



## 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

### 第11回 M&A (Merger and Acquisition) と企業成長戦略<sup>1</sup>

企業価値創造の考え方に基づいて、企業成長戦略においてM&Aをどのような考え方のもとに行うべきでしょうか。ここでは、まずM&Aによる企業価値創造の基本的考え方を説明し、それにもとづいて企業成長戦略、すなわち事業展開シナリオ、資源調達・循環、戦略資産蓄積・活用、企業価値持続的創造に際してどのような考え方によってM&Aを行うべきかを議論します。

#### 1 M&A と企業価値創造

##### 1.1 M&A による企業価値創造

M&Aは、企業間の株式を一定比率で結合する合併(Merger)および、特定企業の株式の過半数を買い取り、企業支配権を獲得する買収(Acquisition)に大きく分けられます。M&Aの目的は、企業価値創造の視点で次のように考えることができます。合併の場合、結合前のそれぞれの企業の和より結合後の期待企業価値が有意に大きくすること。買収の場合は、買収企業の買収前の企業価値より買収後の期待企業価値を有意に大きくすることです。<sup>2</sup>

M&Aによる企業価値創造を資本市場の視点から捉えると、次のように考えることができます。市場の投資家は複数株式・債権・商品から成る投資ポートフォリオを持っているとしますと、例えば、各A, B, C, D, E企業の株式は1つのポートフォリオの中で期待収益率(Return)とリスク(Risk)の評価基準での最適組み合わせのもとに位置づけられていることとなります。A企業がB企業を合併あるいは買収することは、それぞれの企業をポートフォリオに持つ投資家にとっては、リターンとリスク分散の最適組み合わせをさらに改善することが期待されることとなります。A企業が合併・買収によってB企業を取り込むことによって、それぞれの株式が独立に持たれている以上のリターンを上げられることが経営者に求められます。A企業の経営者にとっての課題は、合併・買収後の企業が生み出すフリー・キャッシュフローの割引現在価値をどのように高めるかということになります。

A社とB社が合併する場合、A+B社と言う形で単に足し合わせて、両社の主力事業のそれぞれの市場シェア30%と20%を足して50%になると言うことだけでなく、企業価値がシェア50%の場合以上に向上する効果を実現する必要があります。この点については、合併をする際に計画されているはずなのですが、実際に合併が行われた後に企業価値を合併前の独立のそれらの

和と比べてみると、その差が有意にあるとはいえないケースがよく見受けられます。<sup>3</sup>合併で2つの企業価値を単に足し合わせただけの効果では有意な意味がないということです。企業価値の単純な和以上に合併によって増大させるには、合併後の事業ポートフォリオで考えた場合、B社の特定事業をA社の事業ポートフォリオに組み込んだとすると、関連事業の事業価値増大の影響を与えることによって、組み合わせとしては、足し算以上の企業価値創造を実現する必要があります。

M&A 自体は、企業価値創造の戦略的手段の一つにしか過ぎないわけです。M&A の目的を達成する効果を上げようとするには、M&A 後にどれだけ自社の事業ポートフォリオの中に組み込んで、その組み換え効果を企業価値創造にどれだけ実現することが出来るかにかかっているといえます。現実には手段と目的が逆になっているケースが多くて、米国の M&A に関する様々な図書を読みますと、企業を買収すること自体が買収企業の CEO を夢中にさせることが描かれています。<sup>4</sup>例えば、モルガン・スタンレーであるとか、ゴールドマン・サックスとかの投資銀行を介して企業買収を行う場合に、買収企業の CEO が陥りやすい罠です。我々の考え方では、M&A は企業価値向上の手段に過ぎなくて、そこから先に意図する効果をどれだけ上げるかが実は重要で、容易でない課題です。この点を十分に認識する必要があります。

買収の場合は、次のように考えることができます。事業部門を買収する場合もありますし、企業全体もあるわけですが、実質的にこのようなことを行う場合に、事業ポートフォリオ組み換え効果による企業価値向上効果をどれだけを実現できるかです。被買収企業の企業価値を上回る買収価格で買収することになります。実際に買収する場合、被買収企業の株主に対して、その株式価値を上回るプレミアムを上乗せした買収価格を支払わない限り、被買収企業の株主は株式を手放すことは割に合わないわけです。この買収価格が買収企業の買収後企業価値増大分に相当することになります。重要な課題は、第1に、買収価格をいかに的確に設定するか。第2に、買収価格相当分の企業価値を買収後いかに創造するかということになるわけです。企業成長戦略によって企業価値持続的創造を資本市場に的確に説明し、それによって株価および債券価格が上昇するようにすることです。

企業価値創造を目的とした企業成長戦略のフレーム・ワークの中での M&A の位置付けを的確にしておくことが重要です。M&A それ自体を取り上げて議論するのだけでは十分とはいえません。

## 1.2 株式市場と M&A : 米国(1997年—99年)における M&A プーム<sup>5</sup>

1997年、98年、99年における4半期ごとにアメリカ国内の M&A 金額、および株式交換による M&A のデータを見ますと、97年から99年と好況の時期がずっと続いて、経済全体が右肩上がり成長していった時期です。M&A が非常に活発にされていたことが分かります。特に98年から99年にかけては、非常に多くなって、2000年も大体この9月期くらいまでは非常に活発に行われたわけです。

買収プレミアムに注目しますと、買収件数がそれほど多くなくて、金額もそれほど多くなかった 1997 年ですと、プレミアムとして 1 割強くらいが上乘せされていたわけです。それ以降プレミアムがどんどん増えていった。98 年、99 年になりますと、株式時価に大体 4 割くらい上乘せをしないと、買収に応じない状況でした。買収を行う場合も結局、被買収企業の株主が所有株の売却に応じない限りは買い取れないわけです。全般的にこの時期は米国の株式市場も非常に良かった時期です。

米国の株価指数としてよく用いられるものとして、Dow Jones Industrial Average Index と S&P (Standard & Poor's) 500 Index がありますが、これらは上場している企業の株式の内の代表性ある一部企業の株価にもとづいた指数なのです。99 年の頭くらいを 100 として、どのくらい上昇してきたかをみますと、S&P 500 Index を見ても分かる通り、99 年、2000 年と非常に好調でしたが、秋くらいから IT 不況などで一挙に下がり出した。丁度その時期は基本的に、株価は上昇傾向にあったわけです。当然そのプレミアムを高く払わないことには、一応今の株を持っていたとしても、株式市場全体が上昇傾向ですので、株式は売られない。所有株式のベータ（個別株価の市場全体株価の連動性）を既存株主が確認して、非常に高いベータの値を持っておれば、当然インデックス（株価指数）以上に高くなっていくことが予想されるので、買収価格が提示されても、プレミアムを相当割り増さないと既存株主は所有株を手放さない。このような時期があったので、非常に高いプレミアムの算定が 99 年くらいから現れていたわけです。市場価格の 4 割とか 5 割増しの買収価格でオファーを出す。この時期は、例えば今の株価が 1,000 円だったら、「1,500 円でオファーするので、今持っている株式を私に譲ってくれませんか」、と言った形になっていたのです。

2000 年の後半、第 3 クォーターから第 4 クォーターにかけて、株価が下落し出しましたので、当然のことながら、ここから先はまたプレミアムが下がっていつている。このような形で買収をするような場合でも、買収提案時の株式市場によって買収価格は非常に大きく左右されるわけです。ある程度その企業の今後のフリー・キャッシュフローを割引現在価値に算定した値で株価に反映されているとすれば、その通りに払えば間違いのない事実になるわけですが、それに加えて市場の思惑などの要因が影響して株価が形成されている部分がありますので、結局その分を上乘せして払わなくてはいけなくなります。このように買収プレミアムが市場の状況に応じて大きくなったり小さくなったりするわけですので、プレミアムが大きくなると買収後どのようにしてその分を回収するかが大変難しくなります。

例えば 2000 年の初めの株価の高い時期に買収を仕掛けて、企業価値の 5 割増以上にプレミアムを付けて買い取って、その後実際に事業ポートフォリオ組み換えによって 5 割ないし 6 割分のプレミアムを上回るだけのフリー・キャッシュフローが得られるかどうか・・・非常に難しいと考えられます。買収プレミアムに見合う企業価値を将来的にその企業を買収することから生み出せるかどうかです。実は株価が非常に高い時期ほど買収のケースは増えることを示しているのです。逆に株価が下がりますと、M&A 活動は緩慢になる。2000 年から下落傾向に入っています。上昇傾向にある時期は株価が上昇していく時期ですので、この時期は将来どんな事

業でも成長が出来るという期待を株式市場の中で持たれることが1つの要因にはなるかと思うのですが、それ以上に買収する側の意欲をより一層高めることとなります。

買収価格支払いに際しては、現金だけでなく、自社株式が用いられるわけです。殆ど場合は自社株を使って、一定比率を計算し株式交換されるわけです。基本的に高い株価の自社株で買収先の株式を買い取る。例えば、インターネット・サービス会社のアメリカン・オンライン(AOL)が、2000年にタイム・ワーナー(Time Warner)を合併したケースがありました。<sup>6</sup>今から思うと、インターネット・バブルの時期でアメリカン・オンラインの株価が非常に高かった。それでタイム・ワーナーと言う映画などコンテンツを持っている会社を、小が大を食う形で合併してしまった。あのような場合は自社の高株価を背景に、それを交換する形でタイム・ワーナーの株主に対してアメリカン・オンラインの株を与えて交換する形で、新しい会社の株主になってもらう。株式交換を用いて、このような合併・買収が行われたわけです。

1997-99年も相当程度の株式を用いて買収が行われています。自社の株価が高いと言うことは、これでもって現金代わりに買収資金に使えると考えるわけです。そのようにして高い買収プレミアムを払う際に、企業取得後のプレミアム回収のことを考慮することが不十分になる場合が多くあります。現在の自社時価でもって十分払い切れることから、必要以上のプレミアムを上乗せしがちになる。それは現金支出を伴わないので、自社株を相手方に提供して株主になってもらうと言う形で、買収することになるわけです。そうすると5割、6割、7割とかの余計なプレミアムを付けがちになります。その結果として、高いプレミアムを買収後の事業活動で十分に回収出来ない状態に陥りがちになる。

AOLとタイム・ワーナー合併のケースでもそうですが、株価が非常に高い時期に、高い株価をテコにして合併・買収したケースの場合は、殆ど元が取れずに買収企業の株主が結局損をしている。<sup>7</sup>買収が行われているその時に、株を全部現金に換えた人が一番ハッピーだったかも知れませんが、買収プレミアム分を上乗せした分を株の形で持っているわけですが、自主的に市場で売却せずにそのまま相手方の株を持ち続けていたら、50ドルであった株価が合併後1・2年経て25ドルになっていたりするケースがあります。合併・買収を行う場合は、資本市場の状況、特定株価の変動や株式市場全体の傾向に影響を受けて買収価格が決まり、それをベースにして合併・買収後企業価値をどれだけ上げることができるかが経営者に問われます。買収を仕掛ける側としては、買収プレミアムに応じた企業価値を将来創造できるかどうかを、十分に検討し判断してからでないと実行に移すべきでない。資本市場の状況に応じて、経営者のM & Aに関する判断が有意に動かされることは、好ましいとはいえない。

ソフトバンクと言う会社はその時価総額が26兆円と、とんでもない株価がついた時がありました。日本の時価総額でもトップ3くらいになった時期がありましたが、今は大きく下がっています。<sup>8</sup>CEOの孫正義さんは「まだ1兆円あるよ」と居直っていますが・・・非常に株価が高かった時期には、ソフトバンクはその高い株価をテコにして買収を行ったわけです。しかし、企業価値創造という点から、どの程度成果を上げているのでしょうか。極めて株価が高いと言うことから、判断が不適切になる場合があります。要するに現金支出を伴わないものですから、

そのような高い株価をテコにして会社を買収することに関して金銭感覚が希薄になる。だから必要とは必ずしもいえない企業を買い込んでしまって、買収後にどれだけ買収効果として元を取るかあるいはそれ以上に上げる意欲点が、弱くなる。結果的に企業価値が、買収後に著しく下がってしまっています。

