	【適応拡大】造血幹細胞移植患者におけるアスペルギルス症及びカンジダ症の予防(既適応:深在性真菌症)	申請中		自社
FK506(タクロリムス) 経口	【剤型追加】除放性製剤(既適応:臓器移植における拒絶反応の抑制)	申請中	申請中(欧米)	自社
T-3811(ガレノキサシン) 経口	呼吸器感染症、耳鼻科感染症	申請中		富山化学
YM529(ミノドロン酸) 経口	骨粗鬆症	申請中		自社(小野薬品と共同開発)
YM086(テルミサルタン) 経口	【適応追加】糖尿病性腎症(既適応:高血圧症)	申請中		ベーリンガー・インゲルハイム
RSD1235 注射	心房細動・粗動		申請準備中(米国	カルディオーム社
FK506(タクロリムス) 経口	【適応拡大】潰瘍性大腸炎(既適応:臓器移植における拒絶反応の抑制)	第Ⅲ相		自社
YM617(タムスロシン) 経口	【適応追加】下部尿路症(既適応:前立腺肥大症の排尿障害)	第Ⅲ相		自社
YM643(インターフェロンアルファコン-1) 注射・経口併用療法	【適応追加】C型慢性肝炎 リバビリン併用(既適応:C型慢性肝炎におけるウイルス血症の改善)	第Ⅲ相		アムジェンシェリング・プラウ
YM177(セレコキシブ) 経口	術後・外傷後および抜歯後疼痛	第Ⅲ相		ファイザー
YM026(ナテグリニド) 経口	【適応追加】2型糖尿病 インスリン抵抗性改善薬併用(既適応:インスリン非依存型糖尿病における食後血糖推移の改善)	第Ⅲ相		味の素
テリスロマイシン	【適応拡大】感染症(小児)(既適応:感染症)	第Ⅲ相		サノフィ・アベンティス社
YM1770(ファモチジン) 経口	症候性胃食道逆流症(S-GERD)(既適応:胃潰瘍、十二指腸潰瘍等)	第Ⅲ相		自社
FK506(タクロリムス) 経口	(全ての)重症筋無力症(既適応:臓器移植における拒絶反応の抑制)	第Ⅲ相		自社
FK199B(ゾルピデム) 経口	【剤型追加】除放性製剤(既適応:不眠症)	第Ⅲ相		サノフィ・アベンティス社
テラバンシン 注射	グラム陽性菌に起因する複雑性皮膚・軟部組織感染症、院内肺炎		第Ⅲ相(欧米)	テラバンス
FK506(タクロリムス) クリーム	【適応拡大】【剤型追加】 アトピー性皮膚炎		第Ⅲ相(米国)	自社
FK506(タクロリムス) クリーム	【適応拡大】【剤型追加】乾癬		第Ⅲ相(米国)	自社
CVT-3146(レガデノソン) 注射	画像診断時の薬理学的負荷		第Ⅲ相(米国)	CV セラピューティクス社
YM617(タムスロシン) 経口	神経因性の排尿障害(小児)(既適応:前立腺肥大症の排尿障害)		第Ⅲ相(米国)	自社
YM974(バルデコキシブ) 経口	関節リウマチ、変形性関節症等	第Ⅱ相		ファイザー
YM978(パレコキシブ)注射	急性疼痛	第Ⅱ相		ファイザー
YM178 経口	過活動膀胱に伴う頻尿、尿意切迫感、尿失禁		第Ⅱ相(欧州)	自社
YM443 経口	機能性胃腸症		第Ⅱ相(米国)	ゼリア新薬
YM150 経口	深部静脈血栓症予防、心房細動の血栓症予防		第Ⅱ相(欧州)	自社
YM533(ベラプロストナトリウム) 経口	【適応拡大】【剤型追加】慢性腎不全(原発性・腎硬化)(既適応:慢性動脈閉塞症に伴う潰瘍、疼痛及び冷感の改善。原発性肺高血圧症)	第Ⅱ相		東レ
(カルペリチド)注射	急性心不全		第Ⅱ相(米国)	第一アスビオファーマ社
YM672(トシル酸スプラタスト)経口	間質性膀胱炎		第Ⅱ相(欧米)	大鵬薬品
YM155 注射	ホルモン抵抗性前立腺癌、非小細胞肺癌、メラノーマ等		第Ⅱ相(欧米)	自社
FK506(タクロリムス) 吸入	【適応拡大】【剤型追加】喘息		第Ⅱ相(欧米)	自社
YM311 経口	腎性貧血、癌化学療法に伴う貧血		第Ⅱ相(欧州)	フィブロジェン社
YM758 経口	心房細動		第Ⅱ相(欧米)	自社

当社・武田・エーザイの 3 社は海外売上高比率 40%超の国内メーカーである。そのため、米国・欧州・での開発網を保有しており世界での販売を視野に入れた早期の開発を行っている。一方で、従来約の適応追加のための開発試験が多く、新規自社開発品が少ないため、

主力品の特許喪失による売上減少を想定すると如何に医薬品企業の持続的成長が難しいことがわかる。第二相試験以降の開発品状況がオープンになっているが、第二相試験では副作用発現・有用性不十分などにより中止になるケースが多く、新発売（上市）となると数は一層減ることになる。今後は、ジェネリック浸透により国内企業もサバイバルの様相を呈すると推測される。

2　業界分析

2.1　需要要因：需要量および顧客の行動

(1) 医薬品市場規模成長鈍化

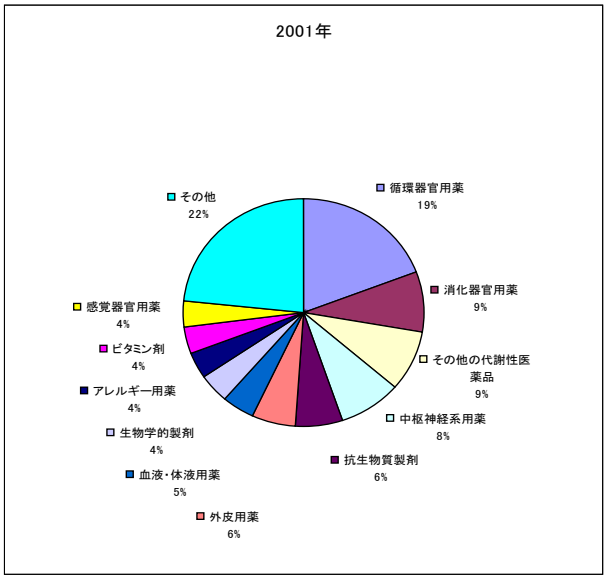
2005 年度の国内医療用医薬品市場は、7 兆 7,472 億（薬価ベース）となっており前年度比 5.5%増となっている（出典：日経新聞「2007 年度市場占有率」）。2 年に 1 度の薬価改正による薬価引き下げ（5%前後）・高齢者薬剤費負担増・後発医薬品（ジェネリック）推奨などの医療費抑制策により、市場成長が鈍化している。医療費抑制策の中でも医療費負担増はお年寄りをはじめとした患者さんの受診抑制につながるため需要要因は大きなマイナス要因となっている。

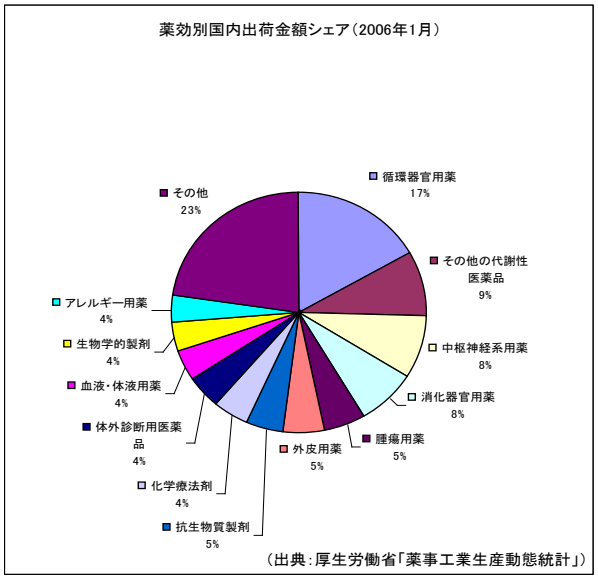
(2) 高齢化による国民医療費増加

少子高齢化は、65 歳以上の高齢者人口は過去最高の 2,488 万人（2004 年 10 月現在）で、総人口に占める割合は 19.5%（高齢化率）となっている。国立社会保険保証・人口問題研究所によると、高齢化率は 2010 年には 22.5%、2020 年には 27.8%まで上昇するとしている。よって、医療費増加傾向となると推測される。プラス要因となる。

(3) 疾患別患者数推移：生活習慣病・精神疾患患者の増加

図は、薬効別国内出荷金額シェアの推移を過去 5 年間で見たものである。2001 年には、「循環器官用薬 19%」「消化器官用薬 9%」「代謝性医薬品 9%」「中枢神経系用薬 8%」「抗生物質製剤 6%」となっている。一方、5 年経過すると「循環器用薬 17%」「代謝性医薬品 9%」「中枢神経系用薬 8%」「消化器官用薬 8%」の順位となっており、消化器官用薬・





抗生物質製剤のシェアが低下している。生活習慣病・中枢神経疾患の患者増加により抗脂血症治療剤（スタチン系）・高血圧治療剤（ARB）・抗うつ剤（SSRI）などで高薬価の新製品発売が相次いだことが要因となっている。食生活の欧米化による生活習慣病、超高齢化による循環器疾患の増加など、現代生活に直結した疾患に関しては、重要要因はプラス要因となっている。

(4) 副作用リスク：時に副作用発現により経営に甚大な影響を与える。

直接需要要因とは異なるが、最近の医療用医薬品業界でのリスクとしてクローズアップされてきているのが副作用問題である。副作用に関しては突発的発現の場合が多く、時には主力品の市場撤退となることがあり経営に甚大な打撃を与える。

＜事例＞

①イレッサ（非小細胞肺がん治療剤）アストラゼネカ社：急性肺障害・間質性肺炎による副作用。

②バイオックス（消炎鎮痛剤）メルク社：心筋梗塞・脳卒中のリスクを増加させる。2005年に副作用が判明して販売中止、市場から撤退した。売上は25億ドル/年であった。

③ガチフロ（合成抗菌薬）杏林製薬：低血糖・高血糖の副作用発現により処方制限。

＜当社事例＞

①ウィンセフ（注射用抗生物質）：高齢者での「痙攣・意識消失」副作用。発売わずか3ヶ月で「緊急安全性情報」が出たことにより処方制限が加わった。

②ケテック（経口抗生物質）：意識消失の副作用報告。発売1年で副作用発現し処方制限となる。

2005 年の副作用問題でトピックとなったのが、「イレッサ」と「バイオックス」である。イレッサは、効果の高さから販売中止とはなっていないものの患者さんに対して多くの犠牲をしいた。一方、「バイオックス」はメルク社が全世界で年間25億ドル売上を誇る主力品であり、今回の副作用問題により即販売中止となっている。経営に与える影響は甚大であり、販売中止後11%（7千人）の人件費削減と5ヶ所の工場閉鎖を発表している。当社においても将来の主力品として期待されていた2製品を副作用問題で失っている。自社開発品「ウィンセフ」、セフゾンの後継薬剤「ケテック」は、発売後3ヶ月、1年で処方制限が加わり現在では販売していない。今後、研究開発期間の短縮、上市後の早期の売上最大化、新規性で効果の高い薬剤追求などにより、更に「副作用リスク」にさらされると想定される。スピードと安全性追求とのバランスをどこにおくのか、最終的な製品ライフサイクルを考慮に入れた戦略を立てなければならないと考える。

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

医薬品企業の扱う医薬品は、突発的な大量発注は無く、需要は限定されているため大きく影響を与える供給要因は少ない。一方で、疾患領域によっては数十年ぶりの新製品投入によって、治療事態が変化し市場拡大するケースがある。例えば、選択的ｾﾛﾄﾆﾝ再取り込み阻

害剤（SSRI）と呼ばれる新しいタイプの抗うつ剤である「ルボックス（アステラス）」「パキシル（グラクソ）」「ジェイゾロフト（ファイザー）」の３剤は最近５年間で新発売されており抗うつ剤市場拡大に貢献している。他には、統合失調症治療剤・ARB 高血圧治療剤・スタチン系高脂血症治療剤などが同様のケースである。競合数社から新製品が投入されると競争によりパイを食い合うというよりも逆に同領域での薬物治療が活性化し、新製品は従来薬よりも高薬価であることから市場も拡大する。このケースでは、競合企業も治療意識啓発・市場拡大のための補完企業の役割を担うことになる。よって、アンメットニーズのある（患者満足度が低い疾患、潜在顧客の多い領域）疾患領域においては、数種類の新製品の供給によって､市場が活性化して市場が拡大する｡一定以上の製品が投入されれば、最終的にはパイの食い合いになり納入価を下げる価格競争に突入する。市場開拓にとっては、一定数までの新製品供給は市場拡大に繋がるためプラス要因となる。一方、当社の主力品が投入されている既存市場に対して、外資メーカーなどが過剰に新製品を投入した場合はパイの食い合いとなりマイナス要因となる。

2.3　競争要因：競合各社の戦略

外資メーカーの進出状況を表す指標として右図の外資系企業出荷額推移を見てみると、1994 年以降構成比が 20%を突破し増加傾向となっている。国内市場シェアをみると、2005 年度はファイザーが第四位、ロッシュの傘下にある中外製薬が第五位、ノバルティスファーマが第六位、グラクソスミスクラインが第九位とベスト 10 に 4 社入る勢いを見せている。外資メーカーの日本進出要因としては、以下の 3 点が推定される。
①M&A による豊富な資金・製品力（質・量）
②新薬上市までの期間短縮（日本と比較して）
③特許喪失によるジェネリックの脅威
国内企業は、市場成長が鈍化した中で、メガ外資メーカーと激しい競争によってパイの食い合いをしなければならない厳しい環境にさらされ大きなマイナス要因となっている。

2.4　技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術・情報技術開発

・ゲノム創薬：解明されてきたヒトの遺伝子情報を活用して、人の病気の原因となるタンパク質を分析することで、医薬品の創薬に結びつける技術である。より、効率的に創薬に結び付けることで上市までの確立・時間短縮・研究開発費用削減を図ることが期待されている。
・抗体医薬：ヒトには異物から体を守る防御機能が備わっている。ウイルスや最近などのタンパク質を異物（抗原）として認識して、異物を攻撃する武器（抗体）を作り出すシステム（免疫機能：抗原抗体反応）を活用して創薬に結びつけることである。当社、主力品「プログラフ（免疫抑制剤）」での研究開発ノウハウを蓄積されているため、抗体医薬からの創薬が期待されている。
厚生労働省が 2002 年に発表している「医薬品産業ビジョン」によれば、2010 年頃には「ゲノム創薬」の成果が現れ「新薬黄金時代」を迎えるとともに、遺伝子レベルで個人の

特性にあった治療等を行う「テーラーメイド医療」の世界が広がっていることを期待するとしている。新薬創出に新技術を結びつけることができればプラス要因となる。超高齢化による医療費増加が予測されている中で、国は医療費抑制策の一貫として「高額薬剤」「低額薬剤」を患者自身に選択させる時代が到来するのではないかと考える。将来の「治療費負担の選択」、「個人に最適な治療・薬剤の選択」するために、患者への薬剤・メーカー認知度向上、薬剤情報提供が重要になってくると推測される。

2.5　外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

現在、薬価と納入価に基づき 2 年に 1 回薬価改定が行われている。薬価改定による平均薬価引き下げ率は、約 5%前後となっている。長期収載品・特許喪失製品などの引下げ率は更に大きく 10%前後となっている。企業は、薬価引下げによる減収分を吸収しながら持続的収益成長を図っていかなくてはならない。ちなみに、米国では民間保険で自由薬価制度であるため、有用性の高い薬剤は高薬価で設定されている。本年には、最終的には棄却されたが「薬価改定を一年に 1 度実施する」案も出されており、今後更に厳しい状況が続くことは間違いない。国は医療費抑制策の一貫として「予防」と「軽症」は自分自身で一般大衆薬などによってケアすることを推奨している。軽症時での患者さんの自己判断による医療機関受診抑制が想定される。国家財政悪化・高齢化社会による医療費増加を考慮すれば、今後更に厳しい医療費抑制策が想定され、医薬品企業にとっては経営に直結するため外部要因は大きなマイナス要因となっている。

3　戦略分析

3.1　全社レベル（企業戦略）

(1) 企業価値創造

企業が持続的成長を遂げるためには、ステークホルダーと呼ばれる「株主」「顧客」「従業員」「社会」に対してバランス良く価値向上させ提供していかなくてはならない。当社は企業存続のために、統合前後に 2,600 名に上る従業員を社会に流出させているため、「従業員価値」については今まで以上に手厚く向上策を講じなければならない。育成面では、マネージャー研修・参加型カフェテラス研修などを実施している。しかし、当社の特徴がいかされた育成体制は未だ構築されていない。自己責任での自己研鑽ではなく、従業員の市場価値向上が図れるフォローを企業の責任として果たしていくことが課題である。従業員の市場価値が向上すれば企業価値も向上すると考える。給与面では、右図は各社有価証券報告書に記載されている提出会社従業員データである。平均年齢・含まれている事業などが異なるため直接比較することは困難であることを注意しなければならない。しかし、特徴的なのはエーザイの年間平均給与が 10,939,941 円と国内トップシェアの武田薬品よりも高いということである。エーザイは、海外売上高比率が 50%を超え、「アリセプト」「パリエット」の自社製品によって高収益を

企業名	従業員数	平均年齢	平均勤続年齢	年間平均給与	連結営業利益
アステラス製薬	6,380	39.3	14.7	9,457,973	193,020
武田薬品	5,834	41.8	19.6	10,301,000	402,809
中外製薬	4,558	39.0	18.9	8,566,546	79,168
エーザイ	3,906	42.1	14.8	10,939,941	95,704

*上記データは、直近の各社有価証券報告書の提出会社従業員データである。　*2005年度（百万）

創出している企業である。当社は、医療用医薬品事業に特化し、尚且つ生産部門を分社化するなど職種別賃金に近い形になってきている。よって、平均給与は高くなる傾向であることを考慮すると、給与面ではトップクラスとはいえない。今後、自社製品売上高構成比が高まり、高収益体質になったときにはトップクラスの給与を実現させなければならない。統合によって、従業員には痛みをしいた面が大きいため、働き甲斐と誇りを持たすためにも、株主価値以上に従業員価値向上に努めなければならないと考える。

当社は、本年度に入り患者会の活動を応援する「患者会支援事業」を始めている。医薬品という社会性の強い製品扱う企業としては、顧客価値と社会価値は同義であることが多い。特に、患者会については、患者の家族の集まりであるため将来の患者から選ばれる企業になるためには重要な活動と考える。また、医療機関関係者に対しては、会員制ポータルサイトとして、「アステラス・メディカルネット」を開設している。メディカルネットには、生活習慣病・うつ病・アレルギー疾患をはじめとした主要 12 疾患のサイトをカバーしている、国内トップの会員数を誇っている。薬剤情報などに関する問い合わせについてはDI センターで一括フォローする体制となっている。今後は、更に医療関係者の「好きな時に、好きな場所で」情報収集することが出来るように、サイトの充実と認知度向上を図らなければならない。そして、「患者」「市民」に対しても予防・健康への関心を喚起するために様々なアプローチをしていかなければならないと考える。

2005 年の 1 株あたりの配当は 70 円となっている。自己株式取得に関しては、2005 年は約 1,100 万株（約 460 億）を取得している。配当に関しては、武田薬品が 1 株当たり 106 円、エーザイが 90 円となっているため、ようやく製薬企業のトップクラスの配当水準になってきたといえる。株主価値向上のための活動は意識してとられていると評価できる。右図は、当社株価（青線）と日経平均（赤線）との推移を比較したものである。2004 年 10 月時点での株価を基準として増減を表している。日経平均比較すると慎重な伸びとなっており、2005 年度決算に対しては売上高減であったことから厳しい市場評価となっている。一方で、2010 年中期経営計画発表意向上昇傾向となっている。今後は、中期系計画の数値目標を達成させるための戦術を如何にして策定して実行していくかがカギとなる。数値目標を掲げているだけでは決して達成することは出来ない。

市民の健康への関心を啓発するために、市民公開講座「アステラス・グッドライフフォーラム」を定期的に開催している。また、ラジオ健康情報番組「アステラス製薬　明日も元気」「ステラス製薬　健やかライフ」にスポンサードし、市民が気になる病気や健康についての正しい知識、役立つ情報提供に携わっている。「アステラス製薬」という新社名に変更しているため現状では社会の当社への認知度は低い。よって、特に顧客を処方権のある「医者」のみに限定するのではなく、最終顧客となる市民に認知頂けるように顧客価値・社会価値向上を目指さなければならない。

当社は、企業価値最大化を目指した経営の推進、経営の透明性の確保、社会に対するアカウンタビリティ向上を基本方針として、コーポレート・ガバナンス体制の整備に取り組ん

でいる。執行役員制度を導入し、経営の意思決定と業務執行の監督機能を担う取締役と、業務執行の責任を担う執行役員の役割を明確にしている。また、監査役制度については、社外監査役２名を含む４名で構成されている監査役会によって、取締役の職務遂行の監査に当たっている。社外監査役をメンバーに入れている点、は評価できる。製薬企業は営利企業であるが、一方で医薬品という「生命関連製品」を扱っているため、「安全性」の担保に関しても重要な役割を担っている。しかし、「安全性」に関しては財務データに反映されないため、株主価値重視の経営が過剰になると見落とされる可能性があると危惧される。今後は、コーポレート・ガバナンスが機能し、上述の４つのステークホルダー間のバランスを考慮した価値創造、緊張感を持った経営が営まれることが課題である。

(2) 企業理念とビジョン

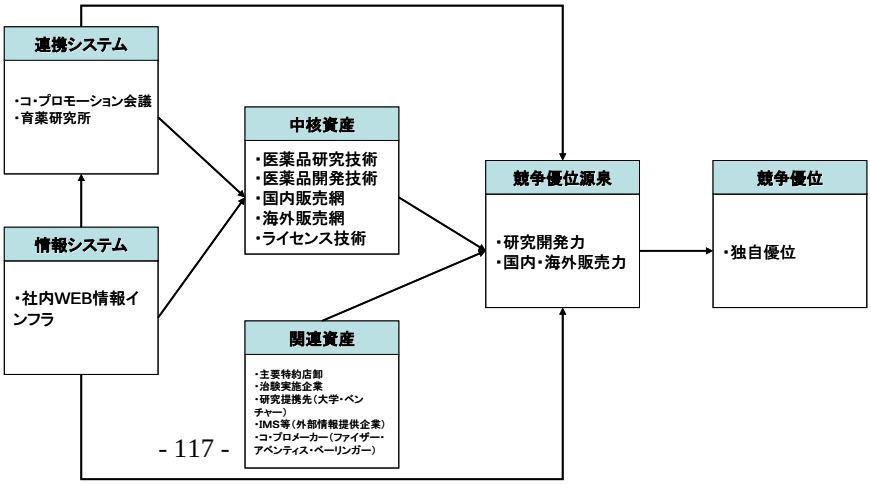
右図は、当社の経営理念を表している。存在意義は、「先端・信頼の医薬で、世界の人々の健康に貢献する」となっている。使命は、「企業価値の持続的向上」としている。理念からも、世界で勝負しなければならないことが明確となっているものの、競合他社と比較すると、当社の特徴は表現できていない。以下に、２企業の経営理念を示す。

・武田薬品：「研究開発型企業として”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」
・エーザイ：「患者様と生活者の皆様の喜怒哀楽を考えそのベネフィット向上を第一義とし世界のヘルスケアの多様なニーズを充足する」

武田薬品は、数年前に「研究開発型」という文言を新たに追加している。自社製品の研究開発が生命線であり、やらなければならないことであることを社内外に強くアピールためであると推測される。高収益製薬企業であるエーザイは、「患者様と生活者」という一般大衆薬事業も営んできることから幅広い患者さんを対象にしていることが伝わってくる。また、「喜怒哀楽」というユニークな文言から真剣に生活ニーズを汲み取る姿勢が感じられる。一方、上記２社と比較すると、当社の理念は特徴がなく、海外展開している製薬企業であれば全て当てはまるような文言である。「健康」に当社としてどのように貢献したいのかという強いメッセージを加えるべきである。

(3) 戦略資産

戦略資産は、競合他社に模倣されることが無く、経済的価値を創出することのできる資産のことである。
当社の戦略資産は、医薬品を創出する「研究開発力」と「国内・海外販売力」で



ある。研究開発力：特に泌尿器・炎症免疫・消化器・感染症領域での研究開発力である。技術では、旧山之内の化合物最適化技術と旧藤沢の天然物探索技術とが融合され研究力が強化されている。国内販売力：MR 数は国内企業トップの 2,500 名を擁し、主要領域全てを網羅している。海外販売力：現在、国内企業で海外売上高比率が 40%を超えているのは、当社、エーザイ、武田の 3 社のみである。特に、当社の販売網は、北米・欧州（22 ヶ国）・アジア（6 ヶ国）をカバーしている。以上の中核技術が、情報システム・連携システム・関連資産を補完されることで上記の競争優位の源泉となり、海外売上高比率 43%の国内マーケットシェア第 2 位の地位を確立している。

当社は、国内企業と比較すると重点領域での「研究開発力」と国内・海外での「販売力」が戦略資産となっている。しかし、研究開発力については、最近の上市された新製品数から言えば、外資メーカーと比較すると競争優位ではない。販売力については、国内は多領域にまたがっているため、MR 数だけでは販売力の強さを表さない。よって、2,500 名の MR を領域・エリア・施設に最適に配置できるかが今後の課題である。北米・欧州を中心とした販売力に関しては、現在は「病院」中心であるため、今後は「一般開業医」までフォローできる販売網の整備が必要となる。競争優位の国内・海外での「販売力」は有用な自社開発医薬品の継続的な投入なくして維持・強化することが出来ないため、海外販売網を強みとする当社にとっては、更に「自社開発品早期創出」が生命線となる。また、今後は「事業システム」でも後述するが、一社で創薬・開発を賄うことが困難となっているため、「関連資産」となる有望な企業との水平提携による新薬創出の事業システムそのものを競争優位にまで高める必要がある。

(4) 企業成長戦略

2006 年 10 月、当社は 2010 年中期経営計画を発表している。数値目標は、昨年から下方修正されて、売上高：1 兆 600 億円、営業利益：2,800 億円、ROE18%、DOE8%となっている。下方修正の要因は、特許喪失している「ガスター」「ハルナール」の売上減少が大きいことが主なものである。数値目標のためのアクションプランは以下の 4 項目となっている。

①移植・泌尿器領域において海外においても研究・開発・製造・販売の一貫性体制を拡大し、更に製造原価率・販売管理費を削減することで継続成長を目指す。

②日・米・欧・アジアでの売上・利益の拡大によりグローバル事業の拡大を図る。

③成長のための事業投資、積極的な株主還元を通じた株主資本の適正化により資本効率の改善

④重点プロジェクトの臨床開発の加速、アライアンス活動の積極的展開、創薬研究戦略として質・量の両面などからパイプラインの充実を図る。

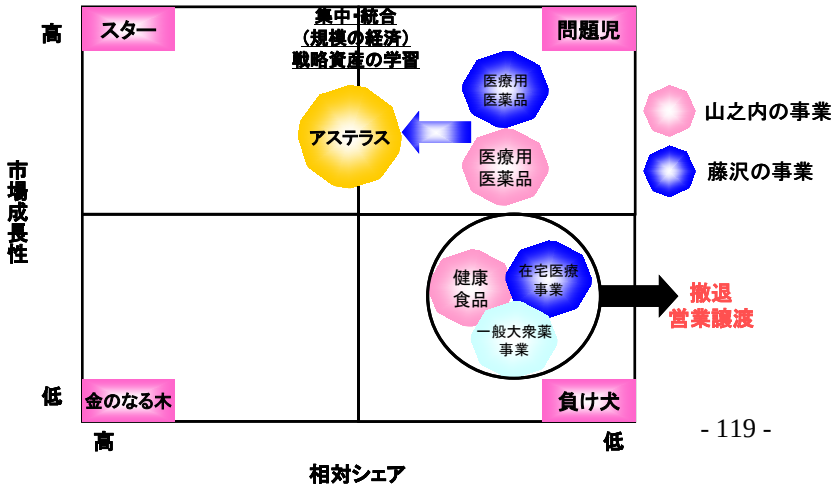
柱となる戦略は網羅されており評価できる。一方で、2010 年までの国内での売上高拡大は課題が残っており戦術レベルでの更なる検証が必要である。また、アクション④が順調に推進されるかが将来への企業存続に関わるキーとなる。アクション③については、「経営管理指標」で後述するが、役員へのストックオプション導入、世界トップ 10 を経営者も

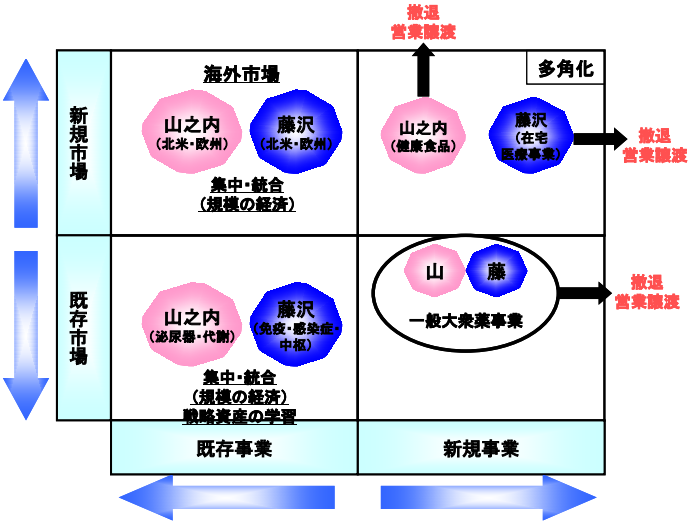
目標と掲げていることから､株主価値向上への意識･アクションは取られているといえる。一方で、医薬品という「生命関連製品」を扱う企業であるため、株主価値偏重にならないようにステークホルダー間のバランスを取りながら企業価値向上をはからなければならないだろう。

(5) 企業変革

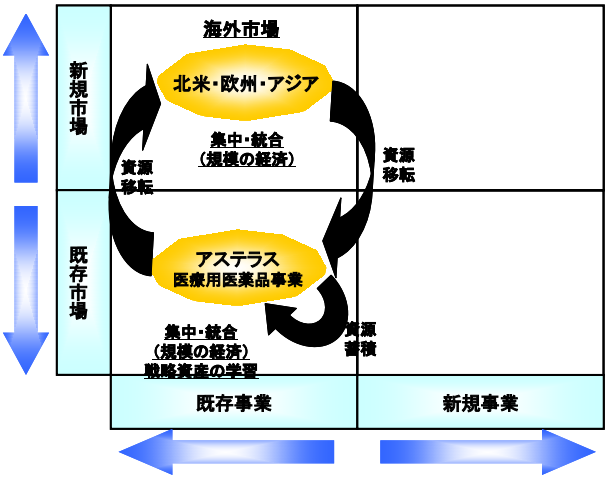
ジョン・P・コッターによる「企業変革力」による８段階の変革プロセスを下記に示す。
①危機意識を高める
②変革推進のための連帯チームを築く
③ビジョンと戦略を生み出す
④変革のためのビジョンを周知徹底する
⑤従業員の自発を促す
⑥短期的成果を実現する
⑦成果を活かして、さらなる変革を推進する
⑧新しい方法を企業文化に定着させる
以上の８段階のプロセスのうち当社が実行していることは、①危機意識を高める、④変革のためのビジョンを周知徹底する､⑧新しい方法を企業文化に定着させる､の３つである。合併という大きな変化によって危機意識を高めていると考える。しかし、医薬品企業は、収益性が高いために将来の特許喪失による売上減少の危機感を実感できている従業員は少ないと考える。全社でのビジョン説明会などを実施、執行役員による戦略説明を各営業所単位で行われている。役員自ら説明に回ることに対しては、評価できる。しかし、ビジョンが非常に遠くに感じられるもので実現させるための戦略が見えないことが課題である。危機意識を高めるプロセスを踏みながら、将来への不安による人材流出を防ぐために明るいビジョンを説明しており、最終的には打ち消しあっているように推測される。新しい方法を企業文化に定着させることは、「アステラスとして最適なことを考える」という言葉・メッセージは伝えられている。新社名変更していることからも新しい方法の浸透・定着へのプロセスに対して評価することが出来る。文化定着させるには時間が必要であることから、継続的な取り組みが必要である。ビジョン実現のためには、どのように製品ラインアップを充実させることができるのかにかかっている。

(6) 事業ポートフォリオ





上記の左図は、縦軸に市場成長性、横軸に相対シェアを取ったポートフォリオである。統合に至るまで、旧山之内では医療用医薬品事業と関連事業（健康食品・一般大衆薬事業など）を、旧藤沢では医療用医薬品事業と関連事業（在宅医療事業・一般大衆薬事業など）を営んでいた。しかし、統合にあったって医療用医薬品事業に特化するため、関連事業は全て撤退による営業譲渡を行っている。医療用医薬品事業は両社が統合することでマーケットシェア 7.3%となっている。これは、トップの武田薬品の 7.8%について国内第 2 位となった。世界でのマーケットシェアは第 17 位となっている。



右図は､アンゾフのポートフォリオを表しているが、前述したように関連事業からの撤退により、既存事業・既存市場の医療用医薬品事業に特化していることがわかる。また、既存事業・新規市場では両社が北米・欧州・アジアでの事業展開をしていたため､それぞれの統合により海外事業展開が強化されている。日・米・欧の 3 極において、資金・自社製品の資源循環を図っている。

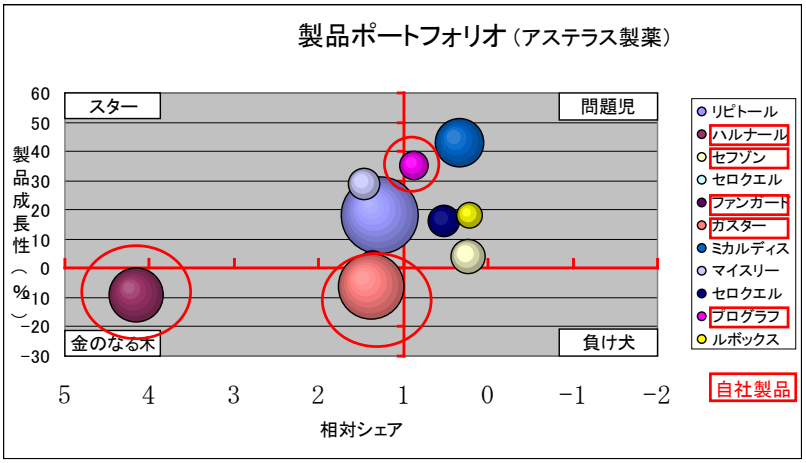
世界最大の規模をもつ米国市場では、「移植」「循環器」「皮膚科」「感染症」などの専門医フランチャイズ（研究・開発・生産・販売の一貫体制）4 領域に特化している。現在は、病院セグメントを中心に展開しているが､今後は一般開業医への進出が課題となっている。欧州市場では、18 カ国に構える販売拠点をベースに、「泌尿器」「免疫（移植）」「皮膚科」領域でのリーディング・カンパニーとして、効率的かつ持続的な販売体制の整備を図っている。高い市場成長率を誇るアジア市場では、「泌尿器」「移植」の 2 大フランチャイズ領域への資源の集中を図っている。

当社の事業ポートフォリオ戦略は、既存事業である医療用医薬品に特化し、尚且つ北米・欧州・アジアでの事業展開である。単一事業に特化しており、研究開発費を捻出するためには一定以上の利益創出が必要であり、「スター」のポジショニングを目指さなければならない。一方、アンゾフのポートフォリオでは、既存事業・新規市場である「海外」事業展開が国内企業にとっては競争優位のポジショニングとなっている。しかし、「海外」事業を維持・拡大していくためには、有用性の高い自社開発品（資産）を定期的に投入していかなければならない。

(7) 事業ポートフォリオ・マネジメント

当社は医療用医薬品事業の単一事業のみであるため、当項目では製品ポートフォリオ・マネジメントについて検証することとする。当社は、所在地セグメントでは、日本・北米・アジアの 4 極体制をとっている。また、領域では「移植」「泌尿器」「循環器」「感染症」「腎・癌」を重点領域としている。図は、当社の売上高 100 億円以上の製品ポートフォリオを表している。赤で囲まれている「ガスター」「ハルナール」「セフゾン」「プログラフ」「ファンガード」は自社開発品である。

前提条件：バブルサイズは年間売上高を表している、横軸の相対シェアはトップシェアの自社製品とシェア２位の他社製品又はトップシェア製品と当社製品とを比較している、縦軸の製品成長性は 2005 年度の前年比を表している。



自社製品の「ガスター」「ハルナール」「セフゾン」は国内での特許は既に失効しており、後発品にも進出されており今後伸びることは期待できない。よって、「プログラフ」「ファンガード」を早期にスターに引き上げるとともに、導入品であるスターにポジショニングしている「リピトール」を更にシェア拡大させなければならない。また、現在、「問題児」にプロットされている「ミカルディス」は、競合品との差別化を浸透させることで早期に「スター」へ持っていかなくてはならない。「プログラフ」「ファンガード」「ミカルディス」の早期の「スター」へのシェア拡大は、他製品の売上減少を補完する以上に拡大させなければならないため、スピードの「時間優位」戦略が必須となる。現在は重点領域といえども主力品単剤での販売がほとんどであり、同領域・疾患での販売シナジーは効いていない。実際の疾患治療は薬剤単剤では完結しないケースが多く、他社製品と併用されているケースが多い。よって、複数製品の大規模臨床データ（エビデンス）を確立して当社製品を 1 疾患に複数投入することで、競合品が単剤で参入してきた際、「買い手」の切り替えコストを高めることに繋がると考える。処方状況を見据えた製品ラインアップを整えることが今後の課題となる。

(8) M&A

旧山之内は、主力品の「ガスター」が特許喪失し、尚且つ「ハルナール」が 2005 年 7 年に特許喪失を控えていた。また、旧藤沢は売上高トップのグローバル製品である「プログラフ」の特許喪失が 2008 年に迫っていた。一方で、両社の開発品は従来品の追加適応・導入品以外には、旧山之内の「ベシケア」が申請段階を迎えているに過ぎなかった。特許喪失による売上減少を補完するだけの開発候補品が不足しており、三角合併規制緩和も近づいており、買収リスクも高まることから 2005 年 4 月に国内大手製薬企業では初の合併に踏み切っている。外資製薬企業が M&A を繰り返し、メガ企業へ規模拡大を図っている中で、国内企業は独立して存続していられると考えられていた。要因としては、

2003年3月（単位：億円）	旧山之内製薬	旧藤沢薬品	単純合算
売上高	5,066	3,821	8,887
営業利益	1,057	621	1,678
経常利益	1,038	615	1,653
当期純利益	599	286	885
総資産（03年9月末）	8,905	5,084	13,989
時価総額＊	11,820	7,979	19,799
存続会社	山之内製薬		
合併比率	1.00	0.71	

＊2003年9月30日時点における発行株式数（除く自社株式）と2004年2月20日時点の株価から算出

米国市場が自由薬価制度により高薬価を設定し、一方で特許喪失と同時に後発品（ジェネリック）が発売され、一年後には 80～90%まで売上減少する市場である反面、国内市場は後発医薬品（ジェネリック）の脅威が少なく新薬創出への危機感が薄かったと推測される。国内において後発医薬品が浸透していなかった要因は、国民皆保険であったため保険支払者が薬剤費低下を推奨していなかったため、安全性・有効性といった信用が確立していた先発品が処方されていた。需要が少なかったため、後発品企業は小規模で製造技術も未熟であったため、製品の信頼性は低かったためと推測される。当社は、株式時価総額で旧山之内製薬が上回っていたため、合併比率は旧山之内：旧藤沢＝1：0.71 であった。よって、手続きが煩雑な「新設合併」ではなく山之内製薬を存続会社とした「吸収合併」の選択をとっている。合併比率が異なることから、法律上は「吸収合併」であるが表向きは「対等合併」とアピールしている。合併比率を変えて吸収合併を選択したことは、合併発表後の 2004 年 3 月時の株価が前年度と比較して 15.8%増加していることから、山之内製薬の株主を意識した戦略であると推測される。新会社として新たなステップを切るために新社名「アステラス製薬」としている。旧社はそれぞれ歴史があり会社名も顧客に浸透していたため、短期的には新社名に変更することは認知度低下などからデメリットになると想定される。しかし、新社名への変更を決定した背景には、古い体質・やり方を一新し新たな新社へスタートを切ることを社内外にメッセージを伝えるため、また対等に会社を改善していくという強いメッセージであると推測する。

合併により規模の拡大・収益性の向上を通じて、医療用医薬品事業に特化して更に強化する、また革新的な新薬の創製・開発能力のより一層の強化である。期待されるシナジーとしては、次のような点が挙げられる。

① マーケティングシナジー：完全な製品領域補完（旧山之内：泌尿器・循環器・消化器、旧藤沢：免疫炎症・感染症・中枢神経）

領域が重なっていないため、販売する製品がほぼ全製品統合後も使用できる。

② 販売シナジー：国内営業力の強化拡充（両社合計 MR2,500 名体制国内第二位：トップはファイザー3,000 名）・グローバスプレゼンスの拡大

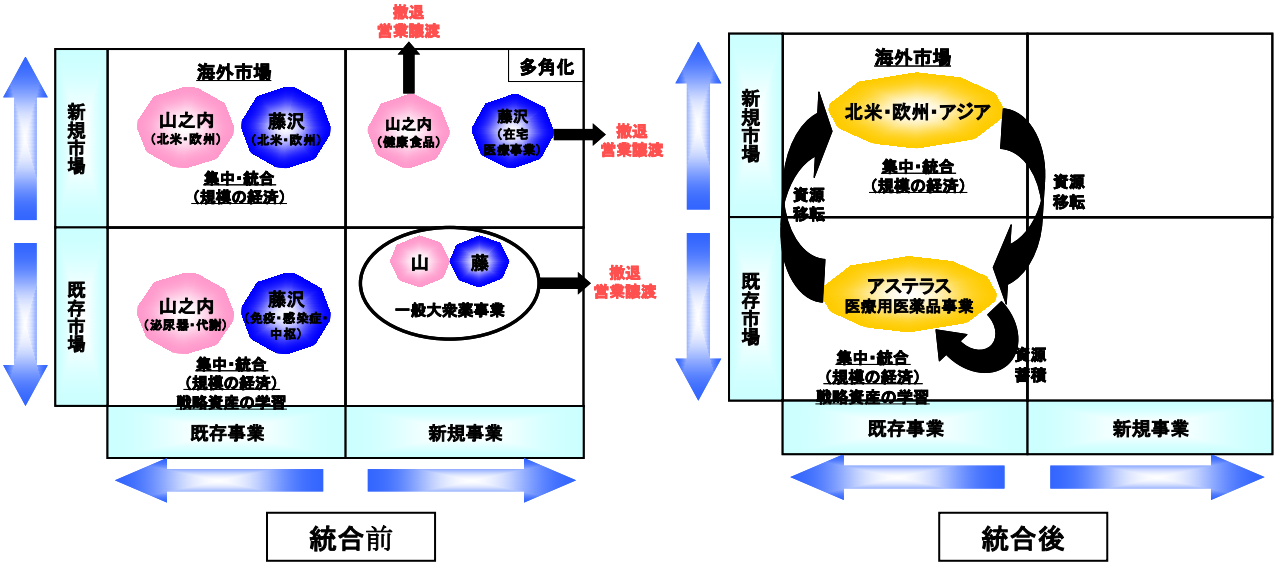
旧社それぞれの得意領域で、お互いの製品の販売拡大を図ることができる。また、海外では、旧藤沢は「北米」、旧山之内は「欧州」を得意エリアとしているため、互いに補完強化することができる。

③研究開発シナジー：研究開発力の一層の強化

当社の合併判断は、主力品の特許喪失時期を考慮に入れて、国内企業で先陣を切って行ったことに対して、スピード・タイミングともに「時間優位戦略」であったといえる。期待されるシナジーの中で、マーケティングシナジー・販売シナジーについては今後効果が出てくると推測される。一方で、研究開発シナジーについては、研究開発に 10 数年を要する医療用医薬品の特性から 2010～2015 年にならないと成果の判断はできない。また、両社の研究開発候補品不足は統合では解決されない課題でるため、2010 年までの主力品特許喪失による売上高減を補完する導入品契約が必須となる。2010 年時点で研究開発に成果が見られないようであれば、開発品を保有している企業の買収も選択肢となる。

(9) 提携戦略

一般的に提携戦略には「集中・統合」「学習」「補完」の 3 タイプがある。マーケットシェア獲得目的で「規模の経済」を追求させるために、「集中・統合」により提携での「中核的地位の構築」を行うことができる。戦略資産・資源の不足を補うために外部からの「補完」により競争優位源泉の増強を図り「新事業創造」に結びつける。戦略資産格差の埋めるために、戦略資産の「学習」により競争優位源泉の増強を図り、新たな戦略資産獲得させることができる。以上の 3 タイプの戦略提携により、ビジョン達成のための競争優位性を獲得させることができる。



上の図は、アンゾフのポートフォリオでアステラス製薬の戦略提携を表したものである。統合前には、それぞれの企業が「健康食品」「在宅医療事業」「一般大衆薬事業」など医療関連事業を展開していたが、合併前後に全て撤退している。お互いの企業が海外販売網を保有していたことは非常に強みとなり統合・集中させたことで更に競争優位源泉となっている。合併の戦略提携の位置づけは、戦略資産の「集中・統合」「補完」「学習」が目的である。海外の北米・欧州での生産・開発・開発拠点の集中・統合、研究開発における山之内の化学合成技術・遺伝子解析、藤沢の醗酵技術・タンパク解析それぞれのノウハウを「学習」することで新薬創出のスピードを高めることが目的となっている。更に、コスト優位性を強化するために人件費・固定費を削減することで莫大な研究開発費を捻出させることも重要課題となっている。得意領域は、旧山之内が「泌尿器・循環器」、旧藤沢が「感染症・免疫・中枢」であり、それぞれの領域に投入している製品を「補完」し合うことが期待されている。医療用医薬品の研究開発に特化するために、「在宅医療事業」「一般大衆薬事業」「健康食品事業」などは営業譲渡し撤退した。国内大手メーカーで、医療用医薬品事業一本に特化しているのは当社のみである。統合後は、それぞれの戦略資産を「統合集中」「補完」「学習」して、価値の最大化を図り、創出した資産・資源を国内で蓄積、又は海外に移転させながら、新製品早期創出・売上の最大化を図っている。

3.2　事業レベル（事業戦略）

3.2.1 競争優位・競争優位源泉

当社の競争優位のタイプは、「独自優位」と「コスト優位」の両方を有している。製薬企業にとって生命線は、独自性のあるプロダクトを有していることである。当社にとっての独自優位のプロダクトは、世界戦略品のプログラフ（免疫抑制剤）・ベシケア（過活動膀胱治療剤）・マイカミン（抗真菌剤）・ハルナール（排尿障害治療剤）である。泌尿器・炎症免疫・糖尿病・中枢・感染症を中心とした「研究開発力」、また、泌尿器・免疫・感染症・外科・中枢と「幅広い領域での強力な販売力」も独自優位である。国内市場は、医療費抑制策によりほぼ 6 兆円で横ばいとなっている。また、ファイザー・グラクソ・アベンティスなど世界のメガファーマの新製品投入も激しくパイの食い合いとなっており、海外進出できているかが生命線となっている。国内医療用医薬品メーカーの中で、海外売上高比率 40%以上の企業は、武田薬品・エーザイ、そして当社の 3 社のみである。よって、「海外販売網（北米・欧州・アジア）」を保有していることは、製品の売上最大化につながり、マーケットシェア拡大に直結している。当社の国内マーケットシェアは 7.3%で、トップの武田薬品の 7.8%に次いで 2 位となっている。「海外販売網」を有していることから、一定以上のマーケットシェアを確保でき「コスト優位」を実現している。製薬企業にとって規模拡大するためには、自社開発品の創出が必須であるため、一定割合以上の研究開発費を投入し続けなければならない。当社は、研究開発費に売上高比率 16%を投じており、業界平均は約 15%となっている。よって、売上規模が大きく、コスト優位である企業でなければ、巨額の研究開発費を投じることは出来ない。

3.2.2 競争戦略

(1) 時間優位戦略

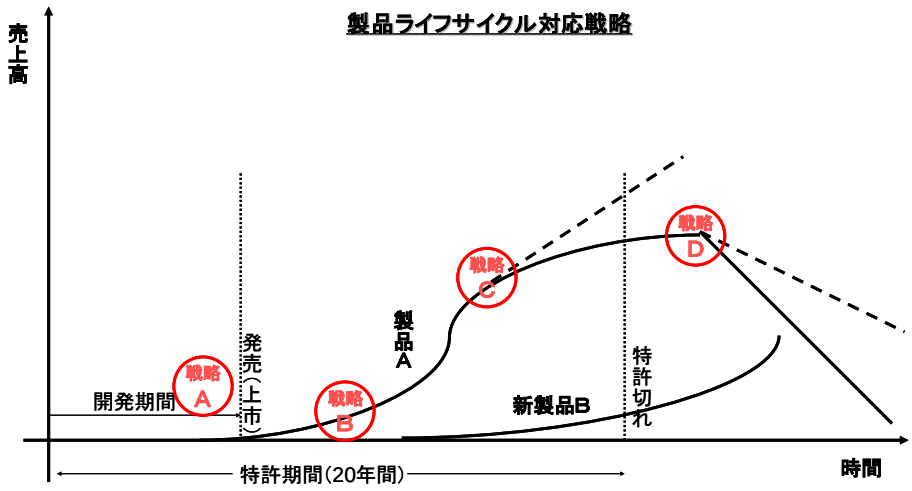
医療用医薬品業界にとって、①自社開発品の創出困難性、②医薬品には特許期間がある、③国内においては、医療費抑制策により 2 年に一度薬価引き下げ（平均 5%引き下げ）がある、④競合他社の同領域での開発品状況、以上 4 点により、時間優位戦略のうち特に「スピード」が求められる。「タイミング」については、要因④の競合他社の開発品状況が当てはまる。競合他社の開発品の有用性が極めて高いと判断されれば、例え上市できたとしてもシェア拡大は望めないため、開発途中で断念するケースがある。断念するタイミングは、その後の資源投入を回避するため非常に重要な決断となってくる。要因②の特許期間については、開発段階から特許喪失まで一般的に 20 年となっている。そのため、いかに開発スピードを上げて、いかに早く上市（発売）させるかが、その後の売上最大に大きな影響を及ぼしている。開発期間の短縮については、国内においては 2 点の抑制要因と考える。

第 1 は、国内の臨床試験（治験）の実施が医療機関・医者の働く体制に組み込まれていない、などの治験体制の未熟さにより開発期間が海外に比べて延長傾向となっている。国内では、治験専門の医者を配置していないため、臨床をやりながら治験を実施するため優先順位が上位ではない。また、国民皆保険であるため医療が金銭的に受けられない人々が、民間保険主流のアメリカより少なく、治験参加への患者への報酬がほとんど無いため、患

者組み込みが進まないのが現状である。そのため、海外での研究・開発網を保有している国内メーカーは、海外での治験を早期に実施し、世界に先駆けて海外で最初に発売するケースが増えている。当社が本年度に国内新発売した「ベシケア（過活動膀胱治療剤）」もすでに世界約 30 カ国で発売していた。

第 2 は、開発段階を短縮させることにはリスクも伴う。本来、製品のポテンシャルを最大化する適応症・用法・用量の承認を獲得させることが理想となる。しかし、全ての試験に有用性が認められるとは限らないため、再度試験を実施しなければならないケースも発生してくる。スピードを重視すると再試験を断念して適応症を縮小して発売するケースもある。発売後、早期に対象患者への処方を獲得して売上の最大化を図る際に、医薬品の適正使用がおろそかになる、または開発段階での臨床試験では限定された患者を対象としているため、発売後日常診療で様々な背景を持つ患者に使用した場合、未知の副作用が発生するケースがある。その際は、重篤なものであれば「緊急安全性情報」が厚生労働省から出されると、医薬品の「禁忌」項目が増え、処方対象患者が大幅に狭められ、ライフサイクルの短縮を招くことがある。以上のことから、開発段階での撤退判断の「タイミング」、研究開発期間短縮のための「スピード」、そして発売後の早期売上最大化の「スピード」の 3 ポイントの時間優位が大切な要素となっている。尚且つ、適正使用も含めた安全性の追求も長期的製品ライフサイクルを考慮したうえでは極めて重要となり、時間優位とのバランスを取ることが重要である。

(2) ビジネス・ライフサイクル対応競争戦略



当社は、医療用医薬品の単一事業を営んでおり、独自性のある製品にビジネスが依存している。そのため、ビジネス・ライフサイクルは医薬品自体の製品ライフサイクルの集合体と考える。よって、右の図に医薬品の製品ライフサイクルと対応した戦略を示す。医薬品の製品ライフサイクルに対応した戦略の目的は、①プロダクトの売上最大化、②ライフサイクルの延長、の 2 つである。この 2 つの目的を達成させるために図内に示した 4 つのタイミングでの戦略がある。以下に 4 つの戦略について具体的に説明する。

1）戦略 A：早期発売のための研究開発期間短縮のための戦略である。

2）戦略 B（導入期）：発売後早期に立ち上げる・浸透させる戦略である。

3）戦略 C（成長期）：製品の売上最大化を図る戦略である。売上を最大化させるためには、

大きく２つの戦略がある。一つ目が、製品の処方対象患者さんを拡大させるために、可能性のある疾患に対しての「適応拡大」試験を行い、適応追加を図ることである。具体的には、当社主力品である免疫抑制剤「プログラフ」は、移植領域の他に、アトピー性皮膚炎・重症筋無力症・リウマチなどの自己免疫疾患に対して適応症を拡大している。二点目は、海外の販売網に投入して、世界の患者さんに提供することで売上を拡大させることである。特許期間は、限られているため期間内にいかに売上を確保できるかが生命線となる。獲得した売上は、次の世代を担う製品の研究開発費として投入される。獲得売上が少なければ、投入資金も限られ、研究開発に支障をきたすことになる。

4）戦略Ｄ（成熟期）：製品ライフサイクルを延長させる戦略である。成熟期は、特許喪失の時期であり期間喪失後投入される後発品との戦いの期間である。ライフサイクルを延長させるためには、従来の製品に付加価値を添付させることである。付加価値としては、患者さんの QOL を向上させるため「口腔内崩壊錠（水なしで口の中で錠剤が溶け飲みやすい）」、「液剤」など剤型に付加価値を添付する戦略が多く取られている。剤型変更により特許期間が新たに設けられライフサイクルが延長することとなる。新剤型の製品の申請・承認については、従来品からの切り替え期間も鑑みて特許喪失の最低でも１年前までに発売しなければならない。万が一、特許喪失時期と重なるならば、後発品発売時期と重なり、後発品への切り替え機会を創出してしまうことになる。製品Ａのライフサイクルを延長させる戦略とともに、次世代の製品 B の研究開発を早急に進めなければならない。万が一、開発段階に製品Ｂに当たる候補品がないならば、外部からの導入品を検討しなければならない。

(3) リーダー企業チャレンジ戦略

医療用医薬品業界の場合、全領域でのマーケットシェアにおける競合企業であっても、実際は投入している製品の領域での戦いであって、領域が重ならなければ直接戦うことはできない。武田薬品とは、高血圧治療剤（ARB）、胃酸関連疾患治療剤の２領域で重なっている。その他領域では、１領域に特化した専業メーカー、外資メーカーなどが競合企業となっている。一方で、重点領域・進出領域については、研究開発に１製品 10～15 年は最低でも時間が必要となるため、領域選択の重要な決定には長期的な予測が不可欠となる。研究開発力は、必須の独自優位の戦略資産であるが、一朝一夕で強化させることは困難である。統合後１年半が経過しているが、統合効果が表れるまでにはしばらく時間がかかると想定されるため、課題と戦略選択肢を下記の項目毎に示す。

① 続的競争優位：当社は2005年４月に山之内製薬と藤沢薬品が統合し設立されている。研究・開発・生産・販売を統合することでコスト競争力を強化している。チャレンジャー企業として、両社の独自性のある製品群を補完し、更に重点領域の泌尿器領域に新製品「ベシケア」を投入し、国内トップの武田薬品を逆転することを狙っている。しかし、課題としては、「特許喪失、また喪失間近の大型自社開発品が多い」「開発段階フェーズⅡ以降に新規自社開発品がない」が挙げられる。合併による研究開発ノウハウの「学習」が成果（新薬創出）に結びつくには、最低でも 5～10 年かかるため、持続的競争優位を確立するためには、導入品契約・買収という外部資産による補完しか手段は無い。

② 争優位源泉の中和化：当社が、武田薬品の競争領域と重なる高血圧・消化器領域で販売力を強化する。医薬品卸の自販能力を最大限に活用するなどにより競争優位源泉を中和させる。また、重点領域の「泌尿器」「免疫」「感染症」「中枢」領域に導入品を投入し、圧倒的シェアを獲得させる必要がある。各領域への最適資源配分を早期に確立する必要がある。

以上より、「独自優位性の高い製品」が絶対的な競争優位を生み出していることがわかる。しかし、一朝一夕には開発出来ていないのが現状である。また、リーダー企業は国内では武田薬品であるが、世界売上高ランキングは 15 位に留まっている。ちなみに、統合した当社も 17 位であり、世界でのリーダー企業は「ファイザー」「グラクソ」などの巨大製薬会社となる。巨大製薬会社は、M&A により製品ラインアップに補完した多数のグローバル製品を国内に投入してきている。医薬品は世界共通の疾患・患者さんを対象にしているためグローバル製品であることから、ニッチ領域以外で生き残ろうとするならば、海外販売網を保有し、「独自優位性のある製品を持続的投入」を図らなければならない。生命線となっている「独自優位性のある製品の持続的投入」を実現させるためには、自社のみで賄うことは到底不可能であるため、外部との連携が重要である。今後は、外部との連携による資源補完が競争優位源泉にならなければならない。「アライアンス力」「販売力」を更に強化させなければならない。販売力は、早期に売上最大化させる能力であり導入品契約時にも有利に作用する。

(4) 防衛戦略

当社の防衛戦略は「構造障壁を高くする戦略」である。

①製品やポジショニングのスキマを埋める。医療用医薬品業界においては、防衛戦略として一番取られている戦略が、得意領域に新製品投入できない場合に導入品を投入し製品ラインアップを埋める戦略を取る。当社も「中枢領域」製品ラインアップ補完のために、「ルボックス（抗うつ剤）」「セロクエル（統合失調症治療剤）」を導入している。

②防衛目的から規模の経済性を高める。当社は国内大手医療用医薬品メーカーに先駆けて合併した。資源を統合・集中させることで「規模の経済性」を効かせて研究開発・マーケティングに資源投入を図っている。

チャネルは、ほぼ 3 社の大手医薬品卸（メディセオ・スズケン・アスフレッサ）に占められているため、独占するなどの行動をとることはできない。新規参入してくる外資メーカーなどに対しては、当社の卸内売上高構成比の高さから販売圧力をかけることが可能である。買い手の切り替えコストに関しては、切り替えは比較的容易であり障壁を高くすることは難しい。今後の展開としては、

・障壁を高めるために提携するか、または挑戦企業を吸収合併する。

・低価格薬価を自ら設定する（今後、薬剤負担を軽減させたい医療機関・患者のニーズが高まると想定される）。

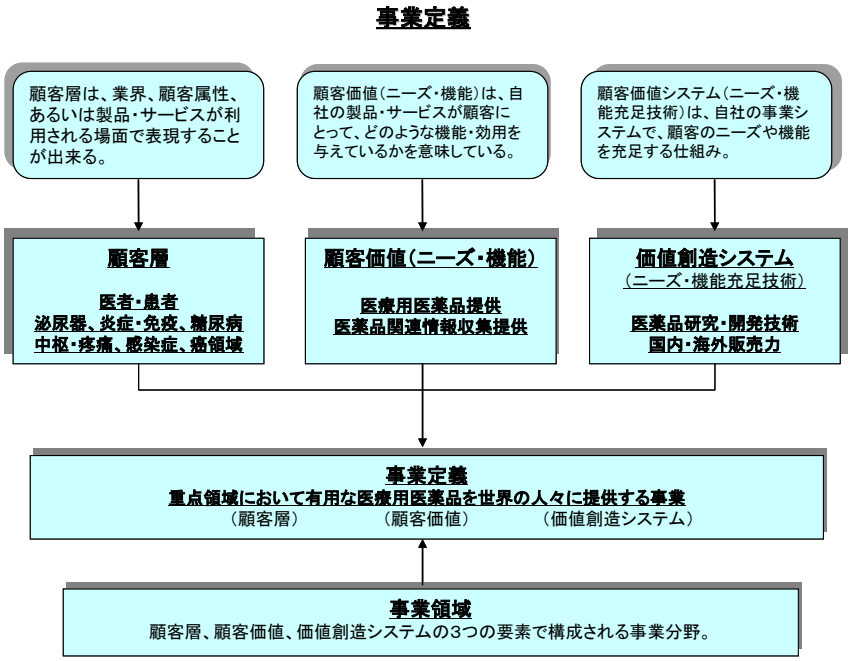
・競争激化が予測される領域へ MR 増強させ、販売力を強化させるとともに、競合企業に戦う意思表示を明確にする。

以上、規制が多い業界であるが、高薬価取得以外のプライシング、MR 活用以外の販売・情報提供方法を模索していかなければ、プロダクト以外の要素で構造障壁を高めることはできない。

3.2.3 事業定義

＜事業定義＞
「重点領域において有用な医療用医薬品を世界の人々に提供する事業」

＜事業領域＞
「顧客層」は、国内・海外（北米・欧州・アジア）の医者と患者である。特に、重点領域の泌尿器・免疫炎症・中枢神経・感染症・癌などの領域の顧客が対象となっている。
「顧客価値」は、有用な医療用医薬品の提供と付随する医薬品関連情報の収集提供である。医療用医薬品については、アンメットメディカルニーズ（既存薬の満足度・将来の治療動向）を充たす製品である。医薬品関連情報については、薬剤の用量・用法・副作用のフォローまでを含み、特に適正使用の浸透は副作用の発現を減少させることにつながる。



致命的な副作用は、患者さんへ不利益をもたらすとともに、製品ライフサイクルを著しく短縮させるため、適正使用浸透・副作用情報収集提供の重要性は高まっている。

3.2.4 顧客価値創造

顧客は、泌尿器・免疫・感染症・外科・中枢領域に携わる「医者」「患者」と幅広い顧客層となっている。顧客便益は、泌尿器・免疫・感染症・外科・中枢領域疾患に携わる医者に対しては、薬物治療の一助となる有用なプロダクト・情報を提供している。当領域の疾患を患っている患者さんにとっては、有用なプロダクトによって早期に治癒・改善することが出来る。また、患者さん自身の日常生活の QOL の改善を図ることが出来る。今後は、疾患・薬剤への正しい知識を患者さんに伝えるための市民公開講座・ポータルサイトの充実など、「患者」の便益向上が課題となってくる。価値創造システムは、有用なプロダクトを創出できる「研究開発力」と多領域の医者にプロダクト・情報を提供することが出来る国内外の「強力な販売力」となっている。

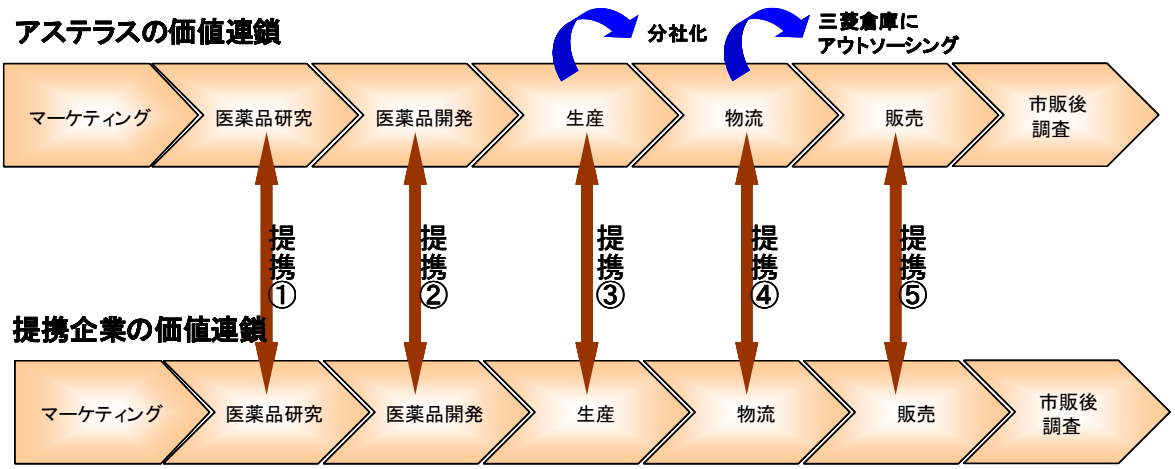
3.2.5 事業システム設計

現在、製薬企業は自社開発品創出が困難な状況となっている。よって、事業システムの価値提供バリューチェーンに投入する新製品が少ない。導入品であれば、バリューチェーンの途中段階（開発段階フェーズⅡなど）から投入されるケースが多く、フルに活用する必要がない製品も増えている。生産についても、特許喪失製品については内製化しておくメリットは少なく、一定以上の物量が消費されなければ生産効率が悪くなるためアウトソーシングされている。また、当社から医薬品卸までの物流機能は、三菱倉庫にアウトソーシングしている。開発で重要となる治験（臨床試験）については、治験受託企業（CRO）と提携しながら進めている。販売に関しては、導入品の一部は、開発メーカーと共同販売契約を締結している。以上、事業システムは他社との水平連携が多くなっている一方で、新製品開発には一層のスピードアップが求められているため「創薬」「臨床開発」「申請」「販売」の垂直連携も重要なシステムであることに代わりはない。

3.2.6 連携システム（内部・外部、水平・垂直連携）

・内部垂直連携：当社にとって、新薬早期創出は最重要課題となっているため、研究・開発・営業の３部門の連携は密でなければならず、例えば開発部門における臨床開発試験は、営業部門が日頃からコンタクトを取っている医療機関に対して、早期契約・早期症例組み込みのフォローを MR も担っている。３部門の垂直連携によってスピードが加速し、研究開発期間短縮などの優位性が生まれる。
・内部水平連携：当社は単一事業のため内部水平連携は行っていない。
・外部垂直連携：当社のバリューチェーンのうち、外部委託しているのは物流部門のみである。医療用医薬品のノウハウ蓄積・規模の経済性を効かせたい三菱倉庫にアウトソーシングを行っている。
・外部水平連携：当社は研究・開発・生産・販売において外部企業と水平連携を行っている。

水平連携システム

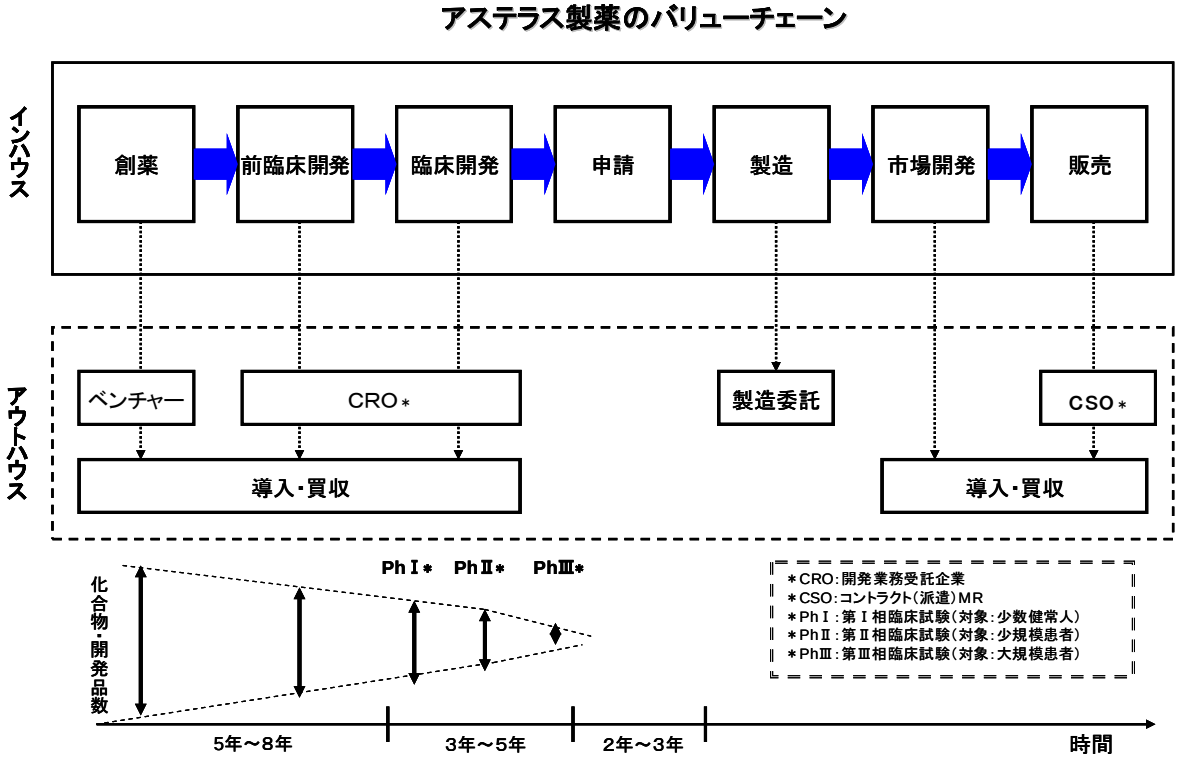


・提携①:ベンチャー企業・大学等との研究提携
・提携②:医薬品の治験を治験実施企業に委託
・提携③:抗生物質の原末等をアウトソーシング
・提携④:物流(当社から医薬品卸まで)をアウトソーシング
・提携⑤:導入品等のコ・プロモーション、販売委託・受託

上記の図は、当社の垂直連携システムと他社との水平連携を表した図である。医薬品研究については、一般的に化合物 100 万個に 1 つの確立で製品として上市（発売）出来る、と言われているほど新薬創出の確立は低く、尚且つ 10 年～15 年の歳月がかかる。そのため、研究に関しては、医薬品の種となる化合物・天然物のライブラリーが充実している企業、医薬品研究に特化したベンチャー企業、また大学などと提携を図っている（提携①）。医薬品開発については、治験サポート会社と提携しながら臨床試験を進めている（提携②）。生産に関しては、特許喪失した製品に関しては内製化し情報流出を保護する必要性がないため、効率性を追求して一部アウトソーシングしている（提携③）。当社から医薬品卸までの物流機能は、三菱倉庫にアウトソーシングしている（提携④）。販売に関しては、基本的には泌尿器・消化器・内科・外科・中枢領域などに販売網を構築しているが、導入品の一部に関しては開発会社と共同販売（コ・プロモーション）を行っている。また、海外では、製品の一部を現地の製薬会社に販売委託している。

当社は、新薬早期創出のため、製品ラインアップ補完のために水平連携を行っている。販売については導入品のコ・プロモーションの場合、ディテール回数・売上高などの条件項目で契約している。世界的に開発品が不足しているため導入品契約についても競争が激化している。必然的に好条件での契約は困難である。結果として、契約のディテール回数を達成させるために、販売行動が誘導されるケースが多く、利益率・ライフサイクル・競合状況などに応じた自社独自の販売活動が難しい状況に至っている。よって、単に導入品で収益を補完することは一時しのぎに過ぎない。今後は、創薬・開発における有望な外部企業との提携による創薬創出事業システムを競争優位のレベルまで強化しなければならない。

3.2.7 機能別（主要活動）戦略：生産、購買・出荷物流、研究・開発、調達、マーケティング、販売、顧客対応・サービス



上記図は、当社の新薬創出までのコア業務のバリューチェーン（一部将来予想含む）を表している。バリューチェーンで流される化合物・開発候補品・プロダクト（製品）は、医薬品の特徴上チェーンを流れるにつれて数が限られてくる。よって、今後はアウトソーシング可能な業務はアウトソースしていくことになる。現在、製造後の医薬品卸までの製品物流に関しては、「三菱倉庫」に全面的にアウトソースしている。各部門について見ていくと、まず「創薬」では新規化合物探索などを行うが、化合物は新薬の種であり、一社でのライブラリーは限られているため「ベンチャー」との提携、又は化合物・開発候補品を保有している企業の買収・または開発品導入などを積極的に行っていく。動物を対象とした非臨床試験である「前臨床開発」、次にヒトを対象とした臨床試験である「臨床開発」が行われる。臨床試験は、第Ⅰ相臨床試験（少数の健常人を対象とした）・第Ⅱ相臨床試験（小規模の患者を対象とした）・第Ⅲ相臨床試験（大規模の患者を対象とした）の三段階のステップを踏まなければならない。期間は、第Ⅲ相臨床試験終了までに 10～15 年の長い時間を必要とする。臨床試験は、病院での臨床試験業務を CRO（開発受託企業）にアウトソーシングしている。この開発段階での費用が高騰しているため、研究開発費全体を押し上げることになっている。「製造」に関しては、2005 年 4 月に施行された「改正薬事法」により、従来は製造から販売まで一貫して行わなければならなかったが、「製造」と「販売」を分離することができるようになった。これにより、部門によっては効率化を図るためにアウトソーシングが可能になった。欧米の企業は、承認許可制度は「販売に対する承認」

が通常であるため、以前よりアウトソーシングするなど効率化を図っていた。当社も、旧藤沢は 2005 年より生産部門を分社化、旧山之内は統合時に生産部門を分社化している。また、特許喪失している製品に対しては、積極的に「製造」を外部企業に委託するようになっている。製造の分社化・外部委託により製造原価の低下を図ることができている。

「販売」については、当社の強みである国内トップクラスの MR2,500 名体制をとっている。海外では、北米・欧州・アジア（一部）での販売網を構築している。一方、現在は活用していないが、今後新製品立ち上げの際、MR 数が不足する場合には CSO（派遣ＭＲ）による補完も必要となってくる。ベースとなる MR 数は現規模を維持しながら、新製品発時・重点領域以外での販売時などはタイミングよく CSO を活用する。また、販売活動は「医者」に対しては、①「MR による直接活動」と②インターネットを活用した「ポータルサイトサービス」が更に充実してくるだろう。特に 2005 年 4 月以降、病院においては個人情報保護法施行により医局内への「訪問規制」が厳しくなっており、タイムリーに医者と面談することが難しくなっているため、非 MR 販売活動の充実も営業力の一つとなってくると推測される。従来は、顧客といえば医薬品の処方権を持っている「医者」というイメージが強かったが、国内市場成長鈍化、医療費負担増による患者受診抑制などから、今後は「患者受診啓発」活動が重要になってくると推測される。「患者受診啓発」活動の一つとしては、DTC（Direct to Consumer：顧客への直接広告）として疾患ベースの受診促進 CM などが今後は活発になってくると考えられる。

製薬会社の中核となる「創薬」では、積極的にベンチャーとの提携・買収・導入という外部資産の積極的活用が必須となっている。関連資産として提携企業も含めた強力な事業システム構築が持続的新薬創出への課題となる。また薬事法改正により、効率的な製造などのアウトソーシングによりコスト削減を図っているが、更に外資メーカーに匹敵する財務体質強化を図っていく必要がある。また、販売は「医者」以外に「患者」に対しても更にアプローチを強化し受診促進を図ることが製薬企業の将来を見据えた役割となっていかなければならない。

4　戦略の評価と課題

	内容	促進要因	制約要因	重要度
1）資源要因（ヒト・モノ・カネ）	・MR2,500名体制、国内販売コ・プロモーション。統合により一部部門で人材重複。 ・特許喪失または間近の主力品が多い。売上を補完する開発品不足。 ・統合初年度FCF500億確保	・製品ラインアップが不足領域は導入品で補完（アライアンス強化） ・研究開発費1,400億（16.2%）積極投入	・自社開発品不足のため、導入品契約も厳しい状況。 ・大型製品の特許切れ間近 ・研究開発費用高騰 ・人材採用抑制	A
2）組織・人事要因	・合併後1年半経過のため組織変更が多い。適所適材配置は今後の課題。	・範囲職務給制度導入 ・職務発明報奨制度 ・ジョブ・チャレンジ制度導入	・企業文化の未醸成 ・人材重複部門での未調整	A
3）経営管理要因	長期的に世界トップ10入りを目指している。	・業績評価（2010年中期経営計画） ・報酬（株式報酬型ストックオプション導入） ・コーポレート・ガバナンス体制整備		A

4.1　資源（ヒト・モノ・カネ）要因

ヒトについて見てみると、国内販売に関しては 2,500 名体制で量的には問題ない。質に関しては、当社は多領域にまたがるため、最適な配置・更なる提供情報の充実などが課題となる。海外に関しては、「一般開業医」対象の販売網は不足しているため今後強化していく必要がある。スタッフ部門に関しては、統合により重複している部門もあり慎重に整理をしていかなくてはならない。モノについては、「開発品状況」で前述しているように不足している。よって、有望な導入品により一時的に補完するとともに、新薬創出の事業システムを早期に構築させなくてはならない。事業システムは、創薬・開発での提携会社も巻き込んでの競争優位となりうるシステム構築を目指さなければ為らない。カネについては、手元流動資金が 6,200 億あるため、現時点での資金不足はない。しかし、「開発品不足」で「手元流動性が潤沢」という構図は、株主からも理解が得られないと推測されるため、早期に上述している事業システム組み込みのための提携･買収企業に活用すべきであろう。配当・自社株式取得などへ投資は、現在も意識して行われているため今後も継続して実施する必要がある。以上の投資を行った後には、従業員に還元すべきであろう。統合により約 2,600 名に及ぶ人材が当社を去っているため、株主価値と同様に従業員価値向上も意識しなければならない。

＜促進要因＞

開発品不足を導入品などで補完する。

・1,400～1,700 億に及ぶ年間研究開発費を継続的に投入する。

・6,200 億の資金を有効に活用する。

＜抑制要因＞

・主力の免疫抑制剤「プログラフ」の特許喪失間近

・治験での症例組み込み費用が高騰しているため、研究開発費を圧迫

・統合により人材数を調整しているため、新卒採用も抑制している

4.2　組織・人事要因

組織・人事要因については、当社はこれから生き残りをかけて成果獲得をしなければならないため、適所適材の精神により組織・人事を構築しようとしている。適所適材とは、ポストの数は変えずに最適な人材を配置していくということである。よって、人事評価制度も 2005 年 10 月より従来の職能資格制度から範囲職務給制度へ変更している。制度上は、能力の高い人材は従来の制度よりも早く経営基幹職に登用されることも可能となった。しかし、制度変更しても運用する人材は変わっていないため、評価能力など未熟・評価軸が多く運用が難しいなど成果に結びつくまでには時間がかかる。細かな制度修正・マネージャー育成など課題が残っている。研究開発における促進要因としては、下記の「職務発明報奨制度」である。しかし、報酬だけで人材は動機づけられるわけではないため、報酬面とともにシステム・運用によって高い成果を生み出せる環境を創らなければならない。その他に、個人のキャリア設計を後押しする制度としてジョブ・チャレンジ制度がある。当面の短期的な人材ニーズを満たす社内リクルート制並びに社内フリーエージェント制に加

え、より中長期的な視点から人材を発掘・育成することを目的にグローバル・キャリア・エントリー制の 3 つの仕組みから構成されている。以下に目的を示す。
・社員に対する職務（ジョブ）選択の自由度を高めることにより、 自己開発・成長意欲の促進及び組織の活性化を図る。
・高いパフォーマンスを発揮し、ポテンシャルを有する人材を全社のフィールドから発掘し、育成及び活用を図る。
・会社として職務給への移行を進める一方で、個人に対するチャレンジ・ストレッチの機会を拡大することにより、組織ニーズと個人ニーズのバランスを図る。

一方で、適所適材への抑制要因としては、制度はある程度構築されているが、適正に運用できるまで人材が理解できていない。また、評価・運用については未熟なところがある。部門によっては重複しているため、職種間の移動がジョブ・チャレンジ制度で実現するためには時間がかかると推察される。
＜促進要因＞
・職務発明報奨製度
当社は、研究者が製品に結びつく発明をした際、売上見込み額に基づいて早めに奨励金を支払う職務発明報奨制度を導入している。医薬品の開発にかかる期間は長期にわたるため、少しでも早めに報奨金を払い研究者のモチベーションを上げるのが目的となっている。
・範囲職務給制度
・ジョブ・チャレンジ制度
＜抑制要因＞
・部門によって人材重複が未調整である。

4.3　経営管理要因：業績評価・報償など

2006 年 10 月、当社は上記の 2010 年中期経営計画を発表している。数値目標は、売上高：1 兆 600 億円、営業利益：2,800 億円、ROE18%、DOE8%となっている。数値目標は明確となっている点は評価することが出来る。促進要因として、評価機能として取締役のストックオプション制度を導入しているため、経営目標達成への経営陣のモチベーションは高まると考える。また、社外取締役も含めたコーポレート・ガバナンス機能も整備しているため、今後は適正にバランスを考慮した実際の運用が課題となる。
＜促進要因＞
・株式報奨型ストックオプション制度：当社は、株価・業績への感応度をより引き上げ、株価上昇によるメリットと株価下落によるリスクを株主と共有し、企業価値向上への意欲を高めることを目的に取締役にストックオプションを導入している。
・コーポレート・ガバナンス整備：当社は、企業価値最大化を目指した経営の推進、経営の透明性の確保、社会に対するアカウンタビリティ向上を基本方針として、コーポレート・ガバナンス体制の整備に取り組んでいる。
＜抑制要因＞
・上記のストックオプション制度など株主価値向上については意識が強く、手段も取って

