

# ポートフォリオ・マネジメントによる企業再生

—ドイツ Bayer 社の事例—

榎 本 勉\*

## はじめに

第二次大戦後ながらく、アメリカの DuPont, Dow と並んで、ドイツの総合化学3社、BASF, Bayer, Hoechst が世界の化学業界をリードしていた。この3社はともに創業百数十年の歴史を持ち、第二次大戦中に一時 IG Farben に統合されていたが、戦後 1952 年に再分割されたものである。以来、3社とも総合化学メーカーといわれるのにふさわしい広い製品構成を有し、その規模（1995 年、売上げ高約 3 兆 5 千億円、従業員数 15～18 万人）、技術力、販売力、高収益体質を誇っていた。また、19 世紀から世界への輸出に力を入れ、二度の大戦で壊滅的な被害を受けながらも、国外に投資、販売拠点、生産基地を構え、グローバル化を進めた。1980 年代にすでに国外売上比率が 80% を超える国際的企業であった。

長年、安定していた3社の経営にも、ここ 10 年ほど前から変化が現れてきた。それは市場からの圧力に端を発している。それは一言で言えば、「総合化学」というビジネスモデルは株主利益にとって最善のものかということであった。この場合の「総合化学」とは基礎化学品、機能性化学品

から高分子材料、医薬・農薬にいたる広いスペクトルの商品を持ち、川上（石油化学）から川下（製剤、プラスチックの成型など）まで、製品の販売はすべて世界中に展開した自前の営業ネットワークを通じ、また、基礎研究から技術サービスまでをカバーするビジネスモデルである。

この化学という、科学としても、産業としても、きわめて基盤的な分野において、多角化し、国際化するという戦略に限界が来たのではないか。具体的には医薬、農薬といった高収益ではあるが、研究開発に多大な投資を要し、ある意味ではリスクな事業と、売上規模は大きい、成熟し、市況に左右されやすく、また商品によっては（例えば染料）途上国メーカーの追い上げが激しい化学製品事業を一つの傘の下で経営することが正当化されるのかという議論であった。

90 年代末、3社はそれぞれ別々の方向を模索始めた。Hoechst は医薬・農薬に集中、最終的には医薬専門となり、BASF は化学に特化、さらに川上の原料指向から資源エネルギー事業に向かった。一方、Bayer は総合化学という枠組みを最後まで崩さずに成長、高収益を目指す方向を選択した。

## 1 総合化学経営

元来、Bayer は3社の中で最もファインケミカルス（機能性化学品）に強いとされ、化学品、エンジニアリング・プラスチック、特殊ゴムに代表される機能性高分子材料、農薬、医薬の4本柱経営が順調であった。しかし、近年、医薬・農

2007 年 11 月 30 日受付

\* 江戸川大学 経営社会学科教授 多国籍企業経営論

キーワード：化学業界（Chemical Industry）、医薬品業界（Pharmaceutical Industry）、農薬業界（Agrochemical Industry）、エンジニアリング・ポリマー（Engineering Polymers）、ポートフォリオ・マネジメント（Portfolio Management）、バイエル（Bayer）

**Table 1 Business Portfolio as of 2000** (unit: EU mio)

	sales	share	EBIT	share
Bayer group	29,156	100%	3,613	100%
Health Care	10,028	34.4%	1,476	40.9%
Agriculture	3,455	11.9%	558	15.4%
Polymers	11,398	39.1%	1,137	31.5%
Chemicals	4,275	14.7%	442	12.2%

Source: Annual Report 2000  
 continuing operations only, excluding reconciliation  
 total sales 30,971, EBIT 3,287 including reconciliation

薬事業をさらに伸ばすにはその規模、国際競争力が十分でなく、分離・独立させるか、買収するか、されるか、また、化学品事業は十分な収益性を維持できるのかが、常に市場の話題となっていた。2000年当時、Bayerの選んだ戦略は「総合化学」の枠組みの中での「選択と集中」であり、ポートフォリオ・マネジメント、各SBUでの利益管理とコスト効率の重視、いわば従来からの企業アイデンティティを維持しながら、個々のSBUの事業内容を国際競争力のあるものとしていくことであった。

しかし、2001年に、思いがけぬ事故に遭遇し、一時は基幹事業の身売りの危機にまでさらされることになった。その後、自社開発と買収の両面での大胆なポートフォリオ・マネジメントを行い、経営危機を乗り越え、2006年、漸く再生のめどをつけるにいたった。

2000年のBayerの売上高(sales)はEU<sup>(1)</sup> 30,971 mio(約4兆6,500億円、対前年度比+13.4%)、営業利益(EBIT)<sup>(2)</sup>、純利益(net income)はそれぞれEU 3,287 mio(対売上比率10.6%)、EU 1,816 mio(対売上比率5.9%)と、いずれも業界トップレベルであった。年末の株価は56.25ユーロ、1株当たりの配当は1.40ユーロ、配当性向は56%と7年連続の上昇であった。株主利益をきわめて重視する経営を行っていたといえる。