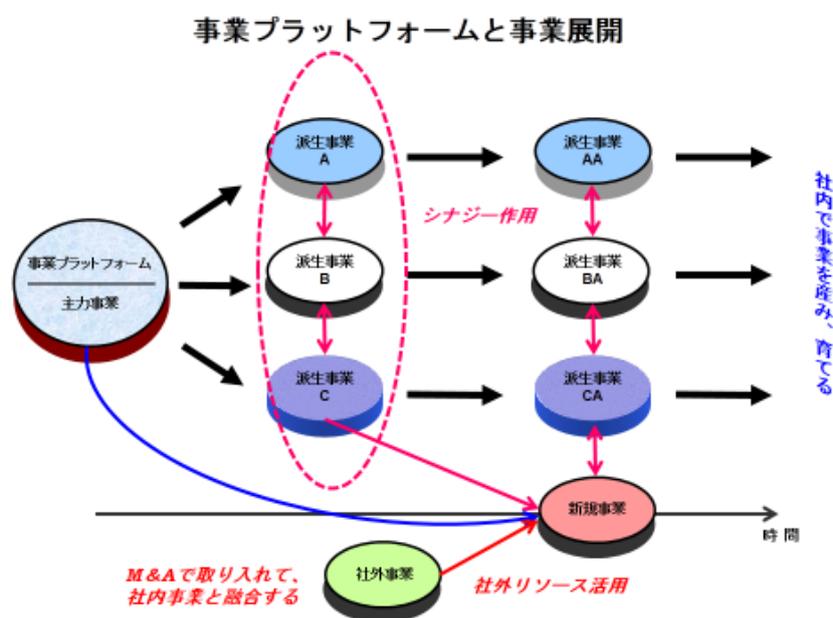
米国の M&A の場合でも、高株価の時期に行われた買収は殆ど 7 割くらいまでは元が取れていない。M&A によって、企業価値を毀損していることが結果的に起こっている。そのような意味から言うと、株式議決権取得を伴う企業支配権獲得を伴わなくても、他社の事業機能を実質的に取り込んで、企業活動の実質で企業価値創造を実現できるようにするには、事業提携の方が合併・買収より有効かもしれません。経営者は M&A の判断を行う際に、企業価値創造にもとづいて何を目的として行うべきかを熟考し、明確にすることが重要です。M&A ブームの中で経営者自身の心が曇ってしまわないように心しなければなりません。

## 2 M&A と企業成長戦略

### 2.1 M&A と事業展開シナリオ

企業成長戦略、すなわち事業展開シナリオ、資源調達・循環、戦略資産蓄積・活用、企業価値持続的創造に際して、M&A をどのような考え方によって行うべきでしょうか。

企業成長戦略で設定した事業展開シナリオの考え方では、企業成長マトリックスにもとづいた成長経路にそって、現在の主力事業が次の主力事業を育成できるように資源を循環させ戦略資産を移転・活用できるようにすることです。そのためには、第 1 世代中核事業をもとに「事業プラットフォーム」を設定し、そこから第 2 世代派生事業を生み出し、さらにその事業から第 3 世代事業が派生できる仕組みを構築することです。事業プラットフォームから事業を派生させる際に、必要な人材・設備などの資源や中核技術などの戦略資産を M&A を行うことによって社外から調達し、社内事業のそれらと融合し新規事業創造を行うことが考えられます。



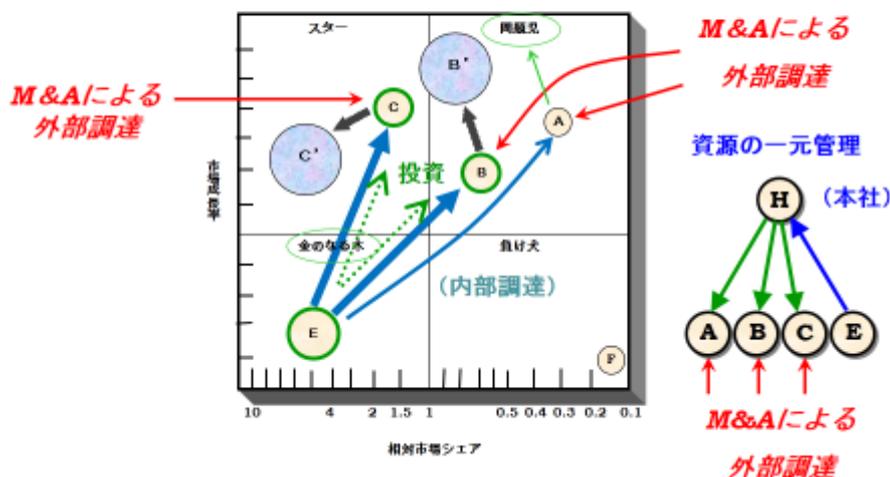
このような考え方にもとづいた M&A を用いた事業展開をおこなうには、社内の戦略資産プラットフォームにあらたに社外の戦略資産を融合させる必要があります。したがって、M&A の対象となる企業単位あるいは事業単位は社内の事業単位と事業環境異質性が低い方が、「M&A プロセス・コスト」が相対的に低く、より高い「最適 M&A 統合利益」が達成しやすく、企業統合あるいは事業統合によって M&A 効果を上げやすくなると考えられます。<sup>9</sup> M&A に際して、対象となる企業単位あるいは事業単位が社内の事業単位と比較し、それぞれの事業環境間にどの程度の異質性があるかを調査・検討することが必要です。

## 2.2 M&A と資源調達・循環<sup>10</sup>

企業成長戦略では、資源調達と循環については次のような考え方に基づいています。人材・設備・資金などの資源をその種類およびそれらの内容と投入・活用時間に応じて調達・循環し、その範囲を個別事業機能単位内、個別事業単位内、企業内一定規模事業単位間、事業ポートフォリオ全体に設定します。企業成長戦略では、それぞれの範囲に応じた事業機能単位あるいは事業単位を組み合わせたポートフォリオにおいて、成長に必要な資源を事業機能単位あるいは事業単位間で調達し、循環できるように設計することが必要になります。資源調達の対象はポートフォリオに含まれる事業機能単位あるいは事業単位の資源として必要な人材・設備・資金となり、事業機能環境要因あるいは事業環境要因およびそれらを部分的に反映するビジネス・ライフサイクルに応じて資源調達内容と投入・活用時間が異なると考えられます。

この考え方にもとづいて、社内で調達可能な資源を補充・補完する必要な人材・設備などの資源を M&A を行うことによって社外から調達し、既存の事業機能単位あるいは事業単位に移転、それらの単位間に循環できるようにすることが考えられます。

### 事業ポートフォリオ・マネジメント と 資源の調達・移転・循環 資源の効率的配分で全社最適



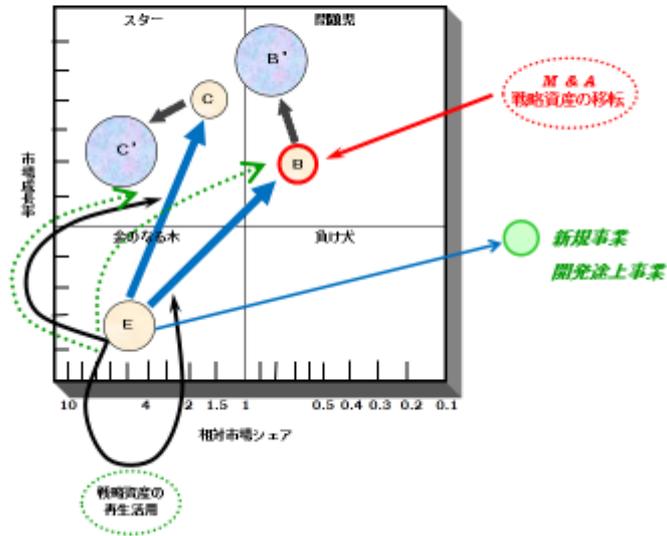
M&Aの対象となる企業単位、事業単位あるいは機能単位は、自社のポートフォリオを構成する機能単位あるいは事業単位の環境との異質性が高くなく、資源調達内容の異質性が高くない場合が、M&Aプロセス・コストが相対的に低く、より高い最適M&A統合利益が達成しやすく、企業統合、事業統合あるいは機能統合によってM&A効果を上げやすくなると考えられます。M&Aに際して、対象となる企業単位、事業単位あるいは機能単位が社内の機能単位あるいは事業単位と比較し、それぞれの環境間にどの程度の異質性があるかを調査・検討することが必要です。

### 2.3 M&Aと戦略資産蓄積・活用

企業成長戦略では、企業成長に必要な戦略資産の蓄積・移転・活用を行う仕組みを構築することが必要になります。戦略資産蓄積・活用の対象は戦略資産の種類およびそれらの内容、その範囲は個別事業機能単位内、個別事業単位内、一定規模事業単位間、事業ポートフォリオ全体を指しています。その際にシナジー効果の概念を用いると理解しやすくなります。シナジー効果には、ポートフォリオを構成する事業機能単位間あるいは事業単位間を対象にバリュー・シナジー（顧客価値相乗効果）とコスト・シナジー（範囲の経済性）があります。

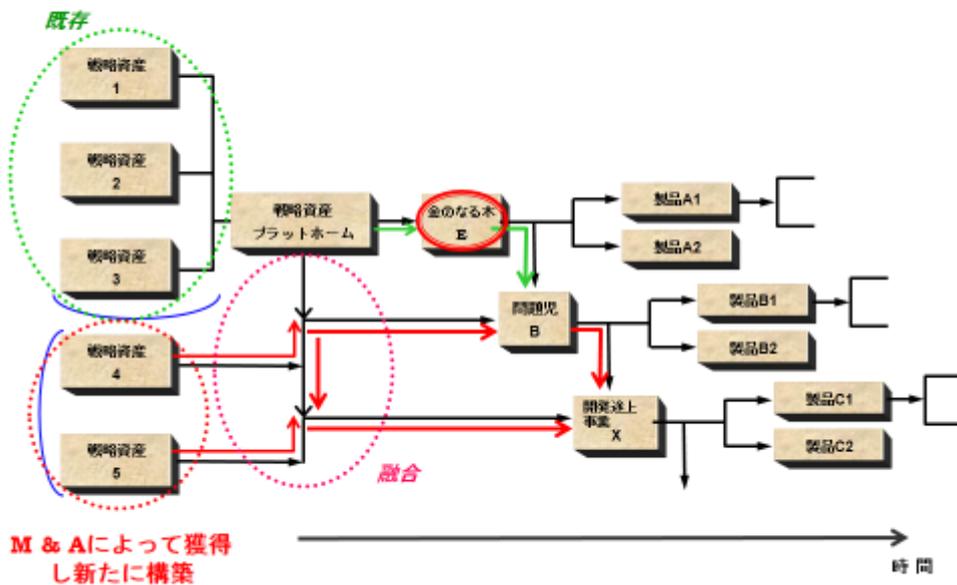
代表的なバリュー・シナジーであるマーケティング・シナジーは顧客価値提案ノウハウなどのマーケティング技術を中核技術として活用する複数事業単位間で提供する顧客価値が独立の場合よりも高くなることを意味しています。マーケティング・シナジー効果を出そうとすると、顧客価値相乗効果を特定して、複数事業単位のマーケティング力を競争優位源泉に高め得る戦略資産である、連携システム・情報システム・関係資産・中核技術それぞれの内容を特定し、それらの最適な組み合わせを構築することが必要になります。その際に、事業ポートフォリオを構成する事業単位のマーケティング力を競争優位源泉にまで高めるには、どのような戦略資産がどの程度必要か、その組み合わせをどのように行うかを特定する必要があります。これにもとづいて、現状の戦略資産の内容と水準とその組み合わせに対して必要とするそれらと比較・検討します。その結果、不十分あるいは欠けている戦略資産をまず、社内から調達することができるかを検討し、不可あるいは不十分な場合に社外から調達できるかを検討することが必要です。それらを経て、社内調達できないが、社外調達可能な戦略資産になり得るものを持つと考えられる企業単位、事業単位あるいは機能単位をM&Aにより、戦略資産として調達・獲得することになります。

## 事業ポートフォリオ・マネジメント と 戦略資産取り込み



M&Aに際しては、獲得した企業単位、事業単位あるいは機能単位に存在する戦略資産を自社のポートフォリオ全体、一定規模事業単位間、個別事業単位内、個別事業機能単位内のいずれかに、バリュー・シナジーを実現できるように組み込み、自社の既存戦略資産と組み合わせる、あるいは新たな戦略資産に組み換え、複数事業単位間を対象にして移転・共用・活用し蓄積する仕組みを構築できるかを十分に検討する必要があります。

