



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HFLP

Hitotsubashi Financial
Leadership Program

テルモにおける企業価値戦略

- 次世代CFO、CFOの要件とミッション -

2020年7月31日

前テルモ株式会社代表取締役社長
新宅祐太郎

経歴

- 1979 東京大学国際関係論卒業
- 1979 東燃入社
- 1983 UC Berkeley MBA取得
レブ先生(『会計の再生』著者)に会計の本質
- 1999 東燃退社、テルモ入社
- 2010 社長就任(2017退任)
- 現在 社外取締役、公益財団法人
東京大学社会連携本部アドバイザー
医療ITスタートアップのアドバイザー

一橋大学特任教授としての活動

■ HFLP

■ HSEP : シニア・エグゼクティブプログラム
基調講演、M&Aのリアル

■ 社会人MBAコース
経営者講義

■ 社会科学の発展を考える円卓会議委員

■ 特別講演『ガバナンス改革は日本企業を救えるか？』

最近、読み返した本



- 宮川公男(みやかわただお)先生
一橋大学名誉教授
- 統計学を駆使してガンから生還
- 70の法則
 $70 \div \text{成長率} = 2\text{倍になる年数}$
買収価値の検算に使える
- 第一種管理者と第二種管理者(見過ごすリスクと言いつぎるリスク)