いる点は評価することが出来る。しかし、一方で株主価値偏重に陥る危険性もあり、製薬企業という社会性の強い特徴と有していることから、コーポレート・ガバナンスが機能して、バランスが取れた価値向上を図ることが課題となる。

4.4　今後の課題

(1) 財務課題

①開発品不足により今後更に自社製品売上構成比が低下するため、製造原価・販売管理費を更に削減しなければならない。

②純付加価値額に関連する生産性を向上させるためには、営業利益を増加させなくてはならない。

③手元流動性資金が 6,200 億にのぼるため、投資機会の有効活用・株主価値向上活動（配当・自社株式取得）などへ活用しなければならない。

(2) ビジョン課題

当社の特徴を反映したビジョンの文言にしなければならない。どの企業でも該当するようなビジョンの文言からは、明確な方向性をメッセージとして伝えることは出来ない。

(3) 戦略課題

①新薬創出のための事業システムとして、研究・開発段階の提携企業も巻き込んだ競争優位システムを構築・強化しなければならない。

②個別バリューチェーンでは、研究開発のほかには、国内販売の最適配置・海外の一般開業医への販売網強化、アライアンス力の更なる強化が必要となる。

(4) 価値創造課題

①株主価値向上への活動は充実してきているため、その他のステークホルダーに対するバランスの取れた価値創造を目指す必要がある。特に、製薬企業の「社会性」も意識した経営も長期的には重要と為る。そのためのコーポレート・ガバナンスの適正な機能が課題となる。

(5) 制度評価課題

①人材に関する、職務給制度・ジョブチャレンジ制度・職務発明報奨制度など制度自体は充実している。しかし、導入してまもないため、活用されるまでには時間を要する。育成・運用も含めて継続的に質を向上させていかなくてはならない。上記制度が活用されるようになってはじめて、従業員価値向上に結びついたと言える。また、従業員価値が向上しない限り、苦しい国内環境を乗り切ることは出来ないだろう。

以上の課題を解決していくことで、2010 年以降の当社の持続的成長が見えてくると考える。

以上

付属資料 4：企業戦略分析

（出所：江口　利光　「経営戦略応用研究Ⅰ　ケースレポート No.1　アステラス製薬株式会社」　2008 年 8 月 16 日）

アステラス製薬株式会社(2008)

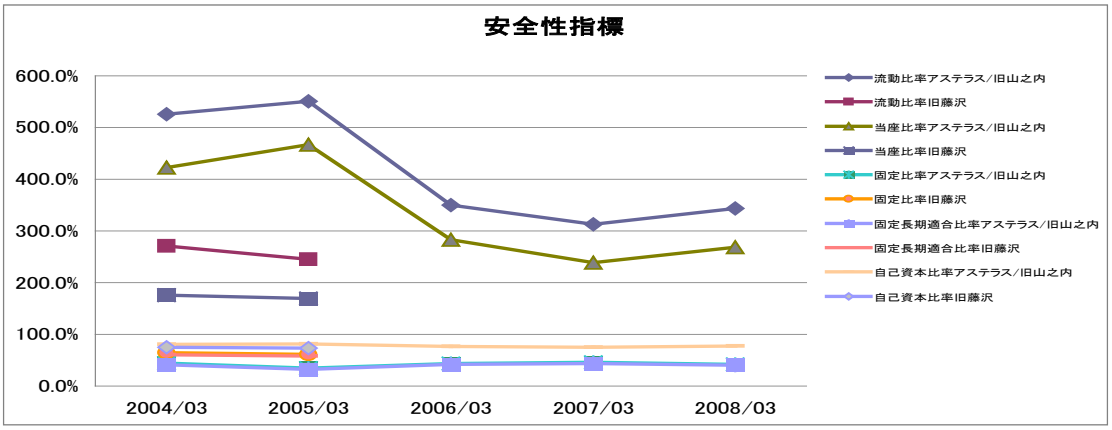
1　財務諸表分析

1.1　経営分析

(1) 安全性

【安全性】

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
流動比率	流動資産	アステラス/旧山之内	525.7%	550.4%	349.9%	312.8%	343.5%
	流動負債	旧藤沢	271.1%	244.9%			
当座比率	当座資産	アステラス/旧山之内	422.6%	466.9%	283.2%	239.0%	268.3%
	流動負債	旧藤沢	176.1%	169.2%			
固定比率	固定資産	アステラス/旧山之内	44.6%	34.5%	43.9%	45.9%	41.6%
	自己資本	旧藤沢	64.6%	61.5%			
固定長期適合比率	固定資産	アステラス/旧山之内	41.0%	32.3%	41.6%	43.4%	40.0%
	自己資本＋固定負債	旧藤沢	60.1%	58.3%			
自己資本比率	自己資本	アステラス/旧山之内	80.4%	81.2%	76.8%	74.7%	77.1%
	総資本	旧藤沢	75.2%	73.7%			



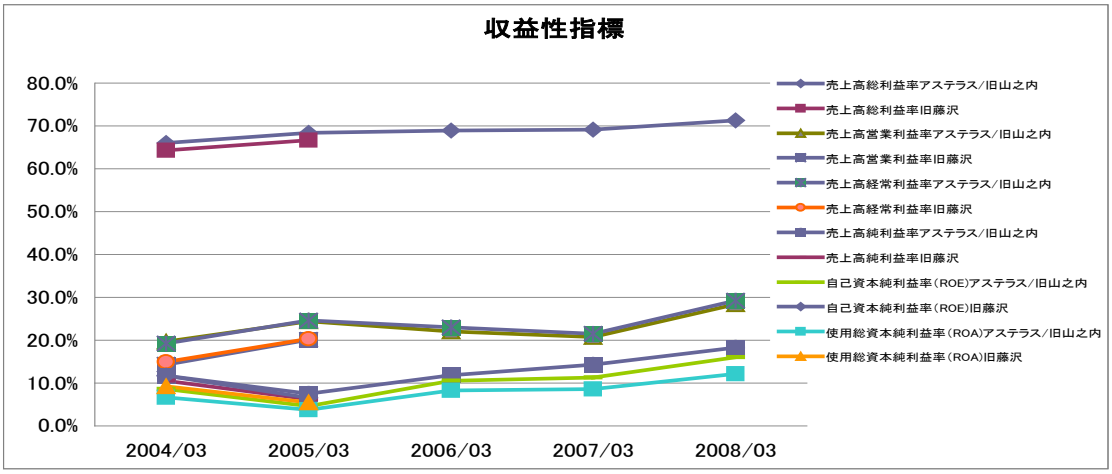
旧山之内からの推移でみると当座比率、流動比率が 06 年 3 月期にそれぞれ 467%から 283%、550%から 350%と大幅に悪化。一方旧藤沢からの推移でみるとそれぞれ 169%から 283%、245%から 350%と大幅に良化した。これはもともとコンシューマー事業（栄養補給食品、パーソナルケア製品事業、食品・花弁事業）に関連する子会社株式売却（370 億円）、投資有価証券の売却（104 億円）などを積極的に進め高い手元流動性を確保していた山之内と、それと比較すると手元流動性は 05 年 3 月期末で約半分（05/3 末 流動資産:山之内/約 5600 億円、藤沢/約 2100 億円）の藤沢が統合した結果、その加重平均的な数値になったことによる。しかしながら統合後は同レベルで推移している。固定比率、固定長期適合率についても統合に伴い旧山之内はやや悪化、旧藤沢はやや良化しており、統合後はともに 40%前半で推移しており大きな変化はない。自己資本比率については統合以

前から 70～80%の間を推移し、ほぼ同水準を維持している。これらのことから言えるのは、安全性の観点からは旧山之内のほうが全般的に旧藤沢よりも健全であり、統合に伴いそれぞれ悪化、良化しているが、いずれの数値についても統合後はほぼ同レベルで推移していることを考えると、良好な水準にはあるが統合による安全性改善の顕著な効果は見られなかったと言える。

(2) 収益性

【収益性】

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
売上高総利益率	売上総利益	アステラス/旧山之内	66.0%	68.4%	69.0%	69.1%	71.3%
	売上高	旧藤沢	64.3%	66.7%			
売上高営業利益率	営業利益	アステラス/旧山之内	19.7%	24.4%	22.0%	20.7%	28.4%
	売上高	旧藤沢	14.3%	20.1%			
売上高経常利益率	経常利益	アステラス/旧山之内	19.2%	24.6%	23.0%	21.5%	29.2%
	売上高	旧藤沢	15.0%	20.3%			
売上高純利益率	当期純利益	アステラス/旧山之内	11.7%	7.5%	11.8%	14.3%	18.2%
	売上高	旧藤沢	10.5%	6.2%			
自己資本純利益率（ROE）	当期純利益	アステラス/旧山之内	8.6%	4.6%	10.6%	11.3%	16.1%
	期中平均自己資本	旧藤沢	11.7%	6.6%			
使用総資本純利益率（ROA）	当期純利益	アステラス/旧山之内	6.7%	3.7%	8.3%	8.6%	12.2%
	期中平均総資本	旧藤沢	9.3%	5.5%			



収益性については各指標とも緩やかではあるが良化傾向にある。08 年 3 月期に営業利益率の改善により全体の比率を押し上げているが、これは製品利益率の改善と研究開発費の低減が主な要因である。ROE、ROA については改善が著しい。これは資産、投下資本は統合前よりも抑制している一方で、営業利益は 07 年 3 月期には薬価改定の影響もあり一時鈍化しているものの基本的には一貫して良化傾向にあることによる。収益性については良化傾向にあり好調であるといえる。07 年 3 月期には薬価改定の影響もあり一旦停滞したものの翌年度にはいままでの成長率を大幅に上回る利益の伸びを示している。特に注目すべきは国内事業のみならず海外事業も収益向上に大きく貢献し始めた点である。

指標		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
売上高人件費率	アステラス/旧山之内	11.1%	11.0%	10.6%	10.6%	9.5%
売上高研究開発比率	アステラス/旧山之内	13.7%	13.2%	16.2%	18.2%	13.8%

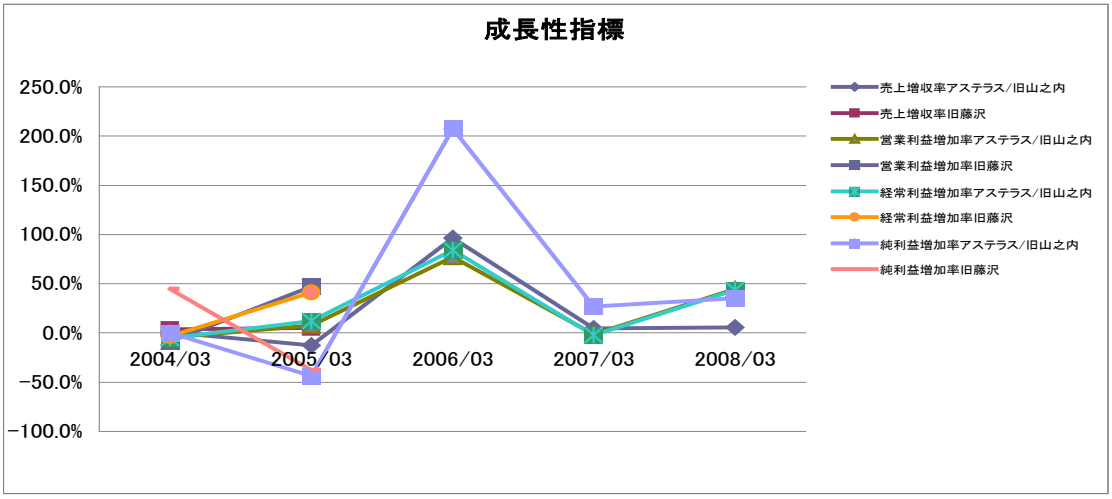
＊人件費は販管部門のみ。2004/3,2005/3の数値は旧山之内の数値

人件費、研究開発費に着目した場合、売上高人件費率（ただし販管部門のみ）は着実に低下しており営業利益の増加に貢献している。一方、製薬業界において将来の生命線確保に直結する研究開発費については統合前の水準を維持しており、売上が伸びていることを考えると 1 社当たりの研究開発費額は増加しており、間接部門の合理化を図る一方で、生命線である研究開発費は維持するという統合効果の一つがここに見て取れる。

(3) 成長性

【成長性】

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
売上増収率	当期売上高-前期売上高 / 前期売上高	アステラス/旧山之内	0.9%	-12.5%	96.7%	4.7%	5.6%
		旧藤沢	3.5%	5.0%			
営業利益増加率	当期営業利益-前期営業利益 / 前期営業利益	アステラス/旧山之内	-4.5%	7.9%	77.3%	-1.3%	44.8%
		旧藤沢	-8.8%	47.0%			
経常利益増加率	当期経常利益-前期経常利益 / 前期経常利益	アステラス/旧山之内	-5.2%	12.0%	83.9%	-2.4%	43.7%
		旧藤沢	-3.3%	41.4%			
純利益増加率	当期純利益-前期純利益 / 前期純利益	アステラス/旧山之内	0.3%	-43.9%	207.4%	26.7%	35.2%
		旧藤沢	44.8%	-37.8%			



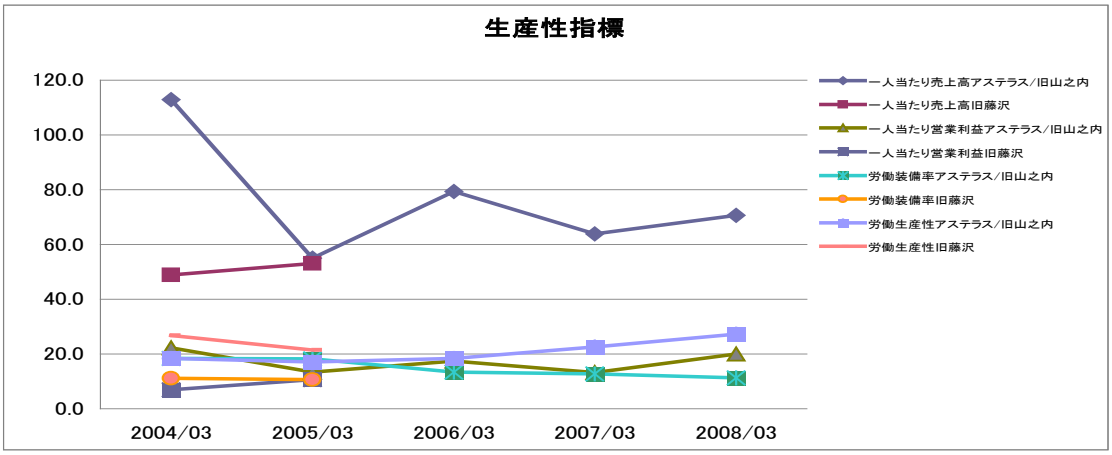
統合後の成長率は基本的には全指標プラス成長を維持している。旧山之内製薬において 05 年 3 月期に前期比▲12.5%という大幅な売上の落ち込みがあるが、これは薬価改定の影響に加え、コンシューマー事業を売却したことによる。また純利益についても同期に前期比▲43.9%と大幅な落ち込みをみせているが、これは早期退職者・関係会社への転籍者に対する割増退職金、在宅医療事業撤退関係費用、海外子会社合併関連費用、国内子会社経営効率化費用、物流関連施設譲渡損などにより 394 億円の特別損失を計上しているためである。統合後の売上に関してはコンスタントに 4～5%の成長率を維持しているが、これを競合他社と比較した場合、経営統合に伴う非医薬品事業のグループ外自立化、海外子会社の決算期変更により横ばいもしくは減収傾向にある第一三共のパフォーマンスは上回るものの武田（5～8%の成長）、エーザイ（9～12%の成長）と比較した場合、やや劣る。利益ベースでは 08 年 3 月期に営業・経常・純利益ともに 40%前後の大幅な増加を実現しているが、これは製品利益の改善及び販売間接費、特に研究開発費の減少によるものである。特

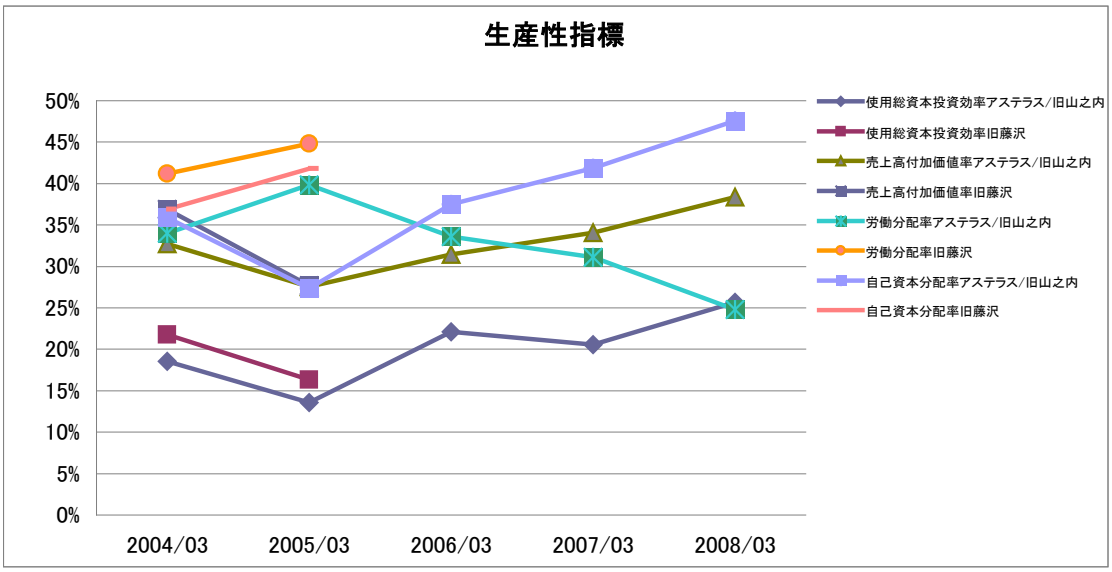
に製品利益の改善については製造拠点の統合、分社化など合併後の合理化効果が顕在化しつつあると言える。全体として売上高は武田、エーザイと比較した場合やや劣るものの、収益ベースで見た場合、競合他社を大きく上回る伸びを示している。また統合前に両社とも純利益に大幅な落ち込みがあったが、いずれも統合に向けてのリストラ関連費用であり一過性の損失であることからその後の収益率の伸びを見た場合、特段問題であるとは言えない。むしろ将来の収益確保に向けた前向きな損失であったと評価できる。売上についても薬価ベースで▲6.7%の大幅な引き下げがあった 07 年 3 月期においても 4.7%の成長を実現していることを考えると堅調であると言える。成長性の観点から見た場合、統合後の運営はほぼ順調であると評価できる。

(4) 生産性

【生産性】

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
一人当たり売上高	売上高	アステラス	55.7	55.0	58.6	63.8	70.6
	期中平均従業員	旧藤沢	48.9	53.0			
一人当たり営業利益	営業利益	アステラス	11.0	13.4	12.9	13.2	20.0
	期中平均従業員	旧藤沢	7.0	10.6			
使用総資本投資効率	付加価値	アステラス/旧山之内	19%	14%	22%	21%	26%
	期中平均総資本	旧藤沢	22%	16%			
労働装備率	有形固定資産-建設仮勘定	アステラス	9.9	8.7	13.4	12.8	11.3
	従業員数						
売上高付加価値率	付加価値	アステラス/旧山之内	18.4%	14.3%	31.4%	34.1%	38.4%
	売上高	旧藤沢	36.9%	27.7%			
労働分配率	人件費	アステラス/旧山之内	34.0%	39.8%	33.6%	31.1%	24.8%
	付加価値	旧藤沢	41.2%	44.8%			
労働生産性	付加価値	アステラス/旧山之内	9.9	8.2	18.5	22.6	27.3
	従業員数	旧藤沢	26.8	21.4			
自己資本分配率	当期純利益	アステラス/旧山之内	35.9%	27.4%	37.5%	41.8%	47.6%
	付加価値	旧藤沢	36.9%	41.8%			



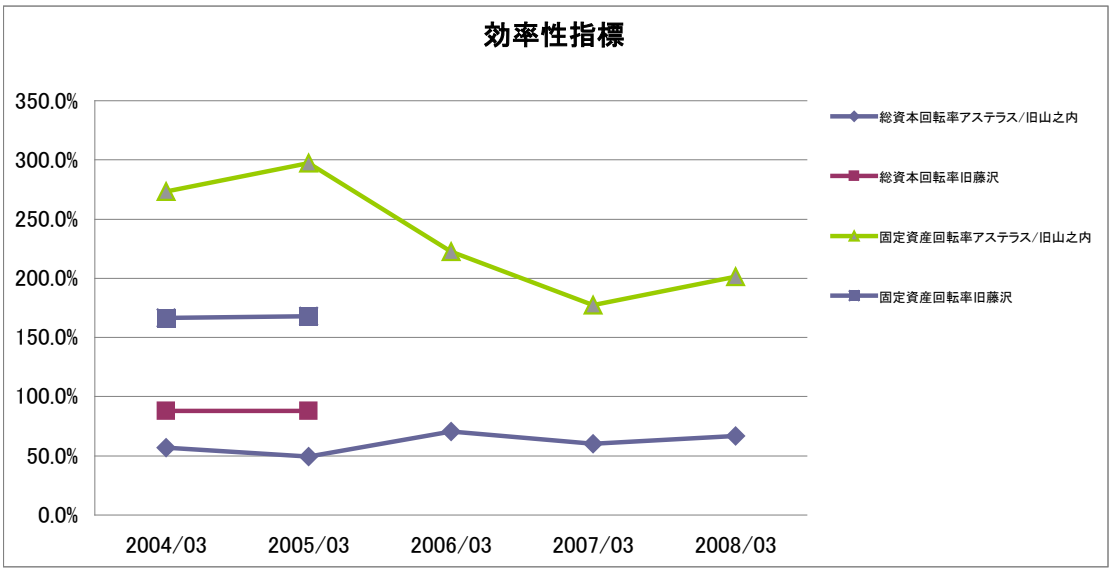


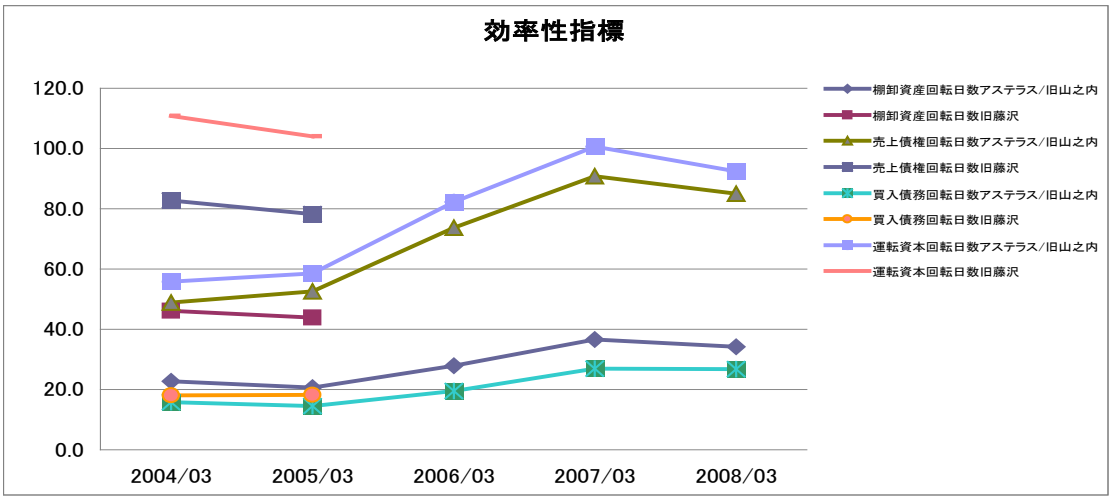
一人あたり売上高、営業利益ともに統合前を基点としても順調に右肩上がりで推移している。これは売上高、経常利益が堅調に推移する一方で、従業員は合併に伴う早期退職などにより統合初年度末に比べて 08 年 3 月期末で 1,299 名（▲8.6%）減少したことによる。付加価値関連の指標については、05 年 3 月期に一旦、悪化したもののその後は良化傾向にある。良化の最大の要因は純利益額の増加である。なお、05 年 3 月期の落ち込みは旧山之内のコンシューマー事業譲渡によるものであり、一過性のものである。労働分配率は合併前においては常に旧藤沢が旧山之内を上回っており、これは主に旧藤沢の人件費率が高いことによる。合併後は減少傾向にあり従業員数の減少、及び生産部門の分社化による人件費の抑制が主な要因であると思われる。事業譲渡等により一時的な変動はあるものの全体として生産性指標は良化傾向にあり特段問題はない。良化原因としては、いずれにおいても売上・利益の拡大、従業員の減少による人件費の抑制があげられる。

(5) 効率性

【効率性】 （%,日）

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
総資本回転率	売上高 / 期中平均総資本	アステラス/旧山之内	56.7%	49.2%	70.4%	60.2%	66.8%
		旧藤沢	88.2%	88.2%			
固定資産回転率	売上高 / 期中平均固定資産	アステラス/旧山之内	273.5%	297.4%	222.5%	177.2%	201.2%
		旧藤沢	166.6%	167.7%			
棚卸資産回転日数	期中平均棚卸資産×365日 / 売上高	アステラス/旧山之内	22.8	20.6	27.9	36.6	34.2
		旧藤沢	46.2	43.9			
売上債権回転日数	期中平均売上債権×365日 / 売上高	アステラス/旧山之内	48.8	52.6	73.8	90.8	85.0
		旧藤沢	82.7	78.3			
買入債務回転日数	期中平均買入債務×365日 / 売上高	アステラス/旧山之内	15.9	14.6	19.5	26.9	26.8
		旧藤沢	18.0	18.2			
運転資本回転日数	棚卸資産回転日数＋売上債権回転日数-買入債務回転日数	アステラス/旧山之内	55.8	58.6	82.2	100.6	92.4
		旧藤沢	110.8	104.0			





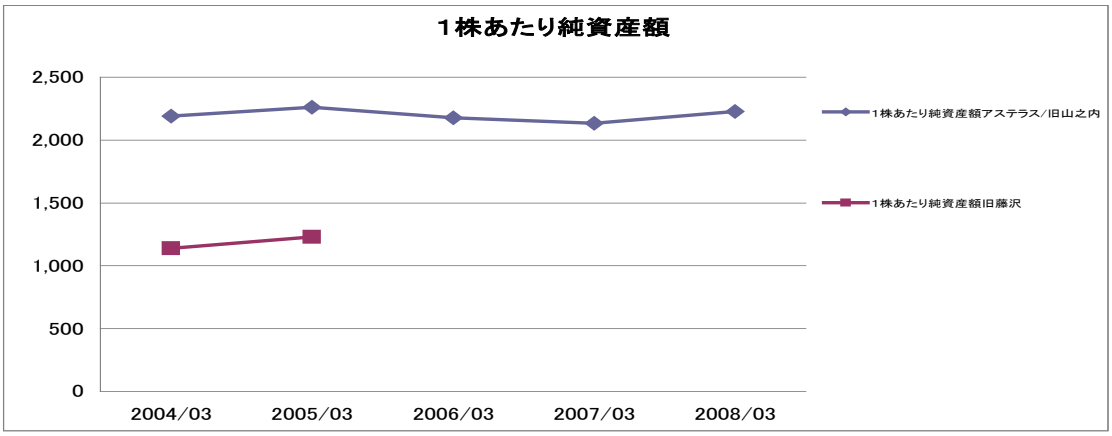
効率性指標については横ばいもしくはやや悪化傾向にある。特に統合前と比較した場合、旧山之内は全般的に悪化しており、旧藤沢については良化傾向にある。これは統合により相対的に効率性の落ちる旧藤沢の影響を山之内が受けた形になっている。また、特に気になる点が売上債権回転日数と買入債務回転日数のアンバランスである。売上債権が 90 日前後であるのに対し、買入債務は約 30 日弱で回転しておりキャッシュフローにネガティブな影響を及ぼしており、改善の余地があると思われる。全体として効率性の観点からは、統合によりむしろ悪化している項目もあり、いくつか改善が必要である旨指摘できる。具体的には以下の通りである。固定資産のさらなる圧縮；生産設備、営業所のより一層の合理化による固定資産の圧縮。在庫の圧縮：在庫についても製薬業界は患者への供給最優先ということから、製薬会社、医薬品卸、病院・薬局の三者でそれぞれ在庫を保有し、その結果、サプライチェーン全体で見た場合、安定供給には十分すぎる過剰ともいえる在庫を抱えている場合が多い。従って、そのような業界慣習に捉われず、サプライチェーン全体でみて安定供給に必要な在庫レベルへの圧縮が必要であり、このあたりに効率化に向けた

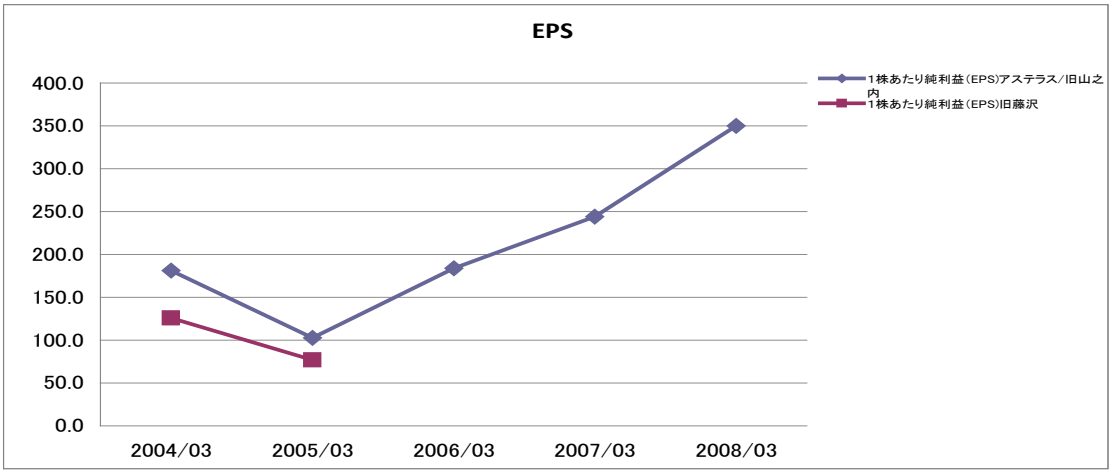
機会があると考える。売上債務と買入債務のアンバランスの調整：そもそも売上債権が約90日というのは、病院が政府に保険料求償をして支払われるまでのサイトに起因しており、カスタマーに対し、ただ単に支払サイトの短縮を求めることは現実的ではない。従って、費用対効果を冷静に見極めながら、インセンティブを支払うことによるサイトの短縮、債権の流動化による早期のキャシュ化等を通じキャシュ効率の改善を検討すべきであろう。

(6) その他

【その他】 （円）

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
1株あたり純資産額	自己資本	アステラス/旧山之内	2,191	2,260	2,179	2,135	2,228
	期中平均株式数	旧藤沢	1,139	1,230			
1株あたり純利益（EPS）	当期純利益	アステラス/旧山之内	181.1	102.5	183.9	244.1	349.9
	期中平均株式数	旧藤沢	126.0	77.0			
株価純資産比率（PBR）	株式時価総額	アステラス/旧山之内	1.60	1.60	2.00	2.30	1.70
	自己資本	旧藤沢	2.20	2.10			





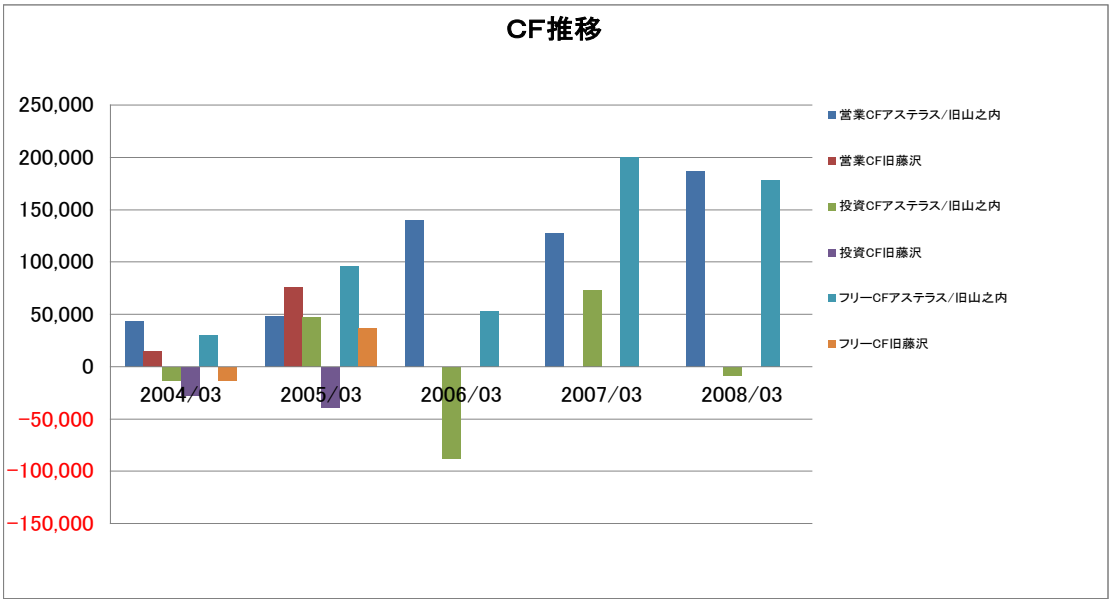
一株当り純利益は順調に伸びていく一方、一株あたり純資産はほぼ横ばいで推移しており、資産は増やさず収益の拡大を実現していることが読み取れる。他方、株価純資産比率は良化傾向にあったが、08年3月期に前年度の2.30から1.70に悪化している。しかしながらこれは米国のサブプライムショックに端を発する世界同時株安の影響によるものであり、

詳細は後に詳しく述べるが日経平均のパフォーマンスと比較した場合、むしろマーケットパフォーマンスを上回る結果となっていることから、当社の業績に起因するものではなくやむを得ないと思われる。全体として特に問題となる事項は見当たらない。

1.2　ＣＦ分析

（百万円）

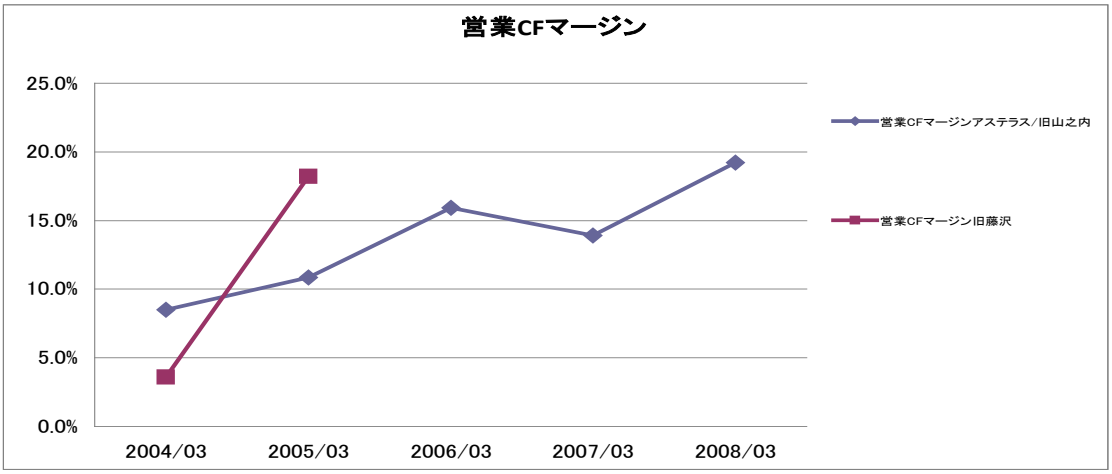
指標		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
営業CF	アステラス/旧山之内	43,376	48,588	140,151	127,930	186,930
	旧藤沢	14,395	75,676			
投資CF	アステラス/旧山之内	-12,844	46,959	-87,660	72,431	-8,416
	旧藤沢	-27,111	-39,435			
フリーCF	アステラス/旧山之内	30,532	95,547	52,491	200,361	178,514
	旧藤沢	-12716	36241			

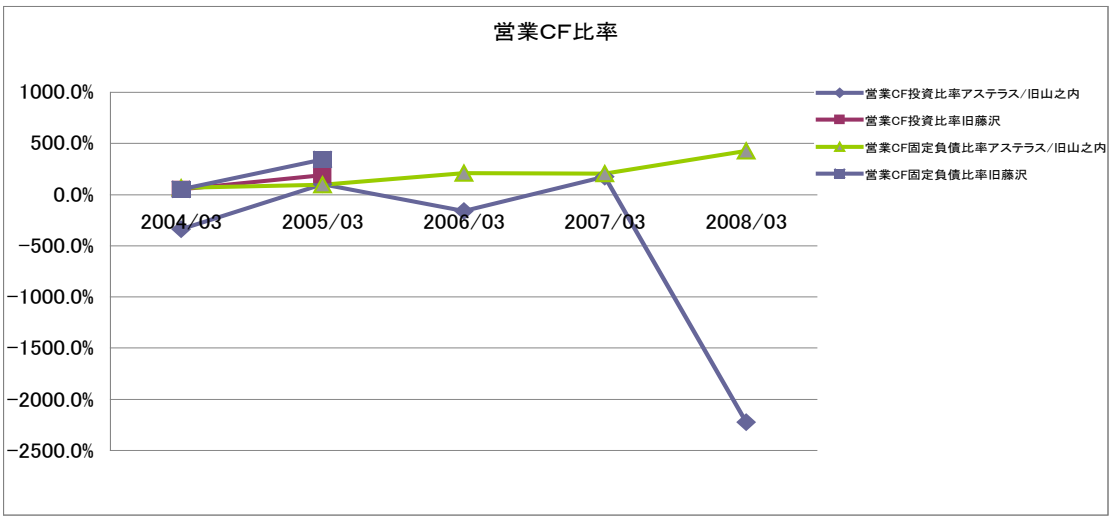


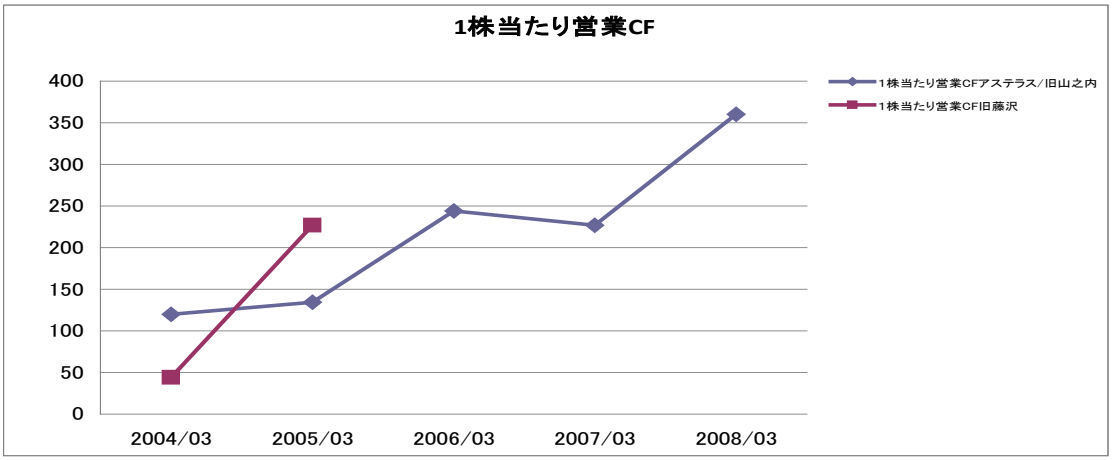
当社の FCF は統合前に比較して大幅に改善している。主因は営業キッシュフローの改善であるが、これは売上の増加、利益率の改善によるものである。営業キャッシュフローが 07 年 3 月期において悪化しているが、これは主に退職給付引当金の増加によるもので本業は安定している。他方、投資キャシュフローも 06 年 3 月期に投資有価証券の大量購入により一時的に悪化しているもののその後は大きなマイナスはない。投資キャシュフローについては、以前は工場、研究所に対する新規投資等が多かったが最近はそういった設備への大型投資を控える傾向にあり全体の FCF は良化傾向にある。しかし一方で製薬業界においては、パイプラインの確保、事業拡大を目的とした権利の譲受、他社の買収等のため大きな資金ニーズが発生する可能性もあり良好なキャッシュフロー維持は事業拡大の生命線とも言える。

【キャッシュフロー】 （%、円）

指標	計算式		2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
営業CFマージン	営業キャッシュフロー	アステラス/旧山之内	8.5%	10.9%	15.9%	13.9%	19.2%
	売上高	旧藤沢	3.6%	18.2%			
営業CF投資比率	営業キャッシュフロー	アステラス/旧山之内	-337.7%	103.5%	-159.9%	176.6%	-2221.1%
	投資キャッシュフロー	旧藤沢	53.1%	191.9%			
営業CF固定負債比率	営業キャッシュフロー	アステラス/旧山之内	67.0%	95.9%	209.2%	203.5%	427.2%
	固定負債	旧藤沢	50.5%	344.9%			
1株当たり営業CF	営業キャッシュフロー	アステラス/旧山之内	120	134	244	227	360
	期中平均株式数	旧藤沢	44	227			







営業キャッシュフローを中心としたその他の指標についても、一様に良化傾向を示しており特に問題はない。FCF を他社と比較した場合、武田薬品の約半分、第一三共とほぼ同レベルであり、大型買収を実行したエーザイを大きく上回る状況にある。全体として特に大きな問題はないが、武田との差は営業キャッシュフローに起因するものであり、今後、武田に追いつくためにはより一層の営業キャッシュフローの改善が求められる。エーザイに引き続き武田、第一三共も大型買収に踏み切るなど、蓄積したキャッシュを事業拡大に再配分している。このような状況を受け、当社においてもキャッシュをどう有効に活用するかが求められている。

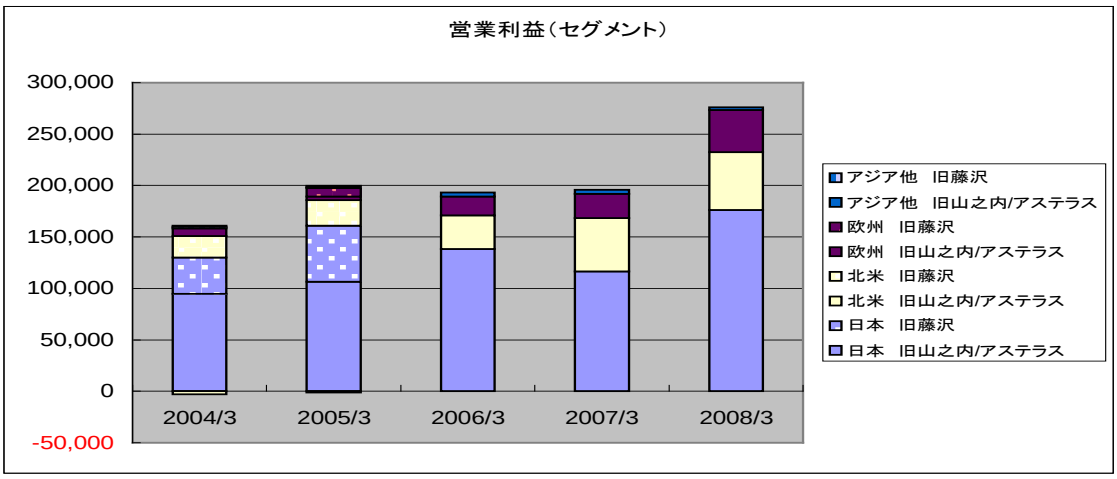
1.3　セグメント分析

(1) 収益性

営業利益　（百万円）

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	旧山之内/アステラス	94,736	106,693	138,171	116,642	176,040
	旧藤沢	35,427	54,466			
		130,163	161,159	138,171	116,642	176,040
北米	旧山之内/アステラス	-2,987	-1,372	32,717	51,570	56,331
	旧藤沢	20,614	24,460			
		17,627	23,088	32,717	51,570	56,331
欧州	旧山之内/アステラス	7,396	3,845	18,388	23,784	41,034
	旧藤沢	1,487	7,932			
		8,883	11,777	18,388	23,784	41,034
アジア他	旧山之内/アステラス	169	988	3,834	3,750	2,752
	旧藤沢	1,048	1,332			
		1,217	2,320	3,834	3,750	2,752
合計	旧山之内/アステラス	99,314	110,154	193,110	195,746	276,157
	旧藤沢	58,576	88,190			
		157,890	198,344	193,110	195,746	276,157

＊連結消去及び全社費用引き去り前

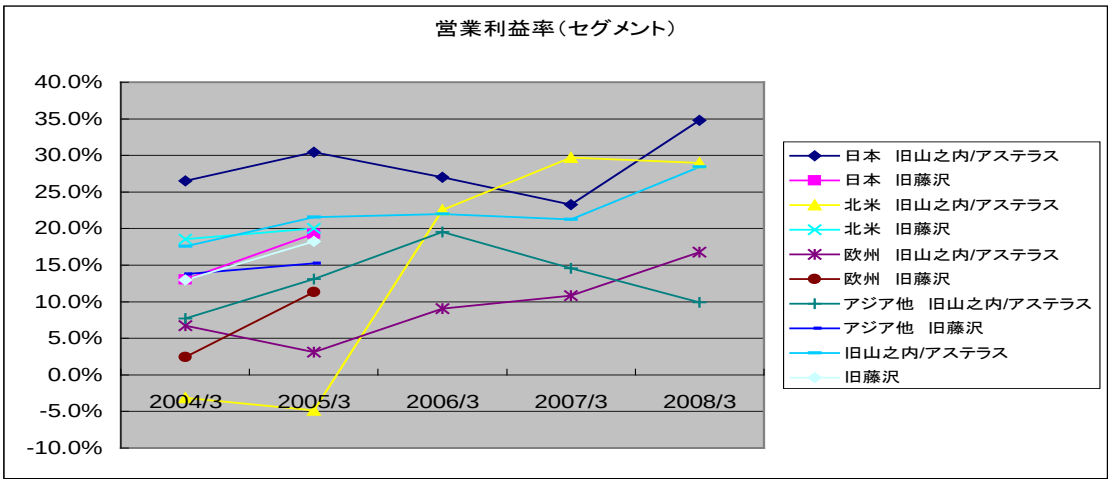


セグメント毎の営業利益額を見た場合、国内において 07 年 3 月期は薬価改定の影響もあり落ち込んでいるが、08 年 3 月期には主に製品原価の改善、および売上が増加しているにもかかわらず、販管費を 06 年 3 月期と同レベルに維持していることから、営業利益額は大きく伸びた。北米・欧州事業についてもベシケア、プログラフを中心に売上を伸ばし営業利益額を拡大している。08 年 4 月に薬価改定が行われたため国内事業に関しては 09 年 3 月期の業績にやや不安があるが、利益額で見ると海外事業は比較的順調に伸びていると言える。しかし、市場規模との相関でみた場合、いまだに国内市場に大きく偏っているため長期的に収益を確保するためには一層の海外事業の拡大が求められている。

営業利益率

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	旧山之内/アステラス	26.5%	30.4%	27.0%	23.3%	34.8%
	旧藤沢	13.0%	19.3%			
		20.7%	25.4%	27.0%	23.3%	34.8%
北米	旧山之内/アステラス	-3.2%	-4.9%	22.5%	29.7%	29.0%
	旧藤沢	18.5%	20.0%			
		8.6%	15.3%	22.5%	29.7%	29.0%
欧州	旧山之内/アステラス	6.7%	3.1%	9.0%	10.8%	16.8%
	旧藤沢	2.5%	11.3%			
		5.2%	6.0%	9.0%	10.8%	16.8%
アジア他	旧山之内/アステラス	7.7%	13.1%	19.5%	14.6%	9.9%
	旧藤沢	13.8%	15.2%			
		12.4%	14.3%	19.5%	14.6%	9.9%
合計	旧山之内/アステラス	17.6%	21.5%	22.0%	21.3%	28.4%
	旧藤沢	13.0%	18.2%			
		15.6%	19.9%	22.0%	21.3%	28.4%

＊連結消去及び全社費用引き去り前

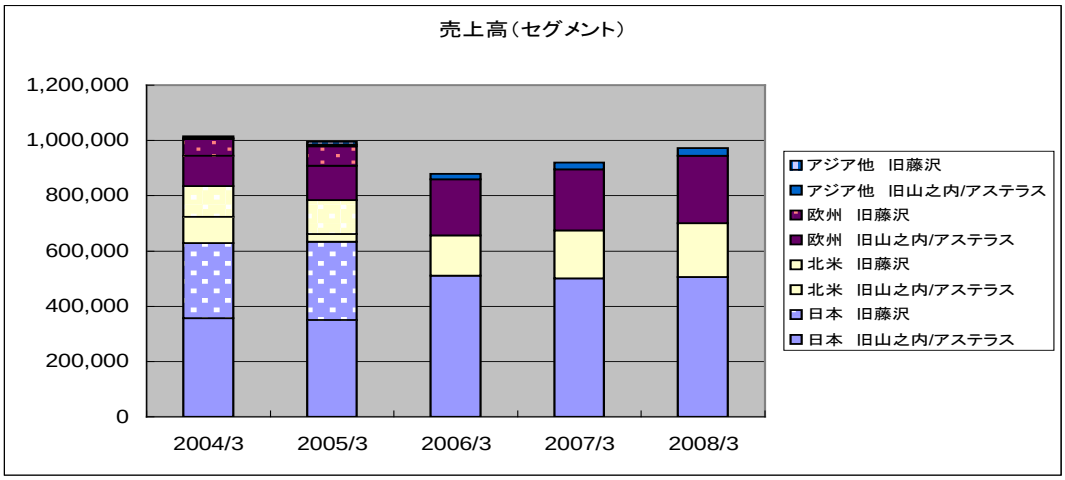


国内市場については薬価改定の影響により 07 年 3 月期の利益率は落ち込んだものの 08 年 3 月期には既存品の堅調な伸びに加え、新製品セレコックス、ジェニナックの貢献により売上が好調であったこと、および研究開発費の減少もあり 08 年 3 月期にはこの 5 年間で最高の営業利益率を実現している。注目すべきは北米市場の利益率である。統合前、旧山之内は赤字状態が続いていたが、過去の赤字経験を活かしいち早く北米で収益のあげられる事業体制を構築していた旧藤沢と統合することにより、一気に黒字転換を果たし、その後継続して利益率を改善することで国内事業と同等の利益率を上げるにいたっている
欧州市場についても営業利益率は良化傾向にあり特に問題は見当たらない。

(2) 成長性

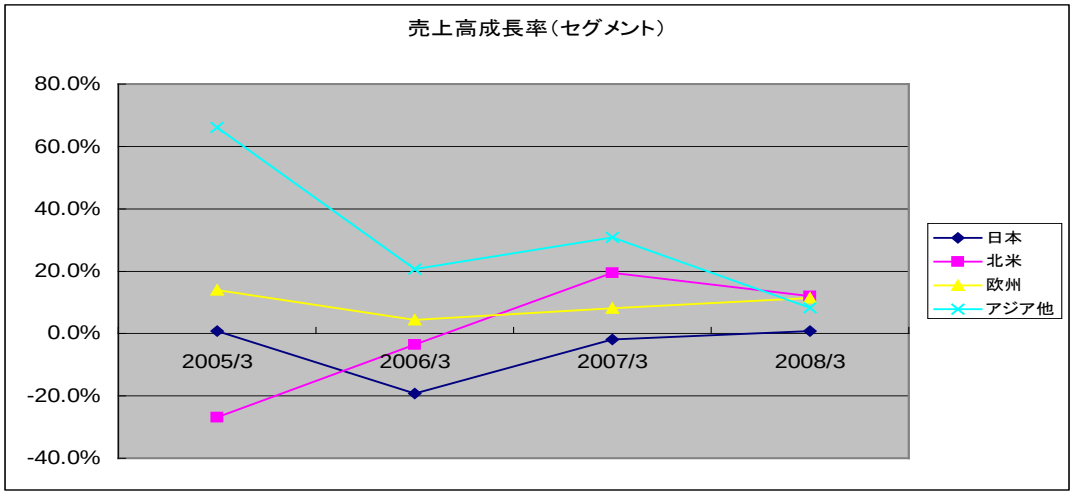
売上高　　（百万円）

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	旧山之内/アステラス	357,226	350,777	511,143	501,663	505,596
	旧藤沢	271,517	282,602			
		628,743	633,379	511,143	501,663	505,596
北米	旧山之内/アステラス	94,759	28,281	145,341	173,559	194,506
	旧藤沢	111,262	122,335			
		206,021	150,616	145,341	173,559	194,506
欧州	旧山之内/アステラス	110,213	124,752	203,232	219,697	244,643
	旧藤沢	60,567	69,958			
		170,780	194,710	203,232	219,697	244,643
アジア他	旧山之内/アステラス	2,196	7,525	19,643	25,704	27,840
	旧藤沢	7,599	8,750			
		9,795	16,275	19,643	25,704	27,840
合計	旧山之内/アステラス	564,394	511,335	879,359	920,623	972,585
	旧藤沢	450,945	483,645			
		1,015,339	994,980	879,359	920,623	972,585



売上高成長率

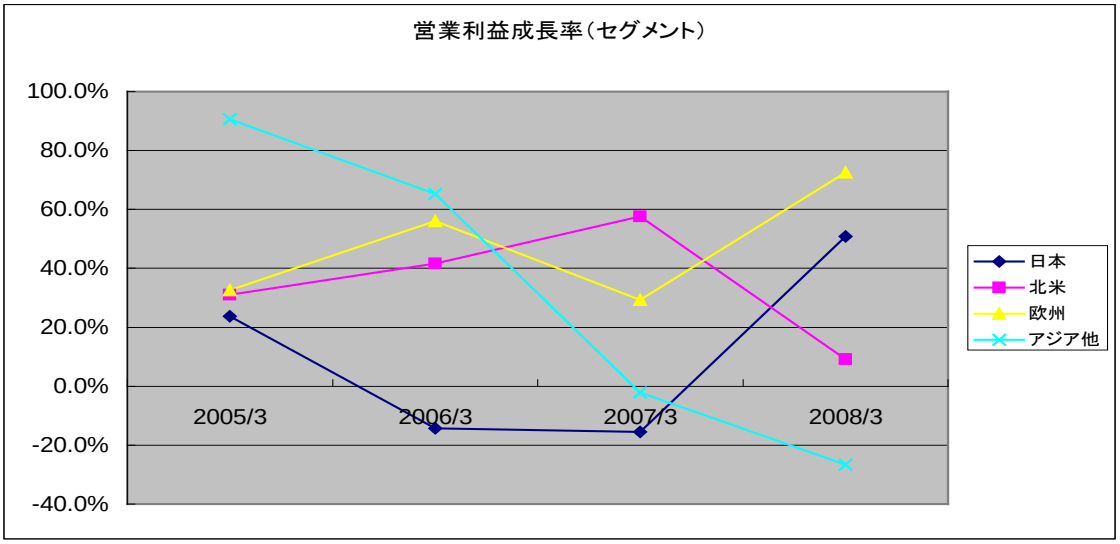
	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	0.7%	-19.3%	-1.9%	0.8%
北米	-26.9%	-3.5%	19.4%	12.1%
欧州	14.0%	4.4%	8.1%	11.4%
アジア他	66.2%	20.7%	30.9%	8.3%
合計	-2.0%	-11.6%	4.7%	5.6%



所在地別セグメントをみると、事業エリアは日本、北米、欧州、アジアとなっている。統合前は藤沢が北米に、山之内が欧州に強みを有しており両社ともアジアにおいては目立った売上はなかった。もっともアジアについては中国･インドを中心にマーケットは大きく、将来への成長率は期待できるものの単価自体が大きくないことから金額ベースではまだまだ小さい市場である。統合後の方針としてグローバル化を志向しているが、いまのところ統合前に比べて売上ベースでは大きな伸びはなく、海外市場、特に世界第一位の米国市場での事業拡大が依然として課題である。国内売上については薬価改定の影響等もあり伸び悩んでいる。

営業利益成長率

	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	23.8%	-14.3%	-15.6%	50.9%
北米	31.0%	41.7%	57.6%	9.2%
欧州	32.6%	56.1%	29.3%	72.5%
アジア他	90.6%	65.3%	-2.2%	-26.6%
合計	25.6%	-2.6%	1.4%	41.1%

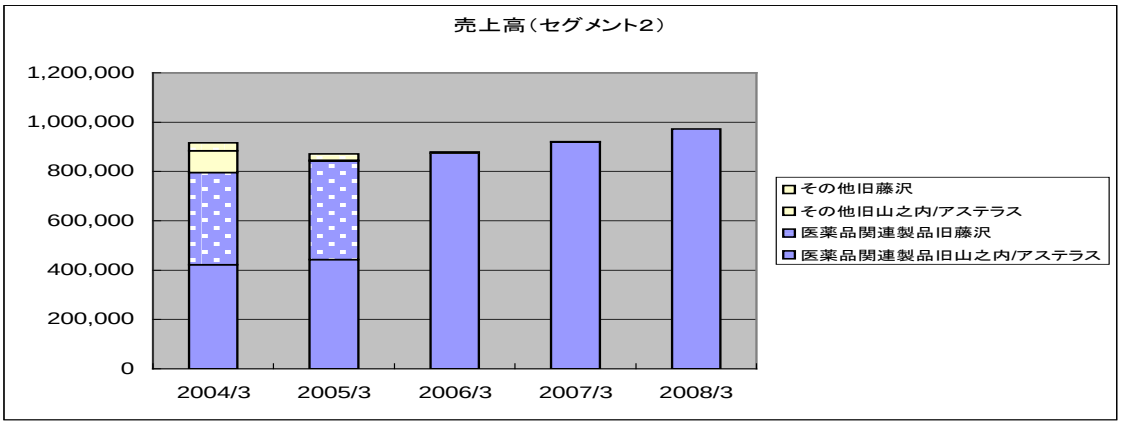


08 年度の国内市場の成長は 06 年 4 月の薬価改定の反動、及び研究開発費の低下によるものであり楽観視できるものではない。一方、欧州事業は堅調に推移しており営業利益率も安定していることから、今後も引き続き注力していきたいところである。北米は高い収益率が見込めるうえ、今後とも市場規模拡大の望める重要なマーケットでありながら成長率が鈍化してきている。営業体制のさらなる強化、販売提携等を通じ積極的に拡大を図っていく必要がある。

(3) 生産性

売上高（セグメント）　（百万円）

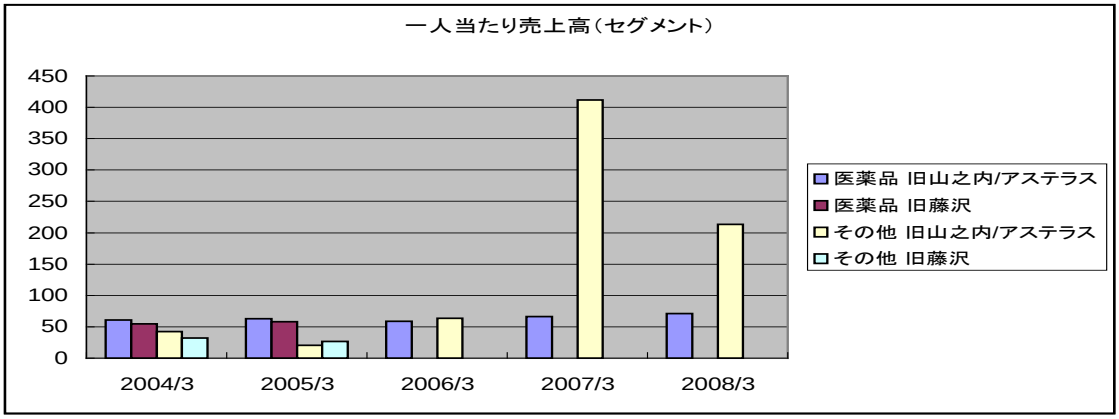
		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
医薬品及びその関連製品	旧山之内/アステラス	421,543	443,313	874,199	918,563	971,518
	旧藤沢	373,520	398,512			
	計	795,063	841,825	874,199	918,563	971,518
その他	旧山之内/アステラス	89,664	3,737	5,161	2,060	1,067
	旧藤沢	31,932	26,001			
		121,596	29,738	5,161	2,060	1,067
合計	旧山之内/アステラス	511,207	447,050	879,360	920,623	972,585
	旧藤沢	405,452	424,513	0	0	0
	計	916,659	871,563	879,360	920,623	972,585



両社とも統合に向けて医薬品以外の事業の整理をしており、旧山之内は「コンシューマー事業」を、旧藤沢は「物流サービス事業」「在宅医療事業」「医療関連事業部」を営業譲渡したことで現在ほぼ 100%に近い形で医薬品事業への特化ができている。

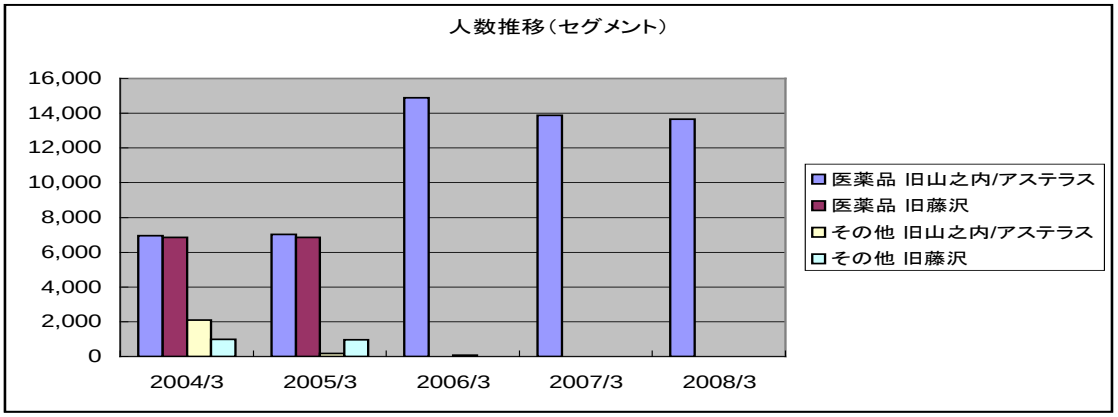
一人当たり売上高　（百万円）

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
医薬品及びその関連製品	旧山之内/アステラス	61	63	59	66	71
	旧藤沢	55	58			
	計	58	61	59	66	71
その他	旧山之内/アステラス	43	21	64	412	213
	旧藤沢	32	27			
		39	26	64	412	213
合計	旧山之内/アステラス	56	62	59	66	71
	旧藤沢	52	54			
	計	54	58	59	66	71



(人数)　　（人）

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
医薬品及びその関連製品	旧山之内/アステラス	6,958	7,016	14,884	13,884	13,661
	旧藤沢	6,851	6,855			
	計	13,809	13,871	14,884	13,884	13,661
その他	旧山之内/アステラス	2,104	180	81	5	5
	旧藤沢	985	973			
		3,089	1,153	81	5	5
合計	旧山之内/アステラス	9,062	7,196	14,965	13,889	13,666
	旧藤沢	7,836	7,828	0	0	0
	計	16,898	15,024	14,965	13,889	13,666

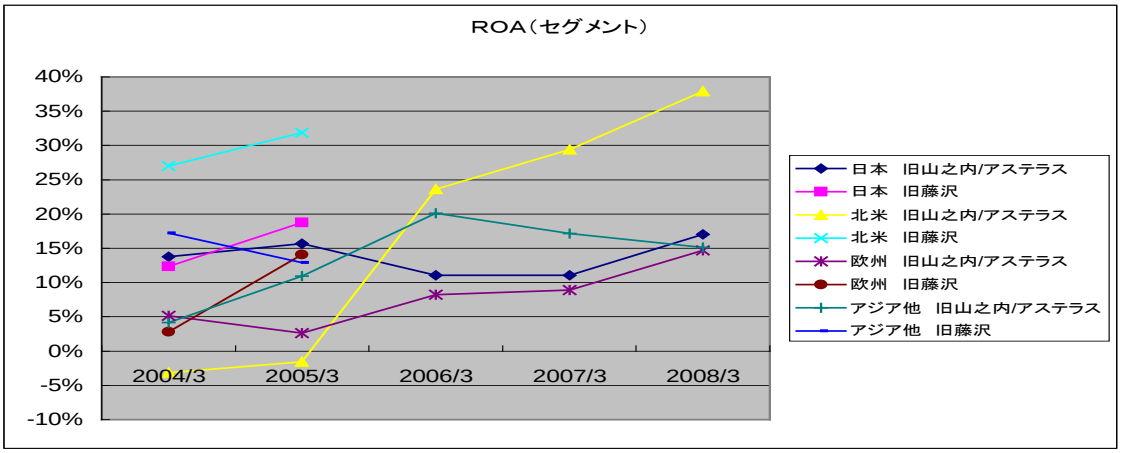


現時点ではほぼ 100%医薬品事業に特化しており、既に予備設問 1 で述べた内容と重複するので詳細は述べないが、医薬品事業の生産性は堅調に良化している。他方、その他事業の一人当たりの売上高が急増しているが、これは医薬品事業への集中に伴いその他事業への従事者は 5 名に減少したことによる。単なるビジネス構造の変化によるものであり、実質的な生産性の向上ではない。生産性の向上も着実に進んでいるが、同時にこれらの指標から医薬品事業への集中という構造改革が進んだことが読み取れる。

(4) 効率性

ROA（営業利益／資産）

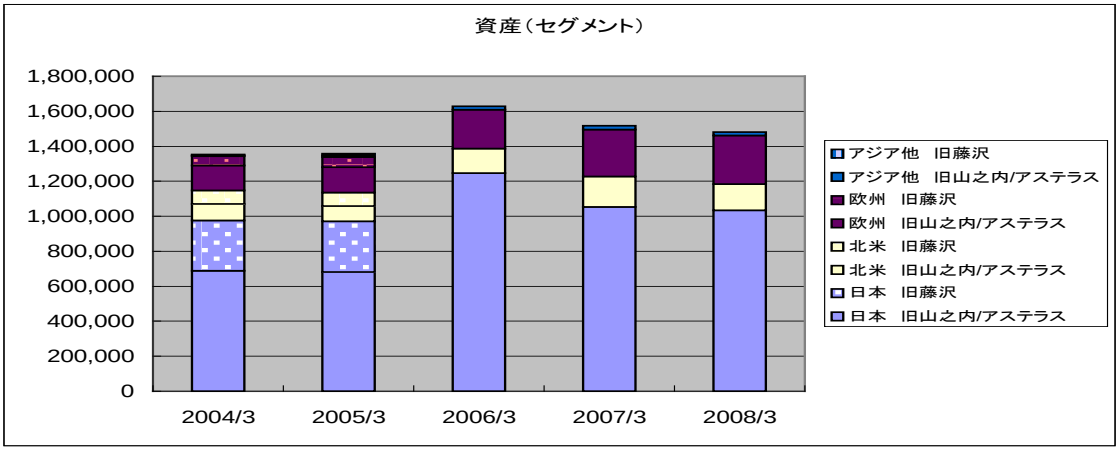
		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	旧山之内/アステラス	14%	16%	11%	11%	17%
	旧藤沢	12%	19%			
		13%	17%	11%	11%	17%
北米	旧山之内/アステラス	-3%	-2%	24%	29%	38%
	旧藤沢	27%	32%			
		10%	14%	24%	29%	38%
欧州	旧山之内/アステラス	5%	3%	8%	9%	15%
	旧藤沢	3%	14%			
		5%	6%	8%	9%	15%
アジア他	旧山之内/アステラス	4%	11%	20%	17%	15%
	旧藤沢	17%	13%			
		12%	12%	20%	17%	15%
合計	旧山之内/アステラス	11%	12%	12%	13%	19%
	旧藤沢	14%	20%			
		12%	15%	12%	13%	19%



日本市場、アジア市場がほぼ横ばいである一方で、欧州、北米市場については良化傾向にある。特に、統合前の旧山之内時代から見た場合、旧藤沢の北米事業体制を活かすことで著しい改善を実現しておりこの部分にも統合効果を確認することができる。日本市場においては医療費削減、ジェネリックの台頭等を受け、今後、事業環境はますます厳しくなることが想定されるため、さらなる資産の圧縮が求められる。一方、北米、欧州市場においては効率性が著しく高まっているが、下記のように資産はあまり伸びていない。これらの市場においては効率性を追求するよりも、むしろある程度の資産増加は許容し収益の最大化に向けた積極的な活動を行っていくべきであると考える。

資産　（百万円）

		2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
日本	旧山之内/アステラス	689,573	680,853	1,247,859	1,053,068	1,034,390
	旧藤沢	287,461	290,062			
		977,034	970,915	1,247,859	1,053,068	1,034,390
北米	旧山之内/アステラス	93,706	87,428	138,426	175,396	148,591
	旧藤沢	76,287	76,722			
		169,993	164,150	138,426	175,396	148,591
欧州	旧山之内/アステラス	144,012	146,657	222,818	266,520	278,726
	旧藤沢	52,677	56,335			
		196,689	202,992	222,818	266,520	278,726
アジア他	旧山之内/アステラス	4,089	9,030	19,073	21,880	18,220
	旧藤沢	6,095	10,307			
		10,184	19,337	19,073	21,880	18,220
合計	旧山之内/アステラス	931,380	923,968	1,628,176	1,516,864	1,479,927
	旧藤沢	422,520	433,426			
		1,353,900	1,357,394	1,628,176	1,516,864	1,479,927


資産（セグメント）
1,800,000
1,600,000
1,400,000
1,200,000
1,000,000
800,000
600,000
400,000
200,000
0
2004/3
2005/3
2006/3
2007/3
2008/3
アジア他　旧藤沢
アジア他　旧山之内/アステラス
欧州　旧藤沢
欧州　旧山之内/アステラス
北米　旧藤沢
北米　旧山之内/アステラス
日本　旧藤沢
日本　旧山之内/アステラス

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)

EVAの算出手順	
項目	説明又は計算式
加重平均資本コスト(WACC)	(負債利子率×(1－実効税率)×有利子負債)/投下資本 ＋(株主資本コスト×株主資本の価値)/投下資本
負債利子率(Rd)	負債利子÷期中平均有利子負債
期中平均有利子負債(D)	短期借入金＋長期借入金＋社債の前期末残高と当期末残高の平均値
負債利子	支払利息＋社債利息
株主資本コスト(Re)	無リスク利子率＋β×リスクプレミアム
市場全体の期待収益率	無リスク利子率＋リスクプレミアム
無リスク利子率	10年国債利回りを代用
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率－無リスク利子率
β	個別株価の市場全体株価水準に対する感応度
株主資本の時価(E)	期末株価×発行済株式数
税引後事業利益	(営業利益＋受取利息＋受取配当金)×(1－実効税率)
資本コスト	投下資本×加重平均資本コスト
投下資本	有利子負債＋株主資本の簿価
EVA	税引き後事業利益－資本コスト

EVA算出のためのデータの出所

項目	データの出所
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイヤモンド社)下巻に従い5%に固定
無リスク利子率(国債利回り)	財務省 http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm
β	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp
発行済株式数	有価証券報告書　株式等の状況
期末株価	Yahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp/
実効税率	有価証券報告書　税効果会計に関する注記

（山之内／アステラス）

項目		2004年3月	2005年3月	2006年3月	2007年3月	2008年3月
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	5.7%	5.6%	6.0%	5.9%	5.8%
負債利子率(Rd)	(%)	6.4%	11.9%	46.1%	25.9%	6.2%
期中平均有利子負債(D)	(百万円)	8,642	6,541	2,998	1,323	836
負債利子	(百万円)	552	780	1,381	343	52
株主資本コスト(Re)	(%)	5.7%	5.6%	6.0%	5.9%	5.8%
市場全体の期待収益率	(%)	6.5%	6.4%	6.8%	6.7%	6.5%
無リスク利子率	(%)	1.5%	1.4%	1.8%	1.7%	1.5%
リスクプレミアム	(%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
β		0.845	0.845	0.845	0.845	0.845
株主資本の時価(E)	(百万円)	1,293,153	1,313,893	2,565,552	2,864,937	2,003,201
有利子負債＋株主資本の時価(D＋E)	(百万円)	1,301,795	1,320,434	2,568,550	2,866,260	2,004,037
負債比率(D/(D＋E))	(%)	0.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
株主資本比率(E/(D＋E))	(%)	99.3%	99.5%	99.9%	100.0%	100.0%
実効税率	(%)	38.2%	38.6%	31.3%	37.1%	33.2%
税引後事業利益	(百万円)	64,205	69,590	138,303	127,253	194,341
営業利益	(百万円)	100,960	108,889	193,020	190,514	275,904
受取利息・配当金	(百万円)	2,931	4,450	8,295	11,796	15,025
資本コスト	(百万円)	44,410	42,492	70,872	61,987	63,025
投下資本	(百万円)	777,591	759,524	1,180,024	1,045,874	1,093,741
EVA	(百万円)	19,795	27,098	67,432	65,266	131,316

（藤沢）

項目		2004年3月	2005年3月
加重平均資本コスト(WACC)	(%)	5.6%	5.5%
負債利子率(Rd)	(%)	2.0%	1.3%
期中平均有利子負債(D)	(百万円)	19,938	9,579
負債利子	(百万円)	403	124
株主資本コスト(Re)	(%)	5.7%	5.6%
市場全体の期待収益率	(%)	6.5%	6.4%
無リスク利子率	(%)	1.5%	1.4%
リスクプレミアム	(%)	5.0%	5.0%
β		0.845	0.845
株主資本の時価(E)	(百万円)	825,475	844,336
有利子負債＋株主資本の時価(D＋E)	(百万円)	845,413	853,915
負債比率(D/(D＋E))	(%)	2.4%	1.1%
株主資本比率(E/(D＋E))	(%)	97.6%	98.9%
実効税率	(%)	40.2%	42.0%
税引後事業利益	(百万円)	35,235	49,698
営業利益	(百万円)	56,702	83,349
受取利息・配当金	(百万円)	1,321	1,368
資本コスト	(百万円)	22,946	23,657
投下資本	(百万円)	408,549	427,664
EVA	(百万円)	12,289	26,041

ROICの算出手順

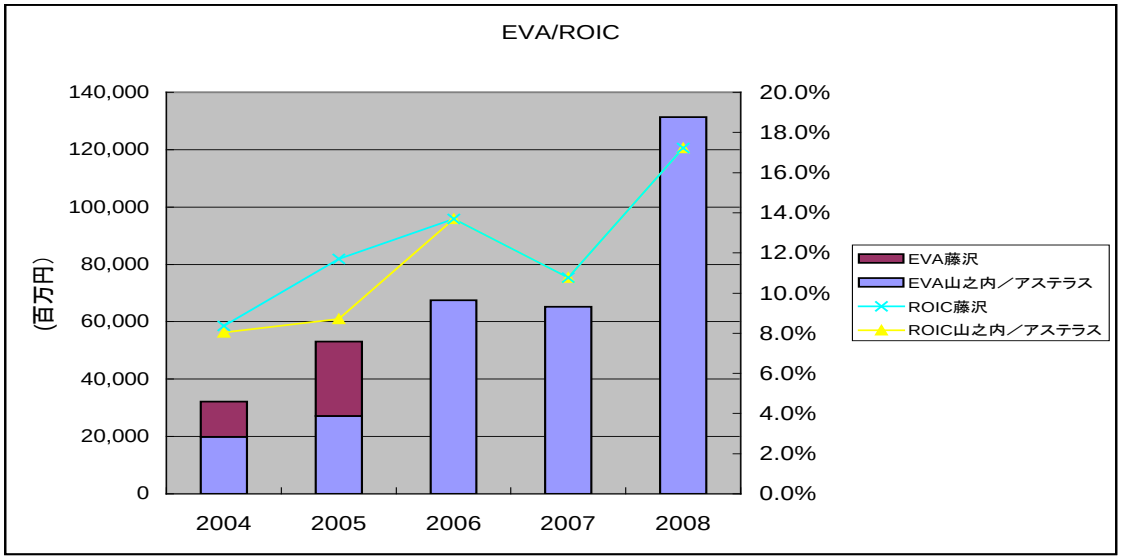
項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
投下資本	有利子負債＋株主資本の簿価
NOPAT	営業利益×(1－実効税率)
ROIC	みなし税引き後営業利益(NOPLAT)/投下資本(簿価)の期中平均

ROICの算出(山之内／アステラス)

項目		2004年3月	2005年3月	2006年3月	2007年3月	2008年3月
投下資本(簿価)	(百万円)	777,010	758,003	1,178,001	1,046,222	1,092,905
有利子負債	(百万円)	8,061	5,020	975	1,671	0
自己資本(簿価)	(百万円)	768,949	752,983	1,177,026	1,044,551	1,092,905
NOPLAT	(百万円)	62,393	66,858	132,605	119,833	184,304
営業利益	(百万円)	100,960	108,889	193,020	190,514	275,904
実効税率	(%)	38.2%	38.6%	31.3%	37.1%	33.2%
ROIC	(%)	8.0%	8.7%	13.7%	10.8%	17.2%

ROICの算出(藤沢)

項目		2004年3月	2005年3月
投下資本(簿価)	(百万円)	405,259	420,594
有利子負債	(百万円)	16,648	2,509
自己資本(簿価)	(百万円)	388,611	418,085
NOPLAT	(百万円)	33,908	48,342
営業利益	(百万円)	56,702	83,349
実効税率	(%)	40.2%	42.0%
ROIC	(%)	8.4%	11.7%



当社の EVA は統合前からみても一貫して良化傾向にある。07 年 3 月期に一時落ち込んでいるが、これは 07 年 3 月期営業利益が前年度比ほぼ横ばいであった一方で、関係会社株式売却益により法人税額は増加したため税引き後事業利益が減少したことによる。その後 08 年 3 月期にはそれまでで最大の伸びを見せており、特に問題はないと言える。EVA を構成する主要素を見ていくと、まず、税引き後事業利益は前記の通り 07 年 3 月期に一時的な落ち込みがあったものの一貫して良化傾向にあり特に問題はみられない。投下資本についても売上・利益の増加にもかかわらず、統合前と比較しやや減少している。これは有利子負債減少によるものであり大いに評価できる。WACC についてはほぼ横ばいもしくは減少といったところである。医薬品企業は一般的に業績の良いキャッシュリッチな企業が多いこと、また研究開発型産業であることからその資本調達は借入金よりも株主資本によることが多い。当社についても 08 年 3 月期には有利子負債が 0 となっておりこれ以上の WACC 改善は難しい。全体をみると営業利益が増加する一方で投下資本を抑えこむことができており、また営業利益の伸び率についても拡大傾向にあることから、EVA の観点からみた当社の財務状況は良好であると評価できる。今後さらにこれを向上させるためには、既に有利子負債が 0 であることを考えると営業利益の最大化をいかに実現していくかにかかっていると言える。次に ROIC であるが、これは税引き後事業利益（NOPLAT）を簿価投下資本で割ることで算出される指標であり、投下した資本に対する本業の収益率を表している。ROIC を改善するためには①税引き後事業利益（NOLPAT）を増加させるか、②投下資本を減少させる必要がある。投下資本は簿価自己資本合計と簿価有利子負債で構成されているため、有利子負債を減らすことが ROIC 改善につながることとなる。EVA は ROIC と密接な関係を有しており、投下した資本に対する収益性を表す ROIC が WACC を上回る時に企業は価値を新たな付加価値を生み出したと評価することができる。この ROIC から WACC を引いたものが EVA スプレッドであり、この値が大きいほど、企業は大きな付加価値を生み出していると評価することができる。この EVA スプレッドの観点からも、07 年 3 月期を除いて年々拡大傾向にあり特に問題はないと考える。07 年 3 月期に一時減少した理由は前記の通りである。

2.2　企業価値指標算出

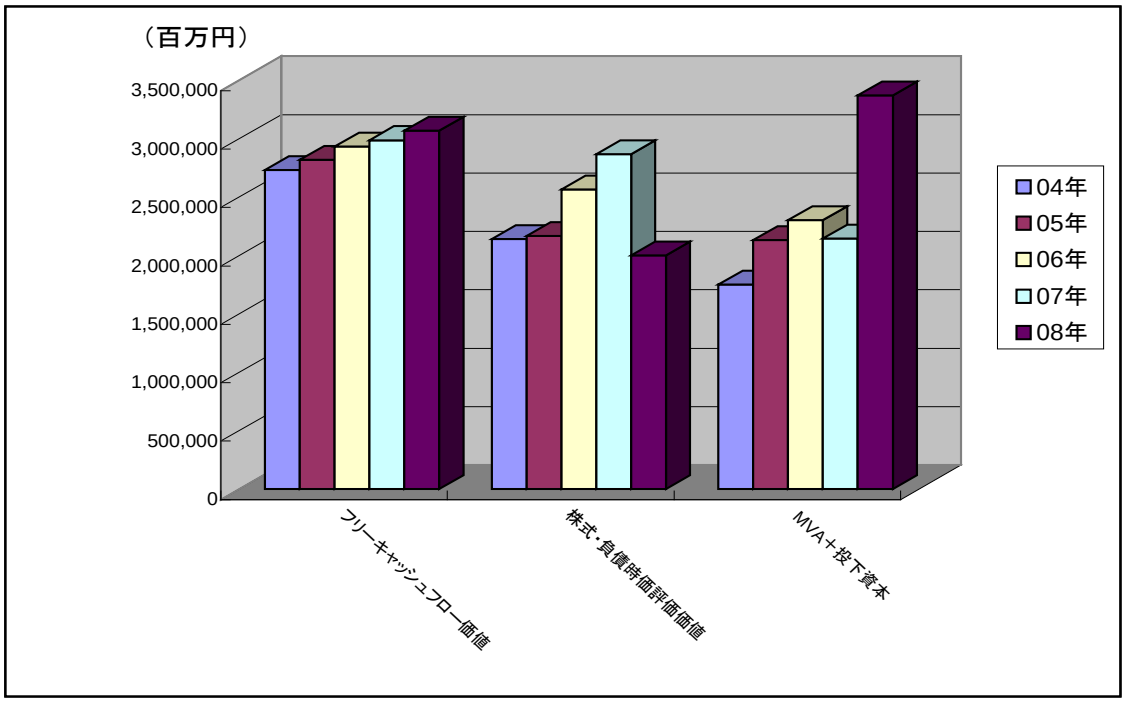
項目と評価方法	2004年3月	2005年3月	2006年3月	2007年3月	2008年3月
企業価値(1)　フリーキャッシュフロー価値	2,731,182	2,818,419	2,934,135	2,988,546	3,070,703
企業価値(2)　株式・負債時価評価価値	2,143,337	2,167,758	2,566,527	2,866,608	2,003,201
企業価値(3)　MVA＋投下資本	1,751,130	2,134,108	2,302,768	2,147,080	3,372,604

