

迫られる構造改革，縮小する戦略オプション

中 川 洋*

過去15年間に不断の集中合併を繰り返した結果，少数の大規模企業に市場シェアが集中し，多くの企業が欧米両市場を中心に国際的事業基盤を確立した欧米企業に対し，わが国ではごく一部の企業を例外とし，その事業の殆どを日本国内市場へ依存した多数の中堅企業という構造に基本的変化が見られていない。その結果，欧米企業と日本企業の規模格差は極端に拡大した。この格差をもたらした最大の要因は，間接金融システムを基本とした日本独自の経営の在り方と，日本医薬市場の事業リスクが独自の薬価制度，新薬承認プロセスなどによって，欧米市場のそれを大きく下回っていたことの複合的要因によっていたと考えられる。しかしながら，医薬品市場の独自性は急速に失われつつあり，国際市場との同質性が高まった結果，事業リスクは大きく拡大，一方，金融システムも急速に直接金融主体へと変化，資本市場の評価が直接的な資本コストの決定要因として機能し始めた。それぞれの企業の規模と，置かれた環境に応じた現実的戦略設定と実行が急がれる。何もしないことのリスクはかつてなく高まっており，かつ，時間の経過とともに残された戦略オプションはますます小さくなることは明らかと思われる。

キーワード：直接金融，株主価値，薬価制度，敵対的買収，事業リスク

1. 異なる産業構造，著しい規模の格差

言うまでもなく，現在のわが国の医家向け医薬品の産業構造は，欧米のそれと著しく異なっている。端的に言えば，欧米企業は過去15年間に不断の集中合併を繰り返した結果，少数の大規模企業に市場シェアが集中，かつ欧米市場を中心に国際的に事業基盤を展開させている。対してわが国ではごく一部の企業を例外として，その事業の殆どを日本国内市場に依存している多数の中規模企業という構造に基本的に変化が見られない。

1980年代後半から欧米の医薬品産業は企業買収，合併により一貫して集中化，大規模化への道を歩

表1 日本医薬品産業の業界集中度

	1998	1993	1988
上位30社	67.4%	65.2%	66.0%
1～10位	35.2%	34.7%	36.2%
11～20位	20.5%	18.1%	17.7%
21～30位	11.7%	12.5%	12.1%
日系上位30社	59.0%	60.0%	61.0%
外資系上位30社	26.8%	24.2%	22.6%

* メリルリンチ証券会社

表2 医薬品業界再編の地域別マトリックス

1986年以降、取引規模>\$250MM
(2000年)

INTO												
	米国	取引金額		欧州	取引金額		日本	取引金額				
		年	(百万ドル)		年	(百万ドル)		年	(百万ドル)			
FROM	米国	モンサント/サール	86	2,773	ブリストル・マイヤー・スクイブ/ラボラトールUPSA	90	250	モンサント/北陸製薬	91	106*		
		シュering・プラウ/キー・ファーマ	86	909	ブリストル・マイヤー・スクイブ/ラボラトールUPSA	94	312	マリオン・メレル/小玉	94	N. A.		
		ローラー/バントリー・ブライド (レブロン)	86	690	ファイザー/スミスクラインビーチャム (動物薬)	95	1,450					
		AHP/A. H.ロビンズ	87	3,280			2,012					
		コダック/スターリング	88	5,330								
		ブリストル・マイヤー/スクイブ	89	12,208								
		ダウケミカル/マリオン	89	6,045								
		J&J-メルク/ICI (大衆薬)	89	450								
		AHP/ジュネティクス インスティテュート	91	666								
		メルク/デュボン	91	N. A.								
		メルク/メドココンテインメント	93	6,700								
		マリオン メレル ダウ/ラグビー・ダービー・グループ	93	275								
		AHP/アメリカン サイアナミド	94	9,984								
		イーライリリー/マッケソン (PCS ヘルス)	94	4,000								
		アイバックス コープ/ゼニス ラボ	94	594								
		アイバックス コープ/マックガウ	94	440								
		アムジェン/シナジェン	94	262								
		ワトソン/サーカ	95	609								
		AHP/イミューネックス	95	263								
		ワナー・ランバート/アグロン	99	2,100								
		J&J/セントコア	99	4,900								
		ファイザー/ワナー・ランバート	2000	90,000								
		ファルマシア&アップジョン/モンサント (医薬品部門サール)	2000									
				152,478								
FROM	欧州	ブーツ/バクスター (フリント)	86	555	モンドエディソン/アーバメント	86	1,000	ソルベ/幸和薬品	92	N. A.		
		ファイソソズ/ベンオルト (医薬品部門)	88	460	モンドエディソン/アンティバイオティコス	87	453	ルセル/森下製薬	92	N. A.		
		ビーチャム/スミスクライン	89	9,973	プロカルディア/ファルマシア	90	2,468	BASF/北陸製薬	96	340		
		インスティテュート メリュー/コンノート	89	797	ローヌ・ブーラン/ルセル	90	615	ペーリンガー・インゲルハイム/エスエス製薬	96	76*		
		ローヌ・ブーラン/ローラー	90	3,784	アクリ/ノーベル インダストリー	93	3,058	シェーリング/三井製薬	2000			
		ロシュ/ジュネテック	90	3,423	プロカルディア/ファルミタリア カルロエルバ	93	1,300	UCB/富士レボ (医薬事業)	2000			
		スターリング/サノフィ	91	N. A.	ローヌ・ブーラン/インスティテュート メリュー	93	1,165					
		ヘキスト/コップ ライ ファーマ	93	282	BASF/ブーツ (医家向け)	94	1,350					
		ロシュ/シンテックス	94	5,300	ローヌ・ブーラン/CPF	94	563					
		スミスクライン ビーチャム/スターリング (大衆薬)	94	2,930	グラクソ/ウェルカム	95	14,240					
		スミスクライン ビーチャム/DPS	94	2,300	ローヌ・ブーラン/ファイソソズ	95	1,832					
		チバ/カイロン	94	2,100	チバガイギー/RPR (大衆薬)	95	407					
		サノフィ/スターリング (医家向け)	94	1,575	サンド/チバガイギー (ノバルティス)	96	N. A.					
		バイエル/スターリング (米国 店頭; SKBを通して)	94	1,000	ロシュ/ペーリンガー・マンハイムグループ	97	11,000					
		ブラッコ/スクイブ ダイアグノスティックス	94	500	ナイコメッド/アマシャム	97	N. A.					
		ナイコメッド/スターリング (イメーjing)	94	450	ヘキスト/ローヌ・ブーラン (アベンティス)	99	50,000					
		ヘキスト/マリオンメレルダウ	95	7,100	アストラ/ゼネカ	99	35,000					
		ファルマシア/アップジョン	95	6,316	サンテラボ/サノフィ	99						
		ジャイア/ロバーツ	99		グラクソ・ウェルカム/スミスクラインビーチャム	2000						
				48,945			124,451					
		FROM	日本	藤沢/ライフォメッド	89	979	三共/ルイトボルド・ベルク	90	125*	吉富製薬/ミドリ十字	97	N. A.
				山之内/シャクラー	89	745	山之内/ヒスト・プロカデス	91	282	JT/鳥居薬品	98	337
						1,724			407	三菱化学/東京田辺	99	
										日本オルガン/龍紡	99	

