

[専門職学位論文]

製薬企業の M&A とパフォーマンスの検証
－欧米製薬企業の事例研究－

平成 17 年 8 月 24 日提出

神戸大学大学院経営学研究科
忽那憲次研究室

学籍番号 048B254B

氏名 松岡雄三

「製薬企業の M&A とパフォーマンスの検証」

— 欧米製薬企業の事例研究 —

学籍番号 048B254B

氏名 松岡雄三

目次

第 1 章：はじめに.....	1
第 2 章：製薬企業の M&A と本研究の位置づけ	3
第 1 節：M&A の体系整理と価値創造	3
(1)：M&A の定義.....	3
(2)：M&A の目的.....	3
(3)：M&A の分類.....	3
(4)：経営戦略としての M&A、提携との戦略的相違点	7
(5)：価値創造につながらない M&A	10
第 2 節：M&A の行われる背景と戦略的位置づけ.....	11
(1)：M&A の行われる背景.....	11
(2)：世界企業における株主価値と M&A.....	12
(3)：製薬企業の環境と M&A.....	13
第 3 節：M&A のパフォーマンスに関する先行研究.....	13
(1)：実証研究レビュー	14
(2)：本研究の位置づけ	16
第 3 章：リサーチデザイン	16
第 1 節：サンプルの特徴	16
(1)：サンプル一覧	16
(2)：サンプルレビュー	17
第 2 節：M&A のパフォーマンスを測る指標と検証方法	17
(1)：指標と検証方法.....	17
(2)：留意点.....	19
第 3 節：仮説の提示	19
第 4 章：検証結果	23
第 1 節：仮説検証.....	23
(1)：M&A 全体に関する仮説検証	23
(2)：財務指標によるそれぞれのパフォーマンスの分析.....	27
(3)：検証：M&A を行った企業と独立路線企業の比較.....	31
第 5 章：研究総括と結論	32
第 1 節：本研究の総括.....	32
第 2 節：国内製薬企業へのインプリケーション	34
第 3 節：今後の課題	36
参考文献.....	38
付録 1	39

付録 2	エラー! ブックマークが定義されていません。	
付録 3 「欧米製薬 M&A 年表」		42
付録 4 「各ケースの記述」		43
案件 1. サノフィ・アベンティス (合併発表 2004 年 1 月、合併成立 2004 年 8 月)		43
案件 2: ファイザー (合併発表 2002 年 7 月、合併成立 2003 年 4 月)		44
案件 3. グラクソ・スミスクライン (合併発表 2000 年 1 月、合併成立 2000 年 12 月) 46		
案件 4. ファルマシア (合併発表 1999 年 12 月、合併成立 2000 年 4 月)		48
案件 5. ファイザー (合併発表 1999 年 11 月、合併成立 2000 年 6 月)		49
案件 6. アベンティス (合併発表 1998 年 5 月、合併成立 1999 年 4 月)		51
案件 7. サノフィ・サンテラボ (合併発表 1998 年 12 月、合併成立 1999 年 5 月)		51
案件 8. アストラ・ゼネカ(合併発表 1998 年 12 月、合併成立 1999 年 5 月).....		52
案件 9. ノバルティス (合併発表 1996 年 3 月、合併成立 1996 年 12 月)		52
案件 10. ファルマシア・アンド・アップジョン (合併発表 1995 年 8 月、1995 年 11 月)		
.....		54
案件 11. グラクソ・ウェルカム (合併発表 1995 年 3 月、1995 年 12 月)		55
案件 12. スミスクライン・ビーチャム (合併発表 1995 年 3 月、合併成立 1995 年 12 月)		
.....		55
案件 13. ブリストルマイヤーズ・ズクイブ (合併発表 1989 年 7 月、合併成立 1989 年 10		
月)		57
その他 (垂直統合)		57

第1章：はじめに

欧米市場に比べるとM&Aが少なかった日本企業においても近年になってようやく、M&Aが経営戦略の主要な手段として積極的に活用されるようになってきた¹。最近の動向をみると、1990年代半ばには年間500件程度であったM&A総件数が、1990年代の後半から1,000件を超え、2004年には遂に2,000件を超えた²。金額ベースでも同様に拡大傾向は顕著であり、1989年頃に米国企業を買い漁った頃のM&A総額300億ドルに対し1999年には銀行再編などの影響³で21兆円、その後も10兆円前後と、大幅にM&A市場は拡大している⁴。また、その内訳を見ても、より統合度の高い営業譲渡や買収が増加する傾向にある⁵。このようにM&Aが活発化してきた背景には、企業業績の行き詰まりや産業ごとの競争環境変化、グローバリゼーションの進展、そして商法改正による規制緩和⁶や会計制度変更⁷などが考えられる。

本稿の研究対象である製薬業界においても、国内では2005年に山之内製薬と藤沢薬品、三共製薬と第一製薬⁸の2件の大型水平合併が行われた。背景には、研究開発環境の変化や、グローバリゼーションの進展など競争パラダイムの転換が考えられる。更に、1989年から繰り返し行われてきたM&Aで巨大化した欧米製薬企業との競争上の問題も考えられる。しかし、M&Aで再編が進む製薬企業の中でも、それに対するスタンスは企業間で大きな違いがある。たとえば、米大手製薬企業のメルク、イーライ・リリー、国内では武田、エーザイなどの企業は水平合併に対して否定的な見解⁹を示している。メルクは別としても、上にあげたその他の企業は“十分な規模”はない、にもかかわらずである。その一方で、M&Aを実施した企業は一度で終わらず幾度か繰り返し行っている。国内においても、既にM&Aを行った企業が「グローバリゼーションが進む製

¹ この場合のM&Aは広義のM&Aを指す。本研究では狭義の意味で用いている。次章にて説明。

² Thomson Financialによると2005年においては5月末日まで1000件を超えており、昨年よりも1ヶ月早いペースであり過去最速。

³ みずほフィナンシャルグループ3銀行統合：7兆円、三井住友：5兆円と2グループで12兆円の規模。

⁴ Thomson Financialより。ちなみに直近2004年におけるM&A金額は11.5兆円。

⁵ 付録の表参照

⁶ 1999年以降頻繁に商法。株式交換制度の導入から2001年には会社分割制度がスタートし、その後金庫株の解禁、種類株・新株予約権の規制緩和などM&Aを巡る法制度は急速に改善し自由度が高まってきた。以前の日本の商法では、株式会社を買収しようと思っても多数の株主から全株式を強制的に買収する手段は皆無であり、完全買収を可能とする手段はなかった。

⁷ 会計制度も退職給付債務の時価会計、実質支配力基準での連結開示強化、保証類似行為の開示など、これまで日本の財務諸表が海外に比べて脆弱であった開示基準が相当強化され、法制度の整備と相まってM&Aを検討する日本の企業経営者を後押ししてきた。

⁸ 2005年8月現在株主総会の承認を得て、同年9月末日合併予定

⁹ 米イーライ・リリーのシドニー・トーレル会長兼最高経営責任者(CEO)は、世界的な再編が進む医薬品業界でM&Aではなく、自力での高成長を目指す事を公言している。その主張は次の通り「2つの会社を1つにして重複を省けば、経費削減など短期的に収益性は上がる。しかし、リストラを急げば、研究開発(R&D)への投資抑制や人材の社外流出が起きる。重複部門の統廃合や異なる企業文化の融合にも時間がかかり、企業としての勢いが失われてしまう」「共同で研究開発・製品販売を手がけるパートナーシップ提携が最も効率的」『2004年9月6日、日経産業新聞』、ワイスのロバート・エスナー会長も「組織の肥大化は成長力を鈍らせる」と主張『2003年7月28日、日本経済新聞』。国内では、「メガ・ファーマの新薬開発の生産性は決して高くない」「規模の優位が絶対とは限らない」(エーザイ内藤社長)と主張。(日本経済新聞、2004年3月4日)

薬業界において主要プレーヤーとしてグローバル展開していくためには、世界 15 位の規模が必要¹⁰と、競争戦略上、更なる企業規模の拡大が必要である旨の主張も見られ、今後国内で製薬企業同士のM&Aが活性化する可能性は十分考えられる。

M&Aとは、企業株式を買い取る合併であれ、企業の設備等を買収する買収であれ、その意思決定は、将来のキャッシュフローを発生させる資産に対して投資を行うか否かであり、投資の意思決定に帰着する。中でも水平合併は自社の価値総額と同等の投資を必要とする巨額投資であり、ここでの失敗は企業経営の屋台骨も揺らぎかねない¹¹。

製薬企業は各社とも本業である医薬品事業への集中度を増しており、事業システムにも大きな差はなくなってきた。本業である医薬品事業への集中度を高めながら、同様のリソースを用い、ボーダレス化の進展する同様の市場で競争しているのである。にもかかわらず製薬業界内で水平合併を繰り返す企業とまったく行わない企業に、これらを巨額の投資を行うか否かと分類し考えると、パフォーマンスには何らかの違いが生じてもおかしくない。企業間で経営方針に明確なスタンスの差が生じているのである。このような2つの明確に異なる経営戦略は、企業業績や株主価値にどのような影響を与えているのであろうか。また、欧米を中心に行われてきた M&A は当初の目論見どおりきちんと価値を創出しているか、また M&A 後のパフォーマンスに差異を与える要因となったのは何であろうか。

本研究は、欧米製薬企業で 80 年代後半から繰り返し行われてきた業界再編の事例を整理し、主に財務的観点から比較・検証することで、上のような疑問に答え、更には今後活性化すると想定される国内企業製薬企業の M&A に対するインプリケーションを得ることを目的とする。

本稿の構成は以下の通りである。まず 2 章において M&A の体系を整理し、サンプル企業が属す製薬業界の特徴を述べる。その上で、製薬企業の M&A 戦略について考察する。そして膨大にある M&A の先行研究の中での本稿の位置づけを明確にし M&A の実証研究のレビューを行う。3 章ではリサーチデザインについて述べ、実証内容を具体化する。また、サンプルの特徴とそのパフォーマンスの評価基準を明確にし、仮説を提示を行う。4 章ではリサーチデザインに従い、仮説の検証を行い、5 章で結論をまとめ、今後の課題を提示する。

10 アステラス製薬の青木会長、日経新聞

11 近年の大きな事例では、新旧メディア統合とはやされたAOLによるタイム・ワーナーの買収は総額 1,800 億ドルの買収対価として膨大な新株を発行したが、その後株価は急落し株主価値は大きく毀損した。また、創業家の反対を押し切ってコンパック・コンピューターを買収したHPの前会長カーリー・フィオーリーナは買収失敗の責任を取って辞任した。

第2章：製薬企業の M&A と本研究の位置づけ

第1節：M&A の体系整理と価値創造

(1)：M&Aの定義

M&Aに関する経営学関連の文献では、合併・買収・M&Aを明確に区別せずに使用していることが多い。また、M&Aの中にアライアンスや合弁を含める場合もあるが、本研究ではこれらをその範囲に含まない¹²。その上で合併・買収・M&Aを中村 [2003]に従い次のとおり分類することとする。「買収は企業の経営戦略の 1 つの手段として、ある企業の所有権(経営権)を取得する行為であり、その関係が対等性¹³が高い場合が合併である。そして、合併においては、それから期待した経営上の効果を創出するために統合という行為が必要になる。M&Aとはこれら一連の行為のことをさす」。換言すれば、所有権が企業間で移転することを買収、買収企業が被買収企業を統合した状態、かつ対等性がより高い状態のことを合併という。つまり、合併とは「重要な経営資源・管理・技術の統合に対する計画を成し遂げた買収」に対して使われるということである。尚、本研究において取り扱う事例は、主に対等性が高いM&Aであり、その中でも同業他社と行う水平合併である。

(2)：M&Aの目的

M&A の目的は「売り手と買い手双方の株主価値が増大する、と見込まれること」と服部 [2004]は述べている。このように M&A は株主価値の増大に貢献するという会社経営の目標そのものが目的である。また M&A の現象自体は会社経営権の移転である。会社経営権とは、企業の経営資源の管理を決定する権限である。この権利の移転は、誰がどのような資源の集合体を経営したほうがより効率的なのか、より正のシナジー効果を創出させることができるか、という経営の再編成の効率性において議論されるべきである。

(3)：M&Aの分類

ここでは、「資源をより効率的に運用し、新たな価値を創出する」という M&A の経済行為を「どのような資源を獲得するか」「どのようにしてそこから価値を創出させるか」という獲得資源と価値源泉の 2 つの観点から M&A を分類し製薬企業の M&A について整理を行う。獲得する資源について米国公正取引委員会の基準、価値創造源泉について Seth [1990]をそれぞれ参考にする。

¹² アライアンスとは特定の目的を達成するために他の企業と協力関係を結ぶことである。基本的には互いの主従関係はないものであり、企業間の対等性が重視される。合弁は、2 つの企業がそれぞれ資本を出して新しい事業を設立することであり、2 つの親会社間には直接的な所有関係はないものとして考えられる。

¹³ 日本では、合併する 2 つの企業の間規模などに大きな差があっても、実際の法的手段は大きい企業が小さい企業を吸収買収する場合でも、理念としては 2 つの資源の合体、それも 2 つの人間集団の合体と M&A を捉えるのが常識的である。合体つまり合併である。その意味では、日本には合併はあっても買収は少ないといえる。日本では MERGER が多く、米国では ACQUISITION が多いと理解することができる。

①獲得資源による分類

M&Aは業界内で集中度を高める効果を持つため、業界にもたらす競争上の影響が審査される。結果的に独占に基づく利益を生み出す可能性がある場合はそのM&Aが認められないこととなる¹⁴。米国公正取引委員会(FTC)はこの規制活動の一助として、M&Aの分類を作成している。この分類におけるそれぞれのカテゴリーは、M&Aにおいて買収企業と被買収企業の関連しうるパターンを示している。

【FTCによるM&Aのカテゴリー分類】

- 1.垂直型合併…………… 供給者や顧客(販売先)を買収
- 2.水平型合併…………… 競合企業を買収(同業他社)
- 3.製品拡大型合併…………… M&Aによって既存製品を補完する製品ラインを獲得
- 4.市場拡大型合併…………… M&Aによって新たな市場を獲得
- 5.コングロマリット型合併…………… 買収企業と被買収企業の間に関連性なし

企業間には複数の異なる関連性が同時に存在する可能性があるため、ある特定のM&Aが同時に2つ以上のFTC分類に該当することも多い。今回、サンプルとしてあげた欧米の製薬企業のM&Aに関しても、②水平合併であることに加え、③製品拡張型合併、④市場拡張型合併など複数に属す場合が多い。また、戦略としての性質は異なるが、米国企業を中心にPBMsを買収する①垂直統合のケースもみられるが、これは米国市場の特殊性によるものであり、その点に関しては後に述べる。尚、製薬業界において⑤のコングロマリット型合併はほとんど見られない。

②価値源泉による分類

では、M&Aによって追求される株主価値の増大の源泉は何であろうか。獲得した資源はどのようにして株主価値の拡大に貢献するのであろうか。この問いに対し、Seth[1990]は市場支配力の向上、規模の経済、範囲の経済、リスク分散などの4つを主張している。

■市場支配力の向上 第1の市場支配力の向上は、製品の価格・量・品質をコントロールする市場に関連する能力であり、それは超過利益の源泉となるものである。市場支配力は、同業企業を買収する水平的買収によって、シェアが高くなることから発生する「収入効果」を通して当該買収企業に利益をもたらすものである。1つの産業内における価格は、支配的企業の影響を大きく受ける、つまり市場支配力の強い企業が、市場を動かすことができるということである。

製薬産業は様々な医療制度に基づく規制産業¹⁵である。相互扶助制度としての医療保険制度の存在、公的薬価制度¹⁶、医師という代理人の存在など、通常の産業とは大きく異なる特殊性が製薬産業には多く存在する。また、製薬産業においては最終的な支払いを行うのは保険者であることから、その機能の強弱によって製薬企業の事業構造は異なってくる。

¹⁴ 米国の The Federal Trade Commission(アメリカ公正取引委員会)。欧州には欧州委員会、日本には公正取引委員会など同様にこのような、独占に基づく利益を規制する規制機関がある。

¹⁵ 背景には、医療制度が追求しなければならない「平等」「経済性」「質の高さ」の3つの要素の均衡を追求するという課題がある。特に、医療サービスにおいては第1に質を高め、第2に患者に対して幅広く平等に提供するのが理想的とされている。しかし、この2つを同時に達成しようとする経済性という要素と矛盾する。

¹⁶ 米国にはない。自由価格制度であり、製品特性や競合他社の状況等に応じて、製薬企業が自由に価格設定を行うことができる。

欧州各国や日本は公的医療保険制度を基盤としており、医薬品の価格をいくらにするか、どの医薬品を保険償還対象とするか、患者自己負担率はいくらか、といった条件は国が決定し、国内で一律に定められている。よって、市場支配における価格・量において正当な競争がおきにくいと、シェアを高めることによって発生する「収入効果」は基本的に起こりえない。競争が制限されているのである。実際、一つの医療領域などで結果として寡占状態となっているケースはあるが、これは特許によって守られたものであり、排他性・独占性が強い¹⁷といえ、市場支配力の向上を目的としたシェアの拡大は起こりにくい。よって、この観点においてM&Aにインセンティブは働きにくいと考えられる。一方、米国の医療制度¹⁸は民間医療保険制度を基盤としており、状況はかなり異なる。米国では、価格は自由価格制度であり、製品特性や競合他社の状況等に応じて、製薬企業が自由に価格設定を行うことができるのである。また、審査・支払者は営利企業である民間保険会社であり、支出を最小限に抑えるために最大限の努力が払われる。これは、市場メカニズムに基づいた製薬企業・民間保険会社間の競争原理を通じて、社会的な最適化を達成しようとする合理的なシステムであり、どの医薬品を償還対象にするか、患者の自己負担率はどのようになるか、といった条件は保険会社が決定し、医師の処方に対しても保険会社が大きく関与する。そして、このような薬剤使用適正化スキームは、民間保険会社から委託を受けたPBM¹⁹という薬剤給付管理の専門業者が主に行っており、わが国の公的スキームに比べると、費用対効果に基づく使用薬剤の選別が極めて厳しいのも特徴である。このような状況では、通常の営業行為であるMRによる医師に対するマーケティングに加えて、このPBMに対する働きかけも重要となる。そして、このPBMによる薬剤費削減スキームには、大量購入による値引き、処方推奨リスト、ジェネリック薬への代替調剤、製薬企業からのリベートなどがあるため、米国市場においては、PBMとの交渉において市場メカニズムが働き、市場支配力を高めるインセンティブが存在すると考えられる²⁰。これは一国だけのスキームではあるが、世界の市場の半分を占め、かつ先進国の中で最も成長性が高い米国市場の話であるために無視することはできない。

その他、原薬サプライヤーなど供給者に対する市場支配力も考えられるが、そもそも原価率が非常に低い産業であるため効果は限定的と思われる。

■規模の経済 共通の原材料を使用する企業を含む買収の場合に購買・生産・在庫管理において発生する。また、製品に加えて、広告・流通・サービス・研究開発等の他の機能において

¹⁷ 他産業との比較において「強い」という表現を用いている。エレクトロニクスやIT関連産業においても特許は重要であるが、こうした産業の製品が一つまたはごく少数の特許によって保護されているケースは少なく、通常は多数の特許が重層的に関係しており、特許権者が多岐にわたることが多い。こうした場合、クロスライセンスの締結やパテント・プールの形成が積極的に行われ、実質的に特許の持つ排他性が重要でなくなることが多く、本質的に医薬品産業とは「特許」の持つ意味が変わってくる。

¹⁸ 米国の医薬品産業特性に関しては、みずほ産業調査[2005]参照。

¹⁹ Pharmaceutical Benefit Management の略称。日本では薬剤給付管理会社と表現されている。

²⁰ 1990年代の米国製薬メーカーは、マネージド・ケア組織及びPBMの進出、ジェネリック医薬品、一般用医薬品等の売上拡大など、業界構造の一連の変化を向かえ、厳しい経営状況にあり、1993年にメルク、1994年にスミスクライン・ビーチャムとイーライ・リリーがPBMを買収した。

も存在する。これらは、いわゆる販売シナジーと生産シナジーに該当し、M&Aによって重複した経営資源を削減することから発生するコスト削減効果によるものである。

製薬企業においては、薬剤の広告は、当局による厳格な規制対象²¹となっておりあまり積極的に展開できる環境には無い。よって、規制緩和などの状況変化が大きく起こらない限り、ここに規模の経済を発揮することは難しいといえる。また、製造シナジーはそもそも製造原価の低い産業であるため、その効果は限定的といえる。一方、販売シナジーや研究開発シナジーによるコスト削減メリットは大きいと考えられる。製薬企業は増加の一途をたどる研究開発費の捻出のために販売コスト、研究開発コスト、管理コストなどあらゆるところでコスト削減を図るためM&Aを行っている。

■範囲の経済 企業が複数の事業活動を行うことにより、それぞれの事業を独立して行う場合よりも、効率的な事業運営が可能になることから発生する利益である。例えば、複数事業間で販売チャンネル・技術・ブランド・生産設備などの経営資源を共有することから発生する。また、蓄積されたノウハウや他の見えざる資産の利用による効果もある。この効果は、関連型買収において見られる一方で、非関連型買収であるコングロマリットにおいても、意思決定の内部化によるモニタリング・人材配置・資源配分という管理的側面から利益を獲得することが考えられる。製薬企業のM&Aにおいては、範囲の経済は価値源泉として非常に重要と考えられる。研究開発の多角化つまり多領域での展開や、顧客基盤の拡大・販売エリアの拡大など、主にこの2点でシナジー効果が問われることとなる。管理的側面に加え多くの機能でメリットがあると考えられ、M&Aで獲得する資源・機能の重要な部分となっている。

■リスク分散 新規市場へ進出するコングロマリット型M&Aにおいて見られるものである。自社とは異なる事業サイクルを持つ企業を買収する場合には、環境の変動によって本業が不振になっても、他の事業で業績をカバーすることによって企業全体へのダメージを軽減することが可能になる。その結果、多くの非関連事業を持つことが事業リスクを分散させる事につながるのである。100年を越える長期間にわたり米国のトップ企業に君臨している唯一の企業であるGEが最もふさわしい例であろう。

医薬品産業においては、事業リスクの問題は、当面大きなものではないと考えられている。「医薬品」の代替品が現在のところ考えられないという前提の下で、製薬企業及び化学企業の一部は医薬事業への選択と集中を進めてきた。ゆえに、事業リスクというよりは製品リスクのほうが大きな問題といえる。一旦、新薬上市までこぎつければ、需要のある全ての消費者によって製品の購入が行われ、更なるその支払い能力については懸念が無い。新薬が開発された時点で一定水準以上売上高を見込むことができるのである。しかし、そこにリスクが無いわけではない。最も高いリスクは副作用問題であろう。たとえば、近年の例でいえば、圧倒的な競争力を誇っていたメルク

²¹その理由としては、専門知識の無い一般消費者に対して、個別の医薬品に関する情報提供や広告宣伝活動を直接的に行うことは、誤ったイメージを植え付け、患者をミスリードする危険性も高いことからとされている。
(次頁へ続く)