今日の内容

■テルモにおける企業価値戦略

■次世代CFO、CFOの要件とミッション

テルモは感染症研究の先駆者が呼びかけで設立

1921年（大正10年）

テルモは、第一次世界大戦の影響で輸入が途絶えた体温計を国産化するために、北里柴三郎博士をはじめとする医師らが発起人となり、1921年に設立されました

社名の由来

「体温計」を意味するドイツ語から命名

“Thermometer”（テルモメーター）



国産体温計の標準器

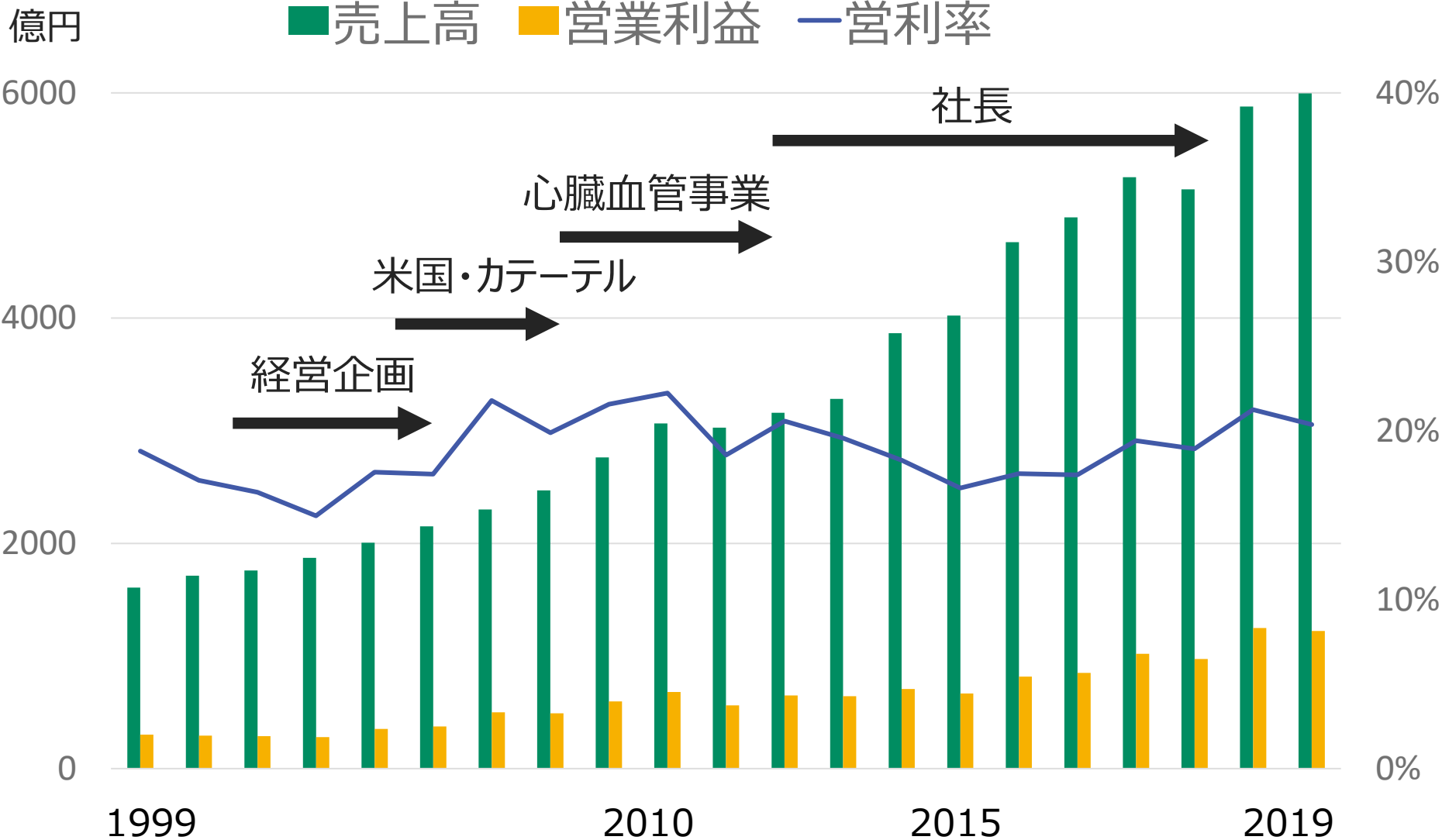


写真提供：学校法人北里研究所

北里柴三郎博士（1853～1931）

- 破傷風毒素の免疫抗体を発見し、血清療法を確立
- ペスト菌を発見し、伝染予防に尽力
- 「日本の近代医学の父」と呼ばれる

持続的成長、収益性のある成長



企業価値向上のために考えていたこと

■ 持続的成長

高いPER (30-35)の維持

成長戦略への市場の信認

グローバル化、新製品パイプライン、買収

■ 収益性のある成長

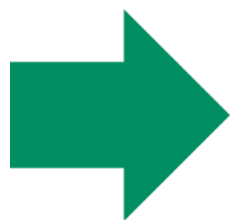
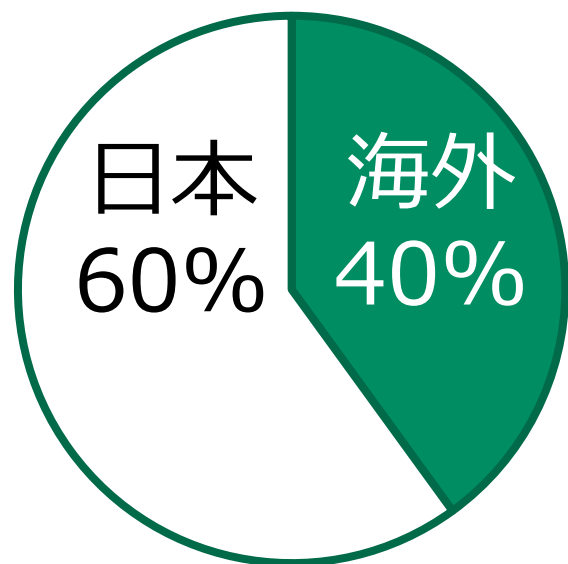
営業利益20%を維持する事業ポートフォリオ