出所：メリルリンチ

注) * 日系企業関連取引は250百万ドル以下のものも含む。

んでおり，企業数は大幅に減少した。対してわが国での産業再編は極めて限られたものであり，過去10年間産業集中度は殆ど変化していない。

表1にわが国の医家向け医薬品市場の上位集中度を示した。過去10年間での上位30社のシェアはわずか1%強の上昇と集中度には全く変化が見られない。一方国内，外資系それぞれの上位30社の過去10年間のシェア推移には，外資系へのシェア移行の明らかな傾向が見てとれる。外資系30社の4.2%の上昇に対し，国内企業の上位30社は2.0%低下と緩やかな低下傾向を示している。

欧米企業の再編統合は80年代後半から本格化した。

表2は国際的な医薬品産業再編を日米欧の地域別のマトリックスで見たものである。縦が買収企業，横が被買収企業，合併の場合もそれに準じてある。1986年以降の資本移動が原則2.5億ドル以上のものを年次順に並べた。取引サイズが公表されていないものはN. A. とした。資本取引額の規模で見て，米国企業同士の合従連衡が最も活発であり，次いで欧州企業による米国企業の買収あるいは合併，欧州企業同士の連携という順となる。米国企業による欧州企業の買収が極めて限定的であるのは，1970年代までに既に欧州市場進出が進展していたこと，自国の米国市場が日米欧の3市場で最大かつ最も成長性が高かったことが主な要因と考えられる。一方欧州企業にとって世界市場での競争力を維持するには，米国市場での成功が必然であったと言える。

好対照に下段横3列，右側縦3列の日本企業関連の欄には，例外として2.5億ドル以下の取引も一部示しているにもかかわらず，殆ど買収，合併が見られない。主だった（2.5億ドル以上）日本企業の海外企業買収例としては藤沢薬品工業／ライフォメッド，山之内製薬／ヒスト・プロカデス，海外企業による日本企業買収例としてはBASF／北陸製薬，ベーリンガー・インゲルハイム／エスエス製薬，国内企業同士では吉富製薬／ミドリ十

字が挙げられるだけである。85年以前に溯っても，メルク／萬有製薬が付け加えられるにすぎない。

欧米企業がドラスチックな再編劇を繰り広げてきた過去15年間，日本企業は異なった産業に属しているかのように，世界的潮流とは全く隔絶され，国内での再編は殆どなく，また国際的な連携にも参加しなかったと言える。

その結果，欧米企業と日本企業との規模の格差が急速に拡大した。直近の大手5社の企業規模を欧米企業と比較すると（表3），売上，利益の格差と同時に，日本企業の自国市場への依存度の高さが目立っている。

より端的に資本市場における企業価値を示す時価総額による比較を見ると，規模の格差は一段と際立つ。表4は世界の医薬品企業を時価総額で上位65社を見たものだが，欧米の医家向けの新薬開発をコアビジネスとする大手企業が，世界の上位20社をほぼ独占しており，例外は武田薬品工業の1社のみである。逆に21位以下の殆どは日本企業と，米国のバイオテック企業，後発品企業，DDS企業，欧州の中堅企業である。

世界の上位65社のうち，日本企業は14社，22%を占めるが，その合計の企業価値ではわずか8%にすぎない（図1）。一社あたりの平均規模は米国3.8兆円，欧州3.2兆円，日本1.2兆円となるが，武田薬品工業を除くと13社の平均は0.7兆円でしかない。

90年時点のデータは，その後合併企業となった場合には当時のそれぞれ単独の時価総額を合算してあるが，それでも過去10年間で規模の格差は明らかに拡大している。世界の上位10社との比較で言えば，日本企業の殆どは10分の1，あるいはそれ以下であり，もはや規模の格差はほぼ決定的とすら言えよう。

ちなみに，この上位10社のうちの4社，ファイザーとワーナーランバート，グラクソ・ウェルカムとスミスクライン・ビーチャムが2000年に入り合併を決定しており，前者の単純合計時価総額は

表3 地域別医薬品売上高ランキング
(単位: 百万ドル)

会社名	総売上高	営業利益	研究開発費	海外売上比率	医薬品部門		
					売上高	営業利益	研究開発費
米国							
メルク	26,898	6,640	1,821	25%	12,840	NA	NA
ブリストルマイヤーズ・スクイブ	18,284	5,121	1,577	39%	12,573	3,491	1,559
ファイザー	13,544	3,603	2,279	39%	12,230	NA	NA
イーライ・リリー	9,237	2,825	1,739	37%	9,237	2,825	1,739
アメリカン・ホーム・プロダクツ	13,463	3,266	1,655	43%	8,902	2,488	1,390
ジョンソン&ジョンソン	23,995	5,028	2,269	46%	8,900	3,016	1,400
シェーリング・ブラウ	8,077	2,328	1,007	37%	8,077	2,328	1,007
アボット・ラボラトリーズ	12,513	3,118	1,222	11%	7,316	2,007	NA
ワーナー・ランバート	10,744	2,006	877	41%	6,134	1,474	NA
ファルマシア・アップジョン	6,758	941	1,199	63%	4,752	NA	NA
10社平均	14,531	3,488	1,564	—	9,096	—	—
ヨーロッパ							
アベンティス	41,108	2,993	3,752	52%	14,142	1,296	2,532
グラクソ・ウェルカム	12,992	4,344	1,893	64%	12,992	4,344	1,893
ノバルティス	22,699	5,267	2,667	63%	12,555	3,740	1,869
アストラ・ゼネカ*	15,402	3,142	2,473	46%	11,223	2,664	2,183
ロシュ・ホールディングス	17,658	3,130	2,440	58%	10,293	NA	1,964
スミスクライン・ビーチャム	13,153	2,929	1,481	71%	7,563	1,974	1,369
バイエル	32,440	3,636	2,317	45%	5,018	1,100	887
サノフィ・シンセラボ	6,160	1,056	986	34%	5,015	NA	NA
シェーリングAG	3,798	473	727	51%	2,761	NA	NA
BASF	31,956	3,033	1,514	40%	2,301	NA	411
10社平均	19,736	3,000	2,025	—	8,386	—	—
日本							
武田薬品	7,188	1,210	681	21%	5,103	1,130	NA
三共	5,236	1,303	532	21%	4,065	1,294	NA
塩野義製薬	3,167	195	224	1%	2,922	184	NA
山之内製薬	3,602	761	462	41%	2,756	695	NA
第一製薬	2,446	421	326	16%	2,330	465	NA
藤沢薬品	2,360	284	356	37%	2,147	303	NA
エーザイ	2,424	329	372	24%	2,123	354	NA
ウェルファイド	1,827	148	183	18%	1,537	134	NA
田辺製薬	1,622	149	169	14%	1,464	145	NA
中外製薬**	1,613	206	321	12%	1,338	NA	NA
10社平均	3,149	501	363	—	2,579	—	—

