



CFO×社外取締役対談

持続的な成長を確かなものにするべく、
事業特性を踏まえた財務理論のもと、
新たな資本政策をスタートさせました

柳 良平 (写真左)

社外取締役

半田 宗樹 (写真右)

取締役CFO(最高財務責任者)

財務や経営リスクの観点から見た、
漢方薬・中薬ビジネスの特徴

柳取締役は2023年6月から経営に入られました。新薬開発型の製薬企業との財務体質の違いなど、どのような特徴を感じましたか。

柳：まず、一人ひとりの患者様・生活者に寄り添って、命と健康を守るという思いは、ツムラを含む製薬企業に共通する使命です。その思いを実現していく製品とビジネスモデルに違いがあるだけで、根本は同じだと思います。私がかつて財務担当役員を務めていた先発医薬品メーカーのP/L構造に慣れた身からすると、当社は研究開発費の比率が低く、原価率が高いというP/L構造で、かなり特徴的です。足もとでは一部生薬の値上がりや為替の円安もあり、原価率の上昇が避けられません。また、生薬の生産量は、天候などの要因に大きく左右されますから、一定の在庫を抱えざるを得ません。

半田：確かに、安定供給のためには戦略的な意図を持っ

て、原料生薬の在庫を一定程度抱える必要があります。だからこそ、高効率の事業運営とB/Sマネジメントが、今の当社にとって重要なテーマです。研究開発費の割合についてもご指摘のとおりで、先発医薬品メーカーと比べればかなり低い。ただし、重点領域を中心に基礎・臨床研究などにしっかりと投資を行い、科学的なエビデンスの構築に努めてきたことが、結果としてキャッシュ・フローの創出につながっているのも事実です。

柳：私は大学院でファイナンス理論の講義を受け持ちながら、英国系投資会社の日本法人の副社長にも就いており、つまり海外の機関投資家としての顔も持っています。こうした立場からツムラのB/Sを見ると、一見、やや過剰在庫、過剰資本、過剰現金に映るわけです。R&Dリスクもなく、医療用漢方事業の国内市場シェアは8割超ですから、もっとレバレッジをかけて自己資本比率を下げてよいのではないかと見えてしまう。しかし事業の中身を知ると、一定の在庫、キャッシュ、自己資本比率が必要であり、高度な財務健全性が求められるのだと理解できます。その背