Table 1は2000年のBayerの事業ポートフォリオを示す。売上の事業分野別の構成比は医療分野(Health Care) 34%、農業(Agriculture) 12%、高分子材料(Polymer) 39%、化成品(Chemicals) 15%であり、「総合化学経営」を標

榜するに十分なバランスの取れた構成といえる。

しかし、その総合化学経営の内容は、医・農薬が売上で46%、営業利益では56%を占めており、医・農薬の高収益性(EBIT対売上比15%超)と医薬の高成長(対前年度売上比+20%)に将来がかかっているとも言えた。高分子材料、化学品も2000年は好業績を上げたが、すでに市況、原料の価格に大きく依存する体質は表面化していた。問題はグループとして市場平均を上回る成長性と10%を超えるEBITを安定的に保てるかであり、このポートフォリオを維持することが経営的にベストかどうかであった。

客観的には総合化学経営の将来性は必ずしも樂觀できないというのが2000年当時の市場の見方であった。たとえば、Bayerの業績も1980年代には売上の年成長率は安定して5%を上回っていたが、90年代に入ると平均2.7%と半分程度に低下し、2桁成長の年があれば、マイナス成長の年も4度あるという状態であった。

また、研究開発重視、新製品の自社開発を社として、この10年間、設備、研究開発にそれぞれ、毎年売上げの10%近い投資を続けてきたが、必ずしもその成果は十分とはいえなかった。従業員数は1990年の171,000人から2000年の122,100人と約50,000人が削減されたが、収益性に十分反映しているとはいえなかった。

この当時、Bayerグループには24の事業部(医療3、農薬2、ポリマー6、化学品6、事業子会社7)が存在し、これをSBU<sup>(3)</sup>とし、事業運営の責任は事業部長、子会社社長にあり、独立にボードにリポートする組織になっていた。この独立性

Table 2 Business Development 1990-2000

(unit: EU mio)

	1990	1992	1994	1996	1998	2000
sales	21,292	21,063	22,200	24,853	28,062	30,971
growth rate per year	n.a.	-2.80%	5.90%	9.00%	-0.20%	13.40%
sales outside Germany	78.3%	78.7%	81.6%	82.2%	83.6%	85.6%
operating result (EBIT)	1,816	1,419	1,656	2,306	3,155	3,287
return on sales	8.5%	6.7%	7.5%	9.3%	12.6%	10.6%
net income	973	799	1,029	1,405	1,615	1,842
capital expenditures	1,885	1,462	1,794	1,931	2,703	2,647
R & D expenses	1,400	1,583	1,624	1,845	2,045	2,393
number of employees	171,000	156,400	146,700	142,200	145,100	122,100

Source: Annual Report 1999, 2000

は強く、グループの経営に機動性を欠いているとの批判が出ており、また各事業の透明性は必ずしも十分ではなかった。

この年発表された経営戦略<sup>(4)</sup>では医療(Health Care)、農業・農薬(Agriculture、後に Crop Science と称する)、高分子(Polymers)、化学品(Chemicals)の4分野に事業を分類、集約し、その中で各SBUを基幹、成長、開発、問題ビジネスに色分けし、それぞれ最適な戦略をとる。基幹、成長ビジネスとされた事業はコアであり、競争優位を確保し、それぞれのマーケットでリーダーを目指す。問題ビジネスは常に業績によってレビューされるものとした。問題ビジネスとされていた創業の染料事業をHoechstとの合弁に分離(1998年、その後、売却)、アクリル合成繊維事業は売却された(2001年)。この時点ではそれぞれのSBUの対象マーケットは比較的狭い市場セグメントであり、そこでの競争優位をどう確保するかが議論された。

医薬・農薬事業(ライフサイエンス)はBayerにとっての大黒柱であり、将来的に有機的成長(自社開発)により世界のマーケットにおいて競争できるものとされ<sup>(5)</sup>、2000年のグループR&D投資はEU 2.4 bio、その80%が医・農薬に投入された。しかし、業界標準からするとBayerの医薬・農薬事業の規模(売上EU 13.5 bio、約2兆円)も、したがって、研究開発投資も絶対額は必ずしも十分とはいえない。

研究開発投資のライフサイエンス、医薬・農薬

分野への傾斜を強化するとともに、1998年から2001年までの4年間で、年間平均EU 3.25 bio(約500億円)の中・小の買収を行い、主として医・農薬の製品ラインの補強に努めた(除草剤FLINT、MIKADOの取得など)。また、2000年には高分子事業の強化のため、EU 2.6 bio(約4,000億円)でポリウレタンの原料、ポリオール事業を買収、取得した。この結果、ポリウレタンの世界シェアは25%でトップとなった。