＜企業価値の算出方法＞
企業価値(1)　下表を参照
企業価値(2)　期末株価×発行済株式数＋有利子負債簿価
企業価値(3)　EVA÷資本コスト＋投下資本

フリーキャッシュフロー(FCF)価値の算出方法

	2004年3月	2005年3月	2006年3月	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月
営業活動によるCF	43,376	48,588	140,151	127,930	186,930					
投資活動によるCF	-12,844	46,959	-87,660	72,431	-8,416					
FCF	30,532	95,547	52,491	200,361	178,514	116,066	120,830	125,790	130954.06	136329.77
平均FCF					111,489					
売上高	906,608	862,011	879,361	920,624	972,586					
売上高成長率	2.0%	-4.9%	2.0%	4.7%	5.6%					
平均売上高成長率					4.1%					
2004年3月の予測期間におけるFCFのNPV		90,413	47,001	169,767	143,128	88,058				
2005年3月の予測期間におけるFCFのNPV			49,702	179,634	151,543	93,294	91,963			
2006年3月の予測期間におけるFCFのNPV				189,009	158,859	97,435	95,687	93,971		
2007年3月の予測期間におけるFCFのNPV					168,526	103,441	101,662	99,913	98,195	
2008年3月の予測期間におけるFCFのNPV						109,742	108,022	106,330	104,663	103,023
予測期間におけるFCFのNPV(A)	538,367	566,137	634,961	571,737	531,781					
加重平均資本コスト	5.7%	5.6%	6.0%	5.9%	5.8%					
FCFの永久成長率(無リスク利子率)	1.5%	1.4%	1.8%	1.7%	1.5%					
継続価値のNPV(B)	2,192,815	2,252,283	2,299,173	2,416,809	2,538,923					
企業価値(A)＋(B)	2,731,182	2,818,419	2,934,135	2,988,546	3,070,703					

FCF＝営業活動によるCF+投資活動によるCF
継続価値＝{予測期間の翌期のFCF÷(加重平均資本コスト)}÷(1＋加重平均資本コスト)



前提条件：フリーキャッシュフロー成長率は対象期間の平均売上成長率である 4.1%を使用した。

フリーキャッシュフロー価値については､堅調な営業利益の伸びを主因に拡大傾向にある。株式・負債時価評価額については、06 年 3 月期、07 年 3 月期に大きく増加したが、08 年 3 月期に減少に転じている。これは当社の株式・負債時価評価額の大部分は株式時価評価額で占められていることから株式価格の変動よるものである。2005 年 1 月以降株価は大きく上昇したが、昨年の米国サブプライムショック以降大きく下落に転じている。これは当社の株価だけでなく市場全般に言えることであり、一方で有利子負債も大きく減少していることから主にマーケット状況に起因するものであり大きな問題ではないと考える。最後に MVA+投下資本であるが、これについても 07 年 3 月期に一旦停滞するものの翌年度には大幅上昇に転じている。投下資本は一貫して減少傾向にあることから、07 年 3 月期の停滞は EVA の一時的な減少に起因するものである。この原因については既に述べたとおりであるので省略するが、全体としては順調に伸びており特に問題は見当たらない。

企業価値指標のまとめとして、統合を機に営業利益の継続成長を実現しており、これが企業価値増大の原動力となっている。一方で、投下資本については統合前レベルに抑制することが出来ており有利子負債も 08 年 3 月期には 0 となっている。他方、株式価値の観点から見た場合、マーケット環境に左右されるため上下変動があるが、基本的には全期間を通じてマーケット並みもしくはそれ以上の株価パフォーマンスを実現していることから大きな問題とは言えない。結論としてフリーキャッシュフロー価値、MVA+投下資本が右肩あがりに成長しており企業価値の観点から見た場合十分評価できる。

3　企業価値創造

3.1　会社概要

旧・山之内製薬から引き継いだ泌尿器領域の医薬（ハルナール・ベシケア）、旧・藤沢薬品から受け継いだ免疫抑制剤（プログラフ）などを主力商品とする。国内最大規模の営業体制と、両社の強みを融合した研究陣を擁し、武田薬品工業（世界第 16 位）・第一三共（同 22 位）・エーザイ（同 23 位）とともに国内製薬メーカー大手 4 社の 1 つである。1990 年代から加速した海外製薬企業の大型合併劇に合わせ、日本でも製薬業界の再編の必要性は早くから叫ばれていた。各社が方向性を手探りする中、藤沢薬品の青木初夫社長（当時）と山之内製薬の竹中登一社長は互いを合併のメリットを引き出せるパートナーとして認め、交渉を進めてきた。アメリカに販路を持つ藤沢とヨーロッパに強い山之内、天然物からの創薬を得意とする藤沢と合成医薬に強みを持つ山之内の組み合わせは、主力医薬品が重複しないこともあり早くから合併には最適という観測が成されていた。まず2004 年10 月 1 日に山之内製薬と藤沢薬品工業の一般家庭向け医薬品事業を統合し、「ゼファーマ」として分社した（2006 年にゼファーマは第一三共へ売却され、翌2007 年に第一三共ヘルスケアに合併され消滅した）。さらに2005 年4 月 1 日には本体同士が合併、アステラス製薬としてスタートを切った。法律上は山之内製薬を存続会社とする吸収合併の形をとり、本社ビルも旧・山之内製薬の本社ビル（東京都中央区日本橋本町二丁目 3 番 11 号）をそのまま用いているが、精神としてはあくまで対等合併という建前をとり、社名も古いブランドを捨てて新しい名称を名乗っている。もともと業界 3 位であった山之内と 5 位であった藤沢

は、合併によって武田薬品に次ぐ2位に浮上した（ただしその後の第一三共の誕生によって再び 3 位に）。初代社長には旧山之内の竹中登一が就任、旧藤沢の青木初夫は会長に納まった。2006 年6 月には新社長に藤沢出身の野木森雅郁が就任している。
（主な製品）
・プログラフ（タクロリムス、免疫抑制剤）
・ハルナール（塩酸タムスロシン、排尿障害治療剤）
・ガスター（ファモチジン、H_2ブロッカー）
・スターシス（速効型食後血糖降下剤）
・ベシケア（コハク酸ソリフェナシン、過活動膀胱治療剤）
・リピトール（アトルバスタチン、スタチン系高脂血症治療薬）
・ミカルディス（ARB薬）
・タゴシッド
・セフゾン
・アドバフェロン（C 型慢性肝炎治療剤）　他

グループ会社は以下の通りであるが、特徴的なのは国内（12 社）に比し、海外（55 社）に多くの子会社を有していることである。海外ではそれぞれ北米 14 社、欧州 33 社、アジア 7 社であるが、懸念事項として次の二点があげられる。既にセグメント分析で述べたとおり、特に欧州において関係会社数が多く非効率なオペレーションになっていると思われること。平成に入り急速に海外展開を進めてきており、その結果海外で多くの関係会社を有するにいたっているが、それを支えるグローバル人材の確保・育成が適切に行われているか。特に後者については、日本はグローバルでみた場合、言語バリアー、カルチャーの違い等により、なかなかグローバルカンパニーに短期間で成長することは難しい。確かに組織体制としては、研究・開発・生産部門は各機能をベースとしてグローバルに、営業・スタッフ部門は地域ごとにマネジメントを行うマトリックスマネージメントを行うこととしており、実際、グローバル開発本社機能を米国に設置するなどグローバル化に向けた取り組みはしている。しかし、製薬産業は他の産業と比較し中央集権的な運営形態により効率化が図れる産業であり、いいかえると本社の指導力の強さが競争力強化に繋がるとも言える。このような状況の中、海外市場で欧米のメガファーマとの競争に打ち勝つためには指導力のある本社を実現するグローバル人材の育成が急務であろう。

3.2　企業理念

企業理念は企業価値経営の中核をなすものであり、経営戦略策定のあたってのスタートポイント、ピラミッドの頂点部分にあたる。アステラスの企業理念をみると存在価値として「先端・信頼の医薬で、世界の人々の健康に貢献する」ことをあげており、これを企業価値創造の観点からみると、顧客価値の実現に重点をおいていることが分かる。また、医薬品産業の製品特性を考えると、これは同時に社会価値をも意識していると言えるだろう。使命として「企業価値の持続的向上」をあげており企業価値向上を意識した経営を行っていることが分かる。信条として以下の四点を上げている。内容を見ていくとそれぞれ①は

社会価値、②は顧客価値、③は顧客価値及び株主価値、④は株主価値といったように従業員価値以外は企業価値向上に必要な要素をカバーしている。
高い倫理観：常に高い倫理観をもって、経営活動に取り組みます。
顧客志向：常に、お客様のニーズを把握し、お客様の満足に向かって行動します。
創造性発揮：常に現状を是とせず、未来志向で自己革新に挑戦し、新しい価値を創造します。
競争の視点：常に、視野広く外に目を向け、より優れた価値を、より早く生み出し続けます。

これら企業理念を補完するメッセージとして以下の項目をあげているが①から④についてはいずれも顧客価値、社会価値を高めることを通じて株主価値の向上を図っていくとのメッセージが読み取れる。また⑤については従業員価値にフォーカスしたものであると言え、ここで全ての企業価値要素がカバーされることになる。
・生命科学の未知なる可能性を、誰よりも深く極めたい。
・新しい挑戦を続け、最先端の医薬品を生み出したい。
・高い品質を確かな情報と共に届け、揺るぎない信頼を築きたい。
・世界の人々の健やかな生活に応えていくために。
・世界で輝き続ける私たちであるために。
結論として、当社は顧客価値、社会価値を上位におき、それと実現することで競争に打ち勝ち株主価値の最大化を実現し、最後にそれらのプロセスを通じて従業員価値の向上を図るといった仕組みが見えてくる。

3.3　顧客価値

医薬品事業は多くの人々の命を救い、健康を提供することで豊かな生活の質（Quality of life）の向上に貢献している。そういった意味では他業界の製品に比し顧客価値の観点からは大きな価値創造を実現しているといえる。当社は薬剤の開発・製造・販売にとどまらず患者会の活動を支援する「患者会支援活動」、医療機関関係者に対しては生活習慣病、うつ、アレルギー等、主要疾患の情報をカバーした国内最大規模の医薬品情報サイト「アステラス・メディカルネット」を開設し顧客価値の拡大に努めている。また、中期経営計画においても将来の方向性として患者の治療に対する満足度が低いとされている分野へ積極的にビジネスを拡大することを掲げておりますますの顧客価値拡大が見込まれている。一方で顧客価値の観点からみた場合、一般的に製薬会社は利益を獲得しすぎであると言われており、日本のような国民皆保険制度のもとでは致命的な要因になっていないが、そういった保険制度のない国においては新薬の価格の高さというのは顧客価値を大きく損ねていると言える。今後、顧客価値の最大化を標榜するのであれば価格面での取り組みも必要となってくるであろう。これは収益の最大化（＝株主価値の最大化）と矛盾する話でもあり、どのようにこの問題を解決し全体として企業価値の最大化を実現するのか、大きな課題であると言える。

3.4　株主価値

当社の一株当たり配当額は平成 18 年 3 月期 : 70 円、19 年 3 月期 : 80 円、20 年 3 月期 : 110 円と着実に増額してきている。配当性向についてもそれぞれ 38.9%、45.6%、49.7%と着実に拡大している。自己株式取得についても 20 年 3 月期で 817 億円、21 年 3 月においても既に約 400 億円を実施している。業界最大手の武田薬品を見た場合、一株当たり配当額はそれぞれ 106 円、128 円、168 円、配当性向は 37.8%、50.8%、81.6%と極めて高い水準にある。自社株買いについても 20 年 3 月期で 1,285 億円、21 年 3 月期において 578 億円をすでに実施しており、株主価値の観点からはアステラスを上回っている。さらに配当率ベースで 20 年 3 月期の実績を競合他社と比較した場合､アステラス 2.30%、武田 2.77%、エーザイ 3.23%、第一三共 2.19%となる。結論として業界トップレベルの水準からは一歩遅れるものの製薬産業自体が高収益産業であること、買収防衛のため高い株価を維持する必要があるなどの要因から他業界に比べ株主への価値還元水準が高いことを考え合わせると十分な水準であると考える。また、このことは ROE の観点からもアステラス 16.1%、武田 15.1%、第一三共 7.8%、エーザイ▲3.4%（大型買収の影響）と極めて高い水準にあることからも裏付けられる。

基本的には日経平均と連動して推移してきたが、その過程においては日経平均上昇時にはアンダーパフォーマンス、下落時にはアウトパフォーマンスといわゆるディフェンシブ銘柄の特性を表した動きになっている。武田薬品との比較であるが、武田薬品の株価パフォーマンスを下回る時期が長かったが、2007 年、武田薬品が新薬の開発延期を発表して以降、パフォーマンスは逆転し現在に至ってもその差は開いたままである。日経平均パフォーマンスを十分上回っていることから株主価値は満たしていると言えるが、注目すべきは日経平均と比較した株価の動きである。以前であれば医薬品株はディフェンシブ銘柄の代表的なものであり、マーケットが大きく落ち込むような場合であっても下落は限定的であった。しかし下表をみると分かるように昨年のサブプライムショック以降、マーケットと連動する形で大きく下落している。この現象は米国でも起きており、すでにマーケットにおいて医薬品株はディフェンシブ銘柄ではなく、優良新薬がでるかでないかで大きく収益にブレのでるハイリスク・ハイリターン銘柄として扱い始めているというのがウォール街での共通認識となりつつある。このような投資家の変化を考えると、やはり優良新薬の開発が株主価値最大化に不可欠なものであると言える。またこれは顧客価値、社会価値の最大化にも直結するものであり最重要項目であることが確認できた。

3.5　従業員価値

従業員価値の観点から見た場合、製薬業界は総じて給与レベルが高く報奨の面では比較的恵まれていると言える。一方で、当社は統合の前後において約 2,600 名の人員削減を行っており、また、製造部門を次々と分社し給与水準を引き下げることで収益構造の改善を図ってきた経緯がある。長期的な観点から見ると、それにより企業価値の最大化を図ることができ結果として雇用の安定が保たれることで従業員価値も維持されるとの見方もできる。

しかしながら、株主価値創造と比較した場合、前述の通り、従業員価値創造に比しかなり積極的に取り組んでいるとの印象を受ける。これは株主に報いるとの理由に加え、買収を防ぐとの意図があると思われるが、果たして買収されることが従業員価値の低下を招くかと考えた場合、そうであるとは言い切れず、むしろ経営者の保身的なスタンスも見え隠れする。確かに買収されることによる従業員価値が低下するといった側面もあろうが、全体を見た場合、やや株主価値に軸足が偏りすぎとの印象を受ける。

経営戦略との関連で見た場合、長期計画の中で人的資源の充実を最重要課題と位置づけている。具体的には以下の項目をあげている。
・高い成果を発揮し続ける能力・意欲のある人材に対する最高水準の能力開発支援
・役割と成果に基づく、公正で納得性の高い評価・処遇
・人種・国籍・性別・年齢に関係なく、実力主義に基づく適材適所
・優秀な人材が能力を発揮できるシンプルで最適な組織の実現
・自由かつ達な議論、コミュニケーション場の形成

当社の今後の最重点課題の一つはいかにグローバル化を進めるかにあり、その推進力となるのはそれを支えるグローバル人材である。海外市場で戦うには当然、ローカル人材の活用、登用を積極的に行っていかなければならず、そこでは海外のメガファーマとの人材獲得競争にまず勝たなければならない。そういった視点から見た場合、上記施策はお題目としてはよいが、当社の役員構成、年齢等をみる限りにおいては実現できていると言い難く、今後、これを単なるお題目で終わらせるか、実現に移せるかでグローバル戦略の成否は大きく変わってくるものと考える。従って、従業員価値の観点からまとめると、従来から約束されてきた他業界に比し高い給与についても確実なものではなくなっていること、他方、グローバルレベルでの適材適所もいまだ不十分といったことを考えると価値向上に向け課題が残ると言わざるを得ない。

3.6　社会価値

社会価値を CSR 及びコンプライアンスの両面から考えて見る。当社は、経営理念の実現には社会的責任を積極的に果たす必要があるとの考えから当社の長期計画である「VISION 2015」実現のための仕組みのひとつに、CSR 経営の推進をあげている。また、経営理念を企業活動のレベルで表し、かつ「誠実性」の高い企業活動を通じて社会的責任を果たしていくことを明確にした「アステラス企業行動憲章」を当社の「CSR 方針」に位置づけている。また、当社は社員、環境、経済、社会、コンプライアンスの 5 つを CSR 因子とし、これらを CSR 経営のフィールドとし、コンプライアンスを CSR 経営のベースとして位置づけている。コンプライアンスを除いた 4 つのフィールドも、コンプライアンスと有機的に結びつきながら、実践されることを意図している。さらに当社は CSR 活動の取り組みについては、経営トップを議長とする CSR 委員会が責任を負う体制としている。
具体的には下記の目標を設定している。

・ コンプライアンスをベースとした「誠実」な企業風土を醸成する。 - 法令遵守にとどまらず、企業倫理を含めた観点からコンプライアンスを捉える。
・ 環境・安全、社会的活動などに関し、国際的に汎用性を持つ企業行動原則やシステムを導入する。
・ 企業の透明性を高めるため、企業情報を適時適切に開示し、社会・市場との双方向の対話を促進する。
・ユニークで有用性の高い医薬品の開発
・ステークホルダーへの価値の提供
・企業価値の創造
・顧客・社員との関わり合いの重視
・CSR の観点からの企業活動のチェック

このような CSR 活動の実践は高く評価できる。2008 年 7 月 9 日号のニューズウィークの世界企業ランキング 500 においても当社の CSR 活動が高く評価され、世界で 35 位、日本で 1 位を達成している。

当社は執行役員制度を導入し、経営の意思決定及び業務執行の監督機能を担う取締役と、業務執行の責任を担う執行役員の役割区分を明確にしている。さらに取締役会については、7 名のうち 4 名を社外取締役で構成するなど形式的には他の日系企業と比較した場合、牽制が効く仕組みになっている。しかしながら、内容をみていくと社外取締役の中にアステラス監査役経験者が 1 名おり、完全に社外取締役がマジョリティーを握っているかといった点については若干懸念が残る。業務執行にあたっては、グローバル経営会議、財務経営管理会議、人事会議を設置し、当社及びグループ会社における、グローバル経営に関する重要事項、財務経理・経営管理に関する重要事項、人事に関する重要事項の協議にあたる体制を採っている。 評価できる点としては、役員人事及び報酬制度における審議プロセスの透明性と客観性を高めることを目的に、取締役会の諮問機関として指名委員会並びに報酬委員会を設置し、両委員会の構成は、過半数を社外取締役が占めていることがあげられる。評価できる点としては日本のみでなく、グループ業績に影響の大きい欧・米のグループ会社において独自の内部監査部門を設けていることがあげられる。一般的な日本企業は監査部門が日本の本社のみに存在しているため、グローバル化により海外売上高比率が高まっているにもかかわらず、いまだに日本からの一元管理を行っており実質的な管理ができていないケースが散見される。この点、各拠点に内部監査部門を設けている当社の体制は評価できる。一方、課題としては今後の競合相手は国内メーカーよりも海外のメガファーマであることを考えた場合、欧米企業においては監査部門の権限が強く米国 SOX 法の施行等の影響もありより強化なガバナンス体制を構築している会社が多い。従って、国内レベルで見た場合、当社のガバナンス体制は優れていると言えるが、今後のグローバル展開を考えた場合、そういった欧米企業のレベルにまで引き上げていく必要がある。
統合前の段階においては、海外展開を志向しつつも中途半端な状態であり、将来的に高成長が望めない日本市場において他業界に比べて高い利益を確保するという、両社ともいわゆる「内弁慶企業」として事業展開していた。このことは顧客価値、株主価値の観点から

はあまり評価できない。そのような国内中心の事業展開であったこともあり、社会価値、特にコーポレート・ガバナンスについてもグローバル水準にはほど遠い状況にあったといえる。一方、統合後においてグローバル化を進める中で、顧客価値、株主価値、社会価値についての意識が高まり、顧客への情報提供、株主還元、CSR、コーポレート・ガバナンスの充実にむけた取り組みが実施され、国内他社と比較した場合、高い水準にあると言える。気になる点としては従業員価値があげられると思う。今後グローバル化を図るにあたっては、欧米のグローバル企業と同等の従業員価値の向上が求められるが、いまだに日本特有の人事制度から脱皮しきれていないように思われる。当社の企業価値最大化にあたってグローバル化は不可欠であり、それを支える人材価値の最大化をローカルスタッフも含め実践していく必要があると思われる。

4　企業環境分析

4.1　機会・脅威の整理

当社の機会及び脅威について、統合前と後においてそれぞれ以下のとおり整理した。

（統合前）

機会	脅威
・新薬の減少	・欧米メガファーマの合併によるさらなる巨大化
・米国市場の成長	・大衆薬市場の縮小
・中堅メーカーとのパートナリング	・日本市場の先行き不透明感
・成長率は低いが依然日本は世界第二位のマーケットであること	・高い外部導入比率
・ゲノム等の技術を使った創薬	・パイプラインの先細り
・海外市場への展開	・副作用リスク

（統合後）

機会	脅威
・依然大きな米国市場	・医療費削減のため、さまざまな種類の薬価改正策の検討
・中国、インド等新興国市場の拡大	・MRによる医師への訪問規制
・CROの急激な増加	・正式な医療経済データが求められること
・アウトソーシング手段の増加	・市販後の安全性に関するさまざまな義務。要求の増大
・患者団体の活動の活発化と政策に及ぼす影響力の拡大	・ジェネリック医薬品の台頭
・情報提供のための新たなチャネルとテクノロジー	・ドラッグ・ラグ解消による欧米メガファーマからの脅威
・成長率は低いが依然日本は世界第二位のマーケットであること	・医薬品卸、病院のグループ化によるバイイングパワーの強化
・画期的な薬剤への高い薬価	・三角合併の脅威
・患者のニーズによりあったテーラーメード治療にニーズ	・副作用リスク
・ゲノム等の技術を使った創薬	・米国政治リスク
・海外市場への展開	
・創薬ベンチャーとの連携	

4.2　機会・脅威の考察

機会、脅威それぞれ統合前と統合後の外部環境の変化について、上記の表をもとに考察する。

(1) 機会

マーケットについて考えて見る。統合前、統合後ともに米国市場が世界第一位の市場規模を誇り、全世界の市場シェアの 53.3%（2006 年 12 月～2007 年 11 月）を占めている。年成長率は 5%と一時期よりも鈍化している。日本市場についても世界シェア 12%と依然国別では世界第二位の市場であるが成長率は 4%と依然にくらべこれも鈍化傾向にある。統合前との違いを見ると中国、インド等の新興国の台頭がある。いずれも世界シェアはまだ低くマーケットとしてはそれほど大きくないが、人口、経済発展を考えた場合、将来の有望市場であること、また、欧米各社は研究開発や治験の拠点として進出している。また、他社とのアライアンスの重要性が高まっている。統合前は海外で独自に臨床試験をする能力や販売能力を持っていない中堅企業から開発品を引き受け、海外で臨床試験の実施、販売を行うといった形態が多かったが、現在においては大手同士の共同開発やまた創薬ベンチャーとの提携・買収などが盛んに行われている。

アラインアンスの一類型とも考えられるが、05 年 4 月の薬事法改正により医薬品の製造委託が可能となったこと、及び近年の CRO, SMO 数の増加により受入余地がますます広がってきており、製造、研究開発にこういった外部のリソースを積極的に活用できる状況が整ってきている。また、MR に関しても外部のリソースを活用できる機会が充実してきている。治療に関しても、特に欧米を中心に患者一人一人にあったテーラーメード医療への期待が高まっており、副作用をより少なく、かつ効果の拡大を目指した取り組みが始まっている。対顧客という視点では IT のますますの普及・進展により患者、ドクターへ対する情報提供のための新たなチャネルやテクノロジーが求められており、実際に当社もドクター向けに国内最大規模の情報提供サイトを設けているが、他方、患者向けの情報提供窓口にはさらなる改善の余地があると思われる。あくまで最終ユーザーは患者であり、また、昨今、患者会の活動が活発化してきており、医療政策に与える影響が拡大しつつあることを考えると患者向け情報提供窓口開設のニーズはますます高まると思われる。

(2) 脅威

外資系メガファーマの合併による拡大はひと段落したものの三角合併の解禁により買収の脅威は依然残っている。ただし、この数年については、ファイザーの一万人を筆頭に、アストラゼネカやメルク、J&J、ノバルティス、イーライリリー等、海外のメガファーマは相次いでリストラを発表しており、合併による規模の拡大よりも体質改善に注力している。むしろ最近では武田薬品、エーザイ、第一三共をはじめ日本の製薬企業が海外メーカーを買収する事例が増加してきている。統合前にはサプリメント、健康ブームを背景とした大衆薬市場の縮小があったが、これについて当社はゼファーマを第一三共に売却済みであり医療用医薬品分野への集中をほぼ達成している。統合前にあった日本市場の先行き不透明

感は、数年経って薬価の大幅引き下げ、毎年薬価改定の実施などの形で顕在化してきている。今後、高齢化はますます進展するものの薬剤費の削減は医療費削減の重要な柱であり厳しい状況は続くと思われる。

統合前に比べ、海外に引き続き国内においても新薬メーカーにとってはジェネリック医薬品がファーストチョイスとして選択されるなど、その脅威は高まっている。こういった状況を受け、インドのジェネリックメーカーの日本への参入、一方、第一三共によるインドの大手ジェネリックメーカーの買収など、ジェネリック市場を取り巻くメーカー間の勢力争いが激しさを増している。統合前に比べ、新薬導入時期が米国に比べて約 2.5 年遅いといういわゆる「ドラッグ・ラグ」解消に向けた政府・厚労省の動きが本格化してきており、外資メーカーの新薬参入時期が早まるという点で、外資メーカーにとっては機会に、国内メーカーにとっては脅威になりつつある。

4.3　問題点及び課題

以上の考察を基に当社の問題点及び課題について、特に重要と思われるものを以下にあげる。

(1) 機会

・米国市場での事業拡大

当社の北米での現在の事業規模を考えるとまだまだ発展の余地がある。米国市場は世界第一位の市場であり今後もある程度の成長が見込めることから、いかにこの市場でのプレゼンスを高めていくかさらなる努力が求められる。

・アライアンスの活用

当社のアライアンス戦略には二つの方向性があると思われる。すなわち上記①であげたような市場拡大を目指したもの、もう一つは創薬ベンチャー等との連携による製品開発・パイプライン拡充を意図したものである。現在の製薬業界は有望な新薬の減少、また、新薬がなかなか出にくいという状況を受けて競争はますます激化している。このような状況の中、単独で勝負を挑むのは効果的と思われず、状況に応じ臨機応変にアライアンスを活用していくことが必要と思われる。

・アウトソーシングの活用

医薬品製造委託の解禁、CRO の増加等を受けアウトソーシングを活用できる余地は高まっている。一方、当社は合併を契機に生産拠点の統廃合、分社化などを推し進めてきたがいまだに自前主義から脱却できていないように思われる。医薬品事業の最大の課題はいかにパイプラインを途切れさせないか、また、パイプラインが途絶えた時に、次の有望な薬が市場に出されるまでどのように凌ぐかにある。アウトソーシングは、このような不確実なリスクに対して柔軟性を持つことであり大いに活用すべきと考える。

・患者ニーズを実現する新技術

近年、より患者の要求にあった、いわゆるテーラーメード医療へのニーズが高まりつつある。当社も中・長期計画において「顧客の満たされていないニーズに応えていく」ことをあげているが、単なる新薬の開発だけでなく、いかにそれを個々の患者にカスタマイズし

ていくかそのような技術の開発も将来的な競争力確保には必要であると思われる。

(2) 脅威

・大きな成長が望めない国内市場への対応

国内市場は、高齢化が進むものの政府による医療費、特に薬剤費の削減を受け、将来的に高成長は望めない。また、薬価改定が毎年実施される可能性も高く、不当に薬価をカットされるといったリスクも増加してきている。このような中、今後、適正な薬価を維持していくためにはメーカー側に薬価の妥当性を立証するための様々な医療経済データを用意することが求められる。今後、高成長が望めないマーケットで、こういったいかに価格を維持していくかの取り組みも重要になってくると思われる。

・ＭＲによる医師への訪問規制

MR の医師への訪問規制により、今後、当社の強みとしてきた営業力が活かしきれない可能性がでてくる。これに対する対応としては、いかに少ない訪問回数で的確にメッセージを伝えるか、また訪問後電話等でいかに的確なフォローアップを行うか、情報データベースの効率活用等、全社をあげて営業活動の効率化に向けた取り組みを行う必要があろう。

・ジェネリック医薬品の台頭

ファーストチョイスをジェネリックにすることが決まるなど、いよいよ国内市場においてもジェネリック品の脅威が顕在化してきている。これを受けてあくまで新薬メーカーとして先進性を追及するか、第一三共のようにジェネリックメーカーを取り込むことによって共生を図るか、苦しい決断がせまられる状況となっている。当社もこの点に対するスタンスを明確にする必要があるが、個人的には中途半端なジェネリックの参入は、本来、新薬と対極にあるビジネスであることから戦略矛盾を起こす可能性が高く、新薬メーカーとしての競争力強化に集中すべきと考える。

・依然残る買収への脅威

この点に関しては、買収防衛策の採用や鉄鋼メーカーのように国内メーカー間でのアライアンスにより防衛を図るといったことなどが考えられるが、本来的には業績をあげ高い株価を維持することが重要であろう。

5　企業成長戦略

5.1　事業展開シナリオ

(1) 沿革

両社の沿革を確認することで現在までの事業展開の流れを明らかにする。

（山之内-アステラス）

大正 12 年 4 月　故山内健二が大阪市において当社の母体、山之内薬品商会を創立。

昭和 24 年 5 月　東京証券取引所及び大阪証券取引所に株式を上場。

昭和 25 年 11 月　地方に分散していた諸工場を廃し、生産部門を小豆沢工場（製剤工場）、蓮根工場（合成工場）の 2 工場に吸収。

昭和 33 年 6 月　名古屋証券取引所に株式を上場。（平成 18 年 4 月上場廃止）

昭和 38 年 2 月　台湾に台湾山之内製薬 Co.,Ltd.を設立。

昭和 39 年 5 月　中央研究所完成。
昭和 43 年 11 月　焼津工場（製剤工場）完成。
昭和 44 年 8 月　札幌証券取引所に株式を上場。（平成 18 年 4 月上場廃止）
昭和 49 年 11 月　高萩工場（合成工場）完成。
昭和 61 年 4 月　アイルランドに山之内アイルランド Co.,Ltd.を設立。
昭和 61 年 5 月　パリ証券取引所に株式を上場。（平成 18 年 5 月上場廃止）
昭和 62 年 5 月　西根工場（製剤工場）完成。
平成元年 2 月　日本シャクリー㈱の株式 77.7%取得。
平成元年 5 月　シャクリーコーポレーション（米国）を買収。
平成 2 年 8 月　英国に山之内Ｕ.Ｋ.Limited を設立。
平成 2 年 12 月　オランダに山之内ブロカデス B.V.を設立。
平成 3 年 2 月　ロイヤルヒストブロカデス N.V.（オランダ）の医薬品部門を買収し、統括会社としてブロカデスファーマ B.V.（オランダ）を設立。
平成 3 年 6 月　蓮根工場を高萩工場へ統合移転。
平成 4 年 1 月　米国に山之内 U.S.A.Inc.を設立。
平成 6 年 3 月　ブロカデスファーマ B.V.を山之内ヨーロッパ B.V.に改称。
平成 6 年 7 月　韓国に合弁会社韓国山之内製薬株式会社を設立。
平成 6 年 10 月　中国に合弁会社瀋陽山之内製薬有限公司を設立。
平成 9 年 4 月　フィリピンに山之内フィリピン Inc.を設立。
平成 9 年 12 月　蓮根事業場開設。
平成 11 年 1 月　タイに山之内タイランド Co.,Ltd.を設立。
平成 12 年 3 月　インドネシアに P.T.山之内インドネシアを設立。
平成 12 年 6 月　米国に山之内アメリカ Inc.を設立。
平成 13 年 9 月　米国に山之内ファーマアメリカ Inc.を設立。
平成 14 年 3 月　小豆沢工場を閉鎖し、製剤生産体制を効率化。
平成 15 年 10 月　藤沢薬品工業株式会社と、一般用医薬品事業を統合し、共同出資会社を新設することで基本合意。
平成 16 年 2 月　藤沢薬品工業株式会社と、合併することで基本合意。
平成 16 年 5 月　日本シャクリー（株）、シャクリーコーポレーション、イノービス（米国）の株式を譲渡。
平成 16 年 6 月　ベアクリーク（米国）の株式を譲渡。
平成 16 年 10 月　藤沢薬品工業株式会社と一般用医薬品薬事業を統合し、ゼファーマ株式会社を設立。
平成 17 年 4 月　藤沢薬品工業株式会社と合併し、アステラス製薬株式会社発足。
同合併に伴い、海外・国内グループ会社を順次再編。
平成 17 年 4 月　製剤生産機能を統合・分社化し、アステラス東海株式会社を設立。
平成 18 年 4 月　原薬製造機能を統合・分社化し、アステラスファーマケミカルズ株式会社を設立。
平成 18 年 4 月　ゼファーマ株式会社の全株式を第一三共株式会社へ譲渡。
平成 19 年 12 月　癌領域の抗体医薬を専門とするバイオベンチャー、アジェンシス Inc.

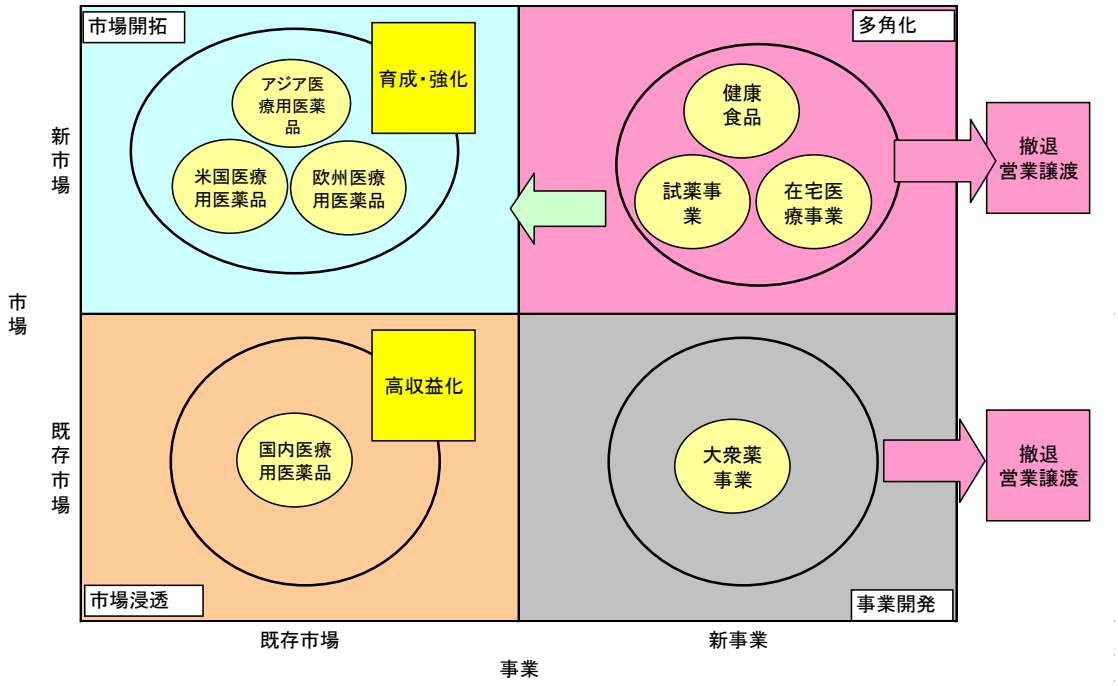
（米国）を買収。
平成 20 年 4 月　米国にグローバル開発本社機能を有するアステラス ファーマ グローバル ディベロップメント Inc. を設立。

（藤沢薬品）
明治 27 年　1 月　藤澤友吉が大阪市に藤澤商店を創業。
昭和 24 年　5 月　東京・大阪両証券取引所に株式を上場。（昭和 36 年 4 月 名古屋証券取引所に上場)
昭和 31 年 10 月　三洋化学株式会社を吸収合併。名古屋工場発足。
昭和 37 年 11 月　台北市に台湾藤沢薬品工業股イ分有限公司を設立。
昭和 39 年　4 月　大阪工場敷地内に中央研究所を新築。
昭和 41 年　4 月　静岡県富士市に富士工場を新設。
昭和 48 年　4 月　研究開発センター完成。研究開発部門の統合と研究能力の増強をはかる。
昭和 50 年　4 月　アストラ社（スウェーデン）と合弁で藤沢アストラ株式会社（現　アストラゼネカ株式会社)を設立。（平成 11 年 10 月 当社保有株式全てをアストラゼネカグループに売却し、合弁関係を解消。）
昭和 50 年 11 月　富山県高岡市に高岡工場を新設。
昭和 54 年 12 月　ロンドン事務所を開設。(平成 12 年 6 月 フジサワ ゲーエムベーハーに機能を移管し閉鎖。）
昭和 55 年 10 月　ファイソンズ社（イギリス）と合弁で藤沢ファイソンズ株式会社を設立。（平成 13 年 2 月 当社グループが保有する藤沢ファイソンズ株式全てを藤沢ファイソンズに売却し、合弁関係を解消。）
昭和 56 年　8 月　米国にスミスクライン社と合弁でフジサワスミスクラインコーポレーションを設立。（昭和 62 年 12 月 全額出資子会社に出資比率変更。平成元年 12 月 フジサワファーマシューティカルカンパニーに社名変更。）
昭和 57 年　6 月　セシフ社（フランス）と合弁で藤沢デラグランジェ株式会社（現　藤沢サノフィ・サンテラボ株式会社）を設立。
昭和 58 年　3 月　筑波研究所竣工。
昭和 58 年　3 月　クリンゲファルマゲーエムベーハー（ドイツ）に資本参加。
昭和 59 年　3 月　台北市に台藤股イ分有限公司を設立。
昭和 60 年　1 月　米国に当社全額出資の PMP ファーメンテーション プロダクツインコーポレイティドを設立。（平成 15 年 12 月 扶桑化学工業株式会社に全株式を売却。）
昭和 60 年　1 月　ライフォメッドインコーポレイティド（米国）に資本参加。（平成元年 10 月 友好的な買収に成功。）
昭和 60 年 10 月　欧州における開発拠点、クリニカルリサーチセンターをロンドンに開設。
昭和 62 年　3 月　アムステルダム市にフジサワオランダビーヴィを設立。
平成元年　9 月　韓国に合弁会社韓国フジサワ薬品株式会社を設立。（平成 10 年 3 月 全額出資子会社に出資比率変更。）

平成　元年 11 月　米国に持株会社フジサワ ユーエスエー インコーポレイティドを設立。（平成 2 年 4 月 フジサワ ホールディング カンパニーに社名変更。）
平成 2 年 4 月　フジサワファーマシューティカルカンパニーとライフォメッドインコーポレイティドを合併しフジサワユーエスエー インクを設立。
平成 2 年 9 月　フジサワアイルランドリミテッドを設立。
平成 3 年 10 月　ドイツにフジサワ ヨーロッパ ゲーエムベーハーを設立。
平成 3 年 11 月　ドイツにフジサワ ゲーエムベーハーを設立。
平成 4 年 1 月　富山工場竣工。
平成 7 年 10 月　香港に香港藤沢薬品有限公司を設立。（平成 15 年 12 月 藤澤薬品（中国）有限公司に社名変更。）
平成 8 年 9 月　米国にフジサワリサーチインスティチュート オブアメリカ インクを設立。
平成 10 年 3 月　米国事業の再編成を決定。
平成 10 年 4 月　米国にフジサワ ヘルスケア インクを設立。
平成 10 年 6 月　フジサワユーエスエー インクのジェネリック事業・新薬事業を各々売却し、新薬事業はフジサワ ヘルスケア インクが取得。
平成 11 年 9 月　米国にフジサワ インベストメンツフォー アントレプレナーシップ,L.P.を設立。
平成 14 年 9 月　工場の分社をはじめとする国内事業基盤強化策の実施を決定。
平成 15 年 10 月　富山市に富山フジサワ株式会社及び富士市に静岡フジサワ株式会社を会社分割により新設。
平成 15 年 12 月　香港に藤澤薬品大中華有限公司を設立。（平成 16 年 4 月 台湾藤沢薬品胎イ分有限公司当社持分と藤澤薬品（中国）有限公司の全株式を同社に移管。同社を中国語圏事業の統括会社として再編。）
平成 15 年 12 月　化成品事業を扶桑化学工業株式会社に譲渡。
平成 16 年 2 月　山之内製薬株式会社と当社が平成 17 年 4 月 1 日付で合併することで基本合意。
平成 16 年 5 月　山之内製薬株式会社と合併契約を締結。新社名は「アステラス製薬株式会社」。
平成 16 年 6 月　山之内製薬株式会社と合併契約書を第 100 回定時株主総会（6 月 24 日）において承認。

両社の沿革を振り返ってみた。創業は藤沢のほうが早いが上場は昭和 24 年 5 月と同じ時期にはたしている。特徴的なのは海外展開であり、藤沢は昭和 37 年に台湾に現地法人を設立している。これは武田薬品と同タイミングであり、エーザイの昭和 62 年と比較しても早く、総じて海外展開が遅れた日本の製薬メーカーの中では早い段階で海外進出を果たしている。一方、山之内の海外展開は昭和 61 年にアイルランドに現地法人を設立したことに端を発するが、これは製品の国際展開というよりも税率の低いアイルランドへ節税メリットを目的としたものであると思われ、本格的な進出は平成になってからであり藤沢にだいぶ遅れることとなる。その方法についても藤沢が海外のメガファーマとの合弁を中心

としたのに対し、山之内は自社で現地法人を設立する形態をとっている。しかし、この形態の違いは明確な戦略に基づくというよりも海外展開の早かった当時の藤沢にはそのような選択しかなかったものと思われる。平成に入ってからの展開はよく似ており、山之内は欧州、藤沢は米国を中心に両社とも海外展開を急速に推し進める一方で、製造部門の分社、工場の統廃合等、国内事業についてはスリム化を図っている。統合にあたり両社は営業譲渡等を通じ、コア事業である医療用医薬品への集中を図っている。統合後初期はスリム化に終始していたが、07 年には京都大学との協働研究、米国の抗体医薬ベンチャー、アジェンシスの買収など事業強化にむけた取り組みにシフトしている。



統合前後の当社の事業をアンゾフのマトリックスにプロットするとこのようになる。すなわち一旦は多角化を果たしたものの撤退・営業譲渡等を通じて、再びコア事業である医療用医薬品事業へ回帰している。さらにコア事業である医療用医薬品分野においては、既存事業である国内事業は合理化、事業強化を通じてより収益力を高める施策を、新市場である米国・欧州事業についてはさらなる規模の拡大を図りつつある。

(2)中期経営計画の検証

これを当社の中期経営計画の観点からみると、基本戦略として「グローバル・カテゴリー・リーダー（GCL）」を志向している。これは、将来拡大が予想される専門性の高い市場において①アンメットニーズが高く、製品を届けるプロセスに高い専門性が必要とされる複数の領域「カテゴリー」で②「グローバル」に高付加価値の製品を提供することで競争優位を構築し③カテゴリーでの「リーダー」としての存在を確立する、としている。メリットとしてはこういった専門性の高い市場は今後とも成長が持続される可能性が高く、また一方で従来型製品市場の縮小の影響は少ないとされている。具体的には「泌尿器、移植、

循環器、感染症」領域での GCL を目指し、さらに重点研究領域としてこれらに加え中枢・疼痛、糖尿病、癌をあげている。

（中期売上計画）

（億円）

領域	2006年度	2010年度
泌尿器	1,500	2,100
移　植	1,600	1,700
循環器	2,100	2,700
感染症	700	1,000
計	5,900	7,500

さらに GCL へ向けた長期的なアクションプランとしては以下を掲げている。

（2010～2015 年へ向けて）

・現在のパイプラインの確実な進展
・グローバル営業体制の強化
・導入・事業開発の推進

（2015 年以降へ向けて）

・創薬研究からグローバル製品の創製
・重点研究領域・疾患を新しく設定
・アンメットニーズ、潜在市場性、研究実行可能性からの選定
・新規基盤技術の構築 ～抗体医薬～

これらの戦略の評価として、当社の企業規模は欧米のメガファーマに比較するとまだまだ小さく、そういった意味でも自分たちの勝負する事業領域を明確に定義し、そこでの競争力強化に努めるという基本戦略は評価できる。しかしながら欧米のメガファーマでさえ全方位展開ではなく、ある程度自社の得意とする領域を設定し事業活動を展開している。したがって、4 つの事業領域、6 つの研究課題は当社の企業規模を考えた場合、さらなる絞り込みが必要と思われる。さらにグローバル展開をするにあたっては、アクションプランでも掲げているグローバル営業体制の強化が不可欠であると考えるが、この点に関し具体的に実行プランが見えてこない。単に競合他社に販売委託するだけでは収益率が大きく減少することになるし、また独自で体制構築を図る場合には先に述べた通りグローバル人材の育成が必須となってくる。このようにこの点にかんしては、人材育成、アライアンス戦略の構築も含めた総合的な対応が必要となろう。

(3) 製品ラインナップ、パイプラインの検証

現時点で真にグローバル製品といえるのは、プログラフ、ハルナール、ベシケアであろう。ベシケアについては潜在患者数が多く今後大きな成長が見込まれているが、ハルナールは特許切れ等を背景に今後大きな売上の伸びは期待できない。市場拡大といった観点からは、

いかにベシケアの海外売上を伸ばしていくかにかかっている。展開戦略として①尿失禁・尿意切迫感に対する効果につてのエビデンス構築②泌尿器科医師へのディテールの強化③グラクソスミスクラインとの販売提携④website、メディアを活用しての潜在患者の掘り起こし⑤アジア諸国での販売開始などをあげている。欧米のメガファーマと比較した場合、やはりグローバル製品の少なさは否めず、今後いかにグローバル製品を生みだしていくか、アライアンスも含めたさらなる製品開発力強化が必要であると思われる。一方、当社のパイプラインについては比較的充実していると言える。今後これらを CRO の活用等も行いながらスピーディーに製品化を実現していくことが求められている。

（グローバル製品）

製品名　（連結売上高：億円）

免疫抑制剤 プログラフ 1,754　→　2010 年予想 1,700

前立腺肥大症の排尿障害改善剤 ハルナール 1,270 → 2010 年予想 830

過活動膀胱治療剤 ベシケア 362 → 2010 年予想 1,000

キャンディン系注射用抗真菌剤 ファンガード 165

アトピー性皮膚炎治療剤 プロトピック 147

（国内主力製品）

製品名　（国内売上高：億円）

高コレステロール血症治療剤 リピトール 947

消化性潰瘍・胃炎治療剤 ガスター622

高血圧治療剤 ミカルディス 503

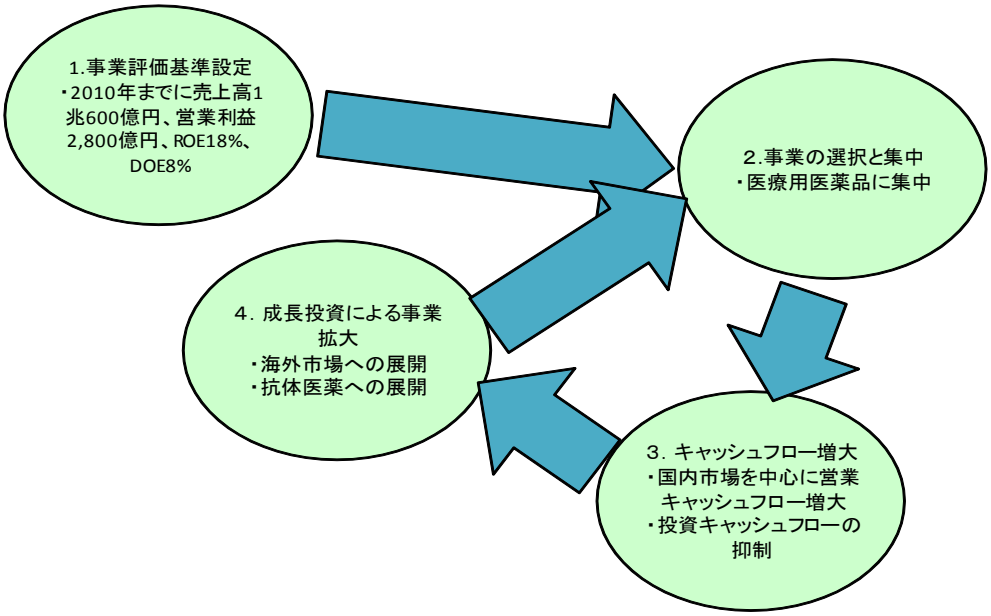
入眠剤 マイスリー194

統合失調症治療剤 セロクエル 168

経口セフェム系抗生物質製剤 セフゾン 147

抗うつ剤 ルボックス 111

5.2　資源循環



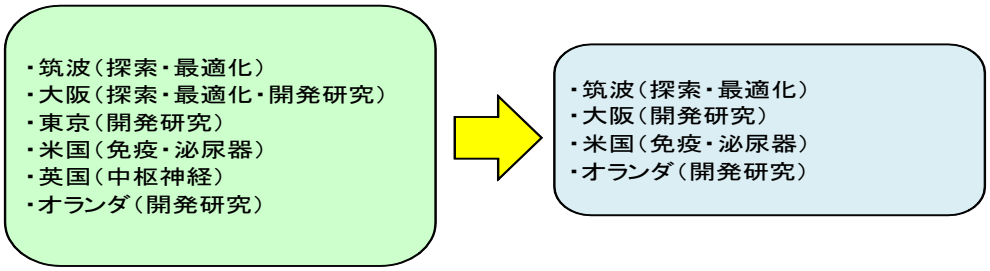
上の図は当社のキャッシュフロー循環をあらわしたものである。各要素を検証していく。

（ｉ）事業評価基準設定：当社は中期経営計画において 2010 年目標数値として売上高 1 兆 600 億円、営業利益 2,800 億円、ROE18%、DOE8%をあげている。2007 年度実績をベースに考えると非現実的な目標設定とは思われないが、今後、国内市場の縮小、競争の激化を考えると当目標を達成し、継続的な向上を図るためには海外市場への展開が不可欠と思われる。

（ⅱ）事業の選択と集中：当社は既に何度か触れているとおり大衆薬事業、健康食品事業、在宅医療事業、試薬事業を譲渡・撤退しコア事業である医療用医薬品事業に特化している。

（ⅲ）キャッシュフローの増大：当社は統合に伴い、製品ラインナップ、パイプラインの強化、販売体制の強化を図るとともに下記の合理化施策も実施しキャッシュフローの増大を実現。

・研究拠点の集約・効率化：



・人員の削減：15,500 人（2005 年 4 月）→13,500 人（2011 年 3 月末）

・生産拠点の再構築：

生産拠点

	日本	北米	欧州	アジア	総数
2006年度	9	2	6	1	18
2010年度	6	1	3	1	10程度

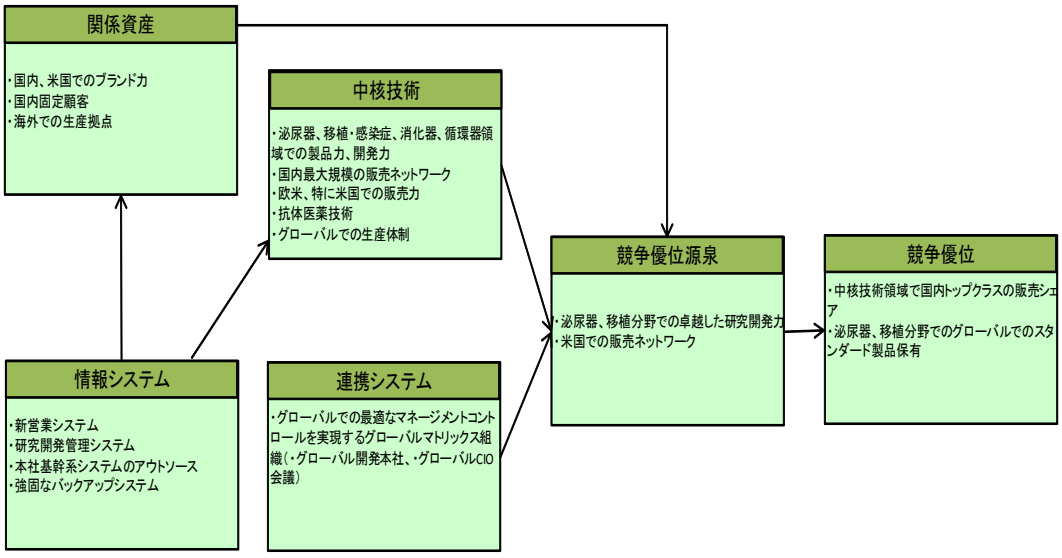
・欧州事業機能再編

（ⅳ）成長投資による事業拡大：当社は国内事業を中心に得たキャッシュフローをもとに新薬創造基盤の強化、海外事業の拡大を図っている。具体的には米国バイオベンチャーAgensys 社の買収があげられる。これにより当社は抗体医薬の技術・ノウハウを取得し癌領域における開発力の強化を行った。

当社の資源循環サイクル自体は順調に機能しており、一見大きな問題はないように思われる。しかしながら競争がますます激化している製薬業界において当社のサイクルスピードは若干、遅いように思われる。今後、いかにこのスピードを上げて早期に海外事業のさらなる強化、新薬の開発を実現するかがポイントになるだろう。その為には、アライアンス・アウトソーシングを通じたさらなる外部リソースの効率活用が求められる。具体的には大学とのさらなる協業、創薬ベンチャーの買収・提携、CRO の活用、派遣 MR の活用などがあげられる。

5.3　戦略資産

以下に当社の戦略資産蓄積を整理した。



(1) 中核技術および競争優位源泉

当社の中核技術として、まず泌尿器、移植・感染症、消化器、循環器領域での製品力、開

発力があげられる。また統合により実現した国内外での強固な販売ネットワークがある。特に注目したいのが統合により当時ファイザーに次ぐ国内第二位となったMRネットワーク及び藤沢が長い年月をかけ試行錯誤後の後に築き上げた米国での販売ネットワーク、ブランド力である。さらに2007年には米国創薬ベンチャーであるアジェンシスを買収し癌領域の製品開発に有効な抗体技術の獲得を実現している。生産面においても米国・欧州に拠点をもちグローバルでのサプライチェーンを構築している。特にアイルランドの生産拠点は節税効果も大きく、キャシュフローの増大に貢献している。これらの中核技術を基とした競争優位源泉として①泌尿器、移植分野での卓越した研究開発力②米国での販売ネットワークが抽出され、実際の競争優位として①中核技術領域で国内トップクラスの販売シェア②泌尿器、移植分野でのグローバルでのスタンダード製品保有 に繋がっている。

循環器-高脂血症薬 （億円）

分類	製品名	販売企業	06年推定売上
スタチン系	リピトール	アステラス	950
	メバロチン	第一三共	680
	リポバス	万有	330
	リバロ	興和	150
	ローコール	ノバルティス	90
	ローコール	田辺三菱	50
	リバロ	第一三共	45
	クレストール	塩野義	25
その他	エバデール	持田	355
	ベザトール	キッセイ	95

消化器ー抗潰瘍薬 （億円）

分類	製品名	販売企業	06年推定売上
H2ブロッカー	ガスター	アステラス	620
	ザンタック	GSK	80
	アシノン	ゼリア	75
	ザンタック	第一三共	65
	アルタット	あすか	40

泌尿器 （億円）

分類	製品名	販売企業	06年推定売上
排尿障害	ハルナール	アステラス	385
	フリバス	旭化成ファーマ	90
	エビプロスタット	日本新薬	60
	アビショット	オルガノン	55
	プロスタール	あすか	45
	セルニルトン	扶桑	35
	ユリーフ	キッセイ	15
頻尿・尿失禁	バップフォー	大鵬	140
	ベシケア	アステラス	60
	ポラキス	アベンティス	25

(2) 関係資産・連携システム・情報システム

これら中核技術を基にした競争優位源泉を支えるものとして以下の項目があげられる。

（関係資産）

特にブランド力については、米国においては長年の事業活動の成果、またグローバルでは積極的に CSR 活動に取り組むことなどにより、2008 年にはニューズウィークが選ぶ世界企業ランキングにおいて、特に環境への活動が高く評価され、日本の会社としては 1 位、世界では 35 位を達成している。（ちなみに 07 年は世界 10 位）

・国内、米国でのブランド力
・国内固定顧客
・海外での生産拠点

（連携システム）

グローバルでの最適なマネージメントコントロールを実現するグローバルマトリックス組織（・グローバル開発本社、・グローバル CIO 会議）。当社は日米欧の 3 軸でいかに情報の共有化を図り、効率的なマネジメントを行っていくかについて、マトリックス組織、グローバル本社等、様々な取り組みを行っている。

（情報システム）

当社は情報システムの観点から見た場合、以下を戦略資産としてあげられる。営業システム、研究開発システムの活用に向けての活動はどの製薬会社も一様に行っているところであるが、特に注目したいのは強固なバックアップシステムである。昨今、震災をはじめとする災害、テロ等、いつビジネスの継続に重大な支障を及ぼす不測の事態に遭遇するか分からない。そのような状況において製薬会社に特に、強く求められるのは製品の安定供給である。であるにも関わらず国内製薬会社の中には、このような事業活動継続への仕組み構築が不十分な会社も見受けられる。このような東西 2 か所以上にハブ機能を分散し事業継続を確保する当社の体制づくりは高く評価できる。

・新営業システム
・研究開発管理システム
・本社基幹系システムのアウトソース
・強固なバックアップシステム

5.4　企業価値の持続的創造

5.4.1 資源循環サイクルの高速化

先にも述べたが当社の場合、いかに資源循環サイクルスピードをあげて、日本市場から十分なキャッシュを吸い上げることができなくなる前に、海外事業のさらなる強化、新薬の開発を実現するかが企業価値最大化のポイントになるだろう。その為には、アライアンス・アウトソーシングを通じたさらなる外部リソースの効率活用が求められる。具体的には大学とのさらなる協業、創薬ベンチャーの買収・提携、CRO の活用、派遣 MR の活用などがあげられるが、さらに生産子会社の独立にも取り組むべきと考える。当社はすでに製造部門の分社化等を実施し、製造原価を抑えることにある程度成功しているが、いまだ連結グループの一部としてその資産を保有していることには変わりがない。製薬会社はパイプラインの状況、特許切れなど急激に事業環境が変化するため、今後はできるだけ自社ですべての資産を抱え込まず自社資産と外部資産の適正な比率での活用により柔軟性を確保することが望ましい。具体的には 2005 年より医薬品製造委託が解禁されていることから、

これら製造子会社は他社（特に外資系メーカー）から、その生産を受託できる体制へと移行し、親会社の注文のみに依存せずとも生き残れる自立した組織体への移行を図るべきである。これにより独立できる製造子会社をグループから切り離し、資産のスリム化を図ると共に状況の変化に対応するための有効な外部リソースとして活用が可能になると考える。

5.4.2 グローバル化へ向けた戦略資産の蓄積

以下が世界の医薬品市場の状況である。今後の日本市場における成長の鈍化、欧米メガファーマ、ジェネリックメーカーとの競争のさらなる激化等を考えた場合、日本以外の市場において収益確保の柱を打ち立てることは当社の事業価値の持続的創造にとって不可欠であると思われる。そのため当社は中核技術領域にターゲットを定め、その分野におけるグローバルトップ企業を目指している。現在の当社の規模、戦略資産を考えた場合、この戦略は妥当であると思われる。一方でグローバル化を推進するにあたり以下の戦略資産が欠けており、その蓄積が課題であると考える。

（10億ドル）

	国名	売上高	年成長率
北米	米国	205,725	4%
	カナダ	15,291	6%
欧州	ドイツ	31,319	4%
	フランス	28,983	5%
	イギリス	17,456	3%
	イタリア	15,850	-3%
	スペイン	13,588	8%
日本	日本	58,049	4%

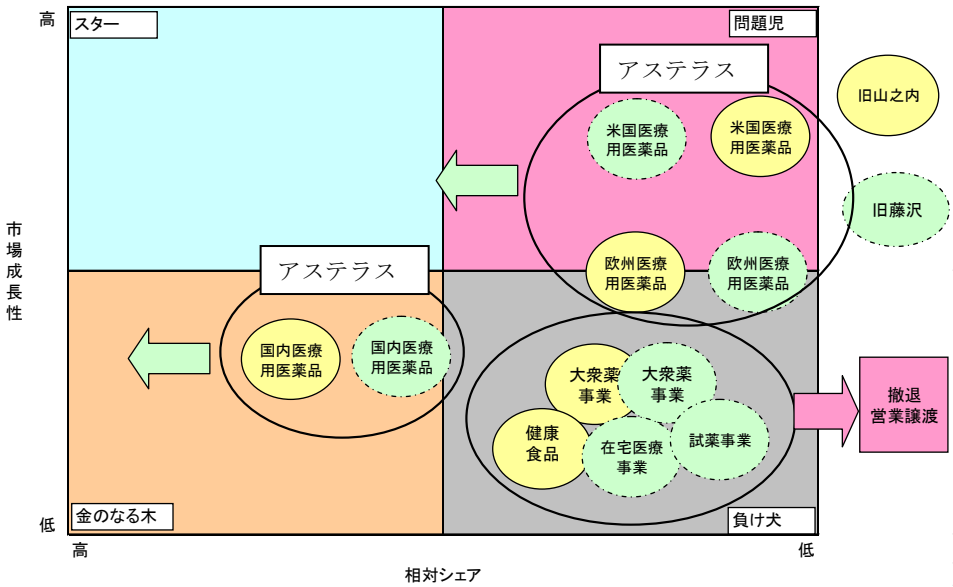
① グローバル化を推進する人材資産
② 米国以外での販売網

5.4.3 外部からの戦略資産獲得に向けたアライアンス戦略

当社は統合後の合理化ステージから、すでに将来の発展に向けた戦略資産獲得ステージにその成長段階を移行させている。すでに米創薬ベンチャーの買収なども行っているが、武田、エーザイ、第一三共など国内競合他社のアライアンス戦略と比較した場合、その規模ははるかに小さく、またスピードも遅いと思われる。このままでは相対的に競争優位の下落を招きかねないことから、外部資産獲得に向け更なる積極展開が必要であると考える。また、統合後においても、欧米のメガファーマに比べるとコアカテゴリーに特化したとしても、いまだ規模、戦略資産の蓄積は小さく、戦略資産の蓄積を早急に実現するためには更なる合併を模索する必要性もあると思われる。

6 事業ポートフォリオ

（統合前）

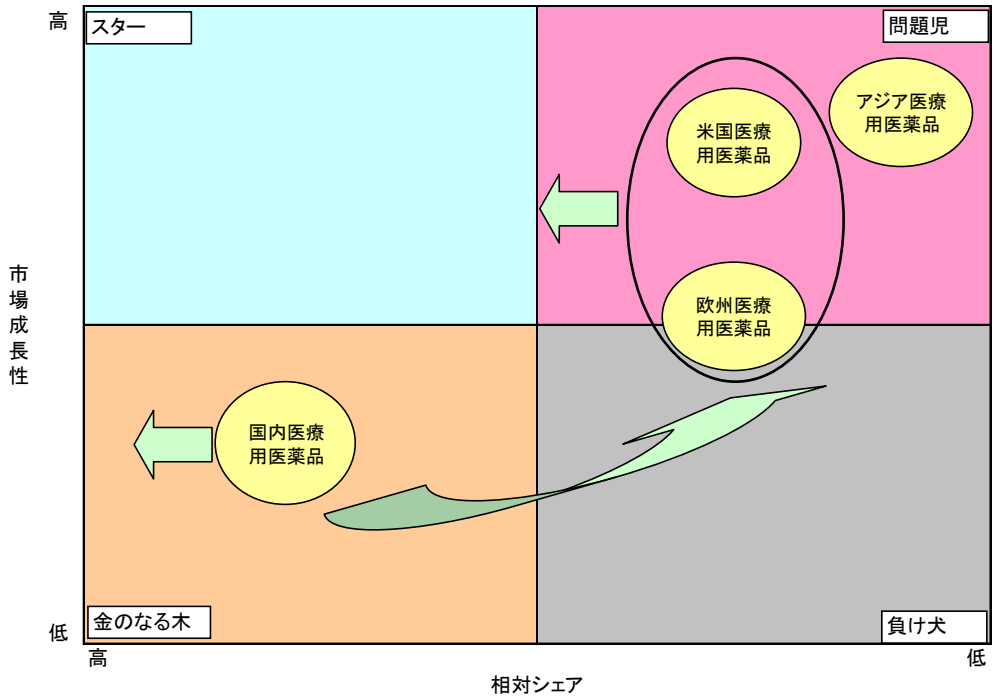


統合前は旧山之内、旧藤沢ともに医療用医薬品事業の他にいくつかの事業を行っていたが、統合を機に両社ともに負け犬に分類されるノンコア事業の整理を行い医療用医薬品への集中を図った。具体的には旧山之内は、アガリクスやイチョウ葉エキスなど植物原料を使った健康食品事業をアサヒビールに譲渡し、一方、旧藤沢も在宅事業、試薬事業を譲渡、分離した。これらの事業はいずれも負け犬に分類される事業であり、これら事業の整理によりコア事業である医療用医薬品事業への特化が進んだ。一方、大衆薬事業については両社ともに 120 億円程度の売上であり（それぞれ藤沢 17 位、山之内 18 位）、統合により業界 8 位に躍進した。しかしながら大衆薬については国内市場規模は約 8000 億円とあまり大きくなく、大きな成長も望めない一方、大量宣伝が必要なうえに利益率も低いためあまりうまみのある事業ではなかった。これら負け犬事業を整理し、医療用医薬品に特化したポートフォリオ戦略は大いに評価できる。

一方、医療用医薬品事業を考えた場合、まず、国内と海外事業に分けられる。国内事業については、統合当時将来の成長率に不安はあったものの両社とも収益状況は決して悪くなく必ずしも統合が不可欠という状況ではなかった。しかしながら国内市場に依存した事業ポートフォリオは将来的にジリ貧になる可能性が高く、海外事業、特に世界第一位の米国市場での事業拡大が不可欠であり、また、そこで事業拡大を図るためには欧米のメガファーマとの競争を避けられず、これらの会社に対抗するためには合併により強固な事業体制の構築が必要であったことが、この事業ポートフォリオから読み取れる。当時の両社の得意分野を見た場合、旧藤沢は米国に強く、旧山之内は欧州で強みを有していた。具体的に研究開発陣容について、山之内は欧州で約 200 人に対し米国は 60 人であったし、藤沢も海外陣容は米国、欧州ともそれなりに整っていたものの免疫抑制領域に特化したニッチ企業との位置づけであった。海外事業の拡大という観点からみた場合、相互に補完性が高く、事業ポートフォリオ戦略の観点からも問題児事業をよりスターの方向へ近づける原動力と

なり得ると思われる。製品ポートフォリオの視点からも山之内が消化器、泌尿器系に強みを有していたのに対し、藤沢は免疫抑制、抗生物質に強みを持っており、国内、海外ともに相互に補完し合える状況にあり望ましいものと言える。事業ポートフォリオ戦略の観点からは、統合時の医療用医薬品への集中、及び相互に補完性を有する旧山之内、藤沢の組み合わせは高く評価できる。

（統合後）



統合を機に医療用医薬品への集中が行われたことにより、事業ポートフォリオがシンプルになった。これは言い換えれば、集中により将来の選択肢、可能性を減少させたものではなく、負け犬事業を整理することで、より経営資源を集中して効率的に使用できるようになったことを表しており評価できる。また、統合によりコア事業である医療用医薬品事業の競争力の強化が実現され、国内・海外事業ともに事業ポートフォリオマトリックスで言えば左方向へ移行するという好ましい結果となっている。しかしながら、いまだに海外事業については問題児のカテゴリーを脱することができておらず、国内市場が金のなる木であるうちに、そこからの生み出されたキャッシュを海外事業にまわすことで、早期に海外事業基盤の強化を図るべきと考える。海外での事業展開にあたっては、全領域にわたって欧米メガファーマと対決することは経営戦略上有効ではない。海外展開にあたっては、当社が得意とする分野「泌尿器、炎症・免疫、糖尿病、中枢・疼痛、感染症」に特化した展開を図るべきであろう。またこれらの領域で本当に競争優位が保てるのかの再検証を行い、場合によってはさらなる絞り込みも必要になると思われる。

まとめとして当社の事業ポートフォリオ戦略について以下のことが言える。統合時の医療用医薬品への集中は事業ポートフォリオの観点から評価できる。旧山之内、旧藤沢の組み合わせは相互に強みを補完し合える関係であり事業ポートフォリオ、製品ポートフォリオ

の観点から評価できる。医療費削減、ジェネリックの台頭、ドラッグ・ラグ解消に伴う外資メーカーのさらなる台頭等を考えると、国内市場の競争はますます激化することが想定される。従って、国内市場が金のある木であるうちにその経営資源を海外事業に展開し、早期に強固な事業基盤の確立をはかるべきである。また、海外展開を可能とするグローバル製品の充実が急務であり、これらの取得・開発を実現するために国内事業で得た豊富なキャッシュを活用しての積極的なアライアンス戦略の展開が必要であろう。

7　M&A

当社の M&A 戦略の分析にあたっては、厳密に買収及び合併にのみ限定せず、会社分割、事業売却、ライセンス譲渡・譲受、業務提携を含む広義のアライアンス戦略全般から検証してみた。主な実施案件は以下の通りである。

05 年 6 月：原薬製造部門を分社化
05 年 12 月:グループ会社で医療機関へのソリューションビジネスを展開している FMS をキャノン SOL へ売却
06 年 3 月：ゼファーマの第一三共への譲渡
06 年 3 月：米国ダイノジェン社から研究機能を取得（ダイノジェン社は神経科学に基づくユニークなアプローチにより、泌尿器疾患と消火器疾患の領域で医薬品の研究開発を展開しているベンチャー企業）
06 年 12 月：欧州 3 工場をドイツ医薬品会社へ譲渡
06 年 10 月：アステラス東海、アステラス静岡、アステラスクリニカルサプライの生産子会社の合併。
07 年 7 月：京都大学と「次世代免疫制御を目指す創薬医学融合拠点」による協同研究に合意
07 年 11 月：抗体医薬ベンチャーの米企業アジェンシスを買収。

以上のことから見て取れることは、06 年までは基本的に既存事業の合理化、またコア事業である医療用医薬品開発販売事業への集中を最優先に実施していることである。一方、07 年に入り合理化が一段落したことを受け、積極的に攻めに打って出ていることが分かる。しかしながら、その攻めのフェーズにおいても上記 M&A の目的でいえばシナジーや規模･範囲の経済を意図するものではなく､自社がフォーカスする領域での戦略資産の獲得、時間の節約を図っておりこの点は高く評価できる。まず、既存事業の合理化についてであるが、生産部門の合理化を中心に国内・海外双方で実施している。これにより生産設備の合理化を図るとともに製造において競合他社との競争しえるレベルの賃金に抑えこむことを実現している。コア事業への集中の観点からは、大衆薬事業「ゼファーマ」の第一三共への売却、医療機関へのソリューションビジネスのキャノン関連会社への売却があげられる。一方で 06 年 3 月には特定疾患領域に強みをもつ米国創薬ベンチャーの研究機能の買収、また、大きな案件として 07 年 11 月には米抗体医薬ベンチャーのアジェンシスを買収し、抗体医薬創出への基盤強化を打ち出した。これにより当社は、完全ヒト型抗体作成技

術、がんの独自標的分子・開発抗体を取得し、長期計画に掲げている重点領域である癌領域での強化を図っている。07 年 7 月には京都大学との間で「次世代免疫制御を目指す創薬医学融合拠点」に乗り出し、基礎免疫学研究の基盤を持つ京大と同一の施設で連動して、免疫関連製剤の創製を目指している。この他、適宜、ライセンス契約を締結し、国内での開発・販売権を取得する一方、すでにピークを過ぎた製品の製造・販売権を譲渡している。

当社の M&A を見た場合、自社のフォーカスした領域で戦略資産の強化、時間の節約をはかる研究開発型が中心である。このような戦略資産の強化を図る一方で、ノンコア事業の売却、製造部門の統合などもすすめており、規模の拡大を追うよりも質の充実を図っているといえる。一方でライセンス契約や特許の切れたいわゆるレガシープロダクトの権利譲渡を行うなどプロダクトポートフォリオの整理も行っており、全体としては評価できる。ただ、気になる点としては、スピードと将来にむけての事業拡大投資も必要ということがあげられる。前にも述べたが、当社はいまだ国内に軸足をおいた事業展開となっているが、そのキャッシュを生み出す源泉である国内市場の先行きは不透明であることから、海外市場を早急に次の軸に育て上げる必要がある。そのためスピード感が重要になってくる。スピード感といった点では国内・海外の競合他社は矢継ぎ早に大胆な M&A を打ち出しており、やや出遅れている感がある。とはいえ、単なる規模の拡大は厳に慎むべきである。しかしながら良い製品が開発できたとしてもそれを収益化する販売網がなければ利益の最大化は図れない。実際に欧米のメガファーマは自社製品を世界中で販売するネットワークを築き上げており、その点において当社は出遅れていると思われる。確かに欧米メガファーマに販売を委託する方法もあるが、そのような場合、一般に 50%ほど収益は減少すると言われており、国内市場の先行き不透明感を考慮すると長期的には自社の販売網を整備する必要があろう。実際第一三共はそのような世界でのネットワーク獲得を目的として、インドの大手ジェネリックメーカーとの合併に踏み切っている。

このように当社は製品開発力の強化、パイプラインの獲得が必要な一方、販売網の拡充、海外事業での基盤確立といった多くの課題を同時に行わなければならない状況にある。これを一社単独で遂行することはスピードが遅れ、効果の最大化を実現できなくなる可能性があると同時に、失敗した場合のリスクも非常に大きくなると言える。欧米のメガファーマと比べた場合、いまだに規模の小ささは否めず日本発の世界企業として戦っていくためには、さらなる戦略資産の獲得、またそれだけにとどまらず、規模の経済、範囲の経済をも獲得しうる更なる合併が必要となると思われる。当社は戦略として「グローバル・カテゴリー・リーダー」を標榜しているが、そのように事業領域を特化した場合であっても今後世界での販売網の拡充は不可欠である。製薬業界も金融業界と同じくグローバルでの競争が展開されており、ドラッグラグ解消への取り組みが本格化するなど、市場の垣根はますます低くなってきている。このような状況下、国内製薬業界においてもより一層の統合・再編、特に弱者連合ではなく、世界で戦えるグローバル企業の誕生が求められていると考える。

以上

付属資料５：企業戦略分析

（出所：滝沢　治　「経営戦略応用研究　期末レポート　第一三共株式会社」　2006 年 11 月 20 日）

第一三共株式会社(2006)

1　当該企業の事業内容と業績

1.1　事業内容

三共株式会社（以下三共）と第一製薬株式会社（以下第一製薬）によって、真の「グローバル創薬型企業（Global Pharma lnnovator）」を目指し、2005 年 9 月、株式移転により共同持株会社「第一三共株式会社」が設立された。これにより、三共株式会社と第一製薬株式会社は、第一三共株式会社の完全子会社となり株式上場を廃止し、両社にかわり、第一三共株式会社が新たに株式上場した。両社共に「研究開発型製薬企業」を標榜した医薬品企業であり、現在は第一三共の子会社としての扱いである。2007 年 4 月に第一三共株式会社としての完全統合を予定しており、現在は「移行フェーズ」にある。両社医薬関連子会社や海外関連子会社は、2007 年に子会社として統合予定。両社の非医薬品事業は 2007 年 3 月までに自立化する事となっている。

1.2　全社業績推移

ここでは、三共、第一製薬双方の業績推移を明らかにする。２００６年については第一三共としての財務内容を参照する。

1.2.1 売上高・利益・財務内容およびそれらの過去５年間の推移

三共

		2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
PL		平成13年3月期	平成14年3月期	平成15年3月期	平成16年3月期	平成17年3月期	平成18年3月期
	売上高	545,072	548,893	569,927	596,345	587,830	925,918
	売上原価	222,908	221,410	228,934	221,601	213,874	290,735
	売上総利益	322,164	327,483	340,993	374,744	373,956	635,182
	販売管理費	234,293	264,801	261,335	279,137	289,015	480,454
	営業利益	87,789	80,649	79,838	95,555	84,925	154,728
	経常利益	89,539	81,272	80,247	93,975	82,506	159,714
	当期純利益	42,478	38,795	33,845	43,411	48,282	87,692
*調整額を	税金(法人税、住民税及び事業税)	40,771	41,593	38,159	38,664	28,674	49,196
CF							
	減価償却費(キャッシュフロー計算書)	28,280	28,280	25,814	27,847	28,811	41,128
	営業活動によるキャッシュフロー	64,092	49,479	69,167	71,207	96,703	132,759
	投資キャッシュフロー	10,500	6,257	980	Δ 49,168	Δ 16,265	Δ 39,258
	有形固定資産の取得による支出	Δ 39,054	Δ 25,248	Δ 16,530	Δ 26,457	Δ 27,282	Δ 41,798
	有形固定資産の売却による収入	848	449	1,286	4,493	14,696	5,471
有価証券報告書							
	発行済株式総数	461,488,765	449,498,765	449,498,765	439,498,765	429,498,765	735,011,343
	期中平均株式数	461,488,765	455,493,765	449,498,765	444,498,765	434,498,765	
*不明	租税公課						
	従業員数	11,244	11,244	11,626	11,520	11,444	18,434
	実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
セグメント情報							
医薬品	売上高	412,522	422,246	443,533	466,733	454,710	785,457
	営業利益	86,081	80,497	77,934	89,114	77,495	148,114
	使用総資本(資産)	461,108	462,117	459,499	518,432	512,239	1,429,425
	減価償却費	23,930	24,177	21,418	23,873	25,633	35,795
	資本的支出	27,002	22,853	28,245	42,395	25,276	28,967
	従業員数(参照)	794	7,794	8,357	8,641	8,406	15,746
その他	売上高	135,436	129,620	126,394	129,612	133,120	145,275
	営業利益	1,745	147	1,898	5,506	6,587	6,146
	使用総資本(資産)	129,433	123,957	119,036	140,649	146,942	169,659
	減価償却費	4,345	4,102	4,396	3,974	3,177	5,333
	資本的支出	4,639	5,130	3,695	4,960	8,517	6,408
	従業員数(参照)	3,450	3,450	2,607	2,569	2,438	2,688
所在地セグメント情報							
日本	売上高	515,132	504,138	494,720	507,887	473,867	752,793
	営業利益	95,511	89,666	85,033	100,567	73,313	130,249
	使用総資本	536,355	515,285	489,585	562,860	543,343	1,452,287
北米	売上高			52,627	60,924	80,327	134,274
	営業利益			Δ 2,050	2,950	13,143	25,457
	使用総資本			61,169	59,540	76,651	132,455
その他	売上高	32,288	49,625	29,351	34,461	52,645	62,869
	営業利益	Δ 8,427	Δ 9,278	Δ 2,873	Δ 6,283	Δ 1,310	178
	使用総資本	59,425	75,314	32,653	42,888	46,004	59,040