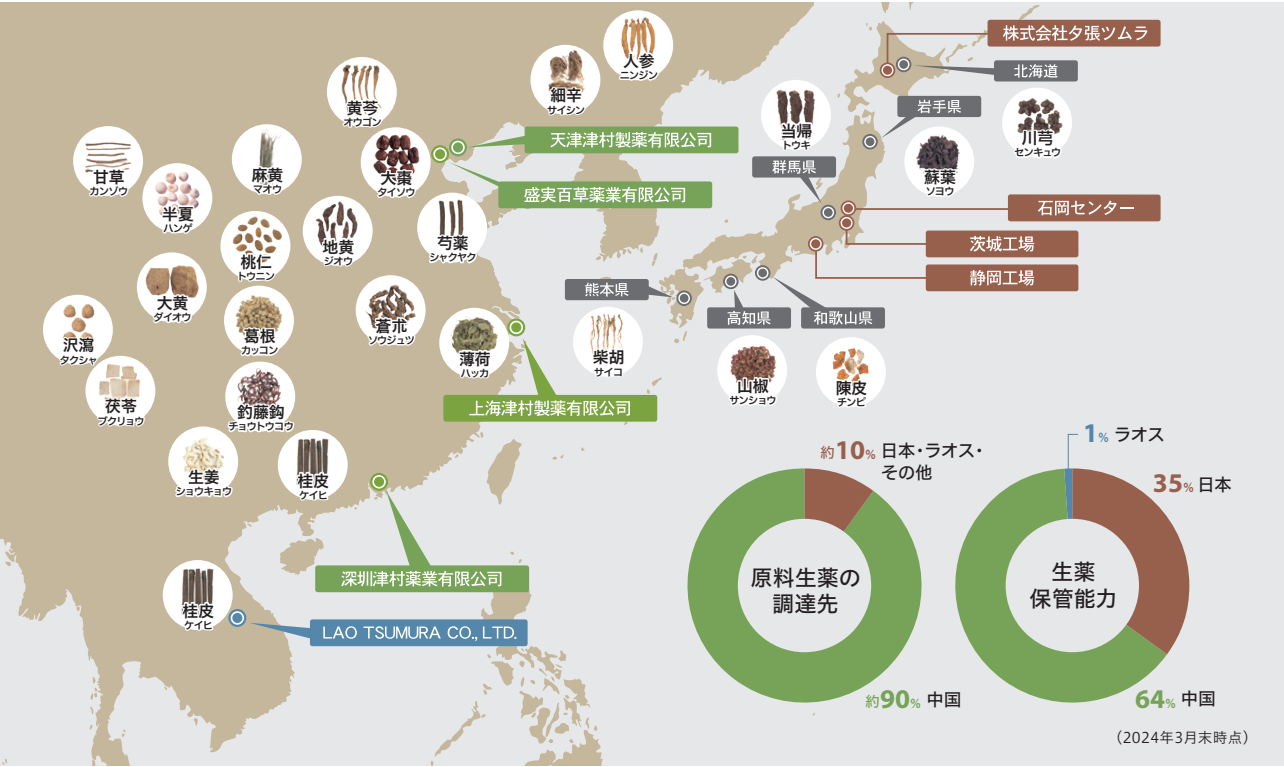


株主の皆様に対する受託者責任を全うする観点から、
財務理論に依拠して、価値創造を担保する議論を促進します (柳)

景には、2つのリスクファクターがあります。一つは、国内市場に依存した収益構造です。つまり薬価改定の影響が大きい。もう一つは、原料生薬の中国依存度の高さです。以前はリスク分散の観点から、類似の気候条件を備えた国・地域でも栽培できるのではないかと想像していました。しかし社外取締役に就任後、生薬の調達規模や価格、特定の気候・土壌でしか生育しない生薬の存在などを理解するにつれ、中国での生薬調達はビジネスの根幹であると実感しました。昨今は地政学的リスク等の観点から、日本

企業が中国事業を見直す動きがありますが、当社の場合、むしろリスクを恐れず挑戦し、機会に変えていくことを選択したといえます。
半田：中国は40年以上ともに切磋琢磨してきたかけがえないパートナーでもあります。また、2017年から中国国民の健康に貢献する事業を本格化させているのは、ツムラの技術やノウハウを活かして第二の柱を築くとともに、生薬の総合的な調達力を強化する狙いもあります。
柳：確かに、株式市場からはリスクと捉えられることがあっても、実際は中国の社会と患者様への貢献というポジティブな側面の方が大きい。しかも市場規模が大きく、成長ポテンシャルがあります。現在中国事業は売上の1割を超えていますが、この比率を徐々に高め、国内薬価制度に左右されやすい体質からある程度脱却していくことが、リスクヘッジにもなりますね。

主な原料生薬の調達エリア



取締役会では、客観性をともなう数値や合理的な説明をベースにした議論を徹底

2023年度の取締役会では、「資本政策」が重点テーマの一つでした。どのような議論があったのでしょうか。

半田：議論してきたのは、資本効率・最適資本構成についてです。私には以前から、費用対効果をもっとシャープに突き詰めて、効果を極大化せねばならないという問題意識がありました。柳さんからは、「漢方は特殊だから」「安定供給のためだから」といった、やや抽象的な議論ではなく、ファイナンスルールに合う合理的な説明をベースにした議論の必要性を、強力に促していただきました。これを契機と捉えて、社内の投資基準の見直し等も実施しています。1年間を振り返り、非常に充実した議論ができたと思っています。

柳：そのような評価をいただけるのは、社外取締役とし

て本望です。私は株主に対する受託者責任を果たすには、たとえ煙たがられても、財務理論や数字に依拠した客観性を確保した状態での議論が不可欠だと考えています。取締役会では、資本コストへの意識が特に求められるNPV^{*1}やIRR^{*2}といった投資採択基準で、数値でのバリュエーションの証明を求めました。その結果、現在では一定額以上の投資案件は、前述の数値を確認した上で採択する手順を踏んでいます。半田さんのスピード感と、この採択基準を徹底させるリーダーシップには驚きましたし、感謝しています。

