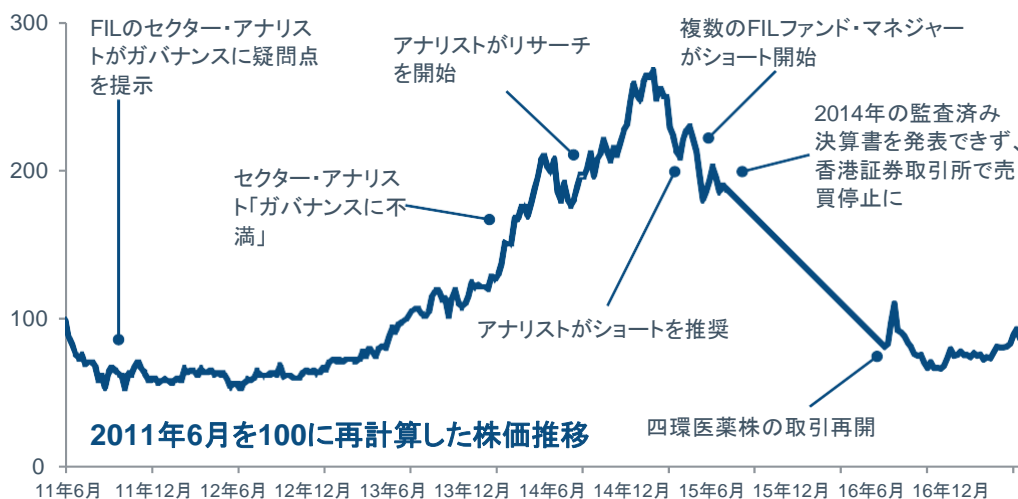


四環医薬(スーフアン・ファーマ): コーポレート・ガバナンスに関するケーススタディ

四環医薬(スーフアン・ファーマ)は2014年の中国株式市場の寵児となり、同年末には時価総額で同国最大の医療関連会社へと成長していました。ところがその3カ月後、同社は2014年の監査済み決算書を発表できず、同社株は香港証券取引所で突然、売買停止となりました。

当社はそれ以前から同社ビジネスモデルの持続可能性を基本的にネガティブに見ており、同社株の保有を避けていました。同社株が熱狂的に買われて上昇する中、問題のあるビジネス慣行や経営陣の誠実性など、コーポレート・ガバナンスの問題点が次々と浮かび上がり、当社は同社株のショート・ポジションを取ることにしました。

図1: 四環医薬 — 企業価値の毀損



業種:
医薬品

時価総額:
82億米ドル(2014年11月)
43億米ドル(2017年5月)

国:
中国

出所: データストリーム、フィデリティ・インターナショナル、2017年5月4日

四環医薬とは?

四環医薬は、中国の複雑な入札・価格決定制度に照準を合わせた中国大手医薬品サプライヤーです。2001年に設立され、心血管薬メーカーの買収を通じて成長し、その生産について20年の特許を多数確保することで事業を拡大してきました。

中国の省レベルでの薬価決定のハードルを乗り越えることに同社は繰り返し成功しました。その後、極めて政治的な入札プロセスがあり、各医薬品につき2社から5社のサプライヤーが選定されます。さらに、地域内の個々の病院の事務部門が、省の最終候補リストの中からどの医薬品をリストに含めるかを決定することになっています。

ただし、病院のリストの中からどの薬剤を処方するか選択する権限は医師にあるため、医薬品の成否について最終的な決定権を持つのは医師です。四環医薬は自社製品を医師に売り込むために、従来のような社内の営業担当者ではなく、外部の販売会社を利用しました。工場出荷価格に大幅な上乗せをした販売価格が、販売会社のモチベーションとなる仕組みでした。

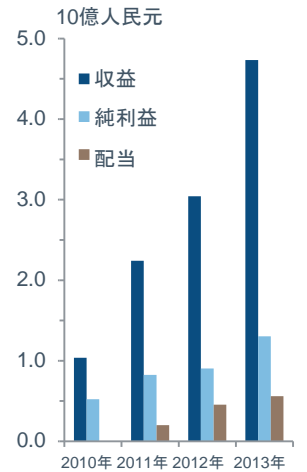
このビジネスモデルは大評判となり、四環医薬は、グローバルな大企業であるファイザーやサノフィを追い抜き、中国の心・脳血管薬市場で首位の座に躍り出ました。市場規模830億元(137億米ドル)の心・脳血管薬業界で、四環医薬は10.8%(15億米ドル)のシェアを獲得しました。四環医薬が中国の病院市場全体で第3位となったのは、もっぱらこの分野の優位性によるものでした。2010年、同社はフォーブス誌の有望企業番付で、中国で第4位、医薬品会社の中で第1位にランクしました。