一方、研究開発費、買収の原資とするため、非コア事業を上場、売却し、資金を調達した。写真材料分野の子会社Agfaを上場、持株の売却、ピグメント事業の合弁、石油化学原料の合弁などから撤退した。

## 2 経営危機、リストラクチャリング

好決算の2000年の翌年はBayerにとって多事、多難の年となった。2001年8月、ブロックバスター<sup>(6)</sup>に成長しつつあった新薬のBaycol(高脂血症治療薬)が重大な副作用によって市場からのリコール、自主的な撤退を余儀なくされた。医薬事業ではいくつのブロックバスターを持つかで競争優位がきまる。新しいブロックバスターとして、Baycolに期待をかけ、医薬事業の新たな柱にしようとしていた矢先であった。

この件は訴訟問題を引き起こし、以後数年間にわたって、収益に大きな影響を与えることとなり、処方箋医薬品(pharmaceuticals)事業への打撃

は大きく、一時は事業の存続自体が危ぶまれるまでになった。Bayer は創立以来の苦境に立つことになる。

農薬事業は最も収益性の高いコア事業として、自社開発と中・小規模の買収によって製品ラインの拡充と収益性の向上を図ってきており、それなりの成果を挙げてきた。しかし、製品ポートフォリオとしては三大農薬のひとつ、除草剤を欠き、また規模的にも十分満足できるレベルではなかった。

2000年、ちょうど世界が9.11の衝撃を受けていたとき、農薬分野で大きな買収案件が出現した。それはHoechstの医・農薬部門を引き継いだAventisの農薬事業（Aventis CropScience、以下ACSと略す）の買収の可能性であった。買収金額はEU 7.8 bio（約1兆2,000億円）、Bayerグループの年間売上上の約25%に相当、農薬事業の年間売上げの約2倍である。ACS買収は農薬事業のポートフォリオ上の弱点を補強し、念願の世界ナンバーワンへのチャンスであり、Bayerとしてはこれを逃すわけにはいかなかった。2001年秋、BayerはACS買収を決定した。

しかし、前述の薬禍問題に火がついた時期であり、財政的にも大きな負担となることは明らかであり、きわめて重大な経営上の決断を必要とした。ここでBayerとしては従来の戦略を大幅に見直し、抜本的な事業の再編を行わざるを得なくなった。悪化する財務バランスの改善、農薬事業における効率のよい事業統合の実現が、医薬事業の再建と並んで経営上の急務となった。

2002年4月の株主総会においてBayerは大幅な組織変更とより大胆なポートフォリオ・マネジメントによる企業体質の改善の加速を決定した。全事業分野を整理し、持株会社の下に法的には独立した株式会社（AG）、Bayer HealthCare（医療事業）、Bayer CropScience（農薬事業）、Bayer Polymers（高分子材料事業）、Bayer Chemicals（化学品事業）の4事業会社と旧来のスタッフ部門からなる3サービス会社（Bayer Business Services, Bayer Technology Services, Bayer Industry Services）を設立する。持株会

社の役割は全体の戦略、業績の目標設定、財務運営、経営層の人材育成の4項目であり、いわゆるファイナンスホールディングではなく、マネジメントホールディング<sup>(7)</sup>であるとした。

ライフ・サイエンス分野（医療・農業）では買収・提携戦略（inorganic growth）を進めると同時に、農薬、ポリマー分野の現業では製品の選択と集中を進め、自社開発と生産規模の拡大による有機的成長（organic growth）を目指す。一方創業の事業である化学品事業では提携・売却の可能性を模索し、撤退することを最終目標とする。この組織変更にかかる時間は約1年、新会社設立は2003年秋という目標が立てられた。

この頃、Baycolの副作用に関連する訴訟<sup>(8)</sup>は数千件を超え、なお増加しつつあった。2001年に58ユーロをつけたBayerの株価は2003年3月には10ユーロにまで下落した。ちょうど米国で最初のBaycolの裁判が始まった時期であった。これから50ユーロの大台を回復するまでに4年の時間を要することとなる。2003年6月、Moody'sはBayerの格付けをA2からA3に引き下げた。

一方、ACSの買収は2001年に合意、当局の認可後、事業統合のため、2002年4月に新会社Bayer CropScience AGを他分野に先駆けて設立。売上高、約EU 6 bio（対2001年比EU 2 bio増）、従業員数約22,000人の新会社は農薬で世界のリーダーとなった。