半田：柳さんには取締役会の後に、経営企画室を中心とした資本政策検討会にご参加いただき、議論をリードしていただくとともに、さまざまな宿題をいただいています。とりわけ「今後10年間の見立てを示してほしい」という課題提示は、収益構造の転換に向けて、経営の意志が問われるものでした。いくつかのリスクファクターを織り込みな

経営資源の最適配分と評価の枠組みの整備などを進め、

資本効率の改善に向けて、施策を確実に実行していきます（半田）

がらシミュレーションする良い機会となり、あるべき適正な資本政策として整理できたのが大きかったですね。

柳：何往復も真剣な議論を重ね、執行チームには何十種類ものシミュレーションをしていただきました。

半田：取締役会ではステークホルダー目線かつ長期的視点での深い議論を経て、2031年度に目指す水準をROE10%、自己資本比率50%以上、DOE^{*3}5%とする財務KPIを掲げることにしました。これまでのボード間の議論は、社内ルールや施策にも落とし込んでいます。今後はCCC^{*4}の改善や政策保有株式の縮減など、決定事項を一つひとつ実行することに集中していきます。私たちは製薬メーカーとして、品質や安定供給に対する強いこだわりがあるからこそ、執行側は費用対効果に対して議論を尽くせる組織にアップデートしていかなければならないとも考えています。

^{*1} 正味現在価値。事業投資やM&Aを意思決定するために用いる評価指標の一種。投資によって得られる利益の大きさを表す
^{*2} 内部収益率。投資によって得られる将来のキャッシュ・フローを現在の価値に換算した金額と、投資額の現在価値とが釣り合うような割引率を指す。「割引率」とは、将来のお金の価値を現在の価値に換算（割引）するときの利率。IRRが資本コストよりも高い場合は、投資案件を採択し、低い場合は棄却される
^{*3} 株主資本配当率
^{*4} キャッシュ・コンバージョン・サイクル。仕入債務を支払ってから、売上代金が回収されるまでにかかる日数を示す指標

プレ財務資本と企業価値向上の関連性を可視化し、取り組みを改善

PBRIは現時点^{*5}で1.2倍弱になったものの、プライム市場平均の1.4倍を下回る状況です。企業価値の一層の向上を目指すにあたって、今後の展望を聞かせてください。

柳：収益力の向上や新たな資本政策が功を奏し、バリュエーションは上がってきましたが、PERが示唆する永久成長率^{*6}はゼロか、ややマイナスに見られています。要するに、依然としてかなり多くの機関投資家から漢方薬・中薬のポテンシャル、そしてツムラの成長シナリオに対する確信が得られていない。しかし、裏を返せば潜在的な上昇余地が大きい企業といえます。実際、営業利益率は2桁あって、2024年度予想はROE10%と事業は好調です。あとは中長期の成長期待が高まれば、PBRIは1.4倍を超えて2倍