第一製薬

		2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
PL		平成13年3月期	平成14年3月期	平成15年3月期	平成16年3月期	平成17年3月期	平成18年3月期
	売上高	317,072	332,753	322,011	322,767	328,534	925,918
	売上原価	109,984	112,514	106,903	103,474	100,834	290,735
	売上総利益	207,088	220,238	215,107	219,293	227,699	635,182
	販売管理費	143,312	154,828	162,470	173,178	171,636	480,454
	営業利益	63,775	65,409	52,636	46,114	56,063	154,728
	経常利益	65,264	66,978	53,694	46,731	57,320	159,714
	当期純利益	28,462	31,375	13,567	26,661	37,135	87,692
*調整額を	税金(法人税、住民税及び事業税)	24,618	36,564	22,797	22,418	28,843	49,196
CF							
	減価償却費(キャッシュフロー計算書)	15,317	16,077	16,942	17,366	15,946	41,128
	営業活動によるキャッシュフロー	50,965	32,493	29,396	47,505	35,571	132,759
	投資キャッシュフロー	Δ 20,587	Δ 24,402	Δ 23,174	Δ 27,419	Δ 21,989	Δ 39,258
	有形固定資産の取得による支出	Δ 17,714	Δ 15,184	Δ 21,344	Δ 22,368	Δ 26,601	Δ 41,798
	有形固定資産の売却による収入						5,471
有価証券報告書							
	発行済株式総数	286,453,000	286,453,235	286,453,235	286,453,235	286,453,235	735,011,343
	期中平均株式数	286,453,000	286,453,118	286,453,235	286,453,235	286,453,235	
*不明	租税公課						
	従業員数	7,060	7,060	7,428	7,379	7,333	18,434
	実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
セグメント情報							
医薬品	売上高	304,805	315,781	303,488	305,865	311,917	785,457
	営業利益	71,070	71,802	60,242	53,126	64,096	148,114
	使用総資本(資産)	303,938	326,908	307,193	270,308	288,257	1,429,425
	減価償却費	14,011	14,387	14,828	15,550	14,342	35,795
	資本的支出	15,284	21,937	8,864	10,899	12,937	28,967
	従業員数(参照)	6,387	6,387	6,629	6,546	6,500	15,746
その他	売上高	24,786	17,304	20,749	18,203	19,473	145,275
	営業利益	Δ 828	304	144	65	Δ 78	6,146
	使用総資本(資産)	22,221	29,869	31,872	29,575	28,768	169,659
	減価償却費	1,215	1,610	1,971	1,743	1,518	5,333
	資本的支出	1,142	2,266	2,366	1,347	1,747	6,408
	従業員数(参照)	457	457	569	590	591	2,688
所在地セグメント情報							
日本	売上高						752,793
	営業利益						130,249
	使用総資本						1,452,287
北米	売上高	42,738	50,877	49,524	45,157	46,608	134,274
	営業利益						25,457
	使用総資本						132,455
その他	売上高	18,588	22,347	20,590	21,005	13,392	62,869
	営業利益						178
	使用総資本						59,040

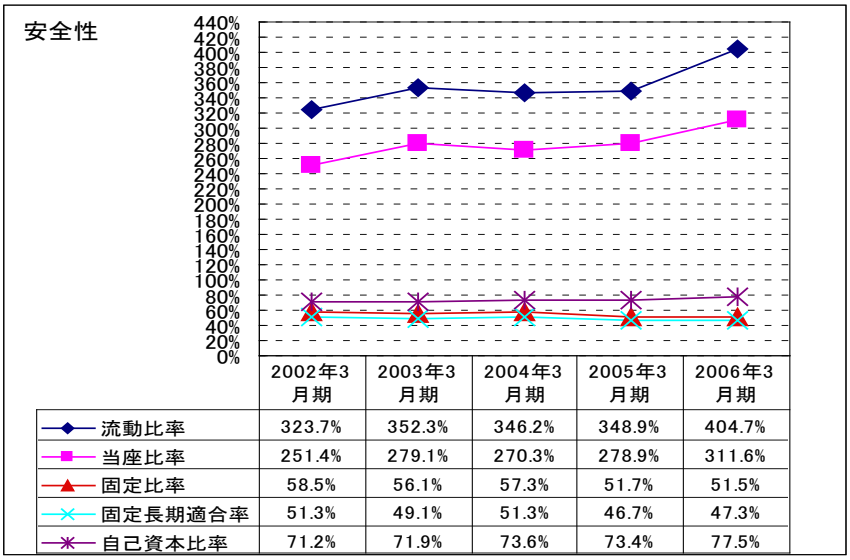
2006 年度分は第一三共初の決算であり、単に両社及び子会社の業績が合算されたような形であるが、売上高及び利益で見れば、両社の業績は近年やや伸びや悩む傾向があった。しかし、三共のセグメント別分析では、近年になって、漸く北米及びその他地域での売上が拡大しているなど、徐々に海外展開が進展している様子がうかがえる。今後の課題としては、合併後の効率化が求められる。従業員は 15746 人に増加したため、2007 年 4 月に向けた再配置等、合併シナジー効果の創出に向けて、調整を計っている。また、研究開発費の高騰、外資系企業巨大化への対抗策等の課題は多い。

1.2.2 過去５カ年間の業績推移を財務諸表分析

ここでは、財務諸表の主要部分について検討する。第一三共としてのデータが参考となりうる指標を中心としている。

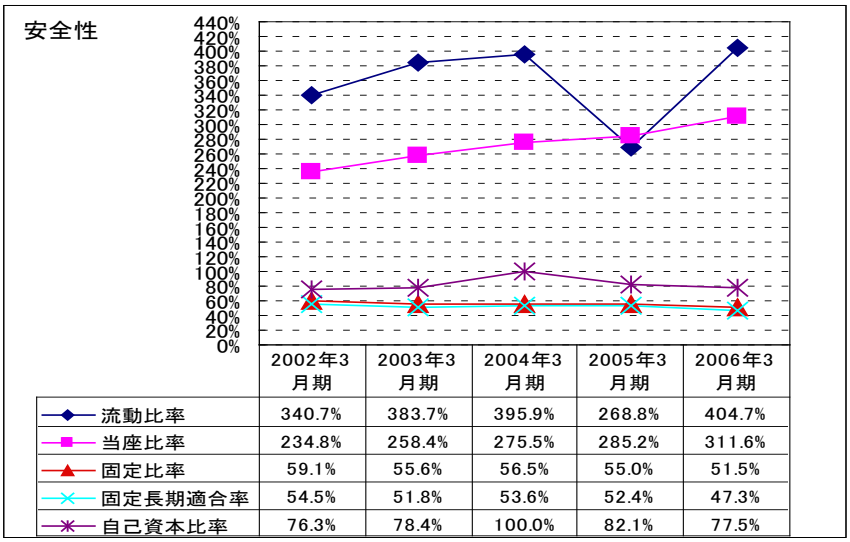
(1) 安全性（ここでは、２００６年度第一三共のデータを含める。）

三共



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
流動比率	323.7%	352.3%	346.2%	348.9%	404.7%
当座比率	251.4%	279.1%	270.3%	278.9%	311.6%
固定比率	58.5%	56.1%	57.3%	51.7%	51.5%
固定長期適合率	51.3%	49.1%	51.3%	46.7%	47.3%
自己資本比率	71.2%	71.9%	73.6%	73.4%	77.5%

第一製薬



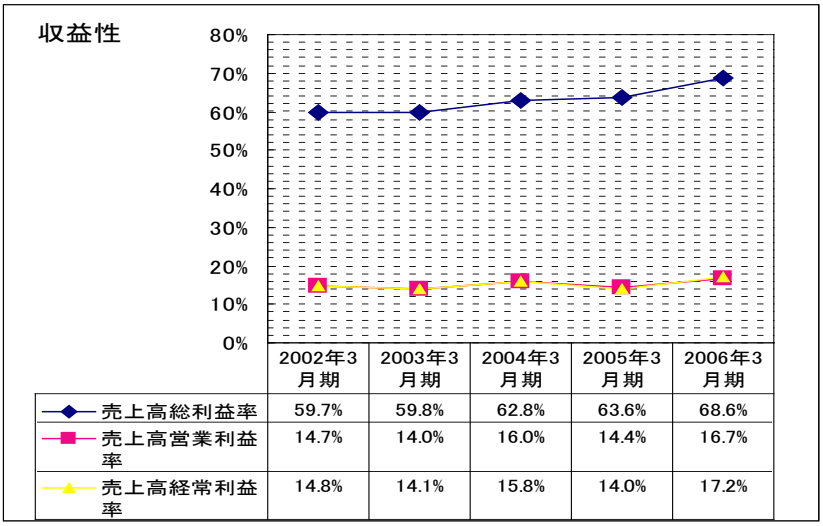
	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
流動比率	340.7%	383.7%	395.9%	268.8%	404.7%
当座比率	234.8%	258.4%	275.5%	285.2%	311.6%
固定比率	59.1%	55.6%	56.5%	55.0%	51.5%
固定長期適合率	54.5%	51.8%	53.6%	52.4%	47.3%
自己資本比率	76.3%	78.4%	100.0%	82.1%	77.5%

安全性については問題ないと思われる。流動比率、当座比率とも問題ない値である。大手製薬会社は概ねこの部分では問題ない場合が多い。三共、第一製薬共に、200%以上、第一三共としては 400%以上であり、一層の改善が見込まれる。統合前後の固定比率は 100%を下回り、問題は無いと考えられる。時系列的に見れば、固定比率、長期適合率は総じて

改善傾向にある。自己資本比率も問題の無い値である。社歴の古い会社では、自己資本比率は高いといわれるが、両社ともその傾向は強い。自己資本比率が高い方が資金調達の安全性は増すが、比率の過度な高さは、新規投資に積極的でない見方もある。自己資本比率は新規投資による成長性と、資金調達の安全性とのバランスにおいて評価する必要があるが、統合前後を問わず、両社の数値は安定していると考えられる。

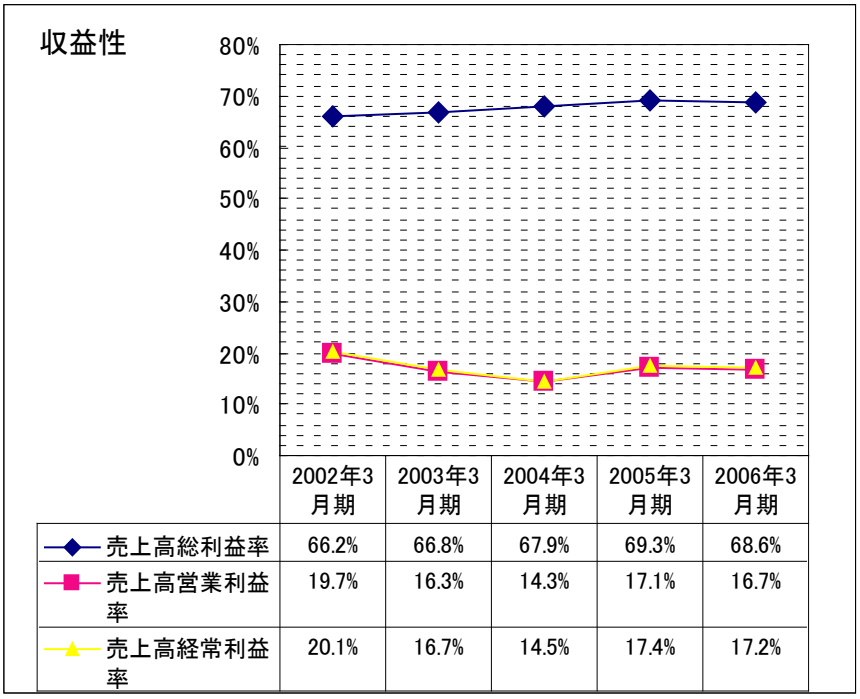
(2) 収益性（ここでは、２００６年度第一三共のデータを含める。）

三共



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
売上高総利益率	59.7%	59.8%	62.8%	63.6%	68.6%
売上高営業利益率	14.7%	14.0%	16.0%	14.4%	16.7%
売上高経常利益率	14.8%	14.1%	15.8%	14.0%	17.2%

第一製薬



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
売上高総利益率	66.2%	66.8%	67.9%	69.3%	68.6%
売上高営業利益率	19.7%	16.3%	14.3%	17.1%	16.7%
売上高経常利益率	20.1%	16.7%	14.5%	17.4%	17.2%

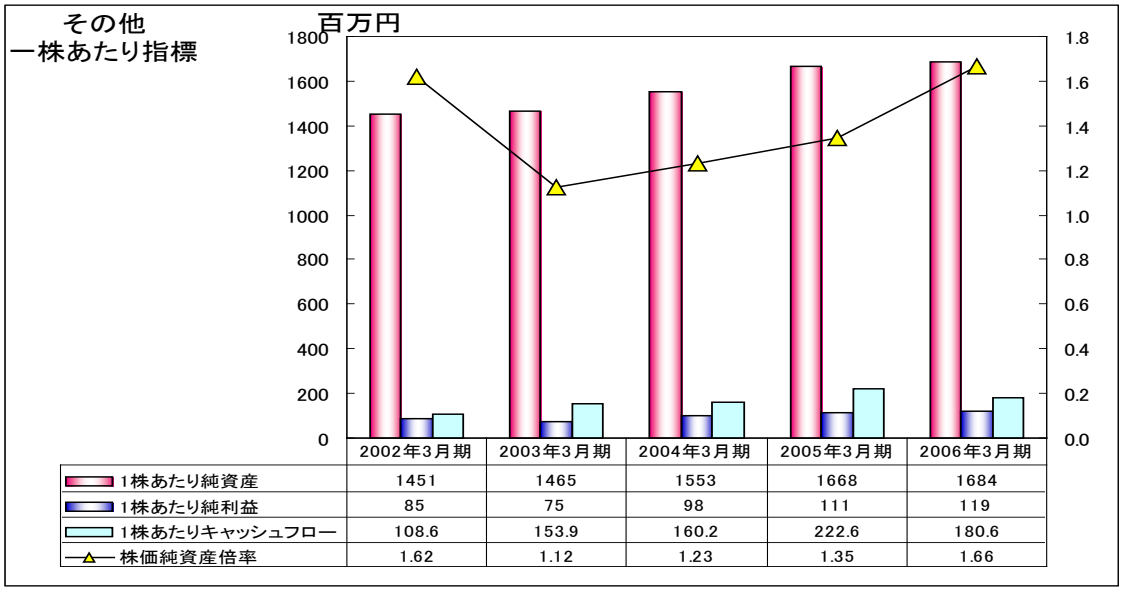
両者双方の売上高粗利益率はほぼ横ばいで推移してきたが、特に第一製薬の収益性が高い

形で推移している。2006 年第一三共となっても、水準は変っていない。売上高営業利益率でも、三共より第一製薬の収益性は高いことが判明した。ただし、医薬品業界平均の売上高粗利益率は 64.5%、売上高営業利益率 18.8、売上高経常利益率は 19.8%であるから、まだその段階よりは低いといえる。統合によって、利益率の低い非医薬品事業は切り離す予定であるため、医薬品事業でのシナジー効果が期待される。

(3) １株あたりの指標の推移

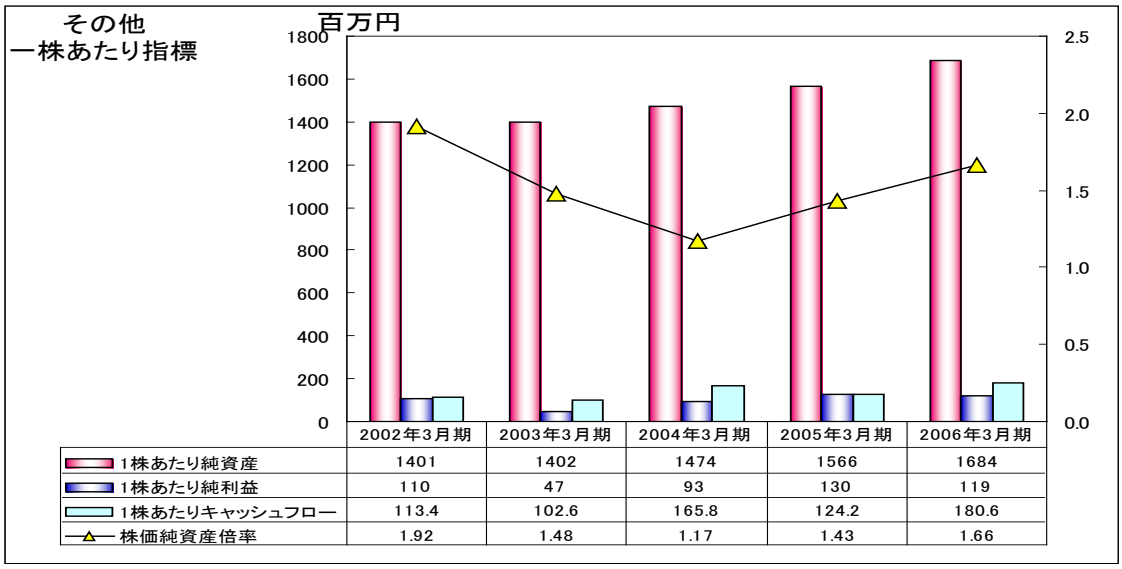
（ここでは、2006 年度第一三共のデータを含める。ただし 2005 年以前の三共、第一製薬の株価を入手できなかったので、有証の最高・最低株価の平均を用いる）

三共



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
1株あたり純資産	1451	1465	1553	1668	1684
1株あたり純利益	85	75	98	111	119
1株あたりキャッシュフロー	108.6	153.9	160.2	222.6	180.6
株価純資産倍率	1.62	1.12	1.23	1.35	1.66

第一製薬

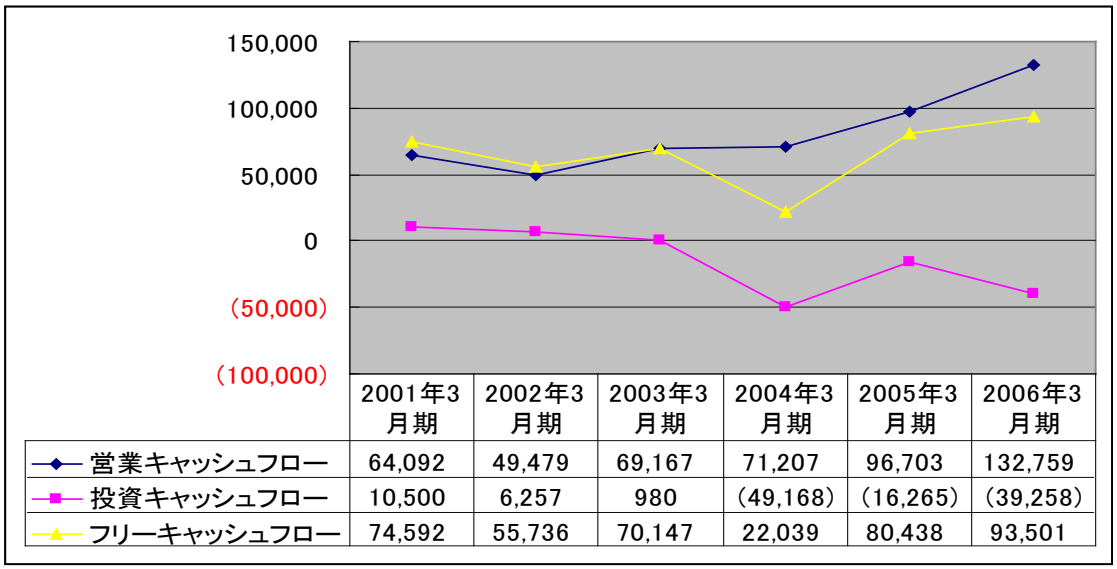


	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
1株あたり純資産	1401	1402	1474	1566	1684
1株あたり純利益	110	47	93	130	119
1株あたりキャッシュフロー	113.4	102.6	165.8	124.2	180.6
株価純資産倍率	1.92	1.48	1.17	1.43	1.66

投資家サイドからの各種指標について分析する。一株あたり純資産は一株あたりの株主資本とも言われており、一株あたりの経済価値を表している。一株あたり総資産及び一株あたり純利益は概ね上昇傾向である。これは純利益の増加というよりは、自社株消去による発行済株式数の減少（自社株購入の資本政策）によるものと推測できる。2005 年 9 月に第一三共として 1 年が経過、概ね上昇基調にあり、合併によるシナジー効果に対する期待が大きいものと思われる。また、注目すべき開発中の新薬として、2006 年 9 月アメリカ心臓病学会でその臨床成績が発表された CS747 等があり、これらに対する評価が高まってくれば、株価上昇のきっかけとなると考えられる。

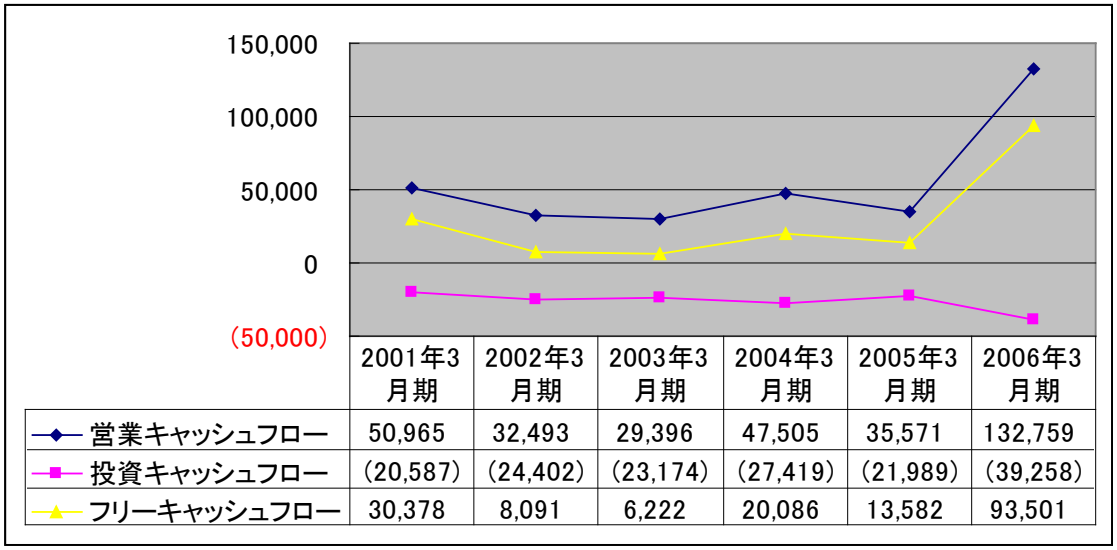
(4) キャッシュフロー分析（2006 年第一三共を含める）

三共



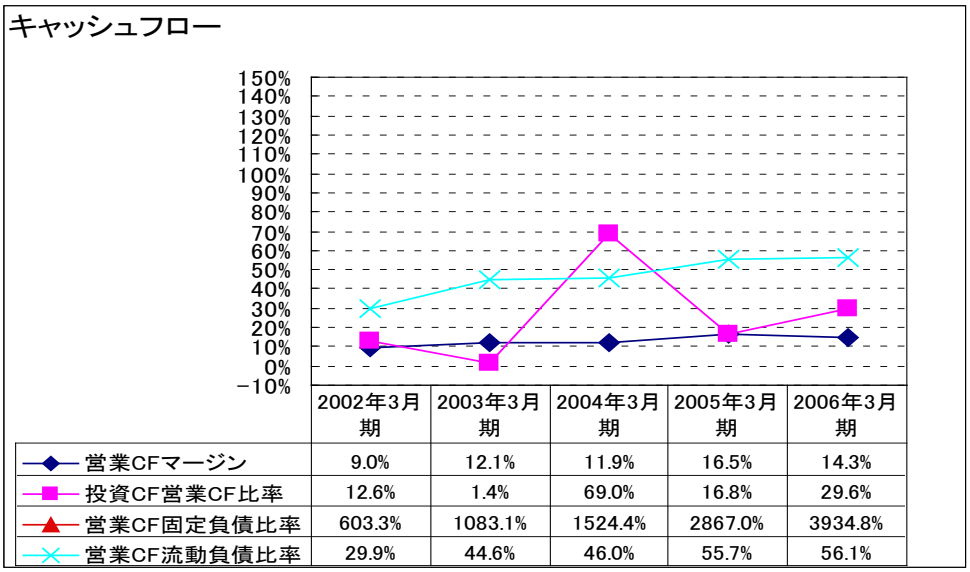
	2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
営業キャッシュフロー	64,092	49,479	69,167	71,207	96,703	132,759
投資キャッシュフロー	10,500	6,257	980	(49,168)	(16,265)	(39,258)
フリーキャッシュフロー	74,592	55,736	70,147	22,039	80,438	93,501

第一製薬



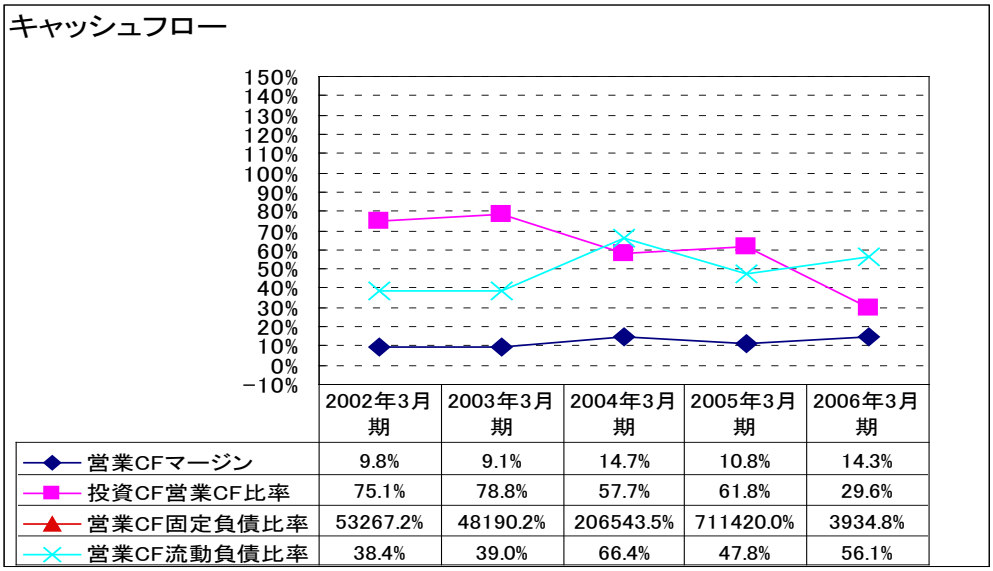
	2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
営業キャッシュフロー	50,965	32,493	29,396	47,505	35,571	132,759
投資キャッシュフロー	(20,587)	(24,402)	(23,174)	(27,419)	(21,989)	(39,258)
フリーキャッシュフロー	30,378	8,091	6,222	20,086	13,582	93,501

三共



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
営業CFマージン	9.0%	12.1%	11.9%	16.5%	14.3%
投資CF営業CF比率	12.6%	1.4%	69.0%	16.8%	29.6%
営業CF固定負債比率	603.3%	1083.1%	1524.4%	2867.0%	3934.8%
営業CF流動負債比率	29.9%	44.6%	46.0%	55.7%	56.1%

第一製薬



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
営業CFマージン	9.8%	9.1%	14.7%	10.8%	14.3%
投資CF営業CF比率	75.1%	78.8%	57.7%	61.8%	29.6%
営業CF固定負債比率	53267.2%	48190.2%	206543.5%	711420.0%	3934.8%
営業CF流動負債比率	38.4%	39.0%	66.4%	47.8%	56.1%

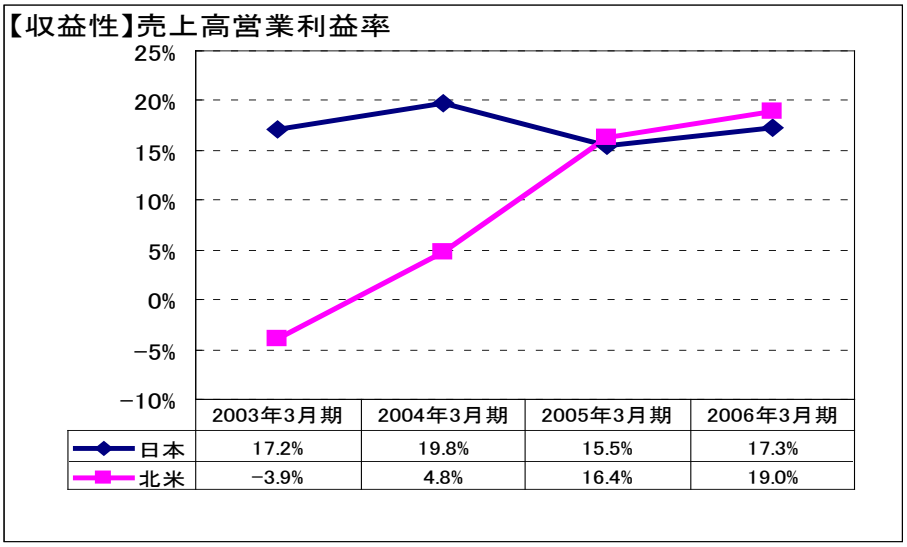
FCF は三共が第一製薬を大幅に上回っていた。しかし統合前の三共の問題点として、2002 年まで十分な投資を行っていなかったことが分かる。営業 CF マージン、営業 CF 固定負債率、営業 CF 流動負債比率は、第一三共となってからも、一定の数値は保っているといえる。

(5) 所在地セグメント別分析

両社がそうであったように第一三共となっても、医薬品事業に特化していく事に変わりは無い。利益の源泉も医薬品事業と考えられる。よって、事業種別分析はここでは行わない。地区別では、三共が 2003 年より北米を所在地セグメント分類しており、第一製薬では所

在地セグメント別の利益は算出していない為、同じ条件での分析は難しい。可能な範囲内で分析する。（ここでは何れも 2006 年の第一三共分も加える）

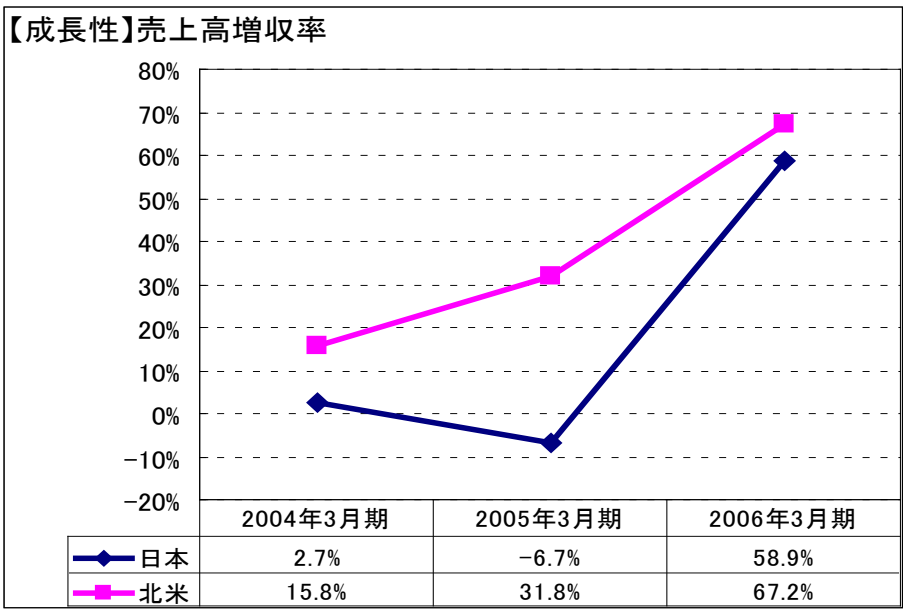
三共



（尚、第一製薬では、所在地別利益を記載していない。）

日本国内では、15～20%で推移しているが、2005 年を見ただけで、三共としてみれば、ここ数年、北米への進出が進んでいるのが見て取れる。ライセンスアウトから自販に移行させており、降圧剤「オルメテック」を中心に、海外進出を加速させた成果といえる。

三共



第一三共でみれば当然増収効果となるが、それ以前、2005 年の段階で、国内はマイナス、

北米では 31.8%の伸びである。数値は国内に比べ小さいので、変動は大きいがここからも、海外市場の重要性が浮かび上がってくる。

1.2.3 企業価値分析

資本コスト、経済付加価値（EVA）、投下資本収益率（ROIC）、EVA スプレッドを算出する。入手したデータは出所を明記、入手できない場合は、仮定を設けて行う。各指標の計算式は以下の通りである。

EVA は、企業が事業から資本コストを上回る利益をあげているかどうかを、利益額、投下資本利益率双方の観点から判断するための指標である。
EVA＝NOPAT－投下資本×WACC
尚、NOPAT（税引き後営業利益）＝営業利益×（1－実効税率）
投下資本＝有利子負債（簿価）＋株主資本（簿価）
WACC＝投下資本負債比率×（１－実行税率）×負債コスト＋
投下資本株主資本比率×株主資本コスト
負債コスト＝支払利息／有利子負債期首期末平均残高
株主資本コスト＝リスクフリーレート＋β×市場のリスクプレミアム
ただし　リスクフリーレート：10 年物国債応募者利回り（出所：財務省 HP）
β：過去 2 年の週次データをもとに算出。　（出所：Bloomberg HP）
市場のリスクプレミアム：5%（出所：『企業価値評価』、ダイヤモンド社）
である。
資本費用＝投下資本（簿価）×WACC
ROIC は、投下資本に対するリターン（NOPAT）の割合である。
ROIC＝NOPAT／投下資本
ＥＶＡスプレッドは以下のようにあらわされる。
EVA／投下資本　＝　NOPAT／投下資本　－　WACC　＝　ROIC　－　WACC

これらから、EVA、ROIC、EVA スプレッド を導くと、次のようになる。

三共

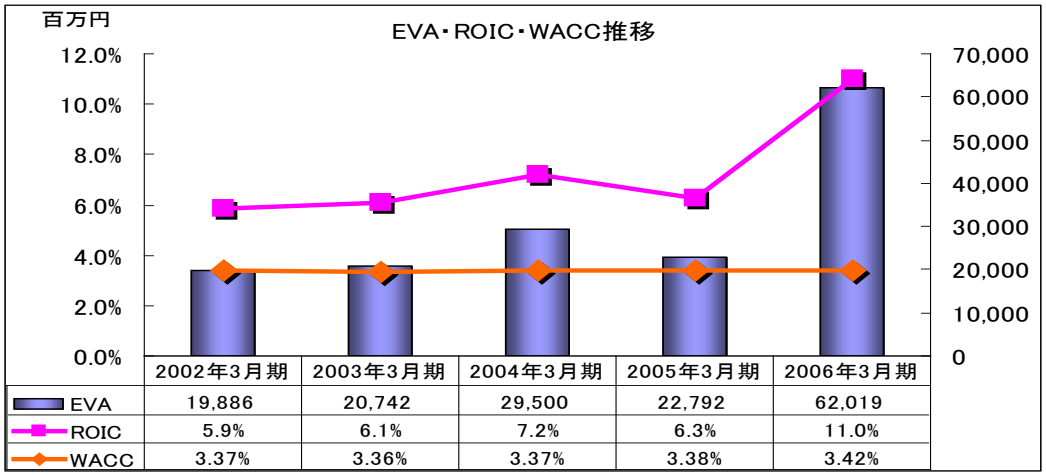
指標の名称	数値(単位:百万円)					
	2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
EVA	51,093	19,886	20,742	29,500	22,792	62,019
税引事業利益(NOPLAT)	51,093	46,938	46,466	55,613	49,426	90,052
営業利益	87,789	80,649	79,838	95,555	84,925	154,728
受取利息	0	0	0	0	0	0
受取配当金	0	0	0	0	0	0
実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
資本コスト	23,782	22,805	22,802	23,679	24,897	42,926
投下資本(1)	716,870	675,799	679,362	702,843	736,659	1,254,450
投下資本(2)	1,263,652	1,078,553	761,429	862,768	986,015	2,074,953
投下資産	801,640	766,407	775,076	788,063	819,217	1,372,840
短期借入金	38,911	15,377	14,269	15,578	16,699	13,547
	87789	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
ROIC		5.9%	6.1%	7.2%	6.3%	11.0%
税引事業利益(NOPLAT)	51,093	46,938	46,466	55,613	49,426	90,052
投下資産	801,640	766,407	775,076	788,063	819,217	1,372,840
長期借入金+社債	9,641	8,202	6,386	4,671	3,373	3,374
株主資本(簿価)	668,318	652,220	658,707	682,594	716,587	1,237,529
株主資本(時価)	1,215,100	1,054,974	740,774	842,519	965,943	2,058,032
発行済株式数	461,488,765	449,498,765	449,498,765	439,498,765	429,498,765	735,011,343
株価	2,633	2,347	1,648	1,917	2,249	2,800
	334159	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
WACC	3.32%	3.37%	3.36%	3.37%	3.38%	3.42%
実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
負債コスト	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投下資本負債比率	3.84%	2.19%	2.71%	2.35%	2.04%	0.82%
株主資本コスト(CAPM)	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%
投下資本株主資本比率	96.16%	97.81%	97.29%	97.65%	97.96%	99.18%
リスクフリーレート	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%
β(ベータ)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
EVAスプレッド		2.5%	2.7%	3.8%	2.9%	7.6%

第一製薬

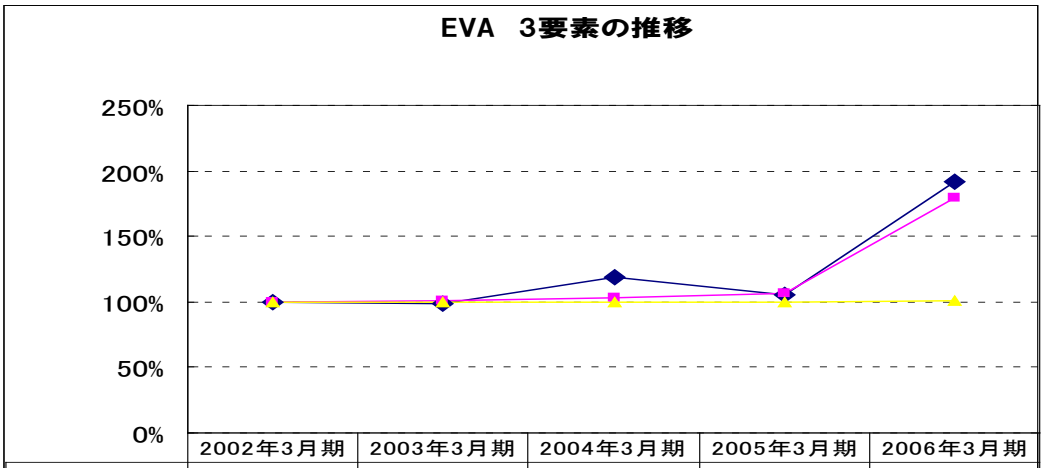
指標の名称	数値(単位:百万円)					
	2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
EVA	37,117	22,280	15,365	11,762	17,094	77,314
税引事業利益(NOPLAT)	37,117	38,068	30,634	26,838	32,629	90,052
営業利益	63,775	65,409	52,636	46,114	56,063	154,728
受取利息	0	0	0	0	0	0
受取配当金	0	0	0	0	0	0
実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
資本コスト	14,174	13,872	13,851	14,564	15,476	42,926
投下資本(1)	414,108	403,034	401,533	422,171	448,586	1,254,450
投下資本(2)	744,910	770,380	594,451	495,605	640,819	2,074,953
投下資産	458,701	442,639	437,025	450,290	372,233	1,372,840
短期借入金	5,761	1,765	0	18	18	13,547
	63775	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
ROIC		8.3%	6.9%	6.1%	7.2%	24.2%
税引事業利益(NOPLAT)	37,117	38,068	30,634	26,838	32,629	90,052
投下資産	458,701	442,639	437,025	450,290	372,233	1,372,840
長期借入金+社債	100	61	61	23	5	3,374
株主資本(簿価)	408,247	401,208	401,472	422,130	448,563	1,237,529
株主資本(時価)	739,049	768,554	594,390	495,564	640,796	2,058,032
発行済株式数	286,453,000	286,453,235	286,453,235	286,453,235	286,453,235	735,011,343
株価	2,580	2,683	2,075	1,730	2,237	2,800
	204123.5	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
WACC	3.42%	3.44%	3.45%	3.45%	3.45%	3.42%
実効税率	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
負債コスト	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投下資本負債比率	0.79%	0.24%	0.01%	0.01%	0.00%	0.82%
株主資本コスト(CAPM)	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%
投下資本株主資本比率	99.21%	99.76%	99.99%	99.99%	100.00%	99.18%
リスクフリーレート	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%
β(ベータ)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
EVAスプレッド		4.9%	3.5%	2.7%	3.8%	20.8%

EVA をプラスの場合、EVA スプレッドがプラスである。全期プラスであるので、この点は問題は無い。もし EVA がプラスであれば、企業が付加価値を創造したこととであり、EVA は数値が大きいほど、企業活動によって創出された価値が大きいということになる。なる。これについても近年、上昇傾向にある。

三共

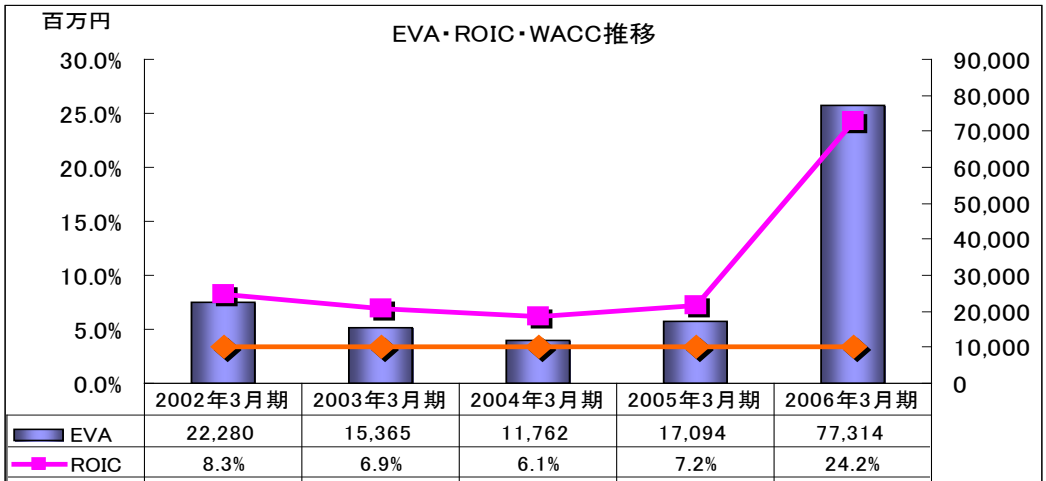


	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
EVA	19,886	20,742	29,500	22,792	62,019
ROIC	5.9%	6.1%	7.2%	6.3%	11.0%
WACC	3.37%	3.36%	3.37%	3.38%	3.42%

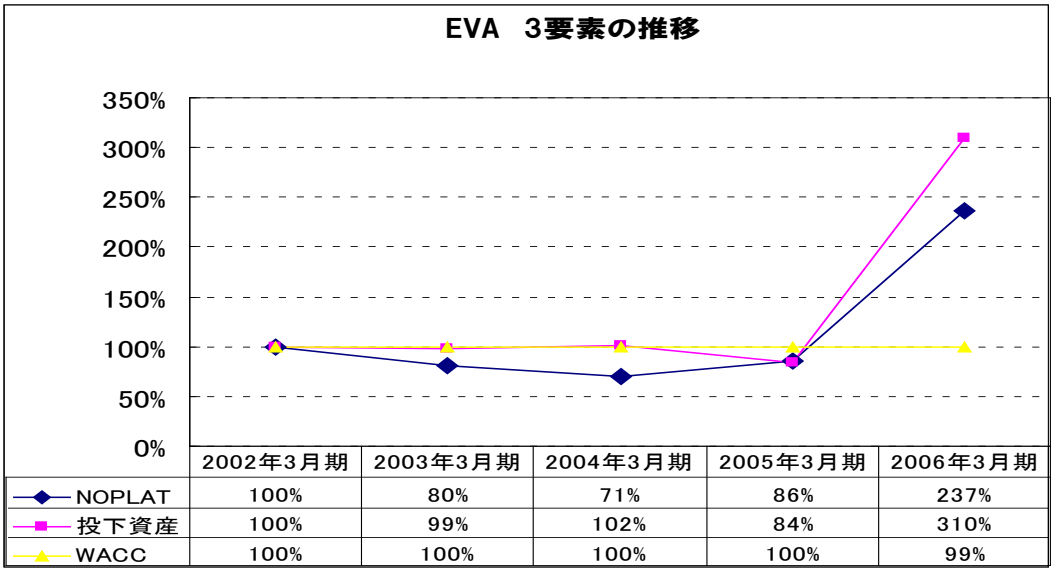


	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
NOPLAT	100%	99%	118%	105%	192%
投下資産	100%	101%	103%	107%	179%
WACC	100%	99%	100%	100%	101%

第一製薬



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
EVA	22,280	15,365	11,762	17,094	77,314
ROIC	8.3%	6.9%	6.1%	7.2%	24.2%
WACC	3.44%	3.45%	3.45%	3.45%	3.42%



	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
NOPLAT	100%	80%	71%	86%	237%
投下資産	100%	99%	102%	84%	310%
WACC	100%	100%	100%	100%	99%

各指標とも 2002 年を基点として考えれば、三共がやや上昇傾向、第一製薬が各指標とも前同割れであった。WACC の変動は殆どなく、NOPLAT の増減に主に影響を受けていると考えられる。NOPLAT の構成要因は、営業利益・受け取り利息・受取配当金の合計である。2007 年以降は全く違う値に変化することも推測される。

1.2.3 企業価値指標算出

(1) フリーキャッシュフロー価値

先ず、各期 FCF を営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの和として算出する。ここでは、FCF＝営業 CF＋投資 CF の和とする。第一三共としては、2006 年度　93501（百万）であった。分析期間の売上高成長率の平均値を、成長度と見て FCF 価値を算定する。2005 年迄で検討すると、三共の年間平均成長率は 1.92%、第一製薬の年間平均成長率は 0.92%であった。三共、第一製薬の 2005 年売り上げ比率は 64:36 であったので、加重平均値を出してみると、1.92×0.64＋0.92×0.36＝1.56 となる。56%を FCF の成長率と仮定する。FCF の成長を 1.56%とし、FCF 価値を算定する。従って、2007 年 3 月期以降もこの割合で FCF が成長するとする。これらから、FCF 価値は 5993653（百万）となる。

(2) 株式・負債時価評価価値

株式・負債時価評価価値は株式時価総額と有利子負債の簿価の総和として算出する。2074953（百万）となる。

(3) 市場付加価値（ＭＶＡ）

EVA／WACC と投下資本の簿価の和として算出する。3066888（百万）となる。

合併前後問わず、医薬品事業に特化。医薬品事業で売上高、収益の多くを占める。安定性

については特に大きな問題はない。収益性は、売上高に対する粗利率、営業利益率、経常利益率、当期利益率などの指標は、医薬品業の平均値をやや下回る値を示している点に課題が残る。成長性については、薬価改定など成長性阻害要因への対応が問題とされる。地域別セグメントで見ると、日本国内がこれまで売り上げと収益を支えてきた。しかし三共では、ここ２年で北米での売り上げと収益が急上昇している。これは第一三共としても明るい材料であり、海外拡大路線を維持する見込み。統合により、EVA、ROIC ともに順調に数値が増加するものと思われる。 以上の分析より、三共、第一製薬共に、最近 5 年間の経営は横ばい傾向であったが、統合後によって、EVA などの財務数値は上昇傾向である。

1.3　主要事業部門別業績推移（特定事業部門の場合）

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。第一三共の医薬品事業に焦点をあてて分析する。事業の業績は下記の通りである。

		2001年3月期	2002年3月期	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
		平成13年3月期	平成14年3月期	平成15年3月期	平成16年3月期	平成17年3月期	平成18年3月期
三共	売上高	412,522	422,246	443,533	466,733	454,710	785,457
	営業利益	86,081	80,497	77,934	89,114	77,495	148,114
	使用総資本（資産）	461,108	462,117	459,499	518,432	512,239	1,429,425
	減価償却費	23,930	24,177	21,418	23,873	25,633	35,795
	資本的支出	27,002	22,853	28,245	42,395	25,276	28,967
	従業員数（参照）	794	7,794	8,357	8,641	8,406	15,746
第一製薬	売上高	304,805	315,781	303,488	305,865	311,917	785,457
	営業利益	71,070	71,802	60,242	53,126	64,096	148,114
	使用総資本（資産）	303,938	326,908	307,193	270,308	288,257	1,429,425
	減価償却費	14,011	14,387	14,828	15,550	14,342	35,795
	資本的支出	15,284	21,937	8,864	10,899	12,937	28,967
	従業員数（参照）	6,387	6,387	6,629	6,546	6,500	15,746

尚、国内医薬品市場は下記のような推移である。（データは平成 15 年薬事工業生産動態統計年報より）

年	総合計		医療用医薬品			その他の医薬品			一般用医薬品		
	金額	構成比	金額	伸び率	構成比	金額	伸び率	構成比	金額	伸び率	構成比
	百万円	%	百万円	%	%	百万円	%	%	百万円	%	%
平成6年	5,750,322	100	4,881,157	1.3	84.9	869,165	−0.7	15.1	808,677	−0.9	14.1
7年	6,168,062	100	5,243,575	7.4	85	924,487	6.4	15	858,228	6.1	13.9
8年	6,100,046	100	5,156,439	−1.7	84.5	943,606	2.1	15.5	877,822	2.3	14.4
9年	6,147,833	100	5,187,140	0.6	84.4	960,693	1.8	15.6	892,148	1.6	14.5
10年	5,842,096	100	4,936,520	−4.8	84.5	905,577	−5.7	15.5	839,150	−5.9	14.4
11年	6,290,023	100	5,438,173	10.2	86.5	851,850	−5.9	13.5	793,026	−5.5	12.6
12年	6,182,631	100	5,376,330	−1.1	87	806,301	−5.3	13	752,175	−5.2	12.2
13年	6,504,318	100	5,728,874	6.6	88.1	775,443	−3.8	11.9	721,401	−4.1	11.1
14年	6,489,278	100	5,729,882	0	88.3	759,397	−2.1	11.7	707,686	−1.9	10.9
15年	6,533,108	100	5,813,704	1.5	89	719,404	−5.3	11	671,837	−5.1	10.3

ここ 5 年間の市場占有率を明らかにする（平成 17 年度は未入手。平成 16 年度を加えている）

	市場(百万円)	三共売上高	三共シェアー	第一製薬売上高	第一製薬シェアー
平成12年	6,182,631	412522	6.7	304805	4.9
13年	6,504,318	422246	6.5	315781	4.9
14年	6,489,278	443533	6.8	303488	4.7
15年	6,533,108	466733	7.1	305865	4.7
16年	6,525,300	454710	7.0	311917	4.8

両社の医薬品部門に関する検証を行なってみると、国内医薬品生産高は約 6 兆 5000 億円であり、薬価改定の影響は受けつつ、近年、国内の医薬品市場は 6 兆円台半ばで推移している。おおよそ、三共が 7%、第一製薬が 4.8%の市場占有率である。第一三共としてみれば、約 12%の市場占有率を得ている事になる。ただし、市場占有率は薬効により異なる事、導入品による売り上げも含んでいる事から、利益率とは相関しないものと見られる。製造原価を低く抑えられる品目は、利益率も高い事が推察される。

1.4　競合他社との業績比較

国内 3 大メーカーの業績を比較してみる（アステラス製薬の 03 年度・04 年度は旧山之内製薬のみとした。第一三共の 03 年、04 年度は、両社合算したものである）。

	売上高			海外売上高			営業利益		
	03年度	04年度	05年度	03年度	04年度	05年度	03年度	04年度	05年度
A　武田薬品工業	1,086,431	1,122,960	1,212,207	461,920	478,433	537,124	371,633	385,278	402,809
B　アステラス製薬	511,207	447,051	879,361	196,326	144,745	398,269	100,960	108,889	193,020
C　第一三共	919,112	916,364	925,918	275,567	284,234	307,265	141,669	140,988	154,728

売上高では際立った差は無いが、営業利益では武田薬品が他 2 社の 2 倍に達する。これは自社製品の構成比率の高さ、加えて海外売上高の差も現れていると見られる。第一三共としては後述する他社提携品目や、現在フェーズⅡ、Ⅲにある有望品目の大型化が期待されるところである。国内では、製薬大手となる第一三共であるが、業界のグローバル化の進展に伴い、競合他社として、各国のメガファーマと比較する必要がある。現在、世界医薬品市場は、日本円換算で 60 兆 6000 億円といわれる。このうち日本市場は約 10%で第 2 位であるが、しかし市場は、前述の通り横ばい状態にある。アメリカ市場は 40%を占めており、毎年 10%の伸びを示している。また、市場規模では日本と同等の欧州市場も 2004 年度、18%の伸びを示している。ここからも、海外市場の重要性が分かる。第一三共としてはドル換算の売り上げで、世界 20 位ということになるが、これは世界首位のファイザーの 6 分の 1 に過ぎない事になる。R&D 費用についても同様の傾向である。更なる問題点は後発品の問題である。大型新薬が減少している現状では、特許切れによる売上減を新製品でカバーし続けて売上を伸ばすというブランドメーカーのビジネスモデルは難しくなってきており、ジェネリックビジネスに追い風となっている。新薬の種を見つける事はたやすい事ではない。また欧米では特許切れ後、後発品が一気に市場を奪っていく。これを補うような新薬がすぐに発売できるとは限らない。今後は日本でも後発品促進策が進むため、各製薬大手の動向が注目される。一部メーカーでは、後発品製造の動きもある。世界のジェネリック市場は、2005 年に 650 億ドルで、2010 年には 1050 億ドルに達すると

言われている（ジェネリックで世界 2 位のノバルティスのジェネリック子会社サンドによる）。

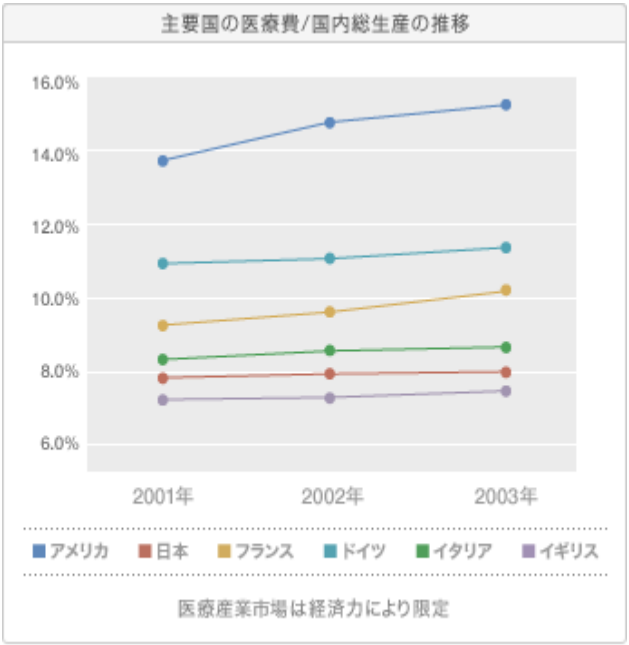
世界の医薬品メーカーランキングは、各社の決算発表（リリース、連結決算短信、アニュアル・レポート等）で公表されている医療用医薬品売上をまとめたもの。医療用医薬品はワクチンや造影剤を含むが、診断薬、動物薬、栄養剤等は除外している。ただし、＊を付けたメーカーは詳細非公表のため、OTC（大衆薬）や診断薬等を含んでいる場合がある。（注：以下の文は速報版と一部重複。）2005 年には M&A がいくつかあり、ベルギーの大手 2 社が買収で 30%以上増収となったこともあり、今回の正式版では、上位 40 社のランキングとした。非上場の大塚製薬の決算が例年より早く、今年は 5 月に発表されたため、今回の数字はすべて公表数字に基づいたものである。（ただし、27 位のバクスターなど、医薬品売上の詳細を公表していないメーカーは一部推定。）為替レートは、年末のレートを用いて計算しているが、2004 年末のレートと比べ、2005 年末のユーロと円は 13%前後下落したため、2004 年と売上が同じでも、それだけドル換算数字は下落している（伸び率は発表通貨によるので、米ドル決算以外のメーカーは計算しても合わない）。M&A がいくつかあり、2004 年の順位も前年売上に基づいて入れ直したため、弊社が昨年まとめた順位から変更となったメーカーが多い。2005 年のランキング上位では、1～3 位は前年と同じだが、スイスのノバルティスは 15.8%増で 4 位に上がり、イギリスのアストラゼネカは 11.7%増で 5 位に入った。2004 年には 4 位だったメルクは抗炎症剤バイオックスの販売中止などが響き、7 位に下落した。スイスのロシュは、子会社のジェネンテックが売上を一挙に 43.5%伸ばしたため（18 位）、ロシュも 25.7%伸び、200 億ドル規模のメーカーとしては驚異的な伸び率となった。2004 年に 100 億ドルクラブに入ったバイオ最大手のアムジェンも、17.8%増えて 124.3 億ドルとなった。100 億ドルクラブに入ったメーカーは 13 社で、これは 2004 年と同じである。ドイツのベーリンガー・インゲルハイムは、降圧剤ミカルディス、閉塞性肺疾患（COPD）治療薬スピリーバ、抗炎症剤モービックなどが好調で、売上を 26%伸ばしており、日本の武田を抜いた。その結果、武田、アステラス製薬ともにランクを 1 つ落としている。日本の第一三共は、速報版では三共の OTC 売上が含まれており、19 位だったが、3 月期決算で OTC を除いた医療用医薬品売上を公表し、それに基づいた数字では 20 位となった。エーザイは、連結決算で OTC 売上を含むが、単独決算の OTC 売上を差し引いて計算した場合は、バイエルと入れ替わって 24 位となる。大塚製薬は統合失調症薬のエビリファイ（米名 Abilify）が米欧で伸び、12%増となった。TAP 製薬（TAP Pharmaceutical Products）は武田とアボット、メルク・シェリングプラウ製薬はメルクとシェリング・プラウのジョイントベンチャーである（いずれも折半出資）。これらの売上はそれら 4 社の売上には含まれていないため、世界ランキングに入れている。両社とも 2 剤だけのメーカーだが、メルク・シェリングプラウ製薬は前年比で 2 倍以上となり、24 億ドルを超えた。ジェネリック最大手のイスラエルのテバ製薬工業（Teva Pharmaceutical Industries）は 50 億ドルを超えて 22 位だが、既に米アイバックスの買収を完了している（後ろの表参照）。ベルギーの 2 社（UCB、ソルベイ）は、"医薬品メーカーとして生き残るには 30 億ドル規模が必要"と見て買収を行った。買収先の売上は買収が完了した日以降の売上しか含まれていないため、2006 年にはさらに順位を

上げる見込み。特に、抗アレルギー剤ジルテックで知られる UCB は既に化学部門を売却して医薬品専業となり、売上の 20%以上を R&D に投資している。日本のメーカーも将来的に勝ち残るためには、30 億ドル以上の規模が求められるだろう。れるだろう。研究開発費（R&D 費）については、世界の上位 20 社はいずれも 11 億ドル以上となった。医療用医薬品に占める売上比率で多い大手メーカーは、リリーとシェリング・プラウで、いずれも 20%を超えている。既に買収が完了したり、買収が決定したメーカーの売上を買収後の数字に変更したものである。24 位のメルク KGaA（ドイツ）以下のメーカーは先の表で 1 つずつランクが繰り上がる。バイエルによるシエーリングの買収が完了すれば、100 億ドル以上は 14 社に増え、世界のトップ 10 に入るには 153 億ドルが必要になる。日本のメーカー同士であれば、日本で 1 位の武田と 2 位のアステラスが合併しないと（合計で 158.4 億ドル）、10 位内に入ることは無理である。また、ジェネリック最大手のテバ製薬工業が 75.5 億ドルで 18 位に入ったことが医薬品業界の大きな変化を示している（アイバックス買収は今年 2 月に完了）。

2　業界分析

2.1　需要要因：需要量および顧客の行動

世界の医薬品市場に関して、ここでは検討する。



（出所：OECD統計）

上記に、主要国医療費を示す。現在、世界の医薬品市場は 2004 年度で約 5500 億ドル（約 60 兆円）と言われている。医療費全体は大局的には各国の経済力に依存している。上図にあるように、米国で国内総生産の約 15%、他の先進諸国で国内総生産の約 10%前後が医療費と言われている。医薬品費用の医療費全体における割合が変わらない限り、医薬品市場の成長性も各国の経済成長に依存しているとされる。つまり徐々に伸びていく事になる。その費用は保険制度を通じて賄われるため、制度の硬直性やモラルハザードの影響を受け

るとされる。さらに医療用医薬品市場は、医療費の抑制策で伸び率は鈍化しているものの、日本はアメリカに次いで世界第 2 位の規模をもっている。2004 年の医薬品市場国内総生産は、約 6 兆 5000 億であり、豊富な資金力を持つ欧米の製薬企業は日本市場で攻勢を強めている。

医療用医薬品の場合は、市場構成員である患者、医師、規制当局、製薬企業間の関係は、他の産業には見られない独特のものといえる。一般消費財では、価格や購入決定は消費者に依存する。しかし医療用医薬品の場合、3 権分立と言われるように、費用を国民保険や保険基金、購入決定は医師や薬剤師が行ない、最終消費者で患者が出てくる。市場は規制の影響を強く受ける典型的規制産業である。需要要因として、患者、医師それぞれの特徴を検討してみる。

患者

- 患者数、治療期間、患者満足度、疾病重症度が市場に影響を与える。
- 高齢化は患者数、治療期間を増大させる。
- 支払は保険上で賄われる。景気・収入による影響は無くはないが、少ない。

医療機関・医師

- 購入意思決定は医師が行う
- 医学上のニーズの大きい医薬品が市場形成要因である
- 診断・治療できる医師数、外科治療を含む他の代替手段、医療機関の収益に貢献するかどうかも医薬品市場の形成要因として見逃せない。

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

供給側である製薬企業について述べる

製薬企業

- 研究開発型医療用医薬品企業と後発医療用医薬品企業の役割の明確化
- 医薬品企業が市場に対する影響を行使するには、特許などの規制による参入障壁を有する医薬品を保有することが大前提となる。
- それほど製品の差別化ができない医薬品の場合は市場への参入順位がシェア獲得に大きな影響を与える
- 大きな市場を獲得するには（1）患者数が多い、あるいは長期間薬を使用し続けなければならない病気に対する医薬品を保有（2）患者数が少ない、あるいは短期間の投薬だが高価な医薬品を保有するか（3）継続的に多くの医薬品を保有する

のいずれかである。

最近までの医薬品市場の成長は（1）により支えられてきたが、患者数が多い病気に対する医薬品市場は飽和感が強くなってきたこと、患者数が多い病気の治療を長期間続ける場合、開業医を含めた多くの医師と患者に広範かつ高額な販促活動を行う必要があること、汎用性の高い医薬品であるため、安全性などで規制当局から承認を受けるための時間と費用面でのハードルが高くなっていることなどから、最近は比較的未開拓で、医学上のニー

ズが高い分野で（2）が市場成長への貢献度を高めている。

2.3　競争要因：競合各社の戦略

各社独自の戦略を持っているが、研究開発では領域の絞込みを行なっている。最近では、新薬ごとベンチャー企業を買収するケースも見受けられる。各領域での状況は以下の通りである。

(1) 循環器官用剤

市場は 9,600 億円（2003 年）を超える大きな市場であるが、降圧剤が 3 分の 2 を占め、降圧剤の動きが市場を左右する傾向にある。降圧剤市場は相次ぐブロックバスターの登場で年々拡大しているが、他の疾患では横ばい又は減少傾向となっている。血圧をコントロールすることが、脳卒中や虚血性心疾患の罹患を防ぐといった考え方が、業界及び患者にも浸透し市場が拡大している。反面、脳卒中や虚血性心疾患に対する治療薬の市場は医療費削減の流れの中伸び悩んでいる。

(2) 感染症治療薬

抗生物質は感染症治療薬の 70%以上を占める。MRSA や VRE などの耐性菌の出現問題から、薬剤の適正使用が求められ、減少傾向に転じた。抗ウイルス剤は抗インフルエンザ治療剤の発売を契機に市場が拡大し、抗真菌剤は日和見感染患者の増加や診断法の進歩、新製品の発売や患者への疾患啓発により市場が拡大している。
ワクチン製剤は、感染症法が改正され、65 歳以上の人にインフルエンザワクチンが勧奨接種となり接種対象者が増加し、インフルエンザワクチン市場が拡大した。

(3) 精神神経疾患治療剤

抗不安薬・睡眠導入剤は、精神神経疾患治療剤では最も大きな規模である。睡眠導入剤が拡大しているものの、抗不安薬は抗うつ剤との競合にさらされ、全体では低迷している。抗うつ剤は、SSRI（選択的セロトニン再取り込み阻害薬）の承認、上市により急速に市場を拡大している。抗うつ作用に加え、副作用が少ないため専門医以外の一般医にも処方されるようになり急成長している。統合失調症治療剤は、非定型抗精神病剤が複数ブランド出揃い、各社のプロモーションが活発になった。海外での治療パターンで第一選択薬の地位を非定型抗精神病剤が獲得してきたこともあり、大幅な拡大ペースへと転じている。片頭痛治療剤は新薬の承認、上市が活発な新市場であるが、頭痛という疾患に対する認識の弱さと薬価の高さが需要開拓の壁となり、拡大はしているものの規模はまだ小さい。

(4) 抗アレルギー剤　（喘息への処方、点鼻、点眼は別項扱い）

ヒスタミン H1 拮抗薬が 85%以上を占めている。ヒスタミン H1 拮抗薬は、中枢鎮静、抗コリン作用などの副作用が少ない、アレルギー性鼻炎では全般改善度がよく軽症から重症まで使用されていることで受け入れられている。患者数の増加は市場拡大要因の一つであるが、花粉の飛散量に左右されるため、患者数の増加イコール市場拡大とは限らない。世代交代しやすいことも特徴で、副作用が少ないこと、医師や患者が比較的積極的に新しい治療薬を試すことが要因として挙げられる。「アレグラ」「アレロック」「クラリチン」など

の新製品の登場が続いている。花粉症治療に対する主な不満として、眠気や効果が実感しにくいことが挙げられ、新製品はこの不満を解消し、薬物治療に消極的な患者を取り込んだ。

(5) 感覚器官用剤

緑内障治療剤は、ベータ遮断剤が第一選択薬剤として広く処方されていたが、プロスタグランジン系製剤がその強力な眼圧降下作用で評価され、ベータ遮断剤に取って代わり急拡大している。更に緑内障は高齢者に罹患率が高くなり、高齢社会の進展に伴う患者数増加も市場拡大の大きな要因となっている。その他の眼科用剤は横ばい傾向。点鼻・点耳治療剤は、アレルギー性鼻炎の患者の増加によって市場が支えられている。アレルギー性鼻炎治療は経口剤がメインであり、点鼻剤は携帯用といった付属的な位置付けにある。

(6) 呼吸器疾患治療剤

呼吸器疾患治療剤の 6 割強を占める喘息治療剤ではロイコトリエン拮抗剤と吸入ステロイド剤が牽引役を果たしている。中でも吸入ステロイド剤は薬価が高いこともあり、ベータ 2 刺激薬やテオフィリン製剤からのシフトが進むだけで金額ベースでは大きな伸びをもたらしている。COPD 治療剤は疾患の概念がようやく形成、認知され始めた段階で、市場はまだ揺籃期にある。患者数は毎年 1 割程度のペースで増え、市場拡大が始まっている。

2.4　技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術・情報技術開発

ゲノム等新しい医学の進歩により期待は高まっているが、現実の医薬品業界では研究開発費用は増えつづけているものの、新しい医薬品はあまり誕生していないのが現実である。当社のように合併により一気に製品ラインアップを増加し (3) をはかることもあるが、「継続性」があるかどうかはまだ議論がある。

2.5　外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

製薬業界は規制業界であり、当然当局の影響は強い。

規制当局

- 医薬品の購入費用は、保険会社（当局）により支払われる
- 日本と欧州では医療が国家社会保障の枠組み、米国では原則市場原理の枠組み
- 保険会社（当局）の財源は国民や企業が納める保険料や税金である
- 長期的には景気動向に左右されます。従って保険会社（当局）は、財政状況が悪いとき、また、高額医薬品、汎用医薬品については価格引き下げ、患者の自己負担引き上げ、医師の処方制限などによる介入を強め、医薬品市場にマイナス要因として働く。

各国の規制当局

- 規制当局の規制が強化されると医薬品の製造と販売の承認の取得あるいは維持が難しくなるマイナス要因

・　逆に、最近鳥インフルエンザのように医療政策上重要な医薬品については、優先的に承認が与えられるなど医薬品市場にプラス要因として働く

各国特許庁ならびに特許に関わる司法当局も医薬品市場にとって重要な要因である。それらのなかで当該企業にとって、どれがプラス・マイナス要因として重要なのかを明らかにする。

これまでの業界分析結果から、医療用医薬品業界は、今後の需要要因は多く、発展し続けることは間違いないと思われる。しかし、規制当局の影響が余りにも大きく、その動向如何で、市場は左右されるのは今後も間違いない。不確実性の要因因子や、研究技術の進化などがある。やはり課題は、日本市場のみでは成長は望めないという事実があり、海外展開が課題となっている事、新薬を生み出し高い成長を維持するためにどのような戦略を実施すべきなのかということ、に集約されていくと思われる。

重要と思われる点を「機会と脅威」にまとめる。

機会（プラス要因）

重要度　5　新規性の高い製剤はグローバル市場でブロックバスター化する可能性が高い
重要度　5　高齢者の増加。しかも日本に限らず先進国では同時期に進行する
重要度　4　ICH の進行によって、海外のデータによりドラッグラグを解消
重要度　4　アジア地区、特に中国の市場性が高まる
重要度　4　発展途上国における保険診療制度整備と市場獲得機会

脅威（マイナス要因）

重要度　5　医療費抑制策は変わらない
重要度　3　研究開発費の高騰
重要度　4　商法改正による外資系企業の買収工作
重要度　3　安全性重視により承認が厳しくなる
重要度　4　海外での後発品使用促進策
重要度　4　政府政策による米国市場の成長低下の可能性

3.1　全社レベル（企業戦略）

3.1.1 企業価値創造

(1) 顧客価値

三共株式会社と第一製薬株式会社は、2005 年、真の「グローバル創薬型企業（Global Pharma lnnovator）」を目指して、経営統合に踏み切った。現在業界では、「規模追求型再編」が大きなテーマであるが、グローバル市場では、一定以上の規模企業になる必要があるとの判断からである（Forbes Japan Sep, 2006）。これにより、より潤沢な研究開発資金をはじめ、国際的競争力を確保に努めている。「患者、医療関係の皆さまの医療ニーズにお応えできるよう、革新的な製品とサービスを継続的に創出し、日本のみならず、世界の人々の健康に貢献してまいります。」とあるように、新薬を通じ、疾病に苦しむ人々を助

け、社会に貢献するという、、顧客価値創造に繋がっているといえる。

(2) 株主価値

2005 年 9 月に第一三共として上場されたが、株価は順調に上昇傾向にあると見受けられる。11 月に入っての低下傾向は一時的なものと思われる。新薬は、有力視されるものが比較的多く、成人病疾患はじめ、社会のニーズに合致している。合併によるシナジー効果に対する期待も含め、この上昇基調は維持できるものと思われる。

(3) 従業員価値

第一三共株式会社は持ち株会社として発足している為、現在の三共（株)、第一製薬（株）個別に従業員価値を検討する必要がある。賃金面で見れば、三共の平均年収は 9114（千円)、平均年齢 39.1 歳、であった。平均年収は業界でエーザイ、武田薬品に次ぐ値であった。給与の問題もあるが、合併会社で問題になるのは、合併後の人事制度である。第一三共では、合併前での人事評価に応じて、新人事制度での評価体系に応じたグレード分類を行なっており、出身会社や所属部署によって処遇を差別することなく、従業員に公平な人事制度導入を行なっている。

(4) 企業価値創造の経営プロセスと具体化

ここでは企業価値創造のために、同社がどのような経営プロセス、経営戦略を今後構築していくかについて述べる。当社が、グローバル創薬型企業（Global Pharma lnnovator)」を目指すという意味合いは、日本市場のみでは今後成長性があまり期待できない事から、海外事業については「グローバル成長の推進」を主眼として、世界の最大市場であるアメリ力市場を中心として事業を推進する予定である。海外市場の重要性が増しているという事実が大きい。他の大手製薬会社と同じ事業戦略を持っていると考えてよいが、特に「グローバル」をより強調している様子がうかがえる。また、ヘルスケア部門も 2007 年 4 月を目途にゼファーマ社との経営統合を行い、2006 年度の売上高は、ゼファーマ社との合計で 550 億円強でスタートする。中長期的にはさらなる製品導入や M&A なども視野に入れ、1000 億円規模の企業を目指す。さらに機能性食品やスキンケアなど成長市場への取り組みも強化、ローコストオペレーションの体制づくりを進める。このような事業戦略により、研究開発力・マーケティング力・営業力を有機的に集中させ、既存ブランドや新製品の最大化を目指す。また、同社の企業目標について考えてみる。統合直後の現在、両社売上高の合計 7000～8000 億円だが､2009 年度には 9000 億円以上を目指すとしている。2500 億円超の営業利益を目指す。売上シナジーを創出させることで成長を実施させ、2009 年度には 9320 億円を目指す。研究開発投資は、2005 年度の 1600 億円規模から 1700 億円規模に増やし、グローバル創薬型企業構築への備えも着実に進める、としている。さらに費用削減、投資最適化、業務の集約・効率化、アウトソーシングなどによるコストシナジーを創出し、利益成長を一気に加速。2009 年度の営業利益は、2005 年度の実績（1448 億円）の 1.8 倍となる 2550 億円（年平均成長率 15%）を目指す。やはり国内の目標に比べ、海外の売上目標を増加せている様子が伺える。

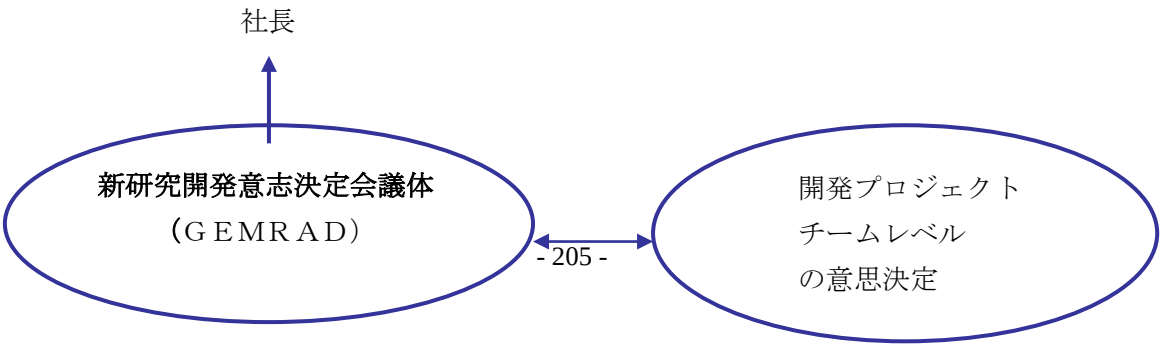
3.1.2 企業理念とビジョン

(1) 企業理念・ビジョンと経営戦略

ビジョンを土台とした、企業統合に関連して、当社は「事業戦略」を策定している。具体的には研究、営業、海外の 3 点を挙げている。研究開発費については、統合後 1700 億円としているが，海外最大手は 7000 億クラスである。ただし、川下部分ではスケールの影響はあっても、「創薬」の川下の部分は規模に応じた効果が出るのか不明である。海外大手でさえ、川上のシーズをベンチャーから獲得しているケースさえある。よって、研究開発費が多ければそれでよいかという明確な答えはないと言えるのであろう（Forbes Japan Sep, 2006）。ただし、研究開発部門にとって統合は大きなメリットである。統合によって領域当たりの研究開発費と化合物数を増加させることができる。各領域をさらに深く掘り下げ､開発プロジェクトの適切な優先順位づけによってスピードと成功確率を向上できる。さらに、今後の安定成長に不可欠な切れ目のない（シームレスな）開発パイプラインが構築できる。また、三共としては、高脂血症治療薬「メバロチン」、世界初のインスリン抵抗性改善薬「ノスカール」（後に発売中止）を開発したように、循環器・糖尿病をはじめとする成人病領域で強みを持っているが、第一製薬は「クラビット」を開発したように感染症領域に強みがある。これらが補完し合えば、研究開発でも、よりよい成果をあげられるであろう。営業については、2007 年 4 月迄、双方で個別に情報提供を行っている。完全統合後は、両社社員は基本的に全品目の知識を持つ必要があるので、シナジー効果が出るまでにはやや時間がかかるものと思われる。国内 MR 数は、ファイザー製薬に次ぐ 2 位となる。海外部門ビジョンについて、国内では当然自社販売という形態をとっているが、海外事業ではかつてライセンスアウトの形態をとってきた。三共はメバロチン、第一製薬はクラビットをはじめとする有力新薬を持ちながら、自社展開できなかった為、収益に結びついていなかった現状を鑑み、今後は自社展開が期待されている。医薬品事業の展開には、「導出」「共同」「自社」の方法がある。従来、海外では企業規模の制約などから、最も収益性の高い「自社開発・自社販売」を選択することができなかった。しかし統合により、自社開発・自社販売を選択することが可能になるため、海外戦略の本格展開期を迎え、利益増大が見込まれる。

(2) 企業理念・ビジョンの策定プロセス

2005年持ち株会社設立後の理念は｢統合は2軒の古い家を繋いで増改築するのではなく、新しい設計図の下で全く新しい家を建てる」というものである。統合の「計画フェーズ」に則り、各業務にタスクフォースが造られ、「ミッションは何か」「あるべき組織とはなにか」を議論し設計図が造られている。それを基にトップが決断を下しつつ、統合を進めている状況である。尚、研究開発については、「GEMRAD」と呼ばれる「新研究開発意志決定会議体」を設け、月 1 回のペースで会議を行っている。これは社長の直轄組織であり、現在進行中のプロジェクトを中止するか、継続するかについても、ここで決定する。



3.1.3 戦略資産

戦略資産の定義は「ある企業がもつ経営資源とケイパビリティーのうち模倣困難で希少性を有し、持続的競争優位の源泉となるもの」であるから、当社の得意分野が該当すると思われ、ここには研究開発力があげられると思われる。多くの製薬会社が研究開発力の強化を目標としているが、統合によって研究開発の統合も進む事になり、内資系製薬会社の中でも、有数の規模となりうる。今後の投資で戦略資産となりうるのは、海外子会社をはじめとしたグローバル部門と思われる。当社としてはこのグローバル部門の成長が戦略資産として成り立てば、大いに飛躍が期待できる。

3.1.4 企業成長戦略

(1) これまでの成長戦略

両社のこれまでの事業展開で特徴的な点は、「自社による研究開発」によって、企業成長を遂げてきた、といえる点である。両社を取り巻く環境において、1950 年代後半、デフレ政策によりなべ底不況が始まった頃、医療用医薬品の過当競争で業績が停滞していた時期もあった。近年、医薬品市場への競争の激化、国内での医療費抑制策などの事業環境の悪化に伴い、コアコンピタンスである医薬事業に集中的な資源投入を行ってきた。これは間違いの無い事業展開であったが、医薬品国際市場におけるメガファーマと戦いに備える必要がある。これは近年、予想以上に脅威となっており、それが今回の合併にも繋がっている。循環器および中枢神経系疾患をはじめとする、重点領域を定め、的を絞った研究開発活動も推進する必要がある。

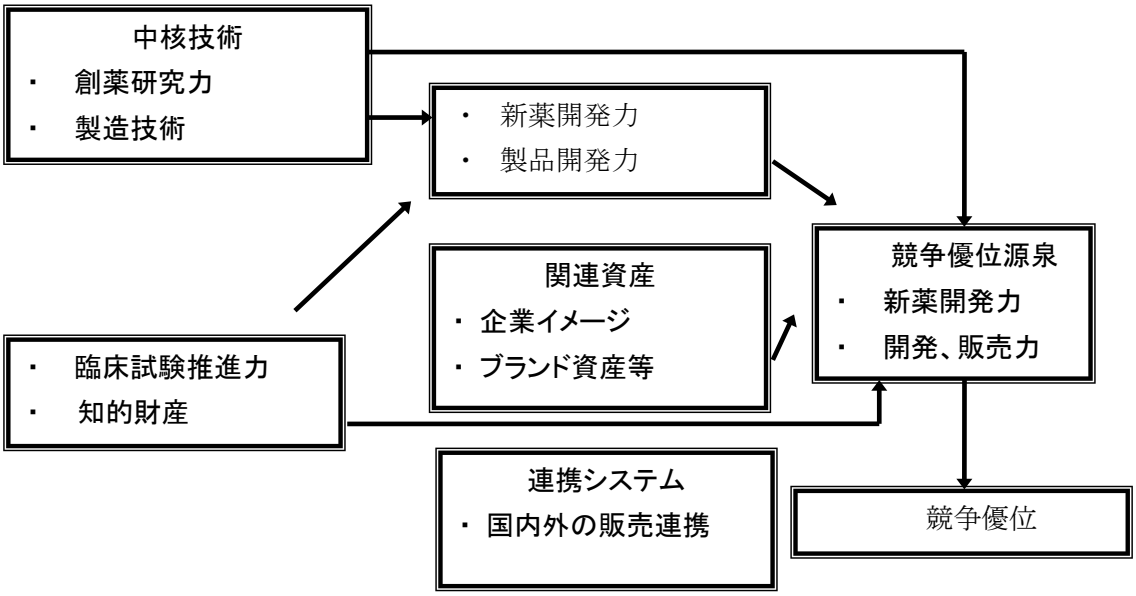
(2) 資源循環による成長戦略

新薬の創製が難しくなる中、次なる新薬が上市されるまで、現行製品の効能追加、剤型追加など製品ライフサイクルマネジメントの強化により、製品価値の最大化を図ろうとしている。また、重点領域と補完できる製品に関しては、導入・アライアンスを積極的に活用して事業を展開しようとしている。循環資産としては、先ず研究力のある人材をもとに、新薬の知識、技術に関して知的財産を蓄積している。次に、新たに創製された新薬に関しては、国内外の開発拠点、開発力の優れた人材を活用して、今まで培った開発ノウハウをもとに製品開発を推し進めている。更に、製品化された医薬品を、国内外の営業拠点、営業力の優れた人材を活用して､今まで培った営業ノウハウをもとに販売促進を進めている。これらの資源に、営業活動で得た潤沢な手元流動資産を投入しながら循環させている。