Polymers AG（後にMaterialScience AGと改称）ではすでに業界トップであるポリウレタンとポリカーボネートの二製品に集中的に設備投資し、技術、規模の利点を生かしてリーダーとしての地位を確保する。一系列30、40万トンを超えるような巨大プラントを建設し、コスト競争力を強化した。

問題はHealthCare AG（医療分野）であり、中でも処方箋医薬品事業である。ここではBaycolの販売停止に関する後遺症から一日も早く脱すること、OTC（非処方箋薬品）<sup>(9)</sup>、動物用薬品、診断分野を一体とし、必要最小限の規模、利益を確保すること。新薬開発は自社開発だけでなく、業務・資本提携した外部の組織との共同作

Table 3 Sales Growth by Acquisition of Aventis CropScience (2002)

(unit: EU mio)

CropProtection	2001	2002	2003	2004
sales	2,838	4,002	4,801	4,957
EBITDA*	n.a.	520	1,091	1,219
EBIT*	464	-108	342	492
return on sales	16.3%	-2.7%	7.1%	9.9%
gross cash flow	502	516	860	893

Source: Annual Report 2002, 2003, 2004  
EBITDA\*, EBIT\*: before special items

業にも期待する。

新組織の実現を前に過去の負の部分を一掃するために2003年決算で減損処理、評価替えにEU 1,927 mio (約2,900億円)、リストラクチャリング、一部資産の償却にEU 508 mio (約760億円)を計上、2003年には特別損失は合計で、EU 2,585 mio (約3,900億円)に達した。その結果、2003年の決算は1864年の創業以来、初めての赤字を記録した。営業利益(EBIT)はマイナスEU 1.20 bio、税引後の損失はEU 1.35 bioであった(Table 5)。

グループとして、2005年までの4年間でEU 2.5 bio (約3,500億円)削減の合理化計画をスタートさせ、2002年には運転資本をEU 3 bio以上カット、その結果、ネットキャッシュフローを大幅に増加させた。財務的にはACS買収でEU 15 bioまで増加した債務をEU 6 bio減少させ、EU 9 bioとした。また、子会社の香料分野のHaarmann&ReimerがEU 1.7 bioで、Agfa株(30%)はEU 714 mioで、社有の不動産会社がEU 528 mioで、それぞれ売却され、合計約EU 3 bioの資金が調達された。

2004年時点で継続事業としてHealthCare, Crop Protection, Polymer Materialの3分野の売上規模はそれぞれ、EU 8,058 mio (約1兆2,000億円)、EU 5,946 mio (約9,000億円)、EU 8,597 mio (1兆3,000億円)、グループ売上はEU 23,278 mio (約3兆5,000億円)であった。

### 3 ポートフォリオ・マネジメントによる事業再編

2004年は持株会社設立、分社化のつめのプロセスが進められた年であった。農薬分野のBayer CropScience AGに続いて、医療分野でBayer HealthCare AG、ハイテク高分子材料分野でBayer MaterialScience AGがそれぞれスタートした。この3分野にすべての財務、経営力のリソースを集中し、成長と高収益を同時に実現するという戦略である。その狙いはグループの機動力の向上、コア事業への特化、経営の透明性の向上の3点である。

2002年の農薬分野のACSの買収・統合で農薬の売上は2001年から2004年で2.2倍となった(Table 3)。農薬事業は統合後、除草剤、殺虫剤、殺菌剤の各分野で世界ナンバーワンの地位に近づいた。同時に、研究開発に活発な投資を継続し、2000年以来5年で、16の新規化合物の登録、上市を果たし、農薬分野では完全に世界のリーダーとなった。しかし、収益性は買収以前の水準にはるかに及ばず、近い将来の研究開発、生産、販売の統合の相乗効果に期待がかけられた。

また、医療分野の非処方箋薬品(OTC)でこの時期、第二の大型買収<sup>(10)</sup>を行った。この分野は1898年発売の世紀の薬といわれるAspirinを擁し、もともとBayerの強い分野であったが、2004年に新たにスイスRocheのOTC事業をEU 2.4 bio (約3,600億円)を投じて獲得、強化を図った。これでBayerのOTCビジネスは世界

Table 4 Sales Growth by Acquisition of Roche OTC (2004)

	(unit: EU mio)		
	2004	2005	2006
sales, consumer care	1,336	2,355	2,531
EBITDA* <sup>1)</sup>	639	716	927
EBIT* <sup>1)</sup>	400	562	781
gross cash flow	448	606	634

Source: Annual Report 2004, 2005, 2006

EBITDA\*, EBIT\*: before special items

1): including other products

Table 5 Financial Summary 2001-2005

(unit: EU mio)

