

キヤノンによる東芝メディカルシステムズの買収

石川 勝

要 旨

キヤノンは近年の IT 技術の進化やオフィス環境の変化に伴い、従来製品の売上が伸び悩み、この10年は企業成長も停滞している。その原因は1970年代以降、その事業構造が基本的に変化しておらず、製品市場のほとんどは成熟化していることにあった。一方、東芝は東日本大震災後の世界的な原子力発電所建設の見直し機運の高まりの影響から業績が急速に悪化していた。キヤノンによる東芝メディカル買収は新たな成長産業への進出を可能にし、東芝にとっては債務超過を回避する有効な手段でもあった。キヤノンは東芝メディカルを6,655億円で買収したが、その額は同業種類似企業の株主価値から類推しても著しく高い買い物であるといわれた。しかし、本研究で DCF 法による評価を行った結果、世界の医療機器市場の将来性やキヤノンと東芝メディカルとの間のシナジー効果を織り込めば、必ずしも高い買収価額ではなく、キヤノンの戦略には妥当性があることが検証された。

キーワード：キヤノン、東芝、東芝メディカル、M&A、DCF 法

1. はじめに

本ケースは2016年に行われたキヤノン株式会社（以下、キヤノン）による東芝メディカルシステムズ株式会社（以下、東芝メディカル）の買収が妥当

な戦略的意思決定であったか否かを定量的な視点から検討し、分析したものである。この買収は原子力事業の失敗に端を発する経営不振に陥っていた東芝と事業構造の変革を喫緊の課題としていたキヤノンの利害が一致したことから、比較的短期間で成立したが、一般的に無謀と言われるような高い買収価額と強引な買収手法が社会的に話題となった。キヤノンはずなぜ東芝メディカルを異常に高額と言われるような価額で買収しなければならなかったのか、またその買収価額は果たして本当に過大評価であったのかなど、買収に関するキヤノンの戦略的意思決定の妥当性を検証することが本稿の目的である。

2. キヤノン株式会社の沿革¹⁾

キヤノン株式会社は1933年、映画の映写機技師であった吉田五郎と吉田の義理の弟で山一証券外務員の内田三郎により、高級小型写真機の開発を研究する精機光学研究所として設立された。翌年の1934年には、ドイツの高級カメラであったライカやコンタックスをモデルとした国産初の35mm フォーカルプレーンシャッターカメラ「KWANON (カンノン)」の試作に成功した。1936年、当時わが国最大の軍需光学兵器メーカーであった日本光学工業（現ニコン）からの援助や技術導入により、35mm フォーカルプレーンシャッターカメラ「ハンザキヤノン」を発売したが、レンズは日本光学工業製のものを使用していた。

1937年、精機光学研究所は精機光学工業株式会社（資本金100万円）に法人化して改称し、本格的なカメラ生産を開始した。その後、日中戦争勃発後、軍需の高まりを受け、キヤノンの生産は拡大していった。1940年には、結核患者検診のための X 線間接撮影用35mm カメラも開発し、軍部に納入している。

戦後は1945年10月に会社が再興され、当初は進駐軍需要を見込んで生産を開始した。1947年、社名を「キヤノンカメラ株式会社」に変更。戦後の貿易再開に伴い、政府の輸出重点政策を受けて、積極的に国産カメラの輸出に注力した。1950年、全米カメラ展示会（サンフランシスコ）においてキヤノン

II B型が1等賞を受賞するなど、アメリカにおける知名度は高まっていった。その後、イギリスの世界的貿易会社であったジャーディン・マセソン社との総代理店契約、1955年のニューヨーク支店の開設、1957年には欧州総代理店としてキヤノンヨーロッパ（ジュネーブ）開設など、海外展開を進めるとともに、1960年代にかけてテレビカメラやVTR、8ミリシネカメラの開発を手掛けていった。

1950年代、キヤノンは通常撮影用カメラの他、X線間接撮影用カメラ、キヤノンオシロスコープユニット、レーダー撮影装置、顕微鏡写真撮影装置、複写装置、コンティニューアスレコーダー、高速撮影装置など、製品の多角化を進めてきたが、60年代に入り、日本経済の成長とともにカメラ市場も徐々に成熟し始めたことを受けて、周辺の成長分野へ本格的に事業を展開し始めた。1962年に策定された第一次長期経営計画（5か年）では、カメラ以外の新製品の開発を基本方針の一つとして掲げ、5年後の売上倍増を目標とした。続く1968年から第二次長期経営計画が策定され、新分野への多角化をさらに推進していった。

創立30周年を迎えた1967年、当時社長の御手洗毅が年頭挨拶でカメラと事務機・光学特機を中心に輸出振興に一層注力することを表明し、その後「右手にカメラ、左手に事務機」の合言葉が社内スローガンとなった。事務機と光学特機の売上割合は66年の16.5%から69年には42%へと成長し、69年には社名を「キヤノン株式会社」へと変更した。この改名には、キヤノンをカメラ専業メーカーから総合精密機械メーカーとして飛躍させていく御手洗の意志が込められていた。

第一次長期経営計画において目標とした多角化の主要分野として掲げられた事務機器の嚆矢は電子式卓上計算機であった。1964年のビジネスショーで公開された「キャノーラ130」は世界初のテンキー式卓上電子計算機で、大きな注目を浴びた。その後、キャノーラ・シリーズはトランジスタからIC、LSIの採用による小型化、一貫大量生産体制の構築による低価格化によって、順調に売上を伸ばして行った。また、1970年には電卓に印刷機能を付加した

機種を発売したが、そこで開発されたサーマルプリンターはその後各種プリンターへと進化し、キヤノンのプリンター事業の礎を築いた。

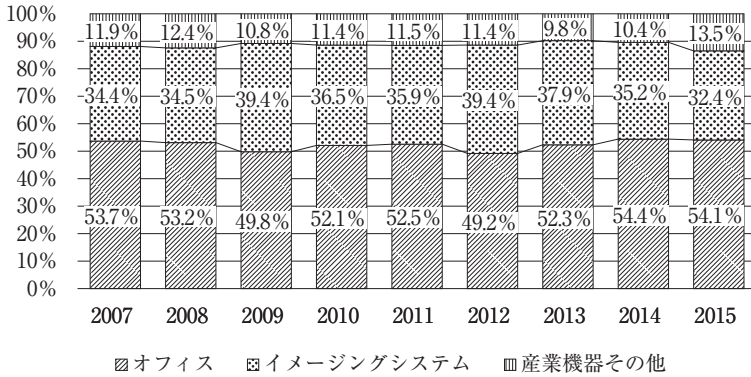
事務機器への事業展開において、卓上電子計算機とともに大きな役割を果たしたのは、複写機である。複写機はカメラと異なり、機械本体の他に各種の消耗品も販売でき、売上の波及効果が大きいため、60年代初頭から製品化の研究を進めていた。しかし、当時コピーの質が最も良いと言われていた電子式分野では、アメリカのゼロックス社が多数の特許を保有しており、ゼロックスの特許に抵触せずに同様の方式によって開発を進めることは難しかった。そこで、当初はRCA社が特許を供与していた感光紙を使用するEF方式の複写機を海外企業との共同開発によって製造販売していたが、1966年にキヤノンはゼロックス社の特許に抵触しない新しい電子式の複写機(NP方式)の開発に成功した。この独自技術によって、キヤノンは日本の他社に先駆けてゼロックス社が独占していた電子式複写機の市場へ参入を果たし、電卓と同様に70年代初頭にかけて複写機の大量生産体制を作り上げていった。カメラ機器と複写機、プリンターを中心とするキヤノンの事業構造は1950年代から1970年代にかけて完成されて行った。