ROE12%維持

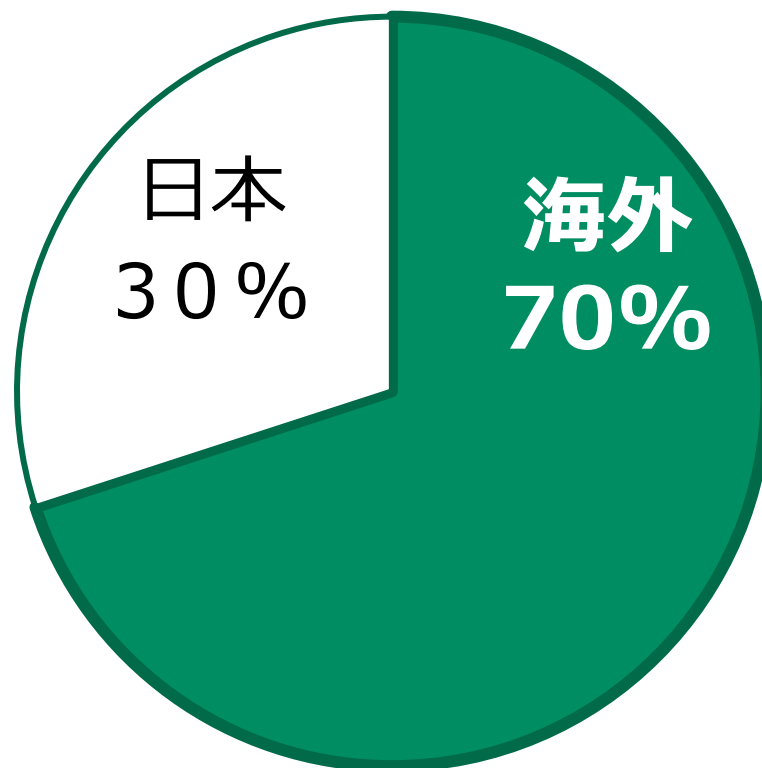
EPSの安定的成長

海外売上比率：40%⇒70%

2005年3月期

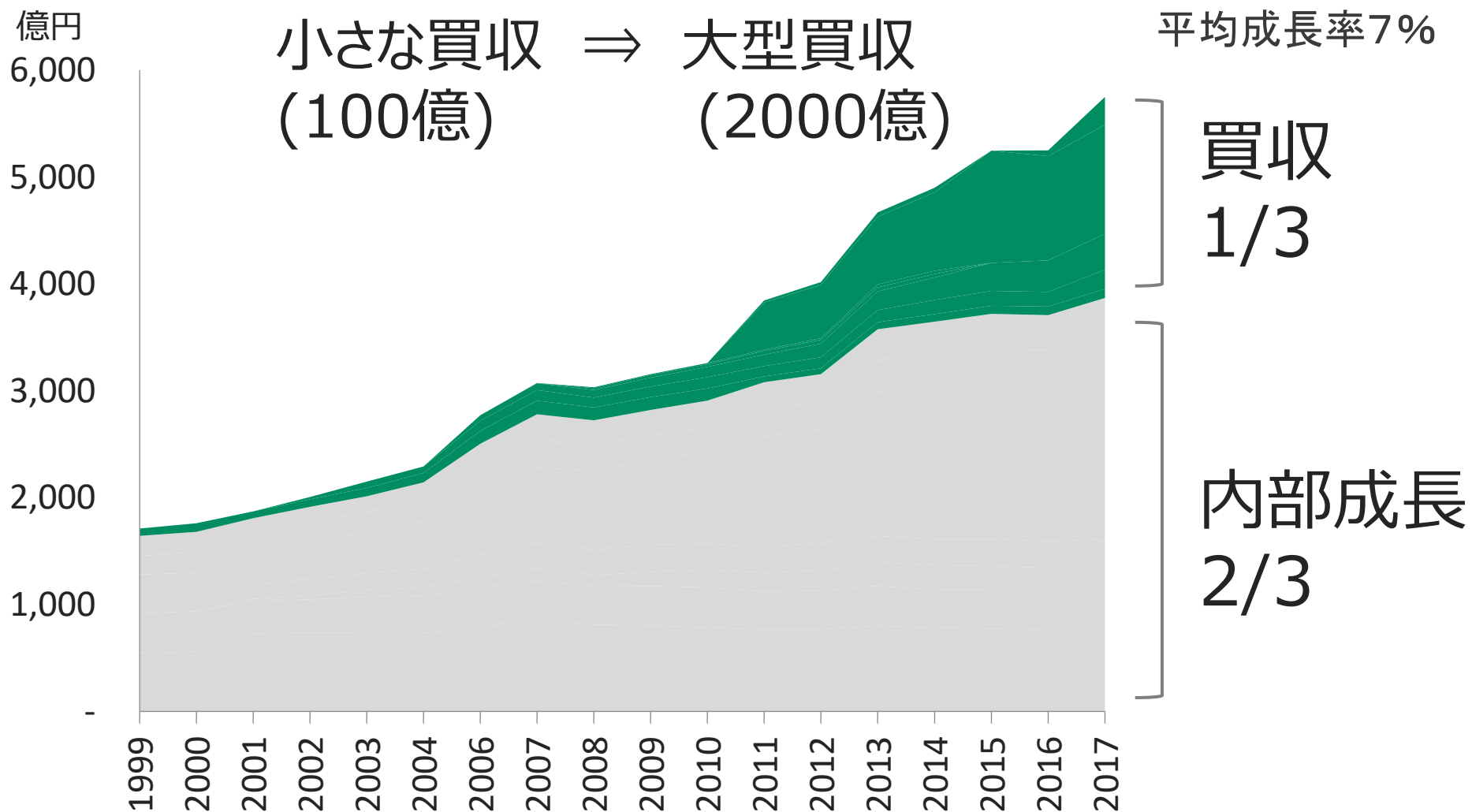


2018年3月期



米州30%、欧州20%、
アジア20%のバランス

買収による成長加速

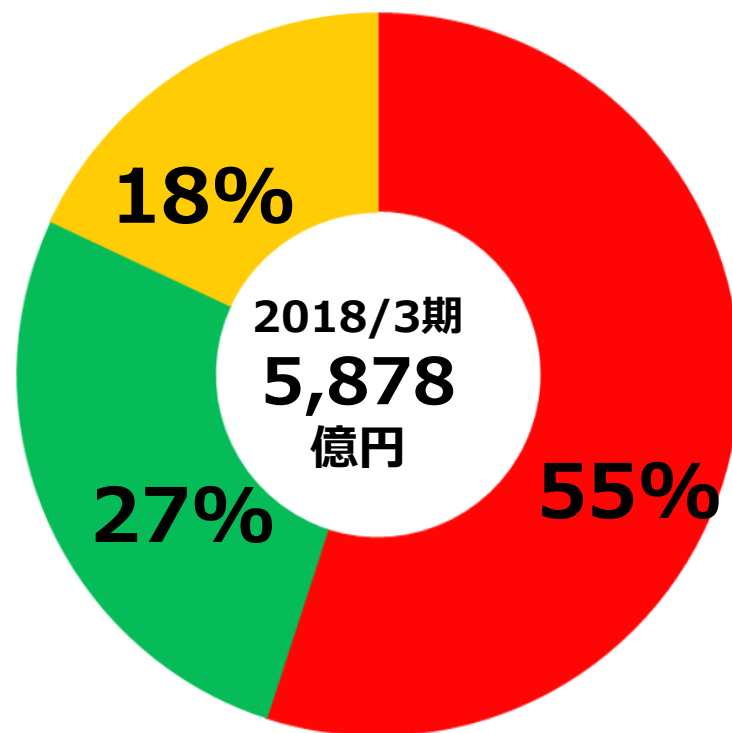
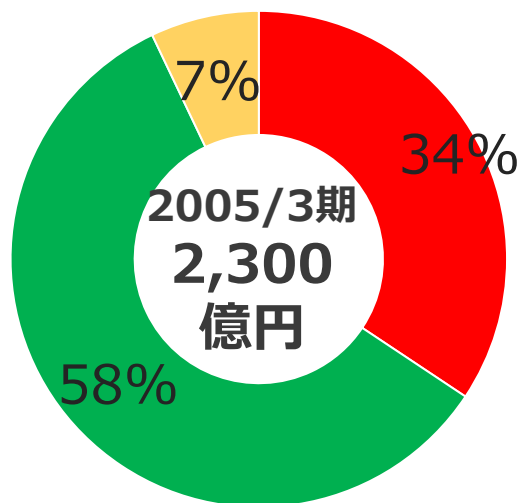