## 戦略資産プラットフォームと事業展開



マーケティング・シナジーの場合は、事業単位間に事業環境要因の異質性が低く、それらの変化度に有意な差がなく、マーケティング機能をともに有している一定規模事業単位間統合が、より高い最適 M&A 統合利益が得られ、シナジー効果を実現することができると考えられます。一定規模事業単位間で戦略資産である、中核技術・連携システム・情報システム・関係資産の最適内容・水準とそれらを有効に組み合わせることが統合の対象となります。M&A に際して、対象となる企業単位、事業単位あるいは機能単位のそれぞれの環境要因を的確に把握し、それぞれの環境間の異質性を確認し、一定規模事業単位間で M&A 統合によってマーケティング・シナジー効果を実現できるかを十分に検討することが必要です。

コスト・シナジーは個別事業単位内、一定規模事業単位間、事業ポートフォリオ全体それぞれについて生み出すことができます。個別事業単位内あるいは事業単位間でのコスト・シナジーとは、開発・マーケティング・調達・生産・物流・販売などの個別事業機能単位あるいは個別事業単位内で発生するコストの総和である全体コストが、個別事業機能単位あるいは個別事業単位で独立に行う場合よりも事業単位内で個別事業機能単位あるいは一定規模事業単位間で調整した方が、低くなることを意味しています。コスト・シナジーが実現できると、個別事業機能間調整および各事業機能単位について事業単位間調整を効果的に行うと、機能単位で発生する固定費および変動費と、事業単位および事業ポートフォリオ全体でのそれらの総和を減少できることとなります。

個別事業単位内でのコスト・シナジーの場合は、個別事業単位内の個別事業機能単位間および機能環境要因、主に供給・技術・外部要因の異質性が低い場合は、個別事業単位内のより高い最適調整利益が得られると考えられます。コスト・シナジーの最適範囲は個別事業単位に相当すると考えられます。したがって、「M&A 統合範囲」<sup>11</sup>は個別事業単位が最適となります。一方、個別事業機能単位間および機能環境要因の異質性が高くなる程、個別事業単位内より個別事業機能単位での調整が、より高い最適調整利益が得られると考えられ、最適 M&A 統合範囲は個別事業機能単位となります。

事業単位間コスト・シナジーの場合は、事業単位間の事業環境要因、主に需要・供給・技術要因の異質性が低く、同一事業機能を有している一定規模事業単位間でより高い最適調整利益が得られると考えられます。コスト・シナジーの最適調整範囲すなわち、最適 M&A 統合範囲は一定規模事業単位間調整に相当します。一方、事業単位間に事業環境要因の異質性が高くなる程、同一事業機能を有していても、一定規模事業単位間最適調整利益が個別事業単位調整のそれを上回ることが難しいと考えられます。コスト・シナジーの最適調整範囲、最適 M&A 統合範囲は個別事業単位に相当すると考えられます。

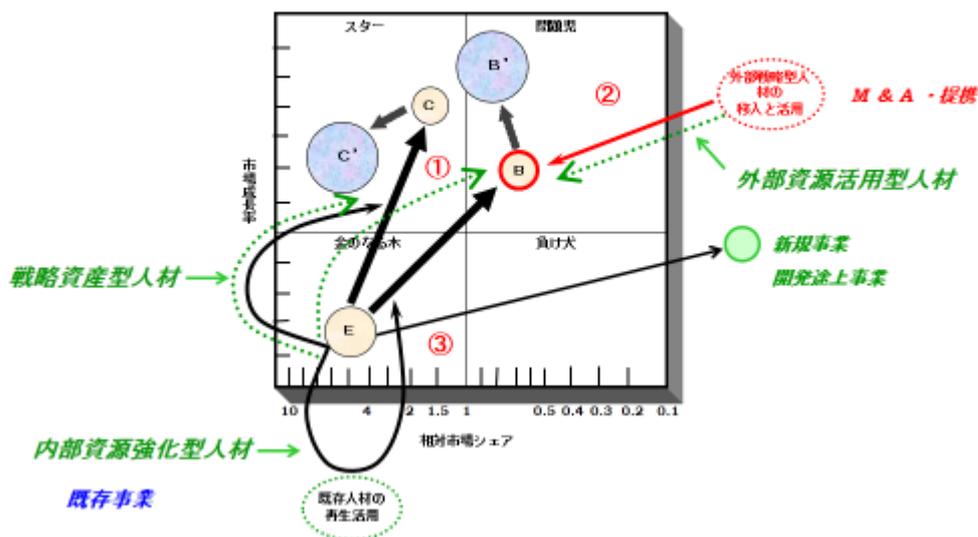
最適 M&A 統合範囲でコスト・シナジーを実現することが M&A の目的となります。M&A に際して、自社の個別事業単位内の個別事業機能単位間および機能環境要因、さらに事業単位間の事業環境要因の異質性について確認することがまず必要です。次に、対象となる企業単位、事業単位あるいは機能単位が社内の事業ポートフォリオ全体、事業単位あるいは機能単位と比

較し、それぞれの機能・事業環境間にどの程度の異質性があるかを調査・検討することが必要です。

M&A に際して、どのようなコスト・シナジーをどの範囲で求めるのかを事前によく検討することが必要です。それにもとづいたコスト・シナジー生み出す可能性がある企業単位、事業単位あるいは機能単位が M&A の対象になります。

企業成長戦略での戦略資産の移転・循環の考え方は、事業ポートフォリオでの問題児事業や開発途上事業をスター事業に成長するように金のなる木事業がそれまでの成長経路で蓄積した戦略資産を、それらを必要とする事業に移転し活用させるようにすることです。人材異動を伴う戦略資産を社内で調達あるいは移転が困難な場合は、M&A によって社外から調達し、個別事業単位内あるいは個別機能単位に移入し活用することが考えられます。外部の戦略資産型人材の持つ戦略資産を個別事業単位内、個別事業単位間、事業ポートフォリオ全体で活用するには、特定人材の移動なしに特定人材が所有するナレッジを、教育を通じて移転できるように、個別事業単位内あるいは個別事業単位間でのナレッジ・シェアリングの仕組みを通じて行うこともより高い最適調整利益が実現しやすく、最適 M&A 統合利益を達成することが可能になると考えられます。

### 事業ポートフォリオ・マネジメント と M & Aによる人材の移入と活用

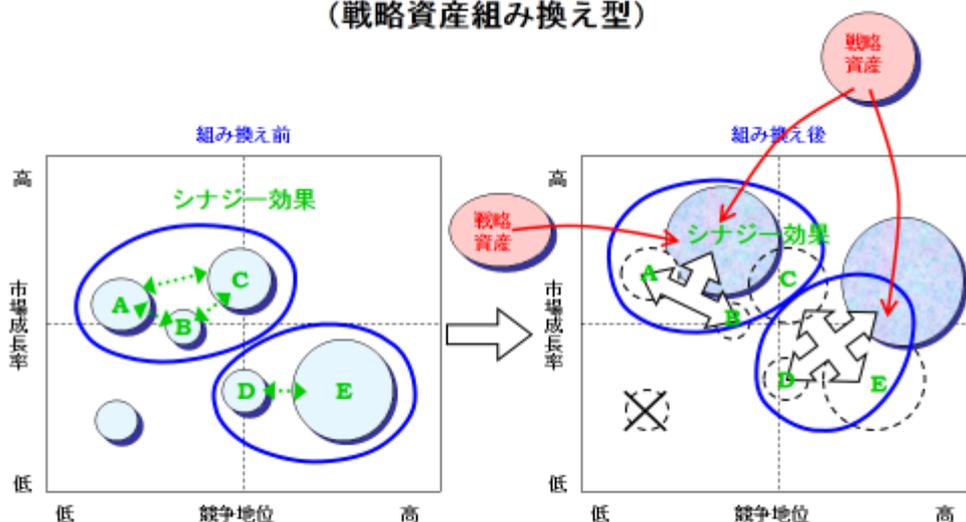


## 2.4 M&A と戦略資産の組み換え

事業ポートフォリオ・マネジメントでは、事業環境変化に応じて、事業評価基準見直しを行うことによって、個別事業単位を成長事業、維持事業、撤退事業に分類し、投資効果の高い個別事業単位に対して、資源配分優先度を決め、それに準じて資源を効率的に配分します。さらに、競争力強化対象となる個別事業単位の事業能力を競争優位源泉に高める戦略資産を構築することが必要になります。それに際して、既存の戦略資産を再評価し、新たに必要とされる戦略資産になり得るものを社内あるいは、M&Aによって社外から獲得し、既存戦略資産で必要度の低いものを除く、戦略資産の組み換えを行います。これには、強化対象個別事業単位が社内の他の個別事業単位の持つ戦略資産を取り込み、あるいは社外の個別事業単位のもつ戦略資産を事業買収・統合などのM&A手段で獲得する方法が用いられます。重点的資源配分によって、投資効率の高い成長事業の競争力強化を狙いとして、戦略資産組み換えを行い、それに際して事業ポートフォリオを組み換えます。

戦略資産組み換えを伴う最適 M&A 統合範囲は、次のように最適調整範囲に依存します。事業単位間に事業環境要因の異質性が低く、それらの変化度に有意な差がなく、同一事業機能単位を有している一定規模事業単位間での戦略資産組み換え調整が、最適調整範囲に相当すると考えられます。一方、事業単位間に需要要因の異質性が高く、それらの変化度に有意な差がある程、一定規模事業単位間から個別事業単位内調整が、最適な戦略資産組み換え調整範囲に相当すると考えられます。

事業単位間事業ポートフォリオ組み換え  
(戦略資産組み換え型)

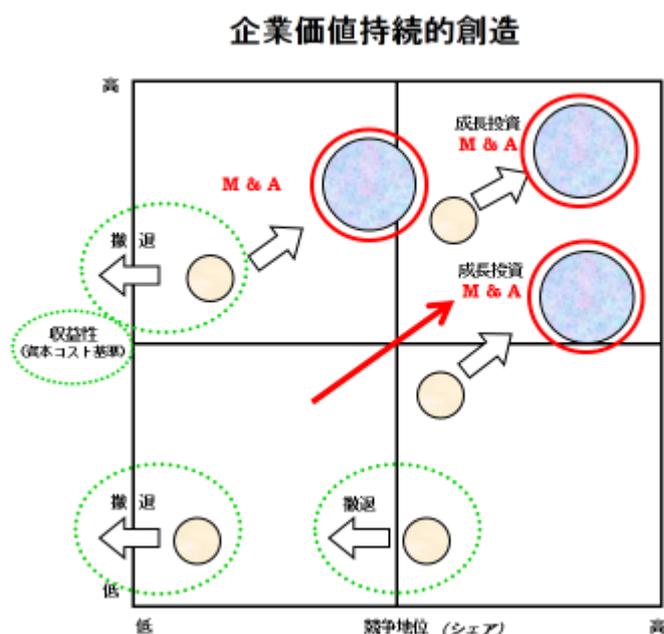


M&Aによる戦略資産組み換えを目的とする場合は、最適 M&A 統合範囲で目的が実現するように、M&A に際して、自社事業単位間の環境要因異質性について確認することがまず必要で

す。次に、対象となる事業単位が自社事業ポートフォリオを構成する事業単位と比較し、それぞれの事業環境間の異質性について調査・検討することが必要です。

## 2.5 M&A と企業価値持続的創造

企業成長戦略での究極目的は、事業展開シナリオ、資源循環、戦略資産の蓄積・移転によって、企業価値を持続的に創造していくことです。目指すべき将来の目標から帰納的に導き出された事業展開シナリオに沿って、企業はフリー・キャッシュフローを増大させ、次なる成長事業単位に投資します。これが自社資源だけでなく、外部の資源や戦略資産の活用も合わせて行います。事業価値評価基準にもとづいて、どの事業単位に成長投資を行い、どの事業単位はM&Aによる外部資源・戦略資産獲得によって強化し、どの事業単位を撤退するかの戦略的手段を検討します。このような選択肢の中から、自社の事業ポートフォリオ全体と各事業単位にとって最善の手段を選択し、企業価値の持続的創造していくことになります。



