

日本初のメガファーマ誕生のインパクトを検証する

- アステラス製薬と第一三共が合併したらどうなるか -

歴史的に交流のある両社だからこそ

日本の製薬企業トップとして業界を牽引してきた武田薬品工業。2000年代は自社創製の4製品がブロックバスターに成長し、35%超の営業利益率を誇った。同社が世界から注目された理由の1つに、売上高はトップ10に入らないものの、グローバル企業と肩を並べる営業利益率を稼ぎ出すまでの製品を生み出した創薬研究力があつたといえる。しかし、糖尿病治療薬アクトスの特許期間満了による減収に対して、それを補う製品の上市に頓挫、DPP-4阻害剤の上市をもって補うシナリオも崩れ、次の手段として、11年にナイコメッド社を1兆円もの大金で買収に走った。この買収で減収減益回避に目途をつけたかにみえたが、13年3月期の通期決算の説明会では、営業利益は期初予想から大きな減益と発表された。当時の長谷川閑史社長は「1年前にトンネルの向こうに明かりがはっきりと見えてきたと言った。1年たって、その状況は変わっていないが、思ったほどトンネルの向こうの明かりがクリアに見えてきていない」。さらには「当期が業績の底との見方は変わらないものの、谷底の深さは1年前に予想した時よりも深く、回復のスピードも予想より緩やかなものになる」と述べ、V字回復が難しいことを印象付けた。また、この説明会では急激に大きくなった組織を適切にコントロールできていない状況が露呈したとみる市場関係者も多くいた。そして、長谷川社長は社外に人材を求め、グラクソ・スミスクラインで先進国に加えて新興国も担当してきた経歴のある外国人社長を招聘するに至るのである。このように10年以降の武田薬品の経営は切り貼り業績を繕ってきた感拭えず、さらに長年同社を支えてきたキーパーソンが相次ぎ同社を離れ、要職に外国人をこぞって配置する人事

(コーポレートオフィサーは9人中5人が外国人、生え抜きは1人)が目を引くことから「武田薬品はどこに行くのか」「ナイコメッド買収を機に、意思決定機能をスイスに移してしまうのではないか」と危ぶむ声が業界内外で上がっている。

それでも武田薬品の14年3月期の売上収益は1兆6916億円、国内2位の大塚ホールディングス(HD)の1兆4527億円と2000億円以上の開きがあるし、医薬品事業に限れば、武田薬品が1兆6000億円強であるのに対して、大塚HDは1兆円、アステラス製薬は1兆1400億円とそこには大きな差が存在している。やはり、トップ製薬の武田薬品を脅かす存在はいないのであろうか。

そのようななか、アステラス製薬と第一三共の合併を期待する声が医療業界から聞かれ始めるようになった。元々、三共と藤沢薬品は合併を水面下で打診していた間柄であり、また、大塚薬では、ゼファーマが第一三共ヘルスケアに統合されており、両社は歴史的に近い関係にあることも、そのような声が出る背景にあるのだろう。

さらに、今年4月に両社は化合物ライブラリーの相互利用で提携している。契約期間は3年間で、両社それぞれの対象疾患戦略に基づいて構築された質的に異なる化合物ライブラリーのうち、交換可能な約40万化合物への相互アクセスが可能となる。相手ライブラリーから新薬のシーズとなる候補化合物が得られた場合は、契約条件にしたがってすべてのヒト疾患を適応疾患として、その化合物の研究・開発・商業化が可能とされている。

また、アステラス製薬は個人株主を増やすという名目から1株を5株に分割した結果、株価は第一三共の株価に大きく近づいている。また、今年10月1日から全国159カ所ある営業所をエリア戦略の変更に伴い109カ所に集約する。これは期せずして、第一三共の営業所数に近づくことから、

表1 2014年3月期における経営指標の比較

(単位:100万円)