事業ポートフォリオ転換：コア事業の入替え

ホスピタル事業



心臓血管事業



企業価値は20年弱で10倍



(c)Quants Research Inc.

社長就任時に直面していた課題

- 1. 事業ポートフォリオ転換**
- 2. グローバル経営の抜本見直し**
- 3. グローバル統治機能の整備**
- 4. 買収戦略の高度化**
- 5. 事業入替え、撤退・売却**

1. 事業ポートフォリオ転換の実行戦略

■ コア事業の成熟化

無理な挽回策から、収益率の低下

■ 全社にグローバルな管理会計を導入

事業・地域のメリハリに合理的根拠

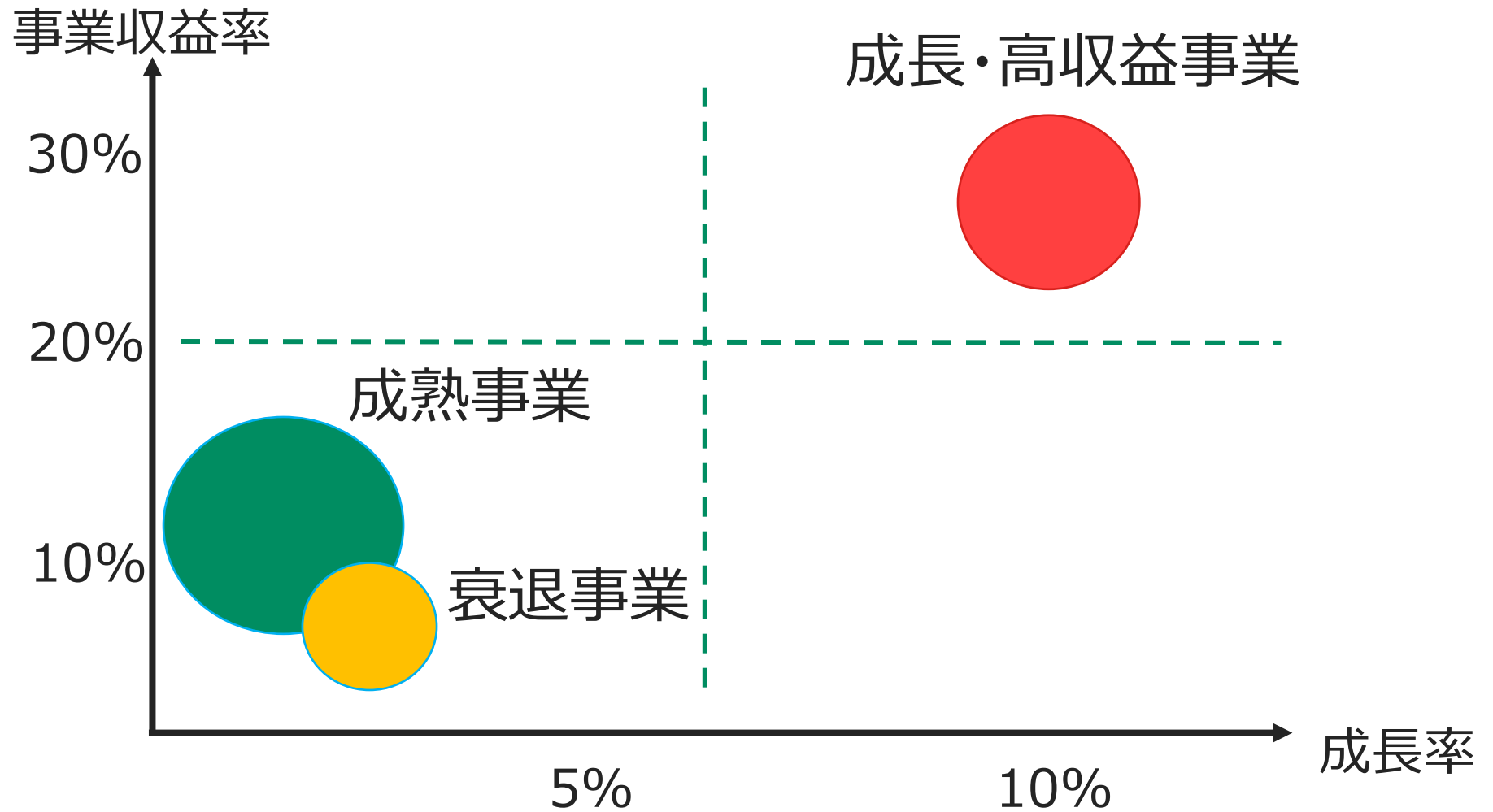
■ 事業別に戦略、目標を変える

成長事業：海外拡大、買収・投資拡大

成熟事業：収益率改善(成長は求めない)

衰退事業：実質的に事業入替え

2010年頃の事業ポートフォリオ



2. グローバル経営の抜本見直し

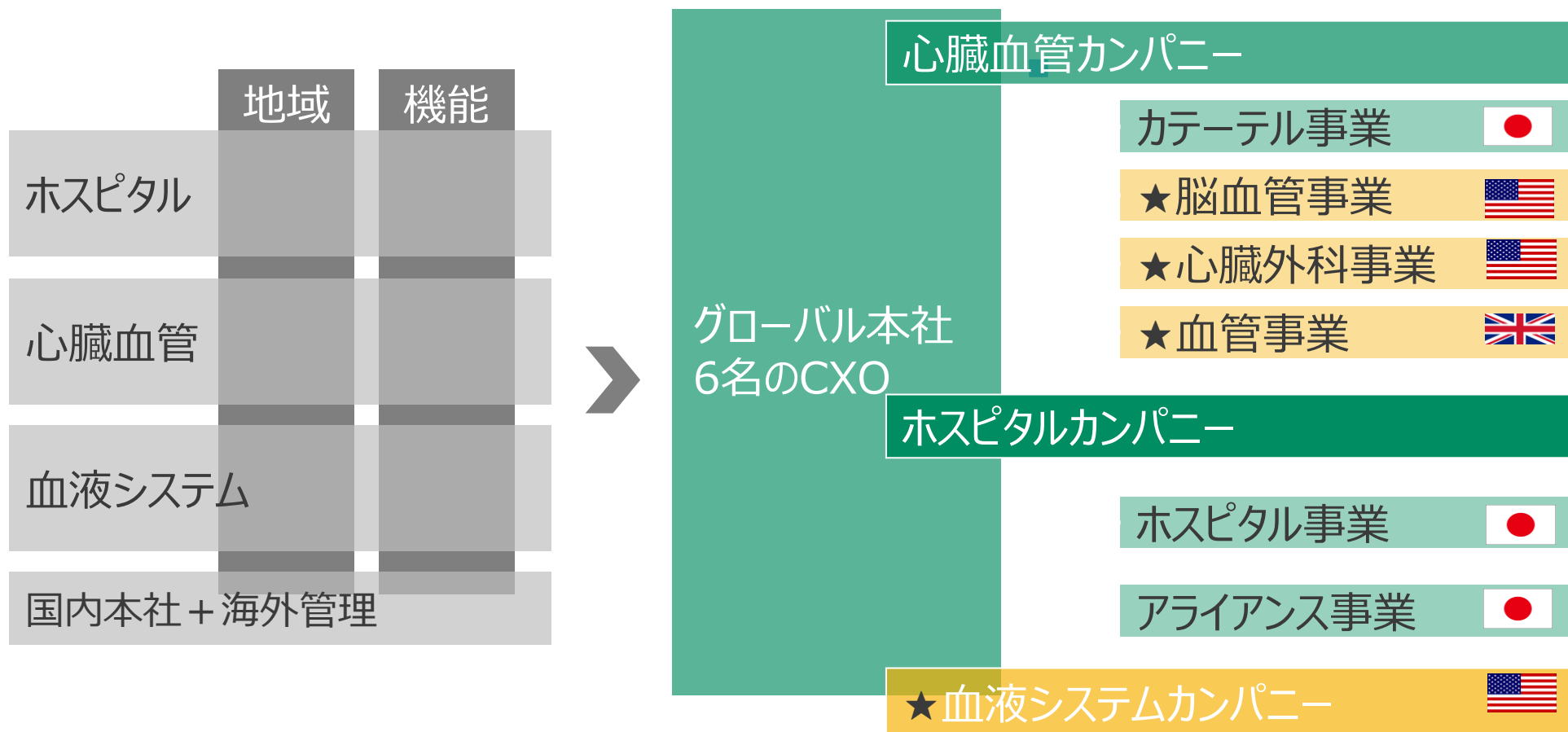
- 従来、海外は国際部、現地法人の力が強かった
基準なき仕切り価格⇒社内ゲーム
現地法人に余剰資金⇒資金効率低下



