

## 収益性の回復に挑む米国医薬品業界

岩谷 賢伸、吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. 研究・開発の生産性低下、ブロック・バスターの特許切れによる低価格の後発医薬品の普及等により、米国大手製薬会社の売上高成長率は伸び悩んでいる。一方、バイオ製薬会社の成長は著しい。
2. 米国大手製薬会社における研究・開発費の売上高に対する比率は、過去 10 年間で、11%から 18%に上昇している。合併等により合理化を図る動きもあるが、全体としては研究・開発費を含む販管費や M&A 関連費用等の増加により純利益率は低下している。
3. 企業買収や医薬品の開発・販売権買収に伴う暖簾代や特許権などの無形資産の増加や、研究・開発施設、製造プラントなどの固定資産の増加により、近年まで総資本回転率は低下してきた。
4. フリー・キャッシュ・フローを上回る株主還元や、大型の M&A の際の長期債務による資金調達により、業界全体の財務レバレッジは上昇している。
5. 大手製薬会社の中でも、潤沢なキャッシュ・フローを持ち、株主還元を強化している最大手グループと、急速に成長しているものの、キャッシュ・フローの水準がまだ低く、株主還元には消極的なバイオ製薬会社のグループに二極化している。
6. 利益率と資本効率低下のため、株主資本利益率は 1998 年度の 24%から、2007 年度には 13%まで低下している。収益性を回復させるためには、人員削減や製造プラント、研究開発施設の閉鎖などによるコスト削減及び資産の圧縮も必要だが、縮小均衡に陥らず新たな成長路線を辿るためには、新薬候補のパイプラインの中身を充実させる必要がある。そのために、大手製薬会社は、生産性の低下した研究・開発部門の再構築と、新薬候補を獲得するためのバイオ・ベンチャーとの提携や M&A に積極的に取り組んでいる。

## I 米国医薬品業界概況

### 1. 世界の医薬品市場の半分を占める米国

世界の医薬品市場は拡大を続けている。全世界の医薬品売上高は、2006 年に 6,079 億ドル

に達し、2000年以降の売上高成長率は年率平均 11.5%と高い水準にある（図表 1）。その中で、北米は約半分のシェアを維持し、2006年の売上高は 2,899 億ドルに達している。だが、売上高成長率は、2004年以降一桁台となり、2007年は 3.8%まで低下した<sup>1</sup>。平均寿命の上昇による高齢化の進展、主要な疾病に対する相次ぐ有力新薬の創出などにより、医薬品業界は成長産業と見なされていたが、近年、主力医薬品の特許切れによる低価格の後発医薬品（ジェネリック薬）<sup>2</sup>の台頭、新薬の創出ペースの鈍化、政府による医療費の抑制策、副作用問題等による医薬品への消費者の信頼低下などにより、成長力に翳りが見られる。

本稿では、米国医薬品業界の過去 10 年間（1998 年度から 2007 年度）の変遷を、S&P500 株価指数を構成する主要製薬会社 20 社に、売上高規模の大きいジェネンテック<sup>3</sup>を加えた 21 社（以下、S&P500 医薬品）を通して、主に財務的な側面から分析する。医薬品業界はグローバル化が進んでいるため、欧州の大手 5 社と米国の最大手 5 社からなるグローバル大手 10 社<sup>4</sup>について、また、日米比較のため、NOMURA400 構成銘柄のわが国主要製薬会社 15 社（以下、NOMURA400 医薬品）についても、財務データをそれぞれ集計している。以下では、まず、過去 10 年間の米国医薬品業界のトレンドを概説する。

図表 1 地域別医薬品売上高とシェア

## &lt;地域別医薬品売上高(億ドル)&gt;

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	年平均成長率
北米	1,530	1,820	2,040	2,300	2,480	2,660	2,899	11.2%
北米売上高成長率	14%	16%	11%	11%	7%	7%	8%	
欧州	750	880	1,020	1,300	1,530	1,700	1,818	15.9%
日本	520	480	470	520	580	600	567	1.5%
ラテン・アメリカ	190	190	170	170	190	240	275	6.4%
その他	190	280	320	370	400	460	520	18.3%
合計	3,170	3,640	4,010	4,660	5,180	5,660	6,079	11.5%

## &lt;地域別シェア(%)&gt;

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	シェア増減(2006 vs 2000)
北米	48%	50%	51%	49%	48%	47%	48%	-0.5%
欧州	24%	24%	25%	28%	30%	30%	30%	6.2%
日本	16%	13%	12%	11%	11%	11%	9%	-6.9%
ラテン・アメリカ	6%	5%	4%	4%	4%	4%	5%	-1.5%
その他	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	2.7%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

（出所）IMS ヘルスより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> IMS ヘルスより

<sup>2</sup> ブランド薬の特許消滅後、他の製薬会社が製造した、同じ主成分を含んだ医薬品を指す。開発コストが低いので低価格で販売される。

<sup>3</sup> ジェネンテックは、スイスの大手製薬会社ロシュが 2008 年 1 月時点で 55.75%保有している。

<sup>4</sup> 欧州大手 5 社は、グラクソ・スミスクライン、サノフィ・アベンティス、アストラゼネカ、ロシュ、ノバルティスの 5 社。米国大手 5 社は、2007 年度の医薬品売上高の上位 5 社（ファイザー、メルク、ワイス、イーライ・リリー、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ）。ジョンソン・エンド・ジョンソンは、医薬品以外からの収益割合が大きいので、大手 5 社から外している。

## 2. ブロック・バスター・モデルとその限界

1990年代後半から2000年代初頭にかけては、年間売上高が10億ドルを超える医薬品、いわゆるブロック・バスターが大手製薬会社によって相次いで発売され、売上高の成長を牽引した。大量の研究・開発費を投入して、有力な新薬を次々に開発し、大規模なプロモーションをかけて、ブロック・バスターを量産していくというビジネス・モデルである。だが、近年、このビジネス・モデルが限界を露呈している。

その要因は、第一に、研究・開発の生産性の低下である。医薬品業界は、研究・開発費／売上高比率の最も高い業界であり、一つの新薬を研究・開発してから販売に至るまで10年以上の期間と、1,000億円近いコストがかかると言われていた。この研究・開発期間とコストは年々上昇しているにもかかわらず、実際に販売に到る新薬の件数は過去10年間減少してきており、研究・開発の生産性が低下してきているためではないかと言われていた。

第二に、副作用問題による米国食品医薬品局（以下、FDA）の審査と監視の厳格化である。2004年に、メルクが副作用の疑いから、同社のブロック・バスターの一つである鎮痛剤バイオックスの販売を停止した。この事件は、医薬品の安全性問題を喚起し、FDAによる他のブロック・バスターへの監視が厳しくなるとともに、新薬の承認に関しても、以前よりハードルが高くなったと言われる。

ブロック・バスター・モデルに代わって最近注目されているのは、パーソナライズド・ヘルスケアという、テーラー・メイドされた医療サービス、医薬品を患者に提供するという考え方である。この場合、当該医薬品のターゲットとなる患者の数は、ブロック・バスターよりも少ないが、薬の効能が高く、高い価格で販売できるので、利益率は通常ブロック・バスターよりも高くなる。バイオ製薬会社などが積極的に推進している。