指標	科目	アステラス製薬	第一三共	新会社	武田薬品工業
スケール関連指標	売上収益	1,139,909	1,118,241	2,258,150	1,691,685
	資産合計	1,653,108	1,854,037	3,507,145	4,569,144
	資本合計	1,268,476	1,007,527	2,276,003	2,540,635
利益関連指標	売上総利益	809,281	715,952	1,525,233	1,201,422
	営業利益	116,806	111,552	228,358	139,274
	税引前利益	121,975	99,775	221,750	185,581
	当期純利益	90,874	53,357	144,231	109,558
売上収益性関連指標	売上営業利益率(%)	10.2	10.0	10.1	8.2
	売上税引前利益率(%)	10.7	8.9	9.8	9.4
	売上当期純利益率(%)	8.0	4.8	6.4	6.5
費用関連指標	売上原価率(%)	29.0	36.0	32.5	29.0
	売上販管費比率(%)	34.8	36.9	35.9	32.9
	売上法人税等負担率(%)	2.73	4.15	3.44	2.91
研究費用関連指標	研究開発費	191,460	191,212	382,672	341,560
	同前年比増減率(%)	20.3	3.7	4.8	6.3
	売上研究開発費比率(%)	16.8	17.1	16.9	20.2
キャッシュフロー関連指標	営業キャッシュフロー	214,257	37,304	251,561	148,335
	投資活動キャッシュフロー	▲26,851	▲161,368	▲188,219	▲158,611
	フリーキャッシュフロー	187,406	▲124,064	63,342	▲10,276
資本収益性関連指標	資産合計税引前利益率(%)	7.6	5.6	6.6	3.7
	資産合計当期利益率(%)	5.6	3.0	4.3	2.5
	親会社所有者帰属当期利益率(%)	8.0	5.4	6.7	6.3
効率性関連指標	資産合計回転率(%)	0.71	0.63	0.67	0.39
	有形固定資産回転率(%)	5.66	3.68	4.67	3.11
	棚卸資産回転日数(日)	114	164	139.0	180
安全性関連指標	長期借入金・社債比率(%)	0	22.9	11.4	18.8
	自己資本比率(%)	76.7	52.9	64.8	54.1
	現金および現金同等物残月数	3.2	2.3	2.7	4.7
労働生産性関連指標	従業員1人当たりの売上高(万円)	6,494	3,440	4,967	5,483
	従業員(人)	17,649	32,791	50,440	31,225
	ランバクシー含	-	17,256	-	-
	従業員1人当たりの総利益(万円)	4,611	2,202	3,407	3,894
	従業員1人当たりの営業利益(万円)	6.62	313	160	451
投資価値関連指標	1株当たりの純利益	202.25	86.57	144	135.1
	1株当たりの資産合計	2,842.65	1,392.03	2,117	3,129.63
	1株当たりの配当金	130	60	95	180
株式外国法人保有比率(%)		53.4	31.4	-	28.2

営業面でも互換性がよい状況となった。

そこで今回、大胆なシミュレーション「アステラス製薬と第一三共の合併」を立て、そのインパクトを仮想新会社と武田薬品との比較などから検証してみたい。両社合併のシミュレーションにあたっては、多くの情報が得られる14年3月期のデータを用いている(表1)。なお、あくまで単なるシミュレーションの検証であることに、関係者のご理解をいただきたい。

国内では圧倒的トップに、海外市場は補完関係に

両社の合併(以下新会社)が実現となると国内初の売上収益2兆円を超える製薬企業が誕生し、

新会社は世界製薬企業における医療用医薬品売上高ランキングで9位とメガファーマに位置付けることができる(表2)。

国内では1兆100億円と初めて国内売上げ1兆円を突破する企業となり、武田薬品の7339億円から大きくリードする。足元の国内市場で圧倒的なナンバーワンになれることには、大きな意義がある。医療機関や行政当局への大きなアピールとなり、営業面等で有形無形の追い風を受けることが期待できるからだ。流通においても、武田薬品の取り扱いが少ない卸からは歓迎されるだろう。

一方、海外市場では、米州は5000億円弱、欧州は3500億円弱、市場の拡大が期待できるアジア・

表2 2013年世界製薬企業医療用医薬品売上高ランキング

(単位：100万ドル)