は副作用問題から大きく企業価値を落とした²²。そもそもこの副作用問題は、医薬品使用による医療行為とのトレードオフの関係にあり、現代科学の下では完全に回避することは不可能と考えられる。ということは、このリスクをいかにヘッジするかということは企業経営において非常に重要となる。この避けられないリスクに対しては非関連事業の取り扱いなどの事業ポートフォリオで管理することも一つの手段であるが、事業の選別が進み医薬品事業への集中が顕著な医薬品事業においては、医療用医薬品事業内での多角化つまり、あらゆる領域を取り扱い、製品レベルでのポートフォリオ拡充でリスク分散を図るということになる。

(4): 経営戦略としてのM&A、提携との戦略的相違点

Dyer and Kale [2005]は20年にわたる買収と研究の結果から、「M&Aと提携という2つの戦略を比較することなく、安易に選択している企業が大半を占めている」と指摘している。また、それぞれの戦略的な相違点を「買収は株価に基づいた競争的な取引であり、それゆえリスクが高い。一方、提携は協調的な交渉事ゆえ、従ってリスクが低い。また概して、規模の拡大やコスト削減の手段として用いられるのは買収であり、提携は新たな市場や顧客層、地域に参入する上で利用される」とまとめている。

シナジーの種類による分類

いずれにせよM&Aと提携の2つの戦略はシナジーを追求するという点で共通している。Dyer and Kale [2005]は、この企業と企業が結びついて生み出されるシナジーを、経営資源の集約とカスタマイズの仕方によって3つの種類に分けている。経営資源を集約する、相互依存させるには、企業間の調整が欠かせないが、そのレベルの違いによって、選択すべき合従連衡の種類を決定するというアプローチである。

シナジーのタイプの第1は「モジュール・シナジー」で、経営資源についてそれぞれの企業が独立して管理し、個々に成果だけを持ち寄り、利益の増大を図るものとしている²³。第2のタイプは、まず一方の企業が業務を完了し、次にパートナーがその結果を受け取り、これを自社業務に生かすことで生み出される「シーケンシャル・シナジー」である。この場合、経営資源を円滑に受け渡すためには、ある程度のカスタマイズが必要となる。そのためには、細部にわたる相互監視規定を含む厳密な契約、より効果的な方法としては資本提携を交わすこととしている。製薬業界では新薬開発に特化するベンチャー企業とFDAに精通の医薬品認可手続きに精通する大手製薬会社との提携において両社の間で生じるのはシーケンシャル・シナジーといえる。第3のタイプは、知識の共有化を繰り返しながら、企業同士が緊密に連携して業務を遂行するもので、この場合

自由度の高い米国においても厳しい規制がある。

²² 痛み止めとして広く使用されている抗炎症剤「バイオックス」(年商25.5億ドル)に不作用問題が発生。2004年9月末に自主回収を発表すると350億ドルもの時価総額が吹き飛んだ(日本経済新聞2004/12/14)。また、この問題は副作用隠蔽問題にも発展し、企業のリスクに対する姿勢自体問題視された。

²³ 例として航空会社とホテルチェーンが提携し、宿泊客にマイル・サービスのポイントを与える場合を挙げている。異なる産業の価値を結びつけることで双方に新たな価値を創出するという種類のものである。

「レシプロカル・シナジー」が創出される。このような相互依存関係を築くには、両社の経営資源を集約するだけでなく、それらを大幅にカスタマイズする必要がある。この種のシナジーを求める企業には、提携よりも買収が適している。この場合は、たとえばバリューチェーンのほとんど全ての活動において効率化しなければ競争力を維持できないような場合の選択肢として適切と思われる。

Dyer and Kale [2005]は、下の表の通り、レシプロカル・シナジーにおいてカスタマイズ・コストや新たに創出されるシナジーの大きさから買収(M&A)が適していると主張している。製薬企業においては販売提携や研究・開発など、幅広いバリューチェーンで提携を行うことがある。同一企業への集中度が高い場合にはM&Aが有効と考えられる。

■表-1 M&Aと提携の戦略的相違

	要因	製薬企業での事例	戦略
1 シナジーのタイプ	Type of Synergies	モジュラー・シナジー	—
	シーケンシャル・シナジー	ベンチャーとのアライアンスなど	出資を伴わない提携 資本提携
	レシプロカル・シナジー	研究開発、販売、管理あらゆる部門でシナジーまたは効率化が求められる場合。	M&A
2 経営資源の性質： ハード資源に対する ソフト資源の相対的価値	Nature of Resources	低い(集約すべき資源がハード主体)	不確実性の低い製品や工場など設備
	低い/中程度		出資を伴わない提携 M&A
	高い(集約すべき資源がソフト主体)	人的資源を集約してシナジーを創出する場合。	資本提携
3 Resources 余剰資源	Extent of Redundant Resources	低い	機能・資源の補完型
	中程度		出資を伴わない提携 資本提携
	高い	機能・資源の重複型	M&A
4 Uncertainty 不確実性	Degree of Market	低い	上市している製品など。販売提携。
	低い/中程度		資本提携から、不確実性が低下していくに応じて検討すべき。
	高い		パイプライン、上市前の製品。
5 競争の程度： 経営資源をめぐる 競争の激しさ	Level of Competition	低い	出資を伴わない提携 資本提携
	中程度		資本提携
	高い		M&A

(出所) Harvard Business Review(2003) に筆者加筆。

経営資源の特性からのアプローチ

前項では、獲得する資源の自社との取引上の関連性という観点から分類を行ったが、ここでは、求めるシナジーを生み出すために集約すべき資源は、工場のようなハードなものなのか、人材のようなソフトなものなのかという観点で分類している(「経営資源の性質」)。シナジーを生み出す資源が前者であれば、買収の方が適している。その理由としては、「ハード資源は評価が容易で、しかも比較的早期にシナジーを引き出すことができるから」としている。後者である場合は、被買収企業の社員のモチベーションが下がり生産性が低下する²⁴という理由から買収は避けたほうがよいとしている。また、相対的にソフト資源に恵まれている企業を買収した企業は、ハード資源が主たる企業を買収した企業に比べて、買収後3年間でみて、逸失価値が大きかった、との研究もある²⁵。このように、人材が絡んだ場合、買収よりも提携の方が成功確率は高い。その理由は、提携相手の行動を統制し、業績をよりの確に把握し、両社の利害を近づけるためには、まず出資でとどめておけば買収につきものである社員の不満や大量退職を避けることができるということである。

²⁴ 買収した企業の利益のために働くのを嫌がり、しかも自由を失ったと感じるためであり、事実、買収後に退職する社員は多い、と指摘している。

次に、「余剰資源」であるが、他企業と一緒になった場合に発生する余剰資源を活用すれば規模の経済を実現できるばかりか、この余剰資源を圧縮できればコストを削減できる。余剰資源が大規模であるならば余剰資源に対する経営権を取得しその扱いを容易にするため買収または合併を選択すべきである。また、レシプロカル・シナジーを期待する場合、あるいはハード、ソフトを問わず、大量の余剰資源が発生する場合には買収の方向で検討されるべきである。対照的に、シーケンシャル・シナジーを求める場合、また、主にソフト資源を集約する場合には資本提携が最良の策と考えられる。

製薬会社の水平合併においても、事務・調達・製造、そして研究開発における得に基礎研究部分など、バリューチェーン全体にわたり合理化の余地が考えられる。そこに、余剰資源が十分に確認されれば、価値を生み出す機会があると思われ買収または合併を戦略的に行うことになる。また、同国内の企業同士であればなおさら余剰資源は発生しやすいと思われる。

次に不確実性(表の 4)についてであるが、そもそも M&A は投資行為であり本質的にリスクを伴うものである。その上で M&A の成果に関する不確実性が高いあるいは低い場合、買収は避けて出資の有無を問わず、対象企業との提携を進めるべきであると指摘している。確かに提携であれば、買収に比べて資金も時間も少なくすむため、いざという時の損失を抑えることができるであろう。そして、成果が上がり始めたら提携関係を強化し、更に必要とあれば最終的には提携先を買収すればよいとも考えられる。逆に、何の成果も得られなければ、提携を解消することもできる。多少なりとも経済的損失を被るかもしれないが、買収して失敗した場合のコストに比べればダメージが少ないことは言うまでも無い。

製薬企業の投資戦略で考えると、新薬を目的とした買収において、技術面の不確実性が高い段階での買収は、そのリスクの高さから相対的に価格は安いと考えられるが、当初の思惑通りにいかずキャッシュ回収が果たされないことも考えられる²⁶。

合従連衡の成果に関する不確実性が高い、あるいは中程度と見込まれる場合、買収は避けて出資の有無を問わず、対象企業との提携を進めるべきであるとしている。提携であれば、買収に比べて資金も時間も少なくすむため、いざというときの損失を抑えることができる。その上で、せいかがり始めたら提携関係を強化し、更に必要とあらば、最終的には提携先を買収すればよい。何の成果も得られなければ、提携内容を変更したり、その契約自体を解消することもできる²⁷。

²⁵ Dyer and Kale [2005]の中で紹介されていた論文であるが、原著確認できず。

²⁶ ロシユが血栓溶解剤TAPを開発したジェネンティックを 89 年 6 月に 21 億ドルで買収した。ロシユはTAPの価格を服用 1 回当たり 2200ドルと設定したが、6ヵ月後TAPの血栓溶解効果は価格 200ドルであるヘキストのストレプトキナーゼと大差ないことが調査によって判明した。これによりロシユは買収価格に見合うキャッシュをTAPから得ることは困難になったのである。新薬の場合、技術面の不確実性が高いことを考えれば、買収という手段は不適切であったといえる(Dyer and Kale [2005])。

²⁷ 2001 年 9 月にブリストルマイヤーズ・スクイブはイムクロンを買収する代わりに、その株式の 20%を 10 億ドルで取得した。これによって、抗がん剤エルビタックスの販売権と年間利益の 40%を手に入れた。契約では、イムクロンが新薬許可の重要な段階を通過した段階で追加投資をすることになっていた。しかし、2001 年 12 月、(次頁へ続く)

最後に「競争の程度」であるが、M&A市場はグローバルに進展しているため、買収や提携を進める前に、候補企業を狙う競争相手の有無を確認しておくのが賢明である。他社も狙っている場合、先手を打って買収する以外には手は無いかもしれない。とはいえ、不確実性が高い場合には、やはり買収は避けるべきであろう。その代わり不確実性が多少なりとも減ったところで、株式の過半数を取得できるような提携を目指して交渉するのが賢明である²⁸。

このように製薬企業においては製品やパイプラインを目的としたM&Aは多く見られる。特に上市前のパイプラインにおいては、製品化に近づくステップをクリアするごとに不確実性は大きく下がる。一方でそのパイプライン自体の価値が上昇するため、投資のタイミング、手法の検討は非常に困難であると思われるが、リスクを抑え提携に偏ると機会ロスにつながり、機会獲得を重視し買収に偏ると失敗したときのダメージは大きくなると考えられる。

(5): 価値創造につながらないM&A

以上で述べてきたように、M&Aを行うことで会社支配権が移転され、それにより資源の集合体をコントロールし、市場支配力の強化、規模・範囲の経済、リスク分散などに企業価値向上が実現される。しかしながら、資源の獲得が必ずしも価値創出につながらないという研究もある。価値創出につながらない要因として、「経営者の傲慢 (management hubris)²⁹」などが指摘されている。これは、買収企業の経営者が抱く非現実的な信念であり、自身の有能さが対象企業に加われば、必ずパフォーマンスは改善するという強い思い込みにより、実際にはプラスの経済的価値をもたらさない買収案件であってもそこに資金が投じられる可能性があるというものである³⁰。

その他、企業がM&Aを実行する動機としては、平均的に見れば、M&Aは買い手企業にとって標準的な利益しかもたらさないが、買い手企業が自社の存続を確実なものにするために、M&Aを行う必要に迫られる場合がある³¹という指摘もある。特に、競合する他の買い手企業すべてが特定タイプの買収によって効率性や効果を向上させることができている場合、そうした買収行動に乗り遅れることは、自社を競争上の劣位に陥れることになりかねない。ここにおいて、M&Aの目的は競争優位の確立を通じて標準を上回る利益を獲得することではなく、競争均衡の確保を通じて標準レベルの利益を確実に獲得することになる。ファイザーが、すでにアメリカン・ホ

データが「きわめて不完全」であることを理由にFDAがエルピタックスの審査を拒否すると、60ドルを超えていたイムクロンの株価は、2週間後には25ドルに急落したのである。両社は、すぐさま再交渉を始め、提携内容を変更し、ブリストルマイヤーズ・スクイブが将来イムクロンに投資する金額を引き下げた。もし提携ではなく、言い値の50億ドルで買収していたならば、35億ドルの損失に広がったと推定されている。

²⁸ ファイザーがワーナー・ランバートを買収した際、その第一歩として提携を利用し、最終的にAHPとの買収合戦を制し買収を果たした。付録4の案件5参照。

²⁹ Roll [1986]

³⁰ Barney [2002]

³¹ 同様に、清水 [2001] では実際の合併の大部分は期待した価値を創造していないという先行研究の調査結果が多いにもかかわらず、なぜ合併が実行されるのかということ「将来における市場での地位の確保」という側面に注目している。また、中村 [2003] においても、「M&Aは企業が成長するための手段の一つであり、その他企業に対する競争優位性を獲得するためにも重要な位置づけにある戦略」と指摘している。

ーム・プロダクツが買収しようとしていたワーナー・ランバートを高いプレミアム及び賠償金を支払ってまでも奪い取ったM&A取引は、大型製品リピートの獲得という目的もあったと思われるが、競争劣位を避けたことも事実であろう。また、企業内に蓄積されているフリーキャッシュフローを巡ってM&Aが実行されるとする議論もある³²。さらに、企業の所有者である株主と経営上の意思決定者である経営者の間に存在する情報の非対称性によって発生するエージェントコストを低減させるためにM&Aが実行されるとするエージェンシー理論も考えられる。

第2節：M & A の行われる背景と戦略的位置づけ

(1)：M&Aが行われる背景

現在の日本においては、バブル崩壊後の景気停滞が長引くにつれ、企業はそれまでの右肩上がりの成長シナリオでは対応できず、売上が伸びない状況下で利益を生み出していく方策を考える必要があった³³。そこで、競争力の強化やコストの削減を実現する方法の一つとして、提携や統合による企業規模の拡大が実施されるようになったのである。その一方で、不採算事業や非コア事業をグループから切り離し売却することにより、競争力のある本業への経営資源の集中が図られるようになった。また、グローバル化の進展は、規制の壁を取り払い、自由競争を促す圧力となる。規制緩和は、異なる業種からの新規参入や他国企業の国内市場への新規参入に対する垣根を低くするため、産業内の競合企業が増加し競争が激化する。その際、新規参入企業は事業開始までの時間を短縮するために、既存事業を買収または提携し、一方で既存企業は経営の効率化や競合他社とのM&Aが経営戦略の主要手段になっていった。更に、日本国内における経営環境の変化も大きな要因として考えられる。メインバンク制度を中心とした日本の金融制度が崩壊し、それに伴い株式の持ち合いの解消が進む一方で、資本市場では投資選別が加速している。こうした中で日本企業は株主を重視した経営を実践しなければ生き残れない。株主重視経営では日本企業の経営者はコーポレートガバナンス、アカウンタビリティを意識すると同時に、従来のような経営の安定や企業の存続、長期的安定配当といった企業目標から株主への還元、投資効率の重視という目標へ大きくシフトすることが求められているのである。そして近年の経営環境においてはスピードも要求される。以上のような要因が重なり合い、日本でもM&Aが経営戦略の主要な手段となってきたと考えられる。

では、M&Aが最も先行していると言われる米国ではどのようにM&Aが行われ、そして市場が形成されてきたのであろうか、そして現在ではどのような市場構造となっているのであろうか。伊丹・加護野 [2003]によると、「約100年前に、鉄道網の発展と技術革新によってローカル市場から全国市場へと拡大したことに伴い、企業間の競争が激化した。そのような中で高い生産効率と、競

³² Jensen [1988] [1999]

³³ 経済産業省

争回避を目指して次々と水平統合が行われ巨大独占企業が誕生した。これが米国M&Aにおける第1の波と言われている。第2の波は1920年代である。第1の波の後、独占に対する法律の規制が強まってきた。そのため企業は水平統合を制限されることとなり、結果的に垂直統合によるM&Aが盛んに行われるようになったのである³⁴。次に、1950年ごろに始まり、1960年代をピークとして1970年代まで続く第3の波の特徴は、コングロマリットの登場である。第1,2の波を受けて、反トラスト法が強化されたのを受けて、企業は異業種間の買収・合併による成長を志向した。以上3つのM&Aには、経済の繁栄期に起こっているという共通点があった。経済の繁栄期には、より高い利益を目標としてM&Aが起こる。その結果として株価が上がる。そしてその後株価が下がることによって、このM&Aが衰えていくというパターンである。それに対して、1975年以降の第4の波は、不景気で株式市場の沈滞期に起こっている。この時期はメガマージャーの時代といわれるように、巨大企業同士であることが大きな特徴である。巨大企業の買収・合併は、当然、取引金額も大きくなるので、社会、経済に与える影響は非常に大きいといえる」

次に近年の動向をみる³⁵。1980年代後半に0.5兆ドルの規模でいったんピークを迎えた世界のM&A市場は、その後1999年末に大きく拡大し、2000年には3.5兆ドルというバブル状態にまで拡大した。この背景には2つの要因が指摘されている。1つはインターネットバブルであり、ネットバブルの株高を背景に、通信キャリア、通信機器、ファイバーシステムといった業界を中心に、評価の高い自社株を用いた株式交換で大型のM&Aが繰り返されたことによる。そしてもう1つがユーロブームである。1990年代末に通貨統合を控えた欧州諸国では、「各国で1番であるだけでは生きていけない」との市場からのプレッシャーが多くの欧州経営者をM&Aに走らせたといわれている³⁶。

以上、過去から現在における米国及ぶ欧州のM&Aを振り返ってみたが、ここから言えることは、M&Aは環境によって目的や内容が大きく異なるということである。そしてその環境は経済の発展状況や産業の成熟度・競争状況、そして関連する規制などによって形作られている。よって個別のM&A事例を時代を超えて同列に比較することは、パフォーマンスを比較するという点では適切ではないということがわかる。

(2): 世界企業における株主価値とM&A

かつて資産バブル経済が真っ盛りであった1989年末、日本企業は世界の時価総額ランキン

34 第1の波が独占的な巨大企業を生み出したのに対して、第2の波は多くの第2位企業を生み出した。第1の波が「独占へのM&A」ならば第2の波は「寡占へのM&A」とも表現している。

35 Thomson financial

36 この動きは97年にドイツで初めて大型敵対的買収として始まったドイツ鉄鋼2位のクルップによる1位のティッセンに対する敵対的な買収提案に端を発し、その後99年には世界全体のM&A3.4兆ドルの20%が敵対的買収という異常な敵対的買収ブームの中で、欧州の敵対的買収が世界全体の6割以上を占めるという事態に発展した。

グを席卷していた。1~5位まで全てを邦銀³⁷が占め、8位に東京電力、9位に再び邦銀の三和銀行がつけていた。しかし現在では、日本企業の中で圧倒的な競争力を誇るトヨタ自動車ですらベスト10には入っていない。このような日本企業の衰退は資産バブルの崩壊など日本企業の「つまずき」によるものではない。現在トップであるエクソンモービルは、1999年のエクソンとモービルの合併によって現在の地位を築いた。GEも81年に経営トップに就任したジャック・ウェルチが戦略的な企業買収と事業売却による事業再構築を繰り返すことで、持続的な利益成長を達成している。マイクロソフトも他社への投資、買収を頻繁に繰り返している³⁸。すなわち、時価総額の世界上位企業はM&Aを成長戦略の一環として積極活用することで、現在の地位を築いてきたといえる。

■表-2 世界主要企業の株主価値

(2005年8月8日現在)

	Market Cap(\$B)	PER	EPS
Exxon Mobil	374.1	13.7	4.28
GE	358.8	19.6	1.73
Microsoft	293.1	24.1	1.12
BP	248.1	12.6	5.48
Citigroup	225.4	10.7	4.04
Wal-Mart	205.5	19.8	2.49
Pfizer	195.0	19.8	1.32
Bank of America	172.8	10.6	4.05
Intel	164.9	20.5	1.30
AIG	158.3	14.8	4.13
GlaxoSmithKline	136.5	26.1	1.84
IBM	133.0	16.3	5.12
Toyota	122.4	11.8	6.34

Yahoo!Finance(米国)より筆者作成

(3): 製薬企業の環境とM&A

製薬業界を取り巻く経営環境は厳しさを増している。少子高齢化、経済成長の鈍化、医療費の増大などは先進国が抱える共通の課題である。各国政府は医療費・薬剤費抑制策を強化しており、それぞれの医薬品市場の成長や構造に大きな影響を与えている。同時に、医薬品市場のボーダレス化は加速し、製薬企業間のグローバルな規模での競争は激化している。更に創薬技術への投資³⁹や治験コストの上昇などにより、医薬品の研究開発は巨額化⁴⁰しており、製薬企業の収益を圧迫する要因ともなっている。この様な中、多くの欧米企業はM&Aを繰り返し、規模の経済を図ることにより、経営基盤の強化を目指してきた。一方、日本の製薬企業においては大型化する欧米企業との規模格差の拡大の中で競争に打ち勝つために、高騰する研究開発費の確保とその費用を捻出するのに十分な収益構造を確立する必要性が増してきている。そのために、レシプロカル・シナジーを追求するM&Aが経営戦略上、重要な選択肢となってきている。

第3節：M&Aのパフォーマンスに関する先行研究

³⁷ 1位日本興業銀行:114,578億円,2位住友銀行:80,578億円,3位富士銀行:76,310億円,4位第一勧業銀行:70,389億円,5位三菱銀行:70,015億円,6位エクソン75.7\$B,7位GE:70.4\$B,10位IBM:65.9\$B。(『週間東洋経済』、2004年7月24日号)

³⁸ その他、ファイザーはワーナー・ランバート、ファルマシアと合併、シティーはサンフォードワイル氏が次々と買収を繰り返し、ついにはシティーバンクと合併して生まれた世界最大の金融グループである。

³⁹ 世界の医薬業界は、ゲノム(全遺伝子情報)を利用した新薬開発競争が本格化する技術革新期を迎えているといわれている。

⁴⁰ 大型新薬1品目の開発コストは500億~800億円と高騰し、開発期間も10~12年と長期化する傾向にある(『週間東洋経済』、2004年7月24日号)

(1): 実証研究レビュー

M&A に関して、米国を中心に多くなされている研究は M&A が企業パフォーマンスにどのような影響を与えるか、または「M&A の目的」や「手段・方法」がいかにパフォーマンスに影響を与えるかという観点で議論されている。また、これら M&A とパフォーマンスに関する実証研究は、イベント・スタディーと財務パフォーマンスの手法を用いて行われることが多い。イベント・スタディーとは M&A 発表時、およびその前後における株価のパフォーマンスについて研究したものであり、財務パフォーマンスは合併前後の企業の財務諸表を使って企業業績の変化を研究したものである。その他、インタビューやケーススタディーといった方法がとられている。

イベント・スタディーのグループに属する実証研究は、更に被買収企業の株価反応に関するものと、買収企業の株価反応に関するものの二つに分けられる。非常に多くの研究がある中、被買収企業に関する研究においては、合併発表時に超過収益が得られることで一貫した結論が得られている。

例えば、Jensen and Ruback [1983]では、テnder オファー(公開買い付け)において 30%、合併においては 20%の超過収益が記録される、とまとめてある。この数字は、より最近のデータを使った Mulherin and Boone [2000]においてもほとんど変わっていない。