四環医薬に強気の株主は、グロース志向とモメンタム志向の投資家で、会社の長期的な成長を確信するか、一定期間継続する相場の波に乗るかのいずれかでした。以下がその成長のけん引役です。

- 同社は特許を利用して価格決定力を握り、需要を大幅に低下させることなく価格を引き上げることが可能でした。
- 中国の医療制度に通じた熟練のリーダーが存在しました。地方政府や規制機関に対する効果的なロビー活動を行い、薬剤を処方する医師のネットワークを構築、維持していました。
- 人口の高齢化とそれに伴う心血管疾患発生率の上昇、国民の医療普及度の低さといった長期的な追い風により、消費者基盤の拡大が見込まれました。

しかし、2011年9月以降、当社は同社株にファンダメンタルな懸念を抱き、当社のポートフォリオでは同社株を避けるようになり、この懸念が深まると、ショート・ポジションを取るファンドもありました。こうした投資判断を下すに至ったガバナンス面の警戒信号について以下に説明します。

図2: 流星のように現れた四環医薬



出所: 会社提出書類、FIL、2015年1月

赤信号 #1: 持続不可能なビジネスモデル

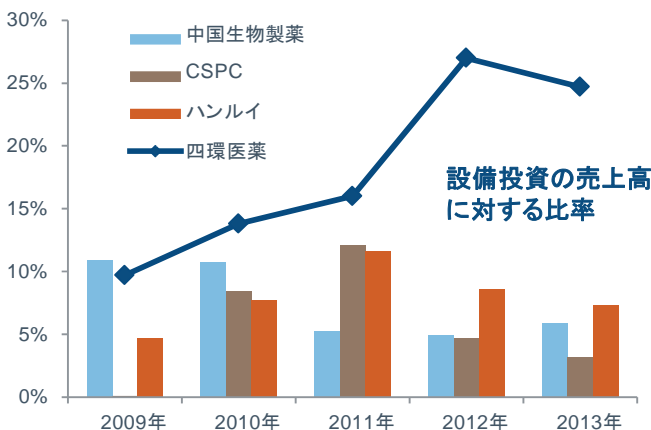
効能の低い製品

四環医薬の主力製品の有効性に関する臨床データは当時説得力が乏しく、医師や専門家ネットワークとの議論からもその疑念が大きくなりました。したがって、同社の製品の質を問題視すると同時に、そうした製品の成長性についても見直してみました。

脆弱な製品パイプライン

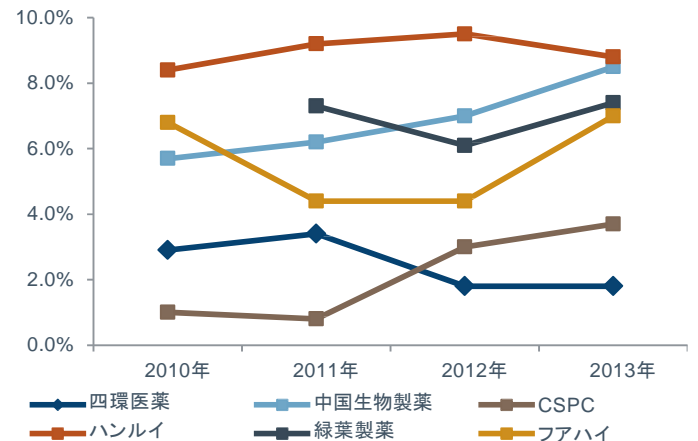
高品質、高効能の製品群を持たない四環医薬には、より効果的な新薬が必要でした。ところが、同業他社を大幅に上回る設備投資を行っていたにもかかわらず(図3)、研究開発への配分が非常に少ないことが奇異に感じられました(図4)。四環医薬の製品ポートフォリオは買収を通じて獲得されたものであり、研究開発投資の少なさは、新製品の自社開発する能力の弱さを物語っていました。四環医薬の成長維持には、たとえ高額な医薬品でも買収し続けることが必要でした。よって、四環医薬の自助努力によるビジネス拡大能力は、リスクを伴うものでした。