13年 ランク	想定 ランク	社名	国籍	医療用 医薬品	総売上比	総売上高	研究 開発費	増減率	売上比
1	1	ファイザー	米	47,878	93	51,584	6,678	▲11	12.9
2	2	ノバルティス	スイス	43,360	75	57,920	9,852	6	17.0
3	3	ホフマン・ラ・ロシュ	スイス	39,172	78	50,476	10,002	▲3	19.8
4	4	メルク	米	37,437	85	44,033	7,503	▲8	17.0
5	5	サノフィ	仏	37,134	85	43,759	6,335	▲3	14.5
6	6	グラクソ・スミスクライン	英	33,469	80	41,454	6,136	▲1	15.1
7	7	ジョンソン・エンド・ジョンソン	米	28,125	39	71,312	8,183	7	11.5
8	8	アストラゼネカ	英	25,711	100	25,711	4,821	▲8	18.8
9	9	アステラス製薬+第一三共	日	22,066	98	22,543	4,020	-	17.8
10	10	イーライリリー	米	20,962	91	23,113	5,531	5	23.9
11	11	アッヴィ	米	18,790	100	18,790	5,352	3	15.2
12	12	アムジェン	米	18,676	100	18,676	4,083	21	21.9
13	13	テバ・ファーマシューティカル	イスラエル	18,308	91	20,314	1,427	5	7.0
14	14	ブリistol・マイヤーズスクイブ	米	16,385	100	16,385	3,731	▲4	22.8
15	15	武田薬品工業	日	15,333	90	15,981	3,395	2	20.0
16	16	ベーリンガー・インゲルハイム	独	15,075	76	20,100	3,900		19.4
17	17	ノボ・ノルディスク	デンマーク	14,876	100	14,876	2,088	8	14.0
18	18	バイエル・グループ	独	14,858	28	53,328	4,236	6	7.9
19	19	アステラス製薬	日	11,674	100	11,674	2,089	8	17.9
20	20	ギリアド・サイエンシズ	米	11,202	100	11,202	2,120	21	18.9
21	21	第一三共	日	10,392	96	10,869	1,931	0	17.8
22	22	大塚ホールディングス	日	9,128	63	14,396	2,483	51	17.2
23	23	メルク KGaA	独	8,400	57	14,734	1,997	0	13.6
24	24	バクスター・インターナショナル	米	7,355	46	15,259	1,246	8	8.2
25	25	バイオジェン・アイデック	米	6,932	100	6,932	1,444	8	20.8
26	26	マイラン	米	6,857	99	6,909	508	27	7.4
27	27	セルジーン・コーポレーション	米	6,494	100	6,494	2,226	29	34.3
28	28	セルゼイ	仏	5,578	100	5,578	1,500	16	27.0
29	29	エーザイ	日	5,568	92	5,054	1,430	18	23.6
30	30	アラガ	米	5,339	86	6,300	1,042	7	16.5
31	31	UCB	ベルギー	4,530	100	4,530	1,137	▲1	25.1

ドルで公表以外企業は13年年間平均為替レートで換算。

オセアニア他地域では1200億円となり、武田薬品のそれと比較して米国、アジア・オセアニアではリードする。アステラス製薬は中期経営計画で新興国市場への投資を、第一三共も株式を保有するサン社とのパートナーシップを通じて、さらなる発展を図り、中国、ブラジルなどの拠点での新製品の発売やプロモーション強化を推進するとし、両社共に新興国市場を重要地域としている。新会社では新興国市場での売上げが一気に倍増する(表3)。

地域別に製品ポートフォリオを見てみよう(表4)。国内市場では循環器領域に両社共に大型製品が並ぶ。アンジオテンシン受容体拮抗薬についてはアステラス製薬のミカルディスとその配合剤で976億円を売り上げている。第一三共もオルメ

テックとその配合剤で976億円の売上げ。前者は16年12月に日本ベーリンガー・インゲルハイムとの販売契約が終了、後者は17年2月に物質特許期間が満了となる。HMG-CoA還元酵素阻害薬はリピトールとメバロチン、これら2剤にはすでに後発品が発売されて年々売上げは下がっている。泌尿器領域ではアステラス製薬はベシケア、ハルナール、ベタニスと自社創製品が並ぶ。第一三共は評価の高い営業力でハルナールの競合品であるユリーフを114億円売り上げている。