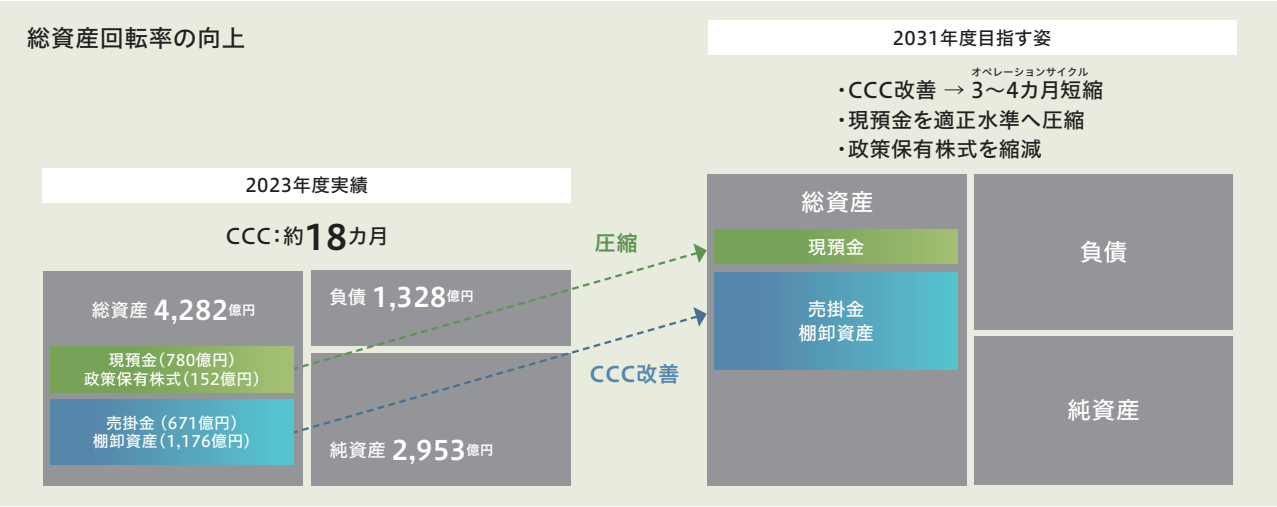
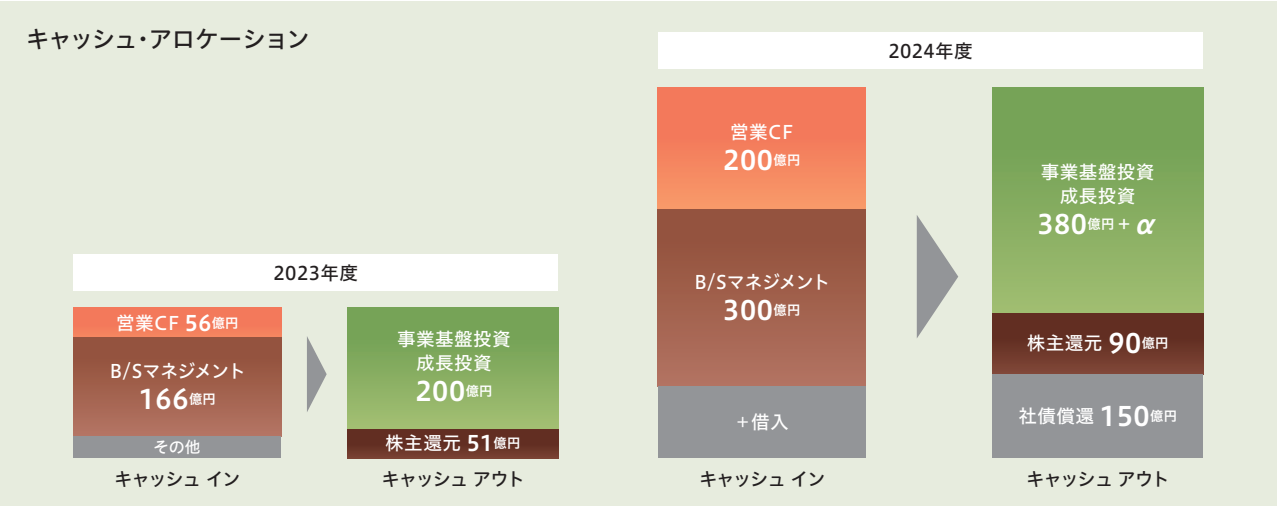
近くなってもおかしくない。成果を着実に積み重ねて、企業価値向上に対する機関投資家の信認を得ることが鍵になります。

半田：2023年度から、プレ財務資本を可視化するプロジェクト^{*7}を始動させました。この背景には、プレ財務資本が将来の財務資本に変換され得ることを、私たち自身の力でしっかり説明したいという思いがあります。まずはESG活動全体を対象とし、柳モデル^{*8}を適用した分析を試みました。

柳：柳モデルは、「PBR1倍超の部分にESGの価値が織り込まれる」という仮説に基づいたものです。私が実施した投資家サーベイでも、世界の約7割の投資家が、ESGの価値を長期的にPBRに織り込むべきだと回答しており、仮説と整合しています。企業価値が高まる確率性の度合いを示す上で、プレ財務資本の可視化、定量化とその説明はますます重要になるでしょう。