(3) 戦略資産蓄積

戦略資産としての新薬開発、生産、販売のノウハウを活かしている。がある。すなわち、研究に関しては、研究力のある人材をもとに、新薬の知識、技術に関して知的財産が蓄積されている。また、最近では、ゲノム創薬に関する情報も活用できる。臨床開発に関しては、開発力の優れた人材、国内外での開発拠点を活用して培った開発ノウハウがある。また、アライアンス戦略で蓄積された海外企業のとの交渉力なども上げることが出来よう。

製品化された医薬品を、国内外の営業拠点、営業力の優れた人材を活用して、今まで培った営業ノウハウをもとに販売促進を進めている。この他、連携システムとして、国内外の企業とアライアンスを結んで、研究開発の連携を築いており、また、関連資産としてブランド力も挙げられる。



(4) 企業価値の持続的創造

企業価値を持続的に創造するためには、事業ポートフォリオ戦略が重要となる。両社の創業以来中核を担ってきた、医薬事業の軸はそのままに、今後も、研究開発型国際企業として、国内は勿論のこと、海外での開発、生産および販売体制を確立して行かなくてはならないであろう。

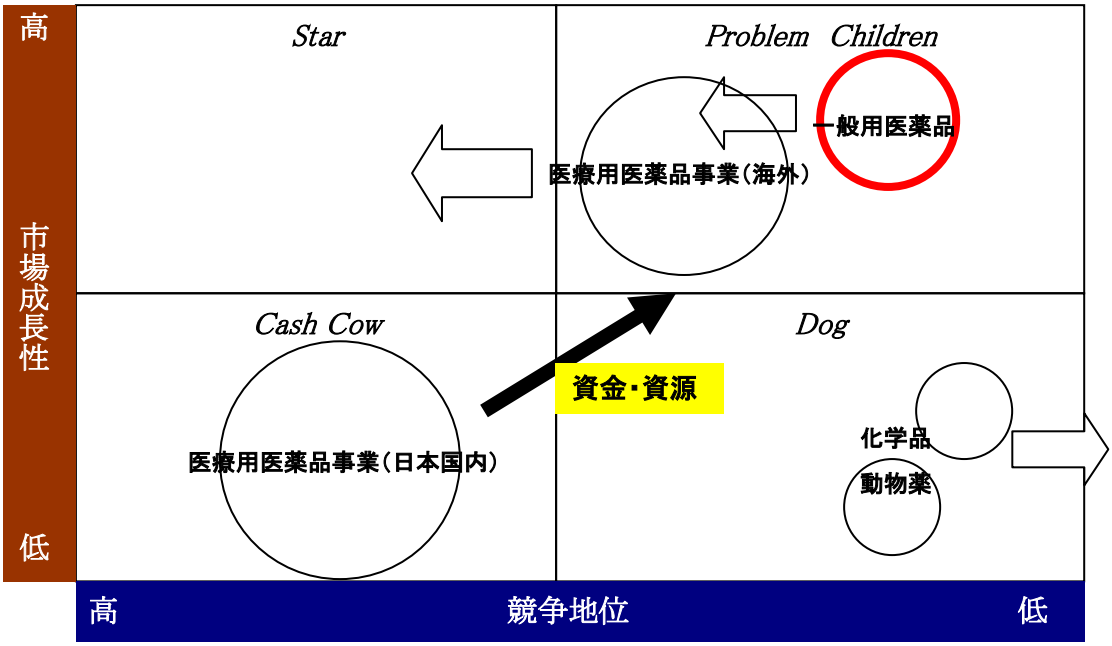
3.1.5 企業変革

合併そのものが企業変革であるが、第一三共として、経営戦略は後述する人事制度なども注目される。年功重視より、成果重視の色をやや強めた。

3.1.6 事業ポートフォリオ戦略

疾病構造の多様化･複雑化が進み､医薬品の担う役割は一層重要なものとなってくる中で、各製薬会社同様、三共、第一製薬においても、事業ポートフォリオ戦略は、中核を担ってきた医薬品事業を中心に据えている。その他事業に関しては、医薬品事業とシナジー効果はあるが、収益性は低い状態である。アステラス製薬や大日本住友製薬の誕生に見られるように、今後も業界内で再編が起こることを考えると、医薬品事業に特化し、収益性を高める事は重要と思われる。従って、今後の事業ポートフォリオ戦略としては、医薬品事業へのより一層特化する必要があろう。投資先は米国、欧州で展開をしている医薬品事業へ

投資して、販路の充実など規模の経済を意図して拡大化していく必要があると思われる。製品のポートフォリオ戦略に関しては、マーケティングを強化し研究動向と合わせて、今後の疾患領域を一層絞る必要があるが、領域の選択については、ベンチャー等とも提携する意味合いは大きいと考えられる。尚、第一三共として注目すべき事業に、一般薬事業がある。製薬各社としては、利益率の高い医療用医薬品に特化している傾向が強い。当社も国内事業で得た資金・資源を海外市場に振り向けている訳であるが、企業によって位置付けが異なっているのが、一般薬部門である。当社はアステラス製薬の子会社、ゼファーマ買収などを通じ、子会社ではあっても一般薬事業をコア事業としていく方針である。一般薬を収益の柱としている大正製薬は別として、例えば中外製薬では、一般用医薬品事業をライオンに売却している。その理由は、様々な理由があってのことである。近年一般薬市場は低迷の傾向にある。原因は様々だが、新成分で他社と大きな差異化を図りにくく、保険機能食品等の影響の影響などもある。しかし、市場が広がるとの見方もある。まず、医療費抑制からくる、セルフメディケーションへの流れ、規制緩和、コンビエンスストアはじめ取扱店の増加である。また今後、市場に大きな変化をもたらすものとして、2009 年（現時点では不明）の薬事法改正がある。これによれば、医薬品の「リスク分類」がなされる予定である。医薬品をリスク順に A、B、C とカテゴリー分けする、というもので、A は薬剤師しか扱えず、B、C はコンビニエンス等で扱う事ができる予定である。市場的に見て B、C のカテゴリーに入るものは拡大の見込みが多いと見られている。B、C カテゴリーのみ扱えるという新しい形の免許制度が作られる予定である。これはコンビニでの店頭販売は販促を容易にし、需要拡大の機会が増加すると見られる。ただし、流通体系の急激な変化など、対応すべきこと多い。当業界では再販売価格維持が認められてきたが、これが 1997 年に完全撤廃された。これによってメーカーが価格に関与できる度合いは少なくなった。価格競争によって、安売り、大量納入のビジネスモデルを持つディスカウントストア、ドラッグストアが流通上で主導権を握る事となった。価格維持が困難となり、もメーカーの収益を圧迫するようになってきたと言われる。また安売りに走れば、リベート額も増加する。そういった意味で販路を確保できなかったメーカーなどは、大衆薬事業を見直さざるを得なくなってきた。メーカー間で、取り組み姿勢に差が見られるようになったのは、このような理由と思われる。今後の第一三共としての PPM を示す。現在は収益の多くは国内医療用医薬品に依存しているが、今後は海外事業の比率を高め、花形に育成していく必要がある。



循環資産としては、先ず医療用医薬品事業で得た CF を基に、研究開発、知的財産への投入を行っている。新たに創製された新薬に関しては、国内外の開発拠点、開発力の優れた人材を活用して、今まで培った開発ノウハウをもとに製品開発を推し進めている。更に、製品化された医薬品を、国内外の営業拠点、営業力の優れた人材を活用して、今まで培った営業ノウハウをもとに販売促進を進めている。これらの資源に、営業活動で得た潤沢な手元流動資産を投入しながら循環させている。医療用医薬品に関しては、三共、第一製薬ともにこのような資源循環が形成されていると考えられる。現在、「非医薬品事業のグループ外自立化」をテーマに取り組んでいる。経営統合後の取り組みとして以下のものがある（2007 年 3 月に完了予定である）。

- エフピー化工の株式売却（2006 年 1 月）
- 富士製粉、日東製粉を合併（2006 年 4 月）する事で、非連結化する。
- アサヒビールによる和光堂株式会社の TOB に応募（2006 年 4 月）

国内大手の一角として事業継続のために、この「非医薬品事業の分離」は失敗できないテーマといえる。

3.1.7 M&A

企業成長戦略上、M&A 戦略は重要な位置を占める。今回の統合は、M&A の目的の中で、次の 3 点が目的と思われる。製品ライン、事業活動・分野を統合することにより、シナジー効果を得る。統合することにより、戦略資産を獲得・強化する。新規事業を産む投資を節約する。（時間を買う）が目的と考えられる。やはり、業界がグローバル化に向かう中、単独で膨大な研究開発費を捻出したり、海外で販売網を築くのは容易ではないというのが、両社の判断であったと思われる。両社統合は、2005 年 2 月合意に至った。第一三共の統合は、2005 年 9 月に持ち株会社設立の形で開始されている。「真の意味での統合は 2 年必

要である」ということから、完全統合は2007年4月となる。ポートフォリオに概要を示したが、両社の統合が決定後、第一三共として235億円で「ゼファーマ」買収が行われた。「「ゼファーマ」は第一三共グループとして独立させたヘルスケア新社「第一三共ヘルスケア」に統合される。アステラス製薬の子会社として誕生していた為、旧山之内製薬、藤沢薬品、第一製薬、三共の四社が関与する事となり, 大衆薬事業では2番手グループとなる。

- 主力商品の重複が少ない
- 一般薬市場は縮小しているが、長期で見れば、消費者の健康志向による市場拡大が期待できる。
- スイッチOTCによって、医療用から一般薬への受け皿が増えている。

これらの要素があったと思われる。

今回の合併は、このシナジー効果が注目されるので、下記に述べる。

・研究開発

医薬品の研究開発には莫大な資金と時間を要するが、大きなインパクトをもたらす結果が見えるまで、10年と言われている。益々研究開発は長期化・困難化が予想されるので、研究開発費の増大は企業価値向上の必須条件である。

・開発パイプライン

HP に示してあるが、両社併せた開発パイプラインが多ければ、それだけ望ましい。やはり三共は循環器系、第一は感染症領域でのパイプラインが充実しているといえる。最優先開発品目は、抗血小板剤CS747、抗凝固剤DU176b、オルメサルタンとアムロジピンの合剤CS8663、抗がん剤DJ927、抗血小板剤DZ697bがある。

・国内営業

すでに述べたように、両社併せてMR数は国内2位となる。すでに降圧剤「オルメテック」、抗菌剤「クラビット」は既に共同促販が行われている。

・海外・グローバル

医薬品市場は、北米で2桁成長が連続している。第一三共の成長は海外事業にかかっていると思われる。合併を機に自販比率を高めるべく人的資源も強化できるはずである。

3.1.8 提携戦略

当社が2007年統合を行なった。これは完全なるM&Aであり、資源のコントロールを強力に行うことができる。一方、余計な経営資産を抱え込んでしまうというリスクは持つが、数年を経ての適正人員化政策により、適性化されるものと思われる。連携システムについても、研究段階から販売にいたる各段階で行なわれており、これは統合後も変わりはないと思われる。当然、これまでの通り、研究開発は莫大な投資を必要とし、開発中止のリスクも伴う。従って、新薬の中には、研究開発段階での水平連携・垂直連携によって生まれているものは極めて多い。販売段階においても、他社とのコラボレーションも通じて売り上げ拡大を図っているものも多い。当社での導入品でも、他社によって合成された化合物が数多くある。製薬会社においてよく見られるケースは、研究開発段階での補完関係である。新薬の種を見つける為、外国のベンチャー企業との提携はよく行なわれている。もし

も有望な化合物であれば、それに関して契約を結ぶケースが多い。現段階における当社の提携品目をあげる。これらの提携はあくまで、相互の競争優位源泉を補完にあるので、合併とは意味合いが異なる。尚営業部門では、MR 活動に関しても合併を迎えるにあてり、三共・第一製薬のコラボレーションといった形で、実施されている。

3.2　事業レベル（事業戦略）

3.2.1 競争優位・競争優位源

独自優位、コスト優位、時間優位のうちで、当社が最も重視しているのは独自優位と思われる。製薬会社については、「独自の価値を持つ製品・サービスを提供することができること」イコール「製品開発力」「有用な新薬」が市場価値の前提条件であり、他の調達力・マーケティング力・ブランド力・生産力・販売力・顧客対応力等は、この「製品開発力」があって始めて機能しているからである。ただし、研究開発費の多さはすぐには新薬創出にはつながらないので、数年単位での戦略でもって競争優位を築いていく必要がある。勿論、他の 2 要因、コスト優位、時間優位はある程度の「規模の経済性」「範囲の経済性」と繋がっており、当社が統合したことによる規模の拡大は、コスト面での優位、顧客需要への対応上、大きなプラスである。研究開発資金、海外展開上でのノウハウ、得意先に対するニーズに対応する為の MR 数、何れも競合他社に対する競争優位に繋がるものといえる。

3.2.2　競争戦略

(1) 競争戦略タイプ

競争戦略のタイプとして、コストリーダーシップ・コスト集中・独自優位の各戦略があるが、日本の製薬企業において、今後海外展開が進めば、コスト面が重視されてくると思われる。また、当業界では、独自優位戦略と、独自優位戦略をとる企業がはっきり分かれていくように思われる。当社を含め、大手 5 社程度の企業は比較的多くの製品を持っており、複数の事業領域で独自優位を取ろうとするが、参天製薬をはじめ、特定領域に集中する企業では、特定の事業領域での集中戦略をとっている。また、プロダクト・ライフサイクルの視点から見ると、成熟期の競争戦略は、「コスト競争力の強化（製品ラインの合理化や的確なプライシング）」、「プロセス・イノベーション」、「顧客の購買幅拡大」、「企業や資産の買収」、「顧客管理の強化」、「多様なコスト構成」、「海外市場への進出」が行われる。そして、衰退期の競争戦略は、主に回収であるため「リーダーシップ戦略」や「ニッチ戦略」、「刈り取り戦略」や「撤退戦略」がとられる。一般に衰退期の方が戦略的には困難が伴うことが多いとされている。

(2) 時間優位戦略

製薬会社にとって、非常に重要な概念と考えられる。一般的に、ターゲットとなる疾病や、開発すべき治療薬は各社認知されている。ポイントは

・新薬の種、新規化合物の発見
・物質特許取得
・安全性の確認

・治験段階における用量設定
があげられる。特許取得後、競合品がなければ暫く恩恵を得られる事になる。製品マーケティング上の 4P の概念に照らせば、いかに product を早くするかという事になる。ただし、やはり上記の通り、市場の拡大が確信できない時期での研究開発投資は、難しい判断を迫られる。もし動物実験や、市販後調査で安全性の問題から開発中止や撤収という事態になれば、多大な損失となるからである。また、市場での競争優位を生み出す需要・環境要因と企業の持つ戦略資産が適合するタイミングである「戦略の窓」は、製薬会社にとって、意味合いは大きい。時代によって求められる治療薬は異なり、大きな市場機会を得る製品もある。「戦略の窓」という考え方からすれば、1989 年に国内で発売した高脂血症治療薬プラバスタチン（商品名メバロチン）は、非常によいタイミングで発売されたといってよい。1980 年代はまだ冠動脈疾患とコレステロールの因果関係が明確ではなかったが、丁度この頃、予防医学の発展によって、因果関係が証明されるに到った。例え臨床的症状がなくとも、コレステロールの高い病態が悪い状態であるという学説が、この製剤の拡大に貢献する事になった。

(3) ビジネス・ライフサイクル対応競争戦略

事業展開ライフサイクルとして、市場が立ち上がる「導入期」、市場が拡大する「成長期」、市場拡大が限界に達する「成熟期」、市場が縮小する「衰退期」の 4 つのステージが存在する。その事業展開上のビジネスライフサイクルでのに注目し市場の状況に対応した競争戦略を構築することをビジネス・ライフサイクル対応競争戦略という。ちなみに、1989 年発売のプラバスタチン（商品名メバロチン）は成熟期を経て衰退期にかかろうかという段階であるが、積極的な「顧客の購買幅拡大」「顧客管理の強化」によって、更なる成長を試み、売り上げの落ち込みを防いでいる状態である。

(4) キャパシティー拡大戦略

キャパシティー拡大戦略とは、具体設備投資などによって製品・サービスの生産能力や提供能力を拡大させる戦略的な意思決定のことである。製薬会社の場合、企業規模にもよるが、生産施設は素材産業ほどに大規模ではない。しかも、生産施設自体は研究開発の下流にあるので、あくまで研究開発への投資が基盤にある。メーカーによって差があるが、少量多品種生産が特徴といえる為、素材産業程には、キャパシティー拡大への依存度は高くないと推測できる。ただし、ドリンク剤などの、大量生産体制にある一般用医薬品では、規模の経済を活かし、原価を安くできるなどメリットがある。

(5) リーダー企業チャレンジ戦略

リーダー企業チャレンジ戦略は､業界のリーダー企業に対するチャレンジ戦略であるので、中規模以下の製薬会社に当てはまると思われる。2 つのパターンには、リーダー企業とどう領域へのチャレンジと､､バリューチェーンの再編成や競争領域の再設定という 2 の方法があるのだが、やはりリーダー企業と同様の、潤沢な資金・キャッシュフローを得るのは簡単ではないと思われる。競争領域を再設定してのチャレンジ戦略が妥当であると思われる。

(6) 防衛戦略

防衛戦略は、既存利益を守るための戦略であり、挑戦企業の収益獲得の見込みを減少させる戦術である。当業界において、ポーターの 5force に合わせて考えるならば、代替品メーカー、つまり後発品メーカーの参入が、これに該当するものと思われる。参入に当たっての構造障壁としては、以下のようなものがある。

1. コスト　：後発品企業にとってはみれば、製剤化するためのコスト負担は大きいと思われる。
2. 品質：一般名は新薬と同様だが、製剤化するにあたって（添加物など）は差異がある。
3. 価格と流通：薬価自体も低いが、より低価格で販売される傾向が強い。２年に一度の薬価改定では、薬価が大きく低下する事になるので、採算が合わなくなる可能性がある。
4. ブランド：各医療機関のブランド志向が未だに根強い。
5. 競合：後発品は品目が非常に多く、その分競合が多いといえる。

これらは参入障壁とも言えるものであるが、防衛戦略上では　3　が重要であると考えられる。薬価改定による価格下落が、後発品の参入機会を奪うと考えられる。

(7) 競争行動

具体的には、競争行動には、4 つがあるといわれており、協調・非脅威的行動、脅威行動、防衛行動、コミットメント、がある。このうち、当業界では防御行動が取られていると考えられる。これには、価格競争の厳しさを見せつける、巨額の研究費が必要なことを思い知らせる、テストマーケット段階にある新製品を攻撃するなどがある。つまり新規参入コストを引き上げる、若しくは莫大であると認識させなくてはならない。当業界では、やはり研究開発費が膨大である事を認識させる事が、重要と思われる。

3.2.3 事業定義

これは、事業システムに順ずる。第一三共として取り組んでいく医療用医薬品事業がこれに当たる。顧客価値は、「顧客便益」と「顧客コスト」に分解できる訳であるが、これまで医薬品いうものは、「顧客便益」重視であったと考えられる。製品の便益やサービスの便益、販売員の便益、イメージの便益の部分が大きいからである。しかし、最近では「顧客コスト」に注目が集まりつつある。医療用医薬品について言えば、医療法改正による情報開示の流れや患者の負担増加という背景から、コスト面は注目されている。

3.2.4 事業システム設計

事業システム（価値連鎖）設計は、顧客価値創造の為の競争優位源泉を目的として行なわれる。合併によって、当社にとっての顧客価値創造のため研究開発、製造、販売にいたる価値連鎖はより強固となる。

3.2.5 機能別（主要活動）戦略：生産、購買・出荷物流、研究・開発、調達、マーケティング、販売、顧客対応・サービス

この機能別戦略は、研究開発に始まり、生産、物量、営業に至る一連のサプライチェーンも含めてのビジネスモデルを指す。製薬企業で常に論点となるのは、やはり研究開発に要するスパンの長さと費用、規制が大きく影響しているといえる。

4　戦略の評価と課題

上の戦略の内容を評価し、今後の課題を明らかにする。評価に際しては、次のような目的達成要因や制約条件を考慮する。

4.1　資源（ヒト・モノ・カネ）要因

以下は既に述べた内容も含むが、比較的重要な要因と思われるため、資源要因に含める。経営戦略に関してこれまでの記述から、今後の課題をまとめる。

(1) 業界の機会と脅威について
既にまとめたとおりであるが、第一三共に関する要素を検討してみる。

・疾病構造
食生活の欧米化に伴う生活習慣病など、第一三共の持つ製品に関しては市場拡大が予想される。研究を進めている領域からみて同社の関与する領域における治療薬に対するニーズは高いと思われる。
・大衆薬
「セルフメディケーション」の意識は今後ますます高まる。「スイッチ OTC」が進み、患者自身が、本来医療用のための成分であったものを手に入れるようになる。これは政府の医療費抑制策も関係していると思われる。というのも、もし効果の強い製剤を薬局で手に入れる事ができれば、わざわざ医療機関に足を運ぶ必要がなくなるからであり、市場は拡大傾向に向かうであろう。当社は「ゼファーマ」を買収し、感冒薬、胃腸薬などのプロモーション活動に力を入れていく事が予想される。しかも規制緩和によってコンビニエンスなどでも、これら一般薬が手に入るようになれば、ビジネスチャンスは広がるものと予想される。問題は利益率をどう改善していくかである。
・政府の政策
今後も薬価改定をはじめ薬剤費抑制の流れは変わらない。当社をはじめ大手製薬各社への風当たりは強い。しかも患者負担増加によって、患者のコスト意識も高まる。当社の商品構成は、生活習慣病がメインであるので、その影響度は大きい。また後発品は第一三共にとって大きな脅威である。厚生労働省による新薬切り替えに対してのインセンティブ、患者負担の問題を考えると、後発品は大きな脅威である。

・企業ドメイン
各疾病領域において、類似薬、同効薬が多く存在するのがこの業界の特徴である。第一三共の関与する分野は、国内外の大手競合が多い。従って、製品差別化は困難であるケースが多い。

(2) 自社分析と目標
2004 年度に発売した降圧薬オルメサルタンの売り上げが予想通り順調に推移している。米国では、シェア 3 位となり、今後も拡大が見込める。海外市場における収益力が今後の第一三共の業績を左右することになるが、具体的には、世界最大の医薬品市場を持つ米国、さらに今後、大きく市場拡大が予想される中国・アジア地区が有望な市場であると考えられる。米国、欧州での状況は、ただしプラバスタチンの落ち込みをオルメサルタンが補うまでには、まだ時間がかかると思われる。また、海外においては、現地子会社や現地 MR との連携の下、市場拡大を図っていくことが望ましいといえる為、ノウハウ習得には、一定の時間を要する筈である。また、海外においては、単に現地法人に委託すればよいのか等、課題はかなり多く残されていると思われる。現在の国内での医療費抑制策などの事業環境の悪化という要素はあったが、コアコンピタンスである医薬事業に集中的な資源投入を行ってきた。両社は過去、経営上厳しい時期にあっても、研究開発費をさほど抑制していない。創薬型企業としては評価できるものと考えられる。新薬の創製が難しくなる中、次なる新薬が上市されるまで、現行製品の効能追加、剤型追加など製品ライフサイクルマネジメントの強化により、製品価値の最大化を図ろうとしている。また、重点領域と補完できる製品に関しては、導入・アライアンスを積極的に活用して事業を展開しようとしている。他に、知的財産の備蓄や販売促進を進めている。これらの資源に、営業活動で得た潤沢な手元流動資産を投入しながら循環させている。これらは他の大手製薬企業と同様といえる。

- 研究に関しては、研究力のある人材をもとに、新薬の知識、技術に関する知的財産
- 臨床開発に関しては、人材、国内外での開発拠点を活用して培った開発ノウハウ
- 営業では、製品化された医薬品に関する今まで培った営業ノウハウによる販売促進

評価としては、医薬品に集中した投資を行ってきた成果が上がっており、評価できるものである。手法は他の製薬大手と同様であるが、これまで自社開発品で高い評価を得てきたので、今後もこの傾向を維持すべきと思われる。

4.2 組織・人事要因・ 経営管理要因

経営戦略上でキーとなる組織・人事要因、業績評価、報償などについてここで検証し、評価する。業種を問わず、合併で経営資源が豊かになっても人事・組織面かになったとしても、ソフト面である組織・人事要因が機能しシナジー効果を発揮しなければ、合併のメリットは薄れてしまうと思われる。そこで、三共株式会社を中心に、人事諸制度に関する考察を行なってみる。

(1) 組織要因

三共株式会社のみの検討を行う。組織は、社長・取締役会の下に本社コーポレート・ユニット、医薬営業本部、研究開発本部、サプライチェーン統括本部等各組織を置き、更に国内子会社 19 社、海外関連会社 9 社で構成されている（平成 18 年 9 月末時点）。基本的には、経営機能毎に組織編成された「機能別組織」と言ってよい。基本的に新薬開発に始まって生産、流通、営業の順に、製品の流れに応じた事業運営を行う形となっている。やはり他業界に比べ研究開発部門への投資が莫大であり、機能も複雑化している点が特徴である。尚「事業部制」、「カンパニー制」は、本来医薬品事業を本業としていなかった化学、食品、飲料メーカーが多角化を行なう際、とっているケースが多い。

(2) マネジメント

各本部は統括機能を持ち、部門別の損益分岐点の計算、利益管理、原価計算、原価管理、は本部が集約して行っている。いわゆる縦割りのトップダウンシステムであり、研究開発本部下に各研究所（化学、生物、薬効薬理、安全性等）、営業本部下に各支店（東京、大阪、名古屋等）、海外営業本部下に各事業所（ニュージャージー、上海他）がある。各部署長（研究所長、支店長）に権限を持たせ、業務運営については各研究所、支店に委ねられている。利益管理は本部が一括して管理するシステムをとっており、研究費、営業経費等の配分は本部決済となるが、それはそれまでの使用実績や前年実績を加味して決定される。営業部門の目標設定は期毎（半年毎）であるが、研究開発部門は数年単位での資金運用が必要となる。投下資本効率、管理基準は新薬の開発状況が大きく影響する。特定領域を絞込み、研究開発費を集中的に投じるケースもある。何れにしても、今後も研究開発費は高騰の一途であり、研究開発部門の管理会計システムは逐次見直しが必要となる。サプライチェーン部門はじめ製造部門は、これらとは対照的に、コスト削減に動いている。

(3) 組織文化

「組織文化は会社にとって競争優位の源泉である」と言われる。つまり、組織文化がよい方向で作用すれば、強力な競争優位につながるはずである。「組織文化」は、80 年代初めのエクセレント・カンパニー・ブームあたりから注目されるようになったとされ、実行重視、顧客密着の社風などがある。しかし「組織文化」はそれほど単純なものではなく、「組織文化の重要性」や「組織文化の違いはどこからくるのか」という問題は今後ますます重要と考えられる。社内に存在する人材、仕事のタイプ、評価、昇進システム、人事評価システム、等に組織文化の違いが起因していると考えられる。昔通用した組織文化や概念は、現在では陳腐化している事も多いはずである。また、組織文化を変えていくのにも長い時間を要するので、その点の考慮も必要と思われる。「合併」は「組織文化の融合」である。両社が育んできた組織文化というものが、合併後に融合してどうなるかが、合併成功の要因とも考えられる。この「組織文化」の違いは、統合後、大きな問題になるのかもしれない。恐らく、合併して当面の間は出身会社が違う点について、戸惑いがあるのであるであろうし、それをどう処理するかが合併の成否に関わっているかもしれない。最終的には、合併というのは規模追求型の合併というよりは、競争力強化の為に行なわれたものであるから、ベクトルを社内に向けるのではなく、早く社外に向けなくてはならない。製薬会社は製品

の質や新薬の有無が、会社の業績に直結するとされているが、実際の販促現場におけるプロモーション活動の比重も大きい。医療用医薬品自体は似たような競合品が多く、プロモーションも過当競争であり、営業も属人的になりやすい。2 企業のシナジー・コンプリメント効果を生かして対抗する必要があるのである。組織文化の共通点という部分で言えば、両社は「日本企業の古典的体質」を残しているという意味で、社風は似ているといわれる。

(4) 人事要因

最後に人事要因について述べる。三共株式会社では、「従来のままの経営では埋没してしまう」という危機感を持っており、2001 年以降、経営トップによる社内改革が行なわれていた。その後、2004 年度に新人事制度が導入された。2005 年に第一製薬との合併が発表となるが、合併後、常に問題視されているのが、人事・組織面での統合効果である。三共株式会社では 2004 年以降「職務等級制度」を取り入れた。これは近年、大手企業が導入を進めている人事制度でありいくつかの等級を設定して昇進や賃金の基準とするシステムである。職務を等級の決定基準としている。従来型の、能力・人を決定基準とした「職能資格制度」と対極をなす制度といえる。日本の大手企業が採用してきた「職能資格制度」が年功型であるのに対し、「職務等級制度」は従業員それぞれのコンピテンシーに応じたシステムであり、やや能力主義ともいえる内容になっている。この制度を基盤とし、三共株式会社としては「職級制度」「考課制度」「報酬制度」を 3 本柱とした新たな人事制度を導入した。概要を以下に記載する。

- 「職級制度」として、一般社員、基幹社員それぞれ「役割グレード制度」を採用した。それぞれの全体像は、下図に示した。一般社員では 9 職群×3 グレード＝27 の役割、基幹社員についても 4 職群×5 グレード＝20 の役割に分けられ、それぞれに必要な能力要件「コンピテンシー」が示されている。
- 「考課制度」は、半年毎に行なわれる行動考課・業績考課の二本立てからなる。行動考課については、それぞれ上記の 27 種、20 種の役割それぞれに応じた項目が示され、毎期の達成度を 5 段階で評価する。一方の業績考課も毎期行われ、一般社員・基幹社員ともに目標管理制度 MBO（Management by Objectives）によって（ただし一般社員 J グレードはチャレンジシートによって）行なわれる。これらを基に、年に一度「総合考課ランク」が算出され、結果によって、各自グレードの変更・個人への「フィードバック面談」が行われる。
- 「報酬制度」は上記内容を「役割給」「賞与」「退職金」等に反映させるものである。それぞれグレードと業績が連動する形になっている。
- 基本的に、グレード変更には行動考課が及ぼす影響が、賞与等報酬には業績考課が影響する度合いが高いとされている。算出には、計算式（ここでは省略）が用いられている。

この制度は、第一三共株式会社にも受け継がれるが、「やりがい」といわれる部分から見て、従業員の士気に対処したものとなっている。第一製薬にも共通しているが、旧態依然とした評価制度や、年功序列的な人事制度は問題視されていたところであった。ただし、それで全てが改善された訳ではなく、以下のような問題点も抱えている事も注意しなければな

らない。修正すべきと思われる点として、年功序列型の人事体系を打破し、MBO 導入に代表されるように、評価システムを変更し、また、例えば営業部門などでは業績に対するインセンティブ制度を実施しているが、それによって年功型の「職能資格制度」のメリットがやや薄れる傾向もある。業務を厳密に特定した事で、部門間の繋がりは薄くなった。また異動も行なわれにくくなる。「年功」による熟練、協働の効果（つまり職務の境界を厳密にしていない場合の、お互いの業務をカバーできるメリット）というものも、やや薄れてしまった傾向にある。改善点としては、

- 部門を越えた横断的異動の促進、各部門の繋がりが薄い点がある。「職務等級制度」の問題点は、「ラインマネージャー」にマネジメントが集中する事であり、この点が問題である。ただし、製薬会社の特徴として、各職群の業務内容が全く異なっており（研究部門と営業部門など)、ある程度分割されてしまうのは致し方ないことでもある。今後の検討課題といえる。
- 人事施策上でのキャリア自立支援である「社内公募制度」「社内 FA 制度」は積極的に行なわれてはいない

ただし、医薬営業部門においては、一部の人材を外部労働市場に依拠させており、第一製薬との統合後、人材を社内に依存しない方向性もある。2007 年 4 月に完全統合を控えて、人事制度移行の作業中である。新会社の方針として「人材育成」という指針を示している。今後、機構改革や職務再編成によって社員を活性化させるような取り組みが重要になってくると思われる。

評価については、これらの取り組みについて、完全統合に向けて様々な試みが行なわれている点は、評価できると考える。しかし実際に統合した会社がどのように機能していくか、現時点では不明である。統合作業のポリシーとして、「統合は２軒の古い家を繋いで増改築するのではなく、新しい設計図の下で全く新しい家を建てる」とある。旧三共、旧第一製薬何れでもない新しい会社となる事が期待されている。

以上

付属資料 6：企業戦略分析・策定

（出所：遠藤　晋　「経営戦略応用研究　期末レポート　第一三共製薬」　2010 年 10 月 24 日）

第一三共株式会社（2010）

1　事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 会社概要

第一三共式会社の会社概要は以下の通りである。

商号：第一三共株式会社
設立:2005 年 9 月
本社所在地：東京都中央区日本橋本町三丁目 5 番 1 号
代表取締役社長：中山譲治
資本金：50,000 百万円
売上高：952,105 百万円
主な事業：医薬品事業
従業員数：6028 人
（連結従業員数：29,825 人　2010 年 3 月 31 日現在）

1.1.2 主要なグループ会社

以下、第一三共株式会社傘下の主要なグループ会社の概要を示す。

第一三共エスファ - 医薬品の製造販売
2010 年 4 月 1 日設立。

第一三共ヘルスケア - 医薬品、医薬部外品、化粧品、医療機器、食品、飲料水などの製造および売買
一般用医薬品や化粧品などを担当。旧三共と旧第一製薬の一般用医薬品事業を統合し、さらに、2007 年4 月 1 日にはアステラス製薬を離れ、グループ会社となったゼファーマを吸収合併。

第一三共プロファーマ - 医薬品製造
生産機能会社。2006 年 10 月設立。2007 年 4 月に旧第一製薬の生産機能会社であっ第一ファルマテックを吸収合併。旧三共から生産部門を分割・吸収した。なお生産拠点のひとつ・静岡工場（静岡県島田市）は2010 年4 月 1 日にシミックの子会社・シミック CMO へ譲渡され同社の本社となった。

第一三共ケミカルファーマ - 医薬品の原体および中間体等の製造および製造受託等
医薬品の原体・中間体製造部門の子会社。2007 年 10 月設立。2008 年 4 月に旧三共のグループ会社だった三共化成工業と三共有機合成を吸収合併。

第一三共ロジスティクス - 物流及び関連業務

物流機能子会社。2007 年 4 月に旧第一製薬グループの第一物流より社名変更。

アスビオファーマ - 医薬品の研究開発

第一サントリーファーマ→第一アスビオファーマを経て、2007 年 4 月に現社名に。2010 年 4 月からは再編により研究開発業務に特化した。

第一三共 RD アソシエ - グループの研究開発サポート業務

研究開発支援部門の子会社。2006 年 10 月設立。2007 年 4 月に科研技術研究所とケムテックラボ（共に旧三共のグループ会社）、関東第一サービス（旧第一製薬のグループ会社）を吸収合併。また、当社グループの研究開発部門の一部を移管した。

第一三共ビジネスアソシエ - グループのビジネスサポート業務

管理支援部門の子会社。2007 年 4 月に三共保険エージェンシーとゴードー不動産（共に旧三共のグループ会社）、第一地所（旧第一製薬のグループ会社）を吸収合併。また、当社グループ国内各社の人事・経理業務の一部を移管。

第一三共ハピネス - グループのビジネスサポート業務

2007 年 3 月設立。障害者雇用促進法に定める特例子会社。

・海外

アメリカ

DAIICHI SANKYO, INC.（第一三共インク） - 医薬品の研究・開発・販売

Luitpold Pharmaceuticals, Inc.（ルイトポルド・ファーマシューティカルズ・インク） - 医薬品及び動物薬の製造・販売）

ヨーロッパ

DAIICHI SANKYO EUROPE GmbH（第一三共ヨーロッパ） - グループ統括及び医薬品の製造・販売

DAIICHI SANKYO FRANCE SAS（第一三共フランス - フランスにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO DEUTSCHLAND GmbH（第一三共ドイツ） - ドイツにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO ITALIA S.p.A.（第一三共イタリア - イタリアにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO ESPANA, S.A.（第一三共スペイン - スペインにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO UK LIMITED（第一三共 UK） - イギリスにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO (SCHWEIZ) AG（第一三共スイス） - スイスにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO PORTUGAL, LDA.（第一三共ポルトガル） - ポルトガルにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO AUSTRIA GmbH（第一三共オーストリア） - オーストリアにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO BELGIUM N.V.-S.A.（第一三共ベルギー） - ベルギーにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO NEDERLAND B.V.（第一三共オランダ） - オランダにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO İLAÇ TİCARET Ltd. Şti（第一三共トルコ） - トルコにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO IRELAND LTD.（第一三共アイルランド） - アイルランドにおける医薬品の販売

DAIICHI SANKYO ALTKIRCH SARL（第一三共アルト キルヒ） - 医薬品原料等の製造

U3 Pharma GmbH（U3 ファーマ） - 医療用医薬品の研究

DAIICHI SANKYO DEVELOPMENT LTD.（第一三共デベロップメント） - 医療用医薬品の開発

アジアなど

第一三共製薬（北京）有限公司 - 中国における医薬品の製造・開発・販売

第一三共製薬（上海）有限公司 - 医薬品の研究、開発、製造・販売

台湾第一三共股份有限公司 - 台湾における医薬品の販売

韓国第一三共株式会社 - 韓国における医薬品の販売

DAIICHI SANKYO (THAILAND) LTD.（第一三共タイ） - 医薬品・化成品等の輸入・販売・仲介

香港第一三共有限公司 - 医薬品のマーケティング支援

DAIICHI SANKYO BRASIL FARMACEUTICA LTDA.（第一三共ブラジル） - ブラジルにおける医薬品の製造・販売

DAIICHI SANKYO VENEZUELA S.A.（第一三共ベネズエラ） - ベネズエラにおける医薬品の製造・販売

DAIICHI SANKYO INDIA PHARMA PRIVATE LIMITED（第一三共インド） - インドにおける医薬品の販売

Ranbaxy Laboratories Limited（ランバクシー・ラボラトリーズ） - 医薬品の研究開発・製造・販売等

本社所在地はインドのグルガオン。1937 年シン兄弟が始めた塩野義製薬の販売代理店から発展し、1961 年に発足したインド最大の製薬会社。ジェネリック医薬品（ノーブランド）製造で国際的な価格競争力を持つ。世界 7 ヶ国で製造し、100 ヶ国以上で販売。2008 年 6 月 10 日、同社CEOのマルビンダー・シン（当時）が過半数の株式売却に合意し子会社に。2008 年 11 月時点では、第一三共が 63.92%の株式を保有する。

1.1.3 会社沿革

2005 年 2 月	三共株式会社及び第一製薬株式会社（以下、「両社」）が、株式移転により完全親会社である共同持株会社を設立し、両社がその完全子会社となる経営統合に基本合意
2005 年 5 月	両社の取締役会で第一三共株式会社設立を決議し、経営統合契約を締結
2005 年 6 月	両社の定時株主総会において第一三共株式会社設立を承認
2005 年 9 月	第一三共株式会社設立。 東京証券取引所、大阪証券取引所及び名古屋証券取引所各市場第一部に株式を上場
2005 年 12 月	第一三共ヘルスケア株式会社を設立

20068 年 3 月　米国において三共ファルマ Inc.（存続会社）と第一ファーマ・ホールディングス Inc.、第一ファーマシューティカル Corp.及び第一メディカル・リサーチ Inc.が合併、第一三共 INC.に商号変更

2006 年 4 月　ゼファーマ株式会社の全株式をアステラス製薬株式会社より取得

2006 年 7 月　欧州において三共ファルマ GmbH（含グループ各社）の商号を、第一三共ヨーロッパ GmbH（グループ）に変更

2007 年 4 月　第一三共株式会社が三共株式会社及び第一製薬株式会社を吸収合併

2007 年 4 月　第一三共ヘルスケア株式会社がゼファーマ株式会社を吸収合併

2008 年 11 月　ランバクシー・ラボラトリーズ Ltd.の株式取得により同社グループを子会社化

・三共株式会社

1899 年創業。初代の会長はアドレナリンの抽出に成功したことで世界的に知られる高峰譲吉。法人設立は1913 年。スローガン「CARE & CURE（ケアー&キュアー）で人と向き合う」（2001 年3 月 1 日に制定した）。2005 年 4 月にアステラス製薬（山之内製薬、藤沢薬品工業が合併）を抜き、武田薬品工業に次ぐ業界 2 位となった。2005 年9 月、第一製薬と持株会社方式で経営統合。共同持株会社として「第一三共株式会社」を設立。2007 年4 月に第一製薬ともども第一三共に完全統合した。合併前の売上は約 6000 億円であった。

・第一製薬株式会社

1915 年創業。スローガンは創業 70 周年記念時に制定された「いのち、ふくらまそう。」。本社所在地は東京都中央区日本橋 であった。 第一製薬の前身「アーセミン商会」は 1915 年に設立された。前年に始まった第一次世界大戦のため、海外からの医薬品の輸入が途絶えた。とりわけ深刻だったのは、梅毒の特効薬とされていた「サルバルサン」（Salvarsan, ドイツ・ヘキスト社商標・一般名）だった。サルバルサンはドイツの細菌学者パウル・エールリヒが、留学していた泰佐八郎の協力を得て開発した薬剤である。2005 年9 月 28 日、三共と持株会社方式で経営統合。2005 年 4 月に業界 2 位となったアステラス製薬（山之内製薬と藤沢薬品工業が合併）を抜き、武田薬品工業に次ぐ業界 2 位となった。共同持株会社として「第一三共株式会社」を設立。2007 年4 月に三共ともども第一三共に完全統合した。合併前の売上は焼く 3000 億円であった。

・大衆薬（**OTC**）部門

三共、第一製薬の合併に伴い、それぞれの OTC 部門は分離され、第一三共ヘルスケアが設立された。2006 年 4 月には藤沢薬品工業と山之内製薬の OTC 部門切り離しによって誕生したゼファーマを買収し、OTC 業界で大正製薬に次ぐ業界 2 位に躍り出た（2008 年 2 月時点）。OTC 業界は、売上 1700 億円の大正製薬を筆頭に、武田薬品、ロート製薬、

エスエス製薬、ライオンなどが 500 億円程度で二番手グループを形成しており、第一三共ヘルスケアはその二番手グループの一角を担う。

1.2　業績分析

第一三共株式会社（以下：第一三共）の業績分析を行うにあたり、国内医薬品メーカーでトップの座を争う武田薬品工業株式会社（以下：武田）と比較することによって、第一三共の優位性や問題点を明らかにしていく。

武田薬品工業株式会社の概要は、以下の通りである。
　商号：武田薬品工業株式会社
　創業：1781 年　（天明元年）　6 月 12 日
　設立: 1925 年　（大正 14 年）　1 月 29 日
　本社所在地：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
　代表取締役社長：代表取締役社長 長谷川 閑史
　資本金：635 億円
　売上高：14,660 億円
　主な事業：医薬品、医薬部外品等の製造・販売・輸出入
　従業員数：6,566 名 (単体)
　　（連結従業員数：19,654 人　2010 年 3 月 31 日現在）

1.2.1 業績概要

第一三共は 2008 年度に売上高、利益で落ち込みが見られたが、2009 年度にはやや復調傾向にある。一方武田は、2008 年度に最高の売上であったが、2009 年度には減少がみられる。利益面では 2008 年度に大幅な落ち込みのあと 2009 年度には復調傾向にある。研究開発費では、第一三共は増加傾向にあるが武田は 2009 年度に大幅に減少している。

1.2.2 財務諸表分析

連結貸借対照表および損益計算書にもとづいて､次の項目について経営分析を行う｡なお、比較対象として武田薬品の結果をグラフに記載する。
(1) 安全性 (2) 収益性　(3) 成長性　(4) 生産性　(5) 効率性　(6)その他

1.2.2.1安全性

安全性について、以下の 5 つの指標を算出し、分析を行った。
・「流動比率」＝流動資産（当座資産＋棚卸資産＋短期貸付金＋前渡金＋前払費用+繰延栄金資産+未収金＋未収収益）÷ 流動負債×100%

短期の負債に対する企業の支払い能力を見るための指標であり、一般に 100%以上が望ましいとされている。第一三共は、2009 年 3 月期に 150%台に落ち込んだ以外、300%台を安定して維持しており問題ない。

・「当座比率」＝当座資産（現金・預金＋受取手形＋売掛金＋有価証券－貸倒引当金）÷流動負債×100%

短期の負債に対する企業の支払い能力を見るための指標であり、危険水準 50%とされている。第一三共は 2009 年 3 月期に 100%に落ち込んだ以外、2006 年 3 月期から 200%を超過しており問題ない。

・「固定比率」＝固定資産(有形＋無形（各種法律上の権利＋ソフトウェア＋のれん）＋投資その他の資産)÷株主資本×100%

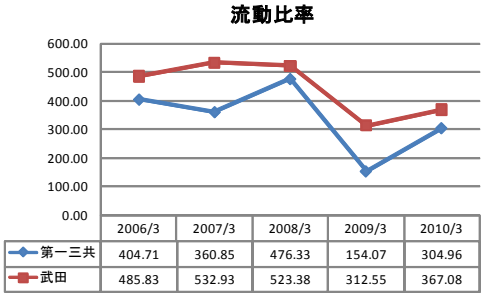
固定資産がどの程度自己資本でまかなわれているのかをみるための指標である。固定資産は、1 年以上にわたり使用される資産であることから、この調達源泉は、返済期限のない株主資本で賄うのが、安全な財務措置といえる。よって、この指標は、低ければ低いほど好ましく、固定資産投資が純資産の範囲内（100%以下）であれば、資金繰りの面で安全と言える。第一三共はインドランバクシー社の買収以降、のれん代が跳ね上がりそれまでの 50%前後の推移から 70～80%へと増加している。

・「固定長期適合率」＝固定資産÷（株主資本＋固定負債）×100%

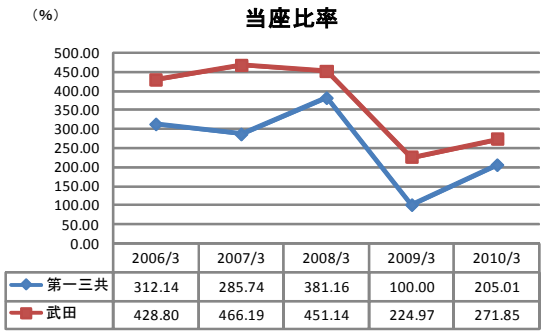
固定資産のうち、どの程度が自己資本と長期の借入金で賄われているかを示す指標である。固定資産は事業の用に供し事業から得られる収益で回収がなされていくものであることから、長期性の資金ですべて賄われている必要がある。この指標が 100%以上となった場合は、固定資産の維持調達について流動負債にも依存していることを示すことから、相当に資金繰りが厳しい状態と考えられる。第一三共は 30～50%を推移しており問題ない。

・「自己資本比率」＝自己資本÷使用総資産×100%

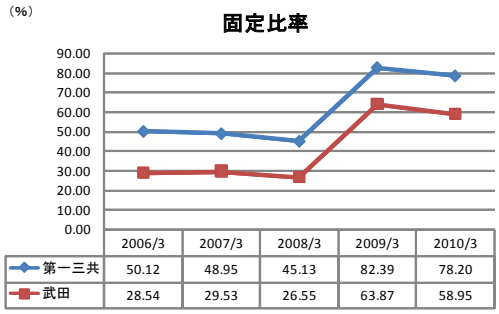
自己資本と他人資本を合わせた使用総資産に対する自己資本の割合をいう。自己資本は純資産とも呼ばれ、企業のバランスシート上で資本金、法定準備金、剰余金などから構成される。上記の項目からわかるように、自己資本は他人資本とは異なって返済義務がなく、配当金支払いも金利支払いとは異なって、業績に応じて弾力的に行えるなど、企業経営にとって安定的かつ好都合な資金源である。したがって総資本に対する自己資本の割合が大きい、すなわち自己資本比率が高いほど企業経営の安全度が高いということになる。たとえ他人資本に相当する金額の資産を喪失したとしても、他人資本と同額の資産が保持されるという観点から、50%以上が良好と判断されるための目安とされている。第一三共は、インドランバクシー社の買収により有利子負債（短期借入金）が積み上がっており、自己資本比率もそれまでの 80%前後から 50%代に低下した。



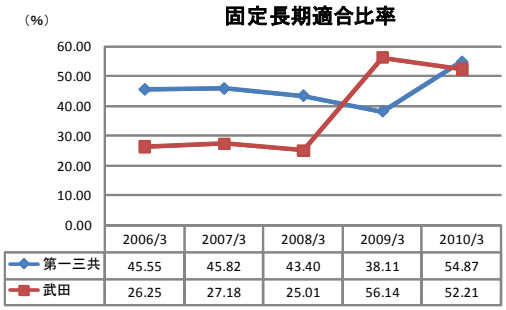
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	404.71	360.85	476.33	154.07	304.96
武田	485.83	532.93	523.38	312.55	367.08



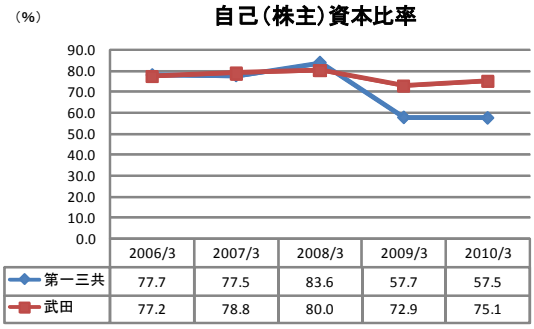
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	312.14	285.74	381.16	100.00	205.01
武田	428.80	466.19	451.14	224.97	271.85



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	50.12	48.95	45.13	82.39	78.20
武田	28.54	29.53	26.55	63.87	58.95



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	45.55	45.82	43.40	38.11	54.87
武田	26.25	27.18	25.01	56.14	52.21



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	77.7	77.5	83.6	57.7	57.5
武田	77.2	78.8	80.0	72.9	75.1

1.2.2.2 収益性

収益性について、以下の 6 つの指標を算出し、分析を行った。

・「売上高利益率」は、売上高とそれぞれの利益の比率で表される。

・「売上高総利益率（粗利率）」＝（売上高－売上原価）÷ 売上高×100%

商品または製品の販売額とその原価との差額であり、企業の利益の源泉である。したがって売上高総利益率は、一般に企業が販売している商品または製品の商品力（価格優位性、市場競争力など）や、企業が採用している価格戦略を示す。第一三共は、2010 年に若干下げ傾向にあるが 60-70%を推移しており、大きな問題はない。

・「売上高営業利益率」＝営業利益÷売上高×100%

営業利益は、売上高から売上原価・販売費および一般管理費を差し引いたものであり、会社本来の営業活動から生じた利益である。この比率を同業他社と比較することによって、販売活動や管理活動の効率性を知ることができる。また販売費の内容、例えば広告宣伝費や販売手数料（リベート）などの金額を分析することによって、マーケティング戦略の違いなども把握することができる。もし売上高総利益率が減少していないにも関わらず、売

上高営業利益率が減っているならば､販売費および一般管理費に原因がある｡第一三共は、2008 年にいったん上昇したがそ、その後、減少傾向にある。

・「売上高経常利益率」＝経常利益（営業利益（営業損失）＋営業外収益－営業外費用）÷売上高×100％

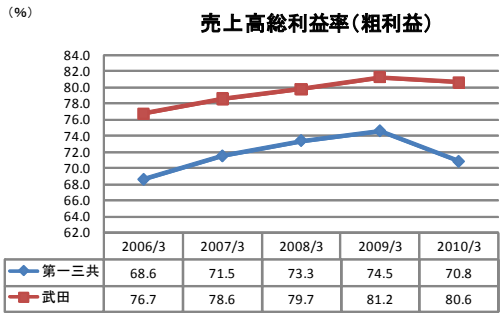
売上高経常利益率は、高ければ高いほどよい。ただし、営業利益の前後は注意して見る必要がある。営業利益まではよくても、借入金の利子の支払いが大きく、経常利益のところで低くなる会社がある一方、営業利益はそれほどよくないのに、株の配当などが大きいために経常利益が大きくなっているといった会社もあるからである。経常利益は、会社本来の営業活動から生じた利益に、資産運用・資金調達等に付随する営業外の金融収支を加えたものであり、会社の通常の状態であげた利益といえる。第一三共は、2008 年にいったん下落したがそ、その後、復調傾向にある。

・「売上高純利益率」＝当期純利益÷売上高×100%

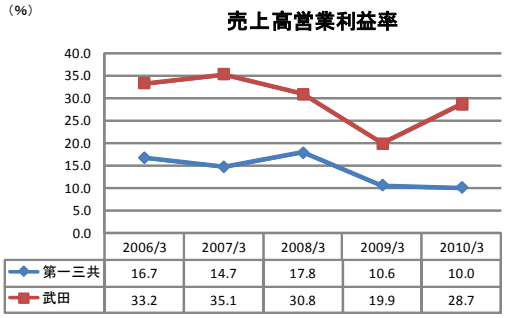
2008 年度に大幅な収益の落ち込みが見られる。この年に子会社化したランバクシーの寄与はあったものの、為替変動の影響に加え前期連結会計年度の実績に欧州子会社の決算期変更による売上高が加算されていること等の要因により、2008 年度に大幅減収となった。さらに、欧米における新製品投入の基盤強化や販売送信費等の拡大、研究開発費の拡大等が影響し、営業利益は大幅な減益となったことにより、収益が悪化した。また、ランバクシーに係るのれんを特別損失として 3513 位億円 900 万円償却している。

・「ROE」＝当期純利益÷ 自己資本（株主資本＋評価・換算差額等）×100%

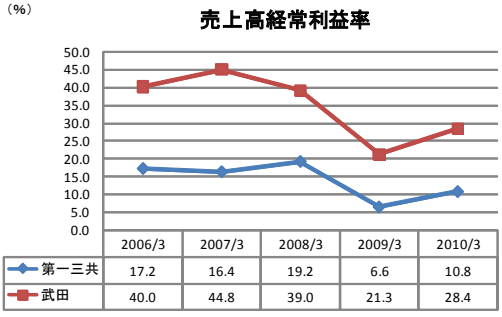
自己資本に対する純利益の比率を、企業の自己資本（株主資本）に対する当期純利益の割合のことを ROE（＝自己資本利益率）と呼ぶ。米国では株主構成に機関投資家が増加し、これらの投資家が「投下した資本に対し、企業がどれだけの利潤を上げられるのか」という点を重視したことも背景となって、最も重要視される財務指標である。企業は、株主資本（自己資本）と他人資本（負債）を投下して事業を行い、そこから得られた収益の中から、他人資本には利子を支払い、税金を差し引いて最後に残った税引利益が株主に帰属する。したがって、自己資本利益率は、株主の持分に対する投資収益率を表すことになる。そのため､経営者が株主に対して果たすべき責務を表した指標と見ることができる｡また、それは株主に帰属する配当可能利益の源泉となるものであり、配当能力を測定する指標として使われる｡自己資本収益率は株式の投資尺度としても重要である｡自己資本利益率は、EPS（一株当たり利益）÷BPS（一株当たり純資産）と考えることも出来る。ここで、BPS（一株当たり純資産）が所与とすれば、自己資本利益率を高めることは EPS（一株当たり利益）の上昇につながり、将来的な企業利益上昇の期待から株価上昇につながる（企業の将来価値を金利等で割り引いた、企業の現在価値の上昇につながる)。第一三共は、2008 年にランバクシーに係るのれんを特別損失として 3513 位億円 900 万円償却し､純損失が 2100 億円を超えたことから、大幅な低下がみてとれる。第一三共は、2006 年をピークに年々低下傾向がみてとれる。



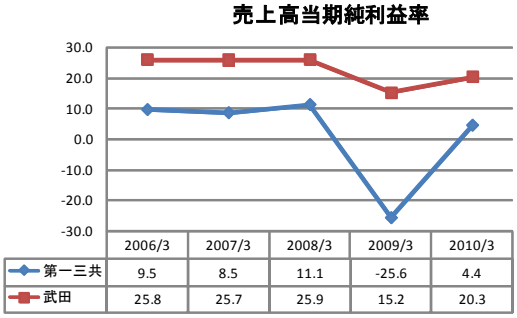
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	68.6	71.5	73.3	74.5	70.8
武田	76.7	78.6	79.7	81.2	80.6



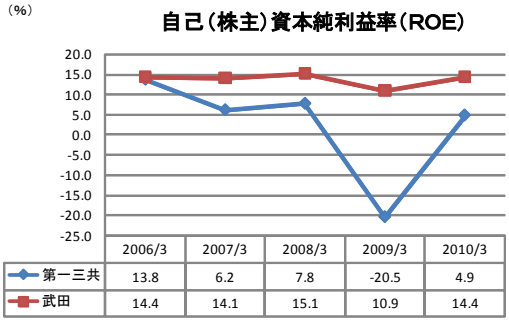
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	16.7	14.7	17.8	10.6	10.0
武田	33.2	35.1	30.8	19.9	28.7



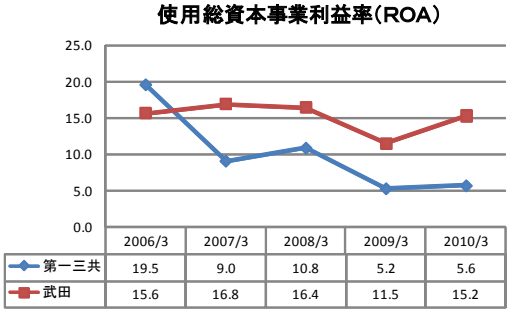
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	17.2	16.4	19.2	6.6	10.8
武田	40.0	44.8	39.0	21.3	28.4



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	9.5	8.5	11.1	-25.6	4.4
武田	25.8	25.7	25.9	15.2	20.3



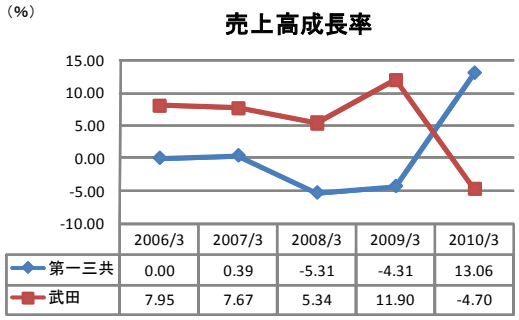
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	13.8	6.2	7.8	-20.5	4.9
武田	14.4	14.1	15.1	10.9	14.4

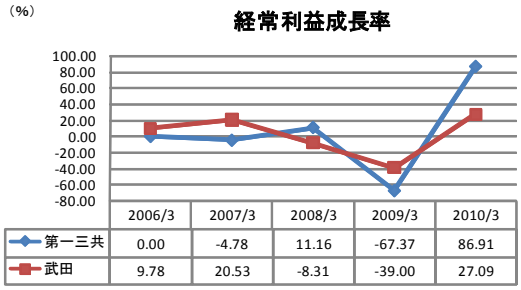


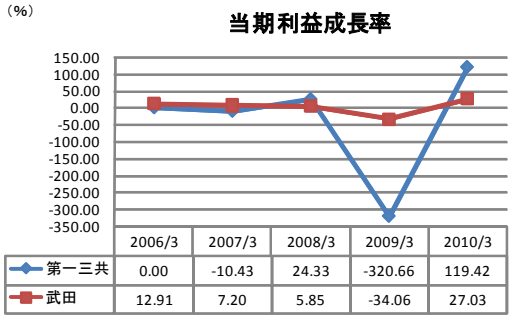
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	19.5	9.0	10.8	5.2	5.6
武田	15.6	16.8	16.4	11.5	15.2

1.2.2.3 成長性

成長性について、以下の 3 つの指標を算出し、分析を行った。2009 年度に大幅な「売上高成長率」、「経常利益成長率」および「当期利益成長率」のいずれも、2010 年度 3 月期に回復基調を示す。前連結会計年度に比べ円高傾向で推移したもののランバクシーの売上高 1465 億の寄与により、売上高は 9521 億円となり、大幅な増加を見せる。さらに利益率も売上高の増加により、営業利益、経常利益ともに上昇傾向にある。







1.2.2.4 生産性

生産性について、以下の 10 指標を算出し、分析を行った。第一三共は、医薬品事業における従業員数が平成 21 年 3 月期までの 1 年間において、13,611 人増加しているが、この主な理由は、ランバクシーの株式取得に伴い、同社および同社の連結子会社 53 社が連結会社になったことによる。これにより、生産性は全般的に低下傾向にある。人件費の増加に伴い、労働分配率は上昇している。自己資本分配率は、純利益の増減の動きにひきづられた推移を示している。

・「労働生産性」＝付加価値÷従業員数×100%

生産性分析の一指標であり、従業員一人当りの付加価値額を示す。労働生産性の伸び率が平均人件費の伸び率を上回るように経営していく必要がある。

・「付加価値」＝経常利益＋人件費＋金融費用＋租税公課＋減価償却費

企業は生産活動や販売活動などを通じて利益を上げるばかりでなく、人材を雇用したり、税負担や金利負担を賄ったりすることで社会的にさらに貢献している。これらは企業が存在しなければ生み出されない価値であり、利益にこれらの要素を加味することで企業が存在することで生み出す価値を明確にしている。付加価値に占める人件費の割合を労働分配

率、租税公課の割合を租税分配率、それら以外の割合を資本分配率という。

・「使用総資本投資効率」＝付加価値額÷純資産×100%

資産が生みだす付加価値額を表し、資産効率を評価する総合的な指標。使用総資本回転率と営業利益およびその他の付加価値の売上高に対する率が高ければ使用総資本投資効率が高くなる。資産効率の観点からは、少ない資産でより多くの付加価値を生み出す方が好ましい。しかし、その他の付加価値はコストであるため、過度の付加価値は、必ずしも収益性の観点からは好ましくないことに留意が必要である。

・「労働装備率」＝有形固定資産÷従業員数×100%

一般的に、労働装備率は高ければ高いほど設備の技術水準が高く、労働生産性も向上するといわれている。

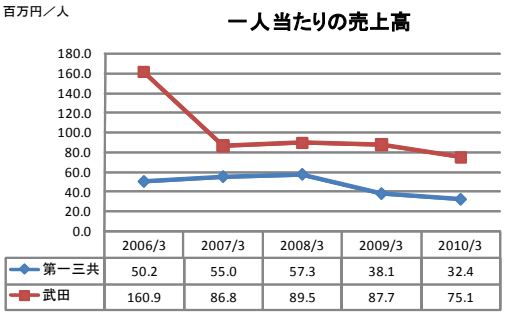
・「売上高付加価値率」＝付加価値÷売上高×100%

売上高付加価値率とは、生産性分析の一指標であり、企業の付加価値額を売上高で割ったもの。企業が生み出すモノやサービスの加工度を示す。

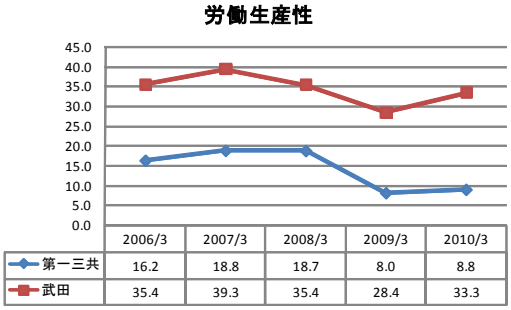
・「労働分配率」＝人件費÷付加価値×100（%）

大きければ人件費への負担が重く、小さければ負担が軽いことを表している。会社の規模や業種によって労働分配率の目安は変わってくるものの、経営分析などを把握する上では重要な数字となる。統計上、赤字を出している企業の大半が労働分配率 50%を超えているというデータがあるため、50%を超えて且つ赤字であれば、早急にその要因を突き止める必要があるとされている。

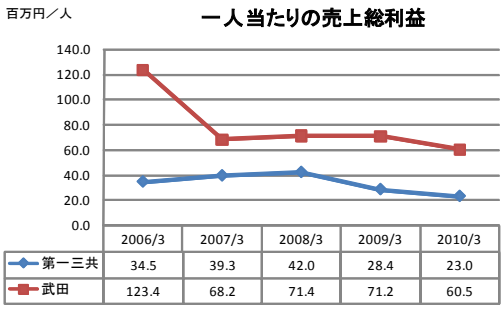
・「自己資本分配率」＝当期純利益÷付加価値×100（%）



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	50.2	55.0	57.3	38.1	32.4
武田	160.9	86.8	89.5	87.7	75.1



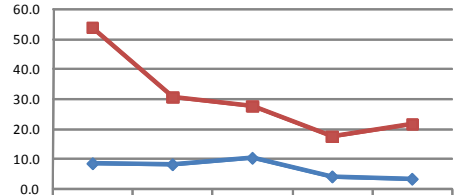
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	16.2	18.8	18.7	8.0	8.8
武田	35.4	39.3	35.4	28.4	33.3



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	34.5	39.3	42.0	28.4	23.0
武田	123.4	68.2	71.4	71.2	60.5

百万円／人

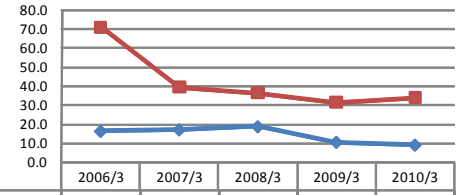
一人当たりの営業利益



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	8.4	8.1	10.2	4.0	3.3
武田	53.5	30.5	27.6	17.5	21.5

百万円／人

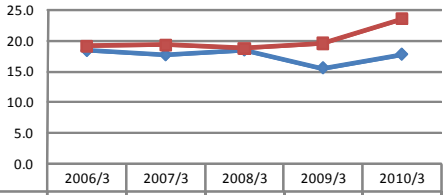
一人当たりの付加価値



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	16.2	17.0	18.7	10.4	9.0
武田	70.9	39.2	36.2	31.3	33.6

（%）

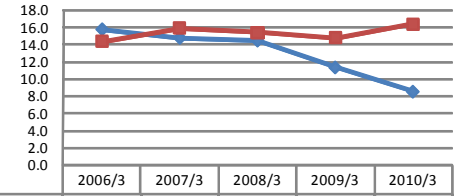
使用総資本投資効率



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	18.3	17.6	18.4	15.5	17.7
武田	19.1	19.3	18.8	19.6	23.5

百万円／人

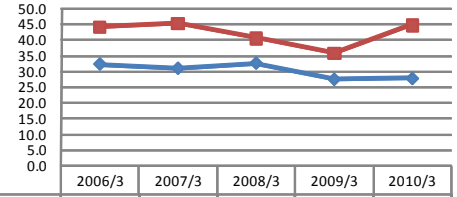
労働装備率



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	15.7	14.7	14.4	11.3	8.5
武田	14.3	15.9	15.4	14.7	16.3

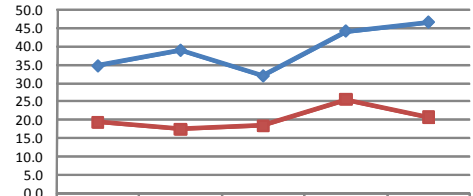
（%）

売上高付加価値率



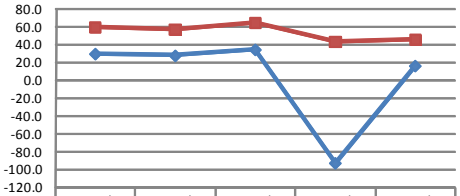
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	32.3	31.0	32.6	27.4	27.7
武田	44.1	45.2	40.5	35.7	44.7

労働分配率



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	34.6	38.8	31.9	44.0	46.4
武田	19.2	17.4	18.2	25.4	20.6

自己（株主）資本分配率

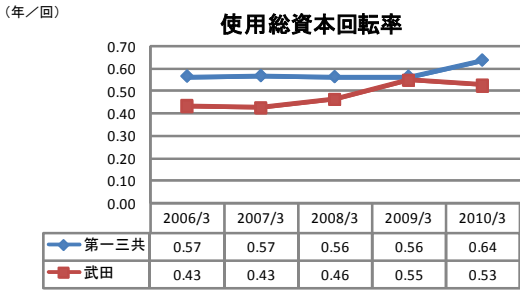


	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	29.3	27.3	34.0	-93.2	15.9
武田	58.7	56.9	63.9	42.7	45.5

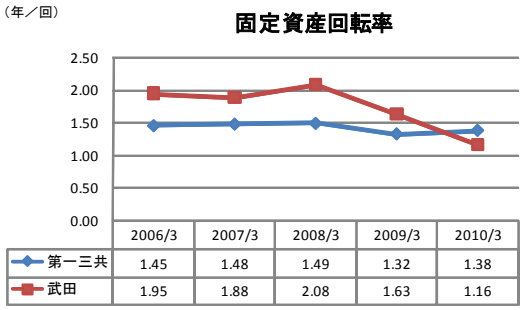
1.2.2.5 効率性

効率性について、以下の 8 つの指標を算出し、分析を行った。

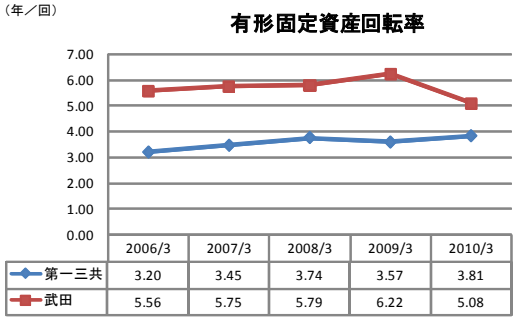
・「使用総資本回転率」は、企業の総資本の利用効率を表す指標であり、1 回が効率性の目安となる。第一三共は 1 回以上回転しており、問題ない。その他の指標についても大きな問題はない。



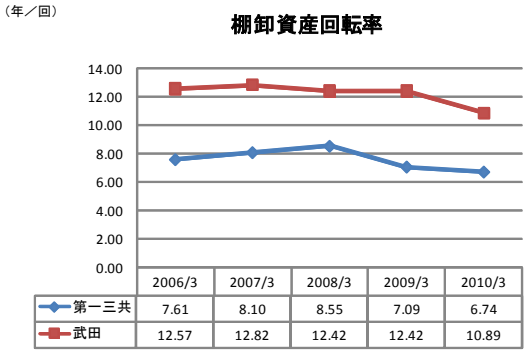
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	0.57	0.57	0.56	0.56	0.64
武田	0.43	0.43	0.46	0.55	0.53



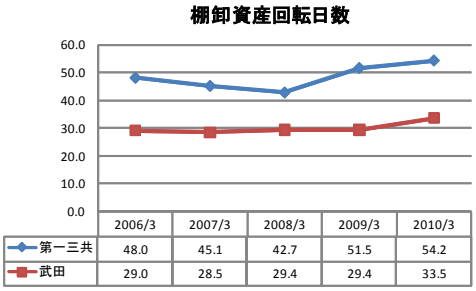
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	1.45	1.48	1.49	1.32	1.38
武田	1.95	1.88	2.08	1.63	1.16



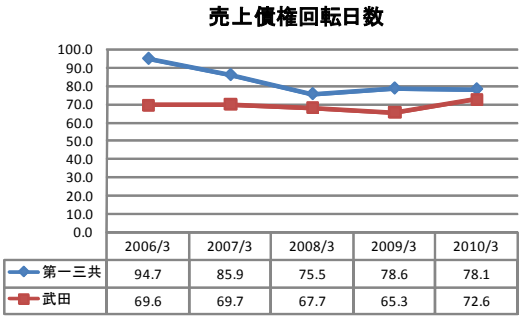
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	3.20	3.45	3.74	3.57	3.81
武田	5.56	5.75	5.79	6.22	5.08



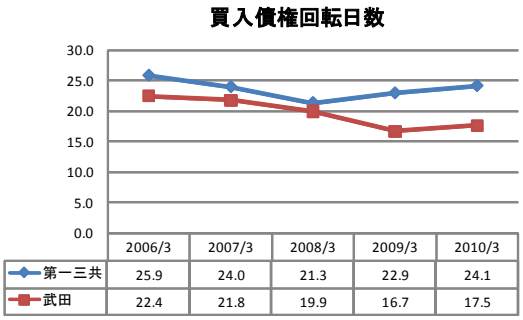
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	7.61	8.10	8.55	7.09	6.74
武田	12.57	12.82	12.42	12.42	10.89

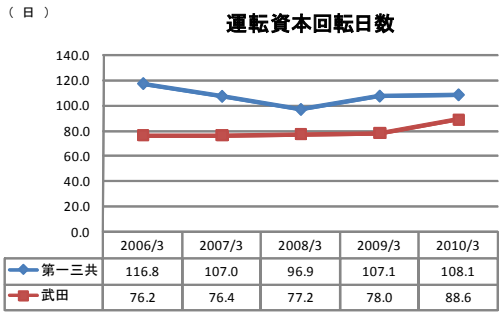


	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	48.0	45.1	42.7	51.5	54.2
武田	29.0	28.5	29.4	29.4	33.5



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	94.7	85.9	75.5	78.6	78.1
武田	69.6	69.7	67.7	65.3	72.6



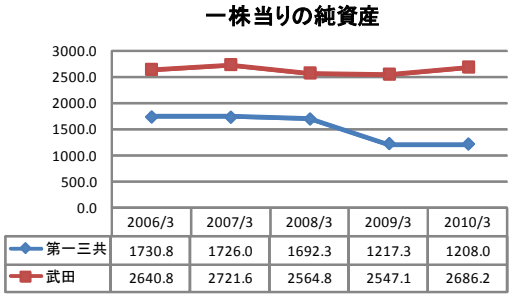


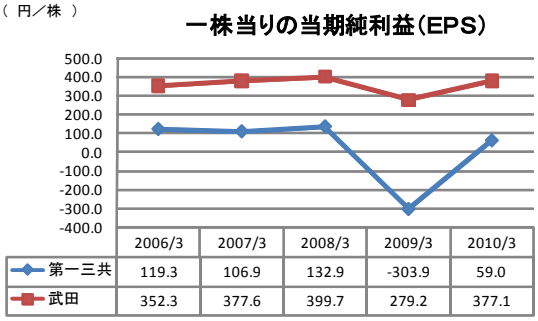
1.2.2.6 その他

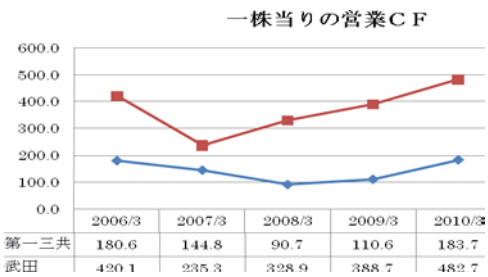
上記の他、次の 5 つの指標を算出し、分析を行った。

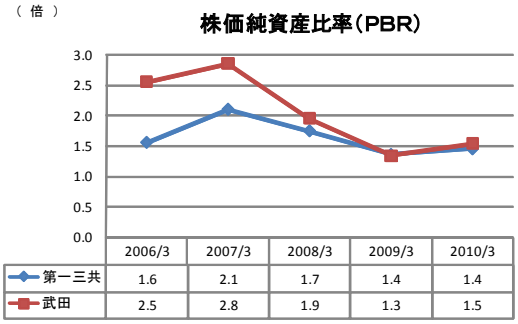
・「1 株当たりの純資産」「1 株当たりの当期純利益（EPS）」は、直近 5 年間武田が第一三共を上回っている。

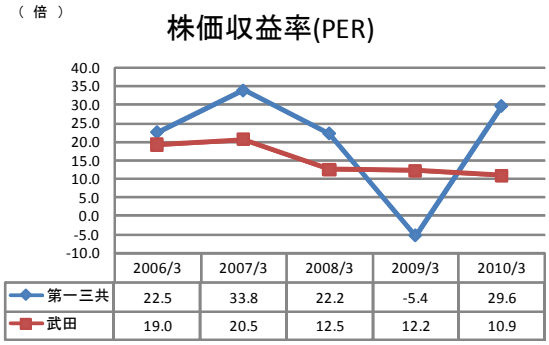
・「株価収益率（PER）」は、第一三共が 2009 年 3 月期に利益が大きくマイナスになった翌年 V 字に回復している。



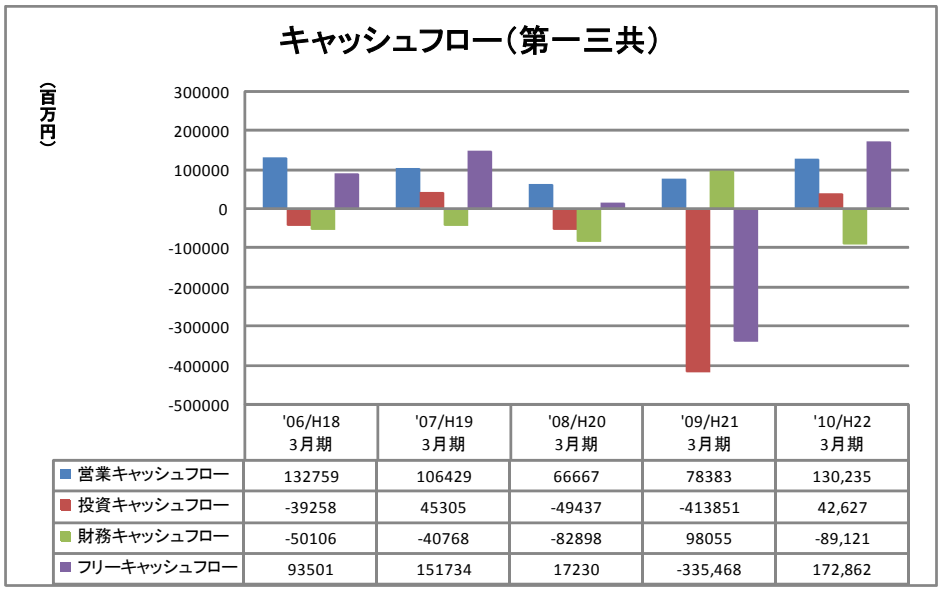


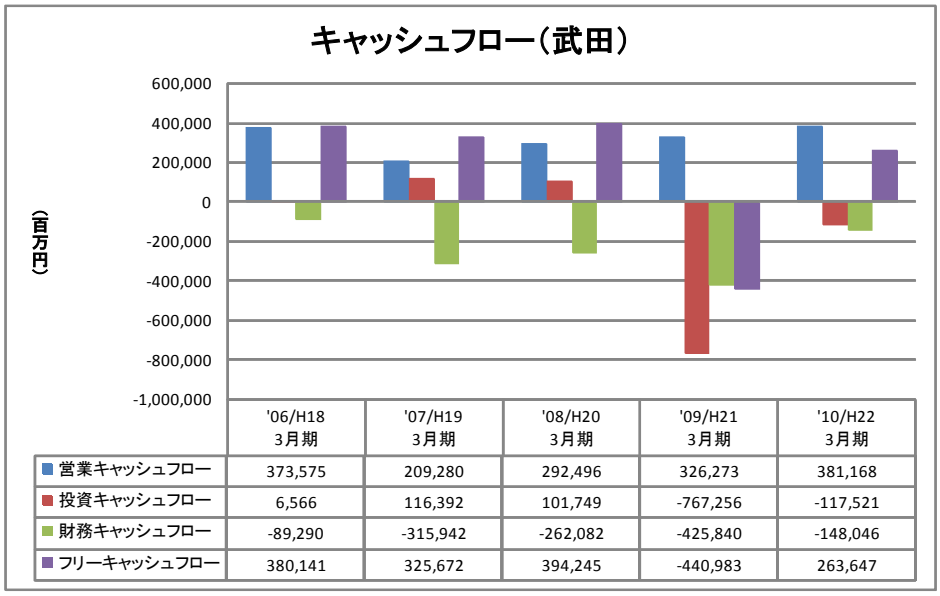






1.2.2.7 営業キャッシュフローマージン





	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
営業キャッシュフロー	373,575	209,280	292,496	326,273	381,168
投資キャッシュフロー	6,566	116,392	101,749	-767,256	-117,521
財務キャッシュフロー	-89,290	-315,942	-262,082	-425,840	-148,046
フリーキャッシュフロー	380,141	325,672	394,245	-440,983	263,647

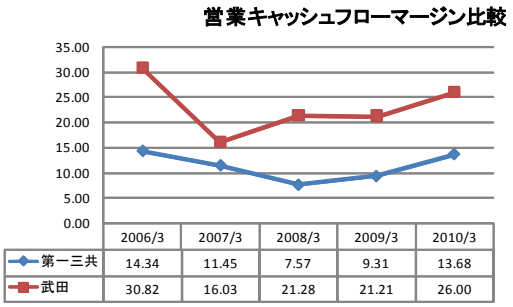
営業キャッシュフロー　：営業活動から生じたキャッシュフロー。プラスでなければ将来投資が非常に難しい。
投資キャッシュフロー　：設備投資などへの投資と投資回収の状態を表す。投資キャッシュフローのマイナスが営業キャッシュフローのプラスの範囲内に収まることが目安。
財務キャッシュフロー　：財務上のキャッシュフロー。短期借入金の増減、社債発行償還、株式の発行と自己株式の取得よる資金の支出配当金の支払いなど。
フリーキャッシュフロー：自由に使えるキャッシュ。営業キャッシュフロー＋投資キャッシュフローで算出している。