最も相乗効果が期待できるのは、炎症免疫領域と感染症領域であろう。消炎鎮痛剤では選択的シクロオキシゲナーゼ阻害剤のセレコックスは443億円、一般的な非ステロイド性抗炎症薬のロキソニン新剤形のテープ剤を含め593億円と、共に

表3 地域別売上高

外部売上高	地域	アステラス製薬	第一三共	新会社	武田薬品工業
2014年 3月期末	日本	5,306	4,865	10,171	7,339
	ヘルスケア		481	481	-
	米州	2,870	2,114	4,984	4,557
	欧州	2,643	839	3,482	3,871
	アジア・オセアニア他	580	678	1,258	1,149
売上計		11,399	11,182	22,581	16,916
2015年 3月期末予想	日本	5,284	5,080	10,364	
	ヘルスケア		480	480	
	米州	2,892	2,140	5,032	
	欧州	3,056	810	3,866	
	アジア・オセアニア他	687	690	1,377	
売上計		11,920	9,200	21,120	17,250

大型製品となっている。骨粗鬆症治療剤ではボノテオの141億円と成長が期待されるプラリアの32億円である。感染症領域には抗真菌剤ファンガードの123億円。合成抗菌剤のジェニナックとクラビット、それぞれ117億円と335億円。第一三共創製品の抗インフルエンザウイルス薬イナビルは医療ニーズを掴み早くも134億円と100億円製品に成長している。

加えて、すでに後発品が発売されているものに入眠剤マイスリーと統合失調症治療剤セロクエルを大型品に育てたアステラス製薬の中核領域に対する営業戦略の評価は高い。第一三共が11年6月から販売、333億円を売り上げるアルツハイマー型認知症治療剤のメモリーの拡販に貢献するのではないかと。

がん領域ではアステラス製薬は12年10月に発売した前立腺がん治療剤ゴナックス、第一三共は12年4月に販売を開始した骨転移治療剤のランマークの2剤だけとなっている。ただし、ホルモン治療抵抗性前立腺がん患者の85%に骨転移が見られるとの報告もあることからゴナックスとランマークを保有する価値は大きい。ここに新たに去勢抵抗性前立腺がん治療剤イクスタンジが加わった。消化器領域では、アステラス製薬の創製品である抗潰瘍剤のガスターは後発品の影響を受け売上げは年々下がっており、13年6年に発売した機能性ディスペプシア治療薬のアコファイドの成長に期待が掛かる。抗潰瘍剤のネキシウムを542億円売り上げる第一三共の営業力によってアコファ

イドの成長率は高まるとみられる。

米州市場、欧州市場、アジア・オセアニアその他の市場では製品ポートフォリオの重なりはほとんど無い。アステラス製薬は炎症免疫領域、泌尿器領域、感染症領域、がん領域である。ロシユグループに導出した悪性黒色腫治療薬のゼルボ

ラフの共同販促収入があるものの第一三共の守備範囲は循環器領域と言ってよい状況にある。相乗効果はないとも考えられる一方で、競合品同士の食い合いや販売中止がないことも意味する。

特許満了迫るオルメサルタン、ベシケア

第一三共はオルメサルタンが16年から17年にかけて、アステラス製薬の主力製品であるベシケアは18年に特許期間が満了する見込みである。第一三共は主力製品のオルメテック群の特許満了時点の売上げは3000億円を切るレベルとみられる。それを補う候補が自社創製の経口抗凝固剤のエドキサバンである。ただし、競合品のトロンビン阻害薬プラザキサ、第Xa因子阻害薬ではイグザレルト、エリキユースがすでにグローバル市場で販売されている。イグザレルトについては13年にバイエルが9億4900万ユーロ、ジョンソン・エンド・ジョンソンが8億6400万ドルを売り上げて急伸した。経口抗凝固剤として先に市場導入に成功したベーリンガー・インゲルハイムのプラザキサは17億2600万ドル。一方で、エリキユースのプリストル・マイヤーズスクイブ(BMS)の売上げは1億4600万ドルと振るわなかった。