- 真のグローバル経営のポイント
買収事業含め、グローバル事業本部に再編
グローバル連結ベースの仕切り価格に転換
現地法人の余剰資金は吸い上げ、資金効率向上

グローバル事業本部を中心とする運営

7つの事業本部の内、4つが買収事業、海外に本部(★は買収事業)



3. グローバル統治機能：グローバル本社・CXO

グローバル本社

6名のCXO
(経理財務、
コンプライ
アンス、薬事、
IT、
品質、開発)

日本本社⇒グローバル本社
CXOの存在が最大のポイント

心臓血管カンパニー

ホスピタルカンパニー

血液システムカンパニー

CXO人材の育成

■ 資格、学位を積極的に登用する

博士、弁護士、会計士など有資格者

単に〇〇部長では、グローバル統治は出来ない

■ CXO人材の育成、後継者

専門分野だけでなく、経営教育もする

グローバルミーティングに中堅・若手も参加

海外の専門職のあり方に触れる

■ OJT・社内教育から社外教育にシフトする

4. 買収戦略の高度化

■ 当時の状況

小さな買収から、大型案件(2000億)まで拡大

買収価格高騰の回避策が急務

ブリッジローンの借換え



■ 買収戦略の高度化

優良案件の相対交渉模索

パーマメントファイナンスへの移行

優良案件の相対交渉を模索



- 事業譲渡

売る気があるか？

- コングロマリットの子会社売却

入札による価格高騰

- ファンドからの買収

価格 vs ファンドがつけた付加価値

- 大型買収の承認条件としての部分売却

時間に制約、相対取引に持ち込める
信頼関係の確立、スピード決定が必須

パーマネントファイナンスへの移行

■ブリッジローン

シンジケートローン vs 単独引き受け

■パーマネント・ファイナンス

✓借入

✓転換(困難型)社債

新株発行

■機関投資家は希薄化リスクを嫌う

■その後は、(ほとんど)ゼロ金利普通社債

4. 買収企業のガバナンス

- 達成して欲しいことは、トップから繰り返し伝える
 - 月次収支など、数字はマメにレビューする
 - **CXOを活用**して各社の透明性確保
 - **グローバル監査、地域間相互監査**を充実する
 - **サクセッションプラン**と通じて人事権を行使
- 買収後、最初の代替わりが重要な節目

5. 衰退事業の入替え

- 技術、コストで競争力を失い、組織風土も劣化
- 撤退コストが非常に高い
- グローバルトップ企業を買収し、
既存事業を逆統合
- ファンド保有中に保守的な会社が
効率的、高収益なグローバル企業に進化
- 買収後、**グローバル経営の手法の一部を導入**



5. 売却、撤退について

■ 売却タイミングは悪くなる前

社内の抵抗はあるが、これがベスト

最悪期には売れない、改善の時間・リソースは大きい

■ 経営上、目に見えないプラスは非常に大きい

出来ないこと、苦手なことが明確になる

泥沼化によるモラル低下が避けられる

■ 社員の長期的雇用、やりがい確保

■ 売却、撤退には失敗がない

CEOとしての組織運営

■ 専門領域も**ブラックボックスにせず**勉強する

■ 組織風土を悪化させないための**賞罰**

小さな違反も処分、ただし将来に影響のない処分にとどめる

■ **要注意人物**とは距離を置く

『聞いてない』(会社より自分)、ナンバーツーキラー、秘密が守れない

■ 雑音は聞いた上で、聞き流す

聞く姿勢は堅持、ただし**無駄に悩まず**忘れる

今日の内容

■テルモにおける企業価値戦略

■次世代CFO、CFOの要件とミッション

日本企業の株価は20年間、ほぼ横這い

Chart generated on 2019年8月29日 at 6:33 pm



1999年

2009年

2019年

米国は2.4倍、日本は微増、1.1倍

日本は2010年代金融緩和で持ち直したが、その後再び頭打ち

日米企業の平均的企業価値構造(コロナ前)