## 3. 特許切れ問題と後発医薬品の台頭

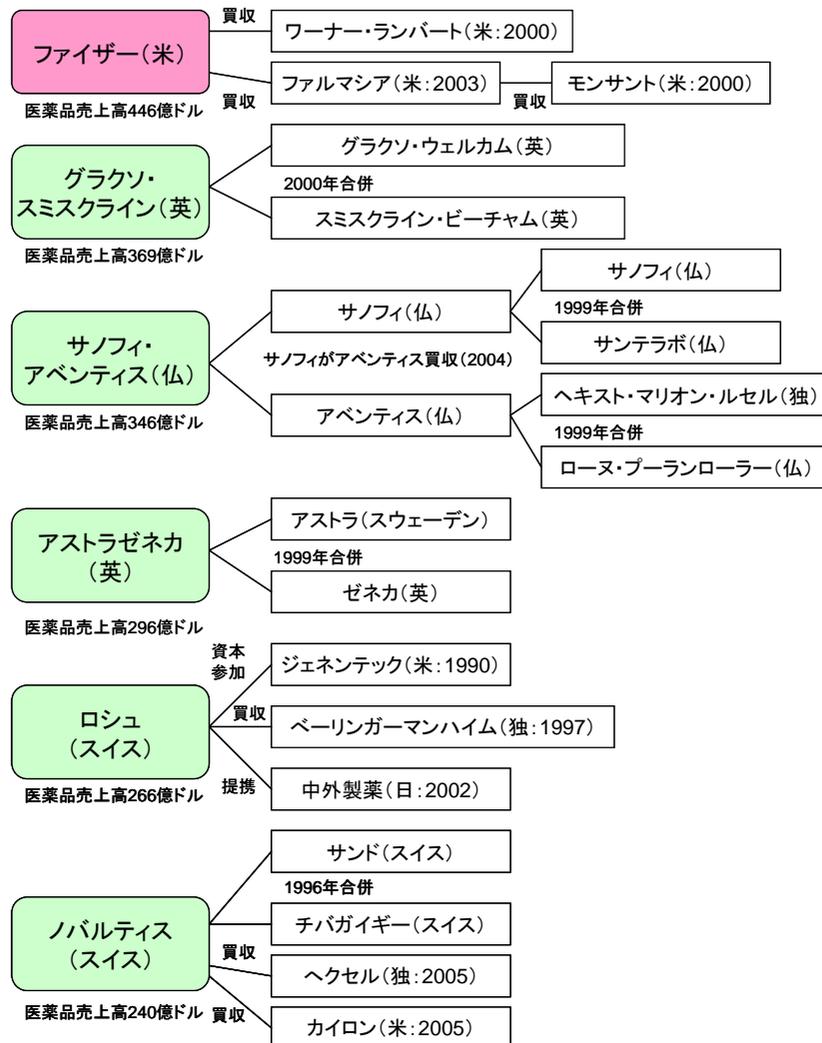
ブロック・バスター・モデルの限界が露呈すると同時に、大手製薬会社はブロック・バスターの特許切れ問題に直面している。米国では、ブランド医薬品の特許が切れると、短期間の内に低価格の後発医薬品が開発、販売され、ブランド医薬品の売上高は急速に低下する。近年、1990年代に開発されたブロック・バスターの特許が相次いで切れ始め、今後数年間は更にその流れが加速する。例えば、現在世界最大の売上高（2006年：136億ドル）を誇るファイザーのコレステロール低下剤リピトールは、2011年に特許が切れる予定である。主力医薬品の売上高の低下は、生産力・販売力の余剰を招くため、効率化のための大型合併が今後も起きる可能性がある。

## 4. 相次ぐ巨大M&Aによる業界の寡占化

過去10年間、規模の追求、開発中の新薬の取得、余剰な生産・販売力の削減などを目

的に、欧米で大手製薬会社同士の巨大 M&A が相次いだ（図表 2）。米国企業では、M&A に積極的なファイザーが、リピートを持つワーナー・ランバートの敵対的買収を 2000 年に成功し、続いて、2003 年にファルマシアを株式交換で買収して、売上高世界一の製薬会社となった。相次ぐ巨大 M&A の結果、グローバル大手 10 社の 2006 年度の全世界医薬品売上高シェアは 46% まで高まり<sup>5</sup>、業界の寡占化が進んでいる。加えて、巨大化した欧州大手 5 社が米国市場におけるシェアを高め、国内競争を更に激化させている。米国国内医薬品売上高のトップテンを見ると、欧州大手 5 社の全てがランクインしている（グラクソ・スミスクライン：2 位、アストラゼネカ：5 位、ノバルティス：7 位、ロシュ：8 位、サノフィ・アベンティス：9 位）（図表 3）。

図表 2 大型合併による巨大製薬会社の誕生



(注) 医薬品売上高は 2007 年度の数値。  
 (出所) 各社開示資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> 本集計では、グローバル大手 10 社にジョンソン・エンド・ジョンソンを含め、ブリストル・マイヤーズ・スクイブを除いている。

図表3 米国主要製薬会社 21社と欧州大手5社

	会社名	ティッカー	医薬品 売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)	米国医薬品 売上高 (億ドル)
1	ファイザー	PFE	446	1,391	12.0	235 (1)
2	グラクソ・スミスクライン(英)	GSK LN	369	1,106	54.9	201 (2)
3	サノフィ・アベンティス(仏)	SAN FP	346	962	11.7	109 (9)
4	アストラゼネカ(英)	AZN LN	296	510	37.2	163 (5)
5	ロシュ(スイス)	ROG VX	266	1,619	23.0	123 (8)
6	ジョンソン・エンド・ジョンソン	JNJ	249	1,814	25.6	163 (4)
7	メルク	MRK	242	906	18.3	176 (3)
8	ノバルティス(スイス)	NOVN VX	240	1,274	23.5	139 (7)
9	ワイス	WYE	197	531	28.1	
10	イーライ・リリー	LLY	186	556	24.0	103 (10)
11	プリストル・マイヤーズ・スクイブ	BYM	156	405	21.1	
12	アムジェン	AMGN	148	469	17.2	155 (6)
13	アボット・ラボラトリーズ	ABT	146	812	22.7	
14	ジェネンテック	DNA	117	814	25.9	
15	シュERING・プラウ	SGP	102	311	-22.2	
16	ギリアド・サイエンシズ	GILD	37	434	61.2	
17	ジェンザイム	GENZ	35	183	7.8	
18	ホスピーラ	HSP	34	67	8.8	
19	フォレスト・ラボラトリーズ	FRX	32	118	15.9	
20	アラガン	AGN	31	170	14.5	
21	バイオジェン・アイデック	BIIB	21	175	10.1	
22	バー・ファーマシューティカルズ	BRL	19	50	7.2	
23	ワトソン・ファーマシューティカルズ	WPI	19	29	8.0	
24	キング・ファーマシューティカルズ	KG	19	21	7.6	
25	マイラン	MYL	16	33	-55.1	
26	セルジーン	CELG	13	219	9.4	

(注) 塗りつぶしは欧州企業。医薬品売上高、ROEは2007年度の数値（フォレスト・ラボラトリーズのみ2006年度の数値）。時価総額は、2008年3月14日現在。米国医薬品売上高は2007年のデータで、括弧内は順位。

(出所) 各社開示資料、ブルームバーグ、IMSヘルスより野村資本市場研究所作成

## 5. バイオ製薬会社の台頭

過去10年間、医薬品開発の際にバイオ・テクノロジーを駆使する、いわゆるバイオ製薬会社の存在感が医薬品業界の間で高まり、今後も成長分野として期待されている。元々はバイオ・ベンチャーとして発祥したジェネンテック（1976年創業）、アムジェン（1980年創業）、ジェンザイム（1981年創業）が、現在では医薬品売上高で業界上位に入り、バイオ製薬会社はグローバル医薬品売上高の約10%を占めるまでに成長してきている。また、現時点ではFDAのバイオ後発医薬品の承認ガイドラインが未整備で、特許が切れても後発医薬品が市場を席卷する恐れがない点もバイオ製薬会社のアドバンテージになっている。近年、大手製薬会社は、バイオ製薬会社との提携、買収などを通して有望な新薬の獲得に力を入れている。ちなみに、S&P500医薬品21社の内、バイオ製薬会社は、上記の3社にギリアド・サイエンシズ、バイオジェン・アイデック、セルジーンの3社を加えた6社である。

## II 過去 10 年間の財務動向

### 1. 成長性分析～最大手は伸び悩み、バイオが力強く成長

S&P500 医薬品の売上高は、2007 年度に合計 2 兆 8,000 億ドルに達し、1998 年度以降、年率平均 8.9%で成長してきた。だが、21 社を 3 つのグループに分類してみると、成長性がそれぞれ異なる (図表 4)。まず、医薬品売上高 100 億ドル以上 (2007 年度) の最大手 8 社のグループに関しては、売上高成長率が年率平均 7.1%と S&P500 医薬品の成長率を下回る。巨大製薬会社の成長の源泉であったブロック・バスターの特許切れが続く中、新たなブロック・バスターを十分に生み出せていないことや、副作用問題による医薬品への信頼低下などが要因として考えられる。次に、アムジェンやジェネンテックといったバイオ製薬会社 6 社のグループでは、売上高成長率は同 26.9%と、過去 10 年間で高い成長を遂げている。残りの準大手 7 社グループの売上高成長率も、S&P500 医薬品をはるかに上回る 18.2%であった。