* アストラ・ゼネカの海外売上比率は医薬品部門の数値

** 中外製薬の連結医薬品売上高は開示されていないため単独決算の数値を示した。他は全て連結ベース1998年末の為替レートで換算した。対ドルレートは次のとおり

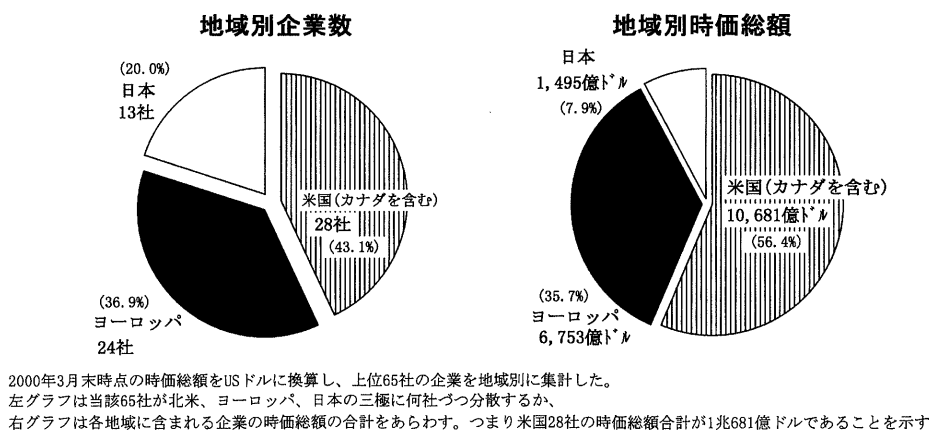
1 DM=0.591US\$, 1 Pound=1.627US\$, 1 SFR=0.716US\$, 1 SFR=0.716US\$, 1 ¥=0.009US\$

資料: 各社のアニュアル・レポート、スクリップ・イヤ・ブック2000, ブルーンバーク

表 4 時価総額ランキング
(単位: 百万ドル)

順位	会社名	国別	時価総額		
			2000年 3 月	1991年 3 月	1990年 3 月
1	Merck	米国	143,917	40,829	27,481
2	Pfizer	米国	140,729	17,688	10,022
3	Bristol-Myers Squibb	米国	114,631	41,133	27,816
4	Glaxo Wellcome	イギリス	105,652	36,728	28,615
5	Novartis	スイス	99,479	19,803	18,945
6	Johnson & Johnson	米国	97,643	31,930	18,701
7	Roche Holdings	スイス	96,857	14,267	11,750
8	Warner-Lambert	米国	84,723	10,046	7,102
9	Smithkline Beecham	イギリス	75,170	16,725	10,371
10	Astra-Zeneca	イギリス	72,609		
11	American Home Products	米国	70,137	23,370	19,719
12	Eli Lilly	米国	68,422	20,904	18,019
13	Amgen	米国	62,820	4,576	1,076
14	武田薬品	日本	60,585	11,181	9,669
15	Schering Plough	米国	54,603	11,092	9,023
16	Abbott Laboratories	米国	54,459	21,239	14,547
17	Aventis	ドイツ/フランス	43,044		
18	Genentech	米国	39,564		
19	Bayer	ドイツ	33,131	10,056	11,937
20	Immunex Corp.	米国	31,613		
21	Pharmacia & Upjohn	米国	30,946		
22	BASF	ドイツ	30,085		
23	Sanofi-Synthelabo	フランス	28,182		
24	山之内製薬	日本	18,783	6,756	4,848
25	Akzo Nobel	オランダ	12,333		
26	大正製薬	日本	11,349	5,083	4,474
27	三共	日本	11,069	7,012	4,864
28	藤沢薬品	日本	10,835	4,279	3,514
29	Biogen	米国	10,498		
30	Elan	アイルランド	10,130		
31	Ares Serono	スイス	10,044		
32	Schering	ドイツ	9,233	3,136	3,107
33	Chiron	米国	9,007		
34	Novo-Nordisk	デンマーク	8,750	1,989	1,532
35	エーザイ	日本	7,484	3,271	2,526
36	Forest Laboratories	米国	7,139		
37	Allergan	米国	6,713		
38	Solvay	ベルギー	6,109		
39	塩野義製薬	日本	5,971	2,923	3,157
40	UCB	ベルギー	5,364		
41	Nycomed Amersham	イギリス	5,245	329	251
42	Celltech Group	イギリス	4,937		
43	Degussa-Huels	ドイツ	4,907		
44	Sepracor	米国	4,825		
45	萬有製薬	日本	4,755	2,423	2,090
46	中外製薬	日本	4,443	2,136	2,969
47	Ivax	米国	4,313		
48	Human Genome Sciences	米国	4,279		
49	Genzyme Corp.	米国	4,217		
50	Shire Pharma	イギリス	4,139		
51	小野薬品	日本	4,107	3,848	3,690
52	第一製薬	日本	4,021	4,658	3,836
53	Teva Pharmaceutical	米国	3,975		
54	Alza Corp	米国	3,836	2,089	1,365
55	Watson Pharmaceutical	米国	3,809		
56	ウェルファイド	日本	3,673	3,477	3,948
57	Mylan Laboratories	米国	3,557		
58	Altana	ドイツ	2,905		
59	Gilead Sciences	米国	2,784		
60	Biovail	米国	2,737		
61	杏林製薬	日本	2,471		
62	Gehe	ドイツ	2,461		
63	Gmabro	スウェーデン	2,323		
64	Biochem Pharma.	カナダ	2,235		
65	Bunzl	イギリス	2,202		