第一三共は、非弁膜症性心房細動に伴う脳卒中および全身性塞栓症の発症抑制に関する国際共同のENGAGE AF-TIMI 48試験(n=2万1105)、深部静脈血栓症または肺塞栓症患者を対象にした国際共同試験のHokusai-VTE試験(n=8292)を実施、有効性と安全性のバランスを持った至適用

表4 地域別領域別主力製品売上げ

(単位：億円)

会社	アステラス製薬			第一三共		
	製 品	薬 効	売上げ	製 品	薬 効	売上げ
	日 本					
循環器領域	ミカルデイス群 リビトール	高血圧症治療剤 高コレステロール血症治療剤	976 624	オルメテック群 アーチスト メバロチン カルブロック	高血圧症治療剤 高血圧症治療剤 高コレステロール血症治療剤 高血圧症治療剤	976 224 215 89
炎症免疫領域	プログラフ セレコックス ボノテオ プロトピック シムジア	免疫抑制剤 消炎鎮痛剤 骨粗鬆症治療剤 アトピー性皮膚炎治療剤 関節リウマチ治療剤	504 443 141 35 32	ロキソニン ブラリア	消炎鎮痛解熱剤 骨粗鬆症治療剤	593 32
泌尿器領域	ベシケア ハルナル/オムニック ベタニス/ミラベト リック/ベットミガ	過活動膀胱治療剤 排尿障害改善剤 過活動膀胱治療剤	307 202 116	ユリーフ	排尿障害改善剤	114
呼吸器領域	シムビコート	気管支喘息治療剤	356			89
感染症領域	ファンガード/マイカミン ジェニナック セフゾン ワクチン	注射用抗真菌剤 経口合成抗菌剤 セフェム系抗生物質 -	123 117 64 350	クラビット イナビル	合成抗菌剤 抗インフルエンザウイルス薬	335 134
中枢領域	マイスリー セロクエル	入眠剤 統合失調症治療剤	282 196	メマリ	アルツハイマー型認知症治療	375 333
消化器領域	ガスター	抗潰瘍剤	257	ネキシウム	抗潰瘍剤	542
腎臓領域	アーガメイト キックリン	高カリウム血症改善剤 高リン血症治療剤	61 14			
がん領域	ゴナックス	前立腺がん治療剤	25	ランマーク	骨転移治療剤	81
その他				オムニバーク	非イオン性造影剤	197
	米 州					
循環領域	アデノスキャン・ レキスキャン	心機能検査補助剤	618	オルメテック/ベニカー/ エイゾール/レザルタス ウエルコール エフィエント(共同販促収入)	高血圧症治療剤 高コレステロール血症治療剤 抗血小板薬	1,123 423 154
泌尿器領域	ベシケア ベタニス/ミラベト リック/ベットミガ	過活動膀胱治療剤 過活動膀胱治療剤	581 145			
がん領域	イクスタンジ タルセバ	前立腺がん治療剤 抗腫瘍剤	451 289			
腎臓領域				ヴェノファー	貧血治療剤	249
感染症領域	ファンガード/マイカミン	注射用抗真菌剤	117			
炎症免疫領域	プロトピック	アトピー性皮膚炎治療剤	117			
	欧 州					
炎症免疫領域	プログラフ プロトピック	免疫抑制剤 アトピー性皮膚炎治療剤	708 71			
泌尿器領域	ベシケア ハルナル/オムニック ベタニス/ミラベト リック/ベットミガ	過活動膀胱治療剤 排尿障害改善剤 過活動膀胱治療剤	408 194 21			
感染症領域	ファンガード/マイカミン ディフクリア	注射用抗真菌剤 クロストリジウム・ディ フィシル感染症治療薬	86 13			
がん領域	エリガード イクスタンジ	前立腺がん治療剤 前立腺がん治療剤	183 95			
循環領域				オルメテック/ベニカー/ エイゾール/レザルタス エフィエント(共同販促収入)	高血圧症治療剤 抗血小板薬	656 47
	アジア・オセアニアその他					
炎症免疫領域	プログラフ プロトピック	免疫抑制剤 アトピー性皮膚炎治療剤	250 26			
泌尿器領域	ハルナル/オムニック ベシケア	排尿障害改善剤 過活動膀胱治療剤	149 38			
感染症領域	ファンガード/マイカミン	注射用抗真菌剤	34			
循環領域				オルメテック/ベニカー/ エイゾール/レザルタス	高血圧症治療剤	583