図3: 設備投資は同業他社を上回っていた



出所: 会社提出書類、FIL、2015年1月

図4: 研究開発費は同業他社を下回っていた



注: 研究開発費推定額の売上高に対する比率
出所: 会社提出書類、マッコリー・リサーチ、FIL、2015年1月

赤信号 #2: 問題のあるビジネス慣行

政府払戻金への依存

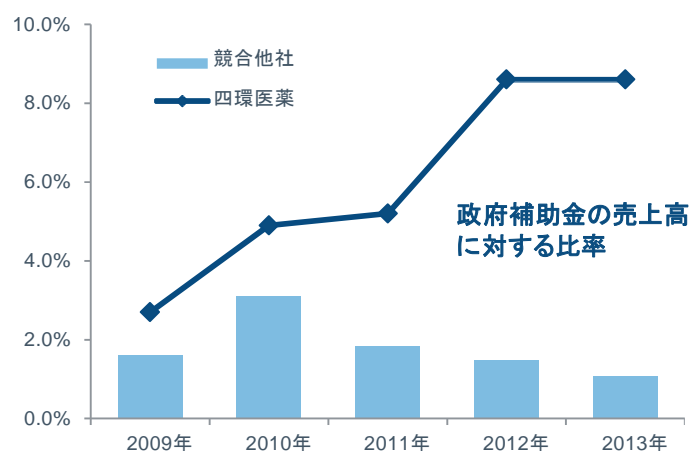
四環医薬は同業他社に比べて突出して多くの政府補助金を受領していました(図5)。同業他社の補助金は減少していたのに対し、四環医薬の補助金は高い水準にとどまっていた。2013年には四環医薬の純利益の80%が地方政府払戻金によるもので、残りの20%が土地購入償還金によるものでした。こうした払戻金依存のために、同社は政策変更に対して脆弱な体質となっていました。

販売費の増加

同社の販売費は、売上高を大きく上回り、他の主要費用も上回るペースで増加していました(図6)。通常であれば、会社の成長に伴い規模の利益が働くため、費用の売上高に対する比率は低下するものです。四環医薬の主要費用の多くにその傾向が見られましたが、販売費はその反対でした。

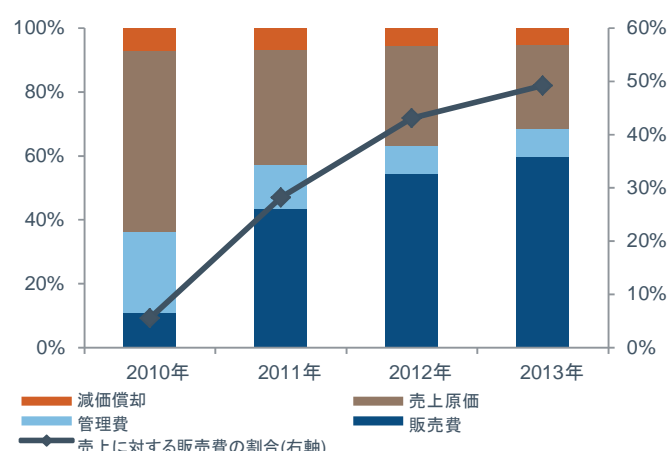
四環医薬の販売費の対売上高比率が上昇していた理由を突き止めることは困難でした。四環医薬は営業を外部委託していたため、販売というのは雑多な項目が含まれる不透明な用語で、代理店やおそらく医師へのインセンティブ費用など内容が判別できないものとなっていました。