質問・コメントがありませんか。

(H氏の質問) — シナジー効果を生み出す際に、実際には数字で表せない部分が多いと思います。それに対してシナジーを予想しなくてはいけないのは非常に難しいと思うのですが、その見極めについては、自社の専門の人が見て、実際にシナジー効果があると判断していかざるをえないのでしょうか。

(小島の回答) — そうですね。ここで議論している内容には、例えば財務諸表に表されているものから判断できる有形資産ではないものが結構あります。このようなことを考慮する場合に、やはり M&A の最初の段階で明確な目的意識を持つことが重要です。目的を設定してその

ために何が必要かを明確にし、必要な人材や技術、有形・無形資産のどのようなものが必要かと言うことを見極めることです。その目的意識から必要なものを持っている企業はどこかを、すなわち M&A の対象先を探すという順序でしょう。どの企業と組むか、さらにその相手先の持つ何が必要かを見極めなくてはならない。

(H 氏の質問) — 見極める場合に評価をしなくてはならないのですが、その指標が難しいと思います。

(小島の回答) — それは確かにおっしゃる通りだと思います。後の M&A プロセス・マネジメントで議論をしますが、1 つは M&A の前、すなわちプレ M&A 段階でどのように相手先が持つリソースを探し出し、評価して、成立させるかをどう判断するかと言うことです。それから、ポスト M&A 段階では、それまでの段階で想定した人材が実際にはいなかったと言うケースがよくあります。これは事前のリソース評価が不十分なわけですが、必要な技術などを持っている人が M&A 段階で他の企業へ移ってしまったと言うことが起こりえます。そうすると人材を事前によく見極めて、M&A 後に必要な人達をしっかりと取り込む、ポスト M&A マネジメントが非常に重要になります。M&A プロセスからみると、第 1 に、企業成長戦略の枠組みの中での M&A が位置付け、第 2 に、M&A プロセスでの対象企業の戦略や所有するリソースの見極め方、第 3 に、M&A 後のリソースを活用する仕組みの構築が重要になります。それらを順次議論していきたいと思います。

(HO 氏の質問) — 成長戦略の中で外部資源を活用する場合、M&A に踏み切れば良いのか、あるいは提携をすれば良いのか、使い分けの基準は何かあるのでしょうか。

(小島の質問) — これも提携について議論しますが、どちらを取るかの判断基準が必要です。具体的に検討します。

### 3 日本電産の M&A (2005)<sup>12</sup>

#### 3.1 会社概要

日本電産株式会社は、1973 年 7 月に現在の社長・永守重信が同志 3 人とともに精密小型モータの製造・販売会社として創業した。その間、小型モータ、ファンモータ、ピボットアッセンブリ、中型モータと事業領域を拡大し、IT 市場関連のみならず家電製品や自動車、OA 機器、産業機器などあらゆる分野に進出し、「精密小型モータの世界 No.1 メーカー」から「総合駆動技術の世界 No.1 メーカー」へと変身を遂げている。1988 年 11 月、大証第 2 部および京証へ上場、1998 年 9 月に東証第 1 部上場および大証第 1 部に昇格、3 年後の 2001 年 9 月にはニューヨーク証券取引所へ上場を果たし、グローバル企業への一步を踏み出している。連結売上高は 4,858 億円、営業利益は 537 億円、営業利益率 11.0% (いずれも 2005 年 3 月期) の好業績を残しており、従業員は単独で 1,306 名、連結で 68,245 名ありグループ全体では約 90,000 名と成長している。日本電産の成長戦略の大きな特徴は M&A にあり、これまでに 23 社に及ぶ企業に資本参加し、ブラシレス DC モータ及びその周辺技術を吸収・強化している。これら企業の多くはそれぞれの業界において最高レベルの開発・生産技術を備えており、技術交流を通じて日本電産グループとしての総合的技術力底上げに大きく寄与している。

## 日本電産の主なM&A

タイプ	社名	買収した事業・技術内容
製品 拡大型 合併	シンポ工業	変則機器(切削技術)
	トーソク	日産系変速機(精密測定技術)
	コパル	富士通系光学機器(精密加工技術、メッキ技術、金型技術)
	京利工業	プレス機製造(プレス機製造技術)
	三協精機	総合精密機器
市場 拡大型 合併	芝浦製作所	モーター事業
	安川電機	一部モーター部門
	三協精機	AV機器、情報機器、複写機など

### 3.2 企業成長戦略におけるM&Aの位置づけ

日本電産におけるM&Aは、同社の成長戦略を支える必要不可欠な戦略上の柱である。日本電産の企業ビジョンは「回るもの、動くもの」に関する世界最大の駆動技術製品メーカーになることであり、2010年までに連結売上高1兆円、営業利益1千億円、グループ従業員10万人を目指している。日本電産はこれまで23社に及ぶ企業に資本参加し、ブラシレスDCモータ及びその周辺技術を強化してきたが、これら既存のグループ内事業の成長により連結売上高8千億円を達成し、不足分の2千億円の売上をM&Aで増やす計画を立てている。日本電産のM&Aの特徴は、競争力の高い製品開発に不可欠な技術を持った企業の買収であり、戦略資産獲得型M & Aである。対象企業の技術力に関する評価能力が極めて高い。さらに、高い技術を持ちながら業績不振に陥っている企業を買収し、短期間に再建するM&Aも同社の特徴である。日本電産は、M&Aにより主力事業である精密小型モータ事業の強化を目指してきた。その結果として、精密小型モータ市場において、世界トップシェアを達成している。一方、モータに関連した事業として取組んできた電源機器事業は、アジア勢との競争激化により競争優位が確立できないと判断し、2002年までに完全撤退し、主力事業であるモータ事業へ資源を集中させている。

### 3.3 M&A プロセス

日本電産のM&Aプロセスの特徴は、様々な金融機関との密接な連携による案件の早期発掘と、永守社長による買収対象企業の技術力評価（目利き）および買収交渉にあたっての即断・即決である。さらに、自社への財務的影響を最小限に抑えるために、まずは第三者割当増資により持分法適用子会社とした上で、業績改善に見通しが立ったところで、連結子会社にする場合が多い。日本電産による救済型M&Aの特徴は、買収先企業の従業員を解雇せず、経営陣も原則的には変えない友好的な手法を用いる点である。同社は、買収した企業の再建に際して、買収後その企業の事業を分割し売却するといったドラスティックな事業再構築や人員削減といった手法、いわゆるリストラは用いていない。むしろ、コスト管理を徹底し購買の仕組みを見直すことや、従業員の意識改革を行うことで、短期間で企業再生を果たしている。

2006年以降、日本電産が買収した企業あるいは事業は下記の通りである。<sup>13</sup>

2006年11月 フジソク  
2006年12月 ヴァレオ社モータ&アクチュエーター事業部門（フランス）  
2007年2月 Brilliant社（シンガポール）  
2007年4月 日本サーボ  
2010年1月 ACC社 家電用モータ事業（イタリア）  
2010年2月 SC WADO Co. Ltd（タイ）  
2010年10月 Emerson Electric社 モータ&コントロール事業（アメリカ）  
2011年7月 三洋精密  
2012年4月 The Minster Machine Company（アメリカ）  
2012年6月 Ansaldo Sistemi Industriali社（イタリア）  
2012年9月 Avtron Industrial Automation, Inc.（アメリカ）  
2012年10月 SCD Co. Ltd.（韓国）  
2012年11月 Kinetek Group Inc.（アメリカ）  
2012年12月 江蘇凱宇汽車電器有限公司（中国）

（注：日本電産株式会社の企業戦略分析および策定については、付属資料1,2を参照してください）

## 4 アステラス製薬のM&A

### 4.1 アステラス製薬のM&A (2005)<sup>14</sup>

#### 4.1.1 企業成長戦略におけるM&Aの位置づけ

アステラス製薬発足の目的は以下の通りである。第1に、頭打ちの国内市場からグローバル市場へ本格的に進出する為にインフラ整備に必要な時間を短縮すること（山之内製薬は欧州、藤沢薬品は米国にそれぞれ営業基盤を確立している）。第2に、グローバル市場で戦う為に最低限必要とされる1,000億円の研究開発費の確保すること。第3に、外資系メガファーマによる敵対的買収に対応すること。第4に、統合による売上高の増加（約250億円）及びコスト削減効果（約400億円）を狙い、2007年度に売上高1兆円、営業利益2,500億円の達成を目標とすること。（2004年度実績の2社合計は、売上高8,620億円、営業利益1,922億円）

この経営統合によってアステラス製薬は、グローバルランキングで16位の売上高を確保することになるが、欧米のメガファーマと比較すると、規模の面でまだまだ見劣りするといわざるを得ない。アステラス製薬は、世界のトップ10入りを企業目標としているが、当面の課題は、M&A等の手法を積極的に活用し、同社が持つ約5,000億円の手元資金をどのように戦略的に投資してグローバル市場における競争優位を構築していくのか、その戦略が重要になってくる。

アステラス製薬発足に伴い、旧山之内製薬は米国での販売ウエイトの高かった栄養補助食品及びパーソナルケア製品事業、食品・花卉事業（あわせて、コンシューマー事業）を他社に譲渡し、それらの事業から撤退している。さらに、旧山之内製薬、旧藤沢薬品工業、それぞれが抱

えているOTC事業も、両社による共同出資会社「ゼファーマ株式会社」へ移管している。つまり、アステラス製薬は、今回の事業統合に伴い、医療用医薬品以外の事業を他社へ譲渡および別会社化することにより、資源を医療用医薬品に優先的に配分する戦略を採っている。人員計画によると、2007年度末までに従業員を2,000人削減し（17,500人⇒15,500人）、約160億円のコスト削減を行なう予定となっているが、最大手の武田薬品工業の2003年度末従業員数が14,600人であることを考慮すると、更なる人員削減の必要性が指摘される。その一方で、創薬パイプラインにおける対象疾患領域の絞込みは中途半端であり、今後更なる選択と集中を行わない研究開発投資の効果的な配分を検討する必要があると思われる。

#### 4.1.2 M&Aプロセス

アステラス製薬のM&Aは、実際には旧山之内製薬による旧藤沢薬品工業の吸収合併である。旧藤沢薬品工業株1株に対し、旧山之内製薬株0.71株を割り当てる事により、旧山之内製薬を存続会社として旧藤沢薬品工業が吸収合併されている。しかし、新聞や雑誌はこの事実をあまり大きく報道せずに単に合併とし、あたかも対等合併が行なわれたかのような報道を行なう傾向が強い。更に、両社経営陣も主導権争いをせずに新しい企業文化を創出するといった点を強調しすぎるために、本来主導権を持つべき企業（つまり買収企業）による迅速な事業構造改革やコスト削減を行うことが困難となり、M&Aのメリットを十分に活かしてきていない。本来、M&Aは企業価値創造の一つの手段であり、特定のM&A案件に乗出す前に自社の成長戦略を策定し、その戦略を達成する上でのM&Aの役割を明確化することが必要である。M&Aが最適な方法である場合、M&Aによって確実に企業価値を創造し、必要な組織能力を獲得するにはどうすべきか、という視点が最初から欠如していると、M&Aプロセス自体もあいまいになるケースが多い。経営者は、自身が株主から経営を委託されているという事実を再認識し、企業価値創造の視点からM&Aの活用を考慮すべきであり、そうすることで、M&Aプロセスも効率的になると考えられる。

#### 4.1.3 企業統合プロセス

具体的な統合作業は2005年度から本格化する。最初に気が付く点は、統合スピードが遅いという点である。統合を成功させるにはスピードが命であり、全ての統合は遅くとも1年以内に全て完了すべきである。例えば、研究所の集約プランは、あまり上手く進んでいるとはいえない。何故なら、最適化研究を行うための研究所（薬理研究所、化学研究所、創薬推進研究所）は、未だに旧山之内と旧藤沢にそれぞれ分かれて個別に存在しており、一箇所への集約が困難であることが推測できる。更に特筆すべきはアステラス製薬の役員数である。アステラス製薬の2005年4月時点における取締役は9名、執行役員に至っては26名となっている。一方、ほぼ同じ規模の武田製薬は、取締役は9名、執行役員は10名である。これは、役員以上を集計したものであり管理職社員数に関するデータは無いが、アステラス製薬では「たすきがけ人事」による承認プロセスの複雑化や非効率化の問題も指摘されており、今後いかに迅速に適正な組織体制に変えていくかが重要な課題である。参考までに、アステラスの株価は、合併発表直後に日経平均を上回る勢いで上昇したが、その後、日数が経過するに従って日経平均と連動