一方、買収を行った側の企業に関してのイベント・スタディーの結果は必ずしも一貫した方向性を示しているわけではない。実証研究は、正の超過収益を報告するものの数と、負の超過収益を報告するものの数が、ほぼ拮抗している。負の超過収益を示すものとしては、例えば Kaplan and Weisbach [1992]が統計的に有意な-1.49%の超過収益を報告しているほか、おおむね-0%台から-2%程度の合併発表時の超過収益が報告されている。ただし、中には統計的に有意ではない結果も少なくない。

また、井上・加藤 [2004]はわが国における企業買収についての株式市場の評価を短期ならびに長期の視点で立証し、米国の実証研究と比較している。米国の 1970 年代から 90 年代の企業買収では、発表後 3 日間で、買収企業は統計上有意ではないがマイナスの超過リターンとなった一方、被買収企業は 16%のプラスの超過リターンとなっており、両者を加重平均した全体としての効果はプラスであった。また、買収企業も超過リターンは取引発表後 3~5 年の長期でもマイナスになっていた。これらは、企業買収が全体としては価値を生まなかったわけではないが、買収プレミアムが高すぎたことを示唆している。

このように、被買収企業の株価効果の方が、買収企業の株価効果より大きい背景には、買収プレミアムの存在が大きく関係している。買収プレミアムは、被買収企業の取引発表前の市場株価と買収価格の差を指し、前述の通り、買収実現・経営支配権移転のために買収企業が支払う市場価格への上乗せコストと位置づけられる。

M&A を行う買収側企業のパフォーマンスについては、M&A が多角化を目的に行われたのか、それとも本業の強化のために行われたのか、という点からパフォーマンスの良否を判断しようという考え方である。例えば、Mork, Shleifer and Vishny [1990]では、特に 1980 年代において企業が

多角化のために買収を行うと発表すると、株価がネガティブに反応することを指摘した。一方で、Schipper and Thompson [1983]は、米国企業が多角化のために積極的に M&A を行った 1960 年代においては、株式市場が多角化に対しポジティブに反応していたことを報告している。

1980 年代に見られる多角化型 M&A への株価のネガティブな反応については、Chevalier [2000]が必ずしも統計的に有意ではないという結果を報告しており、多角化のための M&A が常に株価にとってネガティブなニュースなのか、という論争は現在も続いているようである。

次に、財務諸表のデータに基づく研究は、財務諸表のデータから得られる企業のパフォーマンスに関する指標を M&A の前後で比較することで、企業のパフォーマンスを検証しようというものである。イベント・スタディーが M&A 取引発表後に、当該取引が企業のキャッシュフローに将来どのような影響を与えると評価したか、を実証分析する研究であるのに対して、財務諸表の分析は、その株式市場の評価が、現在の企業業績と一致するか否かを実証分析する研究である。本研究はこのアプローチを軸としている。

この分野の研究では、まず Mueller [1980]が M&A 案件を調査し、買収企業の ROA や ROE は、買収後に同業他社のそれぞれに比べて統計的に有意でないにせよ僅かながら悪化すると指摘。また、Parrino and Harris [1999]においては、買収企業と被買収企業が共通の業種を営んでいるほうが買収後にキャッシュフローベースのパフォーマンス指標の改善度が大きい事を指摘している。

日本の研究では、星野 [1990a]は、1967 年から 1979 年までに合併を経験した 90 社に対し、自己資本比率、流動比率など 5 指標を判別分析等により合併前後 5 年について比較し、合併企業と非合併企業の判別は可能であり、自己資本比率、負債比率、総資本純利益率は合併企業の方が劣っており合併効果は負であるとしている。星野 [1990b]は 1975 年に合併した 15 社に対しても同様の分析を行い、合併他社の影響を除外していない合併企業の財務比率は合併前後で有意な差が見られるとしている。また、林 [1993]は業種を絞り、1965 年から 1980 年までに合併した製造業 60 ケースで総資本営業利益率と売上高変化率を合併前 5 年から合併前 9 年目まで比較し、売上高変化率が合併後 3 年間増加を示すが、それ以降は増加率が鈍化すると指摘している。総資本営業利益率は合併後 1 年から 6 年目までが若干高いとしている。

一方で、松岡 [1997]は 1977 年から 1995 年までに合併を行った 15 社を分析し、利益率と成長性について合併前後の 5 年間を比較している。結果としては、利益率および成長性に改善は見られなかったと報告している。

このような研究においては、合併によって業績が改善したと結論付ける研究はほとんど無い。多くの研究は明確な改善や悪化は見られないと報告している。つまり、合併は企業業績に目立った変化を与えていないというのがこれまでの研究のほぼ一致した結論となっている。この結論は我が国の合併に限られたものではなく、欧米でも同様の傾向が見られるようである。

(2):本研究の位置づけ

M&A先進国とも言うべき状況にある米国では、企業買収が株価をはじめとする財務指標に与える影響が重要な研究テーマになっている。これら実証研究では以上の通りM&Aに対し否定的な結論が多い。その多くの研究は幅広いサンプルを取り扱ったものが多い。幅広いサンプルを扱った研究においては時代のトレンドをつかむことはできても、一企業におけるM&Aの成功ファクターまで掘り下げることは難しい。企業のM&Aに対する目標や産業の環境なども異なっており、それらのある属性でスクリーニングしたうえでサンプルを絞り込んだ研究のほうが有意な結論を得られやすいのではないと思われる。これに対して、本研究は、M&Aのパフォーマンスを左右する要因を検証することが目的の一つとし、サンプルとして欧米の製薬企業のM&A、同業他社の水平的統合と取り扱うこととする。またサンプルの対象期間も再編が始まった1980年代後半から2004年としている⁴¹。

第3章：リサーチデザイン

第1節：サンプルの特徴

(1):サンプル一覧

M&Aは企業の行う経営戦略の中で最も重要な意思決定の一つであるが、その意思決定は社内の問題だけを考慮していればよいというものではない。そのパフォーマンスは規制緩和や、競争構造の変化、市場の不確実性など外部環境に大きな影響を受ける。これらを意思決定時に十分に考慮し適切な対応を図ることは無論重要であるが、外部環境を完全にコントロールすることは不可能であろう。その意味からも産業や合併形態を絞り込み、極力外部環境要因を排除することは意味があると考えられる。

本研究のサンプルは、欧米大手製薬企業の水平合併とする。よって、ベンチャー企業の買収や、アグリビジネスなどの異業種との合併やPBMなどの垂直統合はサンプル対象に含まない。また、本研究は基本的に財務的観点からのアプローチとなるため、財務データが取れることが必要条件となる。サンプルとする水平合併の対象期間は、1989年から2004年までとするが、直近

41 この時期の欧米製薬業界はドラスティックに業界再編が行われた。簡単にレビューすると、80年代後半からスミスクラインとビーチャム、ブリストルマイヤーズとスクイブにはじまり、1999年、2000年の時期では、ファイザーによるワーナー・ランバートの敵対的買収に加え、サノフィとサンテラゴ、ファルマシア・アンド・アップジョンとモンサント、グラクソ・ウェルカムとスミスクライン・ビーチャム等大規模な合併が相次いだ。この間、一貫してスケールメリットが追及されている。また、現在の1位ファイザー、2位グラクソ・スミスクライン、3位サノフィ・アベンティス、2004年末現在における世界上位3位までの企業は、1989時点における大手製薬会社15社が再編を繰り返してできたものである。

の 2004 年に行われたサノフィ・アベンティスのケースは参考として取り扱うものとする。

以下はサンプルの一覧である。尚、いずれの企業もニューヨーク証券取引所における「Drug Manufacturers – Major」である。一方、ベンチマークとして水平合併を行っていない企業であるメルク、イーライ・リリー、ワイス、アボット・ラボラトリーズなどを設定する。

■表-3 サンプルとするM&A取引一覧

合併発表日	合併成立日	買収企業	被買収企業	新会社	cross border	敵対的買収	対等合併	Deal Value US\$ mil
1 2004年1月	2004年8月	サノフィ・サンテラボ	アベンティス	サノフィ・アベンティス		●		602億ドル
2 2002年7月	2003年4月	ファイザー	ファルマシア	ファイザー				595億ドル
3 2000年1月	2000年12月	スミスクライン・ビーチャム	グラクソ・ウェルカム	グラクソ・スミスクライン			●	760億ドル
4 1999年12月	2000年4月	ファルマシア	モンサント	ファルマシア				N/A
5 1999年11月	2000年6月	ファイザー	ワーナー・ランバート	ファイザー		●		892億ドル
6 1998年5月	1999年12月	ローヌ・ブーラン	ヘキスト	アベンティス	●		●	219億ドル
7 1998年12月	1999年5月	サノフィ	サンテラボ	サノフィ・サンテラボ				111億ドル
8 1998年12月	1999年4月	ゼネカ	アストラ	アストラゼネカ	●		●	346億ドル
9 1996年3月	1996年12月	サンド	チバガイギー	ノバルティス			●	360億ドル
10 1995年8月	1995年11月	アップジョン	ファルマシア	ファルマシア&アップジョン	●		●	70億ドル
11 1995年3月	1995年12月	グラクソ	ウェルカム	グラクソ・ウェルカム		●		140億ドル
12 1989年4月	1989年7月	ビーチャム	スミスクライン・ベックマン	スミスクライン・ビーチャム	●		●	83億ドル
13 1989年7月	1989年10月	プリストル・マイヤーズ	スクイブ	プリストルマイヤーズ・スクイブ				125億ドル

(データ出所)

- ・Thomson One Banker, Mergers and Acquisitions (各号)、PR Newswire、NewYorkTimes、Financial Times
- ・The Washington Post
- ・日本経済新聞、日経産業新聞

(2) : サンプルレビュー

上の表によると、案件が最近のものになるにつれ deal value が巨額化している。また同じ企業が何度も繰り返し M&A を行うケースも散見される。一般的に欧米の M&A においては対等合併 (merger of equals) は少ないといわれるが、表の通り、13 件中 6 件が対等合併である。その対等合併の大半がクロスボーダー案件であることを考えれば、製薬企業は近年のグローバル化の進展に伴い、クロスボーダー M&A へのニーズが高まったが、クロスボーダーの M&A における懸念材料である組織統合の困難性への対策として対等合併を行っていると思われる。

第2節 : M&A のパフォーマンスを測る指標と検証方法

(1) : 指標と検証方法

① 株式時価総額(株主価値)

いずれの経営戦略にせよ企業の価値を拡大することが重要である。M&Aの成功も企業価値

拡大が果たされたかどうかで議論されるべきである。企業価値の評価を考える上で区別しなければならぬ重要なコンセプトは、会社総価値と株主価値の違いである⁴²。本研究においては、前述の通り、株主価値の変化をもってパフォーマンスを測る。田村 [2004]は、価値創造的なM&Aとは、「M&A後の両当事者の株主価値合計が、M&A前後の両社株主価値合計を上回る」ことと定義している。本研究においても、買収会社と被買収会社のM&A前における株主価値合算と新会社となってからの株主価値を比較することでパフォーマンスの良否を図ることとする。

株主価値の算出方法に関しては、期末時点におけるoutstanding shareに同じく期末時点における株価をかけ合わせたものとする。outstanding shareは発行済み株式数(issued share)から金庫株(treasury share)を引いたものであり、投資家によって実際保有されている株式、実際の買収の際対象となる株式の価値総数とする。また、制限株式(restricted shares)もこれに含む。この指数は時価総額やEPS算出の際に使用される数値である⁴³。

② ROA、ROS

この指標は、資産効率の改善を測るオーソドックスな指標。ROAはM&Aによる重複機能・資産の圧縮で分母が圧縮され、更に収益性の改善で分子が拡大するという、分母・分子の双方にM&Aの効果が表れやすい指標といえる。合併前の総資産及び収益指標に関しては、両社において取引はないものとして単純合算している。一方、ROSは売上高に対する収益を測る指標。収益性の改善はM&Aの目的として重要である。ROA同様、合併前後での比較で検証する。

③ 営業キャッシュフロー、売上高

Palepu and Ruback [1992]はROAやROEといった指標が企業の会計方針の影響を受けやすいことを指摘し、時系列で収益性を比較検証する場合は営業キャッシュフローを用いることが適切であると主張している。また、その場合は買収企業と被買収企業の合併前の決算データを合算して得られるキャッシュフローと、合併後の企業のキャッシュフローを比較することで、合併前後のパフォーマンスを比較できるとしている。株主価値が長期的な企業成長に対するマーケットの評価であるのに対し、営業キャッシュフローはM&Aの効果を短期的な視点で評価する客観的指標といえる。

本研究における利益指標は、合併の前後で会計制度変更や負債コストなど⁴⁴の影響を排除すべく基本的に営業キャッシュフローかEBITDA(営業利益に減価償却費をくわえたもの)を用いる事とする。それら数値が得られない場合は減価償却費の影響を受けるが営業利益(operating profit)を加工・修正することで対応する。尚、ROAの検証方法は基準年とその後1,2,3~5年後を

42 株主総価値は文字通り企業価値のうち株主に帰属する部分であり、会社総価値とは株主価値に債権者に帰属する価値を加えたものをいう。具体的には会社総価値は株主価値に純負債を加えた値となる。純負債とは会社の有利子負債から現金・現金同等物を差し引いたものである。正確には純負債は短期・長期の借入金、社債、コマーシャルペーパー等の有利子負債に加えて連結貸借対照表上の少数株主持分を加えるのが普通である。株主価値とは当該会社の株主の価値であり少数株主持分は連結対象子会社の自社以外の株主に帰属する社会資本であるから、この部分は当該会社の株主に帰属しないためである。(服部 2003, pp53-54)

43 <http://www.investopedia.com/articles/basics/03/031703.asp> 参照

比較する。この指標は外部環境の影響を大きく受けないため、合併前後での単純比較する。

(2):留意点

米国の歴史において会計は時には買収の意思決定に大きな影響を及ぼしてきた⁴⁵。過去のM&Aブームのたびに活用されてきたのが持分プーリング法と呼ばれるM&A会計方式である。米国ではM&Aブームを迎えると株式市場が活気付き、株価が上昇する中で株式を対価とする買収が盛んになる現象が過去何回か起きている。持分プーリング法は合併や株式交換型の株式を対価とする買収で一定の要件を満たすことにより採用が可能となる。持分プーリング法が経営者によって魅力的なのは、買収ターゲットの資産、負債をそのまま継承することができ、結果的に買収コストを認識せずにすむという点にある。これがいかに買い手企業の経営者にとって魅力的かはパーチェス法と呼ばれるM&A会計方式と比較するとよく理解できる。パーチェス法は持分プーリング法と対極に位置するM&A会計である。パーチェス法において買い手企業は買収コストを明確に認識しなければならない。パーチェス法では買収ターゲットの資産・負債を公正価値で再評価した上で時価純資産と買収対価との差額として営業権が計上される。パーチェス法を適用した場合、買い手企業の買収後の財務諸表には営業権が計上される⁴⁶。

一方、前述のように買収ターゲットの資産・負債の簿価を継承する持分プーリング法では買収コストは認識されないの買い手企業の財務諸表に営業権は計上されない。この結果、買収ターゲットの利益はそのまま買い手企業の決算書に取り込まれることとなる。売上高と利益を「買える」ことがM&Aの最大の魅力とすればM&Aに積極的な経営者にとってこれを完全な形で実現してくれる持分プーリング法は魔法の杖といえる。

第3節：仮説の提示

本節で提示する仮説のうち、最初の2つは製薬企業のM&A全体に対する仮説であり、その後、仮説③~⑤はそれぞれのM&Aをある属性で分け、その上でどちらの属性が効果を得ているかを検証するものであり、M&Aの成功要因を探ることを目的とする。

仮説①:PERが低下傾向にある企業がM&Aを行う。

⁴⁴ 属する国が変わる場合や、持分プーリング法の禁止など、会計制度変更による。

⁴⁵ 渡辺, [2003], p.356.

⁴⁶ 営業権の償却については米国の会計原則では2001年に公表されたSFAS142号によって償却制度が廃止になるまで旧APB16号において40年以内に償却することが規定されていた。従来の国際会計基準ではIAS22号において営業権は20年以内に償却すると定められていた。日本の会計原則においては連結会計原則において株式買収については20年以内の償却が、そして資産買収に該当する営業譲渡については商法により単体決算上は5年以内に償却するとされている。このように営業権は償却される限りにおいて、買い手企業の買収後の利益の圧縮要因になる。

M&A を行うにあたっては、株価が非常に重要な指標となる。というのも株価が上昇すれば、買手は強力な買収通貨を手に入れ、有利な条件で株式交換を行えることになるからである。その株価が上昇した状況とは、企業の今後の成長性に対しマーケットから好意的な評価を受けているとはこゝ M&A ポジティブな反応を示しているということである。

仮説①を検証する指標であるPERとは、株価を一株あたり利益 (EPS) で割った数値である。または時価総額を当期利益で割った数値ともいえる。この数値が高いということは、投資家はその企業の優れた成長機会を認識していることを意味する⁴⁷。本仮説は、M&A の意思決定はPER が低下傾向にあるときになされるというものであり、それは、その企業が株価上昇局面で有利な条件をもって株式交換を行っていないという非合理性を含んでいる⁴⁸。

この仮説の背景としては、情報の非対称性に関する製薬企業の特徴が考えられる。一般的に製薬業界は以下の理由により、中期的なキャッシュフローに対する情報の非対称性は低い。その理由としては第 1 に、製品価格が確定していることがあげられる。消費財などを扱う他の産業であれば、製品価格は戦略的に設定され、競争状況や取引先との交渉力、そして製品の需給バランスにも影響を受ける極めて流動的なものである。しかし、医薬品には日本を含む欧州諸国などで見られるように「薬価」が存在する。その結果、競合製品の出現というリスクはありますが一定期間の売上高は約束され、その結果として製品ごとのライフサイクルを見極めることは他産業よりは容易となる。第 2 に、原価率の低さが考えられる⁴⁹。キャッシュフローはあらゆるコストの影響を受けるが、医薬品事業は、高収益を導き更なる再投資を促進させるために低い原価率で「薬価」が設定されている。原価率が低いということは、キャッシュフローなどの収益指標が原価の影響を受けにくいより安定したものになる。第 3 に、製品ライフサイクルの不確実性の低さ、が挙げられる。製薬企業においても製品ごとのライフサイクルマネジメントは政策的に行われているが、そこでの差別化は他の産業に比べその余地は少ない。また、医薬品は新製品に与えられた特許期間においては徹底的に開発者メリットが保護されるという特徴がある。よってこの期間のキャッシュフロー予想は高い精度で立つと考えられる。その一方で、特許期間経過後は売上が大きく落ちこむこととなる。特に市場メカニズムが随所で導入されている米国ではその傾向が顕著にあらわれる。つまり、医薬品は上市するまでの不確実性に比べ、製品化後はライフサイクルという観点での不確実性は低くなると考えられる。第 4 に、将来の製品群をパイプラインという形で開示しており、その進捗状況に関しても随時情報開示していることがあげられる。最後に、事業の選択と集中の過程でこれら特徴を抱える医薬品事業の構成を高めていることがあげられる。

以上まとめると製薬企業はキャッシュフローの読みやすい薬という製品によって売上の大半を

⁴⁷ Brealey and Myers [2002], p.87.

⁴⁸ 株価は上昇しているが、利益の伸びがそれを超えている場合は、株価上昇局面ながらPERが下がることになる。

⁴⁹ このように原価率が非常に低いことを「クスリ九層倍」ということもある。この意味は売薬の利益は原価の 9 倍にも達するとの意味である。『週刊東洋経済』, 2004 年 1 月 17 日

構成されており、かつコスト面においても変動リスクは低いと見られるため、全社レベルでの中長期的な売上予測を立てやすいと考えられる。その結果として、企業の限定された将来のキャッシュフロー動向や成長性に関するマーケットの認識レベルが高くなり、将来の収益・キャッシュフローを読み込んだ株価形成につながると考えられる。そのような中で、足元の収益水準は高いが、その後主力製品の特許期限などの影響で減収が避けられないという状況にある企業は、その減収を補うべくなんらかの策を投入することが重要となる。その際は、マーケットもその状況を認識しており、結果的に株価下落局面ということになる。そこでの選択肢として M&A が行われているという仮説である。

仮説②:「製薬企業同士の水平合併は、企業価値を拡大させる」

本研究のサンプルは大手製薬企業の水平合併である。M&A に関する実証研究によると、米国企業が積極的に M&A を行った 1960 年代においては、株式市場が多角化に対しポジティブに反応したという研究結果もあるが、より近年の Parrino and Harris [1999] の研究によると、「買収企業と被買収企業が共通の業種を含んでいる場合の方が、買収後にキャッシュフローベースのパフォーマンス指標の改善度が大きい」とある。製薬企業は医薬品事業への集中が顕著であり、「共通の業種」の度合いが相当高いといえる。

仮説③:「地域補完型の方がパフォーマンスがよい」

製薬企業の M&A においてマーケットでの議論の焦点となるのは、主に製品・パイプラインの補完性と販売エリアの補完性の 2 点である。合併発表の際は、必ずこの部分には言及する。製品に関しては、補完性が高い方が、販売シナジーが出るためキャッシュフロー、売上高は増加する。また、特にメジャークラスの M&A の場合などでは、同一領域における製品の重複は独占禁止の観点から、製品の売却などの措置がとられる⁵⁰。よって、製品領域の重複は避けるべき選択肢といえる。一方、地域の補完性に関しては、製品のように単純ではない。というのも地域の補完は主にクロスボーダーつまり国境を越ええた M&A を行うことで実現されるが、そこには異文化の統合の面において大きなリスクがあると考えられるからだ。

本研究は国際的な企業をサンプルとしているので、欧州企業と米国企業など主たる市場の異なる組み合わせの合併の方が、パフォーマンスはよいという仮説である。そしてその価値創造の源泉は、主に販売シナジーなどの範囲の経済である。また、これは早い段階で、キャッシュフローや売上高の増加に効果が出ると思われる。医薬品市場は、基本的によいものは売れるという合理的な構造になっており、かつ近年グローバル化が進んでおり、新薬開発に併せてグローバル市場で販売・資金回収を進めることがビジネスモデルとして重要となっている。中

⁵⁰ 付録のケース参照

でも米国進出はもはや企業の必須命題となっている。米国市場は世界の医薬品市場の半分⁵¹を占める上、最も成長性が高い。そこでの販売網の整備と新薬認可ノウハウの強化に対して、欧州企業のニーズは高い。また、市場性以外の観点でも、米国FDAが新薬の認可スピードを速めており、研究開発投資の早期回収の面からも米国市場の魅力として重要な点である。この点においては数年の歳月を要する独仏とは対照的である。認可スピードが速いということは、上市から特許期限までの投資回収期間が長くなることを意味する。更に、欧州市場は独仏を中心に財政再建に伴う医療費抑制の動きなどの影響で成長が鈍いの 비해、米国市場は着実に成長を続けている。米国依存の収益構造には特許係争やジェネリック薬などリスクも伴うが、新薬が受け入れられやすい米国での販売を強化し巨額の研究開発費を補う狙いから、各社は対米進出を加速させている。

近年では、クロスボーダー取引が石油業界のエクソンとモービルの合併、アコモとブリティッシュ・ペトロリアムほか、自動車業界ではダイムラーベンツがクライスラーと合併し、フォードはボルボの自動車部門を買収した。同様の合併劇は、通信、エンタテインメント、金融、飲料、製薬からセメントにいたるまで、様々な業界で見られるようになった。このような大型かつ巨額のクロスボーダーM&Aが進行している背景には、各国の市場がグローバル化するにつれて「業界内の寡占化は避けられない」だろうという共通認識があるといわれている⁵²。