網掛けは自社製品またはロイヤリティー支払いのない製品

量を確認できたこと、国内7万人の投与実績に基づく安全性データの蓄積の結果から、エドキサバンをベストインクラスの薬剤に育てたい考えである。しかし、経口抗凝固剤としては4番手であり、一刻も早く薬剤を浸透させるための販促を積極的にしたいところ。特に、米州と比較して弱い欧州と新興国での売上げを伸ばすのであれば、アステラス製薬の販売網の活用は効果的に映る。

ベシケアは特許期間満了時には1500億円の売上げとなっていると推定される。抗がん剤のイクスタンジの追加適応症の取得が順調であれば、2500億円を超える製品になるであろうから、売上げ面では穴埋めできる。ただし、イクスタンジは導入品であることから利益率は低いと考えられる。アステラス製薬が成長するためには、さらなる収益源が必要である。抗がん剤のパイプラインの充実、海外の感染症領域、国内の循環器領域および炎症免疫領域の新製品の導入時の販売促進活動の強化など第一三共の営業力は大いに活用できる。

一方で重複している領域もある。国内の糖尿病治療薬とワクチンである。アステラス製薬はスーグラをSGLT2阻害剤としては国内で最初に発売している。第一三共は、田辺三菱製薬のDPP-4阻害剤テネリア、SGLT2阻害剤カナグルを共同販売する。ワクチンでは両社ともに350億円程度の売上げである。アステラス製薬は化学及血清療法研究所、UMNファーマ、第一三共は北里研究所と合併会社の北里第一三共ワクチン、グラクソ・スミスクラインとの合併会社ジャパンワクチンを設立している。

目指す企業像にはズレも

ただし、両社が掲げる経営ビジョンを見ると、目指す企業像には違いがある。アステラス製薬が目指すのは移植領域や泌尿器領域といった重点領域でのグローバルカテゴリーリーダー。GSKやノバルティス、BMSといったメガファーマが目指している企業像同様、特定領域でのトップシェアを確立することで競争優位を保ち、企業価値を高めようというものだ。一方で、総合的なヘルスケア

企業を目指す第一三共では、世界的にこの領域では負けないという領域が未だ確立されていない。世界に誇るメバロチン、オルメテックというブロックバスターを世に送り出してきたノウハウを生かし切れず、高脂血症領域でも降圧剤領域でも、その後に続く製品が生まれていない。合併後新しく開発後期に入ったものはほとんどなく、導入品を見るとネキシウム、メマンチンと国内でのその場しのぎの感も残る。新薬のプラスグレルについては、12年に発表されたTRILOGY-ACS試験で当然勝ると予想されたクロピドグレルに主要評価項目で優越性を示せず、クロピドグレル側にオウンゴールを与えてしまい、以来あまり意気が上がってこない。

アステラス製薬にとっては、開発部分でのメリットを見出しにくいところだ。ただし、ランバクシーを切り離して大きなリスクがなくなったことや、オルメサルタンのパテントクリフを現状の株価は織り込んでいることも事実である。

強いて開発面での両社合併のメリットを見出すとすれば、第一三共にとっては1人で頑張るつもりのエドキサバンのLCMに要する費用の捻出先が確保でき、他のR&Dパイプラインの進捗への影響を軽減できることであろう(かつて第一製薬が三共との合併によってエドキサバンの開発費用を賄うことができたように)。また、アステラスにとってみれば、自社開発品の経口直接的FXa阻害剤ダレキサバン(YM150)について、欧米でフェーズII試験を行っていたほか、下肢整形外科手術施行患者等における静脈血栓塞栓症予防を適応症として、日本とアジアでフェーズIII試験を行うなど、グローバルで開発を進めてきたが、現在、全世界での開発を中止していることから、FXa阻害剤のエドキサバンを入手できることは歓迎すべきことかもしれない。