半田：当社においても、今回は組織資本・人的資本に絞って、価値関連性分析を実施しています。なるほどと納得できるものもあれば、相関性が十分に示せなかったものもあります。2022年度からは、社内管理指標の一つとしてROICを導入していますが、この改善につながるKPIを特定し、B/Sマネジメントを一連の流れとして説明できれば、仕事の意義や成果の見える化ができて、従業員にとってのやりがいにつながると考えています。今後も資源配分とルール、評価の枠組みを改善し続け、機関投資家の皆様にツムラグループの価値を正しくご判断いただけるよう努めていきます。

^{*5} 2024年6月27日時点
^{*6} 事業計画期後のフリーキャッシュ・フローが、一定の成長率で増加すると仮定し、継続価値を計算する方法
^{*7} 詳細を、P37に掲載
^{*8} “CFOポリシー（中央経済社,2020）”にて柳良平氏が開発したモデル



Focus プレ財務資本の可視化への取り組み

ツムラグループは、7つの資本による価値創造の循環サイクル*¹における「プレ財務資本」の施策について、将来の財務価値とのつながりを可視化することで、投資家の皆様のご理解を得ることと、各施策の課題を明確化し、それらを改善することに取り組んでいます。天然物由来の医薬品の価値、漢方バリューチェーンが創出する価値、組織・人的資本の価値を可視化のテーマとし、2023年度からプレ財務資本の定量的な分析を行う部門横断プロジェクトを始動しました。

*1 詳細はP22「価値創造の循環サイクル」を参照

ESG活動の可視化分析

はじめに「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル（柳モデル）」を使用し、アビームコンサルティング株式会社のDigital ESG Platformにより ESG活動全体を調査対象とする「俯瞰型分析*²」を実施しました。次に、ESG指標とPBRとの相関からESG活動全体を客観視し、さらに組織・人的資本政策を深掘りするため「価値関連性分析*²」を実施しました。この分析では、組織・人的資本政策が生み出す価値が、財務価値へと至る道筋に仮説を立て、ESG指標と財務指標の直接のつながりを検証しました。今後は、漢方薬が多成分系であることや統合医療への適応性といった天然物由来の医薬品の価値をはじめ、生薬栽

培から始まる当社独自の漢方バリューチェーンが創出する価値についても、最適な分析手法を用いて財務価値との相関性を明らかにし、各戦略・施策の強化に活用していきます。

*2 アビームコンサルティング株式会社のDigital ESG Platformで分析

「俯瞰型分析」のプロセスと結果

俯瞰型分析とは、PBRに大きな影響を及ぼすROEの変動を加味した上で、ESG活動の進捗によって、「何年後に」「どの程度の感応度で」PBRが向上または低下するかを検証するものです。今回の分析対象期間は、2000年度から2023年度までの24年間とし、平均で7.3年分の分析対象データを使用しています。すべてのESG活動のうち、収集可能な指標から重複を除いた全502指標を抽出しており、この中から分析に値する要件を満たさない指標を除いた373指標に対して、俯瞰型分析を実施しました。

その結果、企業価値の向上と望ましい相関*³がある36指標を特定しました。今回の分析結果を基にESG活動を客観視し、企業価値の向上に寄与する施策の強化につなげていきます。今後も、取り組みプロセスや算出方法の設定など見直しを図りながら、継続的に分析を繰り返すことで、社会的インパクトの可視化や当社ならではの企業価値向上ストーリーの醸成に向けて取り組んでいきます。