図1 世界の医薬品企業トップ65



24兆円弱の規模となる。

2. 差異をもたらした基本的要因は 日本資本主義の独自の構造

日本医薬品産業が欧米の不断の業界再編と全く無縁であり続けたことの基本的な要因は、日本の金融システムのあり方、ひいては資本主義の構造の独自性に求められよう。

これは言うまでもなく医薬品産業のみならず、日本の産業界一般のあり方に共通に関わっている要因である。欧米に比べ業界再編が活発でなかったのは、日本の多くの産業で見られる共通点であり、これは日本の金融システムと産業界間の相互関係、いわば日本の資本主義体制そのものの独自性と深く関係している。端的に言えば、開かれた市場を介した資本の調達手である企業と資本の出し手である株主との間の緊張関係の違いである。

米国企業による買収、合併の多くは、株主による株主価値の増大という要求に対する、経営者の答えとして選択されたものである。米国の株主の90%以上が個人、年金資金、投資信託といった純投資を目的とする投資家であり、投資に対するリターンの極大化が基本的な株式保有目的である。経営者はこの要求に答えることを最終的な使命と

することが、本来的に求められている。社外重役制度、経営者によるストックオプションの保有はこのシステムの補強策である。この場合、経営者は株価上昇に対するキャピタルゲインか高配当かのいずれにせよ、投資家の期待するリターンを達成することを常に求められる。

日本においては戦後一貫して間接金融を基本システムとする中で、銀行を中心とする金融機関が、資金の貸し手であると同時に、大手株式保有者として企業と直接的に緊密な関係を築き上げた。金融機関の株式の保有目的は、資金貸出先あるいは余剰資金の預金者である企業と、商業銀行としてのリレーションを強化する目的が主であり、投資に対する直接的なリターンは株式保有の選択の一義的な目的ではなかった。金融機関が株主として最も優先的に企業に要求するものは、財務的安定性、信用力の維持であり、これが満たされているかぎり、静かな長期の安定株主として役割を続ける。

一方、一定の投資リターンを期待する純投資目的の投資家は、企業の大株主である金融機関に比較して常にマイノリティーであり、未成熟のまま物言わぬ株主として存在し続けてきたのが日本である。

この金融システムの違いが、日本の買収、合併

を手段とした産業再編が欧米に比して不活発であった最大の要因と言える。

過去日本で行われた買収，合併の多くは，日本の金融システムの基本骨格であった間接金融システムから生まれる論理が基本的な動機となっていて行われてきたと言える。つまり，(1)資本集約型で，(2)スケールメリットが競争力の決定的要因となり，(3)したがって金融機関への依存度が高い，(4)官僚，行政が深く関与している等を特色とする産業が中心となる。鉄鋼，石油，紙パルプ，化学等の素材型産業がその代表であり，これらの産業では，合併による産業再編をある程度経験してきた。これらの場合，国家主導型で形成された間接金融システムの観点から，つまり銀行から見て債権の保全のために，合併による規模拡大，競争力強化の必要性があったときに，官僚機構が深く関与しつつ合併が進められる。当然間接金融の担い手そのものである銀行業界自体が，大蔵省の極めて深い関与のもとに再編が行われてきた産業の一つでもあった。

収益力の低下，不良資産の発生等によって財政的破綻のリスクが高まったとき，このプロセスは加速化する。96年の金融ビッグバンのスタートとともに雪崩をうって始まった金融産業の再編は，現在進行形の好例である。

いずれにせよ，間接金融の論理からは債権の安全性確保が再優先課題であり，この観点からは競争力の強化，利益成長力の一層の向上といったことを目的とした再編の動機は希薄である。利益成長力の維持，向上の結果としての株式価値上昇，投資リターンの向上というのは直接金融の担い手である株主の論理であり，この株主が経営者に与える圧力が限られている時，経営者が更なる成長を求めて，プロアクティブに決断して行う戦略的買収合併のケースは極めて希となる。

3. 敵対的買収は非現実的オプション

ここで，株主の直接的圧力がなくても，一般に企業経営者は競争力強化，より高い利益成長を望んでいるのは日本でも欧米でも同様であるはずであり，企業買収を戦略手段として志向する経営者は少なくないはずという問いが考えられる。

にもかかわらず，戦略的合併，買収が希であるのは，この日本型のシステムのもとでは他企業を買収したい買い手は存在しても，売り手が存在しにくいという単純な理由で説明されよう。

拡大，成長のために買い手となるのは，経営者の自然なマインドである。しかし，自らが経営する企業を他に売却するのは，それが純投資を目的とする株主にとって最良の選択であったとしても，その株主の要求を無視し得るのであれば，一般的な日本の経営者にとって売却を決断する積極的な動機は存在しない。資本市場における企業価値の停滞，減少が継続していても，財政的破綻の恐れがなければ，経営者は経営の独立性を維持することを優先させる。例外は，経営者が同時に大株主であり，自らの資産価値の維持，拡大を優先させる場合か，財政的破綻によって売却が唯一のオプションとなった場合である。

積極的売り手が存在しない場合，企業買収が成立するためには相手の合意を前提としない，いわゆる敵対的買収の手段しかないが，これも日本独自のシステムのもとでは現実的手段ではなかった。第一に金融機関と企業，事業会社と事業会社との間の株式持ち合いによってそもそも技術的に困難であったこと，第二に敵対的買収は社会的に強く否定的に受け止められるリスクが極めて高かったことによっている。被買収企業の純投資目的の株主にとって，その他企業への売却が株主価値を高める最良の選択であったとしても，その株主の権利に対する理解が社会的に極めて限定されているために，既存の秩序を乱す強引な行為として，敵

対的買収を行う企業にはマスコミを含めて否定的な目を向けられることが容易に予想されるためである。

技術的にも、文化的にも敵対的買収に晒されるリスクが殆どない場合、企業価値向上のために被買収企業として戦略的に売り手となることを選択する必然性は、日本の経営者にとって極めて希薄であった。