3. キヤノンの事業構造

2015年段階において、キヤノンの事業は「オフィス」「イメージングシステム」「産業機器その他」の3つのビジネスユニットから構成されている。「オフィス」は複写機、レーザープリンター等、「イメージングシステム」はカメラ、インクジェットプリンター等、「産業機器」は主に半導体露光装置等の製品を擁している。それぞれのユニットの売上高割合はオフィスが54.1%、イメージングシステムが32.4%、産業機器その他が13.5%となっている(図表1)。製品別売上で見ると、カラー複写機10.8%、白黒複写機8.7%、レーザープリンター22.2%、カメラ20.1%、インクジェットプリンター9.4%、産業用機器その他13.5%である。

2015年のビジネスユニット別売上構成では、オフィスとイメージングシス

図表1 ビジネスユニット売上高構成比推移



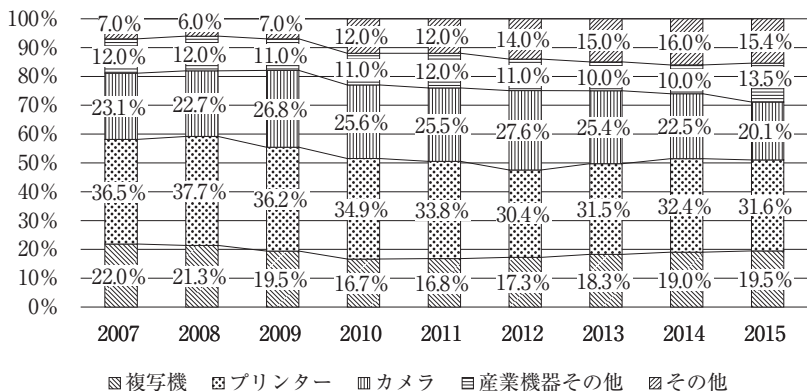
テムで86.5%となっており、製品別では複写機、プリンター、カメラの3製品が全体の売上構成の約70%を占めている（図表2）。これらのことから、キヤノンでは1970年代に確立された事業構造が現在においても継承されていることが分かる。

また、各ビジネスユニットの売上高の構成比の推移を見ると、全体的にこの10年間ほとんど大きな変化は見られない（図表1）。一方、製品別の売上高構成比では、プリンターの売上割合が若干低下傾向にあり、その他の割合が高まってきている（図表2）。

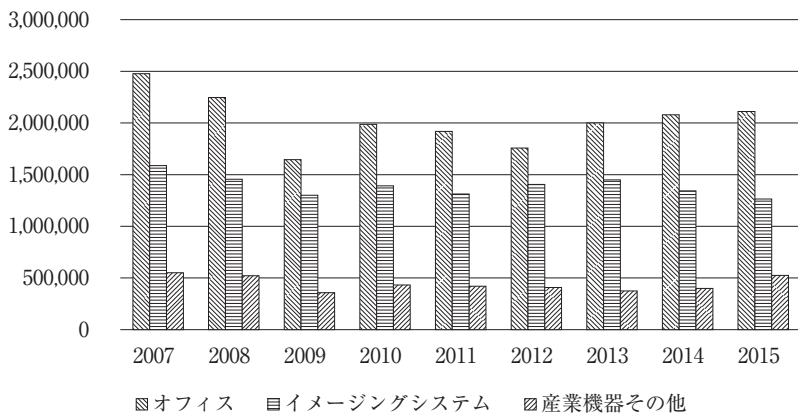
ビジネスユニット別の売上高推移を見ると、2015年の売上高は2007年と比べ、オフィスで約85%、イメージングシステムで約80%にまで低下しており、2015年段階ではすべてのビジネスユニットでリーマンショック前の2007年の水準まで回復していない。しかし、産業用機器は全体との売上高構成比では低いですが、売上高は2015年には2007年水準の95%まで戻ってきており、近年増加傾向にある。（図表3）。

一方、製品別では、プリンターと複写機はリーマンショック以降の売上の落ち込みから完全に回復できておらず、2015年においても2007年の売上高を依然として下回っている。プリンターの中でもレーザープリンターはオフィス向けが中心だが、近年は複写機の機能を共有する複合機が主流になりつつ

図表2 製品別売上高構成比推移



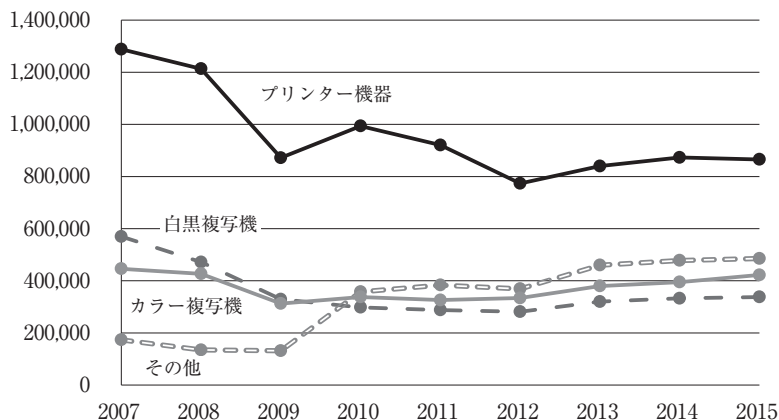
図表3 ビジネスユニット別売上高推移 (100万円)



あり、両製品の需要が重複してきている。また、2008年のリーマンショック以降、企業のコスト削減の一環として、企業全体のプリント出力環境を最適化し、効率化するMPS (Managed Print Service) が急成長してきており、ペーパーレス化などの影響もあって、最も稼ぎ頭であったレーザープリンターの売上高は減少傾向にある (図表4)。

カメラの需要はリーマンショックの影響が比較的小さく、2012年までは売

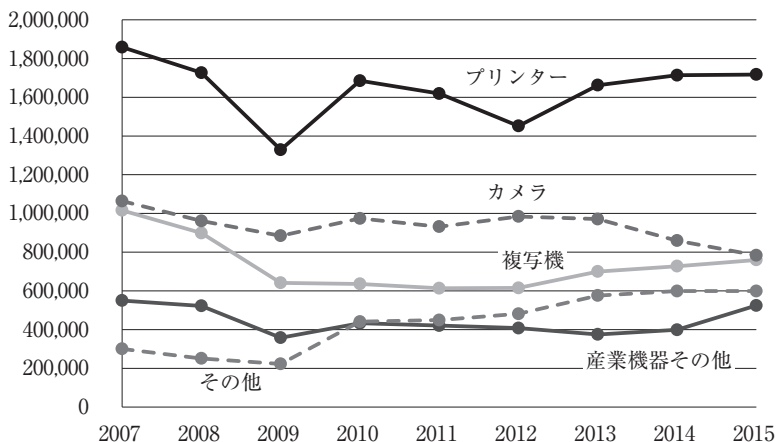
図表4 オフィス機器売上高推移（100万円）



上水準を維持していたが、2012年を境に売上高は減少し始めた。この原因はデジタルカメラ機能を備えたスマートフォンの普及によって、コンパクトカメラの需要が奪われたことから、それを補うために発売したミドルエンドの機種がハイエンドの機種の需要を奪うという連鎖反応が生じたためであった。カメラという製品自体の市場がすでに成熟化し、市場の大幅な拡大が見込めない中で、製品の多様化が限られたパイの中における需要の奪い合いを招いた。今後スマートフォンが一層高機能化していくことが予想される中で、デジタルカメラへの需要が急激に回復する可能性は低いと予想される(図表5)。