営業キャッシュフロー：本業での儲けを示す営業キャッシュフローは、第一三共は 2008 年 3 月期に要因適正化や機能子会社への転籍に伴う退職金未払額の支払いが行われるなど未払金及び未払費用が 540 億 5600 万円減少したことにより落ち込んだ後、上昇傾向となっている。投資キャッシュフロー：第一三共は 2009 年 3 月期に U3 ファーマ UG およびランバクシー株式取得のための支出に加え、非医薬品事業の自立化に伴う子会社株式の譲渡収入が前年度と比較して縮小したことなどにより、大幅な支出となった。財務キャッシュフロー：第一三共は 2009 年 3 月期を除きマイナスで推移している。これは借入金の返済と配当、自己株式の取得などによるものと考えられ、財務の健全化及び株主還元を重視している姿勢が見て取れる。2009 年 3 月期は、ランバクシーの株式取得のための借入により、プラスとなった。キャッシュフローについては、2009 年 3 月期に U3 ファーマ UG およびランバクシー株式取得のため低下した以降、緩やかに増加傾向にある。子会社からの売上が加わり本業の儲けを示す営業キャッシュフローが安定してきたことと、2009 年 3 月期のような大規模投資がなくなったことによるもので、経営が軌道に乗り出していることがうかがえる。

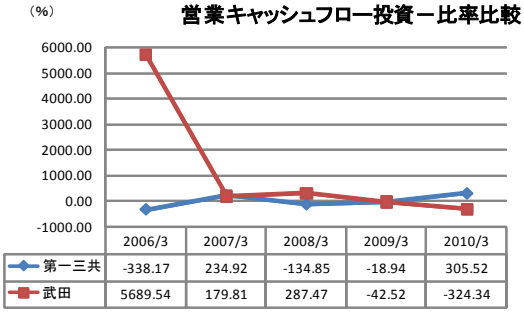
1.2.2.8 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

「営業キャッシュフローマージン」:売上高に対するキャッシュフローの割合を示しており、

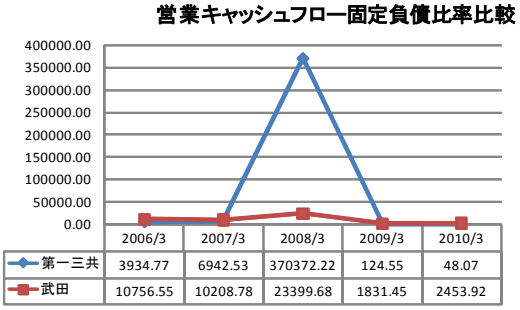
キャッシュをベースとした収益率を表している。第一三共は、2007 年 3 月期を除き、7%をこえており収益率は悪くない。「営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率」：第一三共は、2008 年 3 月期と 2009 年 3 月期を除き、100%を超えており、営業キャッシュフローの範囲内で安定した投資を行っている。それに対し、武田は 100%程度もしくは 100%を切った数値を示しており、投資を優先した状態にある。「営業キャッシュフロー固定負債比率」：第一三共は、2006 年 3 月期と 2007 年 3 月期を除き、69～131%と比較的高い数値を示しており、固定負債返済能力の高さを示している。それに対し、武田は 40%未満と低い数値を示している。「1 株当たり営業キャッシュフロー比較」：第一三共は営業キャッシュフローの変動から上下変動が大きい。それに対し、武田は緩やかな上昇傾向にある。



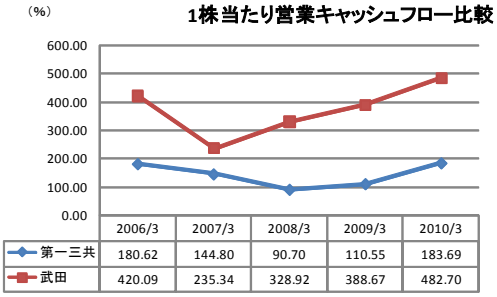
	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	14.34	11.45	7.57	9.31	13.68
武田	30.82	16.03	21.28	21.21	26.00



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	-338.17	234.92	-134.85	-18.94	305.52
武田	5689.54	179.81	287.47	-42.52	-324.34



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	3934.77	6942.53	370372.22	124.55	48.07
武田	10756.55	10208.78	23399.68	1831.45	2453.92



	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3
第一三共	180.62	144.80	90.70	110.55	183.69
武田	420.09	235.34	328.92	388.67	482.70

1.2.2.9 課題と問題点

第一三共は、ランバクシーへの投資により、新興国への営業基盤の獲得と海外の製造拠点の利用による原価低減、治験費用の削減といった効果が期待できるものの、買収費用が企業価値に見合わないほど高額であったため、有利子負債が積みあがったため、新たな M&A が困難になっている。また、アメリカ食品医薬品局（FDA）が、インドの 2 つの工場に対し対米輸出を禁止したことにより、ランバクシーの株価が下落し、それに伴い、第一三共の株価も下落しており、2008 年度に特別損失 3450 億円を計上した。

1.2.3 企業価値分析

1.2.3.1 経済付加価値(EVA)および投下資本収益性(ROIC)の算出

(資料 1.2.3.1)第一三共の EVA および投下資本収益率(ROIC)

（単位：百万円）

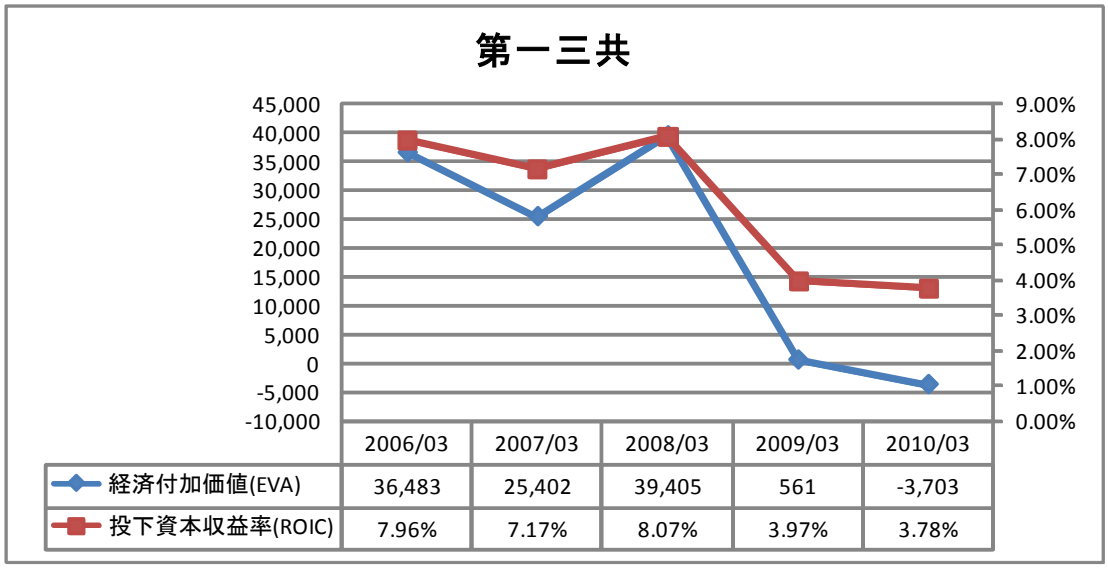
	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03
経済付加価値(EVA)	36,483	25,402	39,405	561	−3,703
投下資本収益率(ROIC)	7.96%	7.17%	8.07%	3.97%	3.78%
■EVA算出要素					
税引き後営業利益(NOPAT)	102,591	91,650	100,370	47,257	43,409
資本コスト	66,108	66,248	60,965	46,695	47,112
加重平均資本コスト(WACC)	5.13%	5.18%	4.90%	3.92%	4.11%
負債コスト(re)	3.70%	1.86%	2.51%	1.17%	1.85%
自己(株主)資本比率	99.1%	99.6%	100.0%	78.1%	81.0%
簿価有利子負債(D)	16,921	10,093	86	327,279	290,911
株主資本コスト(rd)	5.15%	5.20%	4.90%	4.83%	4.86%
簿価投下資本	1,289,069	1,278,749	1,243,962	1,190,330	1,147,425
■計算式要素					
時価株主資本(E)	1,973,505	2,653,391	2,164,608	1,168,451	1,238,643
対指数β値	0.706	0.706	0.706	0.706	0.706
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
リスクフリーレート	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%	1.329%
法定実効税率	35.90%	37.90%	40.50%	40.50%	51.40%

(資料 1.2.3.1.2)武田の EVA および投下資本収益率(ROIC)

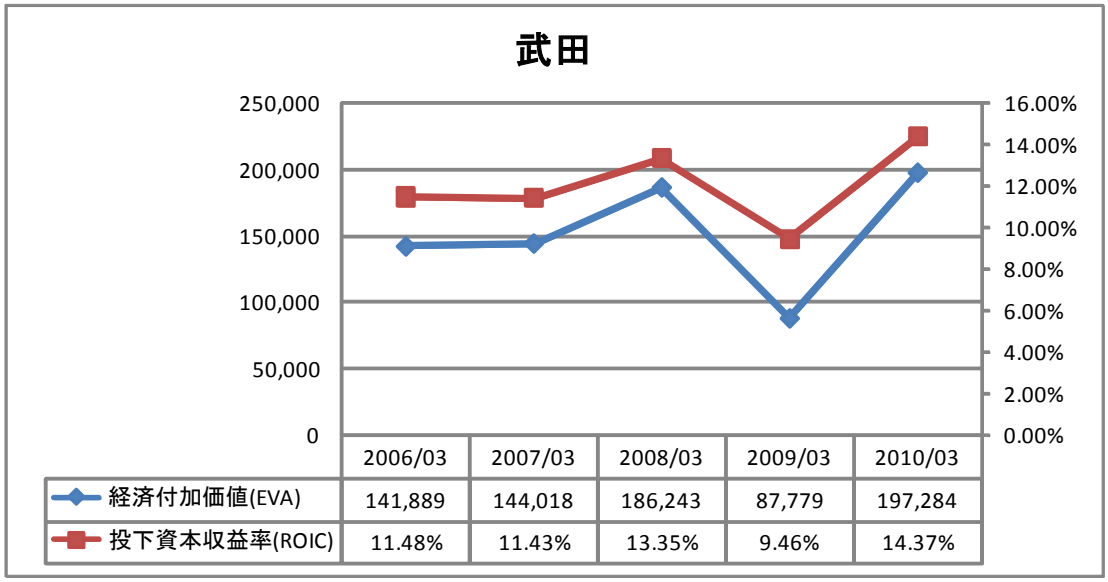
（単位：百万円）

	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03
経済付加価値(EVA)	141,889	144,018	186,243	87,779	197,284
投下資本収益率(ROIC)	11.48%	11.43%	13.35%	9.46%	14.37%
■EVA算出要素					
税引き後営業利益(NOPAT)	270,515	277,447	305,183	192,487	307,838
資本コスト	128,627	133,429	118,940	104,709	110,555
加重平均資本コスト(WACC)	5.46%	5.50%	5.20%	5.15%	5.16%
負債コスト(re)	8.18%	3.10%	5.73%	11.65%	6.46%
自己(株主)資本比率	99.9%	99.9%	99.9%	99.1%	99.4%
簿価有利子負債(D)	8,919	7,011	4,611	23,228	21,039
株主資本コスト(rd)	5.46%	5.50%	5.21%	5.13%	5.16%
簿価投下資本	2,357,348	2,427,256	2,285,394	2,034,593	2,142,211
■計算式要素					
時価株主資本(E)	5,967,018	6,874,076	4,437,469	2,684,865	3,249,476
対指数β値	0.767	0.767	0.767	0.767	0.767
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
リスクフリーレート	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%	1.329%
法定実効税率	38.10%	46.10%	37.10%	40.50%	27.80%

(資料 1.2.3.1.3)EVA/ROIC 推移



	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03
経済付加価値(EVA)	36,483	25,402	39,405	561	-3,703
投下資本収益率(ROIC)	7.96%	7.17%	8.07%	3.97%	3.78%



	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03
経済付加価値(EVA)	141,889	144,018	186,243	87,779	197,284
投下資本収益率(ROIC)	11.48%	11.43%	13.35%	9.46%	14.37%

(資料 1.2.3.1.4)EVA･ROIC 計算 データ入手方法

簿価有利子負債・・・D	短期借入金＋長期借入金＋社債
時価株主資本・・・E	株価×発行済株式数
負債資本コスト・・・Rd	支払利息/[期中平均有利子負債](短期借入金＋長期借入金＋社債)
無リスク利子率	一般に10年物国債応募者利回りを使用 http://www.iicp.co.jp/library/debt.html
株式ベータ	β値はTOPIXの月別データと株価の月別データとの１年間の平均最小二乗法により算出
ﾏｰｹｯﾄ・ﾘｽｸ・ﾌﾟﾚﾐｱﾑ	企業価値評価第三版253頁に基づき、5%で固定する
株主資本コスト・・・Re	無リスク利子率＋β値×リスクプレミアム
加重平均資本コスト(WACC)	D/(D+E) ×Rd ＊（1-法定実効税率）＋ E/(D+E) ＊Re
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）
資本費用	簿価投下資本×加重平均資本コストWACC
税引後事業利益 (Net Operating Profit After Tax)	(営業利益＋受取利息＋受取配当金)×(1－法定実効税率)
経済付加価値(EVA)	NOPAT-資本費用
発行済株式数	有価証券報告書　「株式等の状況」
株価	Yahoo Financeにより期末日株価の終値
法定実効税率	国内法定実効税率（外形標準対象企業）としてセブン＆アイホールディングスは40.7%、イオンは40.3%を使用

1.2.3.2 経済付加価値(EVA)の評価

EVA は株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを示す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（=簿価投下資本×WACC）を差し引いて求められる。従って、EVA を向上させるためには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるか、WACC を低下させる必要がある。2009 年に営業利益の落ち込みに伴う､NOPAT の大幅な落ち込みにより経済付加価値も大幅に低下した。

1.2.3.3　投下資本収益率(ROIC)の評価

ROIC は､簿価投資資本に対する税引後事業利益（NOPAT）の割合を示している。従って、ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投資資本を減少させるか、という 2 つの方法がある。経済付加価値（EVA）と同様の理由により、ROIC も 2009 年以降大幅に低下した。

1.2.4 企業価値指標算出

1.2.4.1 企業価値指標計算結果および算定方法

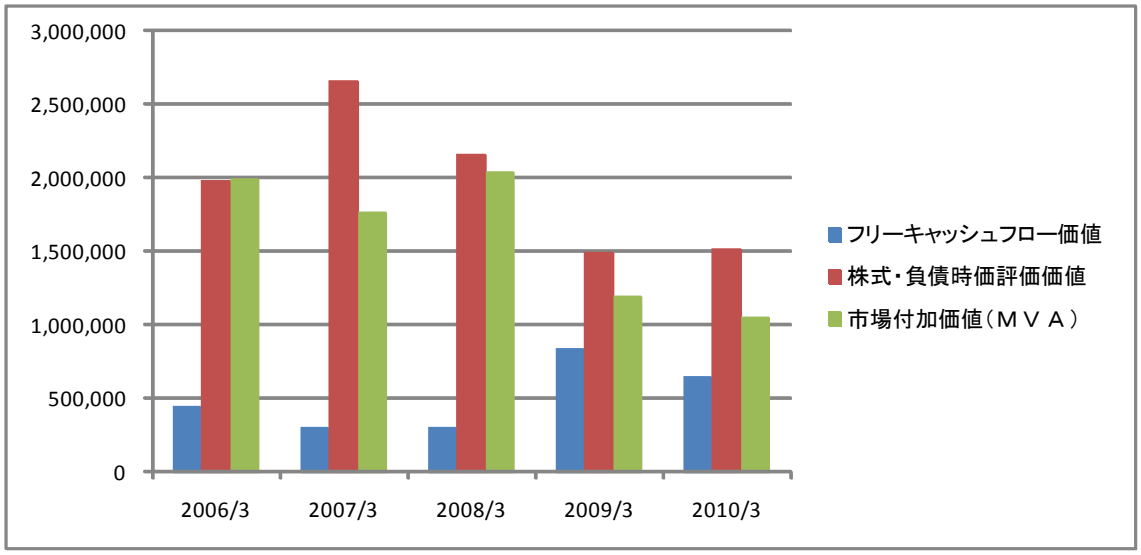
企業価値指標の算出結果は以下の通りである。企業価値（1）について、フリーキャッシュフロー価値は、今後 5 年間を成長期、6 年目以降を安定期として仮説設定し、各期のフ

リーキャッシュフローを現在価値に割り引いた額を合算する方法で算出した。具体的には、今後５年間は各期の予測フリーキャッシュフローを現在価値に割り引き、６年目以降はフリーキャッシュフロー（継続価値）を現在価値に割り引いて、各期に企業価値を算定した。

(資料 1.2.4.1.1) 第一三共　企業価値指標の算出結果

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	450,263	313,312	311,551	840,006	653,875	513,801
株式・負債時価評価価値	1,990,426	2,663,484	2,164,694	1,495,730	1,529,554	1,968,778
市場付加価値（MVA）	2,000,471	1,769,077	2,048,005	1,204,636	1,057,242	1,615,886



企業価値指標の算出手順は次の通りである。

フリーキャッシュフロー価値：資料 2.2.1.2 の通り

株式・負債価値（時価価値）：期末株価×発行済株式数×有利子負債簿価

市場付加価値：EVA/資本コスト+簿価投下資本

(資料 1.2.4.1.2) 第一三共　フリーキャッシュフロー価値算出手順

	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期
営業活動によるキャッシュ・フロー	132,759	106,429	66,667	78,383	130,235					
投資活動によるキャッシュ・フロー	−39,258	45,305	−49,437	−413,851	42,627					
フリー・キャッシュ・フロー	93,501	151,734	17,230	−335,468	172,862	19,974	19,976	19,978	19,979	19,981
平均フリー・キャッシュ・フロー						19,972				
売上高	925,918	929,506	880,120	842,147	952,105					
売上高成長率	#DIV/0!	0.39%	−5.31%	−4.31%	13.06%					
平均売上高成長率						1.0%				
06/3の予測期間		144,332	15,590	−288,730	141,521	15,555				
07/3の予測期間			16,381	−303,235	148,556	16,320	15,517			
08/3の予測期間				−319,795	157,087	17,303	16,496	15,727		
09/3の予測期間					166,337	18,494	17,798	17,128	16,483	
10/3の予測期間						19,186	18,431	17,706	17,009	16,340
予測期間の割引現在価値(A)	28,268	−106,460	−113,182	236,239	88,672					
加重平均資本コスト	5.13%	5.18%	4.90%	3.92%	4.11%					
リスクフリーレート	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%	1.33%					
継続価値の資本コスト	3.51%	3.51%	3.53%	2.63%	2.78%					
継続価値(B)	422,011	419,797	424,767	603,828	565,273					
企業価値:(A)+(B)	450,279	313,337	311,585	840,067	653,944					

注: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
注: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
注:平均成長率は4年間の成長率を平均化
注:予測期間を5年と仮定
注: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

フリーキャッシュフロー価値算出の前提条件は、2010 年 3 月期のフリーキャッシュフローが今後、過去 4 年の売上高の平均成長率で増えると仮定したことである。ここでは、以下の条件を仮定した。

・2011 年 3 月期以降の成長率：1.0%
・2011 年 3 月期の FCF　：19,974 百万円

1.2.4.2 総括

1.2.4.2.1 フリーキャッシュフロー価値

第一三共のフリーキャッシュフローは 2009 年度 3 月期に、ランバクシー等の株式取得によりマイナスとなった以外は過去 5 年プラスのフリーキャッシュフローを捻出している。今後は、ランバクシーからの営業収益によりキャッシュフローの良化が期待される。

1.2.4.2.2 株式・負債価値

第一三共の株式・負債価値については、2007 年 3 月期を頂点に、減少傾向にある。借り入れによる資金調達を行うことにより、2009 年 3 月期には、簿価有利子負債が大幅に増加している。株価の動向を、第一三共・武田・TOPIX で比較すると、両社とも TOPIX とほぼ同様の推移を示していることがわかる。

1.2.4.2.3 市場付加価値

MVA は将来の EVA の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。過去５年間とも EVA がプラスであった。2010 年３月期の MVA は過去５年間で最低値となったが、2010 年３月期には復調気配にある。

1.2.4.3 評価および問題点

企業評価価値指標は過去５年のいずれもプラスである点は評価できる。ランバクシーの株式取得により、新興国での営業収益の増加が期待できるとともに、人件費の安い海外製造拠点の利用による原価低減ができるものの、買収による有利子負債が積みあがっているため、新興国での収益力向上が成長の鍵となる。さらに企業価値をうみだせるような効果的な資金運用をすみやかに実施できるかも課題である。

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

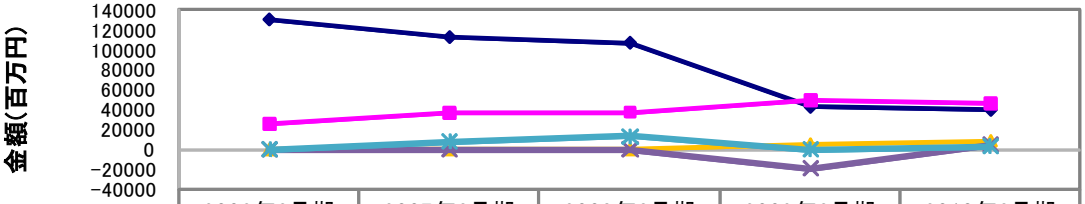
第一三共は、事業部ごとの売上高が連結売上高の 10%未満であるため、以下は地域別のセグメント情報に基づいて分析する。

1.3.1 所在地別セグメント情報

1.3.1.1 収益性

収益性について、地域別の売上高営業利益率で分析する。2009 年度日本以降日本での落ち込みが激しい。医療用医薬品では、一部提携品の販売移管や薬価改定への影響に加え、メバロチン、クラビッドなどの売上が減少したことによる。欧州では、オルメテック、セピカー、エビスタの寄与により売上上昇に伴い、利益率も増加傾向にある。また、ランバクシー子会社化により、インドでの利益率が増加傾向にある

第一三共地域別営業利益



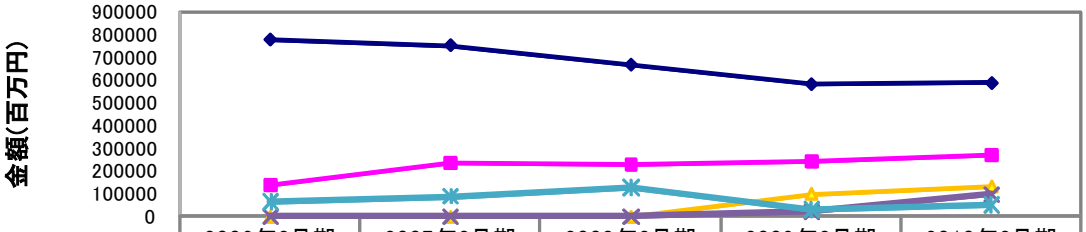
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	130249	112714	107137	43438	40474
北米事業	25457	37285	37621	50299	47074
欧州事業	0	0	0	5790	9140
インド事業	0	0	0	-18907	4531
その他地域	178	7630	13212	386	3316

1.3.1.2 成長性

ランバクシー子会社化により、日本を除き売上高は全般的に伸長を見せている。利益率についてもインドでの利益率が増加傾向にある。欧州で、若干伸びを見せるものの、日本・

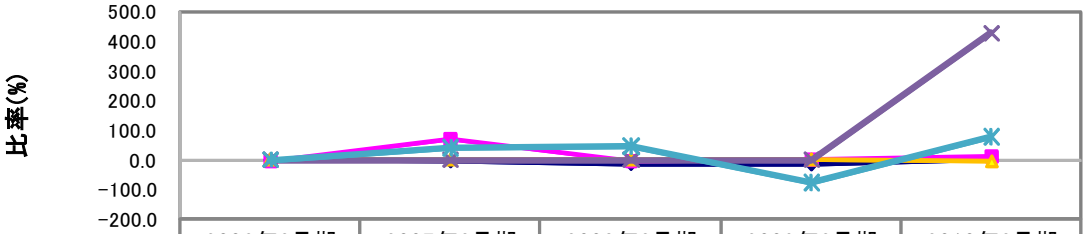
北米では減少傾向にある。また、売上高をみると日本の市場に依存した構成となっている。

第一三共地域別売上高



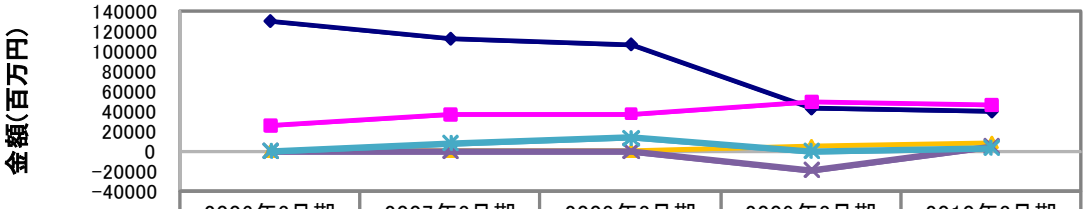
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	774347	749795	664825	579856	584835
北米事業	134274	232706	227785	239484	271104
欧州事業	0	0	0	101198	132943
インド事業	0	0	0	18195	96000
その他地域	62869	87232	125881	29674	52774

第一三共地域別売上高増収率



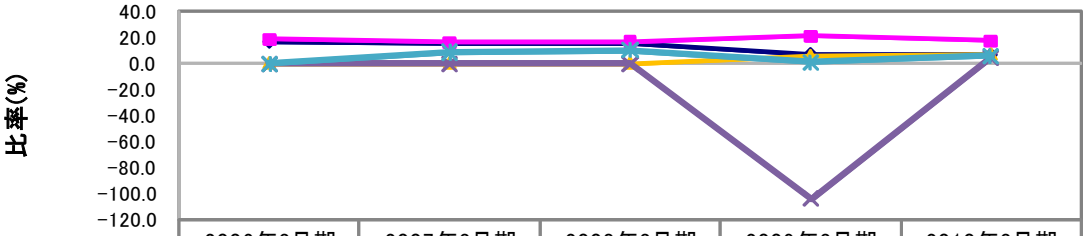
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	0.0	−3.2	−11.3	−12.8	0.9
北米事業	0.0	73.3	−2.1	5.1	13.2
欧州事業	0.0	0.0	0.0	0.0	−6.4
インド事業	0.0	0.0	0.0	0.0	427.6
その他地域	0.0	38.8	44.3	−76.4	77.8

第一三共地域別営業利益



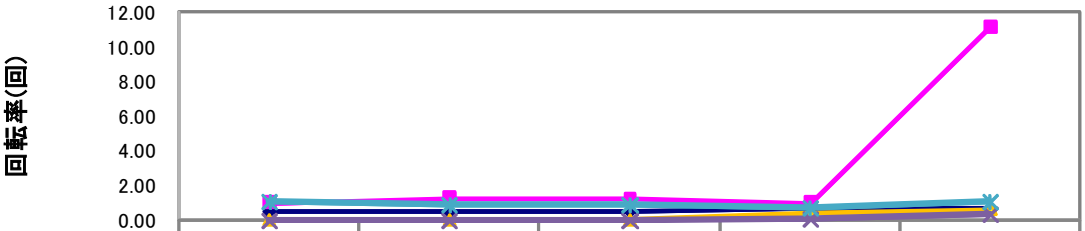
	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	130249	112714	107137	43438	40474
北米事業	25457	37285	37621	50299	47074
欧州事業	0	0	0	5790	9140
インド事業	0	0	0	−18907	4531
その他地域	178	7630	13212	386	3316

第一三共地域別売上高営業利益率



	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	16.8	15.0	16.1	7.5	6.9
北米事業	19.0	16.0	16.5	21.0	17.4
欧州事業	0.0	0.0	0.0	5.7	6.9
インド事業	0.0	0.0	0.0	−103.9	4.7
その他地域	0.3	8.7	10.5	1.3	6.3

第一三共地域別使用資産回転率

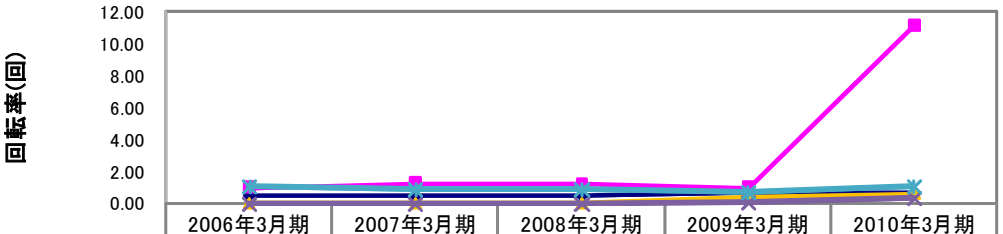


	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	0.53	0.52	0.54	0.63	0.64
北米事業	1.01	1.27	1.22	0.99	11.18
欧州事業	0.00	0.00	0.00	0.45	0.63
インド事業	0.00	0.00	0.00	0.06	0.32
その他地域	1.06	0.92	0.90	0.69	1.05

1.3.1.3 効率性

効率性について、総資本回転率で分析する。北米で大幅な改善が見られた以外、緩やかな増加傾向にある。

第一三共地域別使用資産回転率



	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期
日本事業	0.53	0.52	0.54	0.63	0.64
北米事業	1.01	1.27	1.22	0.99	11.18
欧州事業	0.00	0.00	0.00	0.45	0.63
インド事業	0.00	0.00	0.00	0.06	0.32
その他地域	1.06	0.92	0.90	0.69	1.05

2.企業環境分析

2.1 業界動向

世界の製薬業界を取り巻く環境はこの 1-2 年で大きく変化している。研究開発においては、製薬業界全体として、「イノベーションの壁」に直面する中、画期的新薬の創出が停滞している。各国における規制当局の新薬承認審査もますます厳格化しており、アンメットメディカルニーズ（いまだに有効な治療方法がなく、満たされていない医療ニーズ）に対応する医薬品は優先される一方で、先発薬や後発品でニーズの満たされた領域での新薬承認取得は困難になりつつある。また、米国における医療保険制度改革、日本における後発品の使用促進や DPC（急性期入院医療に係る診断分類別包括評価）の拡大など、医療費抑制に向けて、各国で、医療制度の抜本的な見直しが進んでいる。　製薬業界の成長は、新興国にシフトしており、中国、ブラジル、ロシア、インドに関しては、特に高い成長率が見込まれる。近年、あらゆる分野でテクノロジーが飛躍的に進化を遂げたことを背景に、医薬品の探索研究においてもパラダイムシフトが進んでおり、特に、ゲノム科学、コンビナトリアル・ケミストリー等の出現によって、革命的とも言えるシフトが起こり、新薬創出の研究も劇的な変化を遂げつつある。

2.2 PEST 分析

(1) Political（政治的環境要因）

生命にかかわる薬を扱うため、医薬品産業は他の産業と異なり、国の法律や規制に大きな影響を受ける。代表的なものとして、特許や薬価などが挙げられる。また、グローバル企業であり、進出先の各国の法的規制を受ける。政府の提唱する「医療費抑制」製作の影響を受け、新薬の価格を抑える薬価制度、新薬に比べて安価な GE の普及策、治療ではなく、予防に注力し、「自分の体は自分で守る」セルフメディケーションの推進の 3 点で影響を受ける。日本では栄不のジェネリック促進政策の影響を受ける。

(2) Economical（経済的環境要因）

海外に医薬品を輸出している企業は、為替変動の影響や世界的な景気の動向の影響を大きく受ける。日本国内では、少子高齢化による経済成長の鈍化、欧米ではリーマンショック以降の消費需要の低迷、アジア・BRICs 等の新興国、特に中国においては、大幅な経済成長による消費の拡大が予想できる。

(3) Social（社会的環境要因）

各国の人口構成や出生率の動向の影響も受け、日本、欧米では人口減少が、アジア・BRICs 等の新興国では人口は増加傾向にある。新興国においては、特許権、実用新案権、意匠権、商標権等の知的財産権を侵害する模倣品への対策や宗教への配慮等、その国固有のカントリーリスクへの対応が必要である。

(4) Technological（技術的環境要因）

バイオエクノロジーを用いて体内に存在するたんぱく質を活用する医薬品の開発や遺伝子

治療等の新しい技術に注目が集まっている。

2.3　SWOT 分析

内部	強み（**Strength**）	弱み（**Weakness**）
	・国内 3 位の製薬メーカー ・開発間近または開発後期のブロックバスター候補となる有力薬が控えている ・医療医薬品と OTC をカバーする多角化経営 ・2010 年問題の影響が他の日本製薬メーカーに比べて少ない（オルメテック：2016 年特許切れ）	・海外売上高率が低い ・アンメット・メディカル・ニーズ領域や抗体医薬分野が脆弱である ・ランバクシーの品質問題 ・新薬研究開発力の低下
外部	機会（**Opportunities**）	脅威（**Threats**）
	・国際的なレベルでの業界再編 ・正解的な高齢化による需要の高まり	・医療費促成政策による成長率の低下 ・ジェネリックメーカーの台頭 ・画期的な新薬開発の困難さ

2.4 5 Forces モデルによる分析

(1) 新規参入の脅威

医薬品の開発には莫大な時間とコストがかかり、さらに強い技術基盤も必要であることから、医薬品産業に新たに参入してくる企業は少ない。完全異業種からの参入企業には、日本たばこ、ヤクルト、IHI（石川島播磨重工業）、富士フィルムなどがあるものの、大きな脅威とはなっていない。今後も新規参入の脅威は小さいと考えられる。

(2)代替製品の脅威

近年、遺伝子治療が注目を浴びている。これは、遺伝子操作により、将来発症するであろう病気を予見して、病気になる前に治療を行うという画期的なものである。現段階では、研究途上で、限られた患者しか治療を受けられていない（国内で40人ほど）、効果が保証できず、未知の副作用もあり得る 、治療費用が実施施設の限られた研究費で賄われているため、研究費が足りる範囲でしか実施できない等の理由により広まっておらず、国内で40人しか治療をうけていない。また、サプリメントも代替医療としてもてはやされているが、効果が保証できず、未知の副作用もあり得ることから、医薬品と同様の使われ方をされるにいたっていない。よって、代替品の脅威は大きくない。

(3)既存企業間のライバル関係

第一に外資製薬企業の日本市場への攻勢がある。日本と海外の医薬品承認のタイミングラグにより、海外で販売されている画期的な医薬品が日本では未承認のケースが数多く存在する。さらに、海外のメガファーマとよばれる有力な企業は、新薬候補を数多く所有している。今後、それらの医薬品が日本で承認されるようになると、既存医薬品メーカーの打撃ははかりしれない。第二に、ジェネリックメーカーの躍進がある。政府による医療費抑

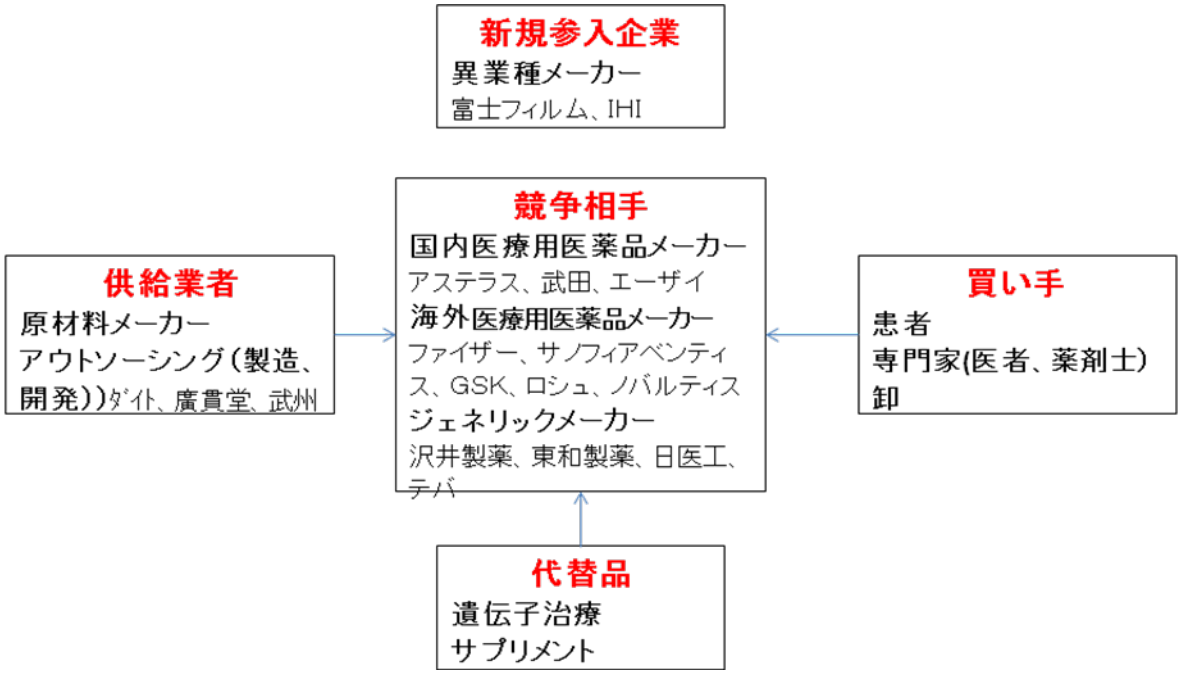
制策を受けて、今後、先発品のシェアを奪い取っていくものと考えられる。第三に2010年の前後に主力医薬品の特許が数多く切れる、いわゆる2010年問題がある。ただでさえ国内市場成長率が低く（-2～0%:IMSヘルス社2010年市場予測成長率）、国内先発メーカーの収益が伸び悩んでいるところに、特許切れによる売り上げの減少で収益が大幅にダウンすることは間違いない。 多くの国内企業が、国内市場から海外にシフトし、海外企業の買収や新興国の市場に事業を拡大することで危機を乗り切ろうとしている。特に遺伝子組み換えなどのバイオ技術を応用した「バイオ医薬品」の分野に注目が高まっている。

(4)買い手の交渉力

医薬品の価格（薬価）は国によって決められるため、買い手が売り手に対し、値引きを強要することはない 。しかし、ジェネリック医薬品はコストが安くすむため、患者が先発品からジェネリック品への変更を申し出る場合がある。 政府の医療費抑制策の後押しもあるため、新薬メーカーにとっては脅威である。

(5)売り手の交渉力

原材料メーカー・アウトソース先は複数存在するため代替可能である。また、原材料メーカー・アウトソース先は、購入業者に依存することが多い。従って、医薬品業界では買い手に対する売り手の交渉力は強くない。



3 戦略分析

3.1 第一三共のビジョンおよび中期経営計画

(1) 第一三共グループの 2015 年ビジョン

第一三共グループの企業理念は、「革新的医薬品を継続的に創出し、多様な医療ニーズに応える医薬品を提供することで、世界中の人々の健康で豊かな生活に貢献する」と掲げている。この企業理念に基づき、2015 年ビジョンである「Global Pharma Innovator の実現」に向けてさまざまな経営施策を推進している。Global Pharma Innovator の Global は「事業エリア拡大への挑戦」、Pharma は「アンメットメディカルニーズ（未充足医療ニーズや多様な医療ニーズ）への挑戦」、そして、Innovator は「サイエンス・技術におけるイノベーションのみならず、新たなビジネスモデル構築への挑戦」を意味する。この目標企業像の実現を通して、高い成長性から生み出される付加価値によって株主に応える経済的価値、社会の一員としての役割を果たし社会との調和を目指す社会的価値、従業員の能力向上を積極的に支援し能力を活かす人間的価値の 3 つの価値を企業価値と捉え、その向上に努める。

(2)第２期（平成 22 年度～平成 24 年度）中期経営計画の策定

第一三共は、平成 19 年 2 月に第 1 期中期経営計画を策定した。第一製薬と三共株式会社統合会社として「成長基盤の拡充」を目指し、欧米における収益成長基盤の拡充や強固なグローバル組織・機能の整備・構築、積極的な株主還元等に努めたが、計数目標は未達であった。この状況を踏まえ、第一三共グループは、平成 22 年 3 月に、第 2 期中期経営計画を策定し、第 1 期に達成出来なかった課題にも併せて取り組むこととした。さらに第 2 期は「ハイブリッドビジネスの推進」を目指し 2015 年ビジョンに繋げるために、主に次の取組みを強化していく。

【第２期中期経営計画キーメッセージ】

- イノベーティブ医薬品事業の強化充実
- 多様化する医療ニーズへの対応
- バリューチェーン全般におけるランバクシー社とのシナジー創出

【平成 24 年度計数目標】

- 売 上 高：1 兆 1,500 億円
- 営業利益：1,800 億円

(3)具体的課題

①地域事業戦略

当社グループの日本、米国、欧州、ASCA（アジアや中南米他）の 4 地域における事業戦略は次のとおり。

a. 日本事業：「イノベーティブ医薬品」、「ワクチン」、「エスタブリッシュト医薬品」、並びに OTC 事業の拡大により、日本事業全体で平成 24 年度売上高 5,000 億円以上を目指す。

b．米国事業：　オルメサルタン・フランチャイズの最大化、ACS-PCI 領域でのエフィエントの第一選択薬としてのブランド確立を図ることなどにより、米国事業全体で平成 24 年度売上高 35 億ドルの達成、市場シェア 1%の獲得を目指す。
c．欧州事業：オルメサルタン群のライフサイクルマネジメントの推進、エフィエントの最大化を図ることなどにより､欧州事業全体で平成24年度売上高12億ユーロに挑戦する。
d．ASCA 事業：オルメサルタン・フランチャイズの拡大や、ランバクシー社との協業によりハイブリッドビジネスを本格展開することなどにより、ASCA 事業全体で平成 24 年度売上高 1,500 億円以上を目指し、日米欧を上回る事業成長率を達成する。

②ランバクシー社の米国 FDA 問題等について

平成 20 年 9 月にランバクシー社のインド国内におけるデワス並びにパオンタサヒブの 2 工場にて生産していた米国向け製品の輸入禁止措置が取られた。さらに平成 21 年 2 月に米国 FDA からパオンタサヒブ工場に対して、過去の申請データに対する措置 AIP（Application Integrity Policy）が発動されておりますが、FDA（米国食品医薬品庁）の指示に従い、GMP 違反等に関する原因究明のための第三者による内部調査を実施している。平成 21 年 5 月にランバクシー社は、役員人事を刷新し、当社取締役の采を取締役会議長に、また同社の経営状況に精通している COO のソプティを社長とする新たな経営体制をスタートさせた。また、平成 22 年 1 月には米国子会社第一三共 INC.の品質管理部門よりランバクシー社のグローバルな品質管理責任者を着任させるなど、ランバクシー社は当社と連携して諸問題の解決に向け当局との協議を進めている。

③研究開発戦略

研究機能については、第一三共の品川・葛西両拠点を中心に、アスビオファーマ㈱、ドイツの U3 ファーマ GmbH との連携に加え、ランバクシー社の創薬研究機能 NDDR とも連携したグローバル体制を構築し､創薬研究のスピードアップや新薬候補品の増大に努める。研究から初期開発に該当するディスカバリーステージにおいては、「癌」と「循環代謝」を重点カテゴリーと位置付けるとともに、新たな疾病メカニズムの解明による創薬アプローチにチャレンジする「新規カテゴリー」を重点領域に絞り込むことで、研究開発パイプラインのさらなる充実を図る。開発領域については、高血圧、感染症、脂質異常症の領域でのライフサイクルマネジメントを推進するとともに、後期開発ステージの血栓症領域に資源を重点投入する。

④グローバル製品戦略

オルメサルタン・フランチャイズ、エフィエントの収益最大化を図る。オルメサルタンについては、日本市場でのレザルタス（ARB オルメサルタンとカルシウム拮抗剤アゼルニジピンとの配合剤）の早期育成、欧米を中心とした CS-8635 の早期育成、ランバクシー社との協業によるさらなる拡大を図ることで、世界売上 3,000 億円へ挑戦する。エフィエントについては、TRILOGY ACS 試験の着実な推進を図りながら、有効性情報を含めたプロモーションを積極展開し、各国での着実な上市と新興国における販売体制の構築を図ることで、経口抗血小板剤の第一選択薬を目指す。

⑤業務プロセス改革

業務プロセス改革にグローバルレベルで取り組み、業界最高水準の業務運営効率の実現を目指す。国内グループ要員の抑制・再配置による生産性向上、グローバルレベルの業務プロセスの標準化、グローバル調達の推進を図り、ランバクシー社とのバリューチェーンシナジーを発揮することなどにより、平成 24 年度販売管理費比率を平成 21 年度比 3 ポイント改善することを目標とする。

3.2 企業価値創造

3.2.1 顧客価値

第一三共では、患者さん・医療関係者からの問い合わせに対応するために、製品情報部製品情報船センターを設置している。視品情報部製品情報センターでは、第一三共グループの「3 つのスピリット」のうちのひとつである「誠実さ」、「8 つの約束」のうち、「高品質な医療情報の提供」「信頼される医療パートナー」を実践すべく、患者さん・医療関係者に正しい情報を、提供している。また、国内および欧米など海外の GMP（Good Manufacturing Practice : 医薬品の製造管理および品質管理規則）に盛り込まれた精神を高い基準で達成し、原材料の納入から生産、製品の出荷を通して科学的に裏付けされた管理を行い、製造販売業の GQP（Good Quality Practice : 医薬品等の品質管理の基準）により製商品の品質を保証し、市場に対する責任を果たす体制を確立し、顧客が安心して使用できるように、グローバル水準の品質保証を行っている。

3.2.2 株主価値

ニュースリリースなどを通じ、迅速な情報開示を実施している。IR メールマガジンの配信、アンケートの実施など個人投資家向けのウェブサイトの拡充も推進している。さらに、個人株主を対象とした説明会を実施している。2010 年 3 月に発表した第 2 期中期経営計画では、株主還元について、2009 年度水準である 1 株当たり年 60 円での安定的配当を継続することを基本とし、利益水準に応じた増配も検討されている。

3.2.3 従業員価値

人事方針に「第一三共グループの組織性成果を最大化するため個としての優れた成果を創出するプロフェッショナルを育成、処遇します」と掲げるとともに、第 2 期中期経営計画でグローバル人材の育成に力を注いでいる。「3 つのスピリットと 8 つの約束」のグローバル浸透策の展開、庄田社長の欧米グループ会社でのタウンホールミーティングの実施、社内ポータルサイトや社内報を通じた最新情報や現場情報の発信によりコミュニケーションの活性化を図る。

3.2.4 社会的価値

CSR 中期方針に「第一三共グループは、人の命と健康を支える企業として、人への思いやりを大切にし、社員への多様性を原動力として社会や地球環境との調和をはかってゆきます」と掲げ、以下を取り組むべき課題とあげている。

・グローバル規模でのコンプライアンス経営の推進
・多様性を尊重した働き甲斐のある労働環境の実現
・ステークホルダーとのコミュニケーションの強化
・すべての事業活動における環境負荷の低減
・国際的視野での医療アクセスの拡大

「3 つのスピリットと 8 つの約束」を常に意識し、行動していくことで、国や文化を越えて企業の社会的責任を高いレベルで果たすとしている。

3.3 戦略資産

3.3.1 新薬創薬のための技術

第一三共は、アンメット・メディカル・ニーズに応えることのできる革新的な新薬の創出を使命とし、この使命を実現するために、これまで積み重ねてきた高品質で革新的な創薬技術にさらに磨きをかけ、病に苦しむ全世界の患者さんに貢献できる革新的医薬品を、一日でも早く継続的に創出していくことを目指している。第一三共は 2008 年 5 月に、癌領域のさらなる強化のため、抗体医薬で有名なウルリッヒ教授が設立したドイツにある U3 ファーマを買収し、パイプラインを拡充するとともに、抗体医薬研究の強化を図る。一方、アスビオファーマについては、2010 年 4 月 1 日より、新薬候補物質の探索研究から前期臨床開発に関わる創薬コア機能に特化し、グループ内創薬ベンチャーとして更なる発展を目指す。これらのグループ企業に加えて、新たにインドのランバクシーの創薬研究機能である New Drug Discovery Research（NDDR）を当社グループのグローバル研究機能の傘下に加える。NDDR にはインド国内の有能な人材が在籍しており、特に、メディシナルケミストリー分野では質量ともに充実している。中長期的な視点で第一三共グループの創薬研究のスピードアップやアウトプットの増大につながるものと期待される。一方、こうした研究には莫大な投資が必要であり、研究開発におけるクリティカル・マス（成果を得るために必要な資金量）は増大する傾向にある。第一三共では 2015 年ビジョン Global Pharma Innovator の実現に向けて、研究・初期開発、後期開発、ライフサイクルマネジメント、それぞれのステージごとに重点領域を設定し、これらの領域に研究開発資源を優先的に投入するとともに、得られる成果を最大限にするために、グローバル研究開発における意思決定の最高機関である GEMRAD（Global Executive Meeting of Research And Development）において、サイエンスとビジネスの視点に基づいた多角的な意思決定を行っている。

3.3.2 重点領域

第一三共は、これまで高血圧、感染症、脂質異常症の領域で確固たる実績を上げてきた。それらの品目は今後もライフサイクルマネジメントとして注力していく。また、後期開発ではプラスグレルの ACS-MM やエドキサバンなど血栓症領域を中心に、経営資源の重点投資を行っていく。第 1 期中期経営計画（2007－09）において、第一三共は、「血栓症」、「癌」、「糖尿病」、「自己免疫疾患/関節リウマチ」をディスカバリーから開発まで一貫した研究開発の重点疾患領域と設定した。この期間の成果としては、大型化を期待しているエドキサバンのグローバル試験の開始などがあげられる。2015 年ビジョン Global Pharma Innovator の実現に向けて、今迄培った基盤の上に、この未充足医療ニーズの高い領域で更なる研究競争力を構築するために「癌」と「循環代謝」をディスカバリー段階の重点領域として設定し、経営資源を重点的に配分する。また、2015 年以降も見据えての中長期的な取り組みとしては、新たなアプローチでチャレンジする「新規カテゴリー」を設定した。新規カテゴリーでは、従来の疾患領域の枠組みに必ずしもとらわれず、病態メカニズムに関する先端の知見に基づいて創薬研究のフォーカスを設定し、残された未充足ニーズにファーストインクラスの治療薬を提供していくことを目指す。

3.3.3 研究開発体制

第一三共グループは、日本、米国、欧州の 3 拠点を軸に研究開発をスピーディーに推進できる体制を構築している。各地域における開発環境の特性をふまえ、世界の患者さんに少しでも早く新薬を提供するために、3 極同時申請を念頭におきながら機能強化を図り、グローバル視点のマネジメントによって研究開発の生産性向上を目指す。日本の 3 拠点（品川・葛西・平塚）を中心に組織される第一三共の研究開発本部・製薬技術本部と、米国（ニュージャージー）ならびに欧州（ロンドン・ミュンヘン）の各拠点が密接に連携し、グローバルな意思決定のもとで、各地域における開発環境の特性を踏まえつつ、創薬から開発・製剤化までを一貫体制で進める。またこれに加え、中国の北京・上海やインドのムンバイにも開発拠点を構え、今後、ますます拡大が予想される新興国市場にも開発体制を整えていく。研究体制は、品川・葛西の研究開発センターにおいて開発候補品の合成・評価と非臨床研究を、袋井では安全性に関する研究を、平塚、館林では臨床治験で使用する治験薬の製造や工業化研究を行っている。さらに、アスビオファーマは、2010 年 4 月 1 日より、新薬候補物質の探索研究から前期臨床開発に関わる創薬コア機能に特化し、グループ内創薬ベンチャーとして更なる発展を目指す。2008 年にグループの一員となった抗体医薬研究に強みを持つドイツの U3 ファーマ社は、2 つの有望ながん領域抗体（抗 HER3 抗体、抗 HB-EGF 抗体）を持ち、またドイツの有力研究機関である Max Planck 研究所と緊密な連携を持っている。これに加え、新たにインドのランバクシーの創薬研究機能である NDDR を当社グループのグローバル研究機能の傘下に加える。これらの研究施設と国内の研究所との連携による今後の展開も期待されている。

3.3.4 グローバル研究開発における意思決定機関

医薬品の研究開発は、グローバル市場を視野に入れた迅速で的確な意思決定が重要です。第一三共では、機能や地域の枠組みを越えたグローバルな研究開発における最高意思決定機関として「GEMRAD（Global Executive Meeting fo Reserch And Development）」を設置している。そして、GEMRAD に対して開発プロジェクトの戦略・方針を提案し、開発を推進していく実動チームとして「IPT（Integrated Project Team）」をプロジェクトごとに結成している。この体制により、開発プロジェクトの意思決定を迅速に行い、プロジェクトを推進している 。第一三共のグローバル研究開発における最高意思決定機関である GEMRAD（Global Executive Meeting of Research And Development）は、組織や地域の枠を超えて、「科学的視点」と「ビジネス的視点」からマネジメントレベルで意思決定を行い、グローバルでの研究開発の推進を一元的にマネジメントしている。GEMRAD のメンバーは、研究開発部門のみならず、国内外の営業部門、ライセンス部門、薬事や製品ポートフォリオを担当する部門など、多くの専門機能の責任者によって構成されており、研究開発から販売までをも見据えたあらゆる角度から総合的にプロジェクトの Go/No-Go について意思決定を行っている。GEMRAD において各プロジェクトの開発開始の意思決定がなされると、プロジェクトの戦略・方針を提案し、それを推進する実動チームとして IPT（Integrated Project Team）と呼ぶプロジェクトチームを結成している。IPT には開発ステージや開発状況に応じて、研究や開発、薬事、工業化など 20 を超える専門分野のスペシャリストが国内外から参画し、グローバル市場における開発を推進している。さらに、GEMRAD は開発プロジェクトの Go/No-Go 判断だけではなく、効果的な資源投入を実現するために、個別プロジェクトの進行状況のレビューや、開発パイプラインにあるプロジェクトの優先順位づけ、開発品のポートフォリオ・マネジメントなども審議している。

3.3.5 製品開発パイプライン

第一三共は、Global Phama Innovator として、2015 年までに「血栓症」「糖尿病」「がん」「自己免疫疾患／関節リウマチ」の 4 つの疾患領域においてグローバルトップレベルの開発パイプラインを構築することを目標とする。そのために、この 4 領域を「重点疾患領域」として経営資源を重点的に投入し、研究開発力の強化と外部からのアライアンスなどを積極的に推進する。

表 3.3.5 第一三共のパイプライン

	フェーズ1	フェーズ２	フェーズ３	承認申請中
循環器	・DB-772d		・プラスグレル(ACS-MM) ・エドキサバン(AF/VTE)	・エドキサバン（日） ・CS-8635（欧）
糖代謝		・CS-1036		
がん	・U3-1287	・Tigatuzumab ・ニモツズマブ（＃） ・ARQ 197 ・CS-7017		
感染症	・CS-4771 ・DS-8587			・レボフロキサシン注(日) ・ラニナミビル(日)
骨・関節			・デノスマブ（＃）	
免疫・アレルギー	・CS-0777	・SUN 13834		
その他		・DD-723-B（＃）	・ヒトグレリン	・シロドシン（中国） ・メマンチン（日）

●※＃：日本のみの開発

●※グローバル（日本以外）で開発している課題に関しては、最も進んだステージのみ記載

3.3.6 ライセンス・アライアンスのプロセスと実績

➢ ライセンス・アライアンスのプロセス

「誠意」「透明性」「迅速」をモットーに以下 4 つのプロセスでパートナリングを進める。

➢ 最近 3 年間の主な提携実績

2009 年	抗体医薬 共同研究	バイオインベント社
	抗体医薬 共同研究（感染症）	モルフォシス社
2008 年	ワクチン事業　相互補完提携	北里研究所
	「ARQ 197」　c-MET 阻害剤（悪性腫瘍）	アーキュール社
	新規キナーゼ阻害薬探索技術	アーキュール社
	抗体技術	シアトルジェネティクス社
2007 年	「デノスマブ」抗 RANKL 抗体 （骨粗鬆症、悪性腫瘍の骨転移）	アムジェン社

➢ 2010 年度参加予定パートナリング会議一覧

	開催期間	主催	開催地
2010 年	5 月		
	3-6 日	BIO International 2010	シカゴ
	11 月		
	2-4 日	BIO-Europe 2010	ミュンヘン
2011 年	TBD		
		BIO Asia 2011	東京

（出所）第一三共 HP

3.4 企業成長戦略

第一三共は、ビジョンとして「Global Pharma Innovator」を掲げている。具体的には、「世界の主要地域に自らが拠点を構え、自ら事業を展開する企業」「経営資源を医薬品事業に集中し、革新的医薬品を継続的に創出し、提案する企業」「サイエンス・技術におけるイノベーションとビジネスモデルのイノベーションを実現する企業」としている。このビジョンのもと、第一三共は、総合ヘルスケアカンパニー」をめざし、1.新薬開発 2.大衆薬 3.ジェネリック 4.グローバル展開の四つの分野での多角化戦略を図る。医療用医薬品事業の特徴のひとつがハイリスク・ハイリターンのビジネスモデルであり、一つの製品を上市す

るまでに多大な時間と費用を要するとともに、非常に不確実性の高いビジネスであるといえる。こうしたなかで、絶えず製品ライフサイクルをコントロールし、創薬と上市を継続していかなければならない。そのために第一三共はOTC、ジェネリックといった安定収益事業を保有することで、ぶれの少ない、堅実な経営体質を構築し、持続的な成長を目指す戦略を選択したといえる。

日本の大衆薬部門では、子会社である第一三共ヘルスケアを強化拡大している。第一三共が合併時、大衆薬の売上は約300億円となったが、さらにアステラス製薬の大衆薬部門であるゼファーマを買収し、500億円規模の売上となった。これによりスケールメリットを発揮できることとなった。大衆薬は、ブランド維持にコストがかかり、利益率が新薬に比べ大きく下回るというデメリットはあるものの、今後、スイッチOTC医薬品が成長を見込めること、生活習慣描画増加していく中で医療用と大衆薬の両方向から開発していけること、特許切れの心配がないため経営的な安定性がることなどのメリットがある。また、第一三共は新興国に着目し、インド ランバクシー社の株式を取得した。ランバクシーはインド最大手で後発医薬品世界10位に位置する。ランバクシーは、自国外にも成長の源泉を求めてきた結果、49カ国に展開し、北米と欧州を足した売上比率が5割に達する国際企業である。ランバクシーの買収で、第一三共は何枚ものカードを手中にした。1枚目のカードは、国際的なプレゼンス。従来21カ国だった世界拠点は56カ国に拡大し、特にロシアやルーマニアのような3割成長中の新興国へ一気にリーチを広げた意味は大きい。2030年まで見通せば、BRICsだけで今の560億ドルから最大4200億ドル市場に成長する予測もある。これは現在の米国と日本を合計した規模に相当する。BRIC sをはじめとする主要新興諸国は、世界の半数の人口を占めるにいたっている、医薬品産業にとっては、人口が多いほど需要が増えるため、成長が期待できる有望な市場といえる。抗体医薬、アンメット・メディカル・ニーズ領域について、提携や買収により強化を図っている。直近では、ドイツのU3ファーマを買収し、フェーズⅠの抗がん剤を獲得している。しかし、アンメット・メディカル・ニーズ領域のパイプラインは少なく、生活習慣病領域の比重が高い。したがって、アンメット・メディカル・ニーズ領域は十分とはいえない。

3.5 M&A

表 3.5.1 2006年以降のM&Aの動向

	被買収企業名	進出事業/進出地域	買収額（億円）
2006年3月	ゼファーマ	OTC/日本	約235
2008年6月	U3ファーマ	医療用医薬品/ドイツ	約245
2008年11月	ランバクシー	GE、新薬、OTC、ファイナンシャルサービス/インド	約5,000

第一三共は医療用医薬品を事業の中心に据える新薬メーカーであったが、M&Aにより新薬以外の分野へと進出を図っている。たとえば、GEメーカーのランバクシー買収や、OTCメーカーのゼファーマを譲り受けた例が挙げられる。第一三共は、もともと海外売上高が低かった旧三共と第一製薬が水平統合したため、国内大手4社のなかでは海外比率が最も

低く、その値は 50%に満たなかった。日本市場が飽和しつつあるなか、海外売上比率の引き上げは課題であった。主要製品とパイプラインについては、「メバロチン」の特許が切れ、売上高が大幅に減少したが、現在トップの売上高を誇る「オルメテック」の特許切れが 2016 年と少し猶予がある。また、現在開発中の医薬品候補には将来、ブロックバスターとなる可能性があり、短期的には高い利益水準を確保できる可能性が高い。そうした状況のもと、長期的な視点からインドランバクシー社を買収したと考えられる。

インドにあるランバクシーは、売上高 1900 億円、インドを中心に 49 カ国に展開しているインド最大の GE 企業である。近年は右肩上がりに収益を伸ばしており、アジア新興国に強い販売基盤を持っている。同社の買収にあたり、第一三共は「複眼経営」戦略を掲げた。同社は、新興国における営業基盤を獲得することで、これまでの先進国一辺倒の戦略から脱却し、新興国へも注力することができるようになる。一方、GE 事業に参入し、新薬の開発から販売、特許切れ後までを見据えた長期的な利益の最大化を図ろうとしている。買収の効果としては以下の 3 点があげられる。第 1 に、ランバクシー買収により、グローバルに販売網を拡大できたことが挙げられる。これまでの 21 カ国から 54 カ国へとカバーする国の数は新興国市場を中心に飛躍的に伸びた。新興国市場の基盤を獲得できたことは、将来的に大きなメリットをもたらすものと考えられる。第 2 に、原価低減効果がある。ランバクシーはインドに 6 拠点、海外に 13 拠点の製剤向上を有している。人件費が安いために、第一三共の治験薬や、中間体製造に活用することで製剤原価を削減することが可能となる。第 3 に、治験費用の削減効果がある。欧米と比較するとインドは治験費用が安く、その治験データを欧米での申請に活用できる。インドという 1 万人を超える大規模な被験者を獲得できたことは、第一三共に治験コストの削減というメリットをもたらす。

一方で問題点も明らかになってきている。第 1 に買収費用が企業価値に高額であった点である。この買収で第一三共は 30%を超える買収プレミアムをつけて 5000 億円で買収した。結果、有利子負債がつみあがっており、新たに M&A を行うことは難しい。第 2 にインドの 2 つの工場の生産管理体制に問題があるとして、対米輸出の禁止を発表した点にある。これにより、ランバクシーの株価は下落し、第一三共の株価も下落した。以上を総合すると、第一三共が行った買収は、将来的には収益拡大に寄与する可能性がある。インド工場での品質問題が解決し、米国への輸出が承認されれば、利益拡大につながる可能性が高い。

3.6 戦略の評価と課題

第一三共の多角化戦略、いわゆる複眼経営は、一つの製品を上市するまでに多大な時間と費用を要するとともに、非常に不確実性の高いハイリスク・ハイリターンの医療用医薬品事業のリスクを分散するという観点で堅実な戦略であるといえる。特に、ランバクシーの買収は、第一三共に利益をもたらしつつある。実際に、2010 年 4～9 月期（上期）営業利益は、期初計画を上回る大幅増益となる見通しとなっている。好調の要因は、米国におけるジェネリック医薬品（後発医薬品）の好調による。後発品大手のランバクシーは、米国で抗ウイルス薬バルトレックス（一般名バラシクロビル）の特許失効後の 180 日間に及ぶ

独占販売期間の獲得に成功した。このファースト・トゥ・ファイル（ＦＴＦ）期間という仕組みを使い、5 月末まで後発品販売を 1 社で独占した。そうした要因により、ランバクシーは 10 年 1～6 月期売上高が前年同期比 37%増へと急増し、営業損益も前年同期の 1.17 億ルピー（1 ルピー＝2 円）の赤字から、127 億ルピーの黒字へと一気に浮上した。ランバクシーの損益は 3 カ月遅れで第一三共の連結決算に取り込まれることにより、第一三共の上期営業利益も大幅増益という形になる。2012 年 3 月期は日本国内が薬価改定年でないことに加え、国内外での既存品の数量増や新薬の販売増が寄与することにより、営業利益はさらに拡大する可能性がある。

4 戦略策定

4.1 課題の整理

第一三共の企業戦略策策定にあたり、これまでの分析に基づき、重点課題を整理する。

課題①：アンメット・メディカル・ニーズ領域のパイプラインの不足
SWOT 分析やファイブ・フォース分析で述べたとおり、大型新薬を期待できるパイプラインが他の欧米製薬メーカーに比べ脆弱である。新薬開発にはコストと時間がかかるため、至急何らかの手をうつ必要がある。

課題②：画期的な新薬開発力の強化
ファイブ・フォース分析で述べたとおり、2010 年の特許切れ以降、ブロックバスターを期待できる大型新薬のめどがたっていない。フ新薬の開発力が落ちており、研究開発体制を再度整備する必要がある。

課題③：海外売上比率の増加
SWOT 分析や事業別セグメント分析で述べたとおり、日本市場に依存した売上となっている。今後の人口減少・少子高齢化の進展により、売上の減少が懸念される。新たな市場での需要創出が必要である。

課題④ジェネリックメーカーとの競合
SWOT 分析やファイブ・フォース分析で述べたとおり、特許切れの医薬品についてジェネリックメーカーの脅威が大きい。また、PEST 分析で述べたとおり、日本政府の医療費抑制政策もジェネリックメーカーの脅威をより強めている。

4.2 企業戦略の立案

4.2.1 企業戦略案

第一三共が抱える課題に対する企業戦略を策定するにあたり、企業環境分析で行った SWOT マトリックスを再掲する。

内部	強み（Strength）	弱み（Weakness）
	・国内３位の製薬メーカー ・開発間近または開発後期のブロックバスター候補となる有力薬が控えている ・医療医薬品と OTC をカバーする多角化経営 ・2010 年問題の影響が他の日本製薬メーカーに比べて少ない（オルメテック：2016 年特許切れ）	・海外売上高率が低い ・アンメット・メディカル・ニーズ領域や抗体医薬分野が脆弱である ・ランバクシーの品質問題
外部	機会（Opportunities）	脅威（Threats）
	・国際的なレベルでの業界再編 ・正解的な高齢化による需要の高まり	・医療費促成政策による成長率の低下 ・国内・外のジェネリックメーカーの台頭 ・画期的な新薬開発の困難さ ・新薬研究開発力の低下

戦略案①：欧州・米国での M&A（課題①に対応）
パイプラインを豊富にもつ欧米のバイオベンチャー企業に M&A をしかける。

戦略案②：調剤薬局チェーンの買収（課題④に対応）
国内で調剤薬局チェーンを傘下におさめることで、ジェネリック品や OTC で自社医薬品を独占的に販売する。

戦略案③：国内製薬企業との合併（課題①、②、③に対応）
国内の製薬企業との合併により、新薬開発のために資源を大量に投入できる体制を整備し、パイプラインを強化する。

4.2.2 戦略案の選定

以上の戦略案をスクリーニングする選択として、以下の評価項目を設定する。

評価項目		内容
市場成長性		一定のマーケット規模があり、魅力的な市場であるか、マーケットは将来的に成長が期待できるか
競合度		競合状況は厳しいか
経営理念・ビジョンとの整合性		経営理念・ビジョンとの整合性はあるか
競争優位	戦略資産	活用できる戦略資産はあるか
	能力	活用できる能力はあるか
	ローコスト戦略	コスト優位性は発揮できるか
	差別化戦略	独自優位性が発揮できるか
	シナジー効果	既存事業とシナジー効果は期待できるか

評価項目をもとに、戦略案をスクリーニングしたのが以下の表である。戦略案選択基準は、

大きく、プラス影響するときは◎、プラス影響するときは○、影響が小さいときはー、マイナス影響するときは△、大きくマイナス影響するときは
×と5段階評価を行い、◎；2点、○：1点、－：0点、△：－1点、×：－2点

	成長性	競合度	経営理念	戦略資産	能力	コスト	差別化	シナジー	総合評価	採否
① 欧州・米国での M&A	○	×	○	×	△	－	－	○	2	否
② 調剤薬局チェーンの買収	○	－	－	△	○	－	○	○	2	否
③ 国内製薬企業との合併	○	○	○	－	○	－	－	◎	6	採択

4.2.3 戦略案の財務シミュレーション

4.2.3.1 第一三共のベースケース設定

財務シミュレーションの実施に先立ってベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件は下記の通りである。

➢ 予測期間

予測期間は2011年度から2015年度までの5年間とする。

➢ 主要な前提条件

- ベースケースは、個別の事業でなく、連結指標から算出するものとする。
- 年間売上高は、過去4年間の売上高増加率の平均1.0%を採用。営業利益率は、過去5年間の平均売上高営業利益率14.0%を採用。
- 投資額は、2010年3月期の設備投資額　29729百万
- 資本コスト計算の前提条件は、WACCの2010年3月期の4.11%とし、この数値で一定とする。
- 減価償却費は、前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%、6年間定額法で償却実施する。
- 簿価投入資本（資産）には、前年度のNOPATを採用する。
- 実行税率は40.5%とする。

以上の条件で、第一三共の事業全体（連結）の今後5年間のEVAを算出した。
結果は次表の通りである。

<ベースケース>	算出式・条件	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	単位
売上高		952,105	961626	971242	980955	990764	1000672	百万
売上高増収値			9521	9616	9712	9810	9908	百万
営業利益率		14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	%
資本的支出	年間投資額＝29729　+10年3月期並み	29,729	29,729	29,729	29,729	29,729	29,729	百万
営業利益	売上高×営業利益率	133,295	134628	135,974	137,334	138,707	140,094	百万
資産	前年+前年NOPAT+資本的支出−減価償却費	1489510	1390716	1288086	1203044	1133919	1079209	百万
減価償却費	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6	251839	231114	212462	195675	180567	166970	百万
NOPAT	営業利益×（1−実効税率40.5%）	102,591	80103	80904	81714	82531	83356	百万
ROIC	NOPAT/資産	3.8	5.76	6.28	6.79	7.28	7.72	%
営業CF	NOPAT+減価償却費	354430	311218	293367	277389	263098	250326	百万
営業CFマージン	営業CF/売上高	37.23	32.36	30.21	28.28	26.56	25.02	%
FCF	営業CF−資本的支出	324,701	281489	263,638	247,660	233,369	220,597	百万
WACC	2010.3で一定	4.11	4.11	4.11	4.11	4.11	4.11	%
EVA	NOPAT−資産×WACC	41373	22945	27964	32268	35927	39000	百万
EVA合計	EVA合計	41373	22945	27964	32268	35927	39000	百万
MVA	EVA/WACC+資産	1499576.313	1396298.69	1294889.983	1210895.266	1142660.586	1088698.26	百万

4.2.3.2 戦略案のシミュレーション

4.2.3.2.1 武田薬品との経営統合シミュレーション

武田薬品の概要を以下に示す。武田薬品工業株式会社（タケダ）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。タケダ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。

連結経営指標等

	2009 年度 (2009 年 4 月～2010 年 3 月)	2008 年度 (2008 年 4 月～2009 年 3 月)
売上高	14,660 億円	15,383 億円
当期純利益	2,977 億円	2,344 億円
研究開発費	2,964 億円	4,530 億円
一株当たり 当期純利益	377.19 円	289.82 円
一株当たり 配当金	180.00 円	180.00 円
連結子会社数	55 社	49 社
持分法適用会社数	15 社	15 社

4.2.3.2.2 戦略案の財務シミュレーション

財務シミュレーションの実施に先立ってベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件は下記の通りである。

➢ 予測期間

予測期間は 2011 年度から 2015 年度までの 5 年間とする。

➢ 主要な前提条件

● ベースケースは、個別の事業でなく、連結指標から算出するものとする。

- 年間売上高は、過去4年間の売上高増加率の平均5.6%を採用。営業利益率は、過去5年間の平均売上高営業利益率29.5%を採用。
- 投資額は、2010年3月期の設備投資額99600百万
- 資本コスト計算の前提条件は、WACC の2010年3月期の5.16%とし、この数値で一定とする。
- 減価償却費は、前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%、6年間定額法で償却実施する。
- 簿価投入資本（資産）には、前年度の NOPAT を採用する。
- 実行税率は40.5%とする。

以上の条件で、武田薬品事業全体（連結）の今後 5 年間の EVA を算出した。
結果は次表の通りである。

<ベースケース>	算出式・条件	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	単位
売上高		1,465,965	1548059	1634750	1726296	1822969	1841199	百万
売上高増収値			82094	86691	91546	96673	18230	百万
営業利益率		29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	%
資本的支出	年間投資額＝99600　+10年3月期並み	99,600	99,600	99,600	99,600	99,600	99,600	百万
営業利益	売上高×営業利益率	420,212	456677	482,251	509,257	537,776	543,154	百万
資産	前年+前年NOPAT+資本的支出−減価償却費	2823274	2951794	3090742	3253203	3439201	3648889	百万
減価償却費	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6	251839	241595	232376	224078	216610	209889	百万
NOPAT	営業利益×（1−実効税率40.5%）	270,515	271723	286940	303008	319977	323176	百万
ROIC	NOPAT/資産	14.4	9.21	9.28	9.31	9.30	8.86	%
営業CF	NOPAT+減価償却費	522354	513318	519315	527086	536587	533066	百万
営業CFマージン	営業CF/売上高	35.63	33.16	31.77	30.53	29.43	28.95	%
FCF	営業CF−資本的支出	422,754	413718	419,715	427,486	436,987	433,466	百万
WACC	2010.3で一定	5.16	5.16	5.16	5.16	5.16	5.16	%
EVA	NOPAT−資産×WACC	124834	119410	127457	135143	142514	134894	百万
EVA合計	EVA合計	124834	119410	127457	135143	142514	134894	百万
MVA	EVA/WACC+資産	2847466.721	2974935.846	3115442.776	3279393.757	3466820.18	3675030.84	百万

4.2.3.2.3 シミュレーション結果

第一三共と武田薬品を合併させた場合の財務諸表は以下の通りである。

<ベースケース>	算出式・条件	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3
売上高		2,418,070	2,509,685	2,605,993	2,707,251	2,813,733	2,841,871
売上高増収値			91615	96308	101258	106482	28137
営業利益率		21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
資本的支出	年間投資額＝29729　+10年3月期並み	129329	129329	129329	129329	129329	129329
営業利益	売上高×営業利益率	525,930	545857	566,803	588,827	611,987	618,107
資産	前年+前年NOPAT+資本的支出−減価償却費	4312784	4282332	4291608	4338431	4420935	4537537
減価償却費	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6	503678	472710	444838	419754	397178	376859
NOPAT	営業利益×（1−実効税率40.5%）	312928	324785	337248	350352	364132	367774
ROIC	NOPAT/資産	13.5	13.9	14.5	15.1	15.5	15.2
営業CF	NOPAT+減価償却費	816606	797494	782086	770106	761310	744633
営業CFマージン	営業CF/売上高	33.77	31.78	30.01	28.45	27.06	26.20
FCF	営業CF−資本的支出	687,277	668165	652,757	640,777	631,981	615,304
WACC	2010.3で一定	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
EVA	NOPAT−資産×WACC	97289	110668	122668	133431	143086	140897
EVA合計	EVA合計	97289	110668	122668	133431	143086	140897
MVA	EVA/WACC+資産	4332241.857	4304465.539	4316141.139	4365117.25	4449551.87	4565716.27

売上高は 2 兆 5000 億円超、営業利益 5200 億円規模のメガファーマとなり、世界の医薬品売上高で上位 10 以内に入る。地域別売上で比較すると、第一三共は欧米の売上を伸ばし、武田はアジアでの売上を伸ばすことが可能となり、互いに補完関係になるといえる。

地域別売上高

第一三共

	2008	2009	2010
日本事業	664825	579856	584835
北米事業	227785	239484	271104
欧州事業	0	101198	132943
インド事業	0	18195	96000
その他地域	125881	29674	52774
合計	1018491	968407	1137656

武田

	2008	2009	2010
日本事業	859,329	826,602	794,563
北米事業	357,905	571,696	534,938
欧州事業	147,308	130,979	126,428
インド事業	0	0	0
その他地域	10,260	9,059	10,036
合計	1,374,802	1,538,336	1,465,965

第一三共＋武田

		構成比
日本事業	1,379,398	53%
北米事業	806,042	31%
欧州事業	259,371	10%
インド事業	96,000	4%
その他地域	62,810	2%
合計	2,603,621	100%

地域別営業利益

第一三共

	2008	2009	2010
日本事業	107137	43438	40474
北米事業	37621	50299	47074
欧州事業	0	5790	9140
インド事業	0	−18907	4531
その他地域	13212	386	3316
合計	157970	81006	104535

武田

	2008	2009	2010
日本事業	540,063	520,394	513,097
北米事業	125,701	187,354	173,416
欧州事業	32,049	31,897	30,931
インド事業	0	0	0
その他地域	1,812	1,359	481
合計	699,625	741,004	717,925

第一三共+武田

	2010	構成比
日本事業	553,571	67%
北米事業	220,490	27%
欧州事業	40,071	5%
インド事業	4,531	1%
その他地域	3,797	0%
合計	822,460	100%

研究開発費でみると、統合後は 4928 億円の研究開発費となり、欧米のメガファーマ引けをとらない額となる。

4.2.4.1 統合によるメリット

次表に第一三共、武田の統合によるメリットを示す。

武田薬品	第一三共	共通
第一三共の主力医薬品の米国での特許切れが 2016 年と猶予があること、および第一三共の有力な新薬候補である抗血栓剤「エフィエント」の売り上げにより、次世代のブロックバスター新薬の登場までの収益悪化をカバーできる	中・長期的なパイプラインが脆弱である、特に抗がん剤の分野が手薄であるが、がん領域で武田の持つ豊富なパイプラインで補うことができる	研究開発のための資源を共通化させることにより、欧米のメガファーマと同等の R&D 費用をかけることができ、新薬開発のスピードを速めることができる
インド等の新興国への参入を 2010 年に発表したが、基盤作りはこれからである。第一三共がもつランバクシー社の基盤を活用することにより、新興国への参入を加速できる	北里研究所のワクチン事業承継を 2010 年 7 月に発表したが、武田と共同することにより製造・販売において加速を図ることができる	資材共同購入や物流網を共通化することでコスト削減が期待できる。
新たにジェネリック部門を傘下におさめることができ、特許が切れた後でも、ジェネリックメーカーからの脅威を軽減できる		第一三共、武田双方の OTC 部門を統合することにより規模の経済を発揮できる
インドにおける治験をランバクシー社の基盤を活用することにより、治験コストを削減することが可能となる。		

武田薬品と第一三共主力製品と米国での特許切れ時期

	武田薬品工業(4502)		第一三共(4568)	
	2009 年 3 月期 第 3 四半期累計	米国での特許切れ時期	2009 年 3 月期 第 3 四半期累計	米国での特許切れ時期
主力製品(名称が複数存在する場合は日本名)、製品別売上高・全売上高に占める割合	アクトス(2 型糖尿病治療剤) 2,977 億円 24.8%	2011.11	オルメテック(高血圧症治療剤) 1,622 億円 25.8%	2016.4
	タケプロン(消化性潰瘍治療剤) 2,244 億円 18.7%	2009.11	クラビット(合成抗菌剤) 751 億円 12.0%	2010.12
	ブロプレス(高血圧症治療剤) 1779 億円 14.8%	2012.6	メバロチン(高コレステロール血症治療剤) 485 億円 7.7%	2006.4
	リュープリン(前立腺癌・乳癌・子宮内膜症治療剤) 978 億円 8.1%	2014.5	ロキソニン(消炎鎮痛解熱剤) 304 億円 4.8%	-

4.2.4.2 統合における課題

4.2.4.2.1 人事・組織体制

ともに国内製薬企業のトップを競ってきた企業であるため、合併をめぐり主導権争いが起こる可能性が高い。株主や取引先、従業員等への配慮から、「対等」を強調するあまり、いずれかの当事者による強力なリーダーシップの発揮が困難となり、かえって主導権争いを生じさせる。統合後の組織のガバナンスのあり方についても、“バランス人事”を採用するケースがあり、組織が弱体化する恐れもある 。また、2010 年 3 月度時点の国内の従業員数は、第一三共 6029 人、武田 6334 人であり、統合した場合、合計 12000 人を超える。すべての部門において、大幅な人員削減が必要となり、従業員に大幅なモラール低下を招く可能性がある。また、優秀な従業員が他社に流出する可能性も高い。さらに退職金制度等、人事システムそのものの統合も、社内に大きな混乱を与える要因となる。

4.2.4.2.2 生産拠点の集約

第一三共は、国内に医療用医薬品 7 箇所の生産拠点（秋田、小名浜、館林、平塚、小田原、高槻、大阪）に、武田薬品は国内 2 箇所（大阪、山口）の生産拠点をそれぞれ有する。経営統合することで生産や物流拠点が合理化された場合、余剰設備の集約や人員整理は避け

られない。前述のとおり社内に大きな混乱を与える可能性のある問題であるため、慎重に進める必要がある。

4.2.4.2.3 海外戦略

第一三共と武田が合併した場合、海外戦略がさらに加速することが予想される。売上高は2兆5000億円超、営業利益5200億円規模のメガファーマとなり、世界の医薬品売上高で上位10以内に入る。売上規模では上位10位以内に入るものの、ROEでみると武田が約14%、第一三共が約5%と欧米の製薬企業に比べると下回っている。ROEが低いということは、資本効率が悪いことを意味する。資本効率を低下させる原因として、非事業資産に着目する。非事業資産の主要な構成要素は、現預金と有価証券である。日本のメーカーは、海外の新薬メーカーと比べると、現預金などの非事業性資産の割合が高く、それが資本効率の低さにつながっていた。第一三共はインドランバクシーを、武田はミレニアムをそれぞれ傘下におさめている。これら海外子会社の経営基盤を活用しながら、日本の市場で培った、きめ細かな品質・生産体制など豊富なノウハウで優位性を発揮することが期待される。