	2001	2002	2003	2004	2004* <sup>1)</sup>	2005
sales	30,275	29,624	28,567	29,758	23,278	27,383
EBIT	1,676	1,574	-1,203	1,808	1,875	2,812
return on sales	5.5%	5.3%	-4.2%	6.1%	8.1%	10.3%
Income (loss) after tax	961	1,063	-1,349	600	682	1,595
gross cash flow	3,009	2,782	2,864	3,210	2,885	3,477
net debt	6,500	8,900	5,952	5,422	5,422	5,494
number of employees	116,900	122,600	115,400	113,000	91,700	93,700

Source: Annual Report 2004, 2005

2004\*<sup>1)</sup>: continuing operation basis

トップクラスとなり、HealthCare AGの consumer care ビジネスを大きく成長させた。売上は2006年には対2004年の1.9倍(約EU 1.2 bio増)と伸びたが、統合のための諸費用もあり、2006年では収益にはまだ寄与するにいたっていない。

HealthCare AGとしては、農薬事業から移管した動物薬事業を加えて2005年の売上はEU 9,429 mio(約1兆4,000億円)となり、処方箋薬品、OTC、診断の3分野トータルではドイツ最大の医療企業となった。しかしながら、伝統ある処方箋医薬品事業は売上、利益とも低迷していた。

MaterialScience AGはハイテク高分子材料のポリウレタン、ポリカーボネイトに集中し、すでにその分野でトップの位置を固めつつあった。2005年には対前年度10%の成長、EBITDA\*(例外項目前)は18.7%と高収益を実現する。さらに、急成長する中国市場、アジア市場に供給するために、上海で2009年までの5年間でUS\$ 1.8 bio(約2,200億円)のポリカーボネイト、ポリウレタン用の設備投資を決定した。

一方、創業の事業である化学品事業を一部の高分子(ゴム、エンブラなど)材料事業と合わせて新会社Lanxess<sup>(11)</sup>として分離、上場することになった。2004年の実績では売上EU 6.1 bio(約9,100億円、Bayerグループの20%)、EBITDA EU 391 mio、EBIT EU 74 mio、製品ポートフォリオは化学品中間体(19%)、機能性化学品(31%)、エンジニアリングプラスチック(26%)、特殊ゴム(23%)などであった。

Bayerの構造改革は2002年から3年を要し、2005年1月の化学品新会社Lanxessの分離、上場で一応の終結を見た。こうして、Bayerは総合化学企業としての枠組みを維持しつつ、選択と集中によって、成長性、収益性を確保する。24のSBUを7まで減らし、それぞれのSBUのビジネス規模を平均3倍強とした。総合化学として1万を超える製品数を誇りとしてきたBayerであったが、今回の経営改革の結果、その数は数百以下のオーダーになった。こうして効率を追求した結果はどうであったか。2001-2005年の業績で見る(Table 5)。

Table 6 Sales Growth by Acquisition of Schering AG (2006)

	(unit: EU mio)			
	2004	2005	2006	2007 (1-6)
sales, pharmaceuticals	3,166	3,108	7,478	5,078
EBITDA* <sup>1)</sup>	573	663	1,686	1,422
EBITDA margin	18.1%	21.3%	22.5%	28.0%
EBIT* <sup>1)</sup>	399	475	934	836
gross cash flow	386	449	1,086	2,598

Source: Annual Report 2005, 2006 and 2007 1st half News Letter

EBITDA\*, EBIT\*: before special items

1) : including other products (diagnostics, diabetes)

継続事業ベースで見ると2005年にはグループ売上は対前年度プラス18%と、各事業は市場平均を上回る成長を遂げたが、2000年、2001年比では約10%減と、成長性はこれからの課題となった。収益性に関しては、対売上EBIT比率は2005年10.3%とリストラクチャリング開始当時の2001年比、約2倍となった。事業の現状を最も端的に示す指標とされる対売上比EBITDAは18.6%と、目標とする20%超に近づいた。純債務は2004年末とほぼ同じEU 5.5 bio、従業員数は116,900人から93,700人に、1人当たりの売上はEU 254,000からEU 292,000へと約15%の上昇であった。株価は年初の22ユーロ台から年末には30ユーロ半ばと60%上昇した。この時点でのMoody'sの格付けはA3であった。

#### 4 新たな発展へ

2005年、構造改革には一応の終止符が打たれ、集中した分野での収益性も確認された。しかし、その収益性も過去の総合化学経営時の最もよいときと比較するとせいぜい同レベルであり(2000年、EBIT対売上比10.6%)、売上規模はむしろ縮小した。より高い収益性、さらにはより高い成長性を目指す必要があった。それには医薬品事業、特に処方箋医薬品事業が鍵であった。

Bayer HealthCare AGの中で処方箋医薬品事業をどう位置づけるか。この当時、医薬品業界は世界的な規模で企業買収、統合が行われ、トップレベルの企業規模が巨大化していた。これは新薬開発のための研究開発費用が膨大になり、それを