以上のように、過去10年を見てもキヤノンの事業構成は1970年代からほとんど変化しないまま、従来の主力商品の市場は成熟化、衰退化の段階に入っている。プリンター、複写機、カメラの需要が今後急速に回復する見込みはなく、全体的にジリ貧との印象は否めない。キヤノンの経営陣もこの状況に危機感を抱いており、キヤノンの御手洗富士夫会長は「カメラやプリンターはもはや先端産業ではなく、産業そのものが成熟化している。」「成熟化が進み、売上の飛躍的拡大は期待できない。」と述べている²⁾。

図表5 製品別売上高推移 (100万円)



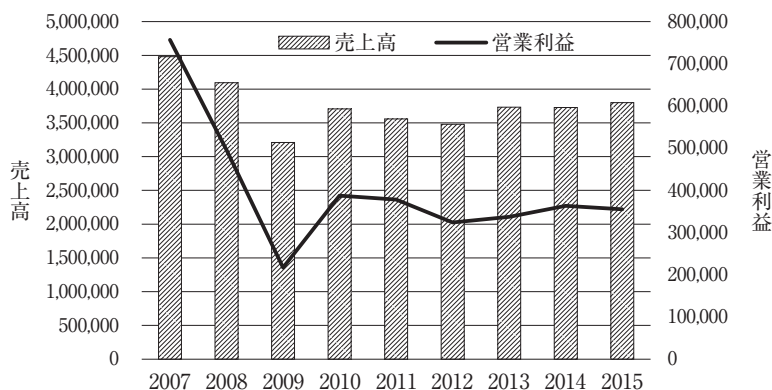
4. キヤノンの経営状態

キヤノンの2015年におけるマーケットシェアは、カメラは国内1位（一眼レフ、コンパクト）、複写機・複合機はリコーに次ぐ2位、プリンターでは1位（レーザー、インクジェット合計）である。また、連結売上高は2015年度約3.8兆円で、各製品分野における競合企業であるリコー（約2兆円）、ニコン（約7,500億円）、エプソン（約1兆円）などを遥かに上回っており、精密機器メーカーとして国内では圧倒的な規模を誇っている。

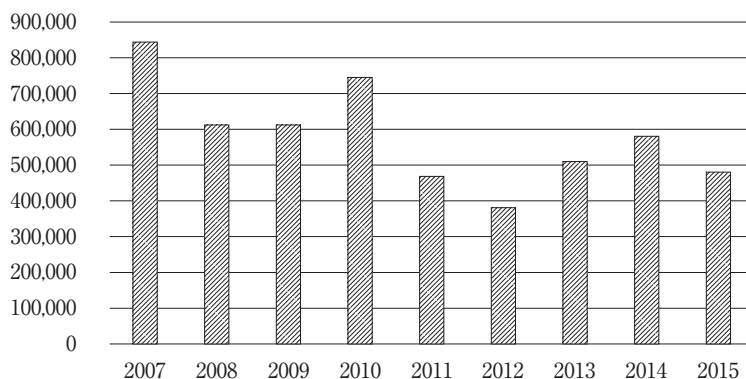
しかし、キヤノンの売上高は2007年の約4.5兆円をピークに2009年以降は4兆円を割る状態が続いており、2007年には7,560億円あった営業利益も2009年以降は4,000億円以下にまで落ち込んだままである（図表6、資料1：キヤノン連結損益計算書）。このような収益力の低下を反映し、営業キャッシュフローも2007年には8,000億円を超えていたが、ここ数年は6,000億円を下回っている（図表7、資料3：キヤノン連結キャッシュフロー計算書）。

一方で財政状態を見ると、過去10年間の流動比率は経常的に200%を超えており、株主資本比率は65%以上、固定長期適合率は60~70%以下を一貫し

図表6 売上高・営業利益推移（100万円）

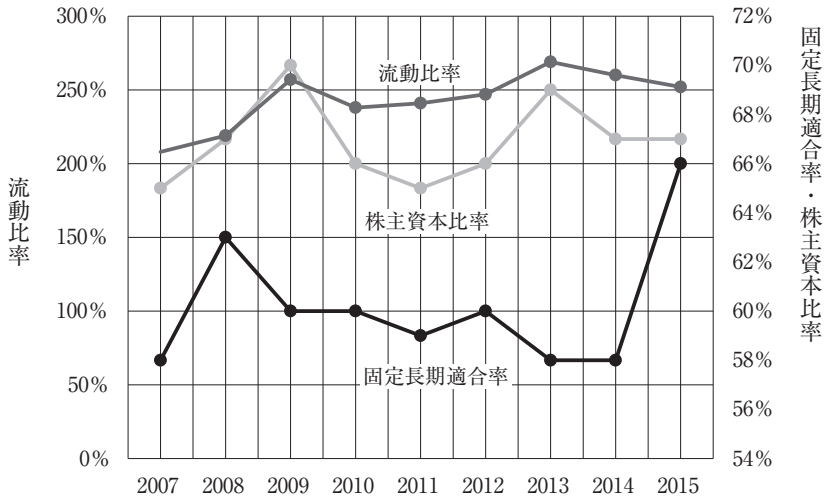


図表7 営業キャッシュフロー（100万円）

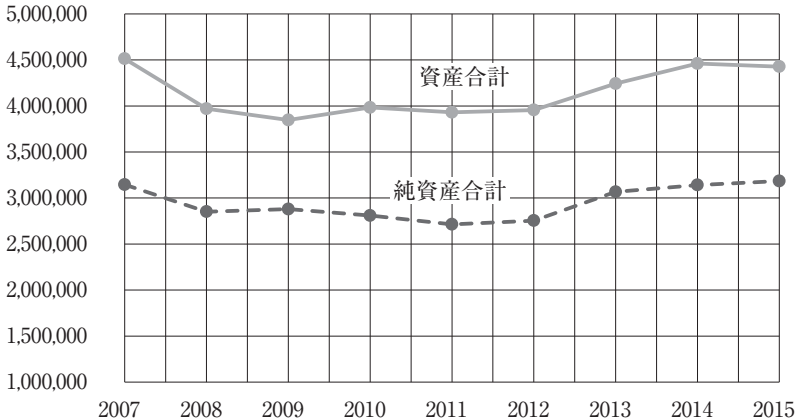


て維持している（図表8，資料2：キヤノン連結貸借対照表）。このことから、最近9年間、財政状態は高い安定性を確保していることが分かる。しかし、先に見たように主力製品市場の成熟化による需要の停滞によって、収益が頭打ちになっていることから、総資産額及び純資産額は依然としてリーマンショック以前の2007年水準にとどまっている。すなわち、この事実は過去9年間、キヤノンの企業成長がほとんど止まっていることを示唆している（図表9）。