4. 過去の医薬品産業での買収、合併の分類

前述したようにわが国の医薬品産業で見られた買収合併のケースは非常に限られたものだが、それぞれのケースは以下のように分類できよう。

- 1) 海外進出の手段：藤沢薬品工業／ライフォメッド（米）、クリング（欧）、山之内製薬／ヒストプロカディス（欧）、ロバーツ（米）、三共／ルイトボルト（欧）
- 2) 経営者が同時に株主の場合：萬有製薬／メルク（米）、北陸製薬／BASF（欧）
- 3) 敵対的買収：エスエス製薬／ベーリンガーインゲルハイム
- 4) 戦略的合併：吉富製薬／ミドリ十字

海外進出の手段としての企業買収は、藤沢の欧米、山之内の欧州での事業展開の成功につながった。藤沢のライフォメッドの買収は、買収後に発覚した前マネジメントによるFDAへの虚偽申請を契機に、収益が極端に悪化した。この建て直しのために大幅な追加投資を余儀なくされたものの、相次ぐリストラクチャリングの実施によって、結果としては日本企業では武田薬品工業と並んで、最も欧州市場での事業を成功させた企業となった。戦略の方向性と経営の決断の正しさの結果と言える。

小規模の後発品企業のケースを除けば、日本企業が売り手としての立場をとったのは第二の分類

に示した2例だけであり、いずれも経営者が最大株主としての立場で買収に応じたケースである。

エスエス製薬に対するベーリンガーインゲルハイム（BI）のTOBを敵対的買収に分類したのは、両者の経営陣の事前の合意のもとに行われたTOBではなく、TOBのアナウンスに対しエスエス製薬の経営陣が賛成、反対でもない中立の立場をとった点を考慮したためである（新聞報道による）。

このTOBを、米国でほぼ同時期に進行していたワーナーランバートに対するファイザーとAHPの買収競争と対比してみると、両国の資本市場のあり方の差が浮き彫りとなろう。後者はワーナーランバートとAHPの合意に基づく合併にに対し、ファイザーが敵対的にランバートのTOBを仕掛けたものである。ファイザーはワーナーランバートの株主に対し、AHPより高い買収価格を提示しつつ、いかにファイザーとの合併の方がより望ましいシナジーが期待でき、将来の株主価値の拡大の可能性が高いことを、一貫して説得する戦略をとった。結果的にワーナーランバートはファイザーとの合意を決断せざるを得なかった。

対して、同じく新聞報道によれば、エスエス製薬にはBI以外の国内外の数社からアプローチがあったとされている。われわれはエスエス製薬の将来的な企業価値を考慮すればBIがベストの提携先とは考えないが、エスエス製薬の経営陣が株主にとってのメリットを最優先して、他社との提携を積極的に検討したとの報道はない。唯一、他社のアプローチが株式の過半数取得を前提としたものであったために、3分の1超の取得を目的としたBIとの提携を選択した、と判断される。ここでは株主価値の検討は、従の位置づけであった可能性が高い。

第四のケースは、ミドリ十字がエイズ問題によって苦しい立場に立っていたため、やや救済合併的色彩が見られるものの、基本的には両者のビジネスシナジーの分析に基づいた、唯一の戦略的合併と分類できよう。合併の合意発表に対する当初の

表5 吉富・ミドリ十字合併による時価総額の変化

(単位：億円)

	発表前 1997/2/24	合併前 1998/3/24			現在 2000/4/21		
	A	B	B/A	%	C	C/B	%
ウェルファイド (旧吉富)	1,342	1,161	—	—	—	—	—
ミドリ十字	1,171	858	—	—	—	—	—
合算	2,512	2,019	—19.6%		4,260	111.0%	

市場の反応は否定的であり，吉富製薬の株価は97年2月の合併合意発表後，97年末までに49%の下落となった。しかしその後，戦略的合意性と経営者のリーダーシップに対する評価が高まった結果，新会社の現在の時価総額は，合併合意の発表直前の両者の時価総額合計の2.1倍となっている（表5）。同期間で東京株式市場のインデックスである日経平均は3%の下落，TOPIXは14%の上昇でしかなかった。投資家がこの合併を，株主の期待に答える正しい選択と評価した結果と言える。

5. 日本医薬品市場の独自性

(1)R&D規模の拡大，(2)グローバルリーチ（世界市場での臨床開発，販売能力をもつ）の獲得，(3)スケールメリットによる生産性向上，コスト削減（特に間接部門，臨床開発，販売）が，欧米における医薬品産業で留まることを知らぬように進んでいる買収合併の，経営戦略上の目的である。

先進国の医薬品産業は，疾病の克服，クオリティ・オブ・ライフの向上に大きな寄与が期待できる革新的薬剤の開発が，その社会的役割であり，そのような薬剤は極めて高い付加価値と大きな売上を企業にもたらす。しかし一方，薬剤開発には10年を超える開発期間と膨大な研究開発費用の投下が必要であり，予測を超えた副作用の発現によってその費用投下が無に帰すことも決して希ではない。また，開発に成功した時のリターンが大きい分だけ，特許期間の終了後，後発品の市場

侵食によって失う収益も必然的に大きい。

ハイリスク，ハイリターンの知的集約産業が医薬品産業の基本的特性であると言えよう。R&D費用と成果との間の関係に不確定要素が多いというリスクを，R&Dの規模の拡大で補い，その結果得られた限られた少数の新薬からのリターンを極大化するために，世界市場で自ら開発し販売する体制を築く。つまり産業特性からくるリスクをコントロールしつつ，世界市場における競争優位を獲得，維持しようとする。これが欧米における産業集約化の基本的動機となっていると言えよう。

振り返って日本の医薬品産業を見た時に，市場の基本的な性格において，欧米とは異なった面が存在していたことが指摘できよう。R&Dの規模拡大，グローバルリーチ，間接部門，開発，販売部門のスケールメリットの獲得は，世界市場での競争を前提とした時には必然性の高い戦略と言える。しかし，日本企業の多くがその事業の殆どを依存している日本市場での市場環境はやや異なっていた。

特徴的であるのは，改良型新薬の市場性の大きさと，特許期間終了後も後発品による市場侵食が限られていたことの2点である。これらは後述するように，日本の新薬承認プロセス，薬価算定方法，薬価差益の存在によってもたらされていた。