図表 4 売上高成長率

<最大手: 医薬品売上高100億ドル以上 (2007年度)> 1998年度以降の売上高成長率: 年率平均7.1%										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ファイザー	22.5	19.6	81.2	-1.1	11.5	38.2	17.4	-9.7	2.0	0.1
ジョンソン・エンド・ジョンソン	6.0	14.5	8.6	8.3	12.3	15.3	13.1	6.7	5.6	14.6
メルク	13.8	21.6	23.4	18.2	8.5	-56.6	2.0	-4.0	2.8	6.9
ワイス	-5.2	-11.7	11.2	5.8	4.3	8.7	9.5	8.1	8.5	10.1
イーライリリー・アンド・カンパニー	15.6	8.3	8.6	6.3	-4.0	13.6	10.1	5.7	7.1	18.8
ブリストル・マイヤーズ・スクイブ	9.5	-7.7	7.9	-1.3	0.7	3.0	3.9	-0.9	-6.7	8.0
アボット・ラボラトリーズ	5.3	5.3	4.3	18.5	8.6	-2.3	13.9	13.5	0.6	15.3
シェリング・プラウ	19.2	12.9	7.7	-0.5	4.3	-18.1	-0.7	14.9	11.4	19.8
<バイオ製薬会社> 1998年度以降の売上高成長率: 年率平均26.9%										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
アムジェン	13.2	22.9	8.7	10.6	37.5	51.3	26.3	17.8	14.8	3.5
ジェネンテック	12.1	23.5	25.5	26.5	24.1	27.7	40.0	43.5	40.0	26.3
ギリアド・サイエンシズ	277.4	11.8	15.7	19.5	99.7	85.9	52.6	53.1	49.2	39.8
ジェンザイム	-4.7	11.6	18.4	30.5	35.4	28.9	28.4	24.2	16.5	19.7
バイオジェン・アイデック	94.9	35.7	31.1	76.3	48.2	68.0	225.6	9.5	10.8	18.2
セルジーン	238.7	898.9	123.7	34.5	18.8	100.0	39.1	42.2	67.4	56.4
<準大手> 1998年度以降の売上高成長率: 年率平均18.2%										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ホスピーラ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.5	0.8	0.8	-0.7	2.4	27.8
フォレスト・ラボラトリーズ	27.9	59.8	34.6	33.4	40.9	20.1	17.5	-6.5	15.4	N.A.
アラガン	12.8	12.1	11.9	-26.0	15.2	26.7	16.5	13.4	32.1	28.6
パー・ファーマシューティカルズ	32.6	10.2	5.8	34.8	100.5	-24.1	45.0	-20.0	25.5	90.2
ワトソン・ファーマシューティカルズ	58.4	18.2	15.1	43.0	5.4	19.2	12.5	0.3	20.2	26.1
キング・ファーマシューティカルズ	241.2	213.5	21.0	40.6	29.4	32.3	-12.6	35.9	12.2	7.5
マイラン	36.4	9.6	7.2	30.4	15.0	8.3	-8.8	0.3	0.0	73.3

(注) 薄い塗りつぶしは成長率 9%以下。濃い塗りつぶしは、ファイザーによる 2000 年のワーナー・ランバート、2003 年のファルマシアの買収、メルクによる 2003 年の薬剤給付管理会社スピノフといった M&A/事業売却の影響。

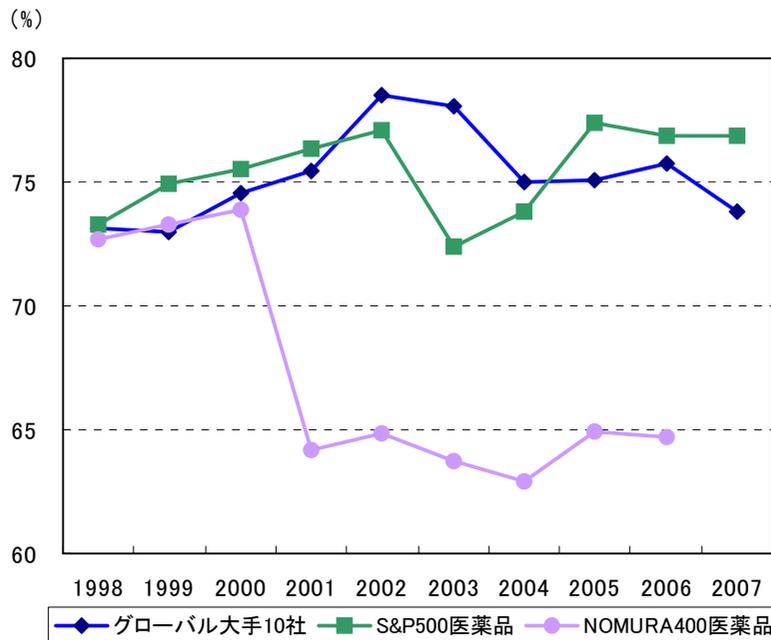
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2. 利益率分析～純利益率は低下傾向

医薬品業界は、他の業界に比べて利益率の高い業界である。S&P500 医薬品の利益率の水準は、営業利益率<sup>6</sup>ベースで過去 10 年間、23～26%と高い水準で安定的に推移している。

医薬品業界のコスト構造は、相対的に低い原価率<sup>7</sup>と高い販売及び一般管理費率<sup>8</sup>（以下、販管費率）が特徴である。まず、原価率が低いのは、医薬品の原材料及び製造コストが低いにもかかわらず、特許を持つブランド医薬品の価格設定が高いからである。特に、バイオ医薬品は、競争がまだ限定的であることに加え、命に関わる疾病の治療に使われるものが多いことなどから、価格設定は相対的に高い。そのため、バイオ製薬会社の売上総利益率<sup>9</sup>は 80%以上であることが多い。1998 年度から 2002 年度まで一貫して S&P500 医薬品の売上総利益率が上昇しているのは、大手各社が利益率の高い新薬を次々に発売し、ブロック・バスターを増やしていったことが一つの理由である（図表 5）。だが、特許が切れて新たに後発医薬品が販売されると、利益率の高かったブランド医薬品の売上高が急減し、売上総利益率が下がる。そのため、過去数年、売上総利益率の伸びは止まっている。一方、NOMURA400 医薬品の売上総利益率は、連結ベースとなった 2001 年以降、63～

図表 5 売上総利益率



(注) 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 NOMURA400 のデータは 2001 年度以降、連結ベース。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

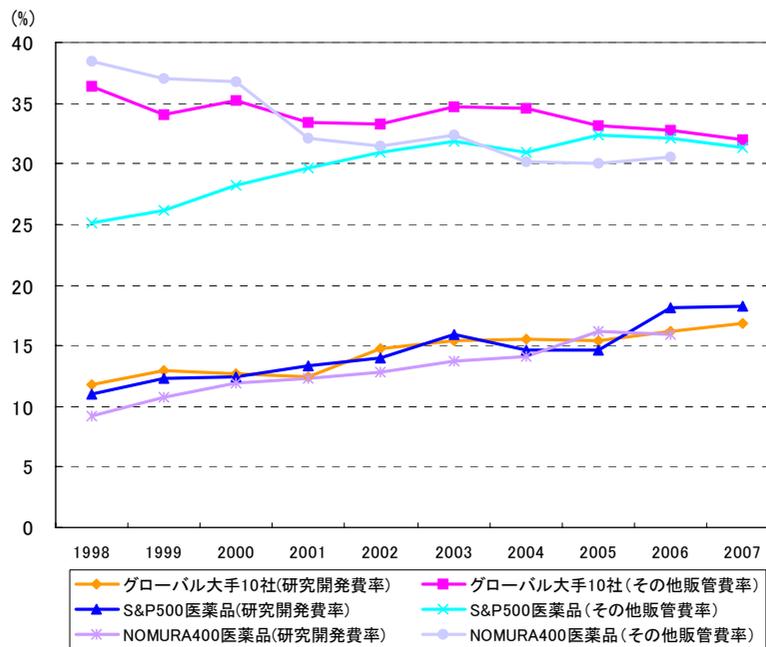
<sup>6</sup> (営業利益) / (売上高)  
<sup>7</sup> (売上原価) / (売上高)  
<sup>8</sup> (販売及び一般管理費) / (売上高)  
<sup>9</sup> (売上高 - 売上原価) / (売上高)

65%で伸び悩んでいる。これは、わが国では、薬価を決めている政府が、医療費削減のために薬価を抑えていることが一因だと考えられる。

次に、医薬品業界の販管費率が高いのは、新薬の研究・開発のために毎年莫大な資金を投入するからである。研究・開発費は資産計上されず、全額販管費に含まれる。S&P500 医薬品の売上高に対する研究・開発費率は、過去 10 年間上昇傾向にあり、1998 年度の 11.1%から 2007 年度は 18.2%まで高まっている（図表 6）。このトレンドは、グローバル大手 10 社及び NOMURA400 医薬品においても同様である。一方、営業職員の人件費など、その他販管費の割合は、S&P500 医薬品において 1998 年度の 25.1%から 2005 年度の 32.4%まで上昇しているが、グローバル大手 10 社と NOMURA400 医薬品では緩やかに低下している。S&P500 医薬品の中でも、ファイザーなどでは、大型 M&A 後の合理化等により経費削減が進んだため、欧州大手 5 社同様にその他販管費率が減少している。にもかかわらず、S&P500 医薬品のその他販管費率が上昇しているのは、バイオ製薬会社や準大手製薬会社で、新薬の販売促進活動に伴う人件費やマーケティング費用などが増加したためと考えられる。