図表8 財務的安全性の推移



図表9 総資産額、純資産額の推移 (100万円)



市場や企業環境の構造的な変化から、今後既存の主力事業の将来性は楽観視できる状況にはなく、需要がさらに縮小していく可能性も否定できない。キヤノンにとっては、既存分野におけるイノベーション、あるいは新たな成

長分野への事業展開が求められている。

4. 東芝メディカルシステムズ株式会社

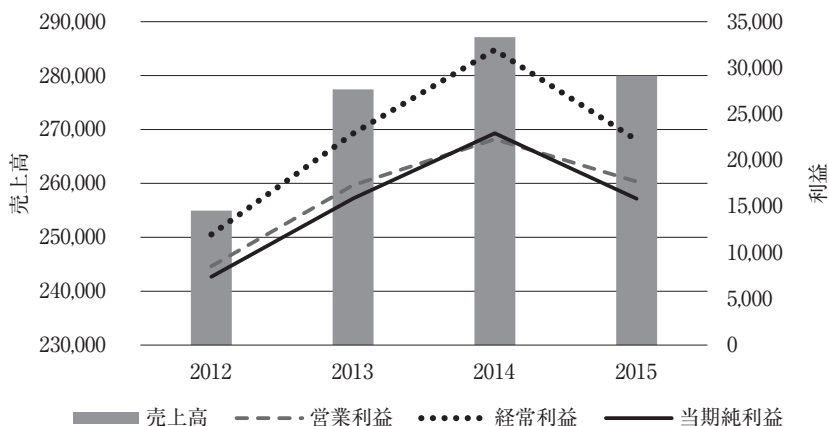
東芝メディカルは1914年、東京電気（株）が芝浦製作所（株）と合併する以前に医療機器事業として X 線管の開発、販売を目的として設立した東京医療電気株式会社が始祖である。第二次世界大戦の前後にかけて、X 線の医療装置を中心とした研究、開発を進め、わが国初の断層撮影装置や各種の先端的な CT スキャナー（コンピュータ断層撮影装置）、MRI（磁気共鳴断層撮影装置）、超音波画像診断装置等を世に送り出してきた。その後、東京芝浦電気（株）の医用機器事業部をスピンアウトさせて設立した医療診断システム事業を行う（株）東芝医用システムと2003年に合併し、現在の東芝メディカルシステムズ株式会社となった。

東芝メディカルの現在の事業は X 線診断装置、CT、MRI、超音波診断装置など医用機器システムを扱うモダリティ事業と医療業務システムや診断システムなどを提供するトータル・ソリューション・プロバイダとしてのヘルスケア IT 事業からなる。医療診断装置の世界市場におけるマーケットシェアは CT（21%）と超音波診断装置（13%）で共に世界第3位、MRI（6%）は第4位のマーケットシェアを有している³⁾。国内のマーケットシェアは2014年段階で CT はシェア50%で第1位、X線診断システムも国内首位、超音波診断システムは2位、MRI は4位となっている⁴⁾。

2014年度末現在、東芝メディカルは国内4社、海外は北米、南米、ヨーロッパ、中国、東南アジアなどに合計17社の子会社、関連会社を保有しており、積極的なグローバル展開を進めている。海外売上高比率は7割近くに達している⁵⁾。

2015年3月末時点における総資産額2,497億8,900万円、負債合計1,257億3,700万円、純資産合計704億3,200万円、資本金207億円であり、2014年度売上高2,799億6,700万円、営業利益177億円、経常利益221億9,000万円、当期純利益158億4,900万円である（図表10、資料4：東芝メディカル損益計算書、

図表10 総資産額、純資産額の推移（100万円）



資料5：東芝メディカル貸借対照表）。発行株式は親会社である東芝が100%保有している。

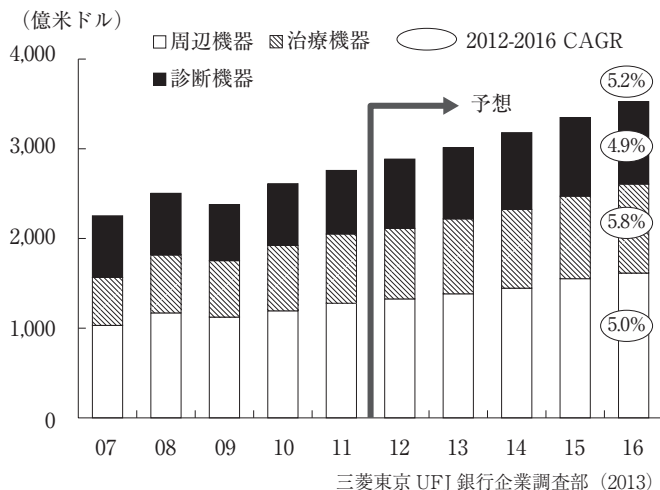
5. 世界の医療機器市場

東芝メディカルが手掛ける医療機器事業は特にアジア地域の経済成長や高齢化の進行に伴って、今後も高い伸びが見込まれていた。世界の医療機器市場の規模は3,402億8,560万ドル（2014年）であり、日米欧の先進国でその70%弱を占めている。しかし、2020年にはアジア地域の中間所得層人口が世界の76%に及ぶと予想されており、特に中国とインドの成長が著しい⁶⁾。また、65歳以上の高齢者人口も中国、インドを合わせて2億人を超えると見込まれている。一方、アジアにおける高度な医療機器の普及率は極めて低く、WTOによる2013年の統計によれば、所得水準が高いシンガポールにおいても人口100万人当たりのCT普及台数は日本の11分の1であり、タイで17分の1、フィリピンで92分の1となっている⁷⁾。

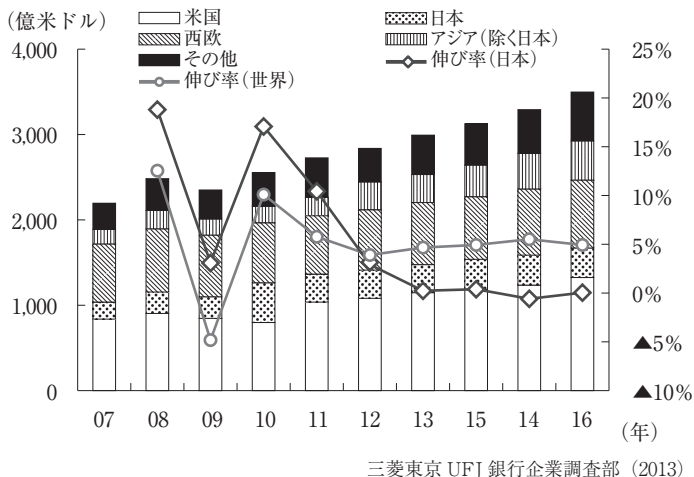
Epicom Business Intelligence のデータをもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部が作成した資料に基づくと、2016年にかけて日本国内における医療機