仮説④: 対等合併は合併の効果が出るのが遅く、敵対的買収は価値を毀損する。

これは合併スタンスによるパフォーマンスの違いである。欧米系の合併においては、どちらか明確にイニシアティブをとり進めたほうが、スピーディに進み合併メリットを享受しやすいとよく言われるが、製薬業界のM&Aにおいては対等性を強調するケースが多い。渡辺 [2003]は、「対等合併においては合併比率が1対1であることにこだわることによって一方の会社の株主価値が他方の会社の株主に流出することがある事に気づいていない経営者は多い。その結果として経営者や従業員の対等性は確保されても株主の対等性は無視される。それどころか無意味な対等性にこだわるあまり、結局は株主価値を破壊することがある」と指摘している。

いくつかの対等合併にこだわった企業とその他のパフォーマンス比較する。また、サンプルの中には敵対的買収も含まれており、それらの弊害についても財務的見地から立証する。

検証:M&Aをした企業と独立路線

メルク、イーライ・リリー、アボット・ラボラトリーズ、など米国の名門製薬企業は研究対象期間を通じて水平合併を行っていない。この中には、ワイスなどのように水平合併を試みたが成立にいたらなかったというケースもあるが、M&Aを行わなかった理由としては「スケールメリットなどない」

⁵¹ 現在、世界の医薬品市場は米国が50%を占め、欧州25%、日本13%となっている。

⁵² ゲマワット=ガーダー [2001]

「提携で十分である」「インテグレーションのプロセスは困難で企業価値が毀損する」等が挙げられている。では、これら単独企業と、合併企業のパフォーマンスはどのように異なるのか。株主価値の比較で検証する。

第4章：検証結果

第1節：仮説検証

(1)：M&A全体に関する仮説検証

仮説1：PERが低下傾向にある企業はM&Aを行うインセンティブが高まる。

これは、製薬企業で行われてきた一連のM&Aは、ネガティブな企業環境における意思決定であったとの主張につながる。以下に各案件の買収企業にけるPER値の推移をM&A前3期分示す。また、参考値として同社の同時期における株主価値及びキャッシュフロー⁵³の同期間におけるトレンドを示す。

尚、株価は様々な要因を受けで変動する極めて流動的なものである。特に業界全体の株価動向など経済産業の変動には大きな影響を受けるが、その点は考慮せずに分析している⁵⁴。

■表-4 買収企業の合併アナウンス前におけるPER推移

案件番号	買収企業	被買収企業	アナウンス日	PER推移			評価	参考	
				-1	-2	-3		MC	CF
1	サノフィ・サンテラボ	アベンティス	2004年01月	21.1	25.6	38.7	ダウン	D	U
2	ファイザー	ファルマシア	2002年07月*	32.1	78.0	N.A	ダウン	D	U
3	グラクソ・ウェルカム	スミスクライン・ビーチャム	2000年01月	35.2	40.3	27.8	直近でダウン	U→D	D
4	ファルマシア	モンサント	1999年12月*	45.6	70.2	36.6	直近でダウン	D	U
5	ファイザー	ワーナー・ランバート	1999年11月*	48.3	43.6	27.8	アップ	U	U
6	ロートブルーラン	ヘキスト	1998年05月	N.A	N.A	N.A		N.A	N.A
7	サノフィ	サンテラボ	1998年12月*	36.6	31.1	18.2	アップ	U	U
8	ゼネカ	アストラ	1998年12月*	18.8	15.0	14.2	アップ	U	U
9	チバガイギー	サンド	1996年03月	12.7	8.0	10.8	アップ	U	U
10	アップジョン	ファルマシア	1995年08月	10.8	12.8	17.4	ダウン	D	U
11	グラクソ	ウェルカム	1995年03月	13.0	18.2	23.1	ダウン	D	U
12	ビーチャム	スミスクライン・ベックマン	1989年04月	14.7	16.6	—	ダウン	U	U
13	ブリストル・マイヤーズ	スクイブ	1989年07月	15.7	16.9	20.1	ダウン	U	U

- * アナウンスから期をまたいで合併が成立した案件。この場合、成立直前期の株価は合併発表の影響を受けるため比較対象から除外し、その前年以前を対象とする。
- ・ PERは「株価÷EPS(1株あたり利益)」で算出
 - ・ 「N.A」は数値が存在しない場合や、適切でない場合。
 - ⇒ 案件2: -3期は、同企業が当該合併以前に行ったM&Aの前年であるため、-3期から-2期に連続性なし。
 - ⇒ 案件5: 買収企業の一事業部との合併(ライフサイエンス部門)であり、財務データ及び株価が存在しない。
 - ・ 「—」は数値自体は存在するが、アクセスできず。

MCは時価総額
CFはキャッシュフロー
D: ダウン
U: アップ
U→Dはダウンからアップの意味

(データ出所)……データ: 買収企業(acquiring company)と財務指標及び株価
Mergers and Acquisition Journal, Thomson Financial ONE Banker, Mergers and Acquisitions
Mergent Industrial Manual, Mergent International Manual, Moody's Industrial Manual, Moody's International Manual
各社 annual report, Financial Statement, Financial Times, New York Times, Wall Street Journal

⁵³ PERは当期利益ベースで算出しているが、ここでは株価により影響があると思われるキャッシュフローのトレンドを示している。

以上、M&Aを主体的に行った買収企業におけるM&A前のPERは、概ねダウントレンドにあるといえる。アップトレンドが顕著であった7番のサノフィは、規模が小さいことに伴う被買収リスク及び主力品目の特許訴訟の問題など、業績が良好に推移している中ではあるがリスクが具体化していた状況といえる。5番のファイザーにおいても、ワーナー・ランバートを買収するにいたった経緯は、当時ファイザーと資本提携関係にあったワーナー・ランバートがアメリカン・ホーム・プロダクツ（現ワイス）との合併成立を発表したことに対し応じるというスタンスであり、必ずしも自発的に行ったとはいえない⁵⁵。その他、アストラゼネカとチバ・ガイギーはアップトレンドにあるが、その他の8例はPERがダウンしている。よって、製薬企業の一連の水平合併は、PERが低下傾向にある企業、つまり成長性に懸念がある企業のネガティブな状況における意思決定になっていると思われる。

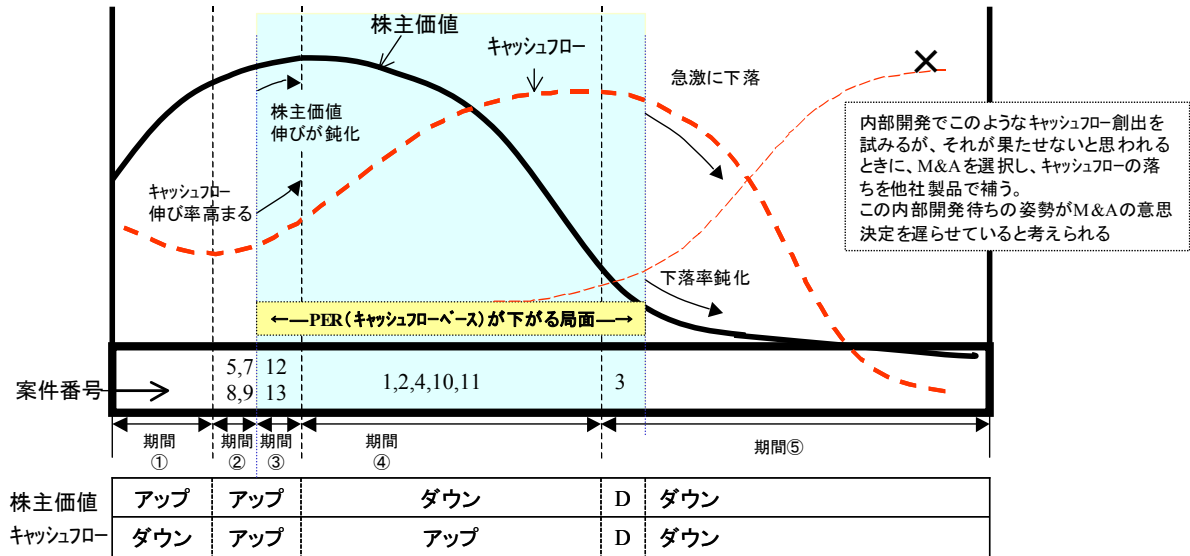
次に、本研究のサンプルにおいて、M&Aを実行した時の財務状況をPERのトレンドから分類したのが下の図-1になる。前提として、当該事業のある一定期間のキャッシュフローに関してはマーケットとの情報の非対称性が低いため、キャッシュフロー動向に対するマーケットの認識レベルは高い。つまり、キャッシュフローの変動を先取りした形で株主価値は変動する、とあらゆる要素を省いた簡易的なキャッシュフローと株主価値の相関モデルである。尚、このグラフにおける収益指標に関してはPER算出の際用いた会計上の最終利益（当期利益：Net Earning）ではなく、営業キャッシュフローやEBITDAなどを用いて対応している⁵⁶。その意味では、PERというよりはキャッシュフロー倍率、EBITDA倍率ということになる。

表4が示すとおり、製薬企業のM&Aは財務上ネガティブな状況における意思決定であった。しかし、同じPER下落局面の中でもキャッシュフロー（利益）や株主価値の状況によって、更にその財務状況を細分化することができる。

⁵⁴ 自社内の経営戦略に、その絶対値の推移は何らかの影響を及ぼすはずである。

⁵⁵ 但し、買収の交渉はしていた。この点に関しては、付録のケース参照。

■ 図-1 M&Aの意思決定時期[キャッシュフローと株主価値の関連](イメージ図)



期間①: 当該企業のポジティブ情報を受け、今後のキャッシュフローの拡大をマーケットが認識する局面。キャッシュフローは低位にあるが、株主価値が拡大し始める。
 期間②: マーケットの予想通り、株主価値の推移に連動したかたちでキャッシュフローが増加し始める。また、当該期間において、株主価値の伸びが鈍化し、キャッシュフローの伸びが相対的に高いときにPER下落局面を迎える
 期間③: 将来のキャッシュフロー減少が予測される状況であり、株主価値は減少し始めるが、当面のキャッシュフローは安定推移する。
 期間④: ②のキャッシュフロー予測のまま推移した結果であり、株主価値が下落した状態。
 期間⑤: 株主価値の下落の加え、キャッシュフローも下落する段階
 尚、グラフの下の部分に、各案件がどのような財務状態であったかプロットしている。10番はトレンドつかめないため省いている。その中で、期間③と④の違いに関しては、③は時価総額も高く、主体的にM&Aを行う体力が企業に残っているという状態をイメージしている。

図-1 に従い、PER 下落局面にある企業群を 3 分類(グループ I : 12,13),(グループ II : 1,2,4,10,11),(グループ III : 3)し、更に上昇局面にある企業群(グループ IV : 5,7,8,9)とそれぞれ比較することで M&A を行う企業の財務状況と後のパフォーマンスを検証する。

この検証は、M&Aを行ったときの買収企業の財務状況とその後のパフォーマンスを検証するものである。しかし、PERが高い企業というのは前述の通り成長性をマーケットが認識している状態にあり、その後のキャッシュフローをはじめとする収益指標がよいのは当然といえる。しかし、これはある一定期間に限っていえることである⁵⁶。よって、この検証に関しては、長期の成長性に対するマーケットの評価があらわれる株主価値の推移を見ることで検証する。この検証は、次の仮説②の検証と併せて行うこととする。

⁵⁶ どの利益指標を用いているかは付録参照

⁵⁷ この期間は、既存製品の特許期限と新製品の開発状況によって設定される。

仮説②:「製薬企業同士の水平合併は、株主価値の拡大を実現している」

下の表は、M&A 後3ヵ年までの株主価値の変動率と同時期における業界平均の変動率を比較したものである。

■表-5 株主価値による合併評価

番号	新会社	+3		+2		+1		備考
		評価	伸び率	評価	伸び率	評価	伸び率	
1	サノフィ・アベンティス	N.A		N.A		A	1.8% (-9.3%)	直近の案件。参考まで マーケットがダウントレンドである中わずかながら企業価値拡大。
2	ファイザー*	C	-35.9% (-22.5%)	B	-14.0% (-14.2%)	—		株主価値マイナス成長顕著。
3	グラクソ・スミスクライン	C	-33.7% (-14.2%)	C	-11.5% (-4.6%)	B	0.6% (56.4%)	株主価値マイナス成長顕著でパフォーマンス悪い シナジーをマーケットが評価していない
4	ファルマシア	A	7.9% (-4.6%)	A	34.7% (12.8%)	—		マーケットと同様に+3期で価値を落としているが、合併前に比べ株主価値は落としていない。
5	ファイザー**	A	11.9% (-4.6%)	A	29.9% (12.8%)	—		4番の同時期の案件であり、同様に+3期にて企業価値を落としている。 とはいえ、業界平均を上回る企業価値の拡大を果たした。
6	アベンティス	N.A		N.A		N.A		
7	サノフィ・サンテラボ	A	171.1% (56.4%)	A	71.1% (16.0%)	—		当該期間において最も株主価値を拡大させたM&A案件 着実に成長しており、業界平均を圧倒
8	アストラゼネカ	B	50.0% (56.4%)	A	21.0% (16.0%)	—		業界平均と同レベルのパフォーマンス
9	ノバルティス	B	164.6% (170.7%)	A	132.2% (79.7%)	A	38.6% (39.3%)	ハイパフォーマンスを維持したが、マーケットがホットであったことが要因として大きいと考えられる。
10	ファルマシア&アップ ジョン	B	92.2% (193.4%)	A	114.6% (104.8%)	A	109.4% (52.0%)	当該期間においてマーケットが最もホットであった時期のM&A。 業界平均を上回るパフォーマンスであったが+3期で悪化。
11	グラクソ・ウェルカム	B	15.1% (114.3%)	B	9.8% (57.8%)	—		着実に株主価値拡大果したが、業界平均を大きく下回るパフォーマンス
12	スミスクライン・ピーチャム	A	82.3% (81.2%)	A	31.8% (24.1%)	B	6.4% (28.8%)	着実に株主価値拡大。 わずかながら業界平均を上回っている。
13	プリストルマイヤーズ・ スクイブ	B	77.0% (81.2%)	A	80.0% (24.1%)	A	51.0% (28.8%)	わずかながら+3期にて業界平均を下回ったものの、早い段階でマーケットの評価を得たといえる。

*ファイザーの2回目のM&A(with Pharmacia)、**ファイザーの1回目のM&A(with WarnerLambert)

- ・伸び率に関しては、上段に当該企業の基準年からの伸び率を表示、下段の括弧内は業界平均。
- ・アナウンス日から合併成立日までに決算期をはさむ場合については、アナウンスの前年を基準とする。上記では2,4,5,7,8番の案件が該当する。また、この場合は+1期が無いため「—」と表示している。
- ・「N.A」は数値が得られないケース。1は直近のケースであり、いまだ決算をむかえていないことによる。6は事業の統合。
- ・グラクソ・ウェルカムの95年度決算は決算月変更を伴ったため、その前年を基準とした。この場合も+1期を「—」で表示
- ・評価の表示方法:AはベンチマークおよびM&A前の自社の株主価値双方を上回るもので、Cは双方を下回るもの。Bはそれ以外。

(データ出所)……データ:M&A実施企業及びベンチマーク企業の株主価値

Mergent Industrial Manual,Mergent International Manual,Moody's Industrial Manual,Moody's International Manual
各社 annual report,Financial Statement,Financial Times,NewYork Times,Wall Street Journal
ベンチマーク企業:メルク、イーライ・リリー、ワイス、アボットラボラトリーズ他

これによるとM&A前後での時価総額の比較においては、合併後3期の時点では概ねプラス成長を果たしている。株主価値を下げたケースとしては2番のファイザーと3番グラクソ・スミスクラインの2件のみであり、いずれも、マーケットがマイナス成長の中でのことである。よって、製薬会社の水平合併は株主価値の拡大に貢献している事がわかる。但し、業界競合他社平均⁵⁸とのパフォーマンスの差を見ると、+3期において業界平均を上回っている件数が4件(案件番号4,5,7,12)に対し下回った件数は7件(案件番号2,3,8,9,10,11,13)となっており、M&Aを行っていない企業のほうが株主価値を拡大しているといえる。但し、その下回った7件のうち4件(8,9,12,13)に関してはほとんど業界平均

⁵⁸ 3年以内にM&Aを行っていないメジャードラッグにおける株主価値の平均伸び率で対応。その算出方法に関しては付録の表を参照。

と変わらないパフォーマンスを見せていることを考慮すれば、業界競合他社平均とのパフォーマンスの差は明確なものとはいえない。

また、株主価値を下げたグラクソ・スミスクラインは、当該M&Aの前から常にM&Aの交渉を行っており、その情報がマーケットに浸透していた⁵⁹ことから、M&A前の長い期間において、株価がM&Aの影響を受けていたといえる。一方、パフォーマンスが特によかったのが、サノフィとサンテラボのM&Aである。このケースは業界平均を圧倒するパフォーマンスで株主価値拡大を果たしている。

次に、図-1で分類したグループⅠ,Ⅱ,Ⅲ,Ⅳのパフォーマンスであるが、それぞれどの評価に属するか見てみると、Ⅰ:A,B、Ⅱ:C,A,B,B、Ⅲ:C、Ⅳ:A,A,B,Bとなり、Ⅰ,Ⅳのパフォーマンスがよい。それぞれのグループを見てみるとⅠの2件(12,13)はともに1989年に合併したケースであり、サンプルの中でも最も古い時期の案件である。ともに業界平均とほぼ等しい水準で株主価値を着実に拡大している。一方、Ⅳの4件は、明らかに業界平均を上回るパフォーマンスを示している2件(5,7)と業界平均とほぼ等しいパフォーマンスを示している2件(8,9)の計4件である。以上より、Ⅳ、Ⅰに属する企業の株主価値パフォーマンスは高く、中でもⅣのグループのパフォーマンスが最もよいといえる。

よって、M&AはPERの上昇局面にて行うことが、その後のパフォーマンスに好影響を与えるといえる。または、PER上昇局面に行ったM&Aは、長い期間にわたり、キャッシュフローにポジティブな影響を与えるといえる。また、PERが下落する局面の中でもM&A意思決定が遅れるに従い、その後のパフォーマンスは悪化すると考えられる。

(2):財務指標によるそれぞれのパフォーマンスの分析

仮説③:「地域補完型M&Aのほうがパフォーマンスがよい」

地域の補完性をクロスボーダーM&Aか否かで分けて検証する。国籍をまたぐM&Aは、欧州企業と米国企業を中心に多い。そもそも、グローバル化が急進展してきた製薬業界において、特に欧州企業は小さな自国のみでビジネスを行うことはよほどのニッチ領域で無い限り困難である。そこに海外に販路のみならず研究開発機能を構える必要性が生じる。

⁵⁹ 付録4、案件3参照。

■表-6.1 株主価値変化率「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	11.3%	-18.1%	10.5%	23.5%	-0.3%
	10	74.3%	57.9%	121.8%	83.4%	18.9%
	12	149.2%	206.8%	92.9%	114.6%	109.4%
	平均値	78.2%	82.2%	75.0%	73.8%	42.7%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-19.8%	7.6%
	3	-19.8%	-22.1%	-33.7%	-11.5%	0.6%
	4	N.A	N.A	35.2%	37.9%	72.1%
	5	N.A	N.A	-3.3%	28.4%	49.1%
	7	91.5%	64.5%	89.2%	67.7%	5.8%
	9	74.3%	57.9%	121.8%	83.4%	18.9%
	11	119.6%	154.9%	77.5%	15.9%	N.A
	13	25.4%	45.3%	90.0%	41.8%	19.0%
平均値	58.2%	60.1%	53.8%	30.5%	24.7%	

■表-6.2 キャッシュフロー増加率「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	10.3%	46.0%	-1.8%	9.2%	-18.8%
	10	-10.8%	-19.8%	-50.1%	-26.6%	-8.7%
	12	187.1%	161.1%	157.2%	128.2%	76.4%
	平均値	62.2%	62.4%	35.1%	36.9%	16.3%
その他	2	N.A	N.A	N.A	45.7%	4.5%
	3	40.4%	53.6%	48.0%	33.0%	23.5%
	4	N.A	N.A	-20.6%	11.6%	4.8%
	5	N.A	N.A	78.9%	68.5%	12.4%
	7	215.5%	123.4%	52.3%	19.4%	-20.2%
	9	32.9%	20.3%	2.2%	-20.3%	-17.2%
	11	30.4%	33.3%	40.2%	55.6%	N.A
	13	73.3%	36.2%	23.2%	17.7%	-20.1%
平均値	78.5%	53.4%	32.0%	28.9%	-1.8%	

■表-6.3 ROA変化率「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	-13.6%	25.0%	0.9%	9.4%	-24.2%
	10	-20.5%	-26.1%	-54.1%	-37.3%	-24.1%
	12	85.5%	82.6%	123.4%	109.3%	67.6%
	平均値	17.1%	27.2%	23.4%	27.1%	6.4%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-23.6%	-41.9%
	3	18.2%	37.6%	26.1%	13.3%	8.8%
	4	N.A	N.A	16.8%	35.8%	25.2%
	5	N.A	N.A	23.6%	37.8%	7.4%
	7	142.5%	112.5%	62.5%	54.5%	9.7%
	9	16.2%	-6.6%	-7.5%	-24.4%	-27.4%
	11	17.9%	34.5%	56.8%	76.5%	N.A
	13	18.4%	4.3%	8.3%	5.6%	-22.2%
平均値	42.7%	36.5%	26.6%	21.9%	-5.8%	

■表-6.4 ROA改善ポイント「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	-2.8%	5.2%	0.2%	2.0%	-5.0%
	10	-3.8%	-4.8%	-10.0%	-6.9%	-4.4%
	12	9.9%	9.5%	14.2%	12.6%	7.8%
	平均値	1.1%	3.3%	1.5%	2.6%	-0.6%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-4.1%	-7.3%
	3	4.1%	8.6%	6.0%	3.0%	2.0%
	4	N.A	N.A	1.0%	2.2%	1.6%
	5	N.A	N.A	4.1%	6.5%	1.3%
	7	18.5%	14.6%	8.1%	7.1%	1.3%
	9	1.8%	-0.7%	-0.8%	-2.7%	-3.1%
	11	3.8%	7.4%	12.1%	16.3%	N.A
	13	3.3%	0.8%	1.5%	1.0%	-4.0%
平均値	6.3%	6.1%	4.6%	3.7%	-1.2%	

■表-6.5 ROS変化率「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	-13.6%	25.0%	0.9%	9.4%	-24.2%
	10	-20.5%	-26.1%	-54.1%	-37.3%	-24.1%
	12	85.5%	82.6%	123.4%	109.3%	67.6%
	平均値	17.1%	27.2%	23.4%	27.1%	6.4%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-23.6%	-41.9%
	3	18.2%	37.6%	26.1%	13.3%	8.8%
	4	N.A	N.A	16.8%	35.8%	25.2%
	5	N.A	N.A	23.6%	37.8%	7.4%
	7	142.5%	112.5%	62.5%	54.5%	9.7%
	9	16.2%	-6.6%	-7.5%	-24.4%	-27.4%
	11	17.9%	34.5%	56.8%	76.5%	N.A
	13	18.4%	4.3%	8.3%	5.6%	-22.2%
平均値	42.7%	36.5%	26.6%	21.9%	-5.8%	