*3 相関の正負が、望ましいと想定される関係と一致する結果が得られた指標

望ましい相関が検出された主な指標とPBRに与える影響

組織・人的資本	
●働き方・休み方の改善は、企業価値向上に寄与する	[有給休暇取得率1%増加→2年後のPBRが7.37%向上]
●女性の育児休業取得日数が長くなるほど、企業価値向上に寄与する	[女性の育児休業平均取得日数1%増加→1年後のPBRが1.25%向上]
●新たに役職に就いた女性が増加するほど、企業価値向上に寄与する	[女性の昇進割合1%増加→2年後のPBRが0.27%向上]
●健診の受診率が増加するほど、企業価値向上に寄与する	[健診受診率1%増加→3年後のPBRが12.72%向上]
この結果から、女性の早期キャリア開発・形成支援の成果が出ていることが示唆されました。有給休暇や育児休業の利用促進などの施策は、優秀な人財の維持・確保につながり、結果として企業価値の向上に影響するものと捉えられます。	

天然物由来の医薬品の価値

●医師向けの説明会実施回数の増加は企業価値向上に寄与する [説明会実施回数が1%増加→1年後のPBRが0.59%向上]

この結果から、医療関係者への情報提供における量的・質的な向上が、企業価値の向上に寄与していることが明らかになりました。e-プロモーションを強化し、医師一人ひとりが求める情報の分析からMR活動を改善するサイクルを回している成果と捉えています。

漢方バリューチェーンにおける価値

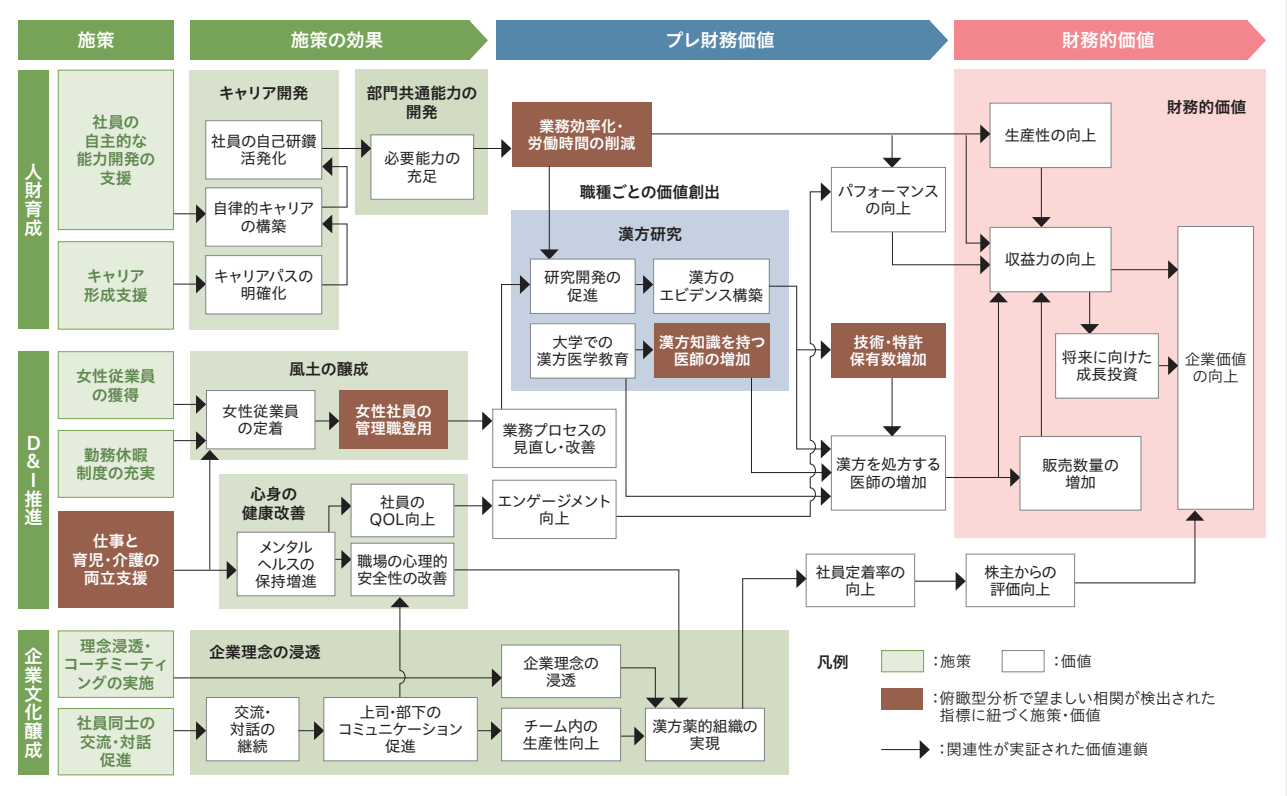
●廃棄物排出量の減少は企業価値向上に寄与する [廃棄物排出量原単位が1%減少→2年後のPBRが1.48%向上]