以上の結果、S&P500 医薬品の純利益率<sup>10</sup>は、2001 年度にピークの 19.3%を付けたものの、その後は研究・開発費を含む販管費率の増加や、M&A 関連費用など営業外費用の増

図表 6 販管費率

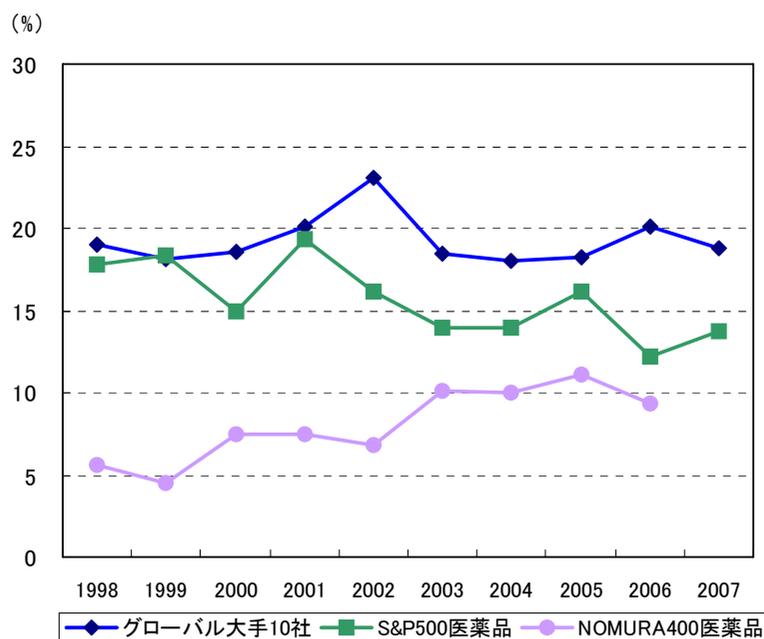


(注) 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> (純利益) / (売上高)

加により<sup>11</sup>、低下傾向にある（図表 7）。2007 年度は 13.7%であった。一方、NOMURA400 医薬品の純利益率は、合弁会社の設立や販売権の譲渡を通じた米国市場への進出やブロック・バスターとなる新薬の相次ぐ発売、研究・開発費以外の販管費の削減等により、1998 年度の 5.6%から 2006 年度は 9.3%まで高まり、過去 10 年間で S&P500 医薬品との差は 12 ポイントから 3 ポイントに縮まった。

図表 7 純利益率



(注) 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

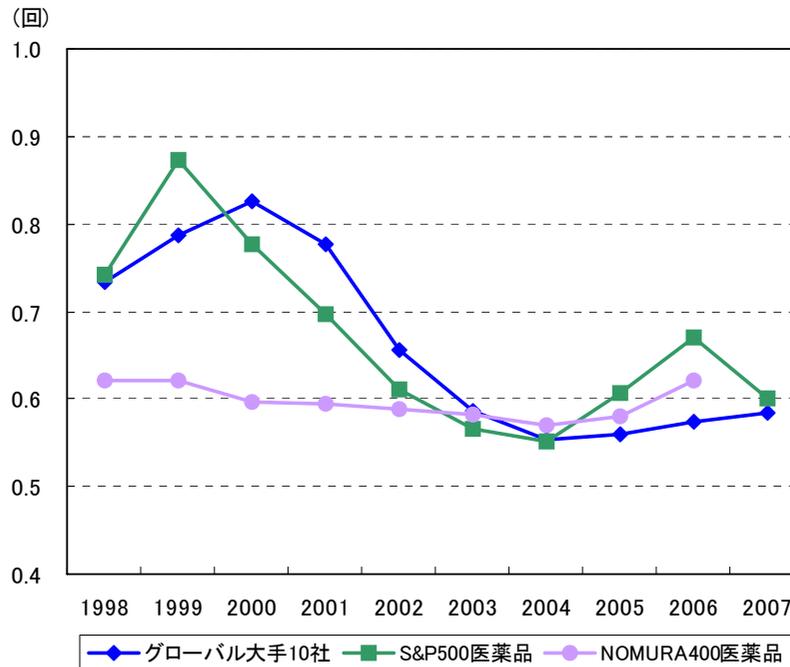
### 3. 効率性分析～低下する総資本回転率

S&P500 医薬品とグローバル大手 10 社の総資本回転率<sup>12</sup>はそれぞれ、1999 年度、2000 年度をピークに低下している（図表 8）。これは、売上高の成長に比して総資産の伸びが大きいことを示しているが、その理由の一つは、企業買収や医薬品の開発・販売権買収（ライセンス契約）に伴う、暖簾代や特許権、商標など無形資産の増加にある。例えば、ファイザーによるファルマシアの買収（2003 年）、プリストル・マイヤーズ・スクイブによるデュポンの医薬品事業買収（2001 年）といった大型の M&A が、両社の総資本回転率の低下につながっている。もう一つの理由は、研究・開発施設、製造プラントなど、固定資産の増加である。例えば、メルクやワイスでは、総資産に占める純固定資産の割合が、1999 年度から 2004 年度にかけて、27.2%から 34.2%へ（+7.4 ポイント）、17.8%か

<sup>11</sup> 例えば、バイオジェン・アイデックは 2003 年にバイオジェンを買収した際、バイオジェンの開発途上の技術の再評価を行い、実現可能性が低いものや将来的に他の用途にも転用できないものを償却している。

<sup>12</sup> (売上高) / (総資産)

図表 8 総資本回転率



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。

(出所) プルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

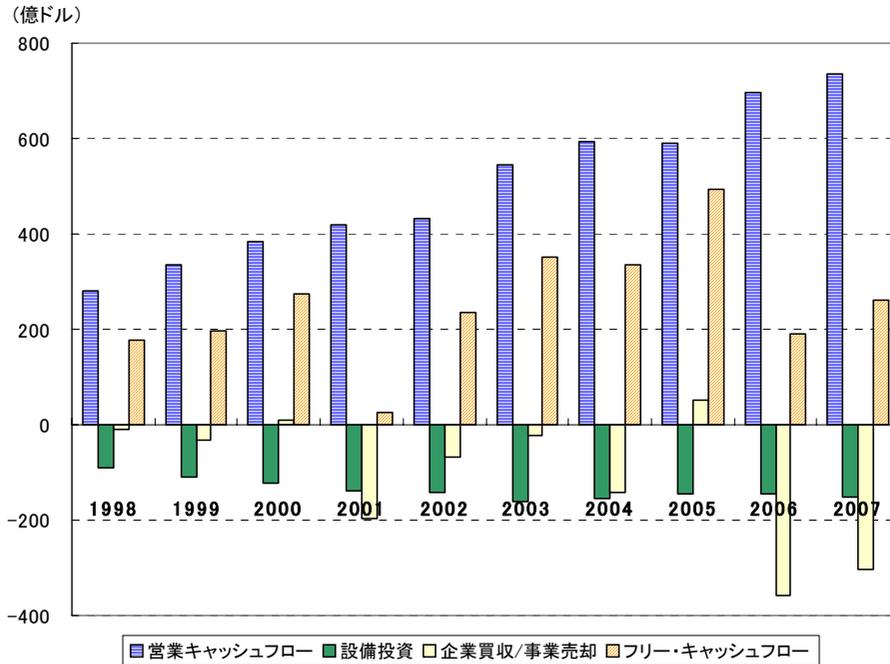
ら 28.3%へ (+10.5 ポイント)、それぞれ上昇している。

一方、NOMURA400 医薬品の総資本回転率は、過去 10 年間で、0.6 回近辺で安定的に推移している。過去 10 年間、欧米の医薬品業界ほど活発な M&A が行われなかったことや、M&A の会計処理が暖簾代の発生しない持分プーリング法で行われたことなどが要因として考えられる。

#### 4. キャッシュ・フロー分析～設備投資や企業買収は営業キャッシュ・フローの範囲内

S&P500 医薬品の営業キャッシュ・フローは、過去 10 年間で、年率平均 11.3%の成長率で、280 億ドルから 734 億ドルに増加している (図表 9)。一方、設備投資は 1998 年度から 2003 年度までは年率平均 12.6%で増加したが、その後は、横ばいである。また、企業買収/事業売却による支出/収入は年度によって変動が大きい。ファイザーによるワーナー・ランバートの買収 (2000 年) とファルマシアの買収 (2003 年) の 2 つの巨大案件は、共に株式交換で行われたためキャッシュの流出はなかった (図表 10)。2006、2007 年度には大型の M&A が相次ぎ、業界全体の M&A によるキャッシュ・アウト・フローが