また、合併によりがん領域のパイプラインは充実する。第一三共が買収したU3ファーマとプレキシコンだ。現在フェーズIIの段階であるが、グローバル展開が可能な品目であることから注目される候補である。導入品であるが海外展開のチ

パンチニブ、国内でのニモツズマブとデノスマブがフェーズⅢにある。加えて、慢性疼痛治療薬のDS-5565、神経因性疼痛のASP8477とともに自社製品で、海外展開をしている。疼痛治療薬では、ファイザーのリリカの売上は45億9500万ドルになるなど未だ医療ニーズがある領域である。

関連指標で見る新会社の経営力

次に各種経営指標から、合併した場合の新会社の収益力をシミュレーションしてみたい。

スケール関連指標：「規模は力なり」という言葉通り、経営指標として規模は重要な指標でもある。そのうちの売上収益は、利益を生み出す源泉であり、最も重要な経営指標となっている。14年3月期の売上収益を見ると、アステラス製薬は1兆1399億円、第一三共は1兆1182億円であり、単純合算で新会社の売上収益は2兆2581億円となる。武田薬品のそれは1兆6916億円であるから、新会社の売上収益は5000億円も上回ることになる。15年3月期の計画では、新会社は2兆1120億円の売上収益。減収となるのは、第一三共が品質問題の解決ができないランバクシー・ラボラトリーズをサン・ファーマシューティカル・インダストリーズに売却するためだ。一方、武田薬品は売上収益1兆7250億円を計画する。

財務規模を評価する資産合計については、新会社で3兆5000億円、武田薬品よりも1兆円低いレベルとなる。一方で少ない資産を使って高い収益を生み出すのであれば、効率性が高いと判断できる。成長戦略を展開するにあたり重要な要素である資本合計は、新会社で2兆2760億円、武田薬品は2兆5000円と均衡する。

利益関連・売上収益性関連指標：国際会計基準では、営業利益に一過性の費用が計上される。一方で、のれん代の償却が不要であり、研究開発費の一部も資産計上され、相殺されることになる。期間利益の基本となる営業利益は、新会社で2283億円、武田薬品は1392億円であった。売上げ営業利益率は、それぞれ10.1%と8.2%で、売上げ当期純利益率は6.4%と6.5%。これらの数字は新会社

の課題を物語っている。2兆円前後の売上高のメガファーマの13年の当期純利益率を見ると、アストラゼネカは10.0%、イーライリリーは20.3%、アッヴィは20.2%、BMSは15.7%と2ケタの利益率となっている。

費用関連指標：新会社の低い収益性の原因は、原価率が32.5%、研究開発費を控除した販管費比率が35.9%と高いためだ。アストラゼネカの原価率は20.5%、販管費比率は特殊事情で前年から12.4%ポイント上昇した48.7%、イーライリリーではそれぞれ21.2%、30.8%、アッヴィのそれは24.4%と28.5%、BMSは28.2%と30.1%となっている。

研究費用関連指標：研究開発費は最大の経費である一方で、製薬企業の命綱でもある。成長のための先行投資の性格を持っており、一般管理費とは区別される必要がある項目だ。アステラス製薬と第一三共の合併における最大の効果の1つは、研究開発費が倍増となることだ。単純合算で3600億円の規模の金額を投資できる。スケールメリットによって研究開発の効率向上が期待できる。アステラス製薬の中期経営計画では、研究開発費比率を概ね16%としている。この数字を当てはめれば3600億円、18%であれば4000億円、20%であれば4400億円を研究開発に投資できる規模の会社になるわけだ。

キャッシュフロー関連指標：現金の動きを示すキャッシュフローのうち、営業活動を通じた現金収支を示す営業キャッシュフローは新会社で2515億円。営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの合計であるフリーキャッシュフローは営業活動で得た現金収入で事業継続・成長に必要な資金を賄っているのかどうかを見る指標である。プラスであればキャッシュベースの利益が蓄積されたことになる。新会社のフリーキャッシュフローは633億円のプラスとなる。

効率性関連指標：売上収益を資産合計で除した資産合計回転率は「過大資本か否か」、売上収益を有形固定資産で除した有形固定資産回転率は「過剰設備か否か」、棚卸資産を売上原価で除して36%