器の需要は横ばいだが、世界の医療機器市場は5%を超える成長率で伸びていくと予想されている（図表11、12）⁸⁾。経済協力開発機構（OECD）が毎年発表している「OECDヘルスタティスティクス2014」によれば、日本

図表11 世界の医療機器市場の推移（種類別）



図表12 世界の医療機器市場の推移（地域別）



はCTやMRIの普及率が他国と比較して突出して高く、調査対象となったOECD諸国平均の4倍近くあり、特にCTは第2位の米国の約2倍の普及率となっている⁹⁾。

6. 東芝メディカル売却の経緯

東芝は2015年2月に証券取引等監視委員会による調査を受け、5月には不適切会計処理の疑いがあるとして決算発表を延期し、調査のための第三者委員会を設置した。最終的に決算が確定し、有価証券報告書が提出されたのは9月で、2015年3月期の連結純損益は当初予想の1,200億円の利益から378億2,500万円の損失となり、2008年度から2014年度第3四半期までの利益修正額合計は2,248億円に及んだ。これらの不適正会計は主にパソコン事業部の粉飾決算によるものであった。

一方、東芝は原子力事業の強化を図るため、2006年に米国の原子力事業の大手企業であるウェスティングハウスを約6,300億円で買収していた。新興国などの電力需要の高まりを受け、原子力発電所建設は世界的に大幅な伸びを見せるであろうという予想の下での買収であった。しかし、2011年3月東日本大震災が発生したことから、原子力発電のリスクが世界的に見直され、原子力事業に大きな逆風が生じた。原子力発電所の新規建設は停滞し、2012年、2013年にはウェスティングハウスは純損失を計上、経営不振に陥った。また、2015年11月には、1,600億円の減損損失がウェスティングハウス社に発生していたことが明らかになったものの、東芝は減損テストの結果、ウェスティングハウス買収時に計上していた約3,500億円の「のれん」の減損は連結ベースでは必要性はないとの見解を発表していた。

しかし、2015年12月に発表された2016年3月期（2015年度）の決算予想では、東芝の連結損益が5,500億円の赤字になることが明らかにされた。赤字の主な原因はPC・家電・テレビ事業で1,400億円、リストラ費用等で900億円、繰延税金資産の取り崩しが2,600億であった。また、2015年3月期（2014年度）の連結貸借対照表における「のれん及びその他の無形資産」は7,467億

円で、その内「のれん」は3,685億円となっており、そのほとんどはウェスティングハウス買収時のものであった。もしウェスティングハウスの将来の業績悪化が予想されて「のれん」の大幅な減損が必要となれば、5,500億円の損失と合わせて東芝の自己資本を大きく毀損することになりかねない状況であった。このとき同時に、東芝は財務体質改善策として、2016年3月までに子会社である東芝メディカルの一部株式売却や国内外における10,600人の人員削減などのリストラ策を発表した。

しかし、東芝は翌2016年2月、連結最終損益が2015年12月の予想損益をさらに1,600億円下回る7,100億円になるという見通しの下方修正を発表した。「電力・社会インフラ部門の採算が悪化したほか、パソコンやテレビといった家電、半導体部門でもリストラ損失などが膨らんだ¹⁰⁾」ことが原因で、その結果、2015年度末における自己資本は約1,500億円にまで減少し、自己資本比率は2.6%にまで低下する可能性が出てきた。しかも、ウェスティングハウスの「のれん」に関する減損問題も潜在しており、まさに債務超過の瀬戸際に追い込まれた。

東芝は2016年3月期決算で債務超過は何としても回避する必要があった。「倒産」という最悪の事態を回避するためには、東芝グループの事業分野の中でも最も将来性が期待され、経営状態も良好で、高値で売却できると見込まれる東芝メディカルの全株式売却に踏み切らざるを得なくなった。

7. 東芝メディカルの買収

キヤノンは主力事業であるカメラやプリンター、複写機の市場が成熟し、将来的に高い成長を期待できないとの予想の下、周辺分野への事業展開を進めてきた。特に既存分野とのシナジーが期待できる分野や将来性の高い分野へは積極的なM&Aによって事業を拡大してきた。プリンター事業の新展開を図るため、業務用大型印刷機大手であるフランスのオセ社を2010年に1,000億円で買収し、2015年5月には、カメラ事業とのシナジーを期待できるネットワークカメラ分野で世界トップシェア（21%）を持つスウェーデン

のアクシスコミュニケーションズを約2,800億円で買収している。

キヤノンの創業者の一人である御手洗毅は医師であり、創業期には日本で初めてX線撮影カメラを開発するなど、医療機器はもともとキヤノンとは縁が深い分野であったが、その後、目立った技術革新や事業展開が見られないまま、主力事業として育ててこなかった。しかし近年、既存事業が停滞する中、高い成長性が期待できる医療機器分野に改めて注目する必要性が生じてきた。しかし、医療機器分野は政府規制への対応や病院とのネットワークの構築、一旦導入した機器からの大きなスイッチング・コストの存在など、高い参入障壁が存在する分野であることから、本格的に進出するための決め手を欠いていた。このような状況下で東芝による東芝メディカルの売却はキヤノンにとって千載一遇のチャンスであった。

2016年1月末に実施された東芝メディカル売却の第一次入札には、キヤノン、富士フイルムHD、コニカミノルタ&ベルミラ（英系ファンド）連合、三井物産&コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR：米系ファンド）連合、カーライル（米系ファンド）、ベイン・キャピタル（米系ファンド）など、事業会社、ファンド、連合体が参加するものと予想されており、第一次入札における入札額は4,000億円程度と見込まれていた¹¹⁾。東芝メディカルは非上場企業のため、有価証券報告書を公開しておらず、この入札額は通常のM&Aの買収金額として常識的とされる10～15倍のEBITDAマルチプル（EBITDA倍率）から推定された金額である。東芝は2016年初頭に判明した損失額の増大によって、債務超過の危険性が高まったことから、東芝メディカルの全株式売却を決めていた。

第一次入札を経て第二次入札の候補となったのは、キヤノン、富士フイルムHD、コニカミノルタ&ベルミラ連合、三井物産&KKR連合の4社だったが、実際に3月の第二次入札に応じたのは三井物産&KKR連合を除く3社であった。第二次入札では、当初から入札額の高騰が予想されていたが、蓋を開ければ、当初予想の4,000億円を大幅に超える7,000億円規模の提示をキヤノンが行っていたことが明らかとなった¹²⁾。キヤノンのライバルと目さ

れていた富士フィルムの提示金額は約6,500億円で、それに加えて東芝の第三者割当増資の引き受けも提案していた。3月9日に東芝の取締役会が開かれ、キヤノンに独占交渉権を与えることが決定された¹³⁾。同月17日には東芝とキヤノンとの間で買収契約が締結され、最終的な金額は約6,655億円となった¹⁴⁾。

最終的にキヤノンに決定した理由としては、買収金額の他にキヤノンの既存事業が東芝メディカルと競合しておらず、日本の独占禁止法を始めとする各国の競争法の審査に通りやすいことがあったと言われている。東芝としては、2015年度決算において東芝メディカル株式の売却益を計上して債務超過のリスクを回避しなければならず、また膨らんだリストラ費用を賄うためにできるだけ多くの資金を必要としており、確実に規制当局のクリアランスを通過することは最優先事項であった。