賄うためには一定以上の企業規模が必要とされたことも一因であろう。そのため、この時点ではBayerはグローバルプレイヤーになることは断念し、欧州の中堅規模の医薬品メーカーとして再出発することしかなかった。

そこにまたとない飛躍のチャンスが訪れた。それはEU 17 bio(約2兆5,000億円)を要したBayer史上最大の買収、ドイツの医薬品メーカーSchering AGの買収であった。Scheringは医家向け特殊薬品メーカーとしての地位を持つ中堅企業であったが、買収攻勢にさらされたところを、Bayerが、ある意味では“白馬の騎士”として登場、TOB合戦の末、買収に成功した。Bayerの処方箋医薬品事業と統合し、新たにBayer Schering Pharma AGとして出発した。

買収の効果がフルに発揮される2007年(事業統合2006年6月23日)前半では処方箋医薬品としての売上がEU 5.1 bioと前年比2.2倍、通年予測ではEU 10.4 bio(約1兆6,000億円)、特別費用前EBITDA\*及びEBIT\*でそれぞれ、対前年2.9倍、2.2倍と予想を超える早期の統合効果を記録した。EBITDA\*は対売上比28.0%を記録した。この企業買収がEU 17.2 bio(2兆6,000億円)に相当するかはもう少し時間が必要であるが、この買収によって、懸案の医薬品事業の再生がなったのは事実であり、Bayerはこのえがたいチャンスをつかむことが出来た。

この買収について、特筆すべきは経営統合のスピードであり、その結果としての市場シェアの確保である。往々にして買収、統合時には内部業務にとらわれて、シェアを落とすことが多い。した

Table 7 Portfolio Change from 2000 to 2006/2007

(unit: EU bio)

2000			2006/2007		
business fields	sales	divisions (24 SBU)	business fields	sales	divisions (7 SBU)
Health Care	10.0 (32.3%)	pharmaceuticals consumer care diagnostics*2	Health Care	14.4*1 (45.4%)	pharmaceuticals consumer health animal health
Agriculture	3.5 (11.3%)	crop protection animal health	Crop Science (Agriculture)	5.7 (18.0%)	crop protection environmental, bio
Polymers	11.4 (36.8%)	polycarbonates pu-systems	Material Science (Polymers)	10.2 (32.2%)	polycarbonates polyurethane-systems
		rubbers*2 fibers*2 celluloses*2	Lanxess (spin-off)		
Chemicals*2	4.3 (13.9%)	basic & fine chemicals specialty products dystaffs petrochemicals perfume & fragranse rare metals chemicals	Lanxess (spin-off)		
Bayer group	31.0		Bayer group	31.7	

\*1: 2006 estimated, with inclusion of Schering business

\*2: divestured

がって、この買収は現在までのところ成功例としてよい。その原因の第一は両社が企業風土の近い同じドイツ企業であったことであろう。また、Bayerがこの7年間で行った大小の企業買収によってノウハウを蓄積したこともプラスに働いたであろう。余談になるが、Bayerはこの買収でTakeover Award 2007 (Forum fuer Uebemahmrecht)を受賞した。

2006年、2007年に特殊金属の子会社、診断分野の機器事業、セルローズ事業子会社、計EU 6.4 bioの売却を行った。これで一連の非中核ビジネスからの売却、撤退が完了したことになる。2001年から2006年のScheringの買収まで、主要12件の事業買収に投じた資金は、約280億ユーロ(約4兆2,000億円)、主な15件の事業、子会社売却で得た資金は約140億ユーロ(約2兆1,000億円)であった。

このリストラクチャリング、事業構造改革の結果を数字で検証する。ポートフォリオの変化はTable 7に示されているように2000年当時70%であった3分野(7 SBU)を選択、ここに買収、

自社開発で投資を集中、売上規模、収益性の伸びを実現することが出来た。

結局、2006年半ばのScheringの買収・統合を待って、Bayerの体質改善、構造改革が漸く満足できるものとなったといえよう。その結果、成長性、収益性がどの程度改善されたかを具体的に見てみる。2000年と2006年/2007年(1-6月)の業績を見ると2007年通年予測ではBayerグループとしての売上は対2000年比約7%増、対2006年比で約16%増と、市場の成長速度を上回ることが出来た。収益性は対売上EBITで11.1%から12.6%と改善に成功した。2007年(1-6月)にはEBIT\* (例外項目前)で対売上比15.5%、EBITDA\* (例外項目前)で同22.9%と構造改革の目標値20%超をクリアした。

2007年11月発表の第3四半期の業績では(1-6月)に続いて、ライフサイエンス分野の好調が伝えられ、売上は対前年度比、医薬+8.1%、農薬+10.8%と、企業統合による相乗効果が見られるようになった。(1-9月)のグループ売上から、通年ではおそらく売上高EU 33.0 bio(約5兆円)