4.3 まとめ

以上、第一三共と武田の経営統合について、メリットと課題を挙げた。ほかにも統合比率の算定や独占禁止法の審査、企業理念・ビジョンの共有等、数多くの問題が予想される。しかし、経営統合が実現すれば、日本初の世界有数のメガファーマが誕生することになり、欧米の製薬企業と互角に戦う体制が整うことになる。第一三共、武田ともに日本では製薬企業として磐石の地位にあるが、今後のパイプラインをみると双方ともに不安材料が山積している。さらに、海外の製薬企業が、ドラッグラグを逆手にとって、欧米で承認され評価の高い新薬を次々と日本市場に投入しており、武田、アステラス、第一三共の牙城が崩れつつある。統合による国内での収益基盤の強化は、海外でのさらなるM&Aにも貢献する。有望なパイプラインを持つバイオベンチャーの買収は、新薬開発に遅れをとりつつある日本企業にとって、欧米企業との優位性を保つためには必須であり、新薬開発、上市までの時間を買うのと同じ効果があるといえる。「複眼経営」を目指す第一三共と「創薬」に特化する武田は、互いに異なる戦略で生き残りを図ろうとしているといえ、統合が実現すれば、大きなシナジー効果が期待できる。また、株主の期待も高まり、株価の上昇による企業価値もよりいっそうたかまることが期待できる。

以上

付属資料７：企業戦略分析

（出所：チームＨ：前田　浩夫　三和　昌樹　丸山　秀喜　保田　　快　水田　哲也　山下　有希　都良太郎　山田　恒仁　「経営戦略応用研究　ケースレポート No.1　第一三共製薬」 2011 年 8 月 23 日）

第一三共株式会社（2011）

最初に第一三共株式会社（以下、第一三共）の経営指標について、アステラス製薬株式会社（以下、アステラス）との比較により分析を行う。ここで、アステラスを比較対照企業として選択した理由は以下のとおりである。

１．2011 年 3 月期の売上高が第一三共（9,673 億円）、アステラス（9,539 億円）とほぼ同じであること。

２．第一三共と同様に、国内企業同士の合併により誕生した企業であり、その生い立ちに類似点があること。

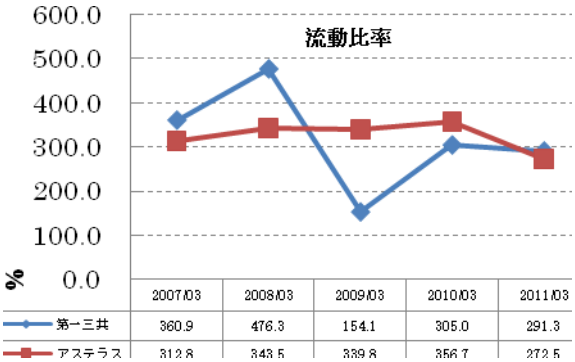
３．第一三共が多角化を進める一方で、アステラスが医療用医薬品への選択と集中を進めており、企業戦略が明らかに異なること。

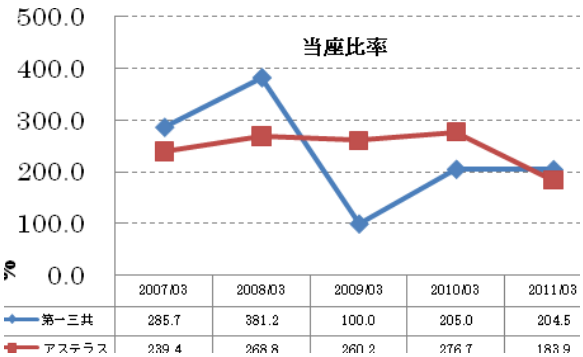
以上より、売上規模や企業の生い立ちの点で類似点がある一方、企業戦略が異なっており、それが安全性、収益性、成長性等に及ぼす影響を検討できると考えたからである。

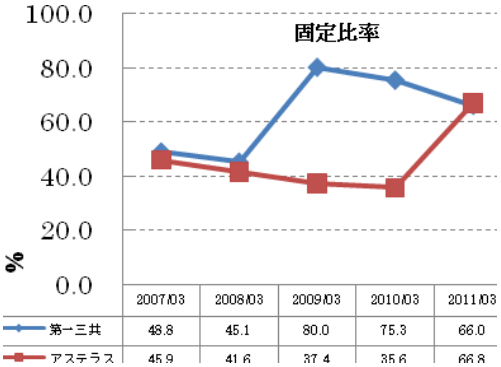
1　財務諸表分析

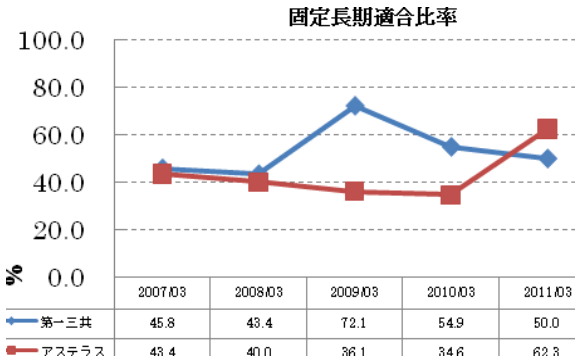
1.1　連結貸借対照表および損益計算書にもとづく経営分析

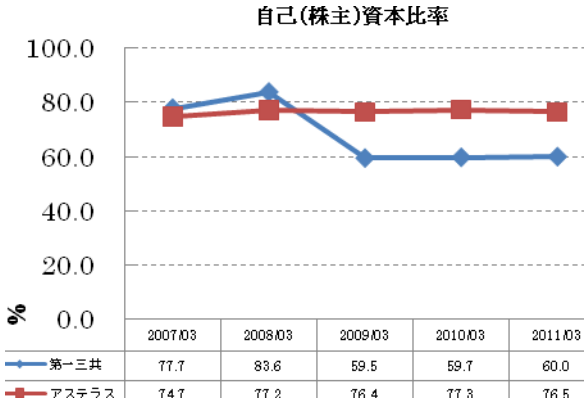
(1)安全性





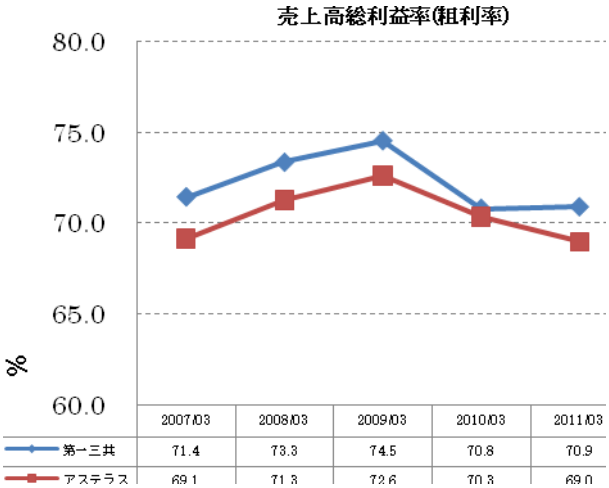


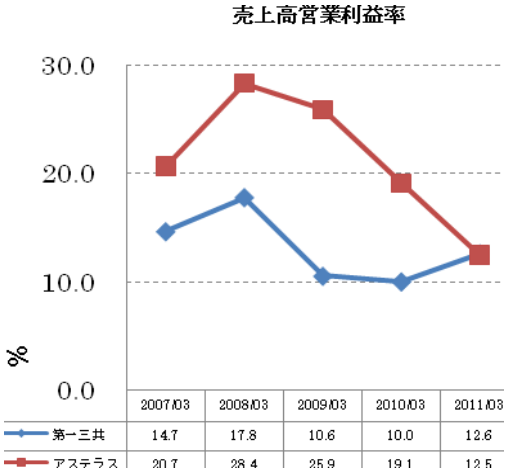


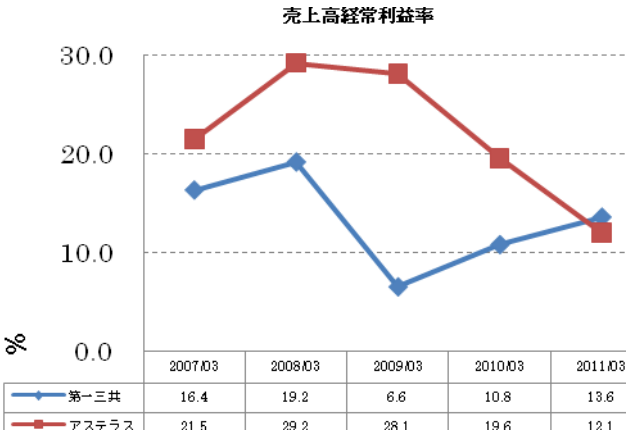


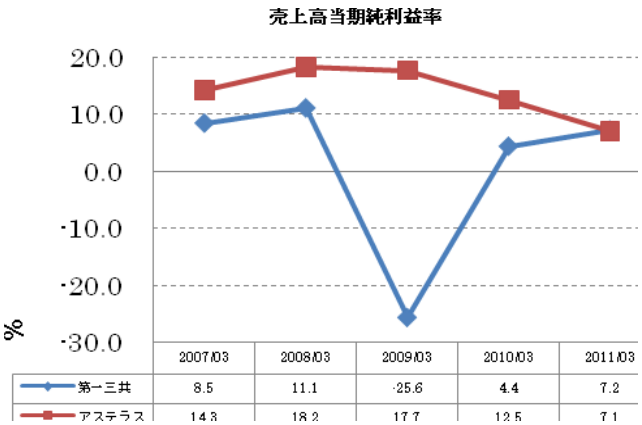
「流動比率」及び「当座比率」は、企業の短期的な支払能力を測る指標であり、一般的には流動負債は通常 200%以上、当座比率は 100%を超えることが望ましいとされている。流動比率は過去五年間、2008 年度の 154%を除き常に大きく 200%を超えて推移しているので問題はないと判断される。ベンチマーク企業のアステラスは過去 5 年間大きく 200%を超えており潤沢な資産を保有していることがうかがえる。当座比率も同じく 2008 年度が 100%となっているが、その他の年度は 200%を上回っており特に危険視するレベルではない。アステラスは過去 5 年間常に 100%をゆうに上回っている。「固定比率」「固定長期適合率」は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般的には固定比率 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいとされている。固定比率、固定長期適合率ともに直近 5 年では 80%以下で推移しておりこちらの指標も問題ない。「自己資本比率」は、調達資金の安全性を測る指標で、自己資本（純資産）は返済義務のない資本なので、この比率が高いほど資金の安定性が高い。資本金 10 億円以上の法人では 38.9%となっており、資本金の額小さいほど自己資本比率も低いという傾向がある。直近 5 年間をみるとおおむね 60%以上でありこちらの指標も問題ないと思われる。以上の各指標分析より安全性に関して両社ともに問題はないと考える。

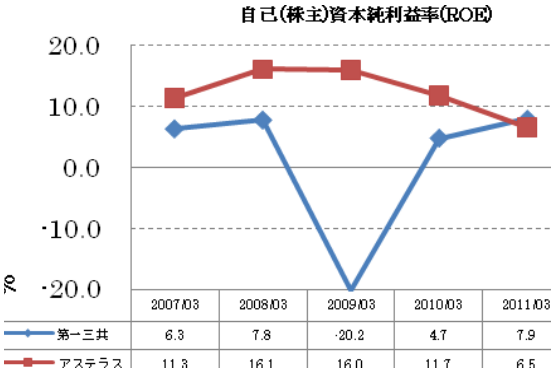
(2)収益性

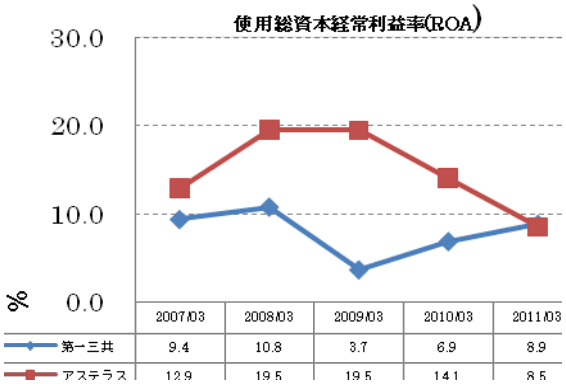

売上高総利益率(粗利率)
80.0
75.0
70.0
65.0
60.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 71.4 73.3 74.5 70.8 70.9
アステラス 69.1 71.3 72.6 70.3 69.0


売上高営業利益率
30.0
20.0
10.0
0.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 14.7 17.8 10.6 10.0 12.6
アステラス 20.7 28.4 25.9 19.1 12.5


売上高経常利益率
30.0
20.0
10.0
0.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 16.4 19.2 6.6 10.8 13.6
アステラス 21.5 29.2 28.1 19.6 12.1

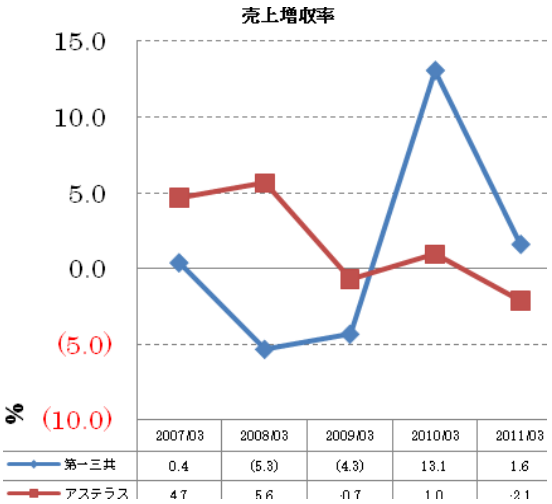

売上高当期純利益率
20.0
10.0
0.0
-10.0
-20.0
-30.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 8.5 11.1 -25.6 4.4 7.2
アステラス 14.3 18.2 17.7 12.5 7.1

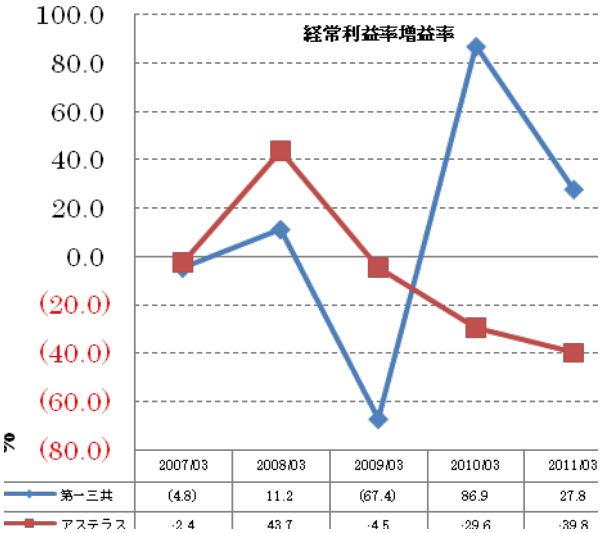

自己(株主)資本純利益率(ROE)
20.0
10.0
0.0
-10.0
-20.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 6.3 7.8 -20.2 4.7 7.9
アステラス 11.3 16.1 16.0 11.7 6.5

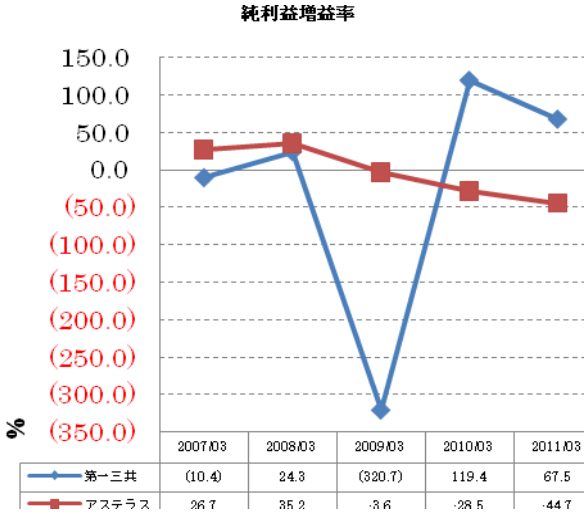

使用総資本経常利益率(ROA)
30.0
20.0
10.0
0.0
%
2007/03 2008/03 2009/03 2010/03 2011/03
第一三共 9.4 10.8 3.7 6.9 8.9
アステラス 12.9 19.5 19.5 14.1 8.5

収益性について、まず「売上高総利益率」ついては業種によって大きくばらつきがあるが、飲食業を除いて 40～50%で優良、30%を超えていると良い、20～30%くらいが一般的だといわれている。製薬業界はおおむね高く 60%を超えるといわれる。第一三共、アステラスともに各年度 60%を超えており売上総利益率は良好である。最近は財テクに力を入れる企業が少なくなっているので「売上高営業利益率」と「売上高経常利益率」の差はなくなってきているが、一般的には売上高営業利益率は 10%以上、売上高経常利益率は 5%以上が目安だといわれる。第一三共、アステラスともに両指標とも第一三共の 2008 年度を除けば 10%を超えており利益率は高い。この指標も製薬業界では高くなる。研究開発費で相殺されるが、数値としては良好である。第一三共の 2008 年度のみ経常利益率が 6.6%と低くなっているのはランバクシーの買収が要因と考える。「売上高当期純利益率」も同様の要因で第一三共は 2008 年度に-25.6%となっている。第一三共はアステラスと比べると売上高総利益率が高いにも関わらず、売上高営業利益率は低くなっている。背景としては①研究開発費がアステラスと比べて高い②広告・販売促進費が高い③従業員数が多い④減価償却費が多いなどが考えられる。「ROE」および「ROA」は比率が高いほど総合的な収益力で得られる利益の効率が高いといえる。日本企業でROEは 90 年代半ば頃から意識され始めた経営指標であり、米国の企業では平均して 20%近くに達しており、それだけ株主に報いる経営をしているといえる。第一三共は 2008 年度にランバクシーの買収の影響と思われるROEとROAの低下が見られるが、その他の年は第一三共、アステラスともに比較的高いROEとROAとなっている。以上のことから、第一三共はランバクシーの買収の影響による一時的な数値の低下は見られるものの収益性も問題ないと考えられる。

(3) 成長性

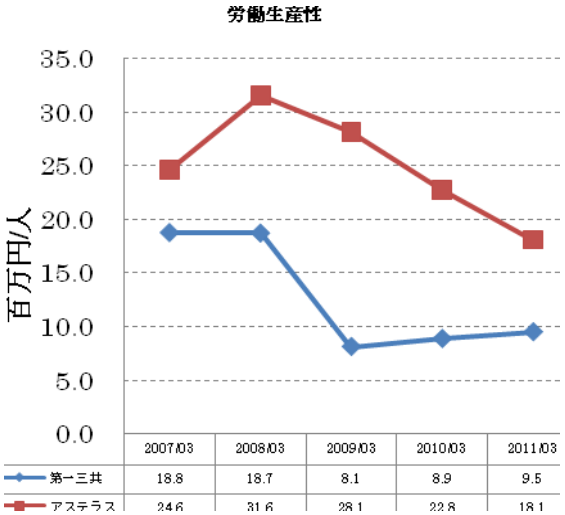


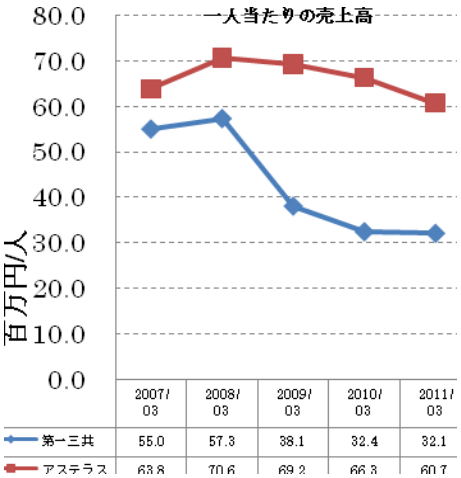




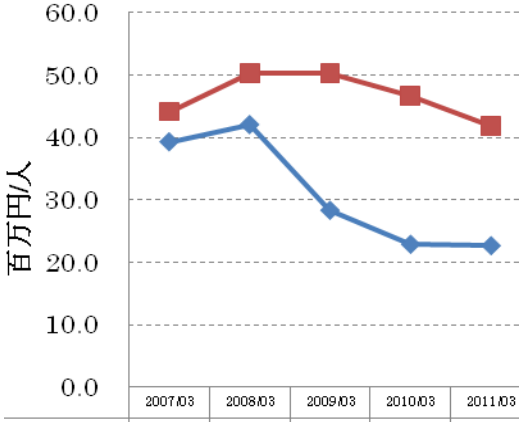
第一三共の成長性の各指標は 2008 年度のランバクシーの買収が大きく影響を受けている。売上増収率はランバクシーの買収により増えた売上により 2009 年度のプラスに大きく寄与したと考えられる。ただ、売上増収率を除く他の指標は 2008 年度で大きくマイナスとなっている。これは、買収したランバクシーのデリバティブ評価損とその買収によるのれん減損などの特別損失の拡大が要因と考えられる。2009 年度以降は再び各項目とも回復を見せているが、アステララスも含めて 2010 年前後から主力製品の特許切れなどにより成長に陰りが出てきている。

(4) 生産性



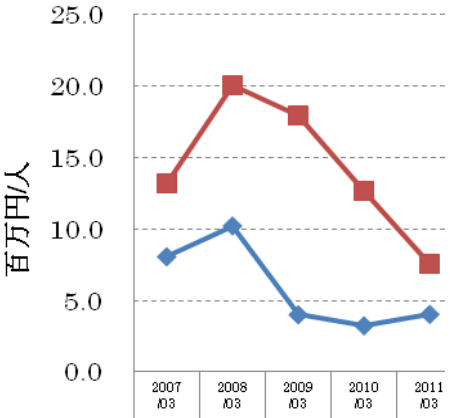


一人当たりの売上総利益



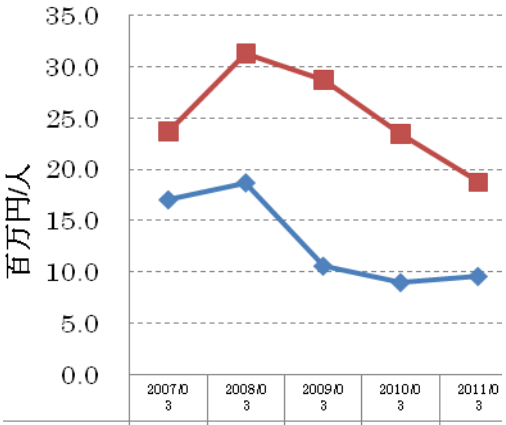
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	39.3	42.0	28.4	23.0	22.7
アステラス	44.1	50.3	50.2	46.6	41.9

一人当たりの営業利益



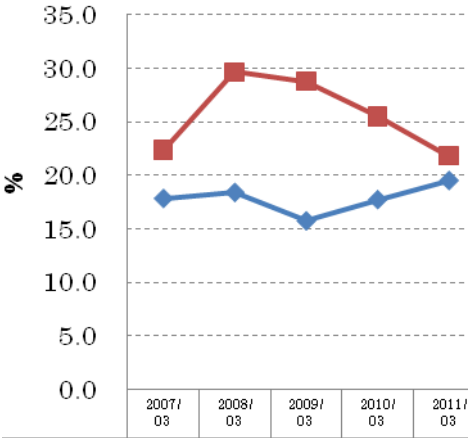
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	8.1	10.2	4.0	3.3	4.1
アステラス	13.2	20.0	17.9	12.7	7.6

一人当たりの付加価値



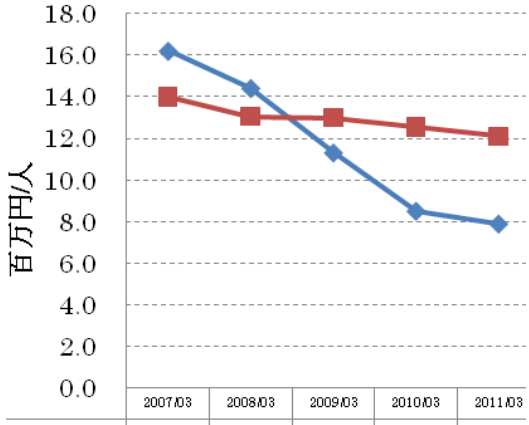
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	17.0	18.7	10.6	9.0	9.6
アステラス	23.7	31.3	28.7	23.5	18.7

使用総資本投資効率



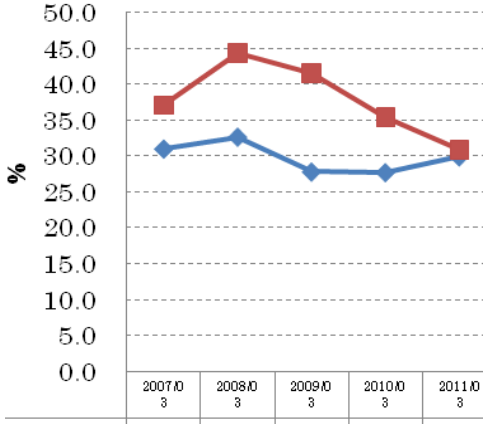
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	17.8	18.4	15.7	17.7	19.5
アステラス	22.4	29.6	28.8	25.5	21.8

労働装備率

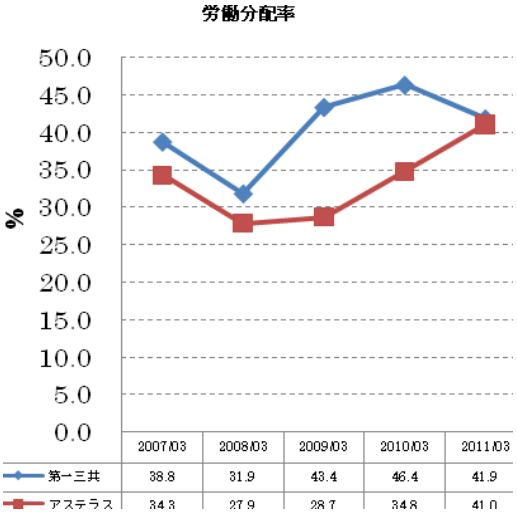


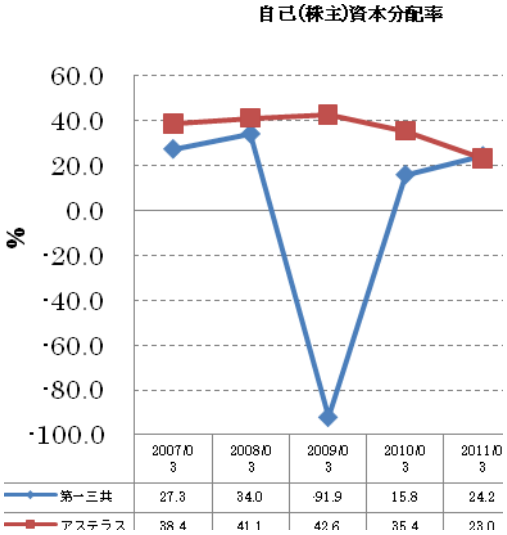
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	16.2	14.4	11.3	8.5	7.9
アステラス	14.0	13.1	13.0	12.5	12.1

売上高付加価値率



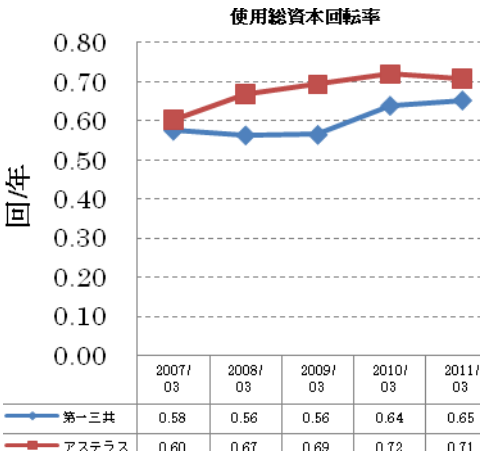
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
第一三共	31.0	32.6	27.8	27.7	29.9
アステラス	37.1	44.3	41.5	35.4	30.9

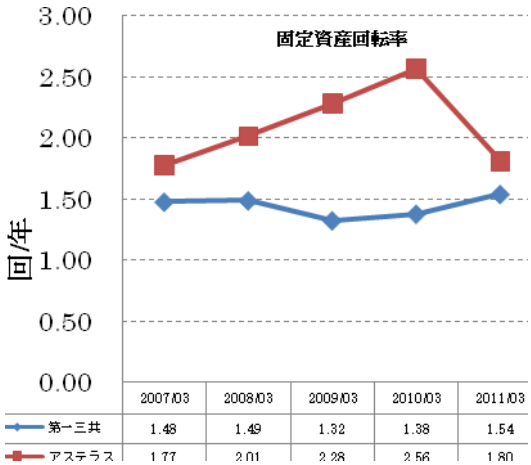


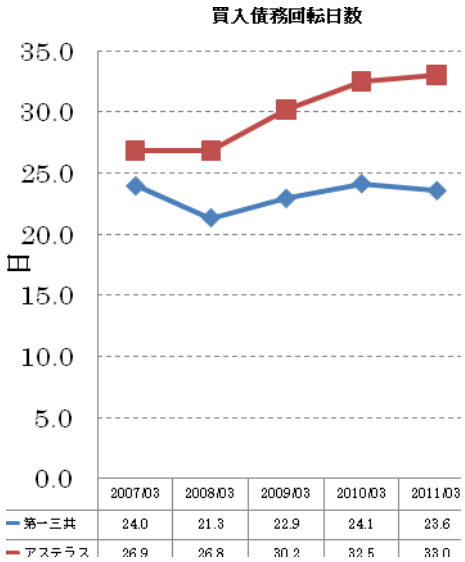


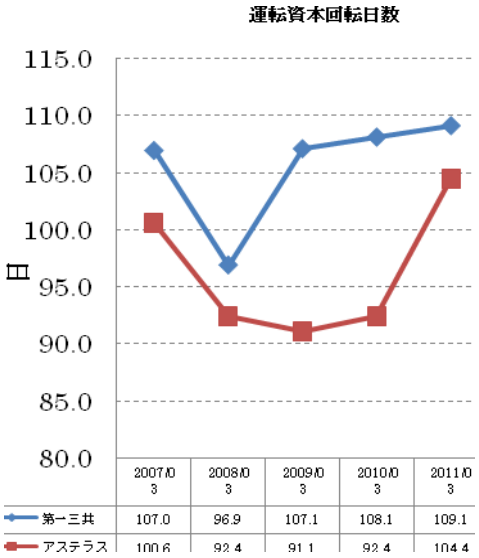
第一三共では「労働分配率」を除く「一人当たり売上高」、「一人当たり売上総利益」、「一人当たり営業利益」などほぼ全ての指標で 2008 年度のランバクシー買収が要因で生産性が落ちた。「労働分配率」は企業が新たに生み出した価値のうちどれだけ人件費に分配されたかを表す指標であるので、ランバクシーの買収により人件費が増えいったん上昇したが、2010 年度にはアステラスと同じレベルまで下げてきている。2011 年 3 月末で連結の従業員数は第一三共が 3 万人強に対しアステラスは 1 万 6 千人強と売り上げ規模が同じ程度にもかかわらず、第一三共の従業員数の多さは今後の課題であると考える。全ての生産性の指標についてアステラスと比較すると 2010 年度は同等もしくは下回っている。ランバクシーの買収、主力製品の特許切れ、いわゆるブロックバスターの少なさなどが生産性を低くする要因になっていると考えられる。

(5) 効率性



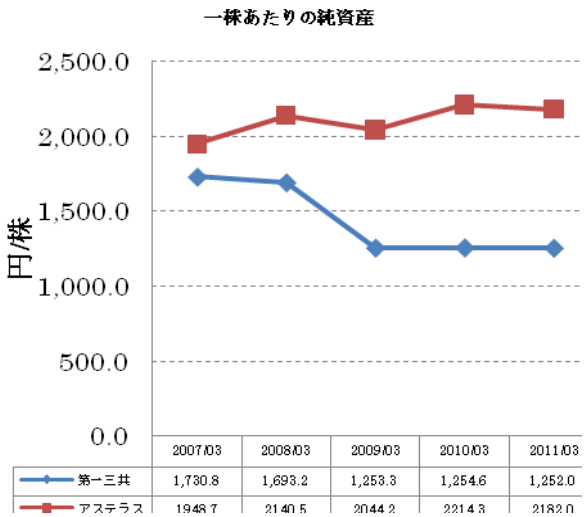


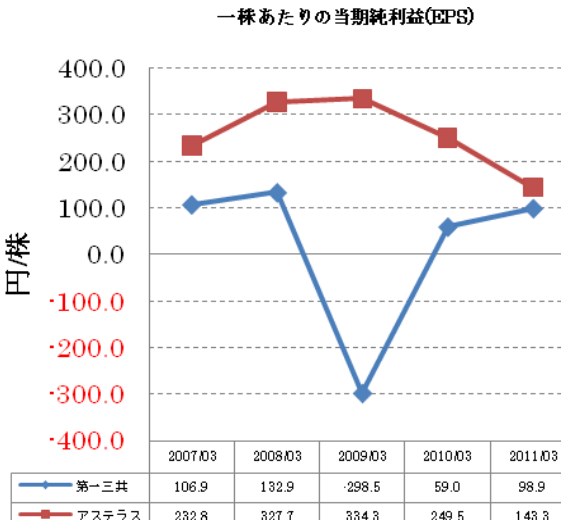


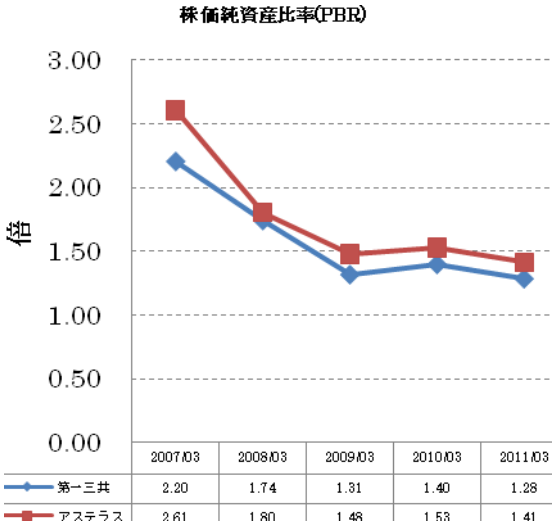


「使用総資本回転率」は 1 回を達成している企業はかなり効率的に資本を運用できているといえる。全業種平均は 0.8 回ほどで商業では比較的高く、多額の設備投資が必要な電力・鉄鋼などの重工業では低い数値となる。第一三共の場合 0.5 から 0.7 で推移しており、アステラスよりも相対的に低いが国内業界最大手の武田薬品も 0.5 程度である。第一三共は、その他の指標である「固定資産回転率」、「買入債務回転日数」はアステラスより低く、一方「運転資本回転日数」はアステラスより長くなっており、効率面では総じて劣っていると考える。

(6) その他



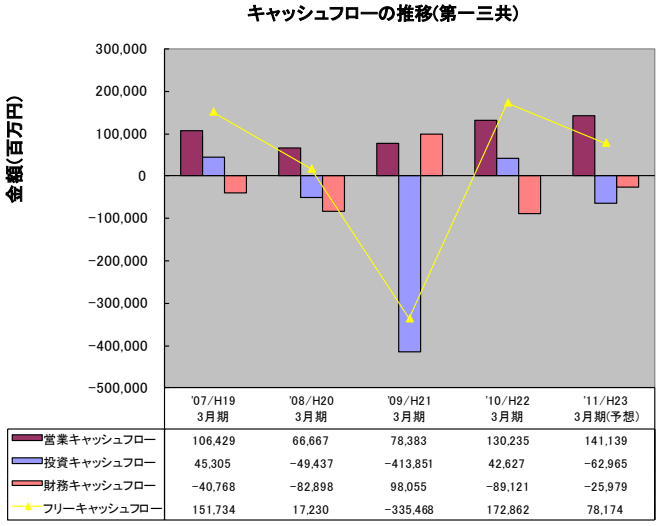


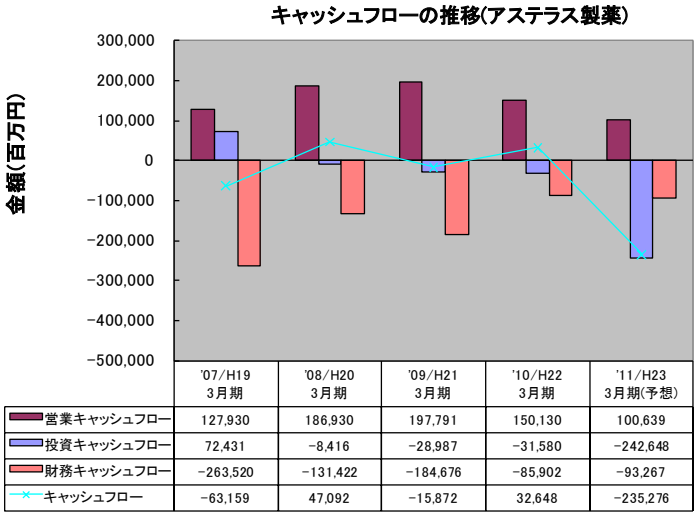


2008 年度まで高血圧症治療剤のオルメテック等の主力製品堅調を背景に「一株あたりの純資産」や「一株あたりの純利益」は順調に推移してきたが、ランバクシーの買収を受け、2009 年度にはマイナスとなった。しかし、2010 年度以降は「一株あたりの純利益」ほか各指標とも回復傾向にある。株価純資産比率（PBR）については、相対的にアステラスよりも低いが、いわゆる危険水域といわれる 1 倍を下回っことはなくオルメテック他主力製品の堅調さがうかがえる。また、株価はリーマンショック後の 2008 年 11 月のランバクシーの株式公開買付完了後は、ランバクシーのデリバティブ評価損や米国FDA問題などが要因でここ数年はアステラスを下回っている。

1.2　連結キャッシュフロー計算書の内容およびＣＦ分析

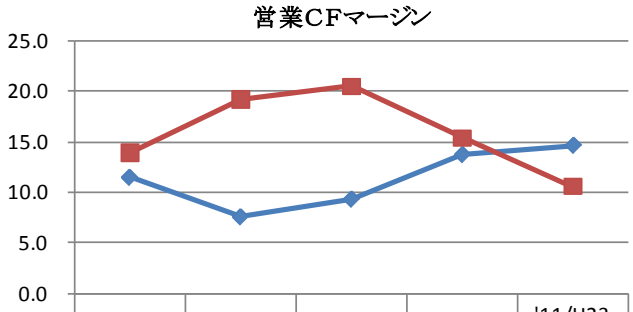
(1) キャッシュフローの状況



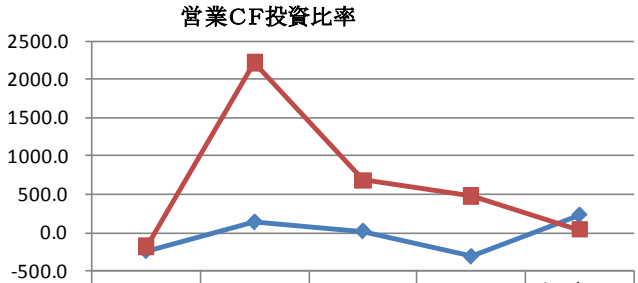


営業キャッシュフローについては、本業で獲得したキャッシュフローを示し、両社とも比較的堅実にプラスとなっており、製薬会社の特徴であるキャッシュリッチなところが伺える。第一三共は 2008 年以降増加傾向にある。2011 年度決算見込みでは、第一三共がアステラスを逆転する見込みである。アステラス製薬は、第一三共以上に潤沢な営業キャッシュフローに支えられていたが、2008 年度をピークに減少傾向にある。これは、アメリカで販売されている薬の特許が切れたことによる影響が大きいと考えられる。また、投資キャッシュフローは、第一三共は、2009 年度に大きくマイナスとなっているが、これはインドのジェネリック（後発医薬品）メーカーのランバクシー・ラボラトリーズを約 5000 億円で買収した影響によるものである。しかし、翌年以降営業ＣＦが前述のように増加となって良い傾向となっている。10 年程度のスパンで見ると投資資金を回収できると予測できる。アステラスは、2010 年度は米ＯＳＩファーマシューティカルズの買収を 3700 億円で買収したため、大きくマイナスとなったが、他の年度は大きな増減は見られない。財務キャッシュフローは、第一三共はプラスになったのは、2008 年度のみで他の年度は全てマイナスとなっている。アステラスは、例年マイナスとなっているが、株主配当が比較的手厚い他、自社株買い等も行っている。

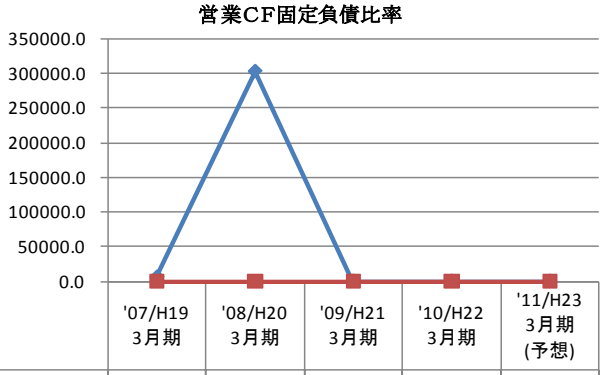
(2)キャッシュフローの分析



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期(予想)
第一三共	11.5	7.6	9.3	13.7	14.6
アステラス	13.9	19.2	20.5	15.4	10.5



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期 (予想)
第一三共	-234.9	134.9	18.9	-305.5	224.2
アステラス	-176.6	2221.1	682.3	475.4	41.5



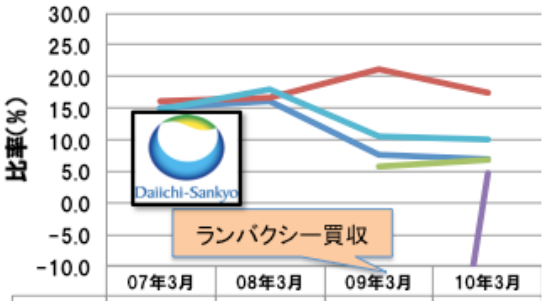
	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期 (予想)
第一三共	5806.3	303031.8	118.5	47.2	63.0
アステラス	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

営業キャッシュフロー（CF）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いる。営業キャッシュフローは営業活動による資金の獲得であることから、営業 CF マージンは企業活動の収益性を表している。キャッシュフローの状況と同様に、第一三共は 2008 年度から上昇傾向にあり、アステラスは 2008 年度をピークに減少傾向にあり、2008 年度 11.6%あった差が、2010 年度には 1.7%となり 2011 年度は逆転する。アステラスは主力製品の特許切れが影響していると考えられる。両社とも 10%以上あるが、アステラスは減少傾向にあり危惧される。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で投資全体のキャッシュフローをどれだけまかなえているかどうかを見る指標である。この比率が 100%以上ならば営業キャッシュフローで投資全体がまかなえていることを示すが、100%未満だと手元資金を取り崩しているか新たに資金調達をしている事を示す。第一三共、アステラスの両社ともマイナスの時は、投資キャッシュフローのプラスの年度であり、問題がない。また、第一三共においては、2009 年度に約 19%と低下しているが、成長のための投資でやむをえないところがあり、その後、好転しているため、特に問題ではない。逆に、アステラスは、投資に対し営業キャッシュフローが高く、もっと M&A や設備投資を行い活用すべきと考えられる。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営業キャッシュフローからみた指標である。100%が一つの目安であるが、第一三共はランバクシーを買収した 2008 年度に急激に上昇しているが、翌年以降、急激に低下した。現在、100%未満であるが、50%前後であれば、営業 CF の 2 年分であり大きな問題ではない。また、アステラスも、5 カ年通じ固定負債 0 であるため、算出できないことからこの指標では評価できない。

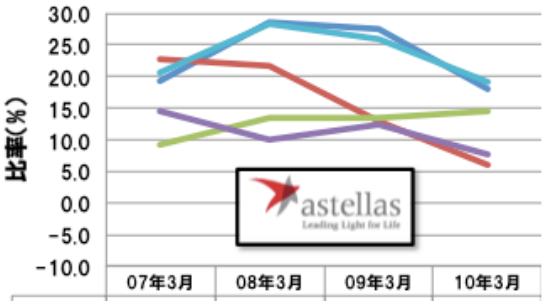
1.3　所在地別セグメント分析

(1)収益性

地域別の売上高営業利益率で分析。（左図：第一三共、右図：アステラス　～以下同様）



	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	15.0	16.1	7.5	6.9
北米	16.0	16.5	21.0	17.4
欧米	NA	NA	5.7	6.9
アジア	NA	NA	-103.9	4.7
全体	14.7	17.8	10.6	10.0



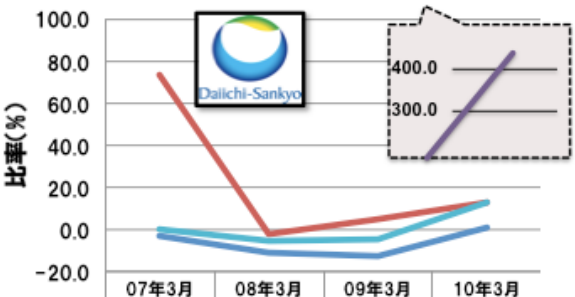
	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	19.4	28.5	27.4	18.0
北米	22.7	21.7	12.8	6.0
欧米	9.2	13.6	13.6	14.5
アジア	14.6	9.9	12.4	7.7
全体	20.7	28.4	25.9	19.1

両社とも、主に日本事業の営業利益率が低下しつつある。円高の影響が最も大きいが、第一三共は感染症薬レボフロキサシン、アステラスは免疫抑制薬プログラフの特許切れによ

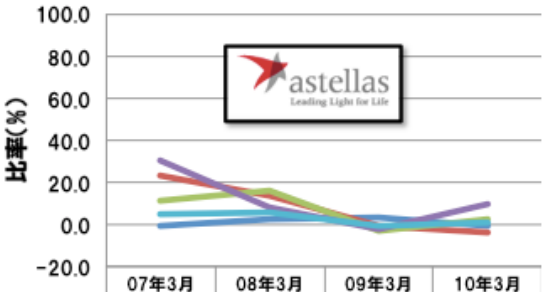
る薬価抑制の影響を被っている模様。第一三共の海外事業については、ランバクシー・ラボラトリーズの買収に伴う同社販路の活用の影響もあり、北米事業が堅調なものの、アジア事業及び欧州事業については、売上高は拡大しているが、営業利益率については、それほどの伸びを見せていない。一方、アステラスの海外事業については、日系製薬企業トップクラスの地位を占めている欧州をはじめ、各地域とも一定の利益率を確保しているが、近年北米事業での低下が著しい。これはプログラフや排尿障害薬ハルナールの特許切れに加え、2007 年に実施した米国 Agensys 社の買収に伴い、同社の研究開発費の加算やのれん代償却による一般管理費の増加により、営業利益が低下したことが、原因の一つとなっている模様。

(2)成長性

売上高増減率で分析する。



	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	-3.2	-11.3	-12.8	0.9
北米	73.3	-2.1	5.1	13.2
欧米	NA	NA	NA	31.4
アジア	NA	NA	NA	427.6
全体	0.4	-5.3	-4.3	13.1

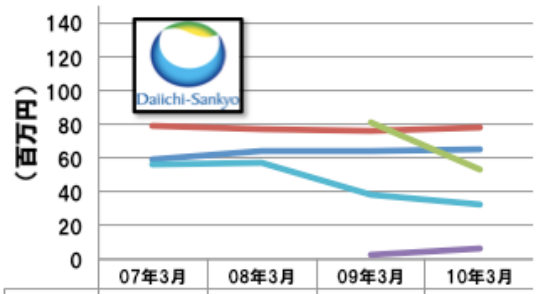


	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	-0.6	2.5	3.8	-0.7
北米	22.9	14.0	-0.8	-3.7
欧米	11.5	16.5	-2.9	2.8
アジア	30.7	8.3	-2.2	10.1
全体	4.7	5.6	-0.7	1.0

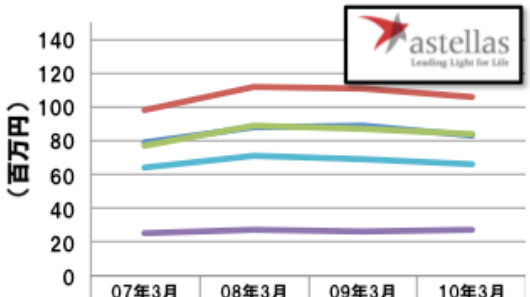
第一三共は、インドを中心とするアジア事業の伸びが顕著。欧州についても、同じく増加傾向を見せている。北米についても、ランバクシーの活用や、ジェネリックを得意とするフォルマース社を傘下におさめることにより、高脂血症メボチロンの特許切れや為替の影響により急激に売上げが低下した 2007 年度から回復する基調を示している。一方で、アステラスについては、全体的に伸び悩んでいるものの、プログラフの承認取得等の、中国を中心としたアジア地域での注力から、同地域での事業が伸びを示している。

(3)生産性

① 一人当たり売上高



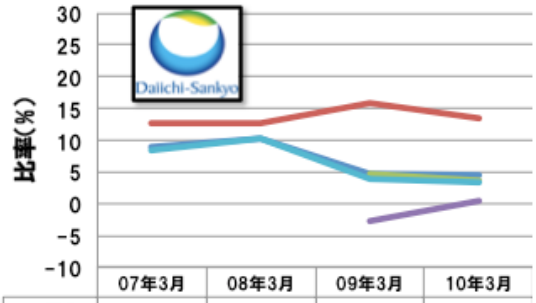
	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	59	64	64	65
北米	79	77	76	78
欧米	NA	NA	81	53
アジア	NA	NA	3	7
全体	57	57	38	32



	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	78	88	89	83
北米	98	112	111	105
欧米	77	89	87	84
アジア	25	27	26	27
全体	64	71	69	66

両社とも、生産性については総じて高い値を示している。（若干古いデータとなるが、経済産業省による「平成 10 年商工企業実態調査／大手企業製造業平均 5,100 万円」と比して、かなり高い。）第一三共は、総じて堅調に推移。一方でアジア事業については、非常に低い値となっている。アステラスについては、第一三共と比べて、各地域とも、相対的に高い生産性を示している。特に北米、欧米事業については、高い生産性を示している。

② 一人当たり営業利益



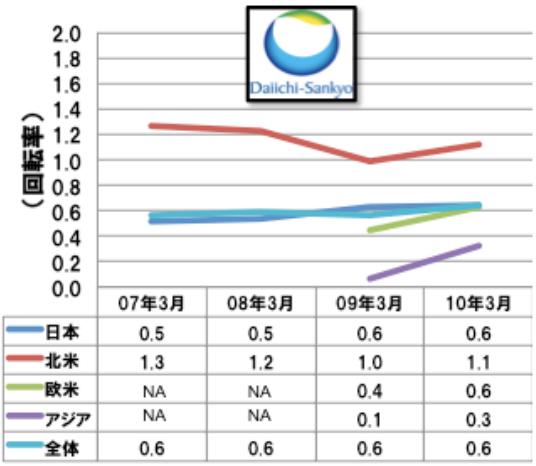
	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	9	10	5	4
北米	13	13	16	14
欧米	NA	NA	5	4
アジア	NA	NA	-3	0
全体	8	10	4	3

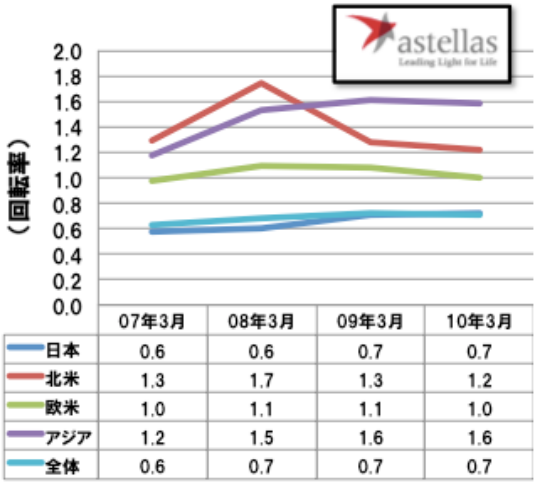
	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
日本	15	25	24	15
北米	22	24	14	6
欧米	7	12	12	12
アジア	4	3	3	2
全体	13	20	18	13

北米事業を除き、総じてアステラスと比べて第一三共の利益額が低い。特に第一三共の日本、欧州における値は、2008、09 年度においては、アステラスの三分の一レベル以下となっている。

(4)効率性

総資本回転率で分析する。



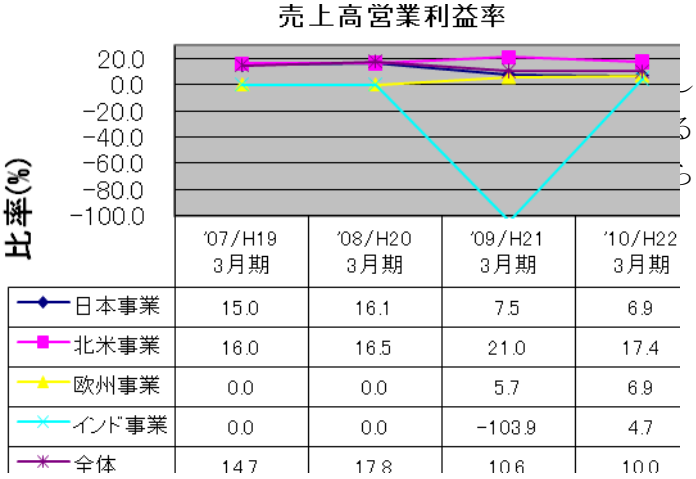


総資本回転率は、一般的には 1 以上であることが望ましい。他方、（営業）利益が同額とすると、ジェネリック薬品に注力する場合、薄利多売となり総資本回転率は低くなり、アンメットメディカルニーズへの対応等新薬開発に軸足を置けば、その逆となることが想定され得る。第一三共は、アジア事業については、ジェネリック薬品事業に強みを見せていたランバクシーの影響により、低い回転率を示している一方で、他地域、特に北米事業については 1 を上回っている状況。対して、アステラスについては、日本以外においては、全て 1 を上回っている。今後の展望として、アステラスは、2010 年に発表した中期経営計画において、『アンメットメニーズに対応する新薬を開発』と謳っており、新薬開発に伴い本回転率の更なる向上が望まれる。一方で、第一三共は、中期戦略として「ハイブリッドビジネスモデル」を掲げ、『市場のニーズに応じて、イノベーティブ医薬品及びエスタブリッシュト医薬品（ジェネリック医薬品等）の提供を追求』としており、今後も地域特性にあわせた事業展開が行われる見通し。

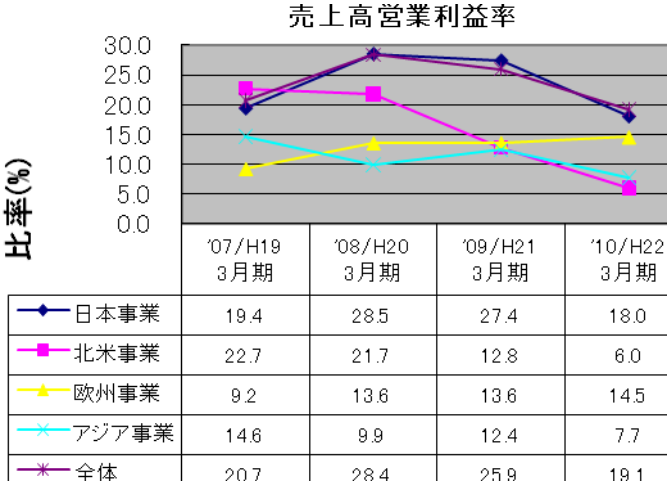
1.4 セグメント情報にもとづくＣＦ分析

所在地別セグメント情報のCFの数字が取れなかったため、代わりにここでは第一三共、アステラスともに数字入手が可能であった 2007 年 3 月期から 2010 年度 3 月期の売上高営業利益率の項目を分析した。

(1) 売上高営業利益率（左が第一三共、右がアステラス）



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	15.0	16.1	7.5	6.9
北米事業	16.0	16.5	21.0	17.4
欧州事業	0.0	0.0	5.7	6.9
インド事業	0.0	0.0	-103.9	4.7
全体	14.7	17.8	10.6	10.0



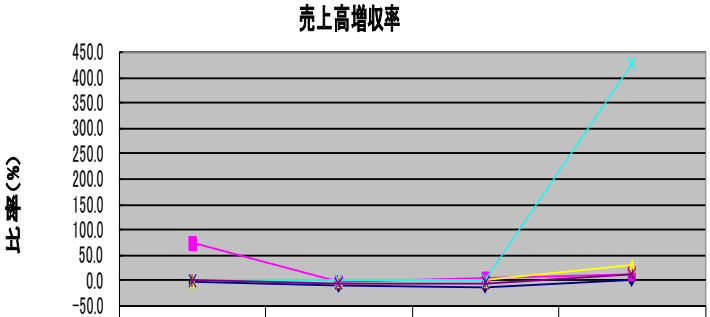
	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	19.4	28.5	27.4	18.0
北米事業	22.7	21.7	12.8	6.0
欧州事業	9.2	13.6	13.6	14.5
アジア事業	14.6	9.9	12.4	7.7
全体	20.7	28.4	25.9	19.1

事業に力を入れ出したのが最近であり、まだまだ、利益率低い。北米事業の営業利益率が高いのが目立つ。アステラスは、従来からアジア事業部門があるが利益率でみるとかなり低い。また、近年は北米事業が大きく低下傾向にあり、逆にヨーロッパ事業に上昇傾向がみられる。

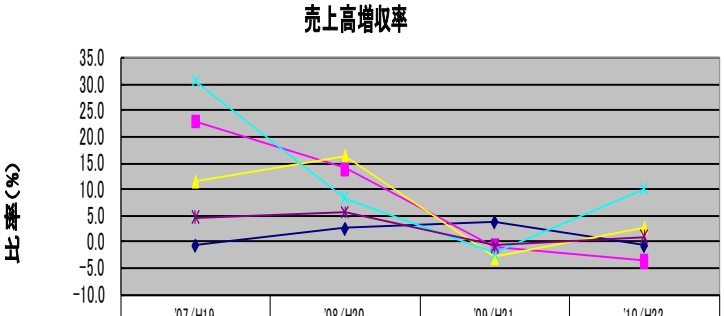
(2) 投資キャッシュフロー（資本支出）営業キャシュフロー比率

ここでも代わりに数字入手可能であった 2007 年 3 月期から 2010 年度 3 月期の売上高増収率を分析した。

売上高増収率（左が第一三共、右がアステラス）



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	-3.2	-11.3	-12.8	0.9
北米事業	73.3	-2.1	5.1	13.2
欧州事業	0.0	0.0	0.0	31.4
インド事業	0.0	0.0	0.0	427.6
全体	0.4	-5.3	-4.3	13.1



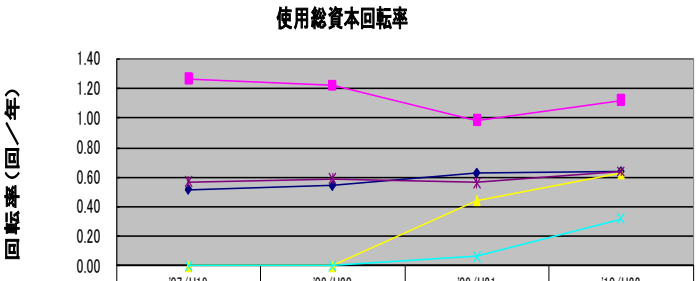
	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	-0.6	2.5	3.8	-0.7
北米事業	22.9	14.0	-0.8	-3.7
欧州事業	11.5	16.5	-2.9	2.8
アジア事業	30.7	8.3	-2.2	10.1
全体	4.7	5.6	-0.7	1.0

アジア事業だけが伸びを示している。

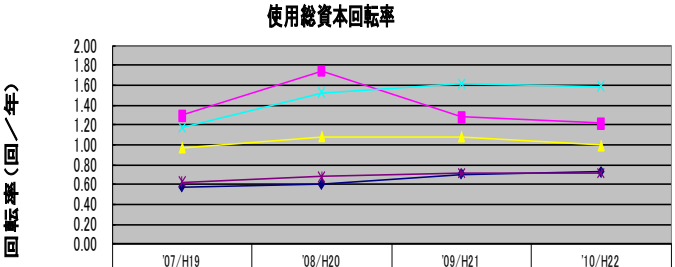
(3) フリーキャッシュフロー

ここでも代わりに数字入手可能であった 2007 年 3 月期から 2010 年度 3 月期の使用総資本回転率を分析した。

使用総資本回転率（左が第一三共、右がアステラス）



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	0.52	0.54	0.63	0.64
北米事業	1.27	1.22	0.99	1.12
欧州事業	0.00	0.00	0.45	0.63
インド事業	0.00	0.00	0.06	0.32
全体	0.57	0.59	0.56	0.64



	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期
日本事業	0.57	0.60	0.70	0.73
北米事業	1.30	1.74	1.28	1.22
欧州事業	0.97	1.09	1.08	0.99
アジア事業	1.17	1.53	1.62	1.59
全体	0.63	0.68	0.72	0.71

2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）・投下資本回収率（ROIC）算出

2.1.1 経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）の算出結果

表2.1.1.1 第一三共の経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）

指標	単位	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期
経済付加価値(EVA)	百万円	25,069	43,904	13,026	13,603	31,592
投下資本収益率（ROIC）	%	6.85%	8.06%	4.81%	5.13%	6.46%

■EVAおよびROIC算出要素

税引き後営業利益(NOPAT)	百万円	87,813	100,370	58,515	60,511	76,706
資本コスト	百万円	62,745	56,466	45,489	46,908	45,113
簿価投下資本	百万円	1,282,241	1,244,600	1,215,895	1,180,418	1,187,100
加重平均資本コスト(WACC)	%	4.89%	4.54%	3.74%	3.97%	3.80%
負債コスト(re)	%	1.86%	2.52%	1.17%	1.85%	1.87%
株主資本コスト(rd)	%	4.91%	4.54%	4.59%	4.65%	4.51%
リスクフリーレート	%	1.655%	1.285%	1.342%	1.395%	1.255%
リスクプレミアム	%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
β 値		0.813	0.813	0.813	0.813	0.813
法定実効税率	%	40.50%	40.50%	40.50%	40.50%	40.50%
D/(D+E)	%	0.36%	0.00%	21.88%	18.98%	20.82%
E/(D+E)	%	99.6%	100.0%	78.1%	81.0%	79.2%
簿価有利子負債(D)	百万円	10,093	85	327,278	290,910	299,398
時価株主資本(E)	百万円	2,800,393	2,164,608	1,168,451	1,241,479	1,138,672

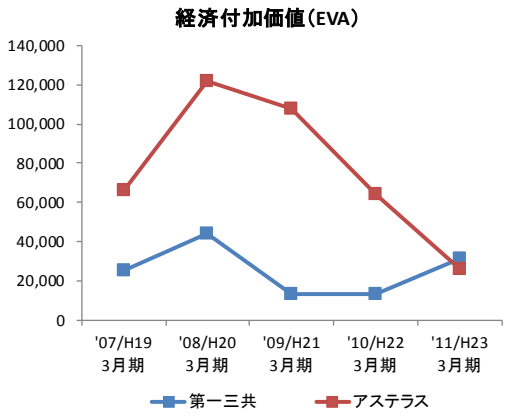
表2.1.1.2　アステラスの経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）

指標	単位	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期
経済付加価値(EVA)	百万円	65,990	121,959	107,776	64,002	26,328
投下資本収益率（ROIC）	%	10.84%	15.45%	14.99%	10.66%	7.02%

■EVAおよびROIC算出要素

税引き後営業利益(NOPAT)	百万円	119,363	171,648	154,445	112,304	71,695
資本コスト	百万円	53,373	49,689	46,669	48,302	45,367
簿価投下資本	百万円	1,100,665	1,110,862	1,030,221	1,053,933	1,021,096
加重平均資本コスト(WACC)	%	4.85%	4.47%	4.53%	4.58%	4.44%
負債コスト(re)	%	26.22%	6.22%	0.00%	0.00%	0.00%
株主資本コスト(rd)	%	4.84%	4.47%	4.53%	4.58%	4.44%
リスクフリーレート	%	1.655%	1.285%	1.342%	1.395%	1.255%
リスクプレミアム	%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
β値		0.797	0.797	0.797	0.797	0.797
法定実効税率	%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%
D/(D+E)	%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
E/(D+E)	%	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
簿価有利子負債(D)	百万円	1,671	0	0	0	0
時価株主資本(E)	百万円	2,864,940	2,003,203	1,521,973	1,611,140	1,441,331

（図）**2.1.1 EVA・ROIC** 推移


経済付加価値（EVA）
140,000
120,000
100,000
80,000
60,000
40,000
20,000
0
'07/H19 3月期
'08/H20 3月期
'09/H21 3月期
'10/H22 3月期
'11/H23 3月期
第一三共
アステラス

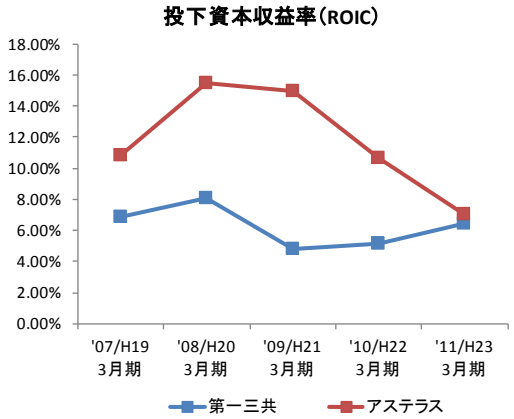

投下資本収益率（ROIC）
18.00%
16.00%
14.00%
12.00%
10.00%
8.00%
6.00%
4.00%
2.00%
0.00%
'07/H19 3月期
'08/H20 3月期
'09/H21 3月期
'10/H22 3月期
'11/H23 3月期
第一三共
アステラス

表2.1.1.3　EVAおよびROICの計算およびデータ入手方法

指標	計算式および説明
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およびROIC算出要素

税引き後営業利益(NOPAT)	営業利益×(1−実効税率)
資本コスト	WACC×簿価投下資本

簿価投下資本	総資本＋簿価有利子負債
加重平均資本コスト(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(re)	支払利息 ／ 有利子負債 【期首期末平均】
株主資本コスト(rd)	リスクフリーレート＋β×(リスクプレミアム)
リスクフリーレート	10年物国債応募者利回り 財務省のHPから取得
リスクプレミアム	厚生労働省HPから取得(社会保障審議会年金資金運用分科会第25回資料)
β値	Bloomberg社HPから取得（2011年8月5日現在）
法定実効税率	各社有価証券報告書記載値を使用

負債比率　D/(D+E)	有利子負債/(有利子負債＋資本合計)
株主資本比率　E/(D+E)	資本合計/(有利子負債＋資本合計)
簿価有利子負債(D)	短期借入金＋長期借入金＋社債
時価株主資本(E)	株価×発行済株式数

2.1.2 経済付加価値（EVA）の評価

EVA は、米スターン･スチュワート社が開発した株主に対する収益還元に重点を置いた経営指標で､事業利益が資本コストを上回ったときに創造される価値のことである｡EVA は、NOPAT から資本コスト（簿価投下資本×WACC）を差し引いて求める。EVA を向上させるには、NOPAT を増加させるか、資本コストを下げるかの 2 つの方法があり、資本コストを下げるには、簿価投下資本を減少させるか、加重平均資本コストを低下させる必要がある。2 社を比較すると、両社共 2008 年 3 月期にピークを迎え、2009 年 3 月期には減少している｡第一三共は､前年比 300 億円の低下｡これは営業利益の低下が影響しており、2009 年 3 月の同社有価証券報告書によると、これは営業基盤強化・販売促進拡大・研究開発投資の拡大が原因とのこと。2010 年度は同水準に留まったものの、2011 年度には 170 億円のリカバリを示し、アステラスを凌いだ。一方アステラスは、2009 年こそ 140 億円程度の減少としたものの、その後 2 年に渡って毎年約 350 億円規模の減少となった。

これは営業利益の減少が大きく、2010 年は為替の影響、2011 年は売上高の減少と販売管理費増などが原因とのことである。

2.1.3 投下資本収益率（ROIC）の評価

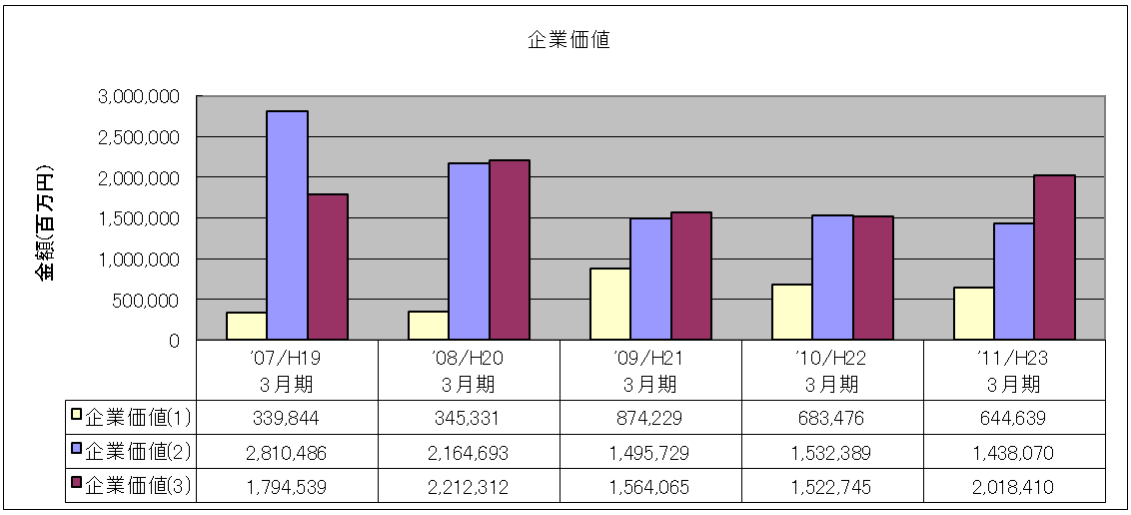
ROIC は簿価投下資本に対する収益（NOPAT）の割合を示す。ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるかということになる。今回のケースでは２社共に簿価投下資本に大きな変化がなく、NOPAT の変化が効いている。したがって、EVA と似通った増減傾向を示し、2011 年３月期には、両社の数値はかなり近接している。その理由は、論理的には EVA の増減要因と同じく営業利益の変動が主要因ということになる。

2.2　企業価値指標算出

2.2.1 企業価値指標結果及び算定方法（第一三共）

表2.2.1.1

	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期	単位
企業価値(1) ＝フリーキャッシュフロー価値	339,844	345,331	874,229	683,476	644,639	百万円
企業価値(2) ＝時価株主資本＋有利子負債	2,810,486	2,164,693	1,495,729	1,532,389	1,438,070	百万円
企業価値(3) ＝MVA＋簿価投下資本 ＝EVA/加重平均資本コスト＋簿価投下資本	1,794,539	2,212,312	1,564,065	1,522,745	2,018,410	百万円



企業価値指標の算出手順は次の通り。

(1) フリーキャッシュフロー価値：表 2.2.1.2 の通り

(2) 株式・負債時価評価価値　　：期末株価×発行株式数×有利子負債簿価

(3) 市場付加価値（ＭＶＡ）　　：ＥＶＡ/資本コスト＋簿価投資資本

表2.2.1.2　第一三共　フリーキャッシュフロー価値算出手順

	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	12/H24 3月期	13/H25 3月期	14/H26 3月期	15/H27 3月期	16/H28 3月期	17/H29 3月期	単位
営業キャッシュフロー	106,429	66,667	78,383	130,235	141,139							百万円
投資キャッシュフロー	45,305	-49,437	-413,851	42,627	-62,965							百万円
フリーキャッシュフロー	151,734	17,230	-335,468	172,862	78,174	17,090	17,275	17,462	17,651	17,843	18,036	百万円
平均フリーキャッシュフロー					16,906							百万円
売上高	929,506	880,120	842,147	952,105	967,365							百万円
売上高成長率	0.4	-5.3	-4.3	13.1	1.6							%
平均成長率					1.1							%
H19/3の予測期間		16,426	-304,898	149,781	64,576	13,458						百万円
H20/3の予測期間			-320,909	158,183	68,431	14,311	13,838					百万円
H21/3の予測期間				166,628	72,637	15,307	14,915	14,533				百万円
H22/3の予測期間					75,186	15,808	15,369	14,942	14,526			百万円
H23/3の予測期間						16,464	16,033	15,614	15,205	14,807		百万円
予測期間の割引現在価値(A)	-60,657	-66,146	284,019	135,832	78,123							
加重平均資本コスト	4.89%	4.54%	3.74%	3.97%	3.80%							%
リスクフリーレート	1.66%	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%							%
継続価値の資本コスト	3.24%	3.25%	2.40%	2.58%	2.55%							%
継続価値(B)	400,501	411,477	590,210	547,645	566,516							百万円
企業価値:(A)+(B)	339,844	345,331	874,229	683,476	644,639							百万円

フリーキャッシュフロー価値算出の前提条件は、過去 5 年間の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したこと。ここでは、以下の条件を仮定。

・今後 5 年間の平均成長率：H24 /3 期以降　1.1%

・H23/3 期の FCF　　：17,090 百万円

2.2.2 企業価値指標結果及び算定方法(アステラス製薬)

表2.2.2.1　アステラス製薬　企業価値評価指標

	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期	単位
企業価値(1)	2,947,856	2,981,688	2,951,374	2,970,785	3,285,229	百万円
＝フリーキャッシュフロー価値						
企業価値(2)	2,866,611	2,003,203	1,521,973	1,611,140	1,441,331	百万円
＝時価株主資本＋有利子負債						
企業価値(3)	2,461,499	3,837,427	3,409,392	2,450,437	1,613,663	百万円
＝MVA＋簿価投下資本						
＝EVA/加重平均資本コスト＋簿価投下資本						

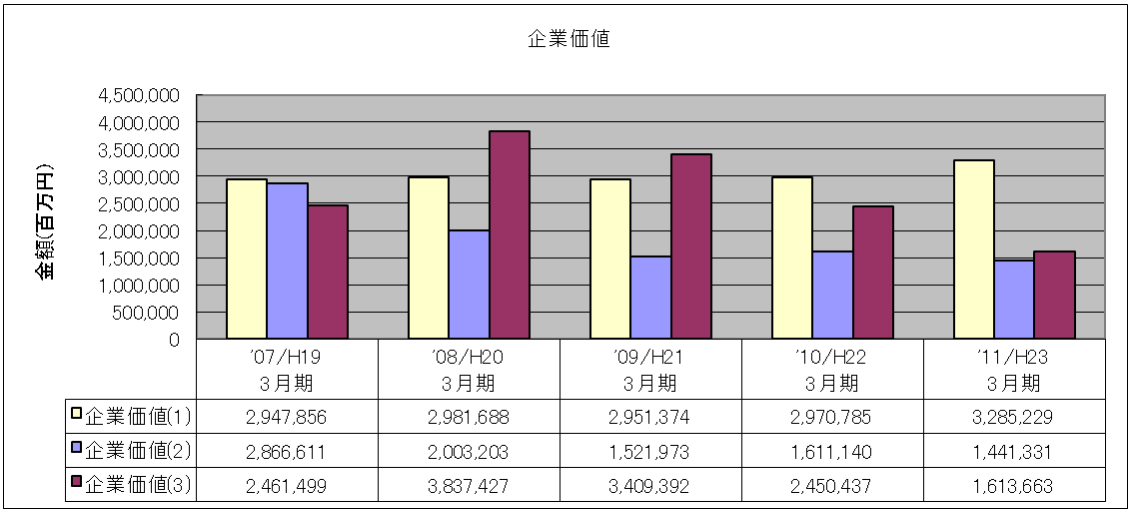


表2.2.2.2 アステラス製薬 フリーキャッシュフロー価値算出手順　　単位：百万円

	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	12/H24 3月期	13/H25 3月期	14/H26 3月期	15/H27 3月期	16/H28 3月期	17/H29 3月期	単位
営業キャッシュフロー	127,930	186,930	197,791	150,130	100,639							百万円
投資キャッシュフロー	72,431	−8,416	−28,987	−31,580	−242,648							百万円
フリーキャッシュフロー	200,361	178,514	168,804	118,550	−142,009	106,612	108,410	110,238	112,097	113,988	115,910	百万円
平均フリーキャッシュフロー					104,844							百万円
売上高	920,624	972,586	965,698	974,877	953,947							百万円
売上高成長率	4.7	5.6	−0.7	1.0	−2.1							%
平均成長率					1.7							%
H19/3の予測期間		170,258	153,551	102,850	−117,505	84,136						百万円
H20/3の予測期間			161,577	108,616	−124,539	89,493	87,106					百万円
H21/3の予測期間				113,412	−129,967	93,343	90,804	88,334				百万円
H22/3の予測期間					−135,786	97,473	94,773	92,148	89,596			百万円
H23/3の予測期間						102,077	99,383	96,760	94,206	91,719		百万円
予測期間の割引現在価値（A）	393,290	322,253	255,927	238,205	484,144							
加重平均資本コスト	4.85%	4.47%	4.53%	4.58%	4.44%							%
リスクフリーレート	1.66%	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%							%
継続価値の資本コスト	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%							%
継続価値（B）	2,554,566	2,659,435	2,695,448	2,732,580	2,801,085							百万円
企業価値：（A）＋（B）	2,947,856	2,981,688	2,951,374	2,970,785	3,285,229							百万円

フリーキャッシュフロー価値算出の前提条件は、過去 5 年間の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したこと。ここでは、以下の条件を仮定。

・今後 5 年間の平均成長率：H24 /3 期以降　1.7%

・H23/3 期の FCF　　：106,612 百万円

2.2.3 算定からの考察

(1) 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について、第一三共は、H19/4、ゼファーマの吸収合併、H20/11 ランバクシーの子会社化を実施しているため、投資キャッシュフローはこの 5 年間で▲438,321 百万円と大きくマイナス。このマイナスの規模は、営業キャッシュフローの 5 年間合計 522,853 百万円と比べても大きい。但し、合併・子会社化後の営業キャッシュフローは、H22/3 期 130,235 百万円、H23/3 期 141,139 億円とそれまでの倍近い規模となっており、更にはアステラス製薬に匹敵する規模になっており評価できる。第一三共は、以上の通り、規模を伸ばすための投資をこの 5 期間に実施したため、投資キャッシュフローが大きくマイナスになったため、フリーキャッシュフロー価値では低く算出されている。しかし、この投資は、将来の拡大のための投資のため、この足元の値だけでなく、これからきちんと投資の成果が得られたかを見ていく必要がある。アステラス製薬は、H22/6 に OSI ファーマシューティカルズ Inc（米国）を 28,400 百万円で買収した以外は、規模に見合った投資をしており、営業キャッシュフローで投資キャッシュフローを賄い、残りを配当や自社株買いといった財務キャッシュフローに回したうえで、現預金を増やしており、フリーキャッシュフロー価値は高く算出される。

(2) 株式・負債価値

製薬会社は、設備負担が少なく、高い利益率を誇ることから、財務の健全性が高く、有利子負債は少ない。第一三共は、買収資金として、H21/3 期にシローンや社債等で調達を実施したが、それでも時価株主資本の 1/4 程度のボリューム。アステラス製薬に至っては、

無借金経営を実施している。そのため、株式・負債価値はほぼ株式価値に連動している。そして、その株価はβが約0.8と日経平均との相関性が強く、ほぼ同じ動きをしている。これは両社が日経平均の採用銘柄になっていることと、製薬会社は配当性向が高く、機関投資家や年金基金が主な投資家であり、これらの投資家は日経平均をベンチマークとした運用をしていることが理由と考えられる。日経平均はH20/9のリーマンショックにより大きく落ち込み、H21/3に底打ちした後はやや回復し横ばいで推移しており、両社ともほぼ同じ動きとなっている。以上により、当社個別の要因により大きく動くことは、よっぽどのポジティブ・ネガティブサプライズが起こらない限りはなく、株式・負債価値は金融マーケットに左右される。両社の株式・負債価値は、H19/3期から減少し、H21/3期に底打ちし、横ばいで推移している。

(3) 市場付加価値（**MVA**）

MVA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。両社とも有利子負債の割合が少なく、β値も近いことから、両社の資本コストは同程度。一方で、第一三共の方が人件費や広告宣伝費・販促費に費用を掛けており、営業利益が低いため、結果として第一三共のEVAは低い。簿価投下資本も同程度のため、第一三共のMVAはアステラスよりも低く算出される。第一三共は、トップラインを伸ばすか、コストカットにより、営業利益率を高めることが必要。

(4) 各指標の評価

フリーキャッシュフローについては、ランバクシー等の投資効果がこれからであり、現状では投資負担の影響が強く出てしまっており、極端に小さな値に算出されてしまう。株式・負債価値については、日経平均に対する連動性が高く、個社の状況というよりも金融マーケットに左右される面が強く、必ずしも当社の評価を表しているものではない。市場付加価値（MVA）資本コストも加味した投資に対する収益をベースに考えており、収益の拡大とそのための投資のバランスを評価することができ、第一三共の現状を評価するには、当指標が最も適していると考える。

3 経営課題抽出

3.1 事業規模自体の拡大

第一三共は、国内では2、3位の売上規模を誇るが、海外では20位程度で、世界のメガファーマに比べると規模は小さく、場合によっては買収されるリスクすらある。ジェネリックやOTC分野も有しており、医療用医薬品一本足打法のアステラス製薬に比べ事業リスクは分散されている。しかし、第一三共も売上高に占める医療用医薬品割合は85%と高く、多角化自体は十分な規模ではない。そのため、ジェネリックやOTC、バイオ事業、抗癌事業を手掛ける会社の買収を加速させる必要があると考える。世界の医薬品の市場シェアにおいて、日本はアメリカに次ぐ2位の規模があるものの、シェアでは1割にも満たない。第一三共の売上高の半分は日本であることから、より海外のマーケットに出ていくためにも、買収は海外企業を中心に進めていく必要がある。さらには、事業の安定性を高めるた