図表9 キャッシュ・フロー



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。  
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表10 医薬品業界の主な M&A

年	買収者	被買収者	金額 (億ドル)	備考
00	ファイザー	ワーナー・ランバート	873.0	同業大手を株式交換で買収し、世界2位に。
01	プリストル・マイヤーズ・スクイブ	デュボンの医薬品事業、イムクロン・システムズ	88.0	デュボンの医薬品事業とがん治療薬製造のバイオ製薬会社を買収。
	P&G	プリストル・マイヤーズ・スクイブのコンシューマーヘルスケア事業	49.5	ヘアカラー剤やシャンプーなどを手掛けるコンシューマーヘルスケア事業を買収。
02	アムジェン	イムネクス	168.0	免疫抗体が強みのバイオ製薬会社を買収。
03	ファイザー	ファルマシア	642.6	欧州にも販売網を持つ製薬会社を株式交換で買収。
	キヤドバリー・シュワップスなど4社	ファイザーの非医薬品事業	57.1	ファイザーがトイレットリー事業や菓子事業など売却。
	メルク株主	メドコ	64.1	メルクが薬剤給付管理会社をスピンオフ。
05	ファイザー	ヴァイクロン・ファーマシューティカルズ	17.3	抗菌剤や抗生物質製造のバイオ製薬会社を買収。
06	ジョンソン・エンド・ジョンソン	ファイザーの非医薬品事業	166.0	ファイザーがコンシューマーヘルスケア事業を売却。
	アボット・ラボラトリーズ	コス・ファーマシューティカルズ	34.5	固形・噴霧注入形体の薬製造技術を持つ製薬会社を買収。
	アボット・ラボラトリーズ	ガイダント	55.0	医療機器大手ガイダントの血管拡張器(ステント)事業を買収。
	アラガン	イネームド	29.5	美容整形用薬剤・製品製造会社を買収。
	ホスピーラ	メイン・ファーマ	19.1	ジェネリック医薬品製造会社を買収。
07	シェリング・プラウ	オルガノン・バイオサイエンシズ	145.0	オランダの製薬会社アクゾ・ノーベルからアニマル・ヘルスに強い同社を買収。
	マイラン	独メルクの後発医薬品事業	66.2	世界5位の後発医薬品事業を買収し、世界3位に。
	エーザイ(日本)	MGIファーマ	35.8	がん治療薬に強い米国のバイオ製薬会社を買収。
08	セルジーン	ファルミオン	28.3	欧米及び豪州に販売網を持つ製薬会社を買収。

(注) 時期はディールの終了した年。金額は発表時のディール総額。  
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2年連続で300億ドルを超えた。しかし、業界全体でフリー・キャッシュ・フロー<sup>13</sup>がマイナスになっている年度はなく、設備投資や企業買収は営業キャッシュ・フローの範囲内で実施されていると言える。

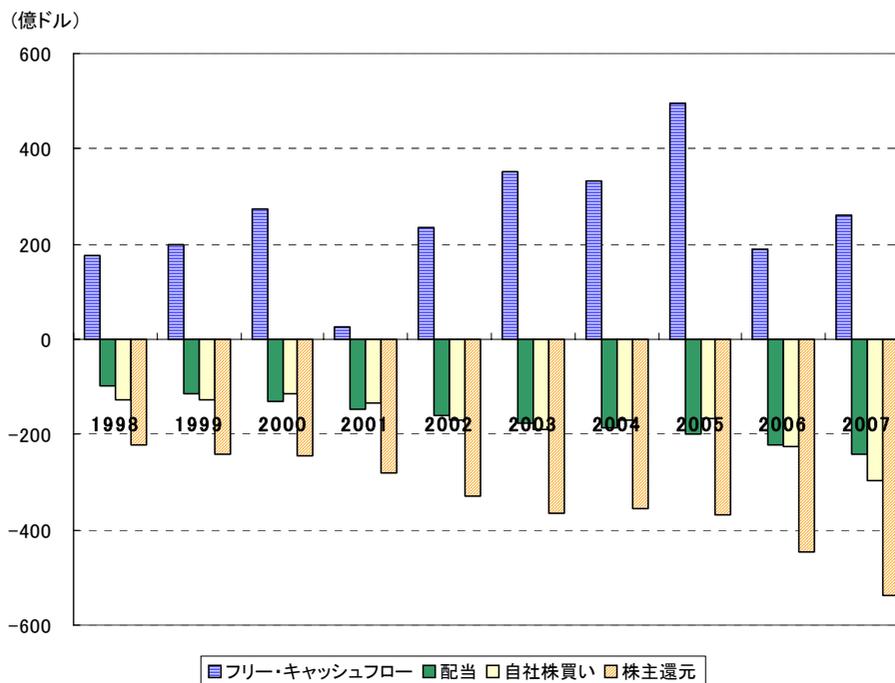
だが、個社の状況を見ると、S&P500 医薬品の中でも相対的に小規模なバイオ製薬会社などでは、フリー・キャッシュ・フローがマイナスになることが少なくない。また、準大手の会社が大型の M&A を実施した年度は、フリー・キャッシュ・フローがマイナスになることが多い。その際、M&A の資金調達にはデットのみで行われることが多いが、デットとエクイティが組み合わせられるケースもある。

## 5. 株主還元～フリー・キャッシュ・フローを上回る株主還元の実施

潤沢なキャッシュ・フローと内部留保を元に、過去10年間、S&P500 医薬品における株主還元は強化されている。支払配当額は、1998年度の97億ドルから2007年度は240億ドルへ、自社株買いは1998年度の126億ドルから2007年度は298億ドルへ、それぞれ増加している（図表11）。その結果、2000年度と2005年度を除いて、配当と自社株買いの合計額がフリー・キャッシュ・フローを上回っている。

しかし、個社の状況を見ると、株主還元を強化しているのはファイザー、メルク、ジョ

図表 11 株主還元



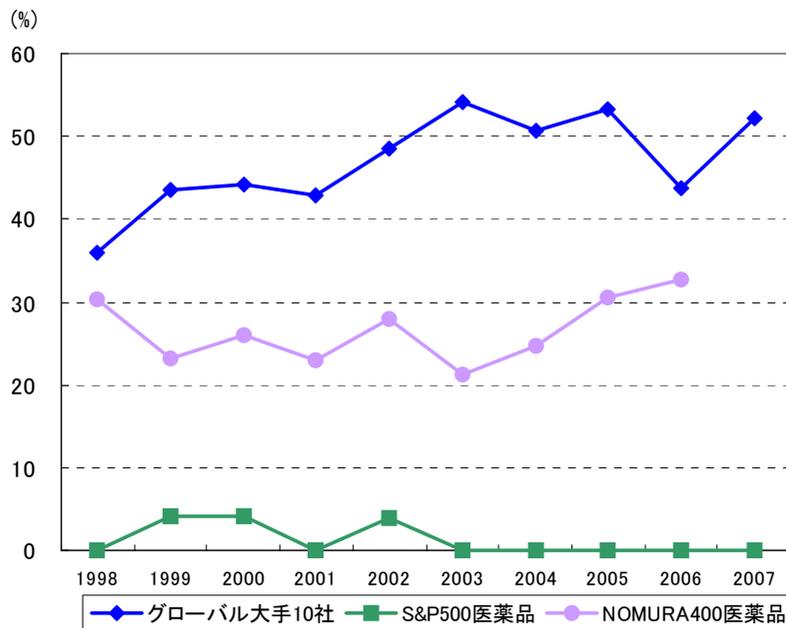
(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> (営業キャッシュ・フロー) + (投資キャッシュ・フロー)

ンソン・エンド・ジョンソンなど最大手企業のみで、フリー・キャッシュ・フローが小さかったり、マイナスだったりするバイオ・準大手の会社の多くは、株主還元には積極的ではない。例えば 2007 年度は、無配の企業が、決算期を迎えた 20 社中 10 社と半分に及んでおり、そのために S&P500 医薬品の配当性向<sup>14</sup>の中央値がゼロとなっている（図表 12）。同様に、2007 年度に自社株買いを行わなかった企業は、決算期を迎えた 20 社中 8 社ある。その中で、ユニークな株主還元のポリシーを持つ会社もある。バイオ製薬会社のアムジェンは、自社株買いを効率的に株主にキャッシュを還元する方法と位置付け、積極的に行う一方で、配当は過去 10 年間一度も行わず、今後行う予定もないとしている。また、製薬会社が自社株買いを積極的に行う別の背景としては、長期報酬としてストック・オプションを活発に活用しているため、オプションの行使による希薄化を防ぐ目的がある。一方、NOMURA400 医薬品では、潤沢なキャッシュ・フローとキャッシュ比率の上昇を背景に、配当性向が過去 3 年間上昇し、2006 年度には 32.8%に達している。だが、この水準は、グローバル上位 10 社に比べると 10 ポイント以上の開きがある。