して推移してきている。それに対し、エーザイ株のパフォーマンスは一貫して高くなっており、少なくとも市場はアステラス製薬の将来性に関しあまり楽観的ではないと判断できる。アステラス製薬の経営幹部は、こういった市場評価を真摯に受け止め、統合計画の実行だけに留まらず、企業価値向上の視点から、次の成長戦略を検討すべきである。

#### 4.2 アステラス製薬の M&A (2007)<sup>15</sup>

アステラス製薬は 2005 年 4 月 1 日、旧山之内製薬と旧藤沢薬品が対等合併してできた国内 No. 2 の医薬品メーカーである。両社を合算した売上高は 8,620 億円、営業利益は 1,922 億円であり、営業利益率は 22.3%と高収益を誇る製薬メーカーが誕生したことになる。業績が順調で、大型新薬を有する両社を合併へ走らせた理由については次のように考えられる。現在、日本の製薬会社が抱える機会としては米国市場の伸長などが上げられ、脅威としては政府の医療費抑制政策や国内市場の成長鈍化、外資系の国内進出、研究開発費の巨額化などが挙げられる。国内の外資系企業の販売シェアは 3 割を超え、国内市場の鈍化を考え合わせると、海外に打って出るしか国内メーカーが生き延びる道は見当たらない。規制の強化や新薬の承認申請の厳格化は、膨大な数の臨床試験の実施が要求されることになり、製薬メーカーの研究開発費の増大につながっている。これに伴い欧米の医薬品メーカーは合併などにより軒並み巨大化しており、ファイザーが研究開発費に約 8,000 億円を費やしているのを筆頭に、2~3,000 億かけている一方、国内の製薬メーカーは最大手の武田薬品ですら、最低ラインといわれる 1,000 億円をかるうじて超えるぐらいで、それ以下の会社はいずれも数百億円にとどまっている。さらに 2006 年の商法改正により、外資系企業が株式交換によって日本企業を買収できるようになるため、株式時価総額が 1 兆円程度の山之内製薬や藤沢薬品にとっては、外資の M&A の格好のターゲットになる恐れがあった。

#### 山之内製薬および藤沢薬品の強みと弱み

	強み	弱み
山之内製薬	<ul style="list-style-type: none"> <li>・泌尿器系、消化器系の研究開発力</li> <li>・欧州における販売網</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国における販売力のなさ</li> </ul>
藤沢薬品	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国における販売網</li> <li>・免疫抑制薬における研究開発力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・乏しいパイプライン</li> <li>・主力品の 2008 年の特許切れ</li> </ul>

上の表は山之内製薬と藤沢薬品の強みと弱みである。山之内の強みは泌尿器関係、消化器関係の研究開発力にあるが、一方で最大の市場である米国での販売網の構築には出遅れたため、米国での販売力がやや弱い。藤沢薬品は免疫抑制剤の販売を通じて、米国における販売網は構築しているものの、2008 年にこれが特許切れになった後はパイプラインに乏しいため、売り上げが大幅に減少するリスクがあった。このような環境の中で、両社には絶えず合併による規模拡大の企図があったと考えられる。規模が拡大すれば、被買収リスクが少しは減少するとともに、メガファーマの最低ラインである 1,000 億円を研究開発費に充当させることができる。山

之内と藤沢の間では、製品の重複が少ない上に欧州の販売網を有する山之内と北米に販売網を有する藤沢で補完関係が成り立つ。これに加え、竹中社長（山之内）、青木社長（藤沢）が旧知の間柄で両社とも海外経験が長く、研究畑出身であることがこの合併に大きく傾けた要因であったと考えられる。これまで製薬業界では大正製薬と東京田辺製薬、杏林製薬と帝人など合併が決まったあとに破談となったケースも多く、ひとまず合併にこぎつけたことは一定の評価には値する。

今回の M&A を考えてみると、外資からの買収防衛的な要素が大きいといわざるを得ない。確かに合併により研究開発費が増大し、お互いの強みである販売網が利用できるといったシナジー効果により金で時間を買った面はある。しかし藤沢の米国での販売網は免疫抑制剤という非常に限られた場面で使用されるための薬を売る販売網であり、研究開発費も増大すれば新薬が出るものではないことは、欧米のメガファーマが新薬創出力を失っていることから明らかである。合併することにより株式時価総額が上がることで、欧米のメガファーマが買収に手を伸ばしにくくなるのは事実であろう。とは言え防衛的な面から考えても、過去にファイザーがファルマシアを買収したときも、サノフィがアベンティスを買収したときも買収額は7兆円であったとされる。欧米のメガファーマが本気で買収に乗りだせば、アステラス製薬ですらひとたまりもない状況は変わっていないのも事実である。対等合併という難しい方法をとったアステラス製薬であるが、いかに新薬開発に力を注ぎ、継続的に薬を出し続けられるかが企業価値創造の面からも重要であり、これを成し遂げられて初めて、統合がうまく行ったと言えるであろう。

アステラス製薬は2010年5月17日、がん領域の強化を狙って、米国製薬会社 OSI ファーマシューティカルズに対して TOB を行い、同社との間に買収合意したと発表している。買収額は約40億ドル。<sup>16</sup>

(注：アステラス製薬の企業戦略分析および策定については、付属資料3,4を参照してください)

## 5 第一三共の M&A (2007)<sup>17</sup>

### 5.1 第一三共経営統合前・後比較

#### 5.1.1 市場動向

製薬産業を取り巻く環境は、急速に変化しつつある。国内では医療制度の抜本的な改革が目指されており、海外では世界統一市場の整備が進んでいる。変化の風は、必ずしもすべての製薬メーカーにとって順風とはいえないが、産業全体としてみれば、その将来性は大きい。厚生労働省が 2002 年に発表した「医薬品産業ビジョン」では、製薬企業の今後の方向性として、4 つの姿が提示された。以下がその内容である。

- 1 世界的に通用する医薬品を数多く有し世界市場で一定の地位を獲得する総合的な新薬開発企業（メガファーマ）
- 2 得意分野において国際的にも一定の評価を得る新薬開発企業（スペシャリティファーマ）
- 3 良質で安価な後発医薬品を安定的に、情報提供を充実させて販売する企業（ジェネリックファーマ）
- 4 セルフメディケーションに対応し一般用医薬品を中心に開発する企業（OTC ファーマ）

ひと口に製薬企業といっても、これからはそのタイプが分化していくものと思われる。WHO による疾病区分は約 3 万あるが、そのうち治療法が分かっているものは 3 分の 1 にすぎない。健康と福祉に貢献する生命関連産業として、さらに 21 世紀の日本を代表する高付加価値産業のひとつとして、製薬産業に対する期待は大きい。しかし、日本国内においては人口の高齢化で年々増大する医療費を抑えるため、2 年に 1 度の薬価改定では引き下げ傾向が強まっている。そのため、国内の医薬品市場は頭打ち傾向にある。第一三共においても売上の 6 割以上を占める国内市場においては、外資系メーカーを含む大手製薬企業との企業間競争が鮮烈を増している。そのような情勢のなか国内製薬企業にとっては、海外市場でどれだけ伸ばせるかが決定的に重要になっているといえる。製薬市場ではその約 50%が北米の市場である。また厚生労働省の統計によると、2004 年度の医薬品州別輸出の総額はおよそ 1200 億円、そのうちおよそ 53% の 682 億円を北米への輸出が占めている。伸び率では 2000 年と 2004 年を比較すると、輸出の総数は 2.5 倍なのに対し、北米への輸出は 6 倍に増えている。これを見ても世界最大の規模を持ち、自由価格制をとる米国市場への展開が製薬企業の今後の成長の鍵を握るといえる。しかしながら米国医薬品市場には後発品の台頭により成長にかげりが見られることも事実である。2006 年 1 月からメディケアパート D が開始され、公的保険でカバーされる対象患者が拡大したが、これは同時に政府による規制対象の範囲を拡大させる可能性を内在するものになっている。また、新製品がもたらす成長は特許切れによって後発品へと移行する先発品の停滞を補いきれず、米国市場の減速感は顕著なものとなってきている。欧州では一部医薬品の保険償還対象品目からの除外や代替調剤の促進など、当局による統制は恒常的に強化されている。従ってグローバル視点で考えれば、医療へのアクセスが拡大し、主に先進国で見られる慢性疾患の治療ニーズが急速に高まることで市場が拡大している中国などアジア地域の重要性も高まっているといえる。日本の製薬会社にとって、北米市場はまだ魅力的であり、世界の医薬品メーカーにとっても、北米市場で成功することは、すなわち一定規模の数量及び金額を維持

することにつながると考えられる。

### 5.1.2 競合分析

海外大手の製薬会社の創薬ターゲットは、患者から大きな売上が見込める糖尿病や高血圧症などの生活習慣病の薬から、人間の免疫作用を利用する「抗体医薬」などのバイオテクノロジーを駆使して創る抗ガン剤などへ移り始めている。バイオ医薬品は後発医薬品の開発が難しい上、抗アレルギー剤など既存の有力な薬が少ない分野を開拓できる可能性がある。こうした創薬ターゲットの変化を受けて、第一三共は研究開発の重点疾患として血栓症と糖尿病という生活習慣病に加えて、ガンと自己免疫疾患・関節リウマチの、計4つを揚げた。しかし後の2つの疾患においては、臨床試験の後半に入っている新薬候補化合物は、第一三共には存在していない。これらの疾患でキーテクノロジーとなっている抗体医薬では、ほかの国内大手と同様に第一三共も大きく後れを取っている。遅れを取り戻し、新薬候補化合物を増やすためには、化合物やバイオベンチャーなどの買収が必要な状況である。海外の製薬業界では大型のM&Aが10年ほど前から立て続けに起こっている。製薬メーカーのランキングも大幅に入れ替わり、今後なお再編の可能性がある。新薬の開発にかかる費用が年々、高騰する中で、幅広い分野において自社製品をラインアップしていくには、より多くの研究開発費を確保しなければならない。まさに規模拡大の論理が各社をM&Aに駆り立てているのである。現在、医薬品売上高が100億ドルを超える製薬メーカーが世界には14社あり、研究開発費が年間20億ドルを超えるメーカーも13社以上に及ぶ。ただ、研究開発費に比例して画期的新薬が生み出されるのかといえ、必ずしもそうとはいえない。中小メーカーが生み出した新薬を大手メーカーが販売するケースは国内外ともいろいろあるし、創薬ではベンチャー企業、臨床開発では専門の受託企業（CRO）と提携する動きも世界的に広がっている。

### 5.1.3 機会・脅威と強み・弱み

第一三共を取り巻く外部環境の状況を踏まえた上で、同社を取り巻く主要な機会、脅威および同社の強みと弱みは次の通りで、統合前後を分けて示す。

	機 会	脅 威
統 合 前	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高齢化（患者数・治療期間増大）</li> <li>・降圧剤の市場拡大（三共）</li> <li>・抗菌製剤の市場拡大（第一）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外メガファーマとの競争激化</li> <li>・政府による薬剤費抑制策（薬価改定など）</li> <li>・高脂血症治療薬「メバロチン」（三共の最主力品）の米国での特許切れ（2006年4月）</li> <li>・合成抗菌剤「クラビット」の米国での特許失効（2010年12月）</li> </ul>
統 合 後	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外市場へ「自社開発&amp;自社販売展開」（特に北米で2桁成長）</li> <li>・医療費抑制によるセルフメディケーションへの流れ（一般薬市場拡大）</li> <li>・一般医薬品規制緩和の流れ</li> <li>・自己免疫疾患（抗アレルギー剤の市場拡大）</li> <li>・抗血小板剤「プラスグレル」が欧米で臨床の最終段階（ピーク売上予想2000億円）</li> <li>・抗Xa阻害剤DU-176bの臨床実験（ピーク売上予想1000億円）</li> <li>・創薬ベンチャー、CRO(開発業務委託機関)との連携</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外メガファーマとの競争激化</li> <li>・一般薬の流通体系の変化（コンビニなどでの取り扱い）</li> <li>・抗体医薬のテクノロジーなど、社内に不足している人・物などの研究開発資源を獲得するための戦略投資</li> <li>・2008年4月実施予定の薬価改正。</li> <li>・2010年からしばらく「プラスグレル」1剤への依存</li> <li>・医薬品規制ハーモナイゼーション国際会議</li> <li>・三角統合の警戒</li> </ul>
	強 み	弱 み
統 合 前	<ul style="list-style-type: none"> <li>・三共...循環器・糖尿病をはじめとする成人病領域で強みを持つ。</li> <li>・第一...感染症領域で強みを持つ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新薬開発の連続失敗（第一）</li> <li>・グローバル販売体制の強化（三共）</li> <li>・先端的研究の強化（第一）</li> <li>・製品パイプラインの強化（第一）</li> <li>・国際事業基盤の強化（第一）</li> </ul>
統 合 後	<ul style="list-style-type: none"> <li>・営業活動の融合・強化（お互いの主力製品の売り込み）。国内MR数がファイザー製薬に次ぐ2位に。</li> <li>・今後の新薬開発のパイプライン（ラインナップ）の一本化(研究テーマの整理)</li> <li>・グループ会社の再編</li> <li>・「総還元性向」100%の実現を目指した、株主還元の充実化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人員削減と非医薬品事業の整理</li> <li>・第一、三共ともに、過去に中期経営計画の目標を達成した経験がほとんどない</li> <li>・海外での販売強化の実現性</li> <li>・グローバル機能軸におけるマネジメントシステムの構築・強化</li> <li>・ゼファーマの買収による大衆薬部門の強化（低収益事業）</li> </ul>