8. 買収スキーム

東芝からキヤノンへの株式譲渡においては、複雑な方法が採られた。まず、東芝が保有する普通株を取得条項付きのC種類株に変更後、これと交換に議決権のあるA種類株20株（議決権あり）、B種類株1株（議決権無し）、新株予約権100個を交付する。売却発表後、東芝は議決権のないB種類株1株と新株予約権100個を6,655億円でキヤノンに売却する一方で、議決権のあるA種類株100株は別途設立されたMSホールディングス（資本金3万円）というペーパーカンパニーに譲渡し、議決権は全て東芝からMSホールディングスに移行させる。各国の競争法審査が終了した暁には、MSホールディングスの保有するA種類株100株、キヤノン保有のB種類株1株を東芝メディカルに売却して自己株式とし、キヤノンは新株予約権100個を行使して議決権のある普通株式を取得することによって、東芝メディカルを100%子会社とする、というものである。

このような複雑な買収手続きを取った理由は東芝が2015年度中にどうしても売却益を計上したいがためである。各国の競争法には株式取得の届け出後、

一定の経過期間を経ないと株式を取得できないという規定がある。2016年3月段階では、MSホールディングスは売上高のないペーパーカンパニーであり、またキヤノンは議決権を取得しないので、独占禁止法上の届け出義務はなく、経過期間を待つことなしに東芝に対して売却代金を支払い、東芝は速やかに売却益を計上することが可能となる。

このような買収手法に対して入札の競争相手であった富士フィルムや法曹界から独占禁止法の実質的な脱法手段ではないかとの批判が上がった。キヤノンが取得した議決権のないB種類株には重要事項の拒否権が与えられており、また新株予約権は潜在的な議決権に等しいと見なせることから、限りなくクロに近いとの指摘もされている¹⁵⁾。

9. シナジー効果と買収価格の妥当性

当初、買収金額が7,000億円規模と見なされていた状況においては、買収価額をEBITDAで割ったEBITDAマルチプルは25倍となり、医療関連企業で一般的な15~20倍を大きく上回っているため、東芝メディカルの収益力から考えて過大評価であると報道されていた¹⁶⁾。

キヤノンは2016年3月に東芝メディカルの買収資金を調達する目的で6,100億円の銀行借入れを行ったことにより、自己資本比率は2015年12月期の72%から一気に58%へと低下した。その結果、財務体質の悪化を受けてムーディーズの格付けもAa1からAa3へと2段階格下げされた。

これまでキヤノンの医療機器事業では、眼底カメラや網膜疾患の診断に使う光干渉断層計(OCT)といった眼科向け診断機器、X線デジタル撮影装置(DR)などが医療機器事業の主力製品であったが、これらは医療機器分野において、それほど大きな市場を占めるものではなかった。一方で、キヤノンは近年普及が進んでいるX線撮影で使用されるFPD(フラットパネルディテクタ)¹⁷⁾やPACSシステム¹⁸⁾の製造販売において他社に後れを取っており、この分野のテコ入れには、東芝メディカルが高いシェアを持つCTスキャナーなどの販売とシナジー効果が期待できるものと見込まれている。し

かし、どの程度のシナジーが見込めるかは未知数である。

キヤノンは2016年から新5か年計画「グローバル優良企業グループ構想」フェーズVの実施を予定しており、その基本方針として「安心、安全」をコンセプトとした新規事業の強化拡大を目指している。東芝メディカルの買収はその中でも最も中心的な役割を果たす戦略であった。プリンターやカメラといった従来の主力商品が伸び悩む中で、一般的にはヘルスケア分野は大きな成長性が期待できると言われており、キヤノンと東芝メディカルはお互いにメーカーとしての生産技術の共有によって、生産性や品質の向上などのメリットも期待できるとの見方もあった。

10. ケース・ディスカッション

本節では、争点となっているキヤノンによる買収金額の妥当性について検討する。東芝メディカルは東芝の100%子会社で株式を公開しておらず、詳細な財務情報は開示されていないが、ホームページでは要約の損益計算書と貸借対照表が公表されている（資料4、5）。それとともにメディアによる報道情報なども参考にして分析を試みる。

2016年3月の新聞報道によれば、買収金額が約7,000億円と推定された場合、EBITDA 倍率（マルチプル）は約25倍とのことであった。この時点では2015年度の決算は不明なので2014年度の財務データに基づいたものと解釈すれば、2014年度 EBITDA は以下のように計算できる。

$$EBITDA \text{ マルチプル} = \frac{\text{時価総額}}{EBITDA}$$
$$EBITDA = \frac{\text{時価総額}}{EBITDA \text{ マルチプル}} = \frac{7,000 \text{ 億}}{25} = 280 \text{ 億円}$$

資料4より2014年度の営業利益は177億円であるから、逆算して東芝メディカルが計上している償却費合計は103億円、償却資産合計額（有形固定資産＋無形固定資産）226億円との比率は46%と計算されるが、この数値は一般的な水準から見て高すぎる。このことから、報道されている EBITDA

マルチプル25倍という数値は信憑性を欠くように思われる。例えば、東芝、キヤノン、日立メディコ、日立アロカメディカルなどの関連企業あるいは類似業種企業を見ても、償却費の償却資産との比率は10%～20%であることから、東芝メディカルも平均15%前後と見なすのが妥当であろう。その前提で試算すると、2014年度の東芝メディカルのEBITDAは約210億円程度と考えられ、6,655億円の買収金額のEBITDAマルチプルは31.7倍となる。明らかに一般的水準から見て異常に高額な買収金額であると言えよう。

上記の方法は類似会社比較法を前提とした分析であるが、次に将来的な市場の成長性を考慮し、DCF法で東芝メディカルの株主価値を評価してみる。また、親会社とのシナジー効果によって、6,655億円の買収額が十分に見合うものとキヤノンが想定しているとすれば、そのシナジー効果はどの程度の大きさかを推定してみる。残存価額の評価にEBITDAマルチプルを用いる場合、DCF法による事業価値の評価式は以下のようになる。

$$\text{事業価値} = \sum_{i=1}^{10} \left(\frac{FCFi}{(1+r)^i} \right) + \frac{\text{類似企業の EBITDA マルチプル} \times 10\text{年目の EBITDA}}{(1+r)^{10}}$$

(FCF: フリー・キャッシュフロー r: 資本コスト)

償却費は償却資産の15%とし、FCFは営業利益に償却費を加算して求めたEBITDAで代用する。また、過去4年間(2011年度～2014年度)のEBITDAの平均値を買収が終了した後の2016年度の予想EBITDAとし、10年後まで年率5%で成長していくと想定する¹⁹⁾。類似企業のEBITDAマルチプルは医療関連企業で一般的とされる15倍を、割引率は東芝メディカルの当期純利益率の過去4年平均である5.575%を用いて試算した。

その結果、東芝メディカルの事業価値は4,427億円となった。株主価値は事業価値に非事業用資産の価値を加え、有利子負債を控除したものであるから、2014年度末の東芝メディカルの投資その他の資産404億円を非事業用資産の価値と見なし、有利子負債6億円を加減すると、株主価値は4,824億円