改良型新薬の市場性が相対的に大きいことによって，多くの改良型新薬が開発され，一つのクラスの薬剤の市場を多数の企業が分け合う形が可能となる。一方リスクの高い革新的薬剤の開発に成功

表 6 新 薬 の

	1989	1990	1991	1992	1993
三共 (4601)				II 制ガン剤 FO152 II 脳代謝 CI933 II 脳代謝 セリタン	
武田薬品 (4502)	II 大腸炎 AA861 II 皮膚炎 AA2379	II 血栓溶解 CV3988 II 偏頭痛 CV5197 II 心筋梗塞 CV3611 II 高血圧 CV5975	II 高脂血症 CV6591 I 制ガン剤 TAC1043	II 腎炎 CV6504 II 不整脈 CV6402	II 膝関節 TSA734 II 骨粗鬆症 TSA870 II 糖尿合併 AD5487 II 抗不安薬 DN2327 II 抗生物質 TMA230
山之内製薬 (4503)	I 高血圧 YN151		II 喘息 YM16638	申 心不全 ICII18587 III 脳代謝 YM14673 II 脳血管 YM737	II 腎不全 YM435 II 抗生物質 YM17K I 高脂血症 YM17E
第一製薬 (4504)		III 潰瘍喘息 DS4624	発 血栓溶解 プラスミン II 糖尿病 DG5128	II 抗生物質 DQ2558 II 潰瘍喘息 DS4574	
大日本製薬 (4506)				III 動脈閉塞 OP41483	II 制ガン剤 CI898 I 制ガン剤 ウナギTNP
塩野義製薬 (4507)		発 高血圧 ジレバロン	III 高血圧 ピナシル	申 精神分裂 セレルミン II 尿酸排泄 S8666 I 記憶改善 S135 I 不整脈 S1389	I 高血圧 シノルファン 前 リコビナントアルブミン
田辺製薬 (4508)				III 合成抗菌 T30036	
ウェルファイド (4509)		申 鼻炎 クリアナール 申 脳循環 メタトーン II 脳代謝 ALC	II 合成抗菌 Y26611	III 消炎鎮痛 Y23023	II 喘息 Y20811 II 抗不安薬 Y23884
藤沢薬品 (4510)		II 脳代謝 ALC II 心不全 FK664		申 制ガン剤 ルブラチン II 尿酸血症 FK505	II 抗炎症 FK3311 II アルツハイマー FKS508 II 虚血心疾患 HSOD
萬有製薬 (4515)	I パーキンソン MK458 I 喘息 MK571	III 糖尿合併 MK538 II 緑内障 MK417 I パーキンソン MB355 I 喘息 MK679		I アルツハイマー L693487	I 喘息 MK591 I アルツハイマー DUP996
中外製薬 (4519)	III 喘息 AN682 II 白内障 ベンダリン I 高アミノ酸 LCT	II 抗アレルギー CS1433		申 高血圧 ロープレス 申 潰瘍 アルバステール II 脳代謝 BY1949 II 高尿酸 AA193	III 骨粗鬆症 MC1536
エーザイ (4523)	II 糖尿合併 E0713 I 不整脈 E0747			III 糖尿合併 E0704 II 尿酸排泄 E5050 II 抗アレルギー E6080	II 制ガン剤 E7010
小野薬品 (4528)	II 呼吸不全 ONO3708	II 肺炎 ONO3307 II 脳浮腫 ONO1016	I 脳梗塞 ONO8809 II 脳卒中 OP2507	III 動脈閉塞 OP41483 II 前立腺 ONO3805	
大正製薬 (4535)			I 狭心症 TS702	I 放射線増感 SR2508 I 抗炎症剤 NS398 申 筋肉分解 エステート II 高血圧 TS707	
キッセイ薬品 (4547)			発 頻尿 ミクトロール		II 筋弛緩剤 KCP691
合計	11	18	11	33	22