## 5.2 同社経営統合前・後の企業成長戦略

### 5.2.1 事業展開シナリオ

#### 5.2.1.1 沿革

創業後今日に至るまでの同社の歩みについて経営統合前の三共について確認し、統合後の事業展開シナリオの分析を行う。

#### ■第1期（1897年～1948年）

三共の歴史は、創業者の塩原又策が、アメリカ在住の高峰讓吉博士の発見した胃腸消化薬、タカヂアスターゼの輸入販売を手がけたことに始まる。横浜で外国商館への絹織物売込商をしていた塩原は、1897年に高峰博士を訪ねて、タカヂアスターゼの日本での販売権を塩原に与えてくれるよう懇請した。1898年、タカヂアスターゼの委託販売契約が締結されたのを契機に、翌1899年塩原は、西村ともう一人の友人福井を加え、3人で匿名合資会社「三共商店」を創立した。1900年、高峰博士は、アメリカで副腎皮質からのホルモン純粋成分の抽出に成功し、「アドレナリン」と命名した。2年後の、1902年にアドレナリンの販売契約を締結。アドレナリンは製品名を「アドリナリン」として発売され、以後、医療の各分野で止血用、血圧上昇用として幅広く使用されるようになった。この頃、薬業への専念を決意していた塩原は、同年6月、東京・日本橋の南茅場町に「三共商店薬品部」を開設した。1904年（明治37年）、塩原は、高峰博士の勧めでこれに同行することとなった。アメリカに着いた塩原は、当時、三共商店が代理店契約を結んでいたパーク・デービス社の研究所や工場をつぶさに見学し、その帰路、ヨーロッパ各国を歴訪して見聞を広めた。こうして塩原は単に新薬を販売するだけでなく、新事業として、新薬を開発する製薬業に取り組もうとする決意をし、1905年日本橋箱崎町に箱崎工場を開設した。製薬業でも次第に業績を伸ばしていった三共商店は、1907年「三共薬品合資会社」に改称、さらに翌1908年8月には、医薬品以外にも医科用器械の輸入販売、医学書の出版事業を手がけるようになり、「三共合資会社」に改称するとともに日本橋室町の新社屋へ移転した。1911年（明治44年）8月、鈴木梅太郎博士が世界で初めて発見したビタミンBが、「オリザニン」と命名されて三共から発売された。この時期の三共は、地道な研究を積極的に製品化する方針が評価され、日本の一流科学者の研究成果である新薬の製造・販売を、ほとんど一手に担っていた。1913年塩原は、化学工業のいっそうの振興をめざし、三共合資会社を名実ともに近代工業に発展させるため、高峰博士を初代社長として、「三共株式会社」を発足させた。三共株式会社が発足した翌年、1914年に第1次世界大戦が勃発。ヨーロッパからの輸入が途絶状態となり医薬品が欠乏し、政府は、輸入途絶医薬品の国産化を奨励した。三共は、同年8月にタカヂアスターゼを国産化、続いて同年末にサリチル酸、翌1915年には梅毒治療剤サルバルサンを国産化するなど、重要医薬品を相次いで製造し、これを契機に勃興の一途をたどった。

## ■第2期（1949年～1974年）

経営の多角化や海外進出によって順調に発展を続けていたが、創業50年目に当たる1949年、第2次世界大戦後の緊縮財政のなかで、創業以来初めてといえる経営危機に直面した。苦境に立った三共は、経営陣の刷新、本社ビルの売却、さらに人員整理の実施などによって再建を図った。この再建に特に貢献したのが、抗生物質「クロロマイセチン」である。「クロロマイセチン」はパーク・デービス社の製品で、驚異的な薬効を示して“世紀の妙薬”と賞賛された。しかし、当時は輸入制限があったため、三共は全面国産化を決意し、1951年に実現させた。「クロロマイセチン」は経営危機の救世主となり、その後20年間、この分野の中心的存在となった。このほか、1949年には、無痛性ビタミンB1注射液「オリザニンレッド」を発売、1950年代にかけて、かぜ薬「ルル」、総合ビタミン剤「ミネビタール」、「三共胃腸薬」などを次々と発売した。これらはいずれもヒット製品となり、現在も後継品が好調な売れ行きを示すロングセラー品に育つこととなった。また同年同社は東京証券取引所への上場も行っている。

## ■第3期（1975年～2000年）

新薬開発に拍車がかかる契機となったのが、1975年の資本完全自由化である。外資系製薬企業が一斉に日本へ進出し、85年には日米MOSS協議によって新薬承認・薬価収載の迅速化が合意され、日本の製薬企業も外資系企業と研究開発力を競うこととなった。その後、薬害の社会問題化や医療費抑制策による薬価の引き下げなど、製薬業界の状況は厳しいものとなり、業績の拡大を図るため、日本の製薬企業はこぞって世界に通用する新薬の開発に取り組んだ。そうしたなか、三共は、89年10月、満を持して、研究着手から18年の歳月をかけた高脂血症治療剤「メバロチン」を発売した。三共は、70年代の初めに、青カビの一種がコレステロール合成を阻害する物質を産生することを、世界で初めて発見した。その後、数々の試行錯誤を経て実用化したのが、メバロチンである。高脂血症患者が増大し、世界中の医療関係者がその治療に取り組み始めた時期で、コレステロールの低下に確実な薬効と高い安全性をあわせ持つメバロチンは、発売と同時に国内外から高い評価が寄せられ、市場を席卷、発売初年度から驚異的な売り上げを示した。99年3月期には国内売り上げ、輸出合わせて1,859億円を記録、日本最大の医薬品に成長した。メバロチンで新時代を画した三共は、「コレステロールの低下により、冠動脈疾患の進行は抑制できる」ことを国内外の大規模臨床試験で証明し、“Sankyo”の名前を世界に知らしめた。バブル崩壊後も三共が順調に業績を拡大することができたのは、メバロチンの成果によるところが大きい。

## ■第4期（2000年～2007年現在）

2000年以降、世界規模でM&Aが行われ、研究開発型企業は規模が求められるようになり、世界的に大型新薬が不足する中、新薬開発による研究開発費が増加傾向になる。また政府による医療費抑制策で2003年健康保険法一部改正、後発医薬品使用の促進が実施される中、競争環境が激化し、戦略の見直しを迫られるようになる。そして、2005年9月に三共、第一製薬は統合し、2007年4月には完全統合を実施。現在に至る。

### 5.2.1.2 今後想定される事業展開シナリオ

第一三共グループは2015年ビジョン、すなわち売上高1兆5,000億円、営業利益率25%以上、海外売上高比率60%の達成に向けた第一歩として、2007年度を起点とする3カ年を第1期とする中期経営計画を策定している。中期事業計画では、グローバル創薬型企業（Global Pharma Innovator）の実現を目指し、2015年ビジョンとして「革新的医薬品を継続して創出し、世界の主要地域に拠点を構えて事業を展開する企業を目指す」ことを掲げており、この第1期中期経営計画では、ビジョン達成に向け、成長軌道を確立すべくグローバルレベルで収益性を高めるための基盤づくりを行うことを目標としている。このように第一三共の目指す主たる事業シナリオは「革新的医薬品創出」と「海外市場への進出」、「医薬品企業への特化」である。

#### (1) 革新的医薬品創造

##### ① 製品群及び価格

三共と第一製薬が統合し誕生した第一三共の研究開発費は1,700億円規模となったが、外国大手製薬企業は7,000億円規模でありそのスケール不足は否めない。研究開発に必要な臨床症例数の増加や、CROなどの外部組織を活用する機会が増えていることもあり開発費率が増加傾向にある同業界で、「創薬」が規模に応じた効果が出るかどうかは定かではないとはいえ、その製品範囲は海外メガファーマと比較して限定的になると思われる。しかしながら統合前に三共は高脂血症治療薬である「メバロチン」世界初のインスリン抵抗性改善薬「ノスカル」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、第一製薬は「クラビット」を開発したように感染症領域で世界トップレベルの医薬品を創り出した実績が示している通りファーストインクラスとしてこれまでになかった新薬を創製し新しい分野を開拓する力、第一製薬でも、「アーチスト」「サンリズム」を開発したように、統合前の両社が循環器系疾患領域について研究開発技術を蓄積しており、同じカテゴリーにおけるベストインクラスとして、付加価値の高い薬を生み出す力を併せ持っているといえる。開発分野としては、日本国内の医療用医薬品市場での構成比が最も高く、これまでの強みを生かすことのできる「循環器」領域の血栓症、同様に糖尿病患者の増加が見込まれ、同じく強みを有する「代謝系疾患」領域の糖尿病に加え、開発期間が短く、アンメットニーズが満たされていない「癌」自己免疫疾患・関節リウマチを重点領域としており、日本国内および海外で開発中の主な新薬候補品目数は、申請済み6品目、臨床第Ⅲ相試験段階12品目、同第Ⅱ相試験段階13品目、同第Ⅰ相試験段階12品目となっている。しかし、これまで収益の柱であった「メバロチン」の2006年4月での米国での特許失効、2010年12月での「クラビット」の特許失効を勘案すれば、2002年に米国から販売し始めた血圧降下剤の「オルメテック」の売り上げが伸長し既に「メバロチン」の売り上げ減少を補い始めているとはいえ、そのみに頼る事業シナリオには問題がある。2010年の「クラビット」の特許失効に対し、現在欧米で第Ⅲ相試験段階にある「プラスグレル」1剤のみであるというのも課題である。現在の第一三共における後続開発品の予定通りの上市が継起すれば、国内事業については飛躍的發展が期待でき、「メバロチン」「クラビット」といった大型製品の頭打ちをカバーできるであろう。しかし、海外事業ではパイプライン上に大型化の呼び声が高いとはいえ「プラスグレル」が1品目では心もとない。同社が標榜する“グローバ

ル創薬企業”を実現するためには海外での新薬開発への注力、及びこれら新薬候補のステージアップの促進、後続品の充足を推し進める必要がある。

## ② 研究開発パイプライン

統合後新社の研究開発における最高意思決定機関として設置された「GEMRAD」と呼ばれる「新研究開発意思決定会議体」は、研究開発パイプラインの一元化、プロジェクトの優先度評価、予算配分を行い、開発プロジェクトチームを設置して研究開発を推進している。今後の第一三共にとって、上述した課題克服のために、意思決定の質、スピードを向上させ、戦略的投資による研究開発基盤の確立、グローバルトップクラスのパイプライン構築、グローバル研究体制の確立、研究開発における経営統合のシナジーを早期に実現するための要として、より一層重要な機能を果たすことになると考えられる。