と試算された。

また、10年目の EBITDA がその後も安定的に継続するという想定のもと、永続価値を用いて残存価値を算定した場合の評価式は以下のようになる。

$$\text{事業価値} = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{FCFi}{(1+r)^i} \right) = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_{10}}{(1+r)^{10}} + \frac{FCF_{10}}{r(1+r)^{10}}$$

(FCF: フリー・キャッシュフロー r: 資本コスト)

この場合の事業価値は4,942億円、株主価値は5,339億円と算定され、残存価値の推定に EBITDA マルチプルを用いた場合より若干高い評価額が算出された。このように現実の買収価値6,655億円は DCF 法を用いた場合の企業価値の1.25倍～1.38倍であり、市場の成長を織り込んで評価しても、高めの買収額であったと言える。

しかし、上記の計算は東芝メディカル単独の業績見通しに基づいたものである。この買収によって、両社にどのようなシナジー効果が発生するかについては、東芝メディカル単独の業績予想より難しいが、キヤノンからの生産技術移転による効率化がもたらす東芝メディカルのコストダウンや従来のキヤノン製品の販売増加などのシナジー効果を織り込んで、東芝メディカルの EBITDA が6%で成長し、キヤノンの EBITDA にも2%の追加的な成長をもたらすと仮定してみよう²⁰⁾。その結果は、残存価値に EBITDA マルチプルを用いる方法で、東芝メディカルの株主価値が5,136億円、キヤノンの事業価値増加分が1,950億円となり²¹⁾、合計7,087億円の価値がキヤノンにもたらされると試算できる。一方、永続価値を用いる方法では、東芝メディカル株主価値は5,697億円、キヤノンの事業価値増加分が1,958億円で、合計7,655億円となり、いずれも6,655億円の買収金額を超えている。

以上で見たように、医療機器市場の今後の成長やシナジー効果を明示的に考慮しない類似業種比較法による買収価値の評価に基づけば、キヤノンは東芝メディカルの株主価値をかなり過大に評価していることになるため、この

買収劇に対するマスコミやアナリストによる否定的評価はこのような分析に依拠しているものと考えられる。しかし、企業の経営戦略はよりダイナミックな視点に立ち、将来の市場の変化や企業自身の進化を織り込んで立案されるものである。その際には不確実性の存在が避けられないが、DCF法を用いた様々なシミュレーションを行うことにより、想定されるリスクを考慮した上で、企業の戦略立案や経営戦略の妥当性を評価するために有用な情報を得ることが可能になる。本稿におけるDCF分析に基づけば、キヤノンによる東芝メディカル買収の成否は今後の医療機器市場の成長にいかに対応していくか、また両社のシナジーをいかに効果的に生み出すか、にかかっているということができよう。

注

- 1) 「キヤノン史—技術と製品の50年—」キヤノン株式会社, 1987年。
キヤノン HP (キヤノンの歴史) <http://global.canon/ja/corporate/history/index.html> を参照。
- 2) 日経デジタルヘルス (2016年12月20日)
- 3) (株) 三菱東京 UFJ 銀行企業調査部「市場の拡大が見込まれる医療機器業界～海外進出・製品ラインナップ拡充に向けた提携・買収や新規参入が活発化～」2013.10.
- 4) <http://www.machinist.co.jp/2014/12/1106/>
- 5) 日本経済新聞 (2016年 3月22日)
- 6) 日本貿易振興機構 (JETRO) サービス産業部ヘルスケア産業課「世界の医療機器市場の最新動向」2016.12
- 7) WHO “World Health Statistics 2015”
- 8) (株) 三菱東京 UFJ 銀行企業調査部, 前出資料
- 9) 日本経済新聞 (2014/10/17)
- 10) 日本経済新聞 (2016年 2月 5日)
- 11) ロイター (2016年 01月 27日)
- 12) 日本経済新聞 (2016/ 3 / 9)
- 13) 日本経済新聞 (2016/ 3 /10)
- 14) 日本経済新聞 (2016/ 3 /18)

- 15) ダイヤモンドオンライン (2016.4.19)
- 16) 日本経済新聞 (2016/3/5)
- 17) X線画像をデジタルデータに変換する装置.
- 18) 医用画像管理システム (Picture Archiving and Communication Systems)
- 19) 図表12に基づき、今後の世界の医療機器市場の成長率である5%を想定した.
- 20) 東芝メディカルは市場の成長率5%にシナジー効果による1%の成長が加わると想定した.
- 21) キヤノンの事業価値増加分の試算では、2015年度から過去4年間のEBIT-DAの平均値を2016年度の推定値とし、2017年度から成長が始まると想定した。適用した割引率は過去4年間の当期純利益率の平均である6.625%を用いた.

資料1 キヤノン株式会社 連結損益計算書 (100万円)

(1月1日から12月31日)	2012	2013	2014	2015(年度)
(百万円)				
売上高	3,479,788	3,731,380	3,727,252	3,800,271
売上原価	1,829,822	1,932,959	1,865,780	1,865,887
売上総利益	1,649,966	1,798,421	1,861,472	1,934,384
売上総利益率	47.4%	48.2%	49.9%	50.9%
営業費用	1,326,110	1,461,144	1,497,983	1,579,174
営業利益	323,856	337,277	363,489	355,210
営業利益率	9.3%	9.0%	9.8%	9.3%
営業外収益及び費用				
受取利息及び配当金	6,792	6,579	7,906	5,501
支払利息	(1,022)	(550)	(500)	(584)
その他—純額	12,931	4,298	12,344	(12,689)
計	18,701	10,327	19,750	(7,772)
税引前当期純利益	342,557	347,604	383,239	347,438
税引前当期純利益率	9.8%	9.3%	10.3%	9.1%
法人税等	110,112	108,088	118,000	116,105
非支配持分控除前当期純利益*	232,445	239,516	265,239	231,333
非支配持分帰属損益*	7,881	9,033	10,442	11,124
当社株主に帰属する当期純利益*	224,564	230,483	254,797	220,209
当期純利益率	6.5%	6.2%	6.8%	5.8%
(円)				
1株当たり当期純利益 (EPS)				
(キヤノン(株)に帰属) :				
基本的	191.34	200.78	229.03	201.65
希薄化後	191.34	200.78	229.03	201.65
平均為替レート :				
US\$	80.0	97.8	106.2	121.1
EURO	102.8	130.0	140.6	134.2

資料2 キヤノン株式会社 連結貸借対照表 (100万円)