注1 発) 発売後, 申) 申請中, III) フェーズ-3, II) フェーズ-2, I) フェーズ-1, 前) 前臨床

注2 各年5月の決算発表時に明らかとなった品目は当該年に中止したとした。

会社資料などをもとにメルリンチ証券作成

開 発 中 止 状 況

1994	1995	1996	1997	1998	1999
		III 不整脈 EN313 II 筋弛緩剤 CS722	前 排尿 REC152739 III 骨粗鬆症 KDR I 皮膚疾患 CS765 前 アレルギー Ligand 前 骨粗鬆症 セルテック	II 抗うつ剤 RS8359 II 角膜潰瘍 CS610 II 鎮痛剤 R84760	申 喘息 ログラン I 抗血小板剤 CS511 I 高リン酸血症 CS2520 II (EU) 喘息 CS615 発 糖尿病 ノスカール
		I 潰瘍 TCP580 II 敗血症 TCV309		II 脊髄小脳変性 ヒルトニオンSR II 脳血管障害 TAK218 II 腎臓症 レボメルロキシフェン III アレルギー性鼻炎 プロニカ I (US) 高血圧 TAK536	申 TIA アンチキサン II 心筋梗塞 TAK044 II 慢性胃炎 EM574 II 急性腎不全 TAK044 II 関節リウマチ TAK603
I 高脂血症 YM750	II 喘息 YM264 I 潰瘍 YM022	II 頻尿 YM934	II 高血圧 YM430 II 高血圧 YM358 II 高脂血症 YM529 II 制吐剤 YM114 II 脳血管 YM90K III 狭心症 SK178	II 糖尿合併 YM585 II 肺疾患 YM46A I 腎癌 メラノーマ YM01C I (EU) 前立腺ガン YM116	II 痴呆症 YM796 申 糖尿・尿失禁 リラン
II 虚血疾患 DP1904		I オポジオン DS4152 II 肝炎 DZ2636	I 抗菌剤注 DU6859a	III 高血圧 DS4823 II 皮膚潰瘍 カンテック 申 制ガン剤 レモナール II 抗潰瘍剤 DS4824 I 超音波造影剤 DZ2600	II 慢性腎不全 DA727 申 慢性胃炎 ムラリス I 癌性疼痛 TRK870 II 抗潰瘍剤 DZ-2352a II MRI造影剤 DW-8015
前 血栓溶解 プロUK 前 制吐剤 AS5370	II 制吐剤 DAT582 II 肝機能 DP2507	III 高血圧 AJ2815 II 喘息 AL3264 II 頻尿 ND907			II 吐瀉薬 IKD584 II 脳梗塞薬 RGH2202
III 乾癬 Am80		II 緑内障 S1033	II 高脂血症 S4522 申 ホルモン リンデロン-DS III 癌性疼痛 S8115 II 脳循環 S312d II 心不全 BF102	III 精神分裂 S1901 II 高血圧 と2150 I 抗潰瘍剤 S0509	
	申 高血圧 ログナ II リウマチ TA383			I 抗生物質 TA949 I 抗生物質 TA959 I 高血圧 TA606	
II 精神病 レモキシブリド		II 高血圧 Y27152	II 筋弛緩剤 MS322 前 HIV治療ベクター	申 合成抗菌 バズクロス II 糖尿病 JTT501	III 更年期，骨粗鬆症 7SH01
申 喘息 アスロック II 狭心症 FK409 II アレルギー FK613 II 喘息 FK224 II 高血圧 FK739	II 制ガン剤 FK435 II 高血圧 FK900 II 排尿障害 アルフリシン II 頻尿 FK654 II 腸症候群 FK1052	II 肺炎 FK480 II 腎循環 FK888 II 頻尿 FK654 II 腸症候群 FK1052	II 前立腺 FK143 II 肺障害 FK706	II 喘息 FK011 申 頻尿治療 クロオット II 末梢循環障害 FK633	II 腎循環改善 FK352
	II 抗生物質 BO2727		I 制ガン剤 NB506	I 小人症 NK677	I 抗うつ L759,274
申 制ガン剤 ネオブラット	III 合成抗菌 Q35 申 造影剤 イマジニール				申 脳血管障害 シダマート
申 動脈閉塞 アイプロ 申 抗生物質 セボック	III 肺炎 E3123 II 鎮痛剤 E2078	申 偏頭痛 イミグラン II 頻尿合併 トルレストット II 高血圧 E4177 II 狭心症 E4021	II 不整脈 E4031	申 抗生物質 E1077 II 抗生物質 E1101 II 肝炎 E3830 II 喘息 E6700 II 潰瘍性大腸炎 E3040	II ショック/DIC E5880 II 気管支喘息 E6123 I 制ガン剤 E4188 I 高血圧 E2030 申 一過性脳虚血発作 E5510
			III 前立腺 ONO9802 II 大腸炎 ONO4057 申 ヘルニアキモダイアクチン	II 制ガン剤 ONO4007 II 難聴 プロスタグリン II 骨粗鬆症 ホーネル	申 急性肝炎 プロスタグリン II 糖尿病性腎症 キネダック
II 高血圧 CD349 II ガン NC190 申 脳代謝 アルカス	II 肝保護剤 SK640 I 高血圧 CD832 前 高脂血症 HL004 前 意識障害 VA045 II 動脈閉塞 AS013	III 狭心症 D600			
II 去痰剤 KY01	II リウマチ KAP890		II 尿失禁 K2234 II 循環障害 KD1792 II 制吐剤 KAE393	申 頻尿治療 チロスパン I 皮膚潰瘍 アイアミン I 呼吸器 KSP-193	II 高血圧 KRO594
18	20	21	29	40	31

しても、多くの改良型新薬の上市によって、市場性が限定されるため、革新的新薬の開発で取りうるリスクは限定的とならざるをえないことになる。また、一度市場を獲得すれば、特許切れ後も長期間収益貢献が期待できる。

したがって、日本市場での事業展開を前提にする限り、日本企業のR&D投資のリスクは相対的に小さく、一度市場でシェアを獲得した製品は相対的に長期の収益貢献が期待できるということになる。日本企業が抱える事業リスクは欧米企業に比較して小さいものだったといえる。

結果として、多数の企業がそれなりの収益力を維持しつつ、大きなシェア変動もなく、存在し続けることが可能であった。この市場特性が、企業間格差拡大のスピードが遅く、優勝劣敗による淘汰が進まない、したがって多数企業の存続、集中度の低い産業構造が温存される一因であったと言える。言ってみれば、わが国の医薬品企業経営者は、市場の特性からくるローリスク、ミドルリターンの事業環境を長い間享受することが可能であったために、あえてリスクの高い選択をする必然性はなかったのである。

また、日本の日本企業の多くが幅広い薬効分野で事業展開を行う、特定の薬効分野への集中度が低いという特色も、多くの企業が競合品を持ち合っているわけで、これも合併による集中が進みにくかった、一つの要因と指摘できるが、本質的要因とは言えまい。合併の必然性が強く認識されれば、この事業の重複の問題を解決する手段がないわけではないからである。

疾病の治療に行われる生命関連商品であるが故に、臨床実験、製造承認という開発プロセス、健康保険による薬剤コストのカバーの仕組みを中心に、世界各国共通で医薬品産業の行政との関与は大きい。したがって、医療システムの違いが市場特性の違いをもたらし、結果的にその市場特性の違いが企業の戦略を大きく左右する。

前述の日本市場の特徴も、基本的には日本独自

の医療システム、特に承認制度と薬価制度によってもたらされたといえよう。新薬の承認にあたっては、有用性において既存薬と同等あるいは上回っていること、という原則によって、既存品の改良型はその改良の程度に関わらず、承認を得やすい。保険薬価を設定するのは厚生省の役割であり、この価格設定の原則の一つが類似薬効比較方式であったが故に、改良薬は既存薬と少なくとも同等、多くの場合より高い保険薬価の取得が可能であった。これに薬価差益という日本市場独自の存在が加わる。改良型新薬はその開発リスク、コストが先発品に比較して小さいにもかかわらず、医療上の有用性においては先発品と大差なくとも、先発品以上の薬価差益という経済的動機を医療機関に提供することによって、一定の市場を獲得することが容易であった。

後発品が限られた市場しか形成していないことも、わが国独自の薬価制度と薬価差益の組み合わせの結果である。わが国において、医療機関が後発品を処方する最大の動機は保険薬価と実買価格の差、つまり薬価差益であった。

6. 迫られる構造変革

金融システム、資本市場の独自性からくる企業経営のあり方の差、医薬品市場の事業環境の差、この二つが欧米と全く異なるわが国の医薬品産業の構造をもたらし背景であった。しかしながら、現在この二つの背景が、同時に急速に変貌を遂げつつある。

厚生省の政策の変化を中心にわが国市場の独自性が急速に変化しつつある。

第一に、厚生省の新薬承認、薬価算定の両面で改良型新薬への姿勢が急速に厳しさを増している。既存薬に対する優位性の証明が新薬承認の原則とする傾向が強まり、95年中医協建議により改良型新薬が一定以上の数となった場合、低薬価を余儀なくされるルールが導入された。