## ③ 販売チャネル

統合により国内においては、両社あわせて国内2位となるMR(医薬情報担当者)が拡充され、MR2,300人体制による領域別担当MRの導入を伴う国内営業体制が構築された。武田のMR数を上回り、アステラスに次ぐ水準となったことできめ細かい医療機関への情報提供が可能になったといえる。この新しい国内営業体制では統合による売上シナジーを標榜しているが、実際にはリストラの影響により、減収減益となっている。同社が目標とする2009年度目標：1人当たり売上高2.5億円を達成するためにはMR生産性を向上させるため、お互いの主力商品の製品知識強化を推し進め、営業組織の一元化・マーケティング戦略・卸戦略・営業戦略を確立し、製品ライフサイクルマネジメント強化による製品価値向上を実現する必要があるといえる。

## (2) 海外市場への進出

第一三共の事業目標は、革新的新薬の創出力を高め、業界最高水準の事業運営効率を推進し、利益成長力を高めた「グローバル・ファーマ・イノベーター」になることにある。世界の医薬品市場の規模は、過去10年間で2倍以上に拡大している。その中でも北米市場は後発品の影響で成長率こそ低下しているものの、巨大な市場であることにはかわりはない。一方、日本市場は薬価の引下げや医療行政の変化等で横ばいの状況が続いており、世界の医薬品市場に占める割合は年々低下している。海外からも外資系企業が日本市場に次々と参入し、更に競争が激しくなっており、第一三共は今後の成長のために、全体売上の6割を占める日本市場で培ってきた競争力を維持しつつ、拡大する世界市場に打って出る必要がある。製薬企業の競争力の源泉となるのは、製薬業界の場合は研究開発力である。第一三共では「オルメサルタン」の拡大・新製品上市に向けた、欧米を中心とする営業基盤と、レボフロキサシン(クラビット)をはじめとする原薬輸出による収益基盤が海外収益の源泉である。「オルメサルタン」の拡大もあり、海外売上高比率は2007年3月期37.5%と、その比率は上昇している。しかしながらクラビットが2010年に特許失効になることを考慮すれば、「オルメサルタン」のさらなる拡大と、新たな大型新薬の開発が肝要であるといえよう。現在第一三共には米、中国、中南米等に拠点があり、約2,000名のMRが製品を販売しているが、巨大な市場規模を有する北米や欧州、北米における後発品の影響をカバーする新市場である中国・中南米での新薬上市、直販する営業体制の

構築、強化を行う必要がある。「医薬品規制ハーモナイゼーション国際会議」(IHC)により臨床試験から承認申請まで各国の制度が共通化されれば、より効率的かつスピーディーな新薬の研究開発と上市、販売体制が必要となるのである。

### (3) 医薬品事業への集中

三共、第一製薬とも完全経営統合に向けて医薬品事業以外の事業についてグループ外独立を行ってきた。例えば三共は和光堂をアサヒビールに TOB 形式で持ち株を売却、第一製薬でも第一化学薬品を積水化学工業に売却するなど行っている。第一三共はコア事業を「ヘルスケア事業」と「医療用医薬品事業」と位置づけており、それ以外の非コア事業を売却している。これは事業の選択と集中を進める中で、持てる経営資源を同社が戦略分野と位置づける「ヘルスケア事業」と「医療用医薬品」に集中的に配分するためである。医療用医薬品事業と並んで同社がコア事業と位置づけているヘルスケア事業に関してはアステラス製薬よりゼファーマの買収を行っている。同社ではこの買収について大衆薬部門の売上高が 500 億円となることで最大手の大正製薬に次ぐ 2 番手グループにつけることで、存在感が増し、営業、購買などの面で規模のメリットを発揮できるとしているが、6.5 兆円を占める国内医薬品市場の中でその 85% を占めるのが医療用医薬品であり、また大衆薬市場の厳しい状況を勘案するといずれ売却せざるを得なくなるということも十分に想定できる。

## 5.2.2 資源循環

### 5.2.2.1 過去の資源循環

事業展開シナリオで見たとおり、統合前の三共の前身である三共商会は高峰譲吉が発見した胃腸薬として世界的に普及している消化酵素「タカヂアスターゼ」を販売するために設立された。一方の第一製薬の前身であるアーセミン商会は、エールリッヒとともに秦佐八郎が砒素化合物のサルバルサンが梅毒に有効であることを発見したことをうけて駆梅剤「アーセミン」の販売を目的として設立されている。つまり、両社とも創業当時は医薬品の販売を手がけていたものであるが、両社とも第一次世界大戦の影響による国内医薬品欠乏という機会を利用して医薬品の国産化をおこなうことで、医薬品製造業としての骨格を作り上げ、ここで得たキャッシュが後の三共と第一製薬を作り上げた。第2期において緊縮財政の中で経営危機に直面しながらも、そこから立ち直ることができたのも第1期での蓄積があったからこそであろう。第2期においては両社とも医薬品製造を事業の中心に据え大きな成長を遂げた。新製品の上市によりキャッシュを稼ぎ出し、上場により資金調達を加速させ、研究所を設立、あるいは独立させることで研究開発における集約と充実をはかり、新製品を次々と上市することで、両社とも特定の得意分野におけるマーケットリーダーへとの上昇がいく過程はまさに成長の歴史である。ここではキャッシュの創出と投資、蓄積がバランスよく進められていたことが推察される。第3期では、第2期で蓄えたキャッシュを元手に、両社とも海外への投資、進出を行っている。さらに資本の完全自由化にともない外資系製薬企業が一斉に日本へ進出したことで日本の製薬企業も外資系企業と研究開発力を競うこととなり、製薬業界が厳しい状況となる中で、業績の拡大を図るため、三共は「メバロチン」、第一製薬は「クロビット」という世界的な大型製品を世に送り出すことで国内市場だけでなく、海外市場からもキャッシュを生み出す源泉を作り出す

ことに成功したといえる。そして第4期は両社とも停滞を迎える。2000年以降、世界規模でM&Aが行われ、研究開発型企業は規模が求められるようになり、世界的に大型新薬が不足する中、新薬開発のため、研究開発費の増加傾向が進んだ。大型新薬の特許切れ問題やジェネリック医薬品の台頭、海外メガファーマとの競争激化という市場環境の変化も影響し、第一三共として新たなスタートを切ることとなった。このように振り返ってみると、統合前の両社の資源循環は共通性が高く、概ね順調に進んできたものと捉えてよいであろう。両社とも第1期に時流に乗って医薬品製造業としての骨格を作り上げたこと、第2期に差別化を実現するための資源の充実を図ったこと、そして第3期ではさらなる成長投資により事業拡大を実現していることが最大の要因として挙げられよう。しかしながら第4期ではその資源循環が鈍化したことが、両社が統合し、第一三共としてスタートするに至った要因となっていることが推察できる。

### 5.2.2.2 近年の資源循環

キャッシュフローを円滑に循環し企業価値向上に結び付けていくためには、次の4つの視点でのチェックが必要となる。①事業価値評価基準の有無：資本コストを上回る成長がなければ企業価値の向上はありえない。企業価値向上のためには、事業の状況を的確にモニタリングするための判断指標が明確になっていることが必要不可欠である。②事業の選択と集中の状況：①に従って選択と集中を行うことがキャッシュを生み出す上での分岐点となる。この選択と集中こそが、トップマネジメントの要諦であろう。③キャッシュフローの状況：②により選択した事業について必要な策を打ち、キャッシュフローを更に増加させることが求められる。程ほどのキャッシュではなく、莫大なキャッシュを稼ぐ事業に育て上げることで、次の④の投資機会がさらに広がることとなる。しかし、持続的な企業価値向上を図るためには、新たな成長投資を探索し、この生み出されたキャッシュフローを更に活用することが求められる。すなわち、事業レベルでのポートフォリオの概念が重要になってくる。これらの視点に基づき、第一三共のキャッシュフロー循環について検証する。①については第1期中期事業計画では、ROE、売上高、営業利益率(ROS)等が明確に設定している。株主価値を表す代表的な指標であるROE、EPSが含まれており、指標の明確性については問題ないものと考えられる。次に②を検討する。事業の選択と集中においては、同社はほぼ単一セグメントであるため、仮に所在地別セグメントや医療用医薬品と一般医薬品の区分を事業と同等に考えると①の指標に対して②の意思決定に効果的に反映されているといえる。例えば、セグメントにおけるその他事業は医薬品事業への選択と集中のため売却が行われている。地域別セグメントにおいては北米、欧州、中南米、アジアにおける戦略は明確であり、現実に売上高、営業利益とも上昇している。その意味で選択と集中についての明確性についても問題はないといえる。③については現在のキャッシュフローの源泉は国内医療用医薬品市場であることは間違いないが、所在地別セグメントを見ると、北米市場やその他市場における割合を年々増加させている。この点でビジョン達成に向け確実に前進していると言える。しかし2007年3月期のFCFは前期と比較してマイナスとなっている。これは営業キャッシュフローが減少していること、投資キャッシュフローが増加していることが要因であり、投資キャッシュフローのプラスについてはゼファーマの株式取得によるところが大きい。同社が標榜するヘルスケア事業に対する今後の事業成長を実現するための投資であると考えれば、FCFを目標実現のための原資としてい

るといってよい。最後に④である。FCFのマイナス要因はゼファーマの買収によるところが大きいとした場合に、この投資はビジョン達成に寄与するものなのだろうか。第一三共の中期計画を具現化するためのバリュードライバーは医薬品事業、とりわけ医療用医薬品の大型化の実現によるものである。その点で考えれば、現時点で売上構成比が低く、市場環境も厳しいが、将来的には市場が広がるとの見方もある当該事業への投資を行うことが今後の事業拡大にどれほど効果があるかについては、現段階においては不明瞭である。

### 5.2.3 戦略資産蓄積

#### 5.2.3.1 中核技術

統合前の両社は、共に自社による研究開発によって企業成長を遂げてきた。三共は高脂血症治療薬「メバロチン」や血圧降下剤「オルメサルタン」を開発したように、循環器系疾患領域の研究開発技術を蓄積してきた。第一製薬は同社の主力製品である「クラビット」を開発したように感染症領域の研究開発技術を蓄積してきた他、「アーチスト」「サンリズム」の開発、上市も行っており、循環器系疾患領域についても研究開発技術を蓄積している。これらの研究開発力は統合後の第一三共にとって重要な戦略資産であることは言うまでもない。第一三共は、統合によって循環器系疾患領域と感染症領域という2つの得意分野を有することとなり、中核技術の幅及び深さを伸張しているといえることができる。さらに研究に関しては、研究力のある人材を元に、新薬の知識、技術に関する知的資産が蓄積されている。最近ではゲノム新薬に関する情報も利用できる。臨床開発に関しては、開発力の優れた人材、国内外での拠点開発を活かして培った開発ノウハウもある。アライアンス戦略で蓄積された海外企業との交渉力も中核技術の一つとしてあげることができよう。国内における販売網も中核技術の1つである。統合前は、両社のMR（医薬情報担当者）は自社製品の情報提供を行うのみであったが、統合後は、両社の製品を共同して販売促進することが可能になる。統合によって第一三共の国内MR数は合計約2,300人となり、国内第2位の規模となっている。海外においては、国内の統合に先立って両社の米国子会社が統合し、第一三共 Inc.が誕生している。第一三共 Inc.は約900人のMRを擁している。今後は、市場規模の大きな米国での営業基盤を強化することで、新たな中核技術となることが期待される。

#### 5.2.3.2 連携システム

連携システムと情報システムは中核技術をサポートし、時には直接競争優位源泉となるものである。第一三共の主要な連携システムとしては「GEMRAD」と呼ばれる「新研究開発意思決定会議体」がある。「GEMARD」では研究開発パイプラインの一元化、プロジェクトの優先度評価、予算配分を行い、開発プロジェクトチームを設置して研究開発を推進している。

「GEMARD」が開発パイプラインの優先度評価を実施することで最優先開発プロジェクトを選定し、資源を投入し、開発のスピードアップを図っている。2006年12月の開発パイプラインの優先度評価では抗血小板剤プラスグレル（CS-747）、既に上市されている降圧剤であるアンジオテンシンⅡ受容体拮抗剤（ARB）オルメサルタンとカルシウム拮抗剤（CCB）アムロジピンとの配合剤CS-8663、抗Xa剤（抗凝固剤）DU-176b、抗血小板剤DZ-697bの4つ