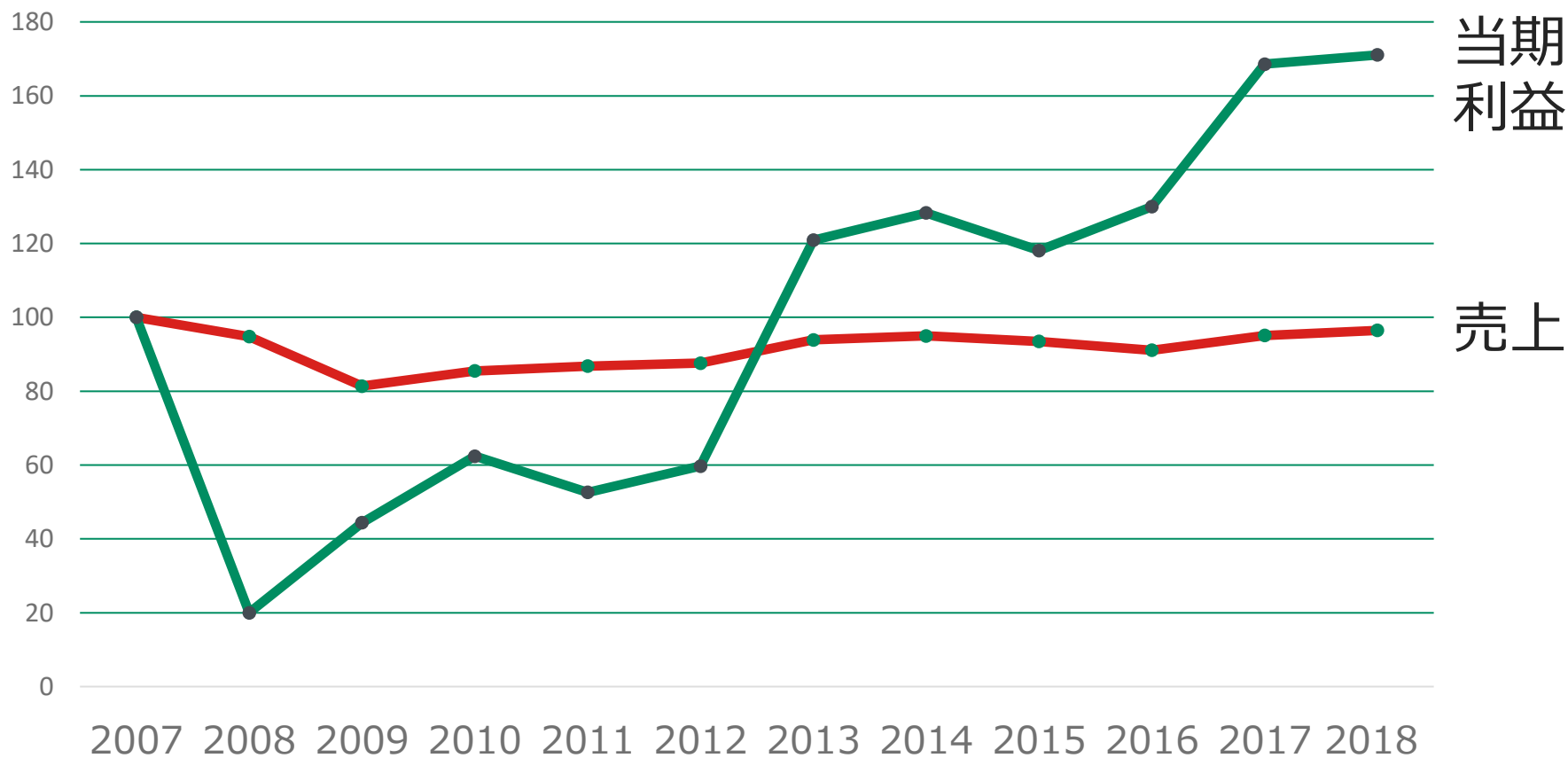
	米	日	
■ PER	20倍	10倍	
■ 期待成長率	5%	-2%	PERから逆算
■ ROE	20%	10%	
■ PBR	4	1	

日本企業はマイナス成長しか期待されていない

PBR(株価純資産倍率)1 = 解散価値、評価

日本の上場企業：10年間利益は出てもゼロ成長

上場企業の売上、当期利益推移



東京商工リサーチ調査

これまでのCEO

- 4-5年での社長交代の慣例が残る
攻めの経営に転じても、まっとう出来ない
 - 短期志向、問題先送りの連鎖
リスクを取るより、安全第一
経費・投資削減で利益は出す
内向き、コンセンサス経営に走る
- ⇒ 利益は出すが、成長しない経営に