Table 8 Business Highlights 2000 vs 2006/2007

(unit: EU mio)

	2000	2006	2007 (1-6)
sales	30,971	28,956	16,552
growth rate vs previous year	13.4%	17.2%	22.4%
EBITDA	5,409	4,675	3,349
EBITDA*	n.a.	5,584	3,796
EBIT	3,287	2,762	2,092
Return on sales	11.1%	9.5%	12.6%
EBIT*	n.a.	3,479	2,590
Gross cash flow	4,164	3,913	2,598
Net income	1,842	1,683	3,469
R & D expense	2,393	2,297	1,275
% to sales	7.7%	7.9%	7.7%
net debt	6,000	14,700	13,600
number of employee	122,100	106,000	104,600
sales per head per year	0.254	0.273	0.316

EBITDA\*, EBIT\*: before special items

1) : EBIT\* on sales 12.0% in 2006, 15.5% in 2007 (1-6)

Table 9 Bayer Business, World ranking as of 2006

(unit: EU bio)

company	business groups	sales	world ranking
HealthCare	pharmaceuticlas	10.2	#6
HealthCare	consumer health <sup>1)</sup>	4.2	#2
CropScience	crop protection <sup>2)</sup>	5.7	#1
MaterialScience	materials & systems <sup>3)</sup>	10.2	#1

Source: Investor Handout Q2 2007

1) consumer care (OTC), diabetes care, animal health

2) including environmental & bioscience products

3) polyurethanes & polycarbonates

を超えることは間違いなく、ここで漸く2000年を大きく上回り、構造改革と企業再生になったことが数字で示された。

従業員数は122,100人(2000年末)から104,600人(2007年6月末)の15%減、35,000人(2000年当時の約30%)を超える社員がBayerグループを去り、新たに20,000人に近い人が加わったことになる。この間、1人当たりの売上は254,000ユーロから316,000ユーロへと24%向上した。なお、2006年末、EU 14.7 bioであった純負債は2007年6月末でEU 13.6 bioとなっている。また時価総額は1年前に比較してEU 42.879 bio(約6兆5,000億円)と63.4%増加した。配

当は5%引き上げて1株当たり1.00ユーロとした。

よく事業の「選択と集中」戦略をとる場合に、事業規模の目標は業界での第1位、第2位といわれる。GEのJack Welchが唱えた戦略である。Bayerの「選択と集中」もそれに倣った。その結果、それぞれのコア事業の世界市場での地位がどうなったかを示すのがTable 9である。

医療事業で処方箋医薬品、OTC、動物薬品、Scheringの2007年フルイヤーでの寄与を加えた売上規模は約14.4 EU bio(約2兆2,000億円)で世界5~6位になり、医薬品分野でも第6位と念願の10位以内に、OTCではナンバーツーの地

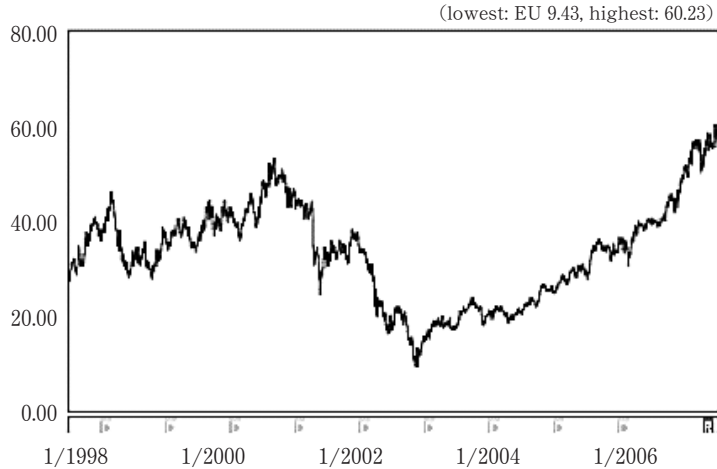


Figure 1 Share Price of Bayer Stock (1997. 9~2007. 9)

位を占めることになったが、処方箋医薬品では世界の巨大メーカーからはまだ遠い。一方、農薬、ポリマー分野では問題なく、世界ナンバーワンといえる規模となった。

2001年から2007年にいたる構造改革の成功によって、株価は最安値9.43ユーロ（2003年4月）から、最近では60ユーロに近づくほどまでに回復、2000年の株価をすでに上回っており、市場の構造改革の成功と今後の見通しへの好感を示している。