図表 12 配当性向



(注) 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

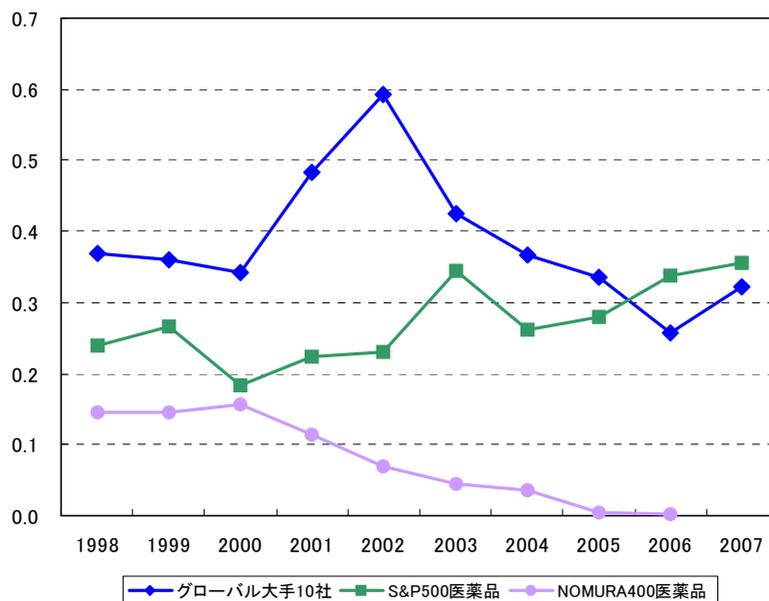
<sup>14</sup> (配当金) / (純利益)

## 6. レバレッジ分析～依然として水準は低いものの、レバレッジは上昇傾向

新薬開発には多くの研究・開発費が必要とされるが、新薬開発成功の確率は低く、キャッシュ・フローが不安定なため、製薬会社の資金調達にはデット・ファイナンスにあまりなじまない。そのため、製薬会社は、エクイティ・ファイナンスや成功した新薬からの収益によって設備投資や研究・開発の費用を賄い、いざという時のために財務基盤を強化する傾向がある。そのため、製薬会社のレバレッジの水準は歴史的に低かった。

だが、S&P500 医薬品のデット・エクイティ・レシオ<sup>15</sup>（以下、DE レシオ）は、1998 年度以降、0.2 から 0.4 へ上昇している（図表 13）。その理由としては、業界全体でフリー・キャッシュ・フローを上回る株主還元が行われている点と、準大手の会社で大型の M&A の際に長期債務により資金を調達して有利子負債を増やしている点を指摘できる。対して、グローバル大手 10 社では、ブリストル・マイヤーズ・スクイブによる大型の買収やワイスが賠償金支払いのために長期債務で調達したことなどから、DE レシオが 2001、2002 年度にかけて 0.6 まで上昇したが、その後は、潤沢なキャッシュ・フローで研究・開発、設備投資、M&A の費用等を賄って、有利子負債が減少したため、2007 年度は 0.3 まで低下している。

図表 13 デット・エクイティ・レシオ



(注) 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。

(出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> (有利子負債) / (自己資本)

一方、わが国主要製薬会社の DE レシオは、米国よりも水準が低い上、2000 年度の 0.14 から 2006 年度はほぼゼロまで低下している。大型の M&A といった負債調達イベントが少なかったこと、最近まで株主還元積極的にではなく、内部留保を積み上げ、有利子負債の削減を進めていたことなどが要因として指摘できる。

S&P500 医薬品の格付けを見ると、健全なバランス・シートを背景に、最大手の製薬会社の格付けは高く、ファイザーやジョンソン・エンド・ジョンソンはトリプル A を取得している（図表 14）。だが、新薬候補のパイプラインの中身が充実せず、将来キャッシュ・フローの低下が懸念されることから、大手各社の格付けは低下傾向にある。メルクは 2004 年に副作用問題の影響などで、トリプル A からダブル A マイナスに格下げになっており、ファイザーの格付けのアウトルックもネガティブになっている。また、2002 年 7 月まで、ブリストル・マイヤーズ・スクイブの格付けはトリプル A、シェリング・プラウの格付けはダブル A であったが、現在は、それぞれシングル A プラス、シングル A マイナスまで低下している。

図表 14 格付け (S&P 社)

AAA	ファイザー、ジョンソン・エンド・ジョンソン
AA	イーライ・リリー、アボット・ラボラトリーズ、ジェネンテック
AA-	メルク
A+	ワイス、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ、アムジェン
A	アラガン
A-	シェリング・プラウ
BBB+	ジェンザイム
BBB	ホスピーラ、パイオジェン・アイテック
BBB-	バー・ファーマシューティカルズ、
BB	キング・ファーマシューティカルズ
BB-	マイラン

(注) 2008 年 3 月 24 日現在の S&P 社による長期債務格付け。

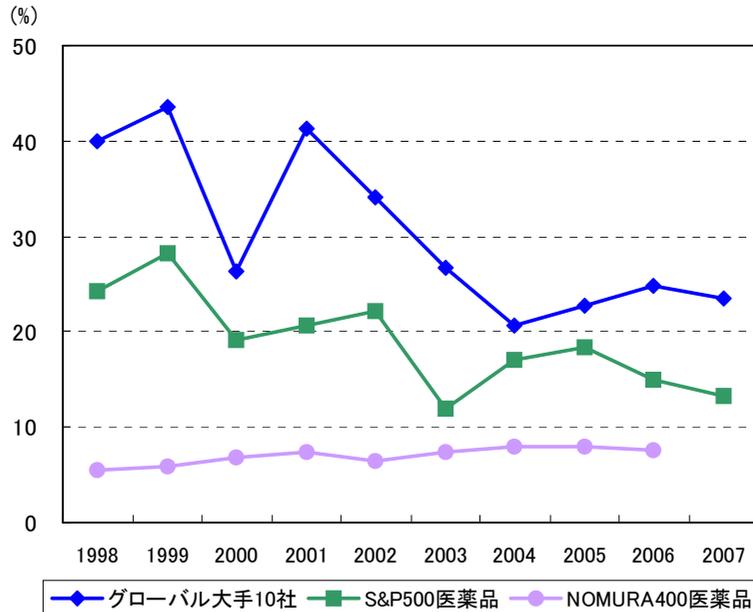
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 7. 収益性分析～ROE は 11 ポイントの大幅低下

S&P500 医薬品の収益性は、過去 10 年間、レバレッジが上昇するも、純利益率と総資本回転率が低下しているため、株主資本利益率 (ROE)<sup>16</sup>が 1998 年度の 24.2%から、2007 年度には 13.2%へと 11 ポイントも低下している（図表 15）。グローバル大手 10 社の場合は、総資本回転率の低下と過去 5 年間ほどのレバレッジの低下により、ピーク時からの ROE の下落幅は更に大きい。ピーク時 (1999 年度) の 43.5%から、2007 年度は 20 ポイント低い 23.5%に低下している。だが、依然としてその水準は、S&P500 医薬品よりも 10 ポイント以上高い。一方、NOMURA400 医薬品では、過去 10 年間でレバレッジが低下するも、純利益率が 6%から 9%へと上昇したことから、ROE は 5.4% (1998 年度) から 7.6% (2006 年度) に上昇した。だが、依然として欧米よりも低い水準である。

<sup>16</sup> (純利益) / (株主資本) = [ (純利益) / (売上高) ] × [ (売上高) / (総資産) ] × [ (総資産) / (株主資本) ]

図表 15 ROE



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 8. 株主価値と PER～株主価値は大手で減少。PER も低下。