(12月31日末現在)	2012	2013	2014	2015(年度)
(百万円)				
資産の部				
流動資産：				
現金及び現金同等物	666,678	788,909	844,580	633,613
短期投資	28,322	47,914	71,863	20,651
売上債権	573,375	608,741	625,675	588,001
たな卸資産	551,623	553,773	528,167	501,895
前払費用及びその他の流動資産	262,258	286,605	321,648	313,019
流動資産 計	2,082,256	2,285,942	2,391,933	2,057,179
長期債権	19,702	19,276	29,785	29,476
投資	56,617	70,358	65,176	67,862
有形固定資産	1,260,364	1,278,730	1,269,529	1,219,652
その他の資産	536,564	588,404	704,195	1,053,604
資産合計	3,955,503	4,242,710	4,460,618	4,427,773
負債及び純資産の部				
流動負債：				
短期借入金等	1,866	1,299	1,018	688
買入債務	325,235	307,157	310,214	278,255
未払法人税等	60,057	53,196	57,212	47,431
未払費用	291,348	315,536	345,237	317,653
その他の流動負債	165,929	171,119	207,698	171,302
流動負債 計	844,435	848,307	921,379	815,329
長期債務	2,117	1,448	1,148	881
未払退職及び年金費用	272,131	229,664	280,928	296,262
その他の固定負債	82,518	96,514	116,405	130,838
負債 計	1,201,201	1,175,933	1,319,860	1,243,310
株主資本：*				
資本金	174,762	174,762	174,762	174,762
資本剰余金	401,547	402,029	401,563	401,358
利益剰余金	3,200,639	3,275,783	3,384,991	3,430,447
その他の包括利益(損失)累計額	(367,249)	(80,646)	28,286	(29,742)
自己株式	(811,673)	(861,666)	(1,011,418)	(1,010,410)
株主資本 計	2,598,026	2,910,262	2,978,184	2,966,415
非支配持分*	156,276	156,515	162,574	218,048
純資産合計*	2,754,302	3,066,777	3,140,758	3,184,463
負債及び純資産合計	3,955,503	4,242,710	4,460,618	4,427,773

資料3 キヤノン株式会社 連結キャッシュフロー計算書(100万円)

(1月1日から12月31日まで)	2012	2013	2014	2015(年度)
(百万円)				
営業活動によるキャッシュ・フロー：				
非支配持分控除前当期純利益*	232,445	239,516	265,239	231,333
営業活動によるキャッシュ・フローへの調整：				
減価償却費	258,133	275,173	263,480	273,327
固定資産売却却損	11,242	10,638	12,429	7,975
法人税等繰延税額	7,487	16,791	8,929	4,672
売上債権の増減額	5,030	45,040	9,323	22,720
たな卸資産の増減額	(24,805)	85,577	59,004	14,249
買入債務の増減額	(102,293)	(108,622)	(24,620)	(17,288)
未払法人税等の増減額	12,427	(9,432)	3,586	(8,731)
未払費用の増減額	(30,089)	(15,635)	11,124	(25,529)
その他*	14,500	(31,404)	(24,567)	(28,004)
営業活動によるキャッシュ・フロー計 (a)	384,077	507,642	583,927	474,724
投資活動によるキャッシュ・フロー：				
固定資産購入額	(316,211)	(233,175)	(218,362)	(252,948)
固定資産売却額	4,861	1,763	3,994	3,824
有価証券購入額	(417)	(5,771)	(311)	(98)
有価証券売却額	344	4,528	2,606	804
投資による支払額	(1,500)	(5,210)	(54,772)	(251,534)
その他	100,183	(12,347)	(2,453)	46,333
投資活動によるキャッシュ・フロー計 (b)	(212,740)	(250,212)	(269,298)	(453,619)
財務活動によるキャッシュ・フロー：				
長期債務による調達額	614	1,483	1,377	717
長期債務の返済額	(3,732)	(2,334)	(2,152)	(1,350)
短期借入金の増減額	(5,055)	(547)	(54)	—
配当金の支払額	(142,362)	(155,627)	(145,790)	(174,711)
その他	(169,204)	(65,156)	(154,267)	(34,858)
財務活動によるキャッシュ・フロー計	(319,739)	(222,181)	(300,886)	(210,202)
為替変動の現金及び現金同等物への影響額	41,853	86,982	41,928	(21,870)
現金及び現金同等物の純増減額	(106,549)	122,231	55,671	(210,967)
現金及び現金同等物の期首残高	773,227	666,678	788,909	844,580
現金及び現金同等物の期末残高	666,678	788,909	844,580	633,613
フリー・キャッシュ・フロー：(a) + (b)	171,337	257,430	314,629	21,105

資料4 東芝メディカルシステムズ株式会社 損益計算書(100万円)

(4月1日から3月31日)	2011	2012	2013	2014(年度)
(百万円)				
売上高	254,959	277,450	287,126	279,967
売上原価	181,930	193,611	196,717	189,697
売上総利益	73,029	83,839	90,409	90,270
売上総利益率	28.6%	30.2%	31.5%	32.2%
営業費用	64,499	66,540	68,128	72,570
営業利益	8,529	17,298	22,279	17,700
営業利益率	3.3%	6.2%	7.8%	6.3%
営業外収益及び費用				
受取利息及び配当金	5,145	5,445	8,967	4,105
支払利息	(102)	(66)	(29)	(40)
その他—純額	(1,607)	212	735	425
経常利益	11,965	22,889	31,953	22,190
経常利益率	4.7%	8.2%	11.1%	7.9%
特別損益(純額)	(48)	—	380	—
税引前当期純利益	11,916	22,889	32,333	22,190
税引前当期純利益率	4.7%	8.2%	11.3%	7.9%
法人税等	4,521	7,023	9,409	6,340
当期純利益	7,394	15,867	22,924	15,849
当期純利益率	2.9%	5.7%	8.0%	5.7%

資料5 東芝メディカルシステムズ 貸借対照表 (100万円)

(3月31日現在)	2011	2012	2013	2014(年度)
(百万円)				
資産の部				
流動資産：				
現金及び現金同等物	90	34	219	1,026
短期貸付金	304	37	29	39
売上債権	68,229	76,185	79,569	78,045
たな卸資産	23,751	25,762	27,446	35,447
繰延税金資産	4,577	5,290	5,161	4,777
前払費用及びその他の流動資産	8,488	5,768	18,916	13,895
流動資産 計	105,439	113,076	131,340	133,229
有形固定資産	14,994	14,833	15,838	18,290
無形固定資産	3,692	3,536	4,245	4,284
投資その他の資産	33,486	37,109	38,685	40,365
固定資産 計	52,173	55,479	58,769	62,940
資産合計	157,613	168,556	190,110	196,169
負債及び純資産の部				
流動負債：				
短期借入金等	14,517	4,859	208	342
買入債務	50,334	48,601	56,304	57,462
未払金	17,291	23,092	23,393	23,398
前受金	2,106	144	2,929	7,475
未払法人税等	743	2,068	2,015	33
未払費用	3,830	5,110	5,133	4,860
その他の流動負債	1,392	3,411	12,031	1,720
流動負債 計	90,213	87,285	102,013	95,290
長期債務	196	468	398	300
未払退職及び年金費用	27,642	30,083	31,214	30,079
その他の固定負債	85	110	96	68
負債 計	118,137	117,947	133,722	125,737
株主資本：*				
資本金	20,700	20,700	20,700	20,700
資本剰余金	3,036	3,036	3,036	3,036
利益剰余金	13,244	22,990	27,725	38,124
株主資本 計	36,980	46,726	51,461	61,860
評価・換算差額等	2,494	3,881	4,926	8,571
純資産合計*	39,475	50,608	56,388	70,432
負債及び純資産合計	157,613	168,556	190,110	196,169

(いしかわ・まさる／東洋学園大学現代経営学部教授)