■表-6.6 ROS改善ポイント「クロスボーダー」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
クロス・ボーダー	8	-2.8%	5.2%	0.2%	2.0%	-5.0%
	10	-3.8%	-4.8%	-10.0%	-6.9%	-4.4%
	12	9.9%	9.5%	14.2%	12.6%	7.8%
	平均値	1.1%	3.3%	1.5%	2.6%	-0.6%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-4.1%	-7.3%
	3	4.1%	8.6%	6.0%	3.0%	2.0%
	4	N.A	N.A	1.0%	2.2%	1.6%
	5	N.A	N.A	4.1%	6.5%	1.3%
	7	18.5%	14.6%	8.1%	7.1%	1.3%
	9	1.8%	-0.7%	-0.8%	-2.7%	-3.1%
	11	3.8%	7.4%	12.1%	16.3%	N.A
	13	3.3%	0.8%	1.5%	1.0%	-4.0%
平均値	6.3%	6.1%	4.6%	3.7%	-1.2%	

■表-6.7 増収率「クロスボーダー」

案件番号	+5	+4	+3	+2	+1	
クロスボーダー	8	22.4%	15.8%	7.0%	17.5%	19.8%
	10	5.1%	-2.1%	-4.6%	3.9%	0.7%
	12	20.4%	2.0%	-8.5%	-12.1%	-4.3%
	平均値	16.0%	5.2%	-2.0%	3.1%	5.4%
その他	2	N.A	N.A	N.A	13.3%	-2.5%
	3	20.7%	27.1%	25.7%	21.4%	7.2%
	4	N.A	N.A	-14.7%	-15.6%	-22.9%
	5	N.A	N.A	99.8%	99.1%	82.5%
	7	47.0%	13.3%	-16.5%	-19.7%	-21.8%
	9	-1.5%	-10.2%	-11.8%	-13.3%	0.8%
	11	26.9%	19.3%	19.2%	24.6%	N.A
	13	33.3%	30.3%	30.4%	20.3%	7.4%
平均値	25.3%	16.0%	18.9%	16.3%	7.2%	

ROA、ROSなどの指標は、重複機能の削減に伴う資産効率の改善、収益性の改善が図られる国内企業同士のパフォーマンスがよい結果となっている。一方、キャッシュフローや売上高というクロスボーダー取引において早い段階でメリットがでると考えられる指標でクロスボーダー取引のパフォーマンスが悪い。これは、仮説とは異なる結果である。この要因として、一つの失敗事例の影響が考えられる。案件番号10番のファルマシア(スウェーデン)とアップジョン(米国)のクロスボーダー取引は、合併前後で唯一キャッシュフローが低下している案件である。この要因は、組織統合のプロセスでの失敗が指摘されている。当初より組織風土の違いなどが指摘されていたが、結局米国流の企業統治に対する反発感が強く、経営幹部が続々退社し業績低迷にいたった。米国側の厳格な上意下達式の経営スタイルも、スウェーデン側の民主的なコンセンサスをとる経営スタイルとうまくかみ合わなかったのである。最初の統合段階ですれ違った社風の違いを克服するためには何年もかかり、両社の間で軋轢は高まっていった⁶⁰。このファルマシアとアップジョンのケースを省いて検証しても、キャッシュフロー、売上高において国内企業同士のM&Aよりも高いパフォーマンスを示すわけではなかった。考えられる理由としてはクロスボーダー取引において欧州企業同士である場合、それぞれの企業が属する市場規模が小さいため、相対的に販売シナジーも小さくなると考えられる。

では米国を含むクロスボーダー取引に関しては、どうであろうか。米国と欧州のクロスボーダー案件が2件しかないケースのうち、1件は先ほど述べた失敗事例である。しかし、残りの1件はきわめて高いパフォーマンスを記録している。よって、ここから得られる示唆としては、クロスボーダー取引は自らが属す市場と異なるが市場とマッチングすべきである。しかし、その際はインテグレーションプロセスにおいて十分は配慮が必要であり、それを怠った場合、キャッシュフローベースのパフォーマンス悪化は長期化する。

その他、ROA、ROSなどいずれの指標においても、キャッシュフローの影響大きく、同様の結果となっている。

⁶⁰ 詳細は付録にて説明

仮説④: 対等合併は合併の効果が出るのが遅く、敵対的買収は価値を毀損する。

■表-7.1 株主価値変化率「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	-19.8%	-22.1%	-33.7%	-11.5%	0.6%
	8	11.3%	-18.1%	10.5%	23.5%	-0.3%
	9	74.3%	57.9%	121.8%	83.4%	18.9%
	10	149.2%	206.8%	92.9%	114.6%	109.4%
	12	74.5%	144.3%	82.3%	31.8%	6.4%
	平均値	57.9%	73.8%	54.8%	48.3%	27.0%
敵対的買収	5	N.A	N.A	-3.3%	28.4%	49.1%
	11	119.6%	154.9%	77.5%	15.9%	N.A
	平均値	119.6%	154.9%	37.1%	22.1%	49.1%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-19.8%	7.6%
	4	N.A	N.A	35.2%	37.9%	72.1%
	7	91.5%	64.5%	89.2%	67.7%	5.8%
	13	25.4%	45.3%	90.0%	41.8%	19.0%
	平均値	58.4%	54.9%	71.4%	31.9%	26.1%

■表-7.2 キャッシュフロー増加率「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	40.4%	53.6%	48.0%	33.0%	23.5%
	8	10.3%	46.0%	-1.8%	9.2%	-18.8%
	9	32.9%	20.3%	2.2%	-20.3%	-17.2%
	10	-10.8%	-19.8%	-50.1%	-26.6%	-8.7%
	12	187.1%	161.1%	157.2%	128.2%	76.4%
	平均値	52.0%	52.2%	31.1%	24.7%	11.0%
敵対的買収	5	N.A	N.A	78.9%	68.5%	12.4%
	11	30.4%	33.3%	40.2%	55.6%	N.A
	平均値	30.4%	33.3%	59.6%	62.1%	12.4%
その他	2	N.A	N.A	N.A	45.7%	4.5%
	4	N.A	N.A	-20.6%	11.6%	4.8%
	7	215.5%	123.4%	52.3%	19.4%	-20.2%
	13	73.3%	36.2%	23.2%	17.7%	-20.1%
	平均値	144.4%	79.8%	18.3%	23.6%	-7.8%

■表-7.3 ROA変化率「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	18.2%	37.6%	26.1%	13.3%	8.8%
	8	-13.6%	25.0%	0.9%	9.4%	-24.2%
	9	16.2%	-6.6%	-7.5%	-24.4%	-27.4%
	10	-20.5%	-26.1%	-54.1%	-37.3%	-24.1%
	12	85.5%	82.6%	123.4%	109.3%	67.6%
	平均値	13.5%	15.0%	12.5%	11.4%	-1.6%
敵対的買収	5	N.A	N.A	23.6%	37.8%	7.4%
	11	17.9%	34.5%	56.8%	76.5%	N.A
	平均値	17.9%	34.5%	40.2%	57.2%	7.4%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-23.6%	-41.9%
	4	N.A	N.A	16.8%	35.8%	25.2%
	7	142.5%	112.5%	62.5%	54.5%	9.7%
	13	18.4%	4.3%	8.3%	5.6%	-22.2%
	平均値	80.5%	58.4%	23.6%	15.0%	-3.1%

■表-7.4 ROA改善ポイント「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	4.1%	8.6%	6.0%	3.0%	2.0%
	8	-2.8%	5.2%	0.2%	2.0%	-5.0%
	9	1.8%	-0.7%	-0.8%	-2.7%	-3.1%
	10	-3.8%	-4.8%	-10.0%	-6.9%	-4.4%
	12	9.9%	9.5%	14.2%	12.6%	7.8%
	平均値	1.0%	1.8%	0.7%	1.0%	-1.0%
敵対的買収	5	N.A	N.A	4.1%	6.5%	1.3%
	11	3.8%	7.4%	12.1%	16.3%	N.A
	平均値	3.8%	7.4%	8.1%	11.4%	1.3%
その他	2	N.A	N.A	N.A	-4.1%	-7.3%
	4	N.A	N.A	1.0%	2.2%	1.6%
	7	18.5%	14.6%	8.1%	7.1%	1.3%
	13	3.3%	0.8%	1.5%	1.0%	-4.0%
	平均値	10.9%	7.7%	3.2%	2.0%	-0.7%

■表-7.5 ROS変化率「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	16.3%	20.8%	17.7%	9.5%	15.2%
	8	-9.9%	26.0%	-8.2%	-7.1%	-32.2%
	9	34.9%	34.0%	15.8%	-8.1%	-17.9%
	10	-15.1%	-18.1%	-47.7%	-29.4%	-9.3%
	12	60.0%	71.8%	88.5%	74.1%	23.7%
	平均値	14.0%	22.7%	9.7%	5.9%	-7.1%
敵対的買収	5	N.A	N.A	11.5%	9.9%	2.0%
	11	0.8%	3.5%	5.3%	7.5%	
	平均値	0.8%	3.5%	8.4%	8.7%	2.0%
その他	2	N.A	N.A	N.A	28.6%	7.3%
	4	N.A	N.A	-6.9%	32.2%	35.8%
	7	114.7%	97.2%	82.4%	48.5%	2.0%
	13	29.9%	4.5%	-5.5%	-2.2%	-25.6%
	平均値	72.3%	50.9%	25.6%	11.6%	-5.9%

■表-7.6 ROS改善ポイント「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	4.2%	5.4%	4.6%	2.4%	3.9%
	8	-2.5%	6.5%	-2.1%	-1.8%	-8.0%
	9	5.6%	5.4%	2.5%	-1.3%	-2.9%
	10	-3.9%	-4.6%	-12.1%	-7.5%	-2.4%
	12	7.2%	8.6%	10.6%	8.9%	2.8%
	平均値	2.1%	4.2%	0.7%	0.2%	-1.3%
敵対的買収	5	N.A	N.A	11.5%	9.9%	2.0%
	11	0.8%	3.5%	5.3%	7.5%	
	平均値	0.8%	3.5%	8.4%	8.7%	2.0%
その他	2	N.A	N.A	N.A	6.9%	1.8%
	4	N.A	N.A	-0.7%	3.3%	3.7%
	7	20.4%	17.3%	14.7%	8.6%	0.4%
	13	5.2%	0.8%	-1.0%	-0.4%	-4.4%
	平均値	12.8%	9.0%	4.6%	2.1%	-1.0%

■表-7.7 増収率「M&Aスタンス」

	案件番号	+5	+4	+3	+2	+1
対等合併	3	20.7%	27.1%	25.7%	21.4%	7.2%
	8	22.4%	15.8%	7.0%	17.5%	19.8%
	9	-1.5%	-10.2%	-11.8%	-13.3%	0.8%
	10	5.1%	-2.1%	-4.6%	3.9%	0.7%
	12	20.4%	2.0%	-8.5%	-12.1%	-4.3%
	平均値	9.3%	1.1%	-3.6%	-0.8%	3.4%
敵対的買収	5	N.A	N.A	99.8%	99.1%	82.5%
	11	26.9%	19.3%	19.2%	24.6%	N.A
	平均値	26.9%	19.3%	59.5%	61.9%	82.5%
その他	2	N.A	N.A	N.A	13.3%	-2.5%
	4	N.A	N.A	-14.7%	-15.6%	-22.9%
	7	47.0%	13.3%	-16.5%	-19.7%	-21.8%
	13	33.3%	30.3%	30.4%	20.3%	7.4%
	平均値	40.2%	21.8%	4.6%	0.2%	-3.6%

敵対的買収、対等合併などそれぞれ M&A のスタンス(attitude) は統合プロセスの進め方に大きな影響を与えると思われる。表の示すとおり、対等合併は、ROA の指標において他を大きく下回るパフォーマンスとなっている。背景には資産の圧縮、人材のレイオフ、などいわゆるリストラが進めにくいことが考えられる。CF においても案件番号 7,12 番を除くと対等合併のパフォーマンスの低さが目立つ。

前述の通り、余剰資源の圧縮がコスト削減につながり、収益性を改善、ひいては資産効率の改善につながることを考えれば、この対等合併の弊害は大きい。

また、敵対的買収における株主価値の毀損に関しては、敵対的買収のようにどちらが主導権を握るかが明確な場合は余剰資源の圧縮など進めやすいと思われるが、必要以上にコンフリクトが発生したり、人材などの重要な資源流出がおきたりと敵対的買収の弊害もあり、必ずしもパフォーマンスがよいとは限らないとの考えが背景にある。しかし、実際は株主価値拡大にも貢献しており、更に財務指標においても通常の M&A と大きな差は見受けられない。つまり、製薬企業の M&A に関しては、敵対的買収も有効な手段と考えることができる。先のクロスボーダーの失敗例であった、ファルマシアとアップジョンの事例とあわせて考えると、いかにインテグレーションを進めていくかに細心の注意を払うことが重要と考えられる。

(3): 検証: M&Aを行った企業と独立路線企業の比較

ここでは M&A を行っていない企業と、M&A を行った企業それぞれの株主価値変化率を比較する。1995 年から 2004 年までにどのくらいの割合で株主価値が増加したかを示したのが下の数値である。M&A を行った企業は買収企業と被買収企業の株主価値合算の伸び率であり、M&A を行っていない企業は、メルク、イーライ・リリー、アボット・ラボラトリーズ、ワイス⁶¹を設定している。

M&Aを行った企業	89.8%
M&Aを行っていない企業	51.6%

(1995 年から 2004 年)

⁶¹ ワイス(旧アメリカン・ホーム・プロダクツ)はアメリカン・サイアナミッドを買収したが後に売却している。

この数値から、M&A を行った方が株主価値の拡大に貢献していると考えられる。次に、2003 年以降においては、メルクの副作用問題などの影響で企業の株主価値の下落が目立ったため、その前段階と比較すると、概ね変わらないパフォーマンスである事がわかる。

M&Aを行った企業……………87.7%
M&Aを行っていない企業……77.7%

(1995 年から 2002 年)

また、Seiden and Colvin [2003]によると、買収の 7,8 割が失敗つまり買収側の株主価値を創出できずに終わっており、価値を損なう方が多い。M&A が流行した 1995 年から 2000 年頃にかけて、「企業買収の合計は 12 兆ドルを超えているが、これらの買収で消えた株主の資産は、少なく見積もっても 1 兆ドルに及ぶ」との事であり、株主価値を概ね拡大している製薬企業の M&A は産業全体と比較しても高いパフォーマンスで推移していると考えられる。

第5章：研究総括と結論

第1節：本研究の総括

分析整理

本研究の目的は、欧米製薬企業でドラステックに行われてきた M&A を整理・検証し、そこから、M&A 戦略の意義や成功ファクターを探り、今後の来るべき国内製薬企業の M&A 戦略へのインプリケーションを得ることが目的であった。M&A を検証するにあたり、長期パフォーマンスの検証指標として株主価値を用い、また短期パフォーマンスの測定指標として ROA、ROS、キャッシュフロー、売上高などの指標を用い分析した。

その結果、製薬企業の M&A では概ね株主価値の拡大は果たされており、それは米国市場で同時期に行われていた M&A よりも価値を創出しており、また M&A を行わない単独路線を志向する業界有力企業と変わらない水準であった。しかし、これら一連の M&A を主体的に行ってきた買収企業の大半が、M&A の意思決定時に PER が下落傾向にある、つまり今後の成長性に対しネガティブな状況にあったのである。それを考慮すれば、本質的には M&A をやらなかった場合との比較が妥当であり、高成長が期待されてきた M&A を行わなかった企業⁶²に順ずるパフォーマンスを残していることは、結果的に正しい意思決定であったといわざるを得ない。

また、この M&A 意思決定時の PER に関して掘り下げて考察してみると、PER が上昇局面にあ

⁶² 付録の表-12 参照。それぞれの案件の発生時期における、非 M&A 企業の PER 及び CF 倍率を見ると、PER がダウントレンドにあった買収企業と高い成長性をマーケットから期待されていた非 M&A 企業の差が分かる。

る企業群のその後のパフォーマンスが長期にわたりよいということがわかった。PERが高いということは企業の成長性をマーケットが認識しているということであり、短期的には当然の結論であるが、長期の成長性を織り込んでいる株主価値で高いパフォーマンスが確認されている。

敵対的買収の有効性

また、製薬企業では敵対的買収も有効な手段と考えられる。製薬企業は典型的な研究開発型であるが、そのM&Aの本質は、実は、ハード面の統合の意味合いが強いのではないかと考えられる。というのも実際のM&Aにおいて薬剤の補完性や薬剤自体が目的⁶³のM&Aが散見されるからだ。薬剤はハードな経営資源であり、そのキャッシュフロー創出力や価値の算出は容易である。その一面からは、獲得に当たってM&Aは有効な手段といえる。確かに統合プロセスにおいて経営陣同士の不協和から価値創造が遅れたケースはあったが、その経営陣も株主価値拡大を目的とした行動であったかどうかは疑わしい。この問題はむしろエージェンシー問題に近い。

ハードな経営資源の獲得を目的としたM&Aの場合は、少々摩擦が生じることがあってもM&Aのメリットは確保される。また、M&Aを否定的に捉えている企業において、「リストラを急ぐことでの、R&Dへの投資抑制や人材の社外流出も起きる」⁶⁴という声も聞かれる。しかし、よく言われる人材の流出に関しては、それが原因で企業価値を毀損させたというケースは確認できていない。

対等合併の弊害

また、相対的にパフォーマンスがよくない対等合併を多く行っていることも不可解といわざるをえない。研究開発パラダイムの転換などの大いなる変化に伴い増してきた不確実性への意識から、企業規模・体力の必要性は多くの企業が認識していると思われる。その企業規模・企業体力の構築手段としては、非 M&A 企業のように、まずは自社開発を優先的に取り扱うと考えられる。しかし、それがかなわないときに、M&A を選択しているという点に関しては前述の通りである。しかしここに戦略的な理由は見受けられない。将来における地位確保、競争優位性の獲得、場合によっては競争劣位の回避など、競争戦略という側面を重要視していると考えられる。しかし、合併相手は無限にいるわけではなく、大きくなることを目標とするならば、相応の規模が必要となり、その対象企業は限られてくる。そこで数少ない相手を選定し、M&A を行う際に、より案件の成立を重視した場合、対等合併を選択することはある意味自然な流れと言える。

現在の製薬産業のように技術革新や産業構造の変革期には、多くの企業が事業ポートフォリオの徹底的な再編成を考えるべきである。ポートフォリオの中で選択と集中を行えば、必然的に再編性につながるからである。事業ポートフォリオの再編成の先には、企業の構造そのものの全体的再編成である企業合併や事業統合などのM&Aが行われる可能性がある⁶⁵。このように考え

63 たとえば、一例として、「ワーナー・ランバートを買収した唯一の理由は、リピトールを確保したかったから」(アラン・ブーツ、ファイザー日本法人社長)、『週間東洋経済』、2004年1月17日

64 脚注9参照。

65 伊丹・加護野(2003)

ると、製薬企業のM&Aはもっと積極的に活用されてしかるべきであったと考えられる。なぜ、総じて遅い意思決定となったのであろうか。前述の自社開発⁶⁶を優先的に進めるということ以外に「経営者の不作為」に対するガバナンスの弱さが考えられる。

M&A とコーポレートガバナンスには密接な関係がある。例えば、経営者が十分な検討を行わずに無謀な M&A を行ったり、私的な利害を株主の利益に優先するケースでは、株主代表訴訟等を通じて取締役の善管注意義務ないし忠実義務が問われることとなる。しかし善管注意義務ないし忠実義務違反の主張は取締役による積極的な作為をチェックする局面では機能しやすいが、経営資源を有効に活用しないといった不作為にはあまり有効でないと思われる。これは、製薬企業のみならずあらゆる企業経営者が直面する問題であり、また M&A のみならずあらゆる意思決定において乗り越えなければならないテーマである。とはいえ、製薬企業は前述の通り、キャッシュフローに対する情報の非対称性が低い。ということは、以上のような不作為へのガバナンスは他の産業よりも高まるとも考えられる。しかし、これら不作為は M&A の意思決定を遅らせるのではないかと思われる。これらも、今後企業支配権の市場、つまり M&A 市場の果たす役割が大きくなると考えられる。例えば、日本の製薬企業は軒並み手元流動性が高い、かといって潤沢なパイプラインが控えているわけでもなく、今後の成長性に懸念がある企業は多い。このような経営資源の非効率的運用そのものが M&A 市場の拡大とともに今後厳しく問われるようになるであろう。

第2節：国内製薬企業へのインプリケーション

冒頭で述べたように、日本におけるM&Aの件数は増加傾向をたどっている、とりわけ 2004 年度には前年比 28%増の 2211 件⁶⁷と史上最高を記録しているが、この水準も日本の経済規模を考えれば依然として少ないと考えるべきであろう。というのも米国の経済規模は日本の約 2 倍だが、M&A件数では 5 倍近い。よってM&Aという観点からみた日本市場は非常に未成熟といえることができる⁶⁸。そのような中、法制度も変わることで外資系企業によるM&Aを用いた日本市場への本格参入を懸念する向きもある。しかし、日本の資本市場が依然として未成熟である以上、一気にM&Aが増えるとも考えにくい。とりわけ、日本企業が恐れているクロスボーダーの敵対的TOBなどはそう簡単には起こらないというのが大半の考え方であろう。

これに対し、吉田 [2005]は外資系企業の日本進出に対して次のように述べている。「欧米の

66 従来の日本企業は、新技術や新製品開発においては内部開発を基盤にする傾向が強く、新規市場への進出やその活動をグローバルに行っていく上でも自社内部の経営資源を活用して実施されていた

67 エコノミスト、2005年4月11日号、「M&Aの現状と今後」吉田允明

68 Thomson Financial によると、GDPに占めるM&Aの金額の比率で日本は主要国中最下位にある。日経金融新聞 2005年3月29日

企業家にとって日本という国は本当に難しい国である。単に資本市場経済が未熟というだけでなく、日本独特のカルチャーという天然の要塞があるからだ。日本を取り囲む四方の海はかつて元寇から日本を守ったがカルチャーの壁もまた、それに匹敵するような強固な要塞なのだ」。

欧米製薬企業はクロスボーダーや敵対的買収においても一定の成果をあげている。日本独特のカルチャーに関しても、研究開発、販売などあらゆるステージでグローバル化の圧力にさらされている製薬企業においてはカルチャーが障壁になる度合いは和らぐであろう。

例えば、製薬企業で最も付加価値が高いプロセスとされる研究に関して、M&Aで規模が大きくなり、研究開発投資額も増加し、保有する化合物⁶⁹の数も増加する。研究者はこのような研究環境の改善に対し好意的に捉えるのではないだろうか。

先行的に行われている敵対的買収は特に悪いパフォーマンスではなかったことも考えると、日本企業に対する敵対的買収は今後十分に考えられる。では、製薬企業のM&A対象として、日本市場は魅力があるのだろうか。既に自販体制を構築した欧米製薬企業も多い。大手は軒並み構築しているといっても過言ではない。この販売シナジーの追及という観点では、余地がほとんどない。しかし、その分余剰資源の削減によるコストメリットは発生する。ではどのようなときに敵対的買収が考えられるか。それは、自社開発にこだわる日本企業においておこりやすいリスクともいえる。それは大型新薬の開発がひとつのトリガーになると思われる。ファイザーは自国企業を「リピトール」という大型新薬を狙いとしてM&Aをおこなった⁷⁰。薬は合理的に選別される消費財であり、よいものは、基本的に売れるのである。