ツムラグループで発生する産業廃棄物のうち、大部分は漢方製剤のエキス製造過程の抽出後の残渣です。この生薬残渣の有効活用に長年取り組んでおり、バイオマス燃料などの資源として取引することによる廃棄物排出量の減少が、結果として企業価値向上との相関として表れているものと考えられます。

「価値関連性分析」の結果

「人財育成」は、能力開発支援の施策によるキャリア開発が、業務効率化やパフォーマンス向上につながり、生産性・収益力の向上に寄与しているという分析結果を得ました。「D&I推進」については、仕事と育児、仕事と介護の両立支援といった施策が、女性従業員の定着や女性管理職の登用、社員のQOL向上につながり、それによるエンゲージメント、パフォーマンスの向上から、収益力の向上

に関連しているという分析結果となりました。「企業文化醸成」の施策については、理念の浸透や上司と部下のコミュニケーション促進を経て、企業価値の向上に寄与する関連性も実証されました。今回の分析として、価値連鎖の実証ができた部分もありますが、施策とその評価KPI設定の適切性・データ収集などについての課題も見えてきました。今後も継続的な分析を実施していきます。



B/Sマネジメントの強化

ツムラグループは、長期経営ビジョンの実現に向けて財務戦略の議論を深め、資本政策の基本方針に基づくB/Sマネジメントの強化を図っています。

財務戦略においては、資本効率の改善と資本効率・最適資本構成の追求を軸に、中長期的な企業価値の向上に取り組んでいます。戦略の遂行にあたっては、国内およ

び中国事業の規模拡大や利益率の向上による営業キャッシュ・フローの創出が前提になります。加えて、CCCの改善、手元資金の圧縮、政策保有株式の売却など、B/Sマネジメントによってキャッシュを創出し、事業が持続的に発展、成長するための投資を実施していきます。

2031年度に目指す水準

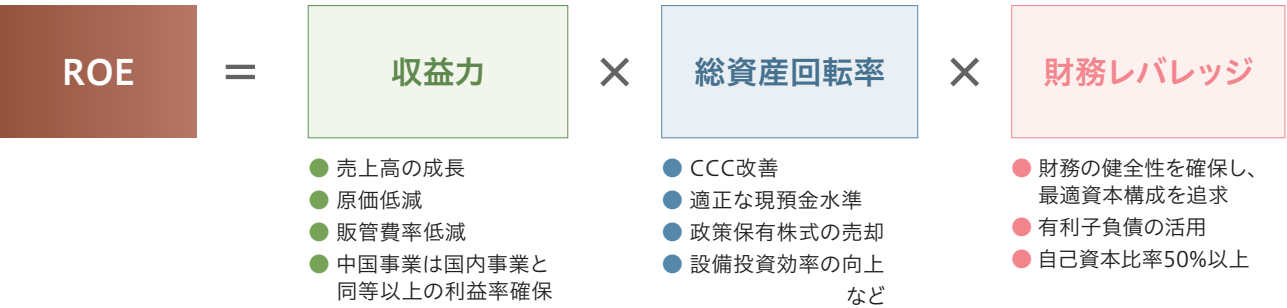
ROE 10%

自己資本比率 50%以上

DOE 5%

※株主資本コスト：約7%
CAPMIにて算出 リスクフリーレート：2%、リスクプレミアム：6%、β値：0.8程度
エクイティ・スプレッド＝ROE－株主資本コスト

資本効率の改善



資本効率の改善に向けて、ROEが当社の算出した株主資本コスト7%を上回る、正のエクイティ・スプレッドの実現を目指しています。そのために、ROEを重要な経営指標として捉え、「収益力」「総資産回転率」「財務レバレッジ」の3つの要素に分解して、改善に向けた取り組みを加速させています。