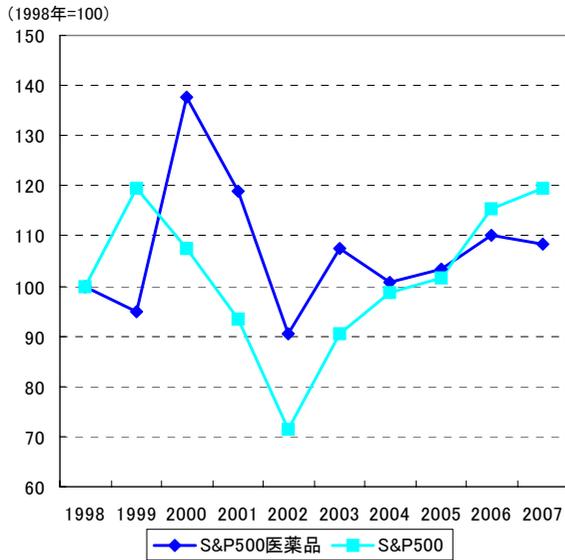
以上、過去 10 年間の財務動向を分析してきたが、この間に米国主要製薬会社の株主価値はどのように変化しているか。1998 年度を基準として時価総額合計の推移を見ると、S&P500 医薬品では、ファイザーがワーナー・ランバートを買収した 2000 年と、ファルマシアを買収した 2003 年にそれぞれ 45%、18%と大きく伸びているが、それ以外の年は時価総額が下落、又は、少しの伸びに留まっている（図表 16）。その結果、10 年間の時価総額の伸びは 8%と、S&P500 の 20%を下回っている。

低いパフォーマンスの原因は、時価総額の大きい最大手の製薬会社の株価が低迷しているからである。ファイザーは、2 度の大型 M&A にもかかわらず、10 年間で時価総額が 4%減少している。メルクは同じく 27%、イーライ・リリーは 38%、ブリストル・マイヤーズ・スクイブは 61%減少している。一方、規模は小さいが、バイオ製薬会社や準大手会社の時価総額は軒並み倍以上になっている。

S&P500 医薬品の株価収益率<sup>17</sup> (PER) を見ると、以前は成長産業との位置付けから、ピーク時の 2000 年度には 37.4 倍にまで達していたが、その後は、成長性への懸念を反映して低下傾向にある（図表 17）。また、グローバル大手 10 社の PER の水準は、過去 10 年間、S&P500 医薬品よりもさらに低い水準である。それに対して、NOMURA400 医薬品では、2002 年度まで PER が低下しているものの、その後は上昇に転じている。

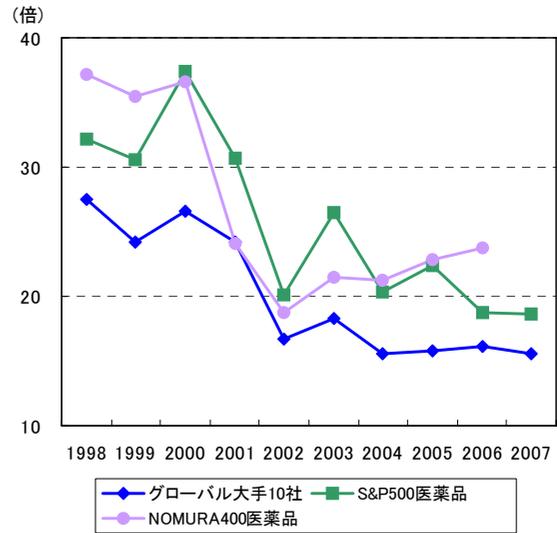
<sup>17</sup> (株価) / (一株当たり利益)

図表 16 時価総額



(注) 1998年度末の時価総額合計を100とし、各社の年度末の時価総額を基に集計。  
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 17 PER



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。  
 (出所) ブルームバーグや各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### III 収益性の回復に向けて

以上に見てきたように、米国大手製薬会社、特に最大手の会社は、ブロック・バスター・モデルが限界を露呈する中で、収益性の低下と株価の低迷に悩むところが多い。収益性を上げるためには、人員削減や製造プラント、研究・開発施設の閉鎖などによるコスト削減及び資産の圧縮も必要だが、縮小均衡に陥らず新たな成長路線を辿るためには、新薬候補のパイプラインの中身を充実させる必要がある。その方法として考えられるのは、生産性の低下した研究・開発部門の再構築と、新薬候補を獲得するための製薬会社との提携や M&A である。バイオ製薬事業の有望性が高まる中で、伝統的な化学合成による製薬事業中心の大手製薬会社が、自社の研究・開発部門を立て直し、バイオ分野にも注力していくのは難しい作業であるが、以下では、近年の成功事例としてメルクのケースを、ライバル企業のファイザーと比較しながら紹介する。

#### 1. 研究・開発戦略の再構築～メルクのケース

メルクは、古くから高い研究・開発力を最大の強みとする製薬会社である。自社開発の医薬品販売による内部成長路線を貫き、M&A を通じた外部成長は志向してこなかった。だが、2004年のバイオックスの副作用問題で信用に傷がつき、多くの訴訟を提起され、

株価が大きく下落したのを機に、退任したギルマーティン氏に代わって 2005 年 5 月に最高経営責任者（CEO）に就任したクラーク氏が、訴訟への対応と研究・開発戦略の再構築に乗り出した。

同社が研究・開発戦略の再構築において掲げたのは、第一に、研究・開発分野を 9 つの重点疾病分野に絞ることである。従来は、あらゆる疾病分野の研究・開発を手がけてきたが、有力な 9 分野に絞ることによって研究・開発の効率性向上と予算の効率的配分を目指した。第二に、バイオ・ベンチャーなどとの提携、ライセンス契約締結、M&A などを活発化することである。従来、メルクはバイオ・ベンチャーや大学の研究機関などとの提携に消極的であったが、彼らとの共同作業を通して、自社の研究・開発力を高めていく戦略に転換した。第三に、医薬品開発速度の向上である。特に、開発段階が後期に入っている新薬の開発を、最新技術の活用などにより、速やかに確実にを行うことを目指した。

第二の点については、メルクにとって従来の方針の大転換と言える。ほとんどの先端的な科学的発見は実はメルクの研究所の外で行われていることを認めた上で、それを自社の優れた研究活動を補強するものとして積極的に活用することにしたのである。2007 年は、共同研究、ライセンス契約の締結、M&A などを併せて 55 件行っている。

また、研究・開発の速度を上げ、パイプラインの新薬候補を確実に製品化していくためには、製品化の見込みのない新薬候補を引きずって無駄に研究・開発のリソースや資金を浪費するのではなく、早い段階で撤退することによって、有力な新薬候補により多くのリソースを投入していくことが重要である。だが、それまで多くの資金や時間等を投入してきたプロジェクトから撤退する決断をするのは容易ではない。そこで、同社は、プロジェクトを諦めて抜ける研究者に対し、ストック・オプションを付与するというユニークな約束をし、見込みの低いプロジェクトから早期に撤退するインセンティブを与えている<sup>18</sup>。

以上の研究・開発戦略の再構築の結果、同社の製品開発速度は向上し、過去 2 年間に 7 つ（2006 年度に 5 つ、2007 年度に 2 つ）というライバル会社を遥かに凌ぐ新薬の承認を FDA から得ることに成功した。

一方、ファイザーは、強力な販売力を背景に、リピトールを含めたブロック・バスターを大型買収で獲得し、売上高で業界首位に立った。だが、研究・開発力に関しては、ライバルのメルクに劣ると言われ、自社開発の医薬品に関しては 10 年近く大きなヒット商品がない。主力商品の特許切れが近付く中で、他社同様に事業の再構築を迫られ、2007 年 1 月に大リストラ策を発表した。

研究・開発に関しては、以前から指摘されていた官僚的・重層的組織における弊害、即ち、遅い意思決定、研究・開発現場の小さい裁量、研究者を忙殺する大量の書類作成業務などに関して見直しが図られ、また、バイオ・ベンチャーなどとの共同研究や提携、買収を積極化することなどが謳われた。加えて、医薬品部門を 4 つのユニットに分け、各ユニットのマネージャーに予算や意思決定の権限を委譲した。だが、製造プラント、研究・

<sup>18</sup> “IS MERCK'S MEDICINE WORKING? Spurred by the Vioxx fiasco, CEO Clark is trying to revamp the drug giant's culture”, *BusinessWeek*, July 30, 2007

開発施設の閉鎖や、20%の営業職員を含む約1万人の人員削減などのリストラ策の方が先に立ち、市場の評価は芳しくない。

メルクとファイザーの財務指標を比較すると、リストラの効果はまだ数字に表れてきていない(図表18)。メルクは、ファイザーと同様、5つの製造プラント、2つの研究施設の閉鎖及び約7,000人の人員削減を2005年11月に発表し、これまでにほぼ実施し終えているが、リストラ費用などを計上しているため、営業利益率、総資本回転率には特に改善が見られない。ROEは、過去5年間低下を続けている。また、新薬の販売開始の売上高への影響もまだ小さく、売上高成長率に大きな改善は見られない。一方、ファイザーの財務指標もメルク同様、大きな改善は見られず、近年、売上高はほとんど伸びていない。だが、両社が異なる点は、メルクでは2005年度を底に時価総額が大きく回復し、PERも上昇しているのに対し、ファイザーでは時価総額、PERともに下がってきていることである。2007年度のPERは、メルクの18.0倍に対して、ファイザーは10.3倍であった。この差は、メルクのパイプラインの中身や上市された新薬が将来生み出すキャッシュ・フローに対する市場の期待が、ファイザーよりも高いことを示している。現時点では、研究・開発の生産性の向上に成功しているメルクに市場が軍配を上げていると言えよう。