製薬企業同士の M&A は、ほとんど株主価値を毀損しないことは検証の通りである。また、日本企業はまだ十分補うべき資源がある。それは、世界規模での開発拠点であったり、研究拠点、販売ルートである。これらを獲得するために、積極的に M&A を行うことは競争戦略上有効と考えられる。その際、ネガティブな状況ではなく、成長性の期待されている局面での意思決定が有効である。

それらを勘案して、今後の国内製薬企業への提言をするならば、企業価値拡大を追求していく中、M&A という経営上の選択肢を、内部での新薬開発と同列に比較検証することが必要になる。内部開発と同列にするということは、通常の経営課題に組み込むということであり、それは常に M&A の対象先を探すということになる。PER 上昇局面における意思決定、または下降局面であっても早い段階であるならば、より高いパフォーマンスが期待される。新薬は上市し一定の市場での地位・シェアを確立する前からその期限は認識できる。それを補う新薬を内部で開発するか、アライアンスで持ってくるか、購入するか、企業ごと買収するか。

⁶⁹ この素材の数が増加するほど、新薬の候補物質を探し出す可能性が高まる。

⁷⁰ 他にも理由があるが、この製品へのアクセスも要因として大きい。脚注 63 参照。

第3節：今後の課題

・研究開発の補完性からのアプローチ

研究部門に関する実証研究としては、Henderson and Cockburn [1996]が参考になる。この研究は、製薬企業 10 社より 38 領域・10 年にわたる個別の研究プロジェクトに関する詳細な内部データ 4,390 件が提供され、「規模の経済」、ならびに「範囲の経済」について検証されたものである。この研究の結論は、「規模の大きな企業で遂行される研究プログラムほど生産性が高く、その源泉は範囲の経済である。製薬企業は多くの関連するプログラムを持つことにより、それらが相互に生み出すシナジー効果によって、より多くの画期的新薬を生み出すことが期待される」ということである。従って、研究部門に単純な規模の経済は存在しないが、研究プロジェクトの多様化を図り、範囲の経済を発揮するためには企業規模の拡大が必要であり、その合理的手段の一つとして M&A が存在すると考えられる。

今回は、このような研究開発機能に関するアプローチを対象からはずしている。その理由としては、研究開発状況を正確に捉えることができないことがある。大手製薬企業においては概ね、幅広い研究開発活動を実施している。よってそこから更に、どの領域に中心に研究開発を行っているかを認識するためには、どのくらいの資金を投入しているかなどの程度が数値化されないかぎり適当ではないと思われる。どの領域の薬をパイプラインとして抱えていえるかということはある程度開示データで認識することはできるが、研究ということにおいては不十分であろう。もう一つの理由としては、研究開発の財務指標への反映である。M&A の発表に際し、よく議論されるのは、製品領域と展開地域である。ここに製薬企業で最も付加価値が高いと思われる、研究開発についてはあまり議論されていない。それは、成果が現れるまでのタイムラグにあると考える。マーケットはそこまでの長いスパンで製薬企業の M&A を見ていないのかも知れない。薬は研究プロセスから上市までに 10 年を超える期間がかかる。よって、成果が財務的に確認できるようになるまでも相当な時間が必要となる。しかし M&A の成果を問うには、この研究のシナジーを検証する必要性は高い。今後は研究部門に対するリサーチデザインを考え、パフォーマンスとの相関を検証することが課題と考えられる。

・検証指標とバイアスの排除

PER などの指標を用いたが、株主価値に関しては、業界他社動向のバイアスを完全に排除することはできていない。また、先行研究には相対的 ROA など、業界他社の変動を考慮したデザインが組み込まれている研究も見られた。これらについても本研究は不十分なデータで検証していると思われ、バイアスを可能な限り排除するという意味からもこのような指標を活用する意味があると考えられる。また、M&A のパフォーマンス検証において、M&A を行わなかったときに想定される価値毀損との比較検討を行うほうが妥当であろうと主張したが、これは非常に困難なアプローチである。しかし、キャッシュフローの中期的予測などの数値から、検証は可能とも考えられる。今後はその

ようなアプローチも必要であろう。

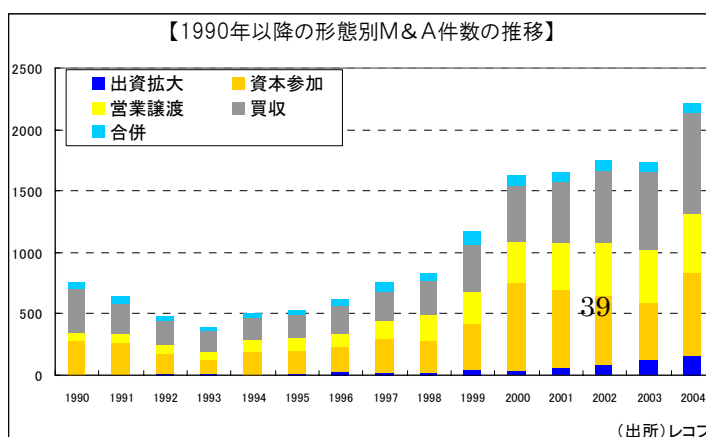
サンプルの少なさ

非常に少ないサンプルであったため、多くのバイアスが存在した。数字の比較検証のみでは結論が導き出せない切り口をもう少し絞り込んだ上で、深く掘り下げる方がインプリケーションを得られやすかったのではないかと考える。

参考文献

- 伊丹敬之・加護野忠男 [2003], 『ゼミナール経営学入門』, 日本経済新聞社
- 井上光太郎・加藤英明 [2004], 「企業買収(M&A)と株式市場の評価ー日米比較ー」, 『証券アナリストジャーナル』
- 許斐義信 [2002], 『構造変革 成功の秘訣』, 慶応ビジネススクール著, NHK 出版
- 慶応ビジネススクール・ケース [2000], 「1990 年代の製薬企業」
- 慶応ビジネススクール [2004], 「ノバルティスー2004 年 CEO バセラの経営戦略」
- 菊池正俊 [2000], 「敵対的 TOB 時代の到来～企業支配権闘争時代の幕開け～」, 『証券アナリストジャーナル』
- 桑嶋健一 [2000], 「医薬品の製品開発」, 『成功する製品開発』, 藤本隆宏・安本雅典編著
- 小林恵照 [2001], 「わが国の企業合併の特徴と経済効果」, 『国民経済雑誌』第 186 巻第 6 号, pp.1-16. 神戸大学経済経営学会
- 佐山展生 [2000], 「相対評価から絶対評価への転換～公開株式価値の大転換期におけるグループ企業価値と M&A～」, 『証券アナリストジャーナル』
- 清水剛 [2001], 『企業行動と企業の寿命』 有斐閣
- 鈴木一功 [2002], 「M&A と企業パフォーマンス」, 『証券アナリストジャーナル』
- 橘木俊詔・羽根田明博 [1999], 「都市銀行の合併効果」, 大蔵省財政金融研究所, ファイナンシャル・レビュー
- 田中俊夫 [2004], 「日本の M&A 制度ーそのパラダイムと実態」, 『証券アナリストジャーナル』
- 中村公一 [2003], 『M&A マネジメントと競争優位』, 東京白桃書房神田
- 根来龍之・小川佐千代 [2001], 『製薬・医療産業の未来戦略』, 東洋経済新聞社
- 服部暢達 [2004], 『実践 M&A マネジメント』, 東洋経済新聞社
- 藤原尚也・山本光昭・小野塚修二 [2002], 「国際比較にみる日本の製薬企業ー財務データを中心にー」, 医療産業政策研究所, リサーチペーパーシリーズ
- みずほ産業調査 [2005], 「欧米製薬企業の再編動向とわが国製薬業界へのインプリケーション」, No.3,17.
- 山本達治 [2002], 「景気変動と M&A の性格」, 『ビジネス・インサイト』, 第 10 巻台号
- 吉田允昭 [2005], 「M&A の現状と今後」, 『エコノミスト』, 2005 年 4 月 11 日
- Ashkenas, N.R., Francis, C.S. [2000], “Integration Managers,” 『*Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*』, pp.181-204.
- Aiello, J.R., Watkins, D.M. [2001], “The Fine Art of Friendly Acquisitions,” 『*Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*』, pp.23-43.
- Brealey, A.R., Myers, C.S. [2003], “Principles of corporate finance,7th”

- Clark, K., Ofek, E. [1994], “Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms :An Empirical Investigation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, pp.541-565.
- Dyer, H.J., Kale, P. and Singh, H. [2005], “When to Ally and When to Acquire,” *Harvard Business Review*, February 2005
- Healy, M.P., Palepu, G.K. and Ruback, S.R. [1992], “Does Corporate Performance Improve After Mergers?,” *Journal of Financial Economics* 31, pp.135-175.
- Habeck, M.M., Kronger, F. and Tran, R.M. [2000], “After the Merger: Seven Rules For Successful Post-Merger Integration,” (岩本朗訳『勝利する企業合併 合併後の統合を成功に導く7つの法則』, ピアソン・エデュケーション)
- Jensen, C.M., Ruback, S.R. [1983], “The Market For Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
- Mork, R., Shleifer, A. and Vishny, W.R. [1990], “Do managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” *Journal of Finance*, 45, pp.31-48.
- Panka Ghemawat, P., Ghadar, F. [2000], “The Dubious Logic of Global Megamergers”, *Harvard Business Review*, 2001 February
- Parrino, J.D., R.S.Harris. [1999], “Takeovers, Management Replacement, and Post Acquisition Operating Performance: Some Evidence from the 1980s,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, pp.147-156.
- Schipper, K., R.Thomson. [1983], “Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics* 11, pp.437-467.
- Selden, L., Colvin, G. [2003], “M&A Need't Be a Loser's Game,” *Harvard Business Review*, September 2003
- Seth, A. [1990], “Value Creation in Acquisitions,” *Strategic Management Journal*, 11, pp.99-115



付録 1 「付属グラフ」

付 属 2 「 付 属 表 」

■ROA推移

番号	企業名	A	B	C	+5	+4	+3	+2	+1	-1	-2	-3
1	サノフィ・アベンティス	●			—	—	—	—	5.2%	9.6%	8.7%	10.0%
2	ファイザー				—	—	—	13.2%	10.0%	17.3%	18.2%	14.2%
3	グラクソ・スミスクライン			●	26.9%	31.4%	28.8%	25.8%	24.8%	22.8%	23.4%	26.9%
4	ファルマシア				—	—	7.3%	8.5%	7.8%	6.3%	5.0%	6.7%
5	ファイザー			●	—	—	21.3%	23.7%	18.5%	17.2%	17.5%	13.7%
6	アベンティス	●	●		—	4.9%	6.0%	7.9%	3.0%	—	—	—
7	サノフィ・サンテラボ				31.5%	27.6%	21.1%	20.1%	14.3%	13.0%	11.5%	14.6%
8	アストラゼネカ	●	●		17.9%	25.9%	20.9%	22.7%	15.7%	20.7%	20.9%	20.3%
9	ノバルティス			●	13.1%	10.5%	10.4%	8.5%	8.2%	11.3%	9.8%	N.A
10	ファルマシア&アップジョン	●	●		14.7%	13.6%	8.5%	11.6%	14.0%	18.4%	14.8%	16.6%
11	グラクソ・ウェルカム			●	25.2%	28.7%	33.4%	37.7%	—	—	21.3%	22.5%
12	スミスクライン・ビーチャム	●	●		21.4%	21.0%	25.7%	24.1%	19.3%	11.5%	18.1%	15.4%
13	ブリistolマイヤーズ・スクイブ				21.3%	18.8%	19.5%	19.0%	14.0%	18.0%	17.2%	14.3%

■ROS推移

番号	企業名	A	B	C	+5	+4	+3	+2	+1	-1	-2	-3
1	サノフィ・アベンティス	●			—	—	—	—	26.8%	14.1%	12.6%	16.8%
2	ファイザー				—	—	—	31.1%	25.9%	24.2%	24.3%	18.9%
3	グラクソ・スミスクライン			●	29.9%	31.1%	30.3%	28.2%	29.6%	25.7%	26.8%	28.8%
4	ファルマシア				—	—	9.7%	13.7%	14.1%	10.4%	9.5%	11.2%
5	ファイザー			●	—	—	30.5%	28.8%	20.9%	18.9%	20.1%	15.3%
6	アベンティス	●	●		—	7.8%	9.0%	13.6%	5.7%	—	—	—
7	サノフィ・サンテラボ				38.2%	35.1%	32.5%	26.4%	18.2%	17.8%	15.8%	15.7%
8	アストラゼネカ	●	●		22.4%	31.3%	22.8%	23.1%	16.9%	24.9%	25.5%	24.2%
9	ノバルティス			●	21.5%	21.4%	18.5%	14.6%	13.1%	15.9%	13.3%	N.A
10	ファルマシア&アップジョン	●	●		21.6%	20.9%	13.3%	18.0%	23.1%	25.5%	20.6%	18.7%
11	グラクソ・ウェルカム			●	30.9%	33.6%	35.4%	37.5%	—	—	30.1%	29.5%
12	スミスクライン・ビーチャム	●	●		19.1%	20.6%	22.6%	20.8%	14.8%	12.0%	17.1%	8.6%
13	ブリistolマイヤーズ・スクイブ				22.6%	18.2%	16.4%	17.0%	13.0%	17.4%	17.1%	14.3%

企業名はM&A後の新会社名。Aはクロスボーダー案件、Bは敵対的買収、Cは対等合併。

1: ファイザーの2回目のM&A(with Pharmacia) 2: ファイザーの1回目のM&A(with WarnerLambert)

- ・「—」はデータが存在しない場合、「N.A」はデータは存在するが入手できなかった場合
- ・6番アベンティスは一事業部との合併(ライフサイエンス部門)であり、財務データ存在せず
- ・11番グラクソウェルカムの-1、+1期は、旧グラクソのM&Aに伴う決算期変更によるもの

(データ出所)

Mergent Industrial Manual、Mergent International Manual、Moody's Industrial Manual
Moody's International Manual、各社 annual report、Financial Statement

■キャッシュフロー推移

番号	企業名	合併成立日	A	B	C	M&A後					M&A前			利益指標	通貨
						+5	+4	+3	+2	+1	-1	-2	-3		
1	サノフィ・アベンティス	2004年08月		●		—	—	—	—	4,029	3,651	3,535	4,931	CF	ユーロ
2	ファイザー	2003年04月*				—	—	—	16,340	11,725	11,217	11,192	7,980	CF	\$
3	グラクソ・スミスクライン	2000年12月			●	6,090	6,661	6,420	5,770	5,357	4,338	4,301	4,550	OPE 2	€
4	ファルマシア	2000年04月*				—	—	1,353	1,901	1,785	1,704	1,335	1,411	CF	\$
5	ファイザー	2000年06月*		●		—	—	9,864	9,291	6,195	5,513	4,879	3,206	CF	\$
6	アベンティス	1999年12月		●	●	—	1,396	1,859	3,113	1,271	—	—	—	CF	ユーロ
7	サノフィ・サンテラボ	1999年05月*				3,858	2,732	1,862	1,459	976	1,223	980	1,031	OPE	\$
8	アストラゼネカ	1999年04月*		●	●	4,226	5,593	3,762	4,183	3,113	3,832	3,355	3,198	CF	ユーロ
9	ノバルティス	1996年12月		●	●	7,612	6,893	5,853	4,565	4,741	5,729	5,048	N.A	CF	CHF
10	ファルマシア&アップジョン	1995年11月		●	●	1,568	1,410	878	1,291	1,605	1,759	1,310	1,672	EB	\$
11	グラクソ・ウェルカム	1995年12月		●	●	2,625	2,683	2,822	3,132	—	—	2,013	1,682	OPE 5	€
12	スミスクライン・ビーチャム	1989年07月		●	●	1,180	1,073	1,057	938	725	411	400	335	OPE	€
13	プリストルマイヤーズ・スクイブ	1989年10月				2,580	2,028	1,835	1,752	1,190	1,489	1,290	944	CF	\$

■キャッシュフロー増減率

番号	企業名	合併成立日	A	B	C	合併後の売上高増減率(-1期との対比)				
						+5	+4	+3	+2	+1
1	サノフィ・アベンティス	2004年08月		●		—	—	—	—	10.4%
2	ファイザー	2003年04月*				—	—	—	45.7%	4.5%
3	グラクソ・スミスクライン	2000年12月			●	40.4%	53.6%	48.0%	33.0%	23.5%
4	ファルマシア	2000年04月*				—	—	-20.6%	11.6%	4.8%
5	ファイザー	2000年06月*		●	●	—	—	78.9%	68.5%	12.4%
6	アベンティス	1999年12月		●	●	—	—	—	—	—
7	サノフィ・サンテラボ	1999年05月*				215.5%	123.4%	52.3%	19.4%	-20.2%
8	アストラゼネカ	1999年04月*		●	●	10.3%	46.0%	-1.8%	9.2%	-18.8%
9	ノバルティス	1996年12月		●	●	32.9%	20.3%	2.2%	-20.3%	-17.2%
10	ファルマシア&アップジョン	1995年11月		●	●	-10.8%	-19.8%	-50.1%	-26.6%	-8.7%
11	グラクソ・ウェルカム	1995年12月		●	●	30.4%	33.3%	40.2%	55.6%	N.A
12	スミスクライン・ビーチャム	1989年07月		●	●	187.1%	161.1%	157.2%	128.2%	76.4%
13	プリストルマイヤーズ・スクイブ	1989年10月				73.3%	36.2%	23.2%	17.7%	-20.1%

- * 第1期直前のM&A成立であり、2期目はM&Aによるキャッシュフロー改善は限定的であるため参考値
- ・M&A後の第1期においては、Merger related costを極力排除している。
- ・キャッシュフローの指標としては、営業キャッシュフローでの統一ができなかったため、場合によってEBITDA、営業利益を用いている(いずれも明記)。(CF: キャッシュフロー、OPE: 営業利益、EB: EBITDA(営業利益+減価償却費))
- ・通貨に関しては為替変動の影響を極力排除すべく、基本的に現地通貨を用いているが、案件8に関してはユーロとフランスフランの時系列比較において換算の容易性からUSDで対応。(\$: 米ドル、 €: 英ポンド、 CHF: スイスフラン)
- 1: ファイザーの2回目のM&A(with Pharmacia) 3: ファイザーの1回目のM&A(with WarnerLambert)
- 2: 合併後新会社の利益指標にmerger integration cost およびmerger transaction costを加え調整した。
- 4: 1994年の合併成立以前まではグラクソが6月、ウェルカムが8月が決算月であったが、合併に伴い決算月を12月に変更。これにより1995年度は調整のために2年を超過する会計年度となったため、対象期間から除外。
- 5: net incomeで比較。対象外(2参照)である1995年度にてintegration costを€1,216(mill)計上。

■表-12 非M&A企業のPER、CF倍率推移

企業名	指標	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986
メルク	PER	12.2	15.0	17.8	18.4	31.7	26.6	33.6	27.4	24.8	24.2	15.9	19.9	20.3	30.3	19.5	20.5	18.9	10.5	8.2
	CF倍率	8.1	12.2	14.6	14.7	28.1	25.5	33.1	20.0	17.7	27.4	11.5	14.1	19.8	26.4	16.9	N.A	N.A	N.A	N.A
イーライ・リリー	PER	35.5	30.9	26.3	31.7	34.3	26.6	43.2	-201	26.5	13.5	14.9	36.2	25.1	18.6	19.0	20.3	30.8	33.7	37.0
	CF倍率	22.4	21.7	34.4	24.1	28.1	26.4	31.5	32.2	20.3	17.0	12.5	11.5	12.0	19.5	14.6	18.5	34.0	27.3	23.7
アボット・ラボラトリーズ	PER	22.5	26.5	22.4	55.9	26.9	23.0	31.8	23.9	20.9	19.4	17.3	17.4	19.6	25.3	18.6	17.5	14.4	17.3	19.3
	CF倍率	16.9	19.5	14.9	24.3	24.2	19.1	27.2	19.0	16.5	16.7	11.8	13.2	17.5	19.0	15.0	15.7	11.2	12.3	13.7
ワイス	PER	46.5	27.6	11.2	35.4	-35.1	-41.7	29.9	24.4	19.9	18.1	15.6	15.6	16.1	20.1	12.6	15.2	13.1	13.8	15.4
	CF倍率	19.8	19.4	268.1	-18.2	150.1	23.4	48.8	29.4	15.6	20.1	10.1	11.6	13.4	13.4	12.0	N.A	N.A	N.A	N.A

全体的なトレンド……> EVEN DOWN UP DOWN UP UP UP UP EVEN

合併案件

- サノフィ・アベンティス
- グラクソ・スミスクライン
- ノバルティス
- ファイザー*
- ファルマシア
- ファルマシア&アップジョン
- ファルマシアと合併
- ファイザー**
- グラクソ・ウェルカム
- **ワナー・ランバートと合併
- アベンティス
- サノフィ・サンテラボ
- アストラゼネカ
- スミスクライン・ビーチャム
- プリストルマイヤーズ・スクイブ

プロットされた年にアナウンス

・合併を行っていない企業のPER及びキャッシュフロー倍率の表示
 ・全体的なトレンドは、それぞれの数値合算の推移でトレンドを見ている。マイナスなどの異常値は省いている。

付録3 「欧米製薬 M&A 年表」

データ出所：日本経済新聞、日経産業新聞、日本金融新聞、Thomson Financial、

2004年08月	仏サノフィと仏・独アベンティスが合併(サノフィ・アベンティス)
2004年01月	仏サノフィ・サンテラボが仏・独アベンティスの買収を発表
2003年04月	米ファイザーが米ファルマシアを買収
2002年07月	米ファイザーが米ファルマシア買収を発表
2000年12月	英グラクソ・スミスクライン設立
2000年06月	米ファイザーが米ワーナー・ランバート買収で合意
2000年04月	米ファルマシアと米モンサントの合併成立
2000年01月	英スミスクライン・ビーチャムが、英グラクソ・ウェルカムとの合併発表
1999年12月	米ファルマシア・アンド・アップジョンと米モンサント合併合意
1999年12月	独ヘキストと仏ローヌ・プーランが合併(アベンティス)
1999年11月	米ファイザーが米ワーナーランバートに買収提案
1999年11月	米ファイザーが米ワーナーランバートの敵対的買収を発表
1999年11月	米 AHP と米ワーナーランバートが合併合意
1999年11月	スイス・ノバルティスによるモンサント買収案が浮上
1999年04月	英ゼネカとスウェーデンのアストラが合併(現アストラ・ゼネカ)
1999年03月	英グラクソ・ウェルカムと米ブリistol・マイヤーズ・スクイブが合併交渉(決裂)
1998年10月	米 AHP と米モンサントが合併合意を白紙撤回
1998年06月	米 AHP と米モンサントが合併合意
1998年03月	スミスクライン・ビーチャムとグラクソ・ウェルカムの合併破談
1998年03月	スイスのロシュが独ベーリンガー・マンハイムを買収
1998年01月	米 AHP と英スミスクライン・ビーチャムの合併が破談
1996年03月	スイスのサンドとチバガイギーが合併(現ノバルティス)
1995年11月	スウェーデンのファルマシアと米アップジョンが合併(現ファイザー)
1995年03月	英グラクソがウェルカムを買収(現グラクソ・スミスクライン)
1995年03月	英グラクソが英ウェルカムを買収(現グラクソ・スミスクライン)
1994年	米イーライ・リリーによる米 PCS ヘルスシステムズ買収合意
1994年	英スミスクライン・ビーチャムによる米 DPS 社買収
1993年	米メルクによるメドコの買収
1990年	スイス・ロシュによる米バイオベンチャー、ジェネンティックを買収
1989年	米マリオン・ラボラトリーズによる米メレル・ダウ・ファーマシューティカルズの吸 収合併
1989年10月	米ブリistolマイヤーズによる米スクイブの吸収・合併
1989年07月	英ビーチャムによる米スミスクライン・ベックマンの吸収・合併