収益力

売上規模の拡大ならびに原価および販管費率の低減による営業利益率の向上に取り組んでいます。その具体策としては、野生生薬の栽培化の拡大とともに、「栽培、一次加工、選別工程」の自動化を推進しています。各工場では、2031年度までに自動化によるローコストオペレーションを段階的に実現し、2021年度比で労働生産性を2倍以上に高めることを目指しています。また、販管費は未病の科学化等に資する研究開発費として、今後も連結売上高比率5%以上の水準を確保します。その上で、DXによる生産性の向上効果によって、従業員1人あたりの売上高を

2021年度比で2倍以上に伸ばし、販管費率は20%台前半に抑制することを目指しています。

総資産回転率

CCCの改善、適正な現預金残高への圧縮、政策保有株式の売却、設備投資効率の向上などにより、総資産回転率の改善を目指しています。

CCCの改善は中長期的な課題でもあり、サプライチェーン全体のバランスとリスクを踏まえて取り組んでいます。2023年に導入した「生薬調合指示システム」を柱とし、生薬の栽培から始まる漢方バリューチェーン全体を最適化す

ることで、オペレーションサイクルで3～4カ月程度の短縮を目指します。加えて、売掛金の早期回収に向けて、回収サイトの2割程度の短縮を、医薬品代理店・卸様との交渉によって進めています。

月商に対する現預金の比率は、金利動向を勘案して先行して資金調達したことから、高い水準です。今後も計画的に成長投資を実行し、適正水準に圧縮していく考えです。また、政策保有株式については、相手先との交渉によって徐々に削減を進めています。原則ゼロとする方針のもと、2024年度より本格的な縮減に着手しており、早期に半減させます。

設備投資に関しては、第1期中期経営計画の3か年を「将来に向けた成長・事業規模拡大のための先行投資を集中して実行する期間」と位置づけており、生産能力の増強と生産性向上、IT基盤構築などに、総額約1,150億円を投資する計画です。投資案件の費用対効果を見極めるため、NPVやIRRなどの指標に、新たに導入した投資採択基準

安定供給体制強化に向けた主な投資案件

主な投資内容	総投資額	2024年度投資額	期間
天津工場 2 期、3 期工事（漢方エキス粉末製造）	250億円	95億円	2021年度～2026年度
漢方エキス粉末製造工程、造粒包装工程の新設	680億円	105億円	2024年度～2027年度
夕張ツムラ生薬倉庫の増設	25億円	15億円	2023年度～2025年度

を設け、資本コストや資本効率を意識した経営判断を実践しています。内外環境の変化や投資対効果などの観点から、投資計画を中止または見直し、あるいは後ろ倒ししたことで、第1期中計期間中の総投資額は約735億円となる見通しです。2024年度は、漢方エキス粉末を製造する天津工場の2期・3期工事、国内においても漢方エキス粉末の製造工程、その下流工程である造粒包装工程の能力増強を図っています。また、増産に対応すべく、国内における生薬在庫を増やすために、夕張ツムラの生薬倉庫の増設を実施します。

財務レバレッジ

財務の健全性を確保しつつ、純資産と有利子負債比率の見直しにより、最適資本構成を追求しています。2023年11月より「自己資本比率50%以上」を、財務規律確保の基準として設定しました。

〈製造経費の追加〉

主な内容	2024年度増加額
製造ラインの新設に向けた増員等	+ 10億円
予防保全強化、倉庫確保等	+ 15億円

配当政策

株主の皆様に対する利益還元を会社の重要な政策と考え、国内事業の持続的な拡大ならびに中国事業の成長投資および基盤構築を通して企業価値の向上を図るとともに、中長期の利益水準やキャッシュ・フローの状況等を勘案し、株主還元を決定しています。財務基盤の健全性を確保しながら経営効率を高め、営業キャッシュ・フローや負債の活用、最適資本構成から許容される資金を、さらなる成長投資と株主還元へ適切に分配していきます。なお株主還元は、株主資本配当率であるDOEを指標として設定し、2031年度までに目指す水準として5%を掲げ、配当拡充を実施していきます。

株主還元