のプロジェクトが最優先開発プロジェクトとして選定されている。

### 5.2.3.3 情報システム

第一三共の情報システムに関する情報は少ないが、創薬・生産管理・CRMなどの業務系システム、ネットワークインフラを有しているものと思われる。第一三共では日立製作所、日立システムアンドサービスとの共同出資により日立ファルマエヴォリューションズを設立。三共、第一製薬時代から蓄積した医薬業務スキルと日立グループの融合する取り組みを行っている。この企業では第一三共へのソリューションとして創薬、生産および基幹業務、CRMなどのシステム企画から設計・開発、保守・運用までをトータルに担当。また、三共と第一製薬の統合に伴うシステム統合プロジェクトでは、システムインフラの刷新、海外拠点間システム連携を行っている。将来的には、製薬業界全体のITソリューションを担当することで、他製薬企業からもたらされるノウハウを第一三共の情報システムにフィードバックしたり、他製薬企業の情報システムを広く手がけることにより、より効率的な運用が行われるようになることも期待できる。さらに第一三共では非臨床試験のスピードアップ、それに伴う日米欧の三極で求められる各種規制への対応に向けて業界に先駆けて本格的な承認申請の電子化を行っている。

### 5.2.3.4 関係資産

#### (1) ブランド力

同社の主要な関係資産はブランド力が上げられる。同社の中核技術を活用して事業活動を行った結果得た顧客からの信頼がブランドに他ならない。医療用医薬品分野では三共と第一製薬が有していた循環器系、免疫、感染症領域のブランドを継承している。特に循環器領域では薬効分野別国内市場シェアを有していることからそのブランド力は明らかであろう。ヘルスケア事業分野では特に風邪薬においてファミリーユースのかぜ薬として長い歴史を持つロングセラーブランドである「ルル」を有し、ゼファーマを買収したことによりゼファーマ発足時に懸念された両ブランドが互いにシェアを食い合う「カニバリ現象」を難なく回避するなど、いずれもパーソナルユースの風邪薬として、確固としたポジションを獲得した旧山之内の「カコナール」、旧藤沢の「プレコール」という二大ブランドを擁することとなった。さらに三共の「リゲイン」、三共として創業当時から販売する胃腸薬分野ではタカジアスターゼを利用した「新三共胃腸薬」、「ガスター」など市場から認知された確固たるブランドを確立している。一度確立されたブランドは更なる企業価値向上のための資産となり、中核技術と相俟って競争優位を創出する。第一三共における関係資産としてのブランドの課題は、中期事業計画で標榜する海外売上比率 60%を実現するために中核技術と連携する形で医療用医薬品分野での海外におけるブランド確立を実現することであるといえる。日本経済新聞並びに日経産業新聞において発表されてきた日本企業のコーポレートブランド価値ランキングである。このランキングにおいて 100 位までに入っている製薬企業は武田薬品と第一三共だけであり、武田薬品が 5 位、第一三共は 31 位となっている。統合前の 2004 年三共は 57 位、第一製薬が 126 位、2006 年は三共が 57 位、第一製薬は 100 位圏外であることから、三共はそのコーポレートブランド力を統合によって確実に上昇させていると言える。ただし、将来の企業価値（FCF）は武田製薬の約半分しかなく、顧客スコア、従業員スコア、株主スコアのいずれもが大きく劣っている。

第一三共はこれらスコアを伸ばすようなブランドを創出し、そのイメージを財務面に結び付けることで、企業価値の拡大を行う必要がある。

## (2) 固定顧客

第一三共は三共の創業から 108 年、第一製薬の創業から 92 年の歴史を刻む中で、固定顧客を有していると考えられる。国内営業における医療用医薬品における循環器領域でのシェア、ヘルスケア領域におけるブランドを勘案するに顧客との接点を多く有し、その顧客から様々な情報を得ることができていることが推察され、その情報を中核技術である研究開発や、販売網における営業戦略立案への貴重な情報源となっていることが考えられる。固定顧客を単なる販売先という意味ではなく、顧客情報の入手先と捉えるのであれば関係資産とみなすことができる。中核技術と相俟って、競争優位を創出する重要な資産であるといえる。

### 5.2.3.5 競争優位源泉

第一三共の競争優位の源泉は「循環器・感染症領域での卓越した研究開発力」にあると考える。これは統合前の三共、第一製薬ともそれぞれ「タカジアスターゼ」、「アーセミン」を販売して以来、そして、単なる医薬品販売から製薬製造への事業領域の選択と集中を行うことで稼ぎ出したキャッシュを開発投資および設備投資へと有効活用し、技術力と販売力を相互に向上させてきた結果得られたものであり、他社が模倣することは困難であるといえる。この源泉を獲得できたのは、同社の前身である三共と第一製薬が早期に中核事業領域を選択し、資源を集中するというサイクルを繰り返してきたからであろう。統合前の両社が資源集中を行い、拡大を行った事業は第一三共に引き継がれ、各社の強みを引き継いでいるといえる。今後は激変する製薬業界の環境変化に対応し、それぞれの強みを強固に統合し、拡大していく具体的な戦略が求められている。

(注：第一三共株式会社の企業戦略分析および策定については、付属資料 5, 6, 7 を参照してください)

## 6 武田薬品工業の M&A (2011)<sup>18</sup>

### 6.1 企業成長戦略

武田薬品の 2011—13 年度中期計画の骨子は、次のような内容である。

- (1) 15 年度における 10 年度レベルへの業績回復とそれ以降の持続的成長に向けて、引き続き “Innovation” “Culture” “Growth” の基本戦略を着実に実行していく。
- (2) 重点疾患領域に研究開発投資を積極的に行い、当社の使命である画期的新薬の創出に挑戦していく
- (3) 社内外リソースを有効に活用し、研究開発生産性の向上を果たしていく
- (4) 大型成熟品を中心とした製品構成から、新製品を中心とした多様な製品ラインナップにシフトしていく
- (5) 日・米・欧の 3 極に加え、新規進出国・新興国を中心に販売基盤を強化し、さらなる

Globalization を推進していく

## 6.2 M&A

- ・2005年3月 武田アメリカ・ホールディングス株式会社を通じて、米国の研究開発バイオベンチャーであるシリックス株式会社を買収し、武田サンディエゴ株式会社(現・連結子会社)に社名変更
- ・2007年3月 武田ヨーロッパ・ホールディングス有限会社を通じて、英国のバイオベンチャーであるパラダイム・セラピューティック社を買収し、武田ケンブリッジ株式会社(現・連結子会社)に社名変更
- ・2008年3月 米国のバイオ医薬品会社である米国アムジェン社の100%子会社であるアムジェン株式会社の株式を買取り、武田バイオ開発センター株式会社(現・連結子会社)に社名変更
- ・2008年4月 武田アメリカ・ホールディングス株式会社と米国アボット・ラボラトリーズとの合弁会社(両社50%出資)であるTAPファーマシューティカル・プロダクツ株式会社を、会社分割を含めた事業再編により100%子会社化
- ・2008年5月 公開買付けによる株式取得により、米国バイオ医薬品会社であるミレニアム・ファーマシューティカルズ株式会社(現・連結子会社)を買収
- ・2008年6月 武田ファーマシューティカルズ・ノースアメリカ株式会社がTAPファーマシューティカル・プロダクツ株式会社を合併
- ・2009年6月 公開買付けによる株式取得により、バイオ医薬品会社であるIDMファーマ株式会社(フランス)(現・連結子会社)の株式保有を主な目的とするIDMファーマ株式会社(米国)(現・連結子会社)を買収
- ・2009年12月 ラボラトワール・タケダ株式会社(現・連結子会社)がIDMファーマ株式会社(フランス)(現・連結子会社)の全株式を取得し、100%子会社化
- ・2011年5月 スイス製薬大手ナイコメッドを96億ユーロで買収し、完全子会社化すると発表。新興国市場に本格進出し、その売上高を8倍にする。<sup>19</sup>
- ・2012年4月 米国中堅製薬会社URLファーマを8億ドルで買収すると発表。痛風治療薬を拡充する。<sup>20</sup>

(注：武田薬品工業株式会社の企業戦略分析および策定については、『MBA 経営戦略講義録』第9回 事業ポートフォリオ組み換え 付属資料1, 2, 3, 4, 5を参照してください)

<sup>1</sup> 次の文献が参考になる。Barney, J. B. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, 2nd., ed., Pearson Education, 2002, 482-515. 『企業戦略論—競争優位の構築と持続—(下) 全社戦略編』ダイヤモンド社 2003年 175-229頁 McKinsey & Company, et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5<sup>th</sup>, ed., Wiley, 2010, 427-452. 『企業価値評価』第5版(下)ダイヤモンド社 2010年 49-78頁 DePamphills, D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 6<sup>th</sup>, ed., Elsevier, 2012.

- 
- 2 合併の利益と費用の推定については、次の文献が参考になる。Brealey, R. A. and S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 8th, ed., McGraw-Hill, 2006. 「コーポレート・ファイナンス 第8版」下巻 日経BP社 2007年 444-449頁
  - 3 次の文献が参考になる。Sirower, M. L. and S. Sahl, “Avoiding the “Synergy Trap”: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, (Summer 2006), 84.
  - 4 例えば、次のような図書が参考になる。Munk, N. *Fools Rush In*, Harper Collins, 2004, 「AOL+タイムワナー史上最大の合併」ディスカバリー・トゥエンティワン 2006年
  - 5 米国における1980年代、1990年代、2000年代のM&A活動の分析について、次の文献が参考になる。Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers,” *Journal of Economic Perspectives*, 15, (Spring 2001), 103-120. Holmstrom, B. and S. N. Kaplan, “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s,” *Journal of Economic Perspectives*, 15, (Spring 2001), 121-144. Mauboussin, M. J., “Surge in the Urge to Merge: M & A Trends and Analysis,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 22, (Spring 2010), 83-93. Gaughan, P. A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 5th, ed. Wiley 2011, 35-73
  - 6 次の図書が参考になる Vlasic B. and B. A. Stertz, *Taken for Ride*, HarperCollins 2000. 「ダイムラー・クライスラー 一世紀の大合併をなしとげた男たち」早川書房 2001年。Munk, N. *Fools Rush In*, Harper Collins, 2004, 「AOL+タイムワナー史上最大の合併」ディスカバリー・トゥエンティワン 2006年
  - 7 AOLは2009年12月9日、親会社であるタイム・ワナーからの分離手続きを終えた。AOLの普通株式は、12月10日からニューヨーク株式市場で取引が始まる。タイム・ワナーが、赤字削減のためにAOLの分離を決定したのはわずか6か月前。AOLの時価総額は、ITバブルがはじける前の2001年にはおよそ1650億ドル（約14兆5000億円）だったが、09年には、28億ドル（約2500億円）だった。
  - 8 ソフトバンクの時価総額は、2010年8月20日現在、2兆7452億円、2013年6月4日現在、6兆1353億円
  - 9 「M&Aプロセス・コスト」の定義は、『MBA経営戦略講義録』第12回M&Aプロセス・マネジメントで行います。「最適M&A統合利益」の定義は、『MBA経営戦略講義録』第13回M&A統合マネジメントで行います。
  - 10 次の文献が参考になる。Hitt, M. A., J. S. Harrison, and R. D. Ireland, *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, 2001, 47-65.
  - 11 「最適M&A統合範囲」の定義は、『MBA経営戦略講義録』第13回M&A統合マネジメントで行います。
  - 12 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。辻村 明広「経営戦略応用研究 課題レポートNo.1」2005年8月15日 46-47頁。久恒 英司「経営戦略応用研究 課題レポートNo.1」2007年8月15日 93-94頁
  - 13 「日本電産株式会社 企業情報 日本電産についてM&Aの歴史」 2013年5月11日
  - 14 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。辻村 明広「経営戦略応用研究 課題レポートNo.1」2005年8月15日 44-46頁
  - 15 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。久恒 英司「経営戦略応用研究 課題レポートNo.1」2007年8月15日 102-103頁
  - 16 『日本経済新聞』2010年5月18日号
  - 17 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。浅田 賢治郎「経営戦略応用研究 ケースレポート 第一三共株式会社」2007年7月14日 54-79頁

---

18 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。広地 克典「経営戦略応用研究 期末レポート 武田薬品工業株式会社」2011年10月24日 52, 59頁

19 『日本経済新聞』2011年5月20日号

20 『日本経済新聞』2012年4月12日号