めには、周辺事業の介護や医療ツーリズム、健康維持のためのスポーツや、飲食等へ進出することも検討する価値があると考える。買収資金に関しては、旧三共のメイン行みずほコーポと第一製薬のメイン行三井住友が問題なく提供できる。両行からは、現在でも元頭取クラスが社外取締役の就任していることや、製薬会社が借入をなかなかしないため、銀行としては貸出をするチャンスを狙っていること、製薬メーカーが国内だけでは頭打ちということが分かっていること等がその理由。規模によっては、シローンの組成が考えられる。また、製薬メーカーが、なかなか負債を調達しないことは、社債でも製薬メーカーのボンドは希少性があるため、問題なく起債できることに繋がると考えられる。加えて、金融機関筆頭株主の日本生命も、前向きに長い期間での資金を提供すると考えられる。更に、買収資金を調達することにより、有利子負債が増加するため加重平均コストを下げることができる。

3.2　利益率の改善

事業規模拡大により、規模の利益を得るため、自然と利益も高まると考えられる。加えて、第一三共は、下表の通り売上高総利益率は高いものの、営業利益率が低いため、人件費や広告宣伝費・販促費の見直しを実施し、コストを抑えることが求められる。

売上高利益率						(単位:%)
	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	68.6	71.5	73.3	74.5	70.8	70.9
アステラス	69.0	69.1	71.3	72.6	70.3	69.0
武田薬品	76.7	78.6	79.7	81.2	80.6	77.6
エーザイ	82.6	83.8	83.8	80.5	80.0	78.2

営業利益率						(単位:%)
	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	16.7	14.7	17.8	10.6	10.0	12.6
アステラス	22.0	20.7	28.4	25.9	19.1	12.5
武田薬品	33.2	35.1	30.8	19.9	28.7	25.9
エーザイ	15.9	15.6	2.4	11.7	10.8	14.7

人件費率(売上高比)						(単位:%)
	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	12.9	13.8	12.1	12.1	12.9	12.5
アステラス	12.6	12.7	12.4	11.9	12.3	12.7
武田薬品	10.6	10.0	7.4	9.1	9.2	9.1
エーザイ	10.7	10.7	10.5	10.3	7.9	8.1

研究開発費率(売上高比)						(単位:%)
	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	17.1	18.4	18.6	21.9	20.7	20.1
アステラス	16.2	18.2	13.8	16.5	20.1	22.8
武田薬品	14.0	14.8	20.1	29.5	20.2	20.4
エーザイ	15.5	16.1	30.7	20.0	22.3	18.9

減価償却率(売上高比)　（単位：%）

	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	4.4	4.3	4.4	5.2	4.9	4.8
アステラス	4.3	3.7	3.6	3.7	4.0	5.7
武田薬品	2.2	2.2	2.3	6.7	6.8	6.5
エーザイ	4.2	4.0	4.7	6.3	6.1	5.7

販促費率(売上高比)　（単位：%）

	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	8.1	10.8	12.4	13.0	11.1	10.3
アステラス	9.0	8.4	8.5	8.8	9.0	9.3
武田薬品	5.2	6.2	6.2	4.3	4.2	4.8
エーザイ	31.6	32.9	31.7	26.9	25.4	21.8

のれん償却率(売上高比)　（単位：%）

	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3
第一三共	0.2	0.4	0.4	2.1	0.9	0.9
アステラス	0.0	0.0	0.2	0.8	1.0	1.2
武田薬品	0.1	0.1	0.0	1.0	1.0	1.0
エーザイ	0.0	0.0	0.0	1.2	1.1	1.0

4 企業価値創造経営

4.1 企業理念（2007 年 4 月策定）

第一三共株式会社は、2005 年 9 月に三共株式会社と第一製薬株式会社とが経営統合して発足した。当初は純粋持株会社であり、両社を完全子会社として傘下に置く形式だった。その後 2007 年 4 月に三共及び第一製薬を吸収合併し両社の医療用医薬品事業を第一三共に統合（事業持ち株会社）、現在の事業会社に移行した。企業理念等は、その 2007 年 4 月に制定されたものである。グループ企業理念として「革新的医薬品を継続的に創出し、多様な医療ニーズに応える医薬品を提供することで、世界中の人々の健康で豊かな生活に貢献する。」を掲げている。そして、世界 50 カ国を超える国々の約 3 万人の多様な価値観を持つ社員が、企業理念を実現するため、「3 つのスピリット「先進の志」、「誠実さ」、「情熱」を持って行動し、8 つの約束を果たす」としている。

「先進の志」　～私たちらしさの源～

1 ファーストインクラス/ベストインクラスの創薬

2 グローバルな視野とローカル価値の尊重

3 アカデミックな探究心と先見性のある洞察力

「誠実さ」　～私たちのつとめ～

1 高品質な医療情報の提供

2 高品質な医薬品の安定供給

3 信頼される医療パートナー

「情熱」　～私たちの活動～

1 目標実現への強い意志

2 プロフェッショナルな個人と強いチームワーク

4.1.1　ビジョン（2007 年 4 月策定）

第一三共グループは、2015 年に「Global Pharma Innovator」の実現を目指して、「事業エリアの拡大」（Global）、「アンメットメディカル（未充足医療）ニーズ」（Pharma）、「新たなビジネスモデル構築」（Innovator）への挑戦を続けるとしている。また、Global Pharma Innovator の実現に向けて、「企業価値」を「社会的価値」・「経済的価値」・「人間的価値」の 3 つ価値に定義し、それぞれをバランスよく最大化していくとしている。それぞれを以下のように定義している。

≪企業価値≫

・社会的価値

製薬企業としての使命である革新的な医薬品を継続的に創り出すことに加え、コンプライアンス経営、環境経営、社会貢献事業などへの取り組みによって評価される社会的価値の向上に努めます。

・経済的価値

付加価値を生み出して、継続的に成長していくことにより、資本市場が企業を評価する指

標である株価、時価総額などの経済的価値の向上に努めます。
・人間的価値
プロフェッショナルで高い使命感と情熱をもった人材を育て、それらの人材が思う存分、力を発揮することにより示される価値、すなわち人間的価値の向上に努めます。

4.1.2　コーポレートスローガン（2007 年 4 月策定）

第一三共グループのスローガンは「作っているのは、希望です。」であり、「～ステートメント～」として、以下を掲げている
「私たちは、人間をこよなく愛する製薬会社です。
人間といういのちの輝き、いのちのすこやかさを愛し、そのためになることなら、どんな努力も惜しまない製薬会社です。
私たちは、どこよりも先進の集団でありたいと思います。
すぐれた研究力と開発力をみがき、つくれなかった薬をつくり、治せなかった病を治す、そのことに限りなく貢献できる会社になろうと思います。
私たちは、どこよりも誠実な集団でありたいとも思います。
医薬品づくりは、いのちにかかわる仕事。そのことを胸深く刻みつつ、誰からも、心から頼られるパートナーでありたいと思うのです。
人間の、かけがえのない一日一日をしっかり守ること、思いがけなく待ち受ける病に、すばやく立ち向かうこと。
私たち第一三共がつくっているものは、医薬品であると同時に、すべてのいのちをまばゆく照らす「希望」だと思うのです。」

4.2　中期経営計画（2010 年 4 月策定）

4.2.1　第 2 期中期経営計画の位置付け

第一三共グループは、「Global Pharma Innovator の実現」という 2015 年ビジョンに向けて、第 1 期中期経営計画（2007～2009 年度）においては、統合シナジーの最大発揮やグローバル化の加速などにより、成長基盤を拡充してきた。第 2 期（2010～2012 年度）は、多様な医療ニーズに応える医薬品を提供することで、世界市場の平均成長率を上回る企業成長を成し遂げることを目標に、事業としてはイノベーティブ医薬品を強化・充実させるとともに、ワクチン、エスタブリッシュト医薬品（ジェネリック医薬品と当社長期収載品）、OTC 医薬品を加え、地域としてはグループ会社のランバクシー社とのシナジーを創出しながら、日・米・欧に成長著しい新興国を加えた「ハイブリッドビジネスモデル」を推進していくとしている。

4.2.2　2012 年度（最終年度）の経営目標（連結）

	2012年度目標
売上高	11,500億円
営業利益	1,800億円
海外売上高	6,500億円
海外売上高比率	56.5%
EPS（1株当たり純利益）	140円以上
ROE（自己資本当期純利益率）	10%以上

＊前提為替レート：1ドル=90円、1ユーロ=130円

4.2.3　第 2 期中期経営計画の基本方針

■地域事業戦略

≪日本≫

・イノベーティブ医薬品事業

第一三共グループの中核事業として、収益の確保と持続成長のために、引き続き高血圧症治療剤オルメサルタンフランチャイズ（特にアンジオテンシンⅡ受容体拮抗剤オルメテックとカルシウム拮抗剤カルブロックの配合剤レザルタス）を最大化していくとともに、抗インフルエンザウイルス薬ラニナミビルやアルツハイマー型認知症治療剤メマンチン等の新製品を市場導入し、大型品への育成を図る。

・ワクチン事業

北里研究所をはじめ、国内外の研究機関との連携を強化し、医療ニーズの高いワクチン事業を拡大していく。

・エスタブリッシュト医薬品事業

グループ会社の第一三共エスファ（株）が、エスタブリッシュト医薬品として、ジェネリック医薬品に加え、既に市場で評価が確立されている自社の長期収載品の一部を中心に事業展開し、多様化する市場ニーズに対応していく。

・OTC 医薬品事業

グループ会社の第一三共ヘルスケア(株)により、消費者の視点にたったセルフメディケーションを推進していく。

≪米国≫

グループ会社の第一三共 INC.、ルイトポルド社、ランバクシー社で、35 億ドルの売上達成と米国医薬品市場シェア 1%獲得を目標とし、特に第一三共 INC.においては、高血圧症治療剤オルメサルタンフランチャイズを最大化するとともに、抗血小板剤エフィエントを ACS-PCI（経皮的冠動脈形成術後の急性冠症候群）領域で第一選択薬となるよう地位確立を目指す。

≪欧州≫
グループ会社の第一三共ヨーロッパ GmbH とランバクシー社で、12 億ユーロへの売上に挑戦していき、特に第一三共ヨーロッパ GmbH においては、高血圧症治療剤オルメサルタンフランチャイズと抗血小板剤エフィエントの最大化と自販力強化を図る。
≪ASCA（日米欧以外の国・地域）≫
第一三共グループとランバクシー社でハイブリットビジネスを本格展開し、日・米・欧を上回る事業成長を果たし、売上高 1,500 億円以上を目指します。特に高血圧症治療剤オルメサルタンフランチャイズをさらに拡大させ、抗血小板剤プラスグレルを着実に上市し、早期拡大を図ります。
■研究開発戦略
2015 年ビジョンの実現に向けて、現在の基盤である高血圧、感染症、脂質異常症をベースにしながら、アンメットメディカル（未充足医療）ニーズの高い重点領域（癌、循環代謝等）での競争力を向上させるべく、研究を更に強化していく。現在の開発プロジェクトにおいては、特にグローバル製品として大型化が期待されている経口抗 Xa 剤エドキサバン等のグローバル同時開発を推進します。オープンイノベーションによる研究シーズの獲得も積極的に行っていく。
■グローバル CSR の推進と人材育成
人の命と健康を支える企業として、人への思いやりを大切にし、社員の多様性を原動力として社会や地球環境との調和を図る。プロフェッショナルで高い使命感と情熱をもった人材を育成するとともに、グループ全社員が力を発揮できる企業風土を醸成していく。

4.3　ステークホルダーの価値

4.3.1　従業員価値　「多様性を尊重した働きがいのある労働環境の実現」

第一三共グループは、ランバクシー社のグループ入りを経て一気にグローバルリーチが広がり、現在では世界の 50 を超える国々の約 3 万人の社員によって構成される企業グループとなっている。人事方針としては、『第一三共グループの「組織」成果を最大化するため「個」としての優れた成果を創出するプロフェッショナルを育成、処遇します。』としている。平均勤続年数 15 年、平均給与は 976 万円であり、平均給与が全上場企業平均よりも 200 万円ほど高い医薬品業界の中でも第 4 位であることから、「処遇します」は実行を伴っていると見てよい。なお、業績評価と人材育成面については、ホームページ上においては、特筆すべき制度やシステムは見当たらず、国内人材向けと思われる、ごく一般的な業績評価と自己啓発を軸とした日本型システムが紹介されているに留まる。

4.3.2 顧客価値

CSR 報告書においては、「創薬（研究開発から新薬の誕生まで）と市販後における育薬（薬をよりよく育てていくこと）の各段階で、常にクオリティの向上を追求する」としている。ここでいうクオリティとは、製剤自体の品質に加え、現場とのコミュニケーションや、そのプロセスのクオリティも含めた意味である。その上でスピードを確保する。そのために

は、業務に携わる社員のレベルアップが必要と認識し、定期的に研修会や勉強会を開催している。コミュニケーションについては、重点課題に挙げている。MR を医療に関係するすべての人から信頼される医療パートナーとして認めていただくことを目標とし、信頼される医療パートナーになるための 3 つの要素「情報力」「人間力」「情熱」を兼ね備えた MR の育成を目指している。そのために、MR 活動の継続的な改善・向上を図るため、医療関係者を対象に定期的に外部調査会社の協力を得て独自にアンケート調査を実施。下記の成績を示しており、方針が実行に落ちているものと見られる。

外部調査による医療関係者アンケート結果（HP より）

	2007 年 8 月	2008 年 2 月	2008 年 7 月	2009 年 1 月	2009 年 6 月	2010 年 1 月
MR 総合評価	3 位（N=800）	2 位（N=1,930）	2 位（N=2,228）	1 位（N=2,407）	2 位（N=2,375）	2 位（N=2,418）
循環器トップメーカーとしての企業評価	3 位（N=205）	1 位（N=357）	1 位（N=390）	1 位（N=433）	1 位（N=379）	1 位（N=391

4.3.3 社会的価値

社会貢献活動としては、次の活動基本方針に沿って、医療関連分野にとどまらない広い分野で、世界の地域社会への貢献活動を展開している。

グループ社会貢献活動基本方針

- わたくしたちは、持続可能な社会づくりに貢献する企業として、またよき企業市民として、社会貢献活動を自主的かつ積極的に行います。
- 特に医学・薬学の発展、社会福祉、環境保全について重点的に取り組みます。また災害復興、青少年の育成、文化・芸術の振興などにも取り組みます。
- 社会の健全な発展の担い手として、ボランティア活動の重要性を理解し、積極的な参加・支援を行います。
- 地域社会への貢献や交流を通じて、地域社会との共存共栄を目指します。

4.4.4 株主価値

第一三共は、2010 年 3 月期までの 3 年間で総配分性向 100%を目標にして、自社株買いを行った。初年度の 2007 年度には、初の自社株買いを行い、333 億円（一千万株）を買い付けた。2007 年度の配分総額は約 800 億円で、総配分性向換算では 80%台となる。このように株主還元を配当と自己株式の取得で進め、2009 年 1 月の、ランバクシーの評価損発表までは TOPIX を上回る株価であった。現在の IR 情報によると、株主還元に関する基本方針として、「グループの事業活動から得られた成果の配分を最も重要な経営課題の

一つとして位置付けており、業績や資本効率の観点を反映した利益還元を重視するとともに、今後の成長戦略展開に備えた内部留保の充実などを総合的勘案し、利益配分を決定する」とした上で、「第 2 期（2010 年度～2012 年度）中期経営計画における株主還元については、2009 年度水準（1 株当たり年 60 円）での安定配当を継続することを基本とし、利益水準に応じて増配を検討する」としている。

5 今後の経営についての課題

5.1 はじめに

日本の製薬業界は、業績において欧米の企業の後塵を拝している。売上高をみると、国内トップの武田薬品が世界 14 位、国内第 2 位の第一三共が第 18 位、国内第 3 位のアステラスが第 19 位である。　この原因については、諸説指摘されているが、欧米に比べ、日本の製薬企業の経営者が企業価値の向上に消極的であったことが最大の要因であると言わざるを得ない。欧米に比べ、日本の製薬企業の自己資本比率(ROE)は歴史的に低い傾向がある。まず 2001 年度の ROE を比較すると、武田薬品が 18%、アステラスが 8%、第一三共が 7%であるのに対し、ファイザーが 45%、アストラゼネカが 31%、GSK が 40%、メルクが 47%である。一方、2001 年度の非事業資産に注目するために（現預金+有価証券）／総資産を算出すると武田薬品が 51%、アステラスが 38%、第一三共が 23%であるのに対し、ファイザーが 22%、アストラゼネカが 21%、GSK が 11%、メルクが 7%である。すなわち、日本の製薬企業は、現預金や有価証券などの非事業性資産の割合が高く、資産を成長ドライバーに投資するなどして資本効率を高める努力を怠っていたと言える。しかし、日本の製薬企業も 2006 年に当時のブロックバスターであった抗高脂血症薬・メバロチン（第一三共）の特許切れによる業績の急激な悪化を目の当たりにして、過剰に蓄積していた現預金を活用して、相次いで M&A を積極的に行い始めたのである。

表 **5.1.1**　医療用医薬品メーカー売上高ランキング（**2010** 年度）

	社　　名	売上高	国籍
1	ファイザー	67,809百万＄	USA
2	ロシュ	47,473百万CHF	スイス
3	ノバルティス	50,624百万＄	スイス
4	メルク	45,987百万＄	USA
5	アストラゼネカ	33,269百万£	UK
6	サノフィ・アベンティス	30,384百万£	フランス
7	GSK	28,392百万£	UK
8	イーライリリー	23,076百万＄	USA
9	バイエル	16,913百万£	ドイツ
10	J&J	22,396百万＄	USA
14	武田薬品	14,193億円	日本
18	第一三共	**9,673**億円	日本
19	アステラス	9,539億円	日本

ユートブレーン社ホームページ上データより作図

(1)追い打ちをかける日本の医薬品業界における「**2010** 年問題」

日本の医薬品業界に、かつて経験したことがない猛烈な嵐が吹き荒れている。いわゆる 2010 年問題である。2010 年問題とは、2010 年前後にブロックバスターの特許が相次いで切れ、価格の安い後発医薬品（ジェネリック）に切り替えられ、各製薬企業の収益に重大な影響をもたらすと懸念されていることである（表 2.0.0-2）。ブロックバスターとは、既存の医薬品を大きく凌ぐ薬効をもち、巨額の利益をもたらす超大型医薬品がある。統一的な定義はないが、おおむね売上高が 10 億 US ドル（約 1,000 億円）を超える新薬を指す。世界最大マーケットである米国において、特許が相次いで切れることは、米国での売上高比率が高い日本の製薬企業にとって、大きな痛手となる。とくに米国では、特許切れの翌年から売上高の 80%がジェネリックに切り替えられると言われており、業績へのダメージは甚大である。武田薬品、アステラス、エーザイは 2010 年を挟んだ比較的短期間で、相次いでブロックバスターの特許切れを迎えることから、そのダメージは計り知れない。一方、第一三共は 2006 年にメバロチンの特許切れの経験を済ませ、2010 年にクラビット、2016 年にオルメテックと、比較的ゆっくりとしたペースで特許切れを迎えることから、ダメージは他の大手 3 社に比べ、軽微であると考えられている。しかし、第一三共にとっても、やはり絶対的なダメージは甚大であるため、2010 年問題を緩和するための戦略が必要不可欠である。このような背景から、近年、新しい成長ドライバーを探し求め、日本の製薬企業は M&A や提携、アライアンスを益々拡大している。今後も、この傾向が続くと考えられており、医薬品業界の大きな再編が起こると予想されている

表 5.1.2　主力製品の売上高（2009 年）と米国における特許切れ時期（単位：億円）

	主力製品（適応）	売上高	米国での売上高	米国での特許切れ時期
武田薬品	タケプロン（消化性潰瘍）	2,181	1,190	2009年11月
	アクトス（糖尿病）	3,847	2,974	2011年11月
	ブロプレス（高血圧症）	2,220	858	2012年6月
	リュープリン（前立腺癌）	1,222	158	2014年5月
アステラス	プログラフ（免疫抑制）	1,867	681	2008年4月
	ハルナール（排尿障害）	1,139	456	2009年10月
	ベシケア（尿失禁）	823	351	2015年12月
エーザイ	アリセプト（アルツハイマー）	3,228	1,947	2010年11月
	パリエット（消化性潰瘍）	1,480	810	2013年5月
第一三共	メバロチン（高脂血症）	550	88	2006年4月
	クラビット（感染症）	872	436	2010年12月
	オルメテック（高血圧症	2,383	1,017	2016年4月

各社ホームページより引用

(2)低分子医薬からバイオ医薬へのパラダイム・シフトと生活習慣病領域からアンメットメディカルニーズ領域へのパラダイム・シフト

世界マーケットでバイオ医薬の売上高が急増している（表 2.0.0-2）。これまでの稼ぎ頭は抗生活習慣病薬や抗菌薬などの低分子医薬は、構造が比較的単純な低分子化合物を合成、あるいは抽出した従来の医薬品のことである。一方、バイオ医薬はバイオテクノロジーを用い、体内に存在するタンパク質を活用する医薬品で、がん、アルツハイマー病、自己免疫性疾患、アトピー性皮膚炎など、いまだ有効な治療法が確立されていない疾患に対する有効性が期待されている。とくにバイオ医薬の中で、最も実用化が進んでいるのが抗体医薬である。抗体医薬は、特定の細胞や組織にだけ効果がある抗体を利用した医薬品で、標的細胞の表面にある抗原タンパクをピンポイントで狙い撃ちすることができるため、有効性と安全性のバランスがよいと期待されている。また、製薬企業がバイオ医薬にシフトする理由として、(1)低分子医薬の限界、(2)バイオ医薬は開発余地の大きさ、(3)有効性と安全性のバランス、(4)高薬価、(5)製造管理が難しいため、ジェネリックが出にくいなどが考えられている。しかし、この分野の技術の蓄積のない日本の製薬企業の開発力はさらに落ち込んでいる。このため、日本の製薬企業は M&A による買収やアライインスにより、その活路を見出そうとしている。バイオ医薬のマーケットは、2001 年の 40 億ドルから 2007 年の 260 億ドルと 6 年間で 6 倍に急成長し、ブロックバスター上位 15 品目中 6 品目を占めるようになっている。すなわち、近年、従来の低分子医薬からバイオ医薬へのパラダイム・シフトと、生活習慣病領域からアンメットメディカルニーズ領域へのパラダイム・シフトが同時に起きている。

表 5.1.3　世界のブロックバスターTOP15（2010 年度）

	製品名	薬効	社名	売上高
1	Lipitor	高脂血症	ファイザー/アステラス	10,733百万＄
2	Plavix	抗血小板凝集薬	サノフィ	6,666百万＄+2,083百万£
3	Avastin*	抗がん剤	ロシュ	6,461百万£
4	Rituxan*	非ホジキンリンパ種	ロシュ	6,356百万£
5	Remicade*	関節リウマチ	ジョンソン&ジョンソン	7,324百万＄
6	Enbrel*	関節リウマチ	アムジェン/ファイザー/武田	6,808百万＄
7	HUMIRA*	関節リウマチ	アボット	6,548百万＄
8	Herceptin*	抗がん剤	ロシュ	5,429百万£
9	Advair	喘息	GSK	5,139百万£
10	Diovan	高血圧	ノバルティス	6,053百万＄
11	Crestor	高脂血症	塩野義/アストラゼネカ	5,691百万＄
12	Seroquel	統合失調症	アストラゼネカ	5,302百万＄
13	Zyprexa	統合失調症	イーライリリー	5,026百万＄
14	Singulair	喘息	メルク	4,987百万＄
15	Nexium	消化性潰瘍	アストラゼネカ	4,969百万＄

ユートブレーン社ホームページ上データより作図

(3)日米 EU マーケットから新興国マーケットへのパラダイム・シフト

今後 5 年間の全世界の医薬品マーケットは 3～6%の伸長が見込まれ、2014 年には 1.1 兆ドルに達すると予想されている。そして、今後の重要な成長のドライバーは、これまでマーケットを牽引してきた日米 EU ではなく、BRICs を始めとした新興国である。中国は 2020 年までの医療大改革による国民皆保険を目指しており、近年の急速な経済成長とともに、先進国並みの医療ニーズが高まっており、医療用医薬品の成長率を見ても、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ニーズが高まっている。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。

(4)成長率が高いワクチン・マーケット

医療用医薬品における新しい成長ドライバーとしてバイオ医薬が期待されているが、それに匹敵する成長率が期待されるマーケットしてワクチンが挙げられている。ワクチンは、医療用医薬品に比べて高度な製造技術を必要とし、かつ製造コストが高い。したがって、医療用医薬品に比べて収益性が悪いという特徴がある。しかし、新興国市場におけるワクチンへの医療ニーズが極めて高く、またワクチンは感染症やがんの予防目的で投与されるため、医療費抑制にも繋がるため、社会貢献に寄与できる。さらに製薬企業にとっても、政府が一括で大量に購入するため、安定した収益性が期待できること、高度な製造技術を要するため、ジェネリック企業やコピー薬メーカーの参入障壁が高いことが上げられる。このため、コピー薬の蔓延のリスクを伴う新興国において、自社のプレゼンスを高めるための手段として、ワクチン事業は最適であると考えられる。

5.2　企業環境分析

5.2.1　PEST 分析

表 5.2.1　第一三共の PEST 分析結果

政治的要因 (Political)	1. 医療用医薬品の価格を抑える薬価制度 2. ジェネリック普及政策 3. セルフメデュケーション普及政策よるOTCの推進
経済的要因 (Economic)	1. 今後5年間の世界マーケットは3～6%伸長 2. 日米EUにおける経済の長期停滞化 3. 日米EUから新興国へのパラダイムシフト
社会的要因 (Social)	1. 世界的規模の急速な高齢化 2. アンメットメディカルニーズ領域に対する医療ニーズの顕在化 3. 新興国における感染症に対する医療ニーズ
技術的要因 (Technical)	1. 承認審査厳格化による開発期間の長期化と開発コストの増大化 2. 新薬開発における成功率の低下 3. 急速な低分子医薬からバイオ医薬へのパラダイムシフト

(1)政治的要因(Political: P)

財政事情が厳しい国内において、医療費の削減は喫緊の課題である。しかし、医療費の 2 割を占める薬剤費は増加の一途をたどり、2010 年度の医療用医薬品の国内売上高は約 9 兆円であった。現在、政府は薬剤費の抑制政策として、(1) 新薬の価格を抑える薬価制度、(2) ジェネリックの使用促進、(3) OTC へのスイッチング促進を行っている。とくにジェネリックは、その普及率を現在の 20%を 2012 年までに 30%（数量基準）に引き上げるとの数値目標を掲げている。同様に欧米でも医療財政は既に破綻していると言われており、日本以上にジェネリックやスィッチ OTC が既に普及している。武田薬品やアステラスが医療用医薬品事業への集中を強める一方で、第一三共は OTC 事業、ジェネリック事業、ワクチン事業への多角的な展開を積極的に行っている。OTC 事業においては 2005 年に第一三共ヘルスケアを設立し、2006 年にアステラスよりゼファーマを買収して体制を充実させた。次にジェネリック事業においては、2008 年に印・ランバクシー・ラボラトリーズ、2010 年に印・ゼノテック・ラボラトリーズを買収し、そして国内で新会社・第一三共エスファを立ち上げ、体制を充実させた。そしてワクチン事業においては、2010 年に、北里研究所とともにワクチン事業の立ち上げを行っている。このように、薬剤費抑制政策による医療用医薬品事業へのリスクの一部を相殺するため、多角化を進めている。しかし、現在の第一三共の事業セグメント別収益構成比は、医療用医薬品事業 85%と、既に多角化戦略に舵を切っているメガ・ファーマに比べると、明らかにその比重が大きい。

よって、武田薬品やアステラスに比べ、影響は小さいものの、政治的要因が第一三共の業績に及ぼす絶対的な影響は、必ずしも無視できないと考えられる。ランバクシー・ラボラトリーズの売上高が計画通りに現在の 1,800 億円から 2015 年に 5,000 億円に成長すれば、ジェネリックへの切り替え推進政策や OTC への切り替え製作の影響も受けにくくなると考えられる。

表 5.2.2　多角化製薬企業の事業セグメント別収益構成比（2008 年度）

	GSK	サノフィ	ノバルティス	第一三共
売上高	377億USドル	389億USドル	356億USドル	8,421億円
営業利益	110億USドル	62億USドル	77億USドル	888億円
研究開発費	62億USドル	65億USドル	72億USドル	1,845億円
売上高ランク	3位	2位	5位	22位
事業別売上高比				
医療用医薬品	73%	74%	64%	85%
ジェネリック	-	1%	18%	9%
OTC	16%	5%	14%	5%
ワクチン	-	10%	4%	-

(2)経済的要因(Economic: E)

今後 5 年間の全世界の医薬品マーケットは 3～6%の伸長が見込まれ、2014 年には 1.1 兆ドルに達すると予想されている。そして、今後の重要な成長のドライバーは、これまでマーケットをリードしてきた日米 EU ではなく、BRICs を始めとした新興国である。第一三共は、中国、インド、台湾、ブラジル、ベネズエラなど 21 ヵ国に販売網を持っていたが、ランバクシー・ラボラトーズの買収により、同社の販売網と合わせると 54 ヵ国において事業展開が期待できることになった。このように第一三共は、新興国における医薬品マーケットの成長を受け止める体制を、いち早く整えている。一方、ランバクシー・ラボラトリーズの品質管理問題が長期化しているため、販路拡大のスケジュールが遅れているものと推察される。また、新興国においてニーズが高いワクチンや抗 HIV 薬などの製品を持ちわせていないため、このマーケットで高いシェアをほこる GSK やサノフィ・アベンティスを競合にしてプレゼンスを高めることは困難であると予想される。

(3)社会的環境要因(S=Social)

日米 EU の死因は悪性新生物（がん）や心臓疾患が上位を占める。一方、インドをはじめ

とする新興国における死因の第 1 位は感染症である。第一三共の戦略品目は、抗高血圧症薬オルメテック（2,415 億円）、抗菌薬クラビット（691 億円）、抗脂質異常症薬メバロチン（449 億円）である。また、大型化が期待される開発品目として、抗血小板凝集薬・プラスグレル、抗アルツハイマー型認知症薬・メマンチン、抗術後静脈血栓塞栓症薬・エドキサバンがあげられる。また、バイオ医薬において蓄積された研究技術を持つ独・U3 ファーマの買収により、大型化が期待されるバイオ医薬のシーズを入手することができた。しかし、日米 EU における医療ニーズが生活習慣病領域からアンメットメディカルニーズ領域へのパラダイム・シフトが起きているのに対し、第一三共のこの領域におけるパイプラインは脆弱である。U3 ファーマの買収は、この弱みを補完するための手段であるが、成果が現れるまでに時間がかかると予想される。また、新興国おける感染症に対する医療ニーズは、抗菌薬ではなく、ワクチンや抗 HIV 薬である。以上より、第一三共は社会的環境要因に対し、十分な準備ができていないと判断できる。

(4)技術的環境要因(T=technological)

新薬 1 品目当たりの研究開発費は、年々増加の一途を辿り、現在は 150～200 億円にのぼると言われている。一方、製薬業界全体の研究開発費の推移をみると、1975 年（昭和 50）に総額 952 億円であったものが、1996 年（平成 8）には 6,671 億円と、この 22 年間で 7 倍という驚異的な増加を示している。また、売上高に対する研究開発費の割合でみると、1975 年の 4.91%に対して、1996 年は 8.11%となっている。この割合を、他の製造業と比較すると、通信・電子・電気計測器分野で 5.90%、自動車産業で 3.76%、製造業全体の平均となると 3.43%である。さらに、レギュレーションの強化により、年を追うごとに新薬開発の成功率は減少し、現在では合成化合物 320,832 のうち、承認取得しえた化合物は 88 とその成功率は 0.027%である。このように年々研究開発費が増加する一方で、新薬になる成功率が低下している。このような現状は、第一三共のみならず、製薬企業全体にとってマイナス要因となっている。一方、バイオ医薬のうち抗体医薬について、2008 年に第一三共は抗体医薬の先駆的ベンチャー企業である独・U3 ファーマを買収した。新薬候補化合物の取り込みに成功するとともに、蓄積された抗体医薬技術の取り入れにも成功した。しかし、バイオ医薬のパイプラインを充実させるためには、今しばらくの時間を必要とすると考えられる。

5.2.2　ファイブ・フォース分析

5.2.2.1 医療用医薬品事業

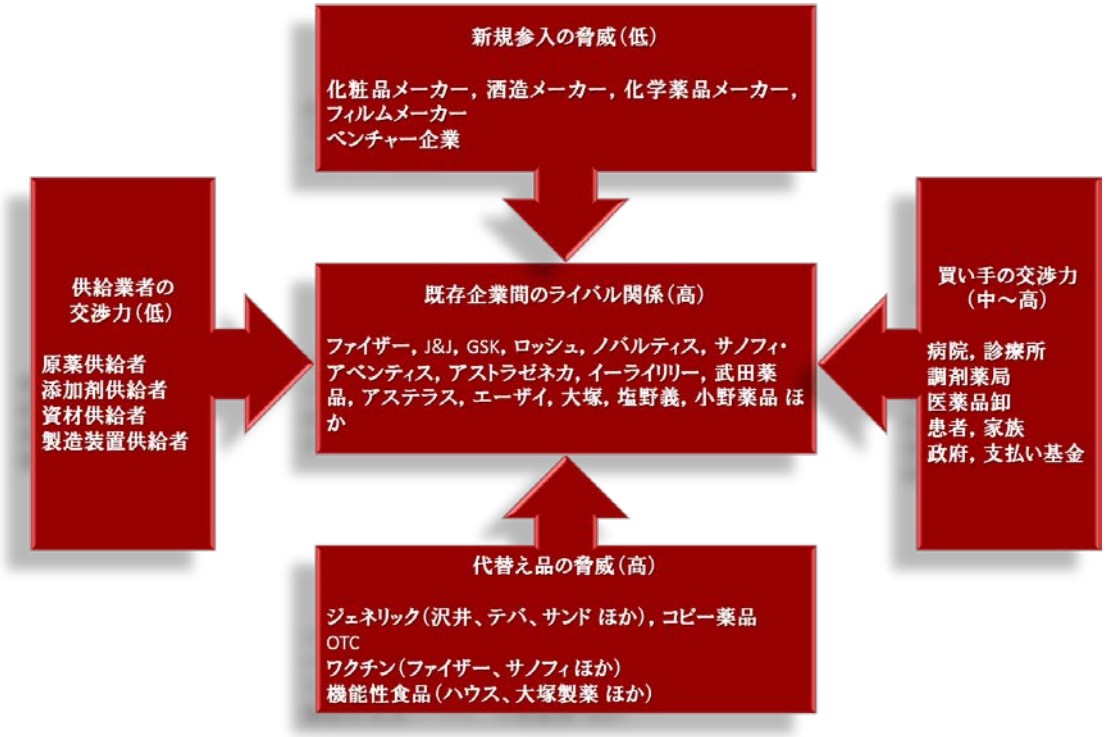


図 5.2.2　第一三共医療用医薬品事業のファイブ・フォース分析

(1)既存企業間のライバル関係

国内において、第一三共（業界 2 位）の主力製品・オルメテックの競合は、武田薬品（業界 1 位）、アステラス（業界 3 位）、MSD（業界 14 位）、大日本住友（業界 8 位）、塩野義（業界 11 位）と非常に厳しい競争に強いられている。また、国内では上位の研究開発費についても、抗がん剤に強みをもつロシュの 21%、感染症に強みを持つファイザーの 22%、J&J の 22%、GSK の 23%、心臓疾患や糖尿病に強みをもつサノフィ・アベンティスの 25%に相当する程度である。このようにメガ・ファーマに比べ、少額な研究開発費を効率良く投下するため、より一層の選択と集中が必要であると考えられるが、既に第一三共は多角化経営を展開しており、非常に厳しい競争を強いられることが予想される。一方、海外における競争力の源泉はパイプラインの充実によるところが大きいが、2010 年 4 月に国内で承認申請を行った抗血小板凝集抑制剤・プラスグレルに大きな期待がかかる。欧米でも 2012 年に承認申請を踏み切る見込みであり、世界マーケットで 2,000 億円から 3,000 億円規模の売上高が見込まれている。

表 5.2.2　世界の製薬企業の研究開発費ランキング（ミクス 2009 年増刊号）

	会社名	研究開発費	前期比(%)	対総売上(%)
1	ロシュ（スイス）	8,190	5	19
2	ファイザー（米）	7,945	-2	16
3	ジョンソン&ジョンソン（米）	7,577	-1	12
4	ノバルティス（スイス）	7,217	12	17
5	グラクソ・スミスクライン（英）	6,810	2	15
6	サノフィ・アベンティス（仏）	6,730	1	17
7	アストラゼネカ（英）	5,179	0	16
8	メルク（米）	4,805	5	20
9	イーライリリー（米）	3,841	10	19
10	ブリストル・マイヤーズスクイブ（米）	3,585	11	17
15	武田薬品	2,844	6	19
20	第一三共	1,723	9	21

（単位：100 万 US ドル）

(2)新規参入の脅威

国内および海外において、化粧品メーカー，酒造メーカー，化学薬品メーカー，フィルムメーカー、ベンチャー企業の新規参入があるが、いずれも大きな脅威となっていない。例え、画期的な化合物を開発し得たとしても、医薬品として承認されるまでに、前臨床試験や臨床試験を行わければならず、また当局からの規制が厳しいため、熟練を要する。このことが高い参入障壁となっているため、新規参入者の脅威は小さいと考えられる。

(3)代替え品の脅威

最も脅威となる代替え品はジェネリックである。日本に限らず、特許のあるブランド薬品からジェネリックへのスイッチングコストは、通常わずかなコストで済む、あるいは政策によって補填されるため、ジェネリックへの切り替えが大規模かつ急速に進んでいる。

(4)供給者の交渉力

原薬供給者、添加剤供給者、資材供給者、製造装置供給者があげられる。原薬供給者は、特許が切れるまでライセンサーであることが多く、供給価格の値引きは困難である。しかし、特許満了後はライセンサーとの契約が切れ、別会社に製造を委託することが多い。原薬の供給者がライセンサーから受託製造業者になると、供給者の価格交渉力は弱くなる。また、添加剤供給者、資材供給者、製造装置供給者の交渉力は、一般的に弱い。よって、脅威は低いと判断できる。

(5)買い手の交渉力

国内においては、調剤薬局のグループ化による一括購入や、国立病院機構の一括化購入に

より、交渉力を高めている。患者及び家族はジェネリックの認知度向上に伴い、安価な薬剤を求めている。財政が厳しい政府と破綻が危惧される各支払い基金は、ジェネリックの普及を促す。海外においても、同様の傾向がある。よって、買い手の交渉力は中～高とした。

5.2.2.2 ジェネリック事業

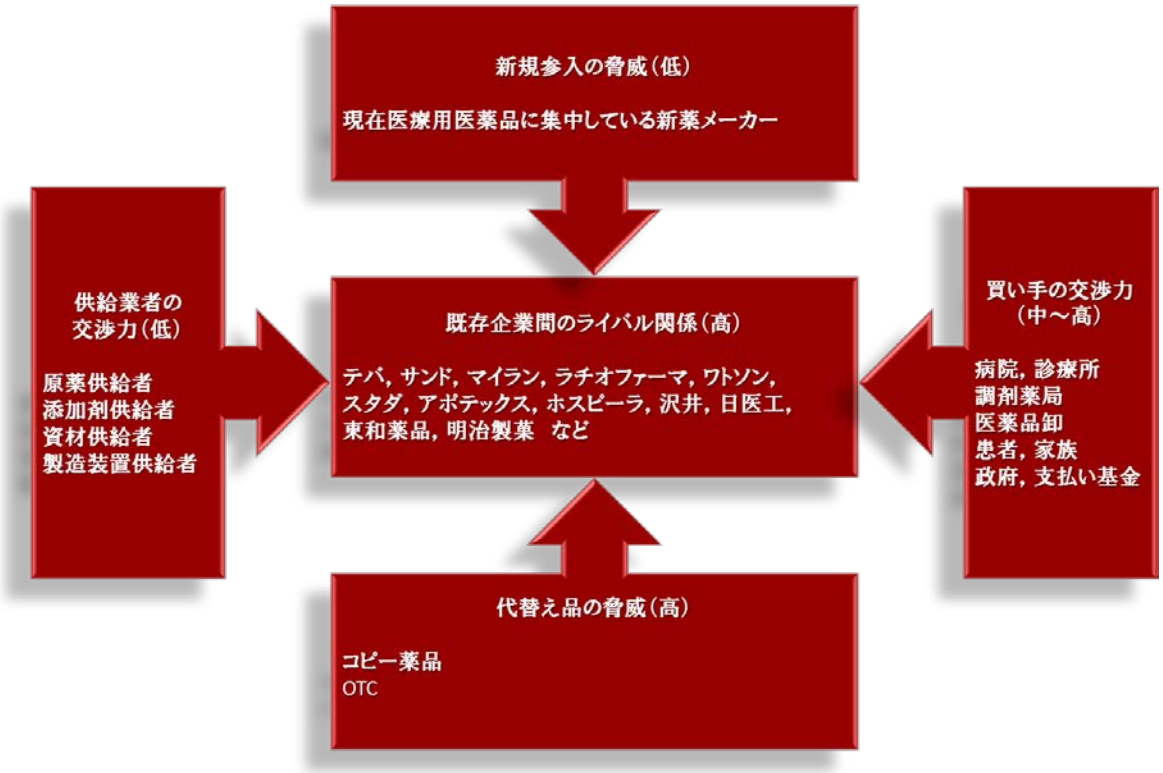


図 5.2.2.2　第一三共ジェネリック事業のファイブ・フォース分析

(1)既存企業間のライバル関係

ライバル関係にある既存企業として、テバ、サンド、マイラン、ラチオファーマ、ワトソン、国内では沢井、日医工、東和薬品があげられる。売上高第 1 位のテバは、日本の武田薬品に匹敵する売上高をあげている。また、ドイツのサンド、ラチオファーマ、スタダは、同国の新薬メーカーより大きな売上高をあげている。豊富なキャッシュによる積極的な M&A で、進出地域の地元ジェネリックメーカーとの統合を繰り返し、世界に広がる生産・販売拠点を獲得して、多品種かつ大量生産体制を構築する。そして、大量生産体制による製造コストの低減を図り、価格競争力を向上させる。そして、価格競争力を武器に、規模拡大を繰り返している。国内マーケットは、医療用医薬品では世界第 2 位の規模を有しながらも、ジェネリックの普及率は未だに低く、その意味においては今後の成長が見込まれる日本のジェネリック・マーケットは魅力も大きい。今後は、日本のジェネリック・マーケットのパイの奪い合いが予想される。　一方、海外では、日本に比べ、ジェネリックの普及率が高く、既存企業間で熾烈なパイの奪い合いが行われている。第一三共のジェネリ

ック事業の柱となる印・ランバクシー・ラボラトリーズは、世界 10 位のジェネリックメーカーであり、アジア、アフリカでの販路をもつ強みがある。しかし、トップで世界中に販路をもつテバの 15%、2 位で同じく世界中に販路をもつサンドの 22%の規模に過ぎない。また、米国 FDA から品質管理問題を指摘され、この問題が長期化している。以上から、非常に厳しい競争が強いられると判断できる。

表 5.2.2.2 世界のジェネリックメーカーランキング（ミクス 2009 年増刊号）

	会社名	国名	売上高	前期比(%)
1	テバ	イスラエル	11,085	18
2	サンド（ノバルティス）	ドイツ	7,557	5
3	マイラン	米国	5,138	93
4	ラチオファーマ	ドイツ	2,660	5
5	ワトソン	米国	2,536	2
6	スタダ	ドイツ	2,304	5
7	アポテックス	カナダ	2,280	-1
8	ペリゴ	米国	2,046	32
9	ホスピーラ	米国	1,821	9
10	ランバクシー（第一三共）	インド	1,667	3
32	沢井製薬	日本	474	20
34	東和薬品	日本	379	14

（単位：100 万 US ドル）

(2)新規参入の脅威

現在、医療用医薬品事業に集中している製薬企業の参入が考えられるが、その手法として M&A やアライアンスによる事業拡大が考えられる。しかし、コア事業の医療用医薬品事業に多額の開発費や M&A のコストを費やしているため、第一三共のような大胆な参入の可能性は小さいと考えられる。また、ジェネクリックメーカーが生き残るためには、ある程度の規模が必要であるが、これが参入障壁となっている。よって、新規参入の脅威は小さいと考えられる。

(3)代替え品の脅威

新興国における最大の脅威はコピー薬である。コピー薬とは、特許権を持つ新薬の製法を模倣した医薬品である。例えば、抗 HIV 薬の場合、インド、ブラジルなどで製造されている。新薬開発に必要な、巨額の研究開発費がかからないことなどから、ジェネリックよりさらに安価に製造、販売できる。このようなコピー薬は、ときに政府が承認することもあり、ジェネリックにとっても脅威である。

(4)供給者の交渉力

原薬供給者、添加剤供給者、資材供給者、製造装置供給者があげられる。医療用医薬品事業同様に弱いと考えられる。

(5)買い手の交渉力

医療用医薬品同様に、国内においては調剤薬局のグループ化による一括購入や、国立病院機構の一括化購入により、交渉力を高めている。患者及び家族はジェネリックの認知度向上に伴い、安価な薬剤を求めている。財政が厳しい政府と破綻が危惧される各支払い基金は、ジェネリックと言えども、価格がより安いジェネリックの普及を促す。海外においても、同様の傾向がある。よって、買い手の交渉力は中～高とした。

5.2.2.3 OTC 事業

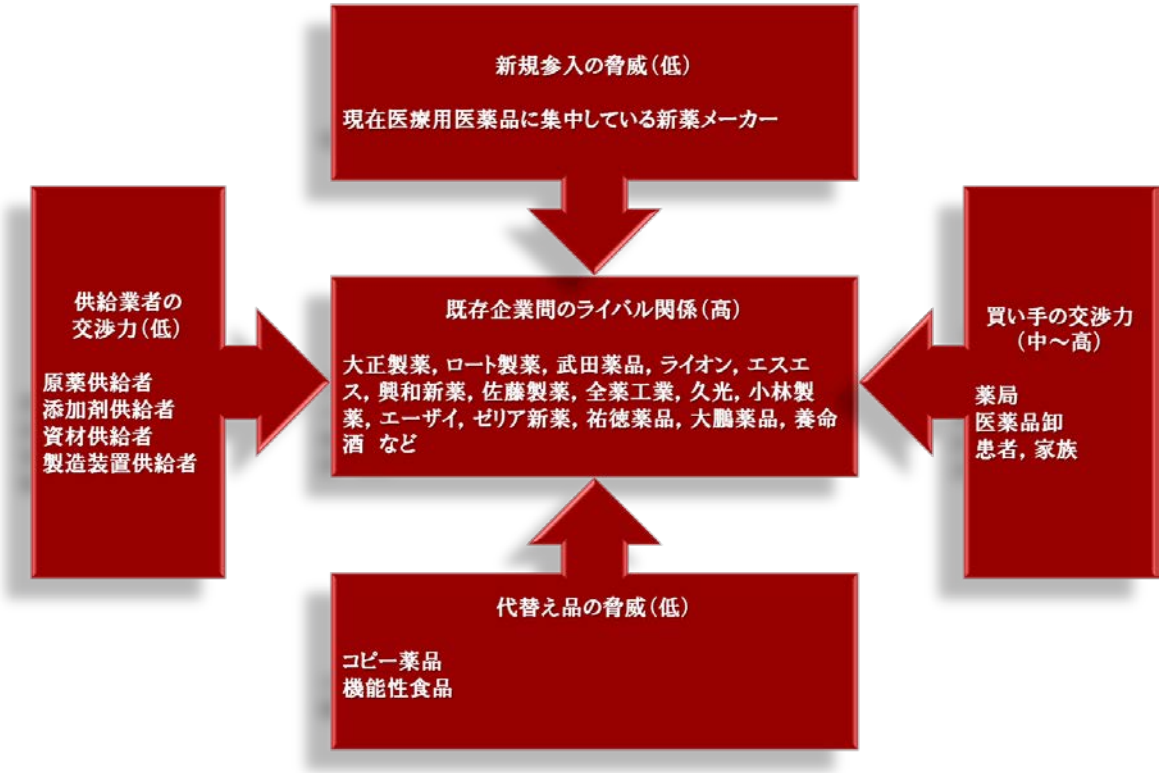


図 **5.2.2.3**　第一三共 **OTC** 事業のファイブ・フォース分析

(1)既存企業間のライバル関係

日本国内におけるライバル関係にある企業として、大正製薬，ロート製薬，武田薬品，ライオン，エスエス，興和新薬，佐藤製薬，全薬工業，久光，小林製薬，エーザイ，ゼリア新薬，祐徳薬品，大鵬薬品，養命酒などがあげられる。OTC マーケットの領域は、感冒薬、ドリンク剤、胃腸薬などがあるが、売上高の一番大きな領域が感冒薬で、続いてドリンク剤ある。2009 年 6 月から改正薬事法が全面的に施行され、今後は総合スーパーやコンビニエンスストアといった異業種企業によるドラッグ事業への参入が見込まれる。OTC メーカーにとって売り場が増えることは業績拡大の好機ともいえるが、その反面、価格競争に陥ることも考えられる。このため、利益確保の面で苦戦する企業が増えることも予測され、価格競争に巻き込まれない差別化製品の開発が求められる。

(2)新規参入の脅威

現在、医療用医薬品事業に集中している製薬企業の参入が考えられるが、その手法としてM&A やアライアンスによる事業拡大が考えられる。しかし、コア事業の医療用医薬品事業に多額の開発費や M&A のコストを費やしているため、第一三共のような大胆な参入の可能性は小さいと考えられる。また、OTC メーカーが生き残るためには、ある程度の規模が必要であるが、これが参入障壁となっている。よって、新規参入の脅威は小さいと考えられる。

(3)代替え品の脅威

新興国における最大の脅威は機能性食品であるが、大きな脅威とは考えにくい。

(4)供給者の交渉力

原薬供給者、添加剤供給者、資材供給者、製造装置供給者があげられる。医療用医薬品事業同様に弱いと考えられる。

(5)買い手の交渉力

医大手薬局グループによる一括化購入により、交渉力を高めているよって、買い手の交渉力は中～高とした。

5.2.2.4 ワクチン事業

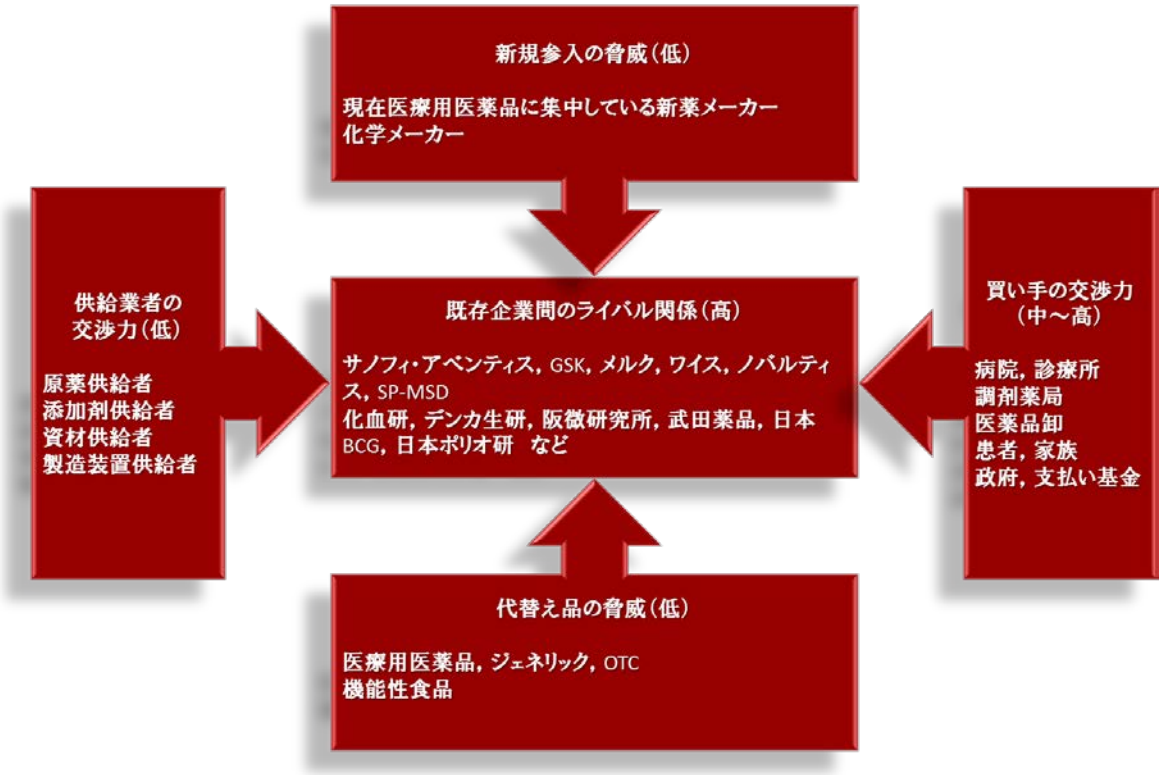


図 **5.2.2.4**　第一三共ワクチン事業のファイブ・フォース分析

(1)既存企業間のライバル関係

ライバル関係にある企業としてサノフィ・アベンティス，GSK，メルク，ワイス，ノバルティス，SP-MSD、日本国内では化血研，デンカ生研，阪微研究所，武田薬品，日本 BCG，日本ポリオ研などがあげられる。世界マーケットにおける競争は、医療用医薬品やジェネリックに比べて柔軟であると考えられる。一方、国内においては、小さなマーケットにおいて第一三共を含む 7 社が犇めき合っており、厳しい競争が強いられている。

(2)新規参入の脅威

現在、医療用医薬品事業に集中している製薬企業や化学メーカーの参入が考えられるが、その手法として M&A やアライアンスによる事業拡大が考えられる。しかし、コア事業の医療用医薬品事業に多額の開発費や M&A のコストを費やしているため、第一三共のような大胆な参入の可能性は小さいと考えられる。また、ワクチンの製造には高い技術力が必要であるが、これが参入障壁となっている。よって、新規参入の脅威は小さいと考えられる。

(3)代替え品の脅威

新興国における最大の脅威は機能性食品であるが、大きな脅威とは考えにくい。

(4)供給者の交渉力

原薬供給者、添加剤供給者、資材供給者、製造装置供給者があげられる。医療用医薬品事業同様に弱いと考えられる。

(5)買い手の交渉力

医療機関による一括化購入により、交渉力を高めている。また、日本を含めた世界マーケットにおいては、政府が直接買付けを行っている。よって、買い手の交渉力は中～高とした。

5.2.3　SWOT 分析

表 **5.2.3** 第一三共の **SWOT** 分析

	強み (Strength)	弱み (Weakness)
内部環境	1. 2010年問題の影響が比較的軽微 2. 大型新薬・プラスグレスの申請 3. 循環器と感染症でのプレゼンス大 4. バイオ医薬の先駆者・U3ファーマが傘下にある 5. 新興国に販路をもつランバクシー・ラボラトリーズが傘下にある 6. 北里研究所との協業によるワクチン事業への進出 7. 高いOTCの認知度	1. グローバル企業として規模も競争力も不十分 2. 多角化戦略によるリソースの分散 3. アンメットメディカルニーズ領域のパイプラインが脆弱 4. 長期化するランバクシー・ラボラトリーズの品質管理問題 5. 新興国進出に必要な第一三共ブランドのワクチンや抗HIV薬がない 6. 業績が為替の影響を受けやすい
	機会 (Oportunity)	**脅威 (Threat)**
外部環境	1. 急速な世界的規模の高齢化 2. 新興国マーケットの成長 3. 急速な低分子医薬からバイオ医薬へのパラダイムシフト 4. 新型インフルエンザの流行 5. EBMの普及	1. 日米EUにおける医療費抑制政策 2. ジェネリックやOTCの普及政策 3. 世界的な承認審査の厳格化 4. 低分子医薬における技術革新の壁 5. 円高の進行 6. 新興国での強制実施権の濫用，特許侵害と訴訟コスト，コピー薬の横行 7. EBMの普及

(1)強み(Strength)

2016 年に主力製品のオルメテックの特許が切れるが、それまでに若干の時間的余裕があり、武田薬品やアステラスに比べて 2010 年問題の影響を受けにくい。一方、2013～4 年にはブロックバスター化が期待されている抗血小板凝集薬・プラスグレルが欧米において発売される予定であり、オルメテックの特許切れの影響を吸収する可能性がある。医療用医薬品事業においては循環器（抗高血圧症薬・オルメテック、抗脂質異常症薬・メバロチン），感染症（抗菌薬・クラビット，抗インフルエンザ・ウィルス薬・イナビル），炎症（抗炎症鎮痛薬・ロキソニン）の各領域でブランドのポジショニングを確立している。また、2008 年にバイオ医薬の先駆的ベンチャー企業である独・U3 ファーマを買収した。新薬候補物質の取り込みに成功するとともに、蓄積されたバイオ医薬技術の取り入れにも成功した。しかし、パイプラインを充実させるためには、今しばらくの時間を必要とする。OTC 事業においては、総合感冒薬・ルルや第一三共胃腸薬をはじめとする一般 OTC、ならびにガスター10 やロキソニン S をはじめとするスイッチ OTC の認知度が高い。ジェネリック事業においては、新興国に強みをもつランバクシー・ラボラトリーズを傘下にもつ。また、ランバクシー・ラボラトリーズの販路を活用することができ、医療用医薬品事業との相乗効果が期待できる（図 2.1.3-1）。さらに、2010 年には北里研究所と組んでワクチン事業にも進出を済ませている。新型インフルエンザの流行により、ワクチンビジネスは新しい成長分野として期待されているが、製品化までに時間を要すると考えられる。

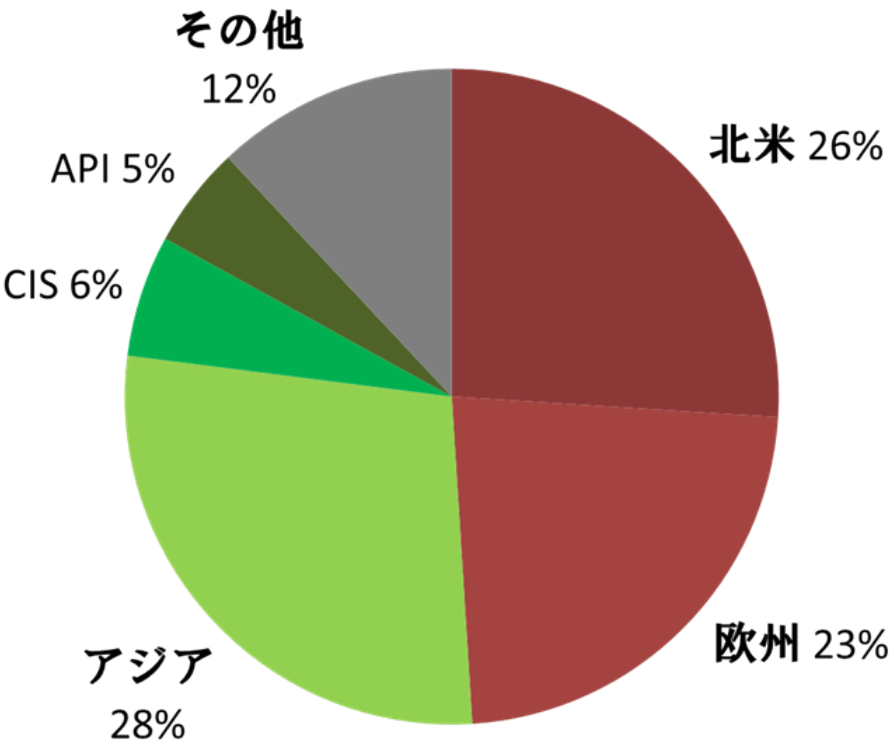


図 **5.2.3.1**　ランバクシーの地域別売上構成比率

(1)弱み(Weakness)

グローバル企業としては規模も競争力も不十分である上に，医療用医薬品事業，ジェネリック事業，ワクチン事業，OTC 事業と手広く展開しているため、リソースの分散が懸念される。また、第一三共は医療用医薬品事業の戦略として、バイオ医薬やアンメットメディカルニーズ領域の強化を図っているが、バイオ医薬の品目数は他の欧米の多角化企業に比べて見劣りしないものの、抗がん剤の品目数では大きく水を開けられている。また、アンメットメディカルニーズ領域のパイプラインが少なく、生活習慣病領域の比重が大きい。したがって､抗体医薬やアンメットメディカルニーズ領域が補強されているとは言えない。さらに、新興国において医療ニーズが高いワクチンや抗 HIV 薬について、自社ブランドをもっていない。よって、このことが新興国への事業展開における弱みとして考えられる。この他、ジェネリックやスイッチ OTC が業績を圧迫しているほか、海外売上高 56.5%と為替変動が業績に与える影響が大きいことが懸念される。

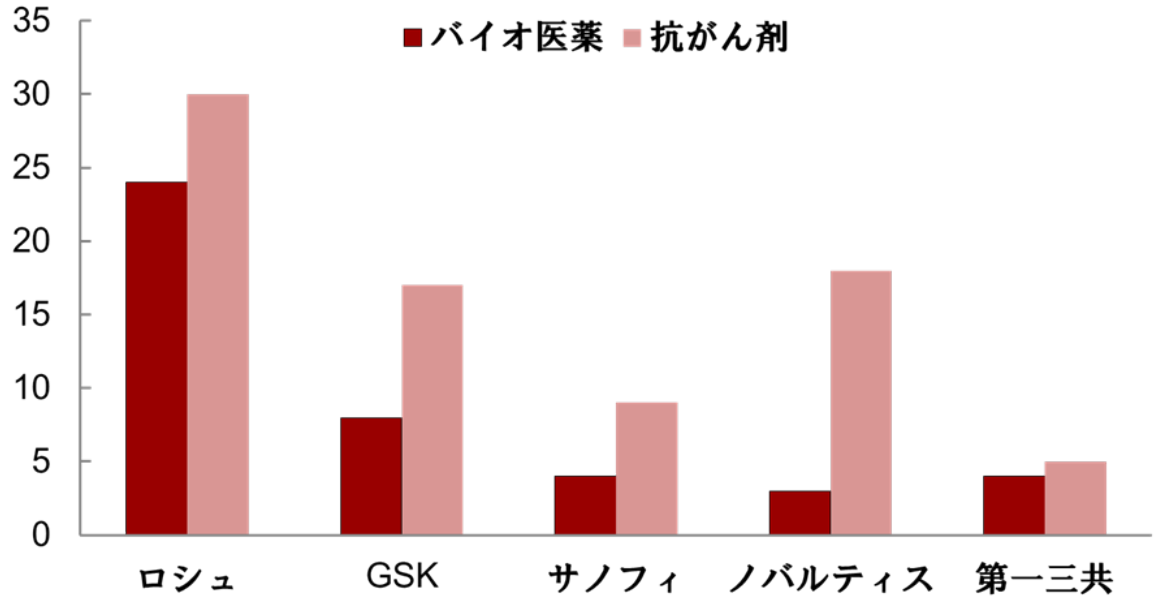


図 **5.2.3.2**　抗体医薬と抗がん剤の品目数（**2009** 年 **10** 月現在）

表 **5.2.3**　第一三共のパイプライン数（**2009** 年 **10** 月）

	第 1 相試験	第 2 相試験	第 3 相試験	申請中
循環器	1	1	2	2
糖尿病	1			
感染症			1	1
がん	1	1		
免疫・アレルギー	1	1		
骨・関節			1	1
その他		1	2	1

第一三共のアニュアル・レポートより作図

(3)機会(Opportunities)

今後 5 年間の全世界の医薬品マーケットは 3～6%の伸長が見込まれ、2014 年には 1.1 兆ドルに達すると予想されている。そして、今後の重要な成長のドライバーは、これまでマーケットを牽引してきた日米 EU ではなく、BRICs を始めとした新興国である。また、世界マーケットでバイオ医薬の売上高が急増している。これまでの稼ぎ頭は抗生活習慣病薬や抗菌薬などの低分子医薬と呼ばれるものであった。低分子医薬は、構造が比較的単純な低分子化合物を合成、あるいは抽出した従来の医薬品のことである。一方、バイオ医薬はバイオテクノロジーを用いて、もともと体内に存在するタンパク質を活用する医薬品のことであり、がん、アルツハイマー病、自己免疫性疾患、アトピー性皮膚炎など、いまだ有効な治療法が確立されていない疾患に対する有効性が期待されている。とくにバイオ医薬の中で、最も実用化が進んでいるのが抗体医薬である。抗体医薬は、特定の細胞や組織にだけ効果がある抗体を利用した医薬品で、標的細胞の表面にある抗原タンパクをピンポイ

ントで狙い撃ちすることができるため、有効性と安全性のバランスがよいと期待されている。製薬企業がバイオ医薬にシフトする理由として、(1)低分子医薬の限界、(2)バイオ医薬は開発余地の大きさ、(3)有効性と安全性のバランス、(4)高薬価、(5)製造管理が難しいため、ジェネリックが出にくいなどが考えられている。しかし、この分野の技術の蓄積のない日本の製薬企業の開発力はさらに落ち込んでいる。このため、日本の製薬企業は M&A による買収やアラインスにより、その活路を見出そうとしている。バイオ医薬のマーケットは、2001 年の 40 億ドルから 2007 年の 260 億ドルと 6 年間で 6 倍に急成長し、ブロックバスター上位 15 品目中 6 品目を占めるようになっている。すなわち、近年、従来の低分子医薬からバイオ医薬へのパラダイム・シフトと、生活習慣病領域からアンメットメディカルニーズ領域へのパラダイム・シフトが同時に起きている。

(4)脅威(Threats)

政府の医療費抑制策ならびに 2 年ごとに実施される薬価改定による価格下落は製薬企業にとって、大きな脅威である。とりわけ薬剤費の圧縮を目的とした、政府主導のジェネリックやスイッチ OTC の普及は脅威である。また、世界的な医薬品審査の厳格化に加え、世界的な技術革新の壁が大きく立ちはだかっており、かつてのようなブロックバスターを創生しにくくなっている。また、世界的な円高進行は、海外への依存度が高い製薬企業にとって脅威である。さらに、新興国における最大の脅威はコピー薬である。コピー薬とは、特許権を持つ新薬の製法を模倣した医薬品である。例えば、抗 HIV 薬の場合、インド、ブラジルなどで製造されている。新薬開発に必要な、巨額の研究開発費がかからないことなどから、ジェネリックよりさらに安価に製造、販売できる。このようなコピー薬は、ときに政府が承認することもあり、ジェネリックにとっても脅威である。新興国おいてはこの他にも、政府による強制実施権の乱用による薬価に含まれる特許収入料の損失とジェネリック参入による収益の大幅減少、特許法に関する訴訟による企業イメージの低下、敗訴に伴う新薬販売機会の喪失、そして多額の訴訟コストがあげられる。

5.2.4 戦略資産の分析

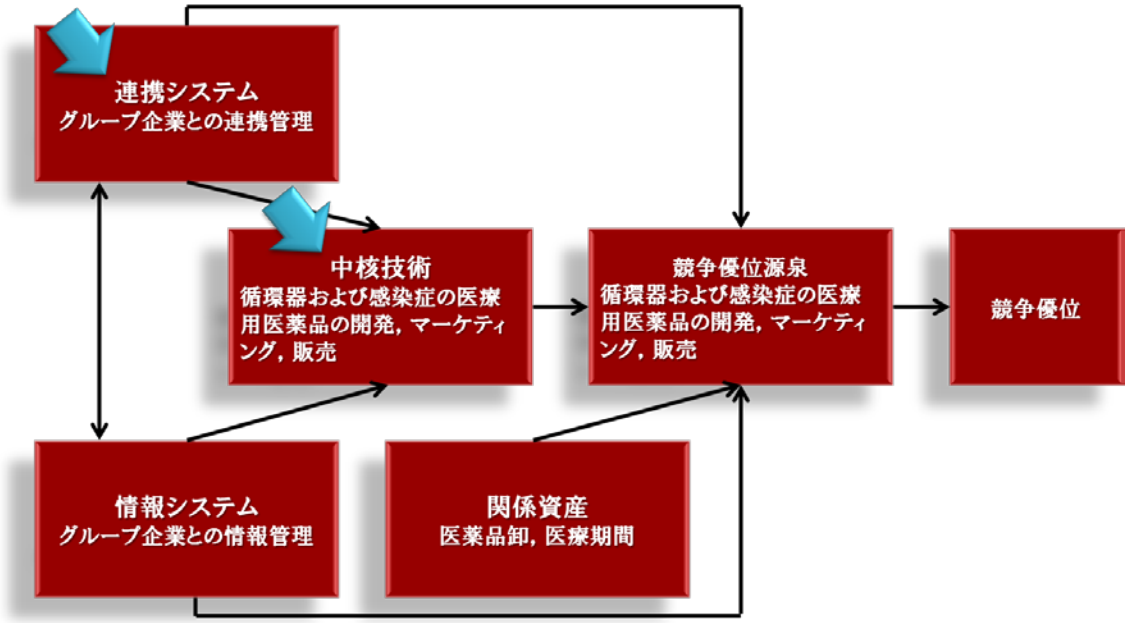


図 5.2.4　第一三共の戦略資産

(1)中核技術

現在の第一三共の中核技術は、循環器領域と感染症領域の医療用医薬品である。一方、アンメットメディカルニーズ領域のパイプラインと、新興国への円滑な進出を行うために必要なワクチンや抗 HIV 薬がないことが懸念される。

(2)連携システムおよび情報システム

グループ企業との連携で問題と考えられるのがランバクシー・ラボラトリーズへの関与である。2008 年に第一三共はランバクシー・ラボラトリーズを買収したが、その直後に米国 FDA によって同社の生産管理上の問題が指摘され、同社の 2 工場からの輸入が禁止になっている。50.1%の株式を保有しながらも、第一三共は同社の自主性を重んじてきたが、この問題の発覚後に株式持分比率を上げ、取締役を 2 名現地駐在させることになった。

(3)関係資産

第一三共は地場医薬品卸のバイタルネット社の主要株主であり、販路をもつ。しかし、武田薬品系列のメディセオ HD、エーザイ系列のアルフレッサ HD に比べ、その営業力は脆弱である。

以上のように、中核技術を中心に現在の競争優位源泉を創出しているが、とくにランバクシー・ラボラトリーズとの連携において、問題があると考えられる。

5.3　分析結果の総括

多くの業界ではトップ企業の動向に二番手以下も同じビジネスモデルで追随する。しかし、第一三共は武田薬品やアステラスと全く違う方向性を歩んでいる。すなわち、武田薬品やアステラスがブロックバスターを狙い、医療用医薬品事業に絞り込んでリソースを集中投下しているのに対し、第一三共は全方位に取り組んでいる。ジェネリックも OTC も、そして新興国への販路の確保も競合他者を先んじている。

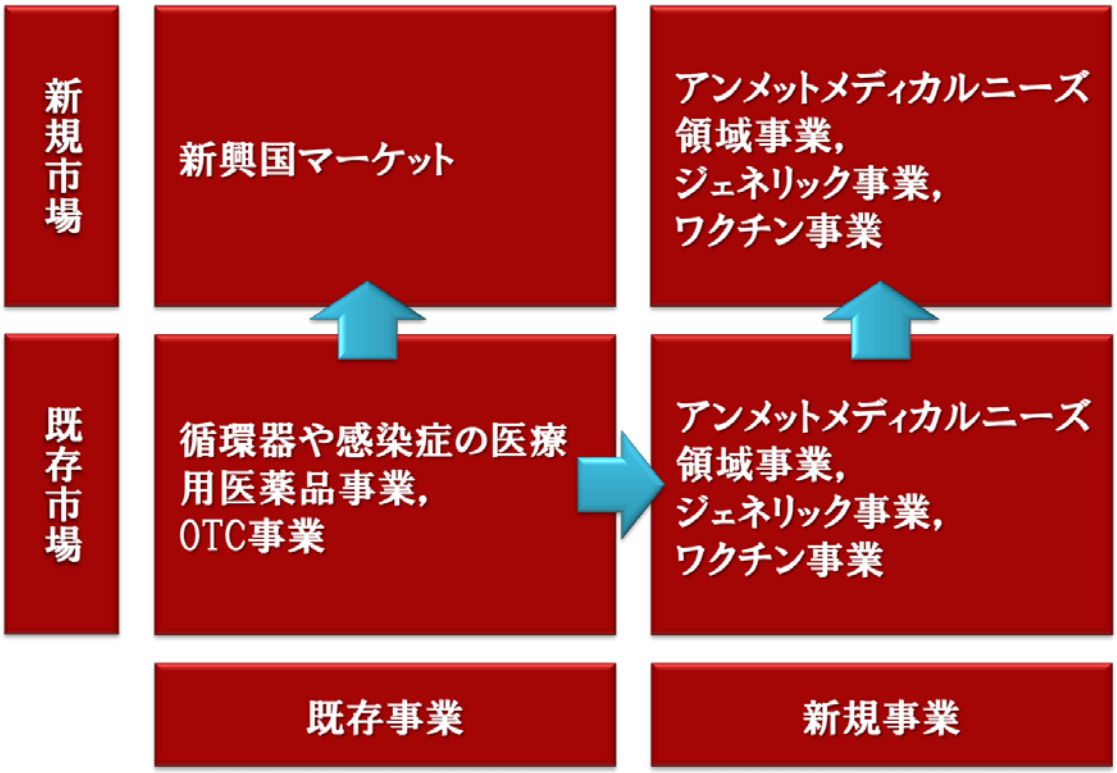


図 5.3　第一三共の成長マトリックス

しかも、武田薬品やアステラスに比べ、第一三共は 2010 年問題の被害が少なく、2006 年に同社のブロックバスターであったメバロチンの特許切れを経験しているという強みをもつ。競合他社に比べ、早期に特許切れ問題を経験した第一三共は、次のブロックバスターの開発を行い、抗高血圧症薬・オルメテックの開発に成功した。現在、世界で 3,000 億円以上の売上をほこる。そして、既に次期ブロックバスター候補として抗血小板凝集薬・プラスグレルの承認申請を済ませており、武田薬品やアステラスに比べ、2010 年問題の影響は少ないと考えられている。しかし、相対的な影響は少ないと考えられるものの、現状では絶対的な影響は第一三共の業績に計り知れないダメージを与えることは確実である。メバロチンの特許切れから学んだ第一三共は、全方位型の経営戦略に打って出た。

とくに 2008 年 9 月に印・ランバクシー・ラボラトリーズの買収は業界を驚愕させた。なぜなら、売上高 1,800 億円規模のランバクシー・ラボラトリーズを 30%超のプレミアムを付け、4,800 億円で買収したからである。第一三共にとって、ランバクシー・ラボラト

リーズの買収の狙いは大きく 3 つあると考えられる。第一に、新興国への販路拡大が期待できる。第一三共は 21 ヵ国に販売網をもっていたが、ランバクシー・ラボラトリーズの買収により、あわせて 54 ヵ国に販路をもつことになる。とくに新興国マーケットの基盤を獲得できたことは、将来的に大きな収益をもたらすと考えられている。一方、全体の収益に占める割合は 5%以下であり、大きな収益が期待できるのは、まだ先のようである。第二に、ランバクシー・ラボラトリーズの買収によって、原価低減効果が期待できる。第一三共の売上原価率は国内大手と比較して高いことが問題視されている。ランバクシー・ラボラトリーズはインドに 6 拠点、海外に 13 拠点の製剤工場を有している。人件費が安いため、第一三共の治験薬や中間体製造に活用することにより製造原価を削減することができる。第三に、ランバクシー・ラボラトリーズの買収によって、治験費用を削減することができる。第一三共はランバクシー買収前からインドに販売拠点があるが、かつてはそこに治験能力を付加させ、インドでの治験体制を整える狙いがあった。今回のランバクシー・ラボラトリーズの買収により、その計画が円滑に進むようになることが予想される。日米 EU に比べ､インドは治験費用が安く､その治験データを欧米での申請に活用できる。

一方、問題点も指摘される。買収費用が企業価値に見合わないと思えるほど、高額であったからである。第一三共によるランバクシー・ラボラトリーズの買収プレミアムは 30%超である。2007 年から有利子負債が積み上がっており、一層の M&A は困難であると推察される。また、買収直前に、米国 FDA がインドの 2 工場の生産管理体制に不備あると指摘し、対米輸出を禁止する措置が講じられた。通常、企業価値に重大な影響を与える事態が発生した場合、TOB 価格を引き下げるはずだが、30%という高額なプレミアムを支払っているのにもかかわらず、デューデリジェンスが甘かったと指摘されている。ランバクシー・ラボラトリーズの株価下落に伴い、第一三共の株価も下落しており、2008 年 3 四半期末に特別損失 3,450 億円を計上している。　元来、第一三共は、新薬と OTC の 2 つをコアビジネスとしていた。そして、ランバクシー・ラボラトリーズの買収によりジェネリック事業と新興国におけるビジネスチャンスを得た。しかし、ランバクシー・ラボラトリーズの業績が本体に大きく影響するリスクを得ることになったことも事実である。

5.4　第一三共の課題

第一三共の経営上の課題は 3 つあると考えられる。第一に、ランバクシー・ラボラトリーズのマネジメントである。しかし、第一三共はランバクシー・ラボラトリーズの 50.1%の株式を持ちながら、取締役を常駐させず、「ランバクシーをハンドリングしない」と庄田社長が公言している。ランバクシー・ラボラトリーズの自主性を認めながらも、株式持分を増やし、一人でも多くの人材を送り込み、早にコーポレート・ガバナンスの工場と生産管理体制を整備する必要があると考えられる。第二に、円滑な新興国進出のために必要な第一三共ブランドの製品が乏しいため、北里研究所との協働や積極的なアライアンス等により、ワクチン事業を早急に拡大すべきである。第三に、多角化を進める上で必要な、コアビジネスとなる医療用医薬品事業におけるパイプラインの充実である。競合他社に比べ、2010 年問題の影響こそ軽微であるが、現在のパイプラインは生活習慣病領域に偏ってお

り、アンメットメディカルニーズ領域が脆弱であることが指摘されている。したがって、多角化だけに注力するのではなく、バイオ医薬やアンメットメディカルニーズ領域を充実させる取り組みが必要である。ただし、シーズをもったベンチャー企業を買収するほどの資金的な余裕はないので、提携などによりバイオ医薬やアンメットメディカルニーズ領域の強化を進めていくべきである。

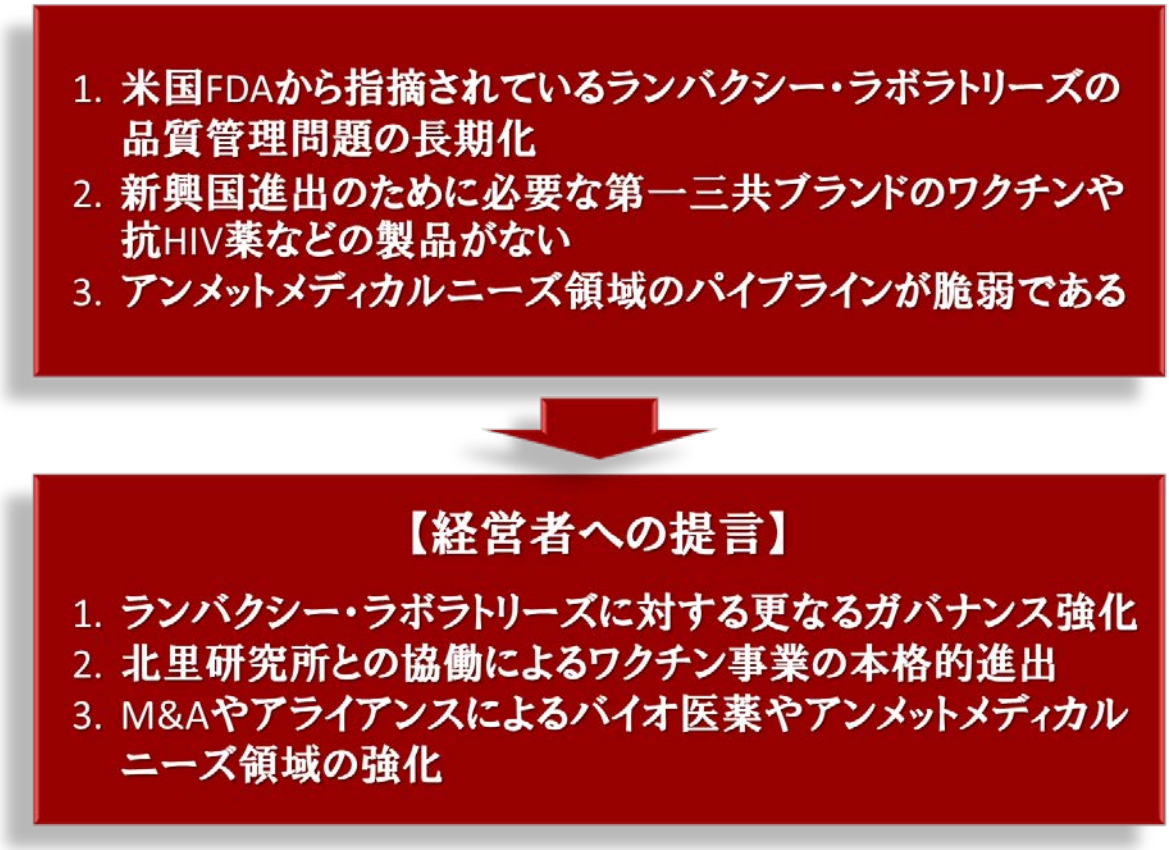


図 5.4　第一三共の課題と解決策

以上