図表18 メルクとファイザーの財務指標

メルク						ファイザー					
年度	2003	2004	2005	2006	2007	年度	2003	2004	2005	2006	2007
売上高(億ドル)	224.9	229.4	220.1	226.4	242.0	売上高(億ドル)	447.4	525.2	474.1	483.7	484.2
売上高成長率(%)	-56.6	2.0	-4.0	2.8	6.9	売上高成長率(%)	38.2	17.4	-9.7	2.0	0.1
営業利益率(%)	38.6	33.5	27.5	23.2	23.2	営業利益率(%)	23.2	32.5	30.0	31.0	30.5
総資本回転率(回)	0.51	0.55	0.50	0.51	0.52	総資本利益率(%)	0.55	0.44	0.39	0.42	0.42
ROE(%)	40.4	35.4	26.3	25.0	18.3	ROE(%)	9.2	17.0	12.1	28.3	12.0
時価総額(億ドル)	1,026	710	694	945	1,265	時価総額(億ドル)	2,695	2,009	1,717	1,845	1,552
PER(倍)	13.1	9.2	11.6	16.6	18.0	PER(倍)	18.0	11.2	10.9	11.8	10.3

(注) 時価総額は、年度末の数値。

(出所) 各社開示資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成。

## 2. 増加するバイオ・ベンチャーの買収と課題

研究・開発の生産性が低下傾向にある中で、バイオ・ベンチャーとのライセンス契約や買収は、大手製薬会社にとって、自社の研究・開発の補強策となるだけでなく、有力な新薬候補を獲得し、パイプラインを充実させるための喫緊の方策でもある。近年では、ライセンス契約を締結するよりも、買収の方がコストが低いケースが多いなどの理由から、大手製薬会社によるバイオ・ベンチャーの買収が増加している(図表19)。

だが、大手製薬会社によるバイオ・ベンチャーの買収では、買収後の統合過程においていくつかの困難も指摘されている。第一に、大手製薬会社の医薬品は化学合成によって作る低分子化合物が主体だが、バイオ・ベンチャーの医薬品は人間の体内にある抗体などを利用する高分子化合物が主体で、両者は技術的に異なるため、買収を行ってもその後技術的な面などにおいてシナジー効果を出していくのが難しい。第二に、ブロック・バスターの開発に力を入れてきた大手製薬会社と、市場規模は小さいが付加価値の高い医薬品の開

図表 19 大手製薬会社によるバイオ・ベンチャーの買収事例

(億ドル)			
買収企業	被買収企業	買収発表年月	買収金額
ファイザー	エスペリオン	2003/12	12.1
	アンジオシン	2005/1	5.3
	ヴィクロン	2005/6	17.3
ジョンソン・エンド・ジョンソン	シオス	2003/2	23.0
	グリコフィ	2006/5	4.0
メルク	シルナ	2006/10	8.9
	ノバカルディア	2007/7	3.5
	アブライド・モレキュラー・エボリューション	2003/11	3.7
イーライ・リリー	イコス	2006/10	24.3
	アドネクサス	2007/9	4.2

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

発に力を入れるバイオ・ベンチャーでは、研究・開発の方針などを巡って意見の対立が起きやすい。第三に、起業家精神の強いバイオ・ベンチャーの研究者と、巨大な組織で意思決定も遅い大手製薬会社では企業文化が合わず、離職する社員が増えることが多い。実際、ファイザーが買収したエスペリオンやヴィクロンでは、多くの科学者が買収後に会社を去っており<sup>19</sup>、新薬候補の充実という所期の目的が達成されていない。以上のような課題に対しては、買収したバイオ・ベンチャーを子会社とし、経営にある程度の独立性を持たせるといった工夫をしているケースもあるが、必ずしもうまくいくわけではない。

加えて、米国のバイオ・ベンチャーの買収を巡っては、米国の大手製薬会社だけではなく、アムジェン、ジェネンテックなど成熟段階に入ってきた大手のバイオ製薬会社、欧州や日本の海外大手製薬会社など、多くのプレーヤーが参入している（図表 20）。そのため、有力な案件ではビッドが競合し、値が吊り上りやすい。また、以前は新薬の開発が後期の段階に入っているバイオ・ベンチャーが主なターゲットになっていたが、最近では、まだ開発中の医薬品が初期の段階のベンチャー企業にまでターゲットが広がってきた。

今後も、バイオ医薬品を M&A などを通していかにパイプラインに組み込んでいくかは大手製薬会社の重要な経営課題の一つであろうが、買収後の統合の円滑化に細心の注意を払うことが、長期の企業価値向上には重要であろう。

### 3. 総合製薬会社のアンバンドリング

以上のように、大手製薬会社は、研究・開発戦略の再構築やバイオ・ベンチャーの買収を通して、新たな成長を模索している。だが、バイオ医薬品へのパラダイム・シフトが起る中で、従来型の医薬品開発を行ってきた大手製薬会社が、研究・開発を再び成長軌道に乗せるのは容易ではない。そこで、一つの解決策として考えられるのが、研究・開発か

<sup>19</sup> “Drug Drought; All big pharma companies worry about it, but Pfizer has a worse case than most: a dearth of big drugs in the pipeline.”, *Forbes*, October 29, 2007

図表 20 バイオ製薬会社、海外製薬会社によるバイオ・ベンチャー買収事例

(億ドル)			
買収発表 年月	買収企業	被買収企業	買収金額
<b>&lt;バイオ製薬会社による買収&gt;</b>			
2003/6	バイオジェン・アイデック	バイオジェン	61.2
2003/8	ジェンザイム	サングスタット・メディカル	5.2
2004/2	ジェンザイム	アイレックス・オンコロジー	9.1
2004/3	アムジェン	テュラリック	13.4
2005/5	ジェンザイム	ボーン・ケア・インターナショナル	5.7
2005/12	アムジェン	アプジェニクス	22.1
2006/8	ジェンザイム	アノーマット	5.3
2006/9	アムジェン	アビディア	2.9
2006/10	ギリアド・サイエンシズ	ミヨーゲン	21.5
2006/11	ジェネンテック	タノックス	7.5
2007/5	ジェンザイム	バイオエンビジョン	3.0
<b>&lt;海外製薬会社による買収&gt;</b>			
2005/2	武田薬品工業(日)	シリックス	2.7
2005/9	ノバルティス(スイス)	カイロン	56.8
2007/3	エーザイ(日)	モフォテック	3.3
2007/4	アストラゼネカ(英)	メドイミュン	146.7
2007/12	エーザイ(日)	MGIファーマ	35.8

(注) 金額は発表時のディール総額。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ら、生産、販売まで全て行うという総合製薬会社のアンバンドリングである。

伝統的な総合製薬会社は、研究・開発、生産、販売の3つの事業を垂直統合しているが、各事業分野で徐々にアウトソーシングが進んできている。研究・開発事業では、治験のアウトソーシングが増え、また、ライセンス契約の締結は、新薬開発のアウトソーシングと言える。生産事業では、コストを下げるために中国やインドなどでの現地生産を委託するケースが増えてきた。また、販売事業では、プロジェクトごとに限定して派遣される契約医薬情報担当者(Contract Medical Representative)の活用が広まってきている。これらの流れが更に進んだ先に、総合製薬会社が1つ又は2つの事業を切り離し、自らが強みを持つ事業に特化する姿がある。例えば、自社の研究・開発部門を切り離し、他社から有望な新薬の販売権を取得して、得意な販売に特化するケースなどが想定できる。総合製薬会社の収益性が低下する中で、今後様々な可能性が検討されるであろう。

翻ってわが国の医薬品業界では、近年、大型の業界再編によってトップ企業の規模が拡大したが、依然としてグローバルでトップテンに入る会社はない。また、国内市場は、医療費の抑制策などによって過去10年間ほとんど成長せず、グローバルでのシェアを下げている。その中で、成長を模索するためには、米国を含む海外市場における拡大が欠かせない。近年、日本の製薬会社が行ったいくつかの米国バイオ・ベンチャーの買収などは一つの兆候と言えるが、米国大手製薬会社を競争相手として戦っていく場合には、ライバルに見劣りしない収益性が求められる。米国大手製薬会社の収益性回復への取り組みは、わが国製薬会社にも参考となるだろう。