付録 4「各ケースの記述」

案件1. サノフィ・アベンティス(合併発表 2004 年 1 月、合併成立 2004 年 8 月)

◇ 買収企業: サノフィ・サンテラボ(仏)、被買収企業: アベンティス(仏)

- サノフィ・サンテラボ(仏): 仏化粧品大手ロレアルと仏石油大手トタルの前身、エルフ・アキテーヌのそれぞれ医薬品子会社が合併して 1999 年に発足。ロレアルとトタルはサノフィ・サンテラボの株式の 44%を保有するが、25 日までに買収案を承認した模様。(56P)
- アベンティス(仏)

2004 年 1 月 24 日、サノフィ・サンテラボは製薬大手のアベンティスに対し TOB を実施する計画を発表、当初は合併を探ったもののアベンティス側が難色を示したために 26 日敵対的買収に踏み切った。医薬品売上世界 13 位のサノフィ・サンテラボが同 4 位のアベンティスを買収することもあり下克上買収とも言われた。

サノフィ・サンテラボは足元の業績も好調に推移し、更にパイプラインも充実していることから株価も高い水準にあった。しかし当時、売上の約 16%を稼ぐ血栓症治療薬「プラビックス」を巡る米国での訴訟問題に敗れるリスクを考えれば先行きに不安がある状態であったといえる⁷¹。また、当社は優れた新薬候補があるものの企業規模はあまり大きくなく、また、ヨーロッパに基盤があることなどから、米国企業⁷²を中心に“買収対象”とされてきた経緯がある。このような特許係争リスクと被買収リスクの存在に加え、新薬候補を広く販売する販売網の確保がサノフィ・サンテラボのM&A動機である。そして米市場で医薬品売上高の 4 割を稼ぐアベンティスは理想的な相手であったと考えられる。

アベンティスはサノフィ・サンテラボによるTOBに対し拒絶した。その理由として買収金額が低いことを指摘している。サノフィ・サンテラボはTOBにおいて 18.4%のプレミアム⁷³を設定したが、その水準が製薬業界における他の買収案件平均に比べ 31.5%低いという主張である⁷⁴。更に、サノフィの今後の事業展開に不安があるとして、「アベンティスの株主をリスクにさらすわけにはいかない」とした。また、サノフィが統合で 2006 年に年間 10 億ユーロの合理化効果を見込む点にも反論。両社合計 10 万 2 千人の社員の約 4 割が働く仏独で大規模な解雇が避けられないと警告した。ただ、アベンティスのランドウ会長は買収価格の引き上げがあれば、「魅力的な内容か検討する」と条件次第では態度を変える可能性も示した⁷⁵。アベンティスの反論に対し、サノフィのデュエック会長は、「ベンティスの新薬開発ペースは鈍っており統合で加速できる」している。

⁷¹ 日経産業新聞、2004 年 5 月 14 日

⁷² ヨンソン・アンド・ジョンソンやファイザーなどの米国企業(日経産業新聞、2004 年 5 月 14 日、朝刊)

⁷³ TOB発表前約 3 ヶ月間の平均。トムソン・ファイナンス・バンクワンによるとそのプレミアム幅はTOB発表前 1 日では 21.6%、1 週間で 25%、4 週間で 27.5%となっている。

⁷⁴ 日経産業新聞、2004 年 3 月 9 日

仏企業のM&Aで政府の存在は見逃せない⁷⁶。このサノフィによるアベンティスに対する敵対的買収に関しては、ホワイトナイト⁷⁷としてスイス・ノバルティスが出現したが、仏政府が待ったをかけた。サノフィとアベンティスのトップ会談を設定し、合意をお膳立てしたのである。そこでは買収条件などを協議した模様で⁷⁸、その後アベンティスはサノフィ・サンテラボの買収提案受け入れを決めた。仏政府の仲介でサノフィ・サンテラボが買収額を当初の470億ユーロから約14%引き上げ約540億ユーロとし、拒否の姿勢を続けていたアベンティス側も最終的に受諾した⁷⁹。

サノフィ・アベンティスの2004年通算決算発表によると、統合費用をのぞいた調整費では、同年の純利益は前年比17.9%増の52億4,700万ユーロ(約7,200億円)、売上高は4.6%増の254億1,800万ユーロだった。統合によるコスト削減などの相乗効果1億6,000万ユーロを見込んでいたが、これを上回る2億2,000万ユーロ(いずれも税引き前)を達成したとしている。統合によるリストラ費用などの合計は71億7,500万ユーロでこれを含めると通算損失は36億1,000万ユーロであった。

欧州の独占禁止当局による承認を得るため、サノフィとアベンティスとで重複している品目を切り離す。GSKに売却するのは深部静脈血栓塞症・肺塞栓症薬「アリクストラ」と、血栓症薬の「フラキシパリン」。生産と販売に関する全ての権利を売却する。

案件2:ファイザー(合併発表2002年7月、合併成立2003年4月)

◇ 買収企業:ファイザー、被買収企業:ファルマシア

- ファイザー、米製薬大手:2005年にかけて当社の有力医薬品の特許が切れ始めるが、ファルマシアの新薬で補完できる
- ファルマシア

この合併は、既に世界市場のトップメーカーが更に巨大化するというケースであり、中位メー

⁷⁵ この一文に関しては、2004年3月6日の仏フィガロ紙の記述

⁷⁶ 2003年秋のKLMオランダ航空の買収戦。エールフランスとブリティッシュ・エアウェイズ(BA)が触手を伸ばしてきた。98%強が個人株式のBA、54%を政府が握るエールフランス。両社の買収交渉は一貫して、信用力を背景にしたエールフランス優位で進んだ。仏重電・輸送機器大手のアルストム、TGVなどを手掛ける。従業員は11万人。仏産業技術の誇りといえる同社を仏政府は救済した。「大きすぎて潰せない」典型であったからだ。独シーメンスによる買収観測が浮上した2004年6月、仏政府は公的資金投入を含む最大25億ユーロ(約3,500億円)規模の資本増強を決定。一般事業会社の国有化という「封じ手」を繰り出して機器を乗り切った。資金はルノー株を一部売却して調達した。

⁷⁷ また、英アストラゼネカ、トム・マキロップ社長はサノフィによるアベンティス買収に参戦するのではないかという観測に対し、「新薬が急成長の今、企業買収に走るのは株主利益を損なうばかりで愚かである」と見解を表明。

⁷⁸ 日本経済新聞、2004年4月26日

⁷⁹ 日本経済新聞、2004年4月26日、夕刊

カーが合併して上位を目指すパターンとは異なる。

もともと両社は競合商品も少なく⁸⁰、関節炎治療薬「セレブレックス」の共同販売も手掛けており、また会長同士も顔を合わす機会が多いなど関係も良好であった。両社でM&Aの交渉が加速したのは、米市場で特許期限切れを迎えた主力医薬品の市場シェアをジェネリックに奪われ、製薬大手の業績伸び悩みが相次いだことによる。遺伝子解析で新薬開発の可能性が広まる半面、開発投資には巨額資金が必要。高まる投資リスクに耐えうる経営規模の確保が急務になった。また、FDAが医薬品の安全性などの審査を厳しくしていることだ⁸¹。承認される新薬候補が激減する中、研究開発費だけは増えていく。

買収後の新薬開発投資額はファイザー単独の当初予定の50億ドルから70億ドル(約8千億ドル)に一気に増える。米国内のライバルは30億ドルにみたく、医療用医薬品の売上で100億ドル以上の差をつけられたことになる。

買収後の新会社年間売上が10億ドル以上の主力医薬品を12種類持つ。がん治療薬など成長が見込める幅広い分野の品揃えを確保することになる。

買収発表後の株式市場では、ファイザーの株価が急落。強気の拡大戦略に懐疑的な見方も広がった。

ファイザーのマッキンネルCEOが同職にとどまる。ファルマシアのハッサン会長兼CEOがファイザーの副会長に就任する予定であったが、退任。マッキンネルは、「科学技術の発展で新薬開発の可能性は一段と広がったが、長期に新薬開発を続けるリスクは高まる一方」⁸²と語る。

遺伝子情報の解明やバイオ技術の発達で開発投資にはますますカネがかかる。画期的な新薬成分は年々見つけにくくなり、開発競争に乗り遅れた場合のリスクは増える一方である。

買収発表を機に株価が急落したのは投資家が巨額投資を嫌ったためと考えられる。というのもファルマシア1株に対しファイザー1.4株を割り当てるが、直近1ヶ月の株価で比較するとファルマシアの株価に44%の割増金を上乗せした水準となる。一部の投資家はファイザーにとって高い買い物になると判断したが、多くのアナリストはファルマシア買収を評価している。その理由としては、重複する分野が少なく幅広い傷病分野の治療薬の品揃えを強化できる上、年25億ドルの経費削減効果が見込めるからである。

十分な経営規模を持つといわれた世界最大級のファイザーでさえ、生き残りのための買収決断を下したのである。

「現在の研究開発投資の水準には満足していない。多すぎると批判する人にはその判断基準を

⁸⁰ 「重複分野は少ない」その結果として独占禁止法上の問題は生じない(マッキンネル会長)、日本経済新聞 2002年7月16日

⁸¹ 製薬業界で、FDAが承認した新薬候補は96年の53件をピークに減少。2002年度は17件のみ。日経産業新聞、2003年3月9日

⁸² 日本経済新聞、2002年7月16日、朝刊

聞きたい。GEやマイクロソフトも巨大企業だ。大切なのはきちんとしたマネジメントができるかどうか」(米ファイザー、デクラン・ドゥーガン・グローバル研究開発担当常務副社長)⁸³

案件 3. グラクソ・スミスクライン(合併発表 2000 年 1 月、合併成立 2000 年 12 月)

- ◇ 買収企業: グラクソ・ウェルカム、被買収企業: スミスクライン・ビーチャム
- グラクソ・ウェルカム: 1995 年グラクソとウェルカムの合併により誕生した英医薬品大手メーカー。本社はロンドン。呼吸器系の治療薬や抗エイズ薬で有力商品を持つ。主力商品であった抗潰瘍薬「ザンタック」と抗ウイルス剤の「ゾビラックス」の特許切れが響き、中長期的な業績悪化が懸念されていた。
- スミスクライン・ビーチャム: スミスクライン・ベックマンとビーチャムグループが 1989 年に合併して誕生した英医薬品大手メーカー。本社はロンドン。グループ会社が世界 30 カ国で製造、170 カ国で販売している。ワクチンは世界トップクラス。また、糖尿病薬「アバンディア」が大ヒットへの道を着々と進んでいる状況であり 2000 年度においても大幅増益が予想されていた。しかし規模ではグラクソなどに比べて見劣りし、競争を勝ち抜くためにはどこかと手を組むことが必要との見方が強まっていた。

グラクソ・ウェルカム(グラクソ)とスミスクライン・ビーチャム(スミスクライン)は今回の合併は 2 回目である。一度目は 1998 年のことであり、これは決裂した。今回はそれから 2 年後の 2000 年のことであった。

1 回目 合併交渉のアナウンスは 1998 年 1 月になされた。当時スミスクラインは、米アメリカン・ホーム・プロダクツ(AHP)と合併交渉を進めていたが、そこへグラクソが合併交渉を持ちかけ、スミスクラインがこれに応じるかたちで合併交渉は進められた。同時にスミスクラインは AHP との合併交渉を打ち切っている。当時英国製薬業界ではグラクソ 1 位、スミスクライン 2 位という状況であった。合併が実現すれば英国で圧倒的な規模を誇る製薬企業になるばかりか、世界においても米メルクを抜き売上高 1 位となるはずであった。合併交渉では、グラクソ・ウェルカム側株主が合併会社の株式の 59.5%、スミスクライン側株主が 40.5%を保有することや合併会社の役員構成など、合併の最大の難関は越えたという状況にあった。しかし翌月には合併解消を発表したのである。スミスクライン・ビーチャム側の説明によると、グラクソ側が合意事項に関して意義を唱え始め、その後経営哲学や企業文化などを含めた意見の相違が噴出し決裂に至ったとの事である⁸⁴。

非医薬品を含む売上高がほぼ同等ながら医薬専門のグラクソの税引前利益はスミスクラインの 1.6 倍あり、グラクソが主導権を狙うことは予想できたが、「対等合併」を前提としたスミスク

⁸³ 日経産業新聞、2002 年 10 月 14 日

⁸⁴ 1998 年 2 月 24 日、日本経済新聞、朝刊

ラインは身を固執したことが背景にあるといわれている⁸⁵。

以上のように合併交渉決裂となったが、グラクソのリチャード・サイクス氏は、「将来をにらんだ研究開発のための資金確保や、各国政府の医薬品抑制策に伴うヘルスケア市場の変化への対応が目的。コスト削減などの守りではなく、将来の成長を目指した攻めの論理」と企業合併について、依然として機会をうかがっていることを明らかにしていた。尚、スミスクラインは1998年1月には米ブリistol・マイヤーズ・スクイブと合併交渉し決裂している。

2 回目 2000年5月8日欧州委員会承認

一度決裂した合併交渉であったが、2000年1月14日、合併に向け交渉に入ったことを明らかにした(合併合意は同17日)。前回の決裂後から2年間に世界的に急速に業界再編が進んだため競争を勝ち抜くための経営規模の確保を狙って再度交渉のテーブルについたと考えられる。

前回の破談においては、両社トップの経営を巡る意見の食い違いが原因とされた。2回目で合併成立となったのは、経営トップの1人であるスミスクラインのヤン・レシュリー社長の退任が決定した事が大きく影響している。グラクソは、これを期に成長鈍化懸念を払拭すべく一気にスミスクラインへの再接近を図ったのである。

この合併に対する市場の評価は「理想的」とされていた。その理由は「世界最大の医薬品会社としてクリティカルマスを確保できる上、得意とする製品分野が違うため補完性に優れている。いずれも英国企業で欧米を主要市場としているため、多額のコスト削減を見込める」などである。

新会社への出資比率は1回目よりも若干グラクソが比率を下げ58.75%となった。CEOはスミスクライン側からとなる。

当時世界では国境を越えた巨大合併が続いていた。そのような中、一度失敗したにもかかわらず再度英国企業同士企業の合併を図ったという点は、一見すれば保守的ともいえる。しかし新会社の経営統治の面においては、徹底的に米国偏重を重視した。登記上の本社は英国ロンドンに置くが実質的な経営指揮は米国の新事業本部が執り、新経営陣の国籍はバラエティーに富む内容となった⁸⁶。

国境を越えた合併に関しても、欧州のみならず米国においても販路が充実(売上構成の半分は米国)していたこともあり、融合がよりスムーズに進む同国同士の合併を選択したと思われる。その他のメリットに関しては前述の通り、補完性に優れている。

重複分野の放棄

⁸⁵ 1998年3月2日、日本経済新聞、朝刊

⁸⁶ CEOはフランス人

スミスクラインは制吐剤など3製品の製造販売権をロシュとノバルティスに売却。それぞれ、ロシュには制吐剤「カイトリル」(99年度売上3億ドル超)の製造販売権を12億3千万円で売却する一方、ロシュからはうっ血性の心不全治療薬「コレグ」の北米での独占販売権を獲得した。

ノバルティスには抗ウイルス剤の一種である急性帯状疱疹治療薬「ファンビル」(2.7億ドル)と、口唇ヘルペスの治療薬「ベクタビル」の製造販売権を、合計16.3億ドルで売却。

合併後、米国での新薬開発・販売に相次いで失敗し、将来に向けた研究開発を一層強化する必要に迫られている⁸⁷。米食品医薬品局(FDA)が、合併前のスミスクライン・ビーチャムが承認申請していた合成抗菌剤「ファクティブ」について発売を認めないとの判断を下した。既存の薬が効かない耐性菌にも効果があるとのことで、FDAも優先的に審査を進めたが、臨床試験結果が不十分としている。グラクソ・ウェルカムにおいても、過敏性腸症候群(IBS)の治療薬「ロトロネックス」を2000年11月末に販売を中止した。一部に消火器系の副作用がでることから、FDAが自主的な販売中止を要請した。

案件4. ファルマシア(合併発表1999年12月、合併成立2000年4月)

- ◇ 買収企業:ファルマシア・アンド・アップジョン、非買収企業:モンサント
- ファルマシア・アンド・アップジョン(米・スウェーデン):ガン治療薬関連に強み
- モンサント(米):最先端のバイオ技術を駆使し、医薬や農業、バイオ農産物開発の相乗効果を狙う生命科学業界の代表的企業。医薬子会社の「G・D・サール」を持つ。抗炎症剤「セレブレックス」が大ヒット

モンサントはこの合併に伴い、本業である化学事業を分離して生命科学路線を選択すると思われていた。その背景に消費者の反発や株主の分離要求があったためである。しかし、合併合意の発表に際し、農業化学部門の分社化は20%にとどめ、残りは合併後の新会社が引き続き保有することを発表した。農業化学部門を完全分離しないこのスタイルに対し株価は急落した⁸⁸。

モンサントは1998年にAHPとの合併が破断して以来、米医薬大手のファイザー、スイス大手ノバルティスと合併交渉を進めていた。だが、いずれも業績不振の農業部門がネックとなり、合併交渉が頓挫していた⁸⁹。しかし、同社が医薬大手と合併し、その際に不採算部門の農業化学部門を分離するとのマーケットの見方は弱まらず、その結果、好調な医薬部門の業績が株価により色濃く反映されモンサントの株価はじりじりと上昇していた。

新会社の株式の51%はモンサントの株主が保有する。モンサント1株に対し新会社株1株、ファルマシア1株に対し同1.19株を割り当てる。

⁸⁷ 2001年1月17日、日経産業新聞

⁸⁸ 日経金融新聞、1999年12月22日

新会社のCEOはファルマシアのフレッド・ハッサン、会長にはモンサントのロバート・シャピロが就任。新会社の医薬部門の本社はファルマシア本社があるニュージャージー州、農業部門の本社はモンサント本社のあるセントルイスとなった。

モンサントは1998年以降、種子販売4社を買収、穀物メジャーのカーギルとバイオ農産物開発で提携するなど、他社に先駆けて農業化学事業の徹底強化に取り組んだ。一方で同事業の負債は60億ドルに膨らんだ

案件5. ファイザー(合併発表1999年11月、合併成立2000年6月)

◇ 買収企業:ファイザー、被買収企業:ワーナーランバート

➤ ファイザー(米):性的不全治療薬「バイアグラ」などの新薬好調

➤ ワーナー・ランバート(米):「リステリン」「クロレッツ」などの有力商品を持っており、

「1999年11月4日、米アメリカン・ホーム・プロダクツ(AHP)とワーナー・ランバートは、対等合併で合意した」と発表した。新会社「アメリカン・ランバート」の医薬品部門の売上高は138億ドル⁸⁹となり、1999年に合併で誕生した英アストラゼネカや米メルクなどを抜いて世界際大手に浮上する。

合併にあたり、ランバート1株に新会社1.4919株、AHP1株に同1株を割り当てて、両社が新会社の50%ずつを保有する⁹¹。

以上の発表があった同日、わずか1時間後に米ファイザーは、ワーナー・ランバートに対する敵対的買収に乗り出すと発表した。買収金額は824億ドルで、医薬業界のM&Aとしては当時世界最大規模であった。買収は株式交換方式で実施し、ワーナー・ランバート1株にファイザー2.5株を割り当てる。直近のワーナー・ランバート株価に30%のプレミアムをのせたことになり、買収総額はAHPの合併総額720億ドルを約100億ドル上回る。ファイザーは10月下旬からワーナー・ランバートに買収を打診していたが、AHPとワーナー・ランバートが合併合意を発表したため、敵対的買収に切り替えた⁹²。

この敵対的な買収提案を、ワーナー・ランバートはすぐさま拒否⁹³した。その理由としては、AHPがパートナーとして最適との主張があった「AHPとの合併が長期的利益に最もかなう」(ワーナー・ランバート・デビング会長)、「製品、地域などいずれの分野でも相互補完できる」⁹⁴(AHP・スタフォード会長)。しかし、何よりもAHPとの対等合併は“対等”であり、しかも合併に伴いデビ

⁸⁹ 日本経済新聞、1999年12月21日

⁹⁰ 1998年実績の合算(IMS)、売上総額は241億ドル

⁹¹ 日本経済新聞、1999年11月5日、朝刊

⁹² 日本経済新聞、1999年11月5日、夕刊

⁹³ 「現時点ではいかなる行動もとるつもりはない」と主張し、「株主や従業員らの長期的な利益に最もかなっている」とAHPとの対等合併を支持した。日本経済新聞、1999年11月6日

⁹⁴ 日経産業新聞、1999年11月9日

ング会長は世界最大の医薬品会社のトップになることが約束されていた。ファイザーとの買収においては、あくまでも買収される側でありそれを避けたいという気持ちもあったと考えられる。

その後、ワーナー・ランバートがファイザーに不快感を示す書簡を送付し、その後には「リピートール」⁹⁵に関するファイザーとの販売提携の解消検討を発表する⁹⁶など抵抗したものの、いずれも株主価値に根ざした意思決定ではないと思われる。

ファイザーは、ワーナー・ランバートとAHPを相手取り、両社の対等合併の差し止めを求める内容の訴訟をデラウェア州地裁に起こした⁹⁷。同時に、ランバートの敵対的買収を進めるため、米証券取引委員会（SEC）に関係書類を提出し、ランバート株主に買収案を直接打診する方向で動いた。しかし、当然のことながら、AHPとファイザーの提案した買収価格の乖離を株主は見過ごすはずはなく、より有利な条件で再編を求める株主からワーナー・ランバートの対応に対し反発が強まった。その結果、ワーナー・ランバートの経営者は方針転換を余儀なくされ、ファイザーとの合併交渉を進めることとした。その後、P&Gがホワイトナイトとなり、ワーナー・ランバートとAHPの2社を買収するという対抗案も出てきた⁹⁸が、この交渉が表面化した後、P&Gの株価が急落⁹⁹したことを受け、同社は交渉を打ち切った。最終的にワーナー・ランバート1株に対しファイザー2.75株を割り当てることで合意。米国の敵対的買収の事例として最高額になった。また、ファイザーの買収に伴い、ワーナー・ランバートはAHPに18億ドルの違約金を支払っている¹⁰⁰。

ファイザーとしては、「アメリカン・ランバート」が医薬品部門の売上高で世界最大手に浮上する見通しとなったことから、危機感を強め、急遽対抗提案を出したと思われる。大型合併がライバル各社の経営陣の焦燥をかき立て、次の再編を引き起こしていると考えられる。当時の米医薬業界関係者は「5%、20億ドル、10社弱」という数字が意識されていた¹⁰¹。医薬業界で生き残るのは、医薬品売上高のシェアが5%以上、新薬開発の年間投資額が20億ドル以上の10社程度に絞られるとの予測である。当時世界最大であったメルクにおいても医薬品部門の世界シェアは4.2%、年間投資額は18億ドル。これが、AHPとワーナー・ランバートの組み合わせならシェア5.5%、投資額30億ドル、ファイザーとワーナー・ランバートならシェア6.3%、投資額40億ドルに