第二に，薬価差縮小，医薬分業の進展により医療機関における医薬品処方の際に際しての，薬価差という経済的動機が大きく縮小に転じ，第一の要因とあわせて，改良型新薬の市場性は大幅に縮小しつつある。表6は，大手企業の開発中断薬剤を時系列で見たものだが，近年の開発中段数の増大が見てとれる。既存薬に対して際立った差別化が期待できない薬剤の開発を継続することの経済的正当性が失われた結果と考えられる。

第三に，定額医療の拡大により，低価格であるという本来の性格を経済的動機とした後発品の処方が拡大に転じつつある。97年の薬価改正時から，「長期収載医薬品に対する薬価算定」という特許切れ薬剤に対する，価格面でのペナルティが導入された。特許期間終了に伴う売上的大幅減少というビジネスリスクが，今後大幅に増大する可能性が高まっている。

第四に，ICHの施行により，海外臨床データの承認申請データとしての使用が認められる余地が，大きく拡大したことによって，大手外資企業との競合は熾烈化する。

第五に，医薬品卸産業の構造改革である。92年の建値制導入を契機に，メーカーの卸支配の構造は急速に崩壊しつつあり，有力卸の独立性は大幅に高まった。外資系企業にとっての大きな障害の一つであった，日本企業による流通支配体制は失われつつある。

日本企業の多くがその事業基盤の90%以上を依存している国内市場そのものは，既に日本市場の独自の性格を失いつつ，急速な国際化を余儀なくされている。国内市場での生き残りのためにも，日本企業もリスクの高い革新的新薬の開発にR&D費用の配分を高めざるを得ず，特許切れのインパクトも増大している。

日本医薬品産業の構造は，わが国独自の資本市場のあり方と医薬品市場の独自性の結果形成されたものであると述べてきた。しかし，市場の独自

性は急速に失われ，日本企業の抱える事業リスクも大幅に上昇しつつある。にもかかわらず，これまでのところ市場の変化に対する，積極的対応としての戦略に目立ったものは見られない。改良型新薬の開発中断，早期退職を中心とした余剰人員の削減が多く企業で見られ，一部企業では戦略薬効分野の絞り込みが行われている程度である。

7. 残されたオプション

世界市場という同じ土俵での直接的競合に晒されなくとも，日本市場が国際市場との同質性を高めれば，欧米企業との競合が今後熾烈になるという結果は同じである。その欧米企業は，過去15年間の統廃合によって日本企業とは比較にならないR&Dの規模とグローバルリーチの体制を確立している。

欧米企業の日本市場でのシェアが着実に上昇していることを既に指摘したが，10年間で30社合計のシェアの上昇が4%強というのは，欧米の大手企業にとって満足すべき結果とは到底言い難いであろう。一社あたりでは10年で0.1%強のシェア拡大でしかない。既に欧米両市場において一定のシェアを獲得した欧米企業にとって，単一の国としては世界第二位の市場である日本での意味のある（欧米市場並みの）シェア獲得の，戦略的プライオリティーはかつてなく高まっている。欧米市場との異質性が大きく縮小した現在，巨大化した欧米企業の日本市場でのシェア拡大が今後加速化する可能性は，極めて高いと言わざるをえない。

前述した間接金融を主体としたわが国独自の資本市場もついに大きく針路変更を迫られている。第一に，銀行と企業との伝統的な関係の維持はもはや不可能である。ROE，収益力の改善が急務である銀行は，過去のリレーシップにとらわれず，企業の信用力に対応した融資先，融資条件の見直しを進めざるをえない。株式の持ち合い

の意味は急速に薄れ、またリスク資産である株式保有は早急な縮小を求められている。第二に、直接金融市場においても年金資金の増大、外人投資家など物を言う投資家が増加している。債券市場においても信用リスクの程度がコストの最大決定要因として機能し始めた。企業経営者は株式市場、債券市場における自社の評価に対して、従来より格段に敏感にならざるをえない。資本市場における評価が直接的に資本コストの決定要因となるからである。市場メカニズムがより合理的に機能し始めることによって、市場の発言力が強大となり、企業経営者は長期的な企業価値の拡大を最優先せざるをえなくなる。一度動き出したこの進路は、もはや変更不可能であろう。

わが国の医家向け医薬品市場で新薬開発をベースに事業展開を行っている医薬品企業は約80社、うち国内企業が50社強、外資系が30社弱である。この50社強の日本企業が今後めざすべきビジネスモデルが何か、そのための戦略オプションとして何が可能か、それぞれの企業の置かれた立場での現実的戦略設定と実行が急がれる。世界市場でのメジャーをめざすにせよ、国内での生き残りをめざすにせよ、一定の規模を獲得するための合従連衡は、多くの場合不可避に見える。何もしないことのリスクはかつてなく高まっており、かつ、時間の経過とともに残された戦略オプションはますます小さくなることは明らかと思われる。

The Pressures of Structural Reform, Diminishing Strategic Options

Hiroshi Nakagawa*

Abstract

There has been no fundamental change in the structure of the Japanese pharmaceutical industry, which is comprised of a large number of medium-sized companies that are, with few exceptions, almost entirely dependent on the Japanese domestic market. There are only a few exceptions to this situation. This is in contrast to the US and Europe, where market share is concentrated among a small number of very large companies. Many US and European firms have established an international business base centered on both markets, which partly reflects a constant string of mergers over the last 15 years. As a result, the size difference between US/European firms and Japanese companies has widened dramatically. There are two important factors believed to be behind this difference. One is the uniquely Japanese management style based on an indirect financial system. The other is the fact that business risks in the Japanese pharmaceutical market have been far smaller than those in the US/European market, due to Japan's unique drug pricing system and new drug approval process. However, the uniqueness of the Japanese market is disappearing rapidly, and business risks have greatly increased as a result of growing similarity with the international market. At the same time, the financial system is also changing rapidly to a more direct one, where the appraisal of the capital markets has begun to act directly in determining the cost of capital. The setting and execution of realistic strategies appropriate to each company's size and operating environment has become an urgent priority. The risks of doing nothing are higher than ever before, and further, it seems clear that as time passes, the strategic options remaining will become fewer and fewer.

Keywords : Capital market vs Bank loan, Shareholder value, Pricing system, Hostile takeover, Business risk

*Merrill Lynch Incorporated