を掛けた棚卸資産回転日数は在庫状況を示す指標だ。それぞれ、新会社では0.67回、4.67回、139日と武田薬品の0.39回、3.11回、180日を上回るものの、武田薬品の値は国内大手5社の中では最低となっており、新会社は、すべての指標で国内大手5社の平均値よりも高い値を取る。

安全性関連指標：長期借入金・社債を資産合計で除した長期借入金・社債比率、自己資本を資産合計で除した自己資本比率は資産の構成を示すものだ。新会社のそれは11.4%、64.8%であり、武田薬品の18.8%、54.1%を上回る。現金および現金同等物を月換算売上収益で除した現金および現金同等物残月数は非常時に対応できる資金力を示す。新会社は2.7カ月、武田薬品は4.7カ月。武田薬品が現金および現金同等物の絶対値の大きさから勝る結果となっている。

ナショナルフラッグ企業誕生への期待

2005年4月に山之内製薬と藤沢薬品工業の合併によってアステラス製薬が、同年9月に三共と第一製薬が経営統合し第一三共が発足した。「10年一昔」といわれるが、まさに製薬企業が置かれた環境を示している言葉となった。最近では新薬開発により投資が必要となるなど、製薬企業のほとんどが中期経営計画の大きな未達成となるなど、各社の見通しの甘さが露呈している。それだけ変化が激しいということだろう。

その中で、先の4社オリジンの主力製品も特許期間満了を迎え、海外はもとより国内でも後発品に押され始めているがアステラス製薬も第一三共も、勝ち組としてとりあえずこの10年間を乗り越えてきたのは合併を実行したからだろう。もしも4社が独自路線を取り、個別に会社経営をしていたとするならば、現状よりも厳しい立場にあったであろう。

アステラス製薬の畑中好彦社長は、東洋経済のインタビューで「買収の標的になるくらいの会社になりたいと思っている。アステラスの名前がなくなっても構わない」とまで言い切っている。通常であれば、多くの柵がある中で思っているも言

える発言ではない。一方、第一三共の中山譲治社長はサントリー取締役、第一サントリーファーマ社長などを経て、10年4月に第一三共副社長執行役員、同年6月に社長就任した。買収された側からの社長抜擢は異例の人事ともいえる。サントリーの企画部課長時代には、脱ウイスキー依存という将来ビジョンを当時の佐治社長に提出した逸話がある。自分を守るための提案はしない人で知られる。両経営者の私心を滅して大業を成そうとする器の大きさも、合併の憶測を呼ぶ要素といえるだろう。

現状、無借金経営でキャッシュフローが積み上がるなど経営指標が良いアステラス製薬であるが、ついに同社の株式外国法人保有比率は53%を超えた。外資企業からの買収リスクが高まる中、第一三共と一緒にすることで、結果として外国人保有比率は下がることになる。一方、第一三共は未だに旧第一製薬と旧三共との勢力均衡に配慮する人事（役員や営業所長の人数均衡）に見られるように、完全な融合が進んでいない状況であり、アステラスとの合併で、そのようなしがらみを一気に吹き飛ばすことになるのではないだろうか。

国内市場では医療費・薬剤費抑制という国策の煽りを受け、長期収載品で収益性を維持するビジネスモデルは終焉を迎えようとしている。一方で、世界屈指、アジア唯一の創薬国である日本の製薬産業は、間違いなく将来の日本の基幹産業になるポテンシャルを秘めている。だからこそ、いま、世界で勝ち残れる日本の製薬企業の誕生に多くのステークホルダーの期待が集まる。今回、1つのシミュレーションとしてアステラス製薬と第一三共の合併のケースを検証してみたが、どのような組み合わせであれ、日本初のメガファーマの誕生は、その心意気とともに明るいニュースとして歓迎されるであろうし、その動きが起爆剤となって、一気に業界が再編へと進むこともあり得るだろう。そして、日本の製薬業界の盟主である武田薬品のグローバル化という名の外資化が懸念されるなか、なにより新たなナショナルフラッグの誕生に期待を寄せているのは国なのかもしれない。