⁹⁵ 年間売上高が40億ドル近くに上るヒット商品。販売利益の45%~50%を受け取るファイザーにとっても主力収益源になっていた。

⁹⁶ 日経産業新聞、1999年11月18日

⁹⁷ ワーナー・ランバートとAHPの合併契約の一部条項の違法性を訴えた過去の訴えを補足修正し、合併そのものの差し止めや、ワーナー・ランバート経営陣の信用責任追及を求める内容も付け加えた。合併契約が第三者による新たな買収提案による自由競争を不当に排除し、株主利益を無視した違法な内容であると訴えている。具体的には、合併破棄の際の最大20億ドルの違約金支払いや相互の株式取得権の設定、両社の経営陣に2000年11月までに合併破棄を禁じた条項などを問題視している。また、その後11月23日にはワーナー・ランバートとAHPの合併が、ファイザーとワーナー・ランバートの間の一部医薬品に関する販売提携に違反するとして合併差し止めを求める訴えをデラウェア地裁に起こした。

⁹⁸ Wall street journal, Jan. 19, 2000

⁹⁹ 新聞報道で合併交渉が表面化した後に同社の株価が一時20%近く下がった。日本経済新聞、2000年1月25日

¹⁰⁰ 日本経済新聞、2000年2月8日

¹⁰¹ 日経産業新聞、1999年11月9日

なり、とりあえず生き残りの切符を手にすることができる。目前で大型合併が進めば、競合のあせりが募るのは当然であろう。

また、株主がファイザーを選んだのも、買収価格だけではない。96年6月の時点でファイザーはワーナー・ランバートが開発した新しいコレステロール抑制薬リピトールに関する販売提携を提案していた。リピトールはいくつかの点で競合企業より技術的に優れていたが、市場では後発組でだった。同様の薬がいくつかすでに上市されており、医師や患者はこれらを利用していたため、ここにリピトールが食い込めるかどうか判然としなかった。ファイザーは技術と市場の両面で不確実性が高いことから、提携が最適と判断した。その後、リピトールの売上が拡大し99年には30億ドルの大ヒット商品に育ったのである。

この買収合戦でもリピトールに関する販売提携でのファイザーの実績、コスト削減策、自社製品であった「ノルバスク」と「リピトール」を統合する可能性など、総合的に判断すれば、ファイザーの立場はAHPよりもはるかに有利であったと考えられる。

案件 6. アベンティス(合併発表 1998年5月、合併成立 1999年4月)

- ◇ 買収企業: ローヌ・プーラン、被買収企業: ヘキスト
- ローヌ・プーラン(仏):
- ヘキスト(独): 総合化学会社として汎用・特殊化学から医薬までの多くの事業を手掛けていた。

ヘキストは、総合化学企業として多くの事業を手掛けていたが、個々の事業単位別に競合企業と比較した場合、コストその他の意味で影響力を持つだけの「クリティカルマス」を確立している事業分野は以外にも少なかった。しかも、当社の主要市場は欧州に偏っていたため、個々の事業の将来を世界規模での競争という観点から見据えた場合、営業基盤を強化しなければならなかった¹⁰²。

案件 7. サノフィ・サンテラボ(合併発表 1998年12月、合併成立 1999年5月)

- サノフィ、仏製薬企業: 仏石油大手のエルフ・アキテーヌ脳血栓治療薬「チグリッド」やてんかん治療薬などで年間8億ドル近い売上の主力商品を持っている。
- サンテラボ、化粧品ロレアルの傘下。

サノフィは欧州で6番目の製薬会社となる。巨額の資金がかかる新薬の開発競争で生き残るには、現在の規模では不十分と認識していた。また、研究開発においては、中枢神経系、血栓症・循環器疾患など互いの得意とする領域で相互補完されている。

合併に伴いサノフィは「イブ・サンローラン」などの香水部門

¹⁰² 許

合併後順調に業績を伸ばしている。要因としては、合併による製品ラインの補完で、中枢神経系、循環器系などの分野で有力な新薬が強化でき、上位 15 製品で売上の半分を稼ぐようになった。ジャン・フランソワ・デュエックCEOはこの合併の目標は「フランスの製薬会社ではなく、グローバル企業になること¹⁰³」としている。とはいえフランス企業同士の合併であるが、この点に関しては、「過去に国境を越えた医薬品企業の合併の事例を見て、成功しているがどうか疑問」とクロスボーダーで合併を行うことの困難性を指摘した。新会社は事業の重点を仏国内ではなく国外においている。新会社は 8.7 億ユーロの研究開発費と約 6 千人の研究者を抱え、世界 6 カ国の拠点で研究を進める体制を敷いた。

案件 8. アストラ・ゼネカ(合併発表 1998 年 12 月、合併成立 1999 年 5 月)

- ゼネカ(英国の大手医薬品会社)
- アストラ(スウェーデンの大手製薬会社): 抗潰瘍剤「オメプラール」が大ヒット

合併により医療用医薬品では世界第 3 位の規模を持つ大型医薬品メーカーとなった。欧州市場が主要なターゲットとなる。新会社の出資比率はゼネカが 53.5%、アストラが 46.5%。本社はロンドンに置き、研究開発部門はスウェーデンに本拠を置き、ロンドン、ストックホルム、ニューヨークに上場した。新会社の社長にはゼネカ医薬品部門担当役人が就任しその他の役人メンバーは両社から半々で選出した。合併形態は対等合併。両社は製品に補完性があるほか、販売部門でのコスト削減効果が大きい。欧州同士でもあり「経営哲学も似ている」との声も聞かれる。

この合併が行われた経緯としては、アストラが 1998 年 3 月に、合併相手を探していることを公表した一方で、ゼネカが 11 月に傘下の特殊化学部門を切り離す意向を示したために、同社の大型合併・買収の観測が強まっていたところで行われた。また、両社とも収益源になっている主力医薬品の特許が 2001 年に切れるため、新薬開発が急務になっており、合併で体力を強化して今後の成長が見込めるバイオ医薬品などの開発を急ぐものと見られる。新薬開発には巨額の投資が必要となってきたが、各国の医療費削減で薬価は上がらず、高収益確保は難しい状況が続いていた。

案件 9. ノバルティス(合併発表 1996 年 3 月、合併成立 1996 年 12 月)

- チバ・ガイギー(スイス):
- サンド(スイス)

1996 年の合併交渉開始から発表までの 3 ヶ月間で、チバ・ガイギーとサンドのリーダーは様々

¹⁰³ 日経産業新聞、1999 年 12 月 17 日、朝刊

な課題を解決した。重要な役職への人材配置、売却する部門の選定、新会社の名称などがこの期間に決定され、関係者にとっては不安定な期間が最短に抑えられた¹⁰⁴。

合併の主な狙いは、医療、農業、栄養の分野へのビジネスの集中と強化、そして 17 億ドルのコスト削減、両社のノウハウ結集による研究開発の強化である。新しい経営スタイルには、チバ・ガイギーのスリムな職制を採用した。

新会社のCEOは医師の資格も持つダニエル・バセラであった。積極的に研究開発投資を行い、米国市場でMRを大量に投入するなど拡大策を進めてきた。一方で果敢に事業整理を行い、余剰人員削減などリストラに取り組んだ。尚、大手会計事務所がスイス主要企業のトップに聞いたアンケートで、バセラは「スイスで最も力のある経営者」に選ばれている¹⁰⁵。

合併当時のチバ・ガイギーとサンドの企業風土は対照的だった。サンドが業績重視の社風を持っていたのに比べて、チバ・ガイギーはスイスの会社らしい、比較的のんびりしたコンセンサス型経営の会社であった。しかし、バセラは、ノバルティスを米国型の経営へと舵取りしていった。

合併後 1 年の間に、純利益とキャッシュフローは急上昇、売上も上昇し 240 億ドル、純利益は 16%上昇し、およそ 40 億ドルにのぼった。1998 年末までは、コスト削減目標の 89%を達成した、と発表している。2 社合計の時価総額は合併発表を受けてすぐさま 120 億ドルはねあがり、760 億ドルとなった、また、合併発表から 1997 年末までに 2 社合わせた時価総額は 100%以上アップしている¹⁰⁶。

当時の株式市場は大型合併に対し好意的に反応していたが、製薬企業がアグリビジネスや栄養食品事業を持つことに対して否定的であった。その背景にはアグリビジネスなどバイオテク利用に関して、先進国では消費者からの反発があり、また、栄養食品も含めて収益事業に育つかは不透明と見られていたことがある。したがって、ノバルティスが 3 つの事業を残す方針を明確にした時、株価は低迷した。株式市場は医薬品事業に特化してほしいとのメッセージを送ってきたのであった。このような考えに対しバセラは、近視眼的と否定しており、バイオテクノロジーの進歩によって、医薬品と食品の境界がどんどんあいまいになっていくとみていた¹⁰⁷。つまりバイオテクノロジーの進歩によって、健康によい機能性食品や農産物が生まれ、やがて 3 つの事業「医薬品・アグリ・栄養食品」はシナジーを持つはずだと考えていた。

今後の M&A に関して

売上高は合併直後に一時縮小したものの、ノバルティスはその後順調に成長した。しかし、バセラは、勝ち残りには医薬品部門で上位 3 位を目指す必要があると考えていた。そのためには、

¹⁰⁴ ハベックら(2000)

¹⁰⁵ 日本経済新聞、2003 年 9 月 8 日

¹⁰⁶ ビッグデール、下、P48

¹⁰⁷ 慶応ビジネススクール、ケース「ノバルティス」

更なるM&Aに前向きに取り組む必要があった。そのターゲットの一つが同じくスイスに基盤を持つロシュである。ノバルティスはロシュの株式 33%を既に保有しており、ロシュとの合併に成功した場合、世界トップ3に手が届くことになる。また、このロシュ株取得に関して「競争相手に同株が渡る事態を避ける狙い」¹⁰⁸とバセラは述べている。

2004年2月には仏サノフィ・サンテラボが仏アベンティスに敵対的買収をしかけた際には、ノバルティスはこれに対抗して同社買収に乗り出し、3月末ノバルティスはサノフィの提示価格470億ユーロを10%程度上回る価格をつけた¹⁰⁹。

「500億ドルくらいの買収資金ならすぐに調達できる」¹¹⁰

2003年売上は、欧州では一桁成長にとどまったのに対し、米国が大幅に伸び、世界の医薬品市場で英国アストラゼネカを抜き5位にあがった。

案件 10. ファルマシア・アンド・アップジョン(合併発表 1995年8月、1995年11月)

- ファルマシア、スウェーデンの製薬大手：抗がん剤や臨床栄養剤、代謝性疾患剤、眼科関連に強い。当時、米国市場でのシェア拡大が懸案であった。当社の大株主はボルボとスウェーデン政府で、両者合算で40%弱の持株比率と高い。
- アップジョン、米製薬大手：感染症剤、中枢神経系用剤、婦人病関連の治療薬で実績をあげていた。また欧州での事業拡大を模索していた。

クロスボーダーの対等合併。本社は「中立地帯」であるロンドン。この本社の移転は、この合併が「対等合併」でどちらが優位なものでもないことを示すためであった。

合併に際しファルマシアのプロムベルグ上級副社長は「新薬開発コストが上昇するなか、合併による資金力の強化で年間10億ドル規模の研究開発投資が可能になる」と述べている。更に両社が地域的にも製品のラインナップでも補完関係にあることから、投資家にとっても有利な合併であることを強調した。当初から非常に組織風土などに違いがあることが懸念されていた。しかし、過去2年間に世界の医薬品メーカー上位13社のうち11社がM&Aを経験しており、規模拡大が急務との考えもあったと思われる。

アップジョンのCEO ジョン・ザプリスキーがファルマシア & アップジョンのCEOに就任し、ファルマシアのCEO ヤン・グベルクが執行権のない会長になったときに対立が表面化した。

協調精神を重んじる経営スタイルに慣れていたスウェーデン人管理職の間に不満が広がり、彼等は次々と会社を辞めていった。

¹⁰⁸ 日経産業新聞、2003年7月1日

¹⁰⁹ アベンティスがスイス企業の手に移るのに難色を示した仏政府の仲介で価格を14%までアップし、サノフィが600億ドルでアベンティスを手中にした。

¹¹⁰ 日経産業新聞 2004年4月28日

その後、スウェーデン側出身の会長がこの社長に引導を渡し、ザブリシ自身も1997年1月に退社し騒動は収まったが、結局、合併当初の経営陣は2年間でほとんどいなくなった。1年かそこらで、株価はほぼ40%減の28ドルにまで落ちた。

1997年、CEOに新しくフレッド・ハッサンが就任した。彼はリストラ計画を発表し、コスト削減、研究開発への投資、セールス人員の拡大をはかった。そして、ファルマシア&アップジョンの利益が順調な伸びを見せるにつれ、1997年第二四半期から1999年第二四半期にかけて株価は2倍以上に跳ね上がった。

当社CEOハッサンによると、「成功に転じた理由は、少数の優先項目に経営資源を集中したことである。当社の場合、それが米国市場での業績回復である」¹¹¹。

このケースは結果的に買収相手の社風や経営スタイルの小さな違いをまったく無視してしまうケースであった。スウェーデンと米国の企業文化は似ているところが多々あるといわれている。しかし、その一方で、習慣や常識にちょっとした違いがある。そして、このちょっとした違いが大きな溝を掘ることがあるのだ。

米国側の厳格な上意下達式の経営スタイルも、スウェーデン側の民主的のコンセンサスをとる経営スタイルとうまくかみ合わなかった。社風の違いを克服するためには何年もかかり、両社の間で軋轢は高まったと考えられる。

ハッサン自身は、自ら現場に出向き、語るより傾聴することに励んだ。面と向かって話しをすることで、ハッサンは自らの言いたいことを伝えられただけでなく、フィードバックを受け取ることができた。そして、フィードバックは、次のプランにすぐ反映されたという。このような手法は単純であるが見習う価値がある。

案件 11. グラクソ・ウェルカム(合併発表 1995年3月、1995年12月)

- ◇ 買収企業:グラクソ、被買収企業:ウェルカム
- グラクソ(英):世界ナンバーワンの売上を誇っていた抗潰瘍剤「ゼンタック」の特許切れが迫っていた
- ウェルカム(英):ヘルペス治療薬「ゾビラックス」の特許切れが迫っていた。

当時の医薬品業界は政府の医療費削減の動きに対応、合併・再編が急展開していた。

案件 12. スミスクライン・ビーチャム(合併発表 1995年3月、合併成立 1995年12月)

- ビーチャム(英医薬品・化粧品大手):米国での事業が4分の1近くの売上を占めるよ

¹¹¹ 日経産業新聞、1999年12月8日

うになり米での拠点拡充を模索していた。また、英国内でタガメットの競合品を企業化したグラクソ社や、バイオを利用した医薬品をもつウェルカム社など競争が激化していた。

- ▶ スミスクライン・ベックマン(米医薬品大手):業績の落ち込みが表面化、対応策として医療機器子会社のベックマンの一部株式公開や、人員削減を実施したが、早急に有望な新薬を投入できる見通しがたらず、株式市場では常に買収のうわさが流れていた¹¹²。当社の業績低迷は、大黒柱であった抗潰瘍剤「タガメット」などの販売落ち込みが大きく影響しており、88年度決算は減収の上、大幅な減益が目立った。

買収企業であるビーチャムは、「タムス」などの大衆薬の有カブランドを多数有し、心臓発作薬や関節炎薬など有望な新薬もいくつか開発中であった。一方のスミスクライン・ベックマンは「タガメット」の地位を、競合であるグラクソの「ザンタック」に奪われ、特許の有効期限(欧州の大半1992年、米国1994年)前に減収に転じていた。その上、新薬候補も特にないため、1988年後半にかけて同社が買収の標的になるとうわさされるようになった。スミスクラインの株価は買収が続いたために上昇し、合併への圧力がマーケットから高まっていた。そしてその後に、ビーチャムとの発表がなされた。株式交換方式の対等合併であり、持株会社「スミスクライン・ビーチャム」の傘下におさまるといふもの。アナウンスメント時点では合併後世界2位の製薬企業であった。スミスクラインの会長であるヘンリー・ウェントが合併後の新会社の会長に就任し、ビーチャム会長のロバート・ボーマンがCEOに就任することになった。この合併の目的は、研究開発の強化もあるがそれはスミスクライン・ビーチャムが合併し理由の一つに過ぎず、他にも大きな戦略的意味があった。当時の製薬企業は、グラクソやロシュ、サンド、ビーチャムなど有力大手に欧州企業は多かった。業績は好調だが、アメリカ市場でのシェアは低く医薬品の世界市場の約30%を占め、しかも他国とは違って薬価規制がない米国市場に強力な地歩を築くことが今後の経営戦略上重要と考えていた。「米国市場に進出しなければ国際企業として重要な核が抜けることになる」このように考え、米国市場へ進出する手段として買収¹¹³が行われた。ビーチャムはスミスクラインとの合併したことで、米国市場参入に初めて成功した企業となった¹¹⁴。

また、合併発表に際し、ボーマン会長は「製品面でも地域面でも両社は極めて補完的である」と合併メリットを強調した。

対等合併という形態をとってはいるが、実際は主力の医薬品が不振のスミスクラインが、かつのビーチャムの建て直し成功したボーマン会長の経営手腕を見込んで任せた面が強い。新会社では、役員の数構成こそ平等であるが、本社はロンドンに取られ、主要ポストである研究部

¹¹² 88年にはスイスのロシュ、フランスのサノフィがそれぞれ買収を試みたが失敗している。

¹¹³ 当時はドルが戦後最安値の水準にあり、また1987年にはアメリカの株価が暴落するなどの金融市場の変動で買収が容易であった。(ビッグディール、下、P31)

¹¹⁴ 米スターリングドラッグの買収合戦においてはロシュは事業を多角化して写真事業への依存度を低めようとするイーストマンコダックに破れ、サノフィも、同様の経緯からAHロビンスの買収に失敗した。

門トップ、経理担当役員、人事担当役員などもビーチャム側にとられている。一方のスミスクラインは会長のポストを得ているが、この役職は「名誉職」に近い¹¹⁵。

また、バーマン会長は翌年2月にはこの合併の効果を「人と資金の面で力をつけることができた。特にR&Dに年間5億ドルをかけられるようになった。これは単に金額だけの問題でなく、世界の重要な領域でR&Dを進めるための基盤が整ったことを意味する」と評価している。また、アナリストからは「同社より3ヶ月遅く合併したブリistol・マイヤーズ・スクイブと比較して対応が遅い」という声が出ている。

また、合併後の統合段階で、1つになった企業が広範で複雑な問題に取り組むために、300に及ぶプロジェクトチームの先頭に立つ約2500人のマネージャーが世界60カ国から任命された¹¹⁶。このような総力を挙げた手段を講じた結果、経営陣における個々の対立が表面化し、初年度の利益は予想を下回る約1億1200万ドルにとどまった。その後、経営陣から数人が退社した、広範で長期にわたるマネジメントプログラムに組織をあげて取り組んだ。1998年には1株当たり利益が10%上昇し、売上高は130億ドルにも上った。

案件13. ブリistolマイヤーズ・ズクイブ(合併発表1989年7月、合併成立1989年10月)

- ▶ ブリistolマイヤーズは:抗がん剤、抗生物質に強く、循環器系薬の拡大は急務であった。
- ▶ スクイブ:年商10億ドル規模の高血圧治療薬「キャポン」を持ち、循環器系薬には強いが他部門がやや弱かった。両社の合併は相互補完となる。

両社とも米国企業であり、主たる機能の多くは米国に集中していた。M&Aに際しては補完によるシナジー効果に加え、余剰人員や重複機能の削減などコスト面での効果も注目された。これに対し当社は89年度決算において7億ドルもの特別損失を計上し、リストラを行った。その後ニュージャージー・プリンストンの工場従業員やニューヨーク本社の従業員など積極的にレイオフを行い収益体質の強化に積極的に努めた。

現在は、業績悪化傾向にあり、株価の下落が続いている当社は、米市場のテコ入れを狙う欧州大手が興味を示しているとされる。

その他(垂直統合)

メルク:川下進出で医薬品のデリバリーに参入

¹¹⁵ 日経産業新聞、1989年4月14日、朝刊

¹¹⁶ ハベックら

米国最大級の製薬企業のひとつ、メルク社によるメールデリバリーのメドコ社買収

メドコの機能の重要な点は、卸、薬局の機能を代替し、しかも「患者が薬局に薬剤を取りに行く」という顧客の活動の一部を担うことで、顧客の活動連鎖に存在する潜在的な不満を充足し、かつ中抜きに夜低価格の実現で価格満足度の解消もしていることである。

メルクはこの買収目的を「製薬業界全体をリモデルする」ためと称していた。

実際のところはメドコ社が持つ患者や処方・治療のデータを駆使して効果的な新薬開発をすることや、自社製品の取り扱いが弱かった急成長チャネル企業メドコにより強い基盤を築くことを目指したという分析もある。

メドコ社のビジネスモデルは、顧客は患者、資源はメールサービスシステムである。同社のオペレーションモデルは製薬企業から薬剤を直接大量に購入することで安価を実現し、注文はメールで、配送は郵便で行う。同社の収入モデルは、他社より仕入れコストの安い医薬品の販売から得られる収入であり、コスト主要因がシステム費用となっている。

メドコ社買収の戦略モデルの前提は、「大きな流通チャネルを持つメドコ社を買収することにより、薬剤採用などの点で自社に有利に働くだらう」と想定したと考えられる。

管理医療の台頭で製薬業界も影響を受けた。各社とも政治的な脅威をはねのけようと努力する一方で、管理医療の世界で競争する方法を探り始めていた。一つの方法が、製薬会社と PBM の合併である。

まじめに動いたのはメルクである。1993年に66億ドルで医薬品流通のメドコを買収することに合意。翌年にはスミスクライン・ビーチャムが同じように医薬品流通のディバーファイドを23億ドルで買収、イーライ・リリー¹¹⁷が41億ドルでマッケッソングループのPBM部門、PCSヘルス・システムズを買収した。ファイザー、ローヌ・プーラン・ローラー、プリストル・マイヤーズ・スクイブの3社は、管理医療機関のケアマーク・インターナショナルと戦略的提携を結んだ。

買収・提携が急がれた理由は単純で、医薬品流通に対する製薬会社の影響力が弱まっており、利益率も低下していたことである。

成立にいたらなかった案件

モンサントとアメリカン・ホーム・プロダクツ 1998年にモンサントとアメリカン・ホーム・プロダクツ (AHP)は350億ドル規模の合併を発表した。モンサントの薬剤やバイオテクノロジー製品の品揃えと、AHPの販売力やマーケティング能力が一体になるというメリットの大きい合併と見えた。1998年10月、合併話は破談になった。両社とも、合併は株主の最善の利益にはならないと判

¹¹⁷ 1997年6月に簿価41億ドルから24億ドルに一括償却。買収額が高すぎたということになる。

断したという以上の詳しい説明をしようとしませんが、実はモンサントの CEO ロバート・シャピロと AHP の CEO ジョン・スタフォードの間に権力争いがあったためと推測されている。また、理想的な相互補完関係にある一方の製品力と他方の販売力が、実は企業文化の面では衝突の原因となった。モンサントはリスクを恐れない大胆な経営で知られているが、AHP はコスト志向の高い経営をする企業だったのである。