## おわりに

長く世界の化学御三家といわれた BASF, Bayer, Hoechst の 1990 年代後半からの 10 年間の変化の軌跡は 3 社、それぞれ異なった。BASF は買収で手に入れた医薬品事業を手放し、基礎化学品、プラスチック、農薬など化学に特化した上で、エネルギー資源分野に進出、これが大きな成果を挙げ、今日、規模、収益性とも世界の化学メーカーのトップに君臨している<sup>(12)</sup>。

これと対照的に Hoechst は 1999 年に化学品 (Celanese 社)、高分子材料 (Ticona 社) それぞれを分離、上場した。そして本体は仏 Rohm Poulan と合併し、Hoechst の名を捨て、医薬・農薬専門の Aventis 社（持株比率 53%、本社フ

ランス・ストラスブール）と変わった。さらに 2002 年、農薬部門を Bayer 社に売却、医薬専門となった。その上、2005 年仏 Safino 社に買収されて、現在は Safino・Aventis として、欧州医薬最大手ではあるが、昔日のドイツ名門総合化学メーカー Hoechst は完全に消滅した<sup>(13)</sup>。

Bayer は 2007 年現在で見ると、総合化学の枠組みを保ちながら体質改善、高収益、市場を上回る成長性の確保への道筋をつけたように見える。しかも、医薬・農薬のライフサイエンス分野では買収した事業と既存の事業のあいだに相乗効果も発揮され、規模、収益性も一定のレベルに達した。

しかし、医薬品分野で超一流となるにはまだ道は遠い。医薬専門の世界トップの Pfizer の売上（2005 年）は約 5 兆 3,000 億円、Bayer のグループ総売上をも上回る。まして Bayer HealthCare AG の売上は Pfizer の 40% 程度に過ぎない。この規模の差をいかに克服して、新薬を開発することが出来るのか。ブロックバスターをいくつ生み出せるのか。研究開発のマネジメントにかかってくる。

また、2006 年現在、売上、EBIT でそれぞれグループの 3 分の 1 を占めるポリマー事業の収益性をどこまで期待するのか。ハイテクといいながら、すでに準汎用化しているポリカーボネイト、ポリウレタンに絞った結果、激しくなる市場競争の中

でどのように戦うのか。市場の成長性は十分期待でき、また超大型設備を有することによる競争優位は保てるであろうが、原燃料の高騰によって、期待される高い付加価値、収益性を維持できるのか。

グループとしては1990年代の4本柱に替わる3本柱経営をどこまで続けることが可能なのか。新たにライフサイエンスにおけるトッププレーヤーとなるにはどのような戦略がありうるのか。その際も買収、提携が主な選択肢となることは間違いない。Bayerの将来像は、まだまだ変わってはいないと思われる。BASF, Hoechst両社とは異なる道を選択したが、それが株主の十分な利益、市場の期待に十分こたえたかどうかを判定するにはもう少し時間が必要であろう。

#### 《注》

- (1) 1 EU=¥150, 1 US\$=¥120, 1 DM=¥80 (1998年)とする。
- (2) EBIT (税前営業利益): earning before income tax, EBITDA: earning before income tax & depreciation/amortization。EBIT\*, EBITDA\*はそれぞれその年度の例外的、一時的項目前を意味する。
- (3) SBU: strategic business unit.
- (4) Annual Report 2000, p. 31.
- (5) Annual Report 2000, p. 27.
- (6) ブロックバスター (blockbuster): 医・農薬品業界で10億ドル (約1,200億円)の売上を持つ単一商品を言う。
- (7) Annual Report 2002, Chairman's Letter.
- (8) Baycol 訴訟件数は当初14,660件 (うち米国内14,550件, 数件のclass actionを含む)。2005年2月18日時点で和解済み2,938件, 継続中6,191件。支払済み賠償金はUS\$ 1.114 bio (約1,400億円)。この問題に対するBayerの対応は副作用が証明された場合は和解で賠償に応ずるというものであった (保険でUS\$ 1.2 bioまでカバーされる。カバーできなかった賠償金額は2003年: EU 300 mio, 2004年: EU 47 mio)。
- (9) OTC (over-the-counter): 非処方箋薬, genericとも言われる
- (10) 第一の大型買収, 1998年診断分野でChironをDM 1.9 bio (約1,500億円)で買収した。
- (11) Lanxess: 独立2年目の2006年には売上EU 6,944 mio, Net income EU 197 mioと堂々たる欧州化学大手として認められている。株価も上場時から2.5倍以上のEU 43とBayerと比較しても遜色が無い。このSpin-offは成功例といえるだろう。
- (12) BASF: 2006年の売上高EU 52,610 mio (約8兆円), EBIT (before special items) EU 7,257 mio (対売上比率14%), Net income EU 3,215 mio。
- (13) Safino・Aventis: 2006年, 売上EU 28.4 bio (約4兆3,000億円)