一方、オーナー経営者は攻めの経営で成功

■ユニクロ、日本電産、ニトリ、キーエンス…

■共通するのは

- ・トップダウン、時には躊躇なく事業転換
- ・成長戦略のためには大きなリスクをとる
- ・大胆な中途採用
- ・社内は苛烈な競争、優勝劣敗

⇒ **いずれサクセッション問題にぶつかるが…**

日米経営者の比較

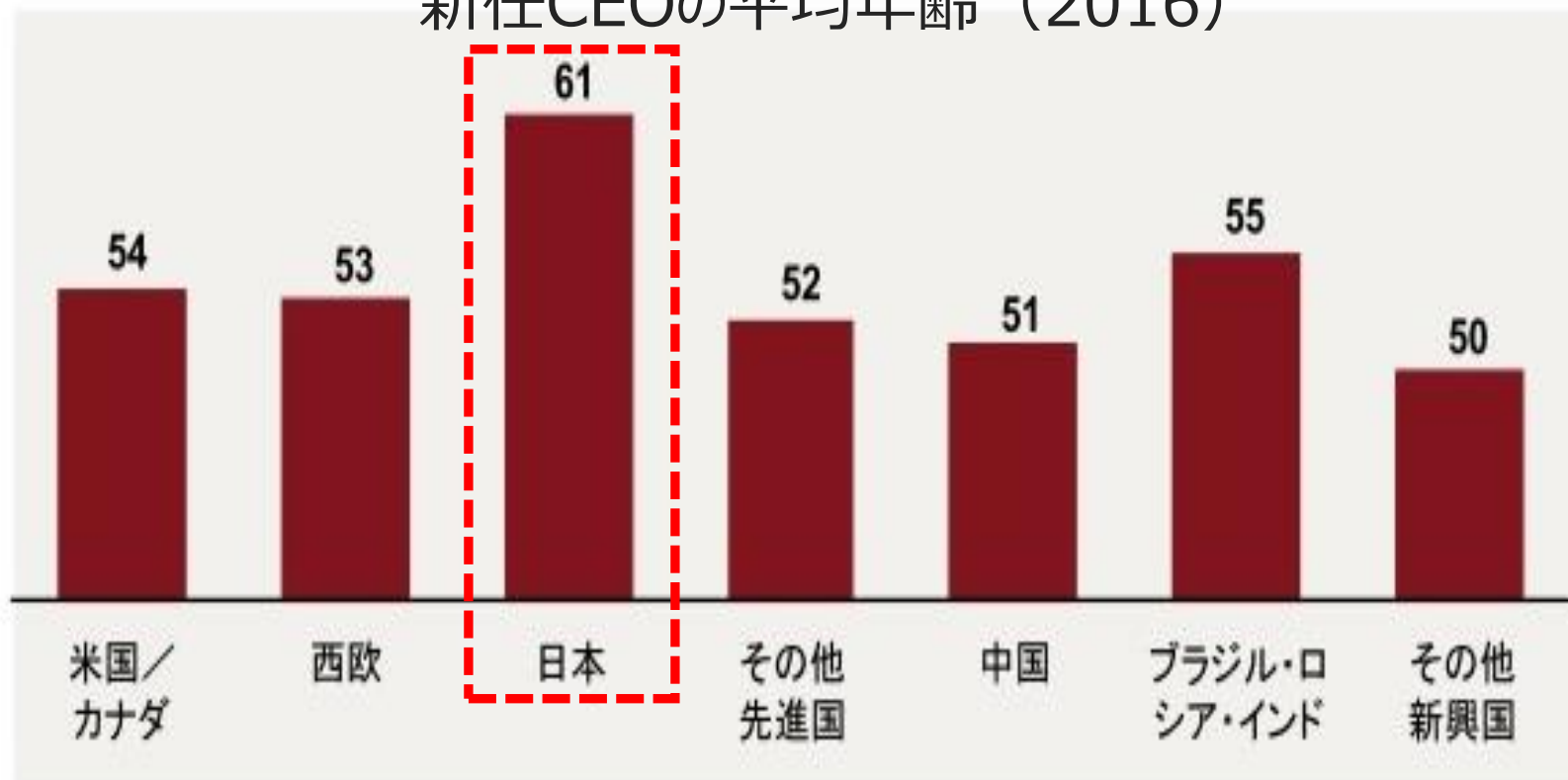
	米	日	
就任時年齢	47歳	58歳	+11歳
在任期間	13年	5年	-8年

- 米国の経営者は、若く昇格、かつ長期にわたって経営を担う
- 早くから経営者トレーニング開始
- 社外候補含め、指名委員会での選考

世界のCEOは圧倒的に米国型

日本は経営者は世界最高齢、ガラパゴス状態

新任CEOの平均年齢（2016）



新任CEOの平均年齢(2016)(出典:PwCコンサルティング合同会社 ストラテジーコンサルティングWebサイト)

次世代CEOの要件:ギャップを埋める努力

日本

海外

- テクノロジー：遅れ気味 vs デジタルネイティブ
- 教育：OJT・社内 vs MBA、PhD(英語教育)
- 報酬感覚：国内比較 vs グローバルベンチマーク
- コミュニケーション：対面が好き vs リモート
- 日本的経営：幻想(?) vs 問題にしていない

次世代のCEOとCFOのミッション

■ 次世代CEO

- ・攻めの経営で企業価値向上
- ・『株主至上主義見直し』？日本は株主軽視の国

■ 次世代CFO

- ・手堅い財務から企業価値を高めるCFO
- ・戦略的IR：『成長戦略』を『成長期待』にする
- ・親子上場の次はコングロマリット・ディスカウントが
過去の遺物(－)、将来への布石(+)

次世代CEOとガバナンス

- 早めの**経営者教育**、**若手を登用**

- **想定任期：7-8年**

 - 習熟は+ただし限界効用逓減の法則が働く

 - 長期政権化は-、上下関係化が進む

- **報酬増額：業績連動、株式報酬中心**

 - 外人別枠方式は限界、当面、欧州が目標か

- **成長戦略と取締役会**

 - 一旦コミットしたら、**短期でブレない**

次世代CEO、CFOの第二の人生

■ CEO

後継者には企業価値を上げ続ける候補

⇒在任中、自社株は実質的には売れない
社外に出る、ただし競合避止、異業種

⇒異業種でも通用する経営センスが必要
社会貢献も忘れずに

■ CFO

CFOはツブシが効く、複数会社で企業価値に貢献
先取り才覚：サステナビリティ会計基準(?)