図5: 突出して多い政府補助金



出所: 会社提出書類、FIL、2015年1月

図6: 販売費の増加



注: 各費用の主要費用合計に対する比率
出所: 会社提出書類、FIL、2015年1月

赤信号 #3: 経営陣への信頼の低さ

経営陣と対話し、経営陣の公表内容について見直したところ、以下のことが判明しました。

- 2014年に西アフリカでエボラ出血熱が流行していたときに、エボラ治療薬「Jk-05」の商業化を進めていると突然開示されるなど信じ難い供述がありました。同薬品について公開された臨床データはなかった上に、研究治療用の生エボラウイルスのストックも、薬品開発に必要な実験室も中国が有していることは知られていませんでした¹。
- 経営陣のプレゼンテーションは株価に関することが中心で、基本的な事業活動や戦略にはあまり関心が払われていませんでした。
- 営業の外部委託を進めること、研究開発費を最小限に抑えること、政府や病院へのロビー活動に注力すること、といったことに経営判断が傾斜していたことから、経営陣が健全な長期的事業の構築よりも短期的なビジネス獲得を優先していることがうかがわれました。

こうしたことから、経営陣に対する疑念が大きくなりました。

懸念点

当社の分析で上記の懸念が浮上しましたが、市場は引き続き四環医薬にポジティブな見方を示し、同社株価はさらに騰勢を強めました。そうした中で、心理の変化を引き起こすと思われる懸念点がいくつか発生しました。

- **汚職の取り締まり:**2013年3月に習近平氏が中国の国家主席に就任し、汚職の取り締まりを公約しました。企業の行き過ぎた行為が政府と規制当局によって抑制され始めました。英国の製薬会社グラクソ・スミスクラインは2014年10月、贈賄行為で過去最大の2億9,700万英ポンドの罰金を科されました。次に捜査が及ぶとすれば、目立つ存在であり、医師にインセンティブを与える活動をおそらく大規模に行っていた四環医薬が有力な候補と考えられました。
- **医療費予算の削減:**中国の医療費支出は2007年の一人当たり115米ドルから2013年には375米ドルに急増していました²。地方財政に圧力がかかっていたことから、医療関係の補助金削減は必至となり、四環医薬の価格引き下げにつながるものと推測されました。
- **新たな入札サイクル:**2014年末に、省ごとに行われる薬品の入札が新たに9件開始され、2015年にはさらに入札が予定されていました。汚職の取り締まりが強化された環境のもとで、四環医薬は新たに病院へのアクセスを確保するために競争しなければなりませんでした。

その後

四環医薬株は2015年3月27日に香港証券取引所で売買停止となりました。監査人が財務諸表の承認を拒絶し、同社は監査済み決算書を事業年度終了後3カ月以内に発表することができませんでした。監査人が問題とした事項の一つは、四環医薬の販売費の会計処理でした。

2015年8月、同社は遅延していた2014年の決算発表を行いました。そこには、過年度の売上高とマーケティング費に関する重大な訂正が含まれていました。監査委員会主導の調査で、同社が従業員名義で開設された銀行口座経由で簿外取引を行っていたことが発覚しました。

2015年11月に、四環医薬の取締役会メンバーの張炯龍 (Zhang Jionglong) 氏が汚職取締機関の廉政公署 (ICAC) に逮捕されました。同氏はその後保釈されましたが、捜査は続きました。捜査の詳細は明らかにされませんでした。

独立した法廷調査の実施を含め、売買再開の条件が満たされたことを受け、2016年3月に香港証券取引所で同社株の売買が再開されました。

四環医薬の株価は2014年10月25日に付けたピークの6.28香港ドルから売買再開時の1.91香港ドルへと70%下落しました。

結論

四環医薬を取材した結果、同社のコーポレート・ガバナンスは、投資を思いとどませる警戒信号をいくつも発していました。持続不可能なビジネスモデル、短期志向のビジネス慣行、疑わしい会計処理、経営陣の信頼性といった要因が相まって、同社の存続性に深刻な懸念が生じました。

また、外部要因としてもいくつかのカタリストが生じ、同社事業に対する風向きが変化する可能性が予想されました。そのカタリストとは、中国における汚職の取り締まり、省の医療費予算の削減、同社の政治力が通用しない状態での新たな薬品入札サイクルです。

結局、監査人が2014年決算の承認を拒絶したことが、四環医薬の運命を急変させました。これを機に信頼が失われ、1年近く後に同社株の通常売買が再開されたときには、株価は70%下落しており、数本の当社ファンドはショート・ポジションから利益を上げることができました。

四環医薬の事例により、コーポレート・ガバナンスの精査が運用プロセスの中でもっとも重要なポイントの一つであることを改めて認識することができました。企業のガバナンスを深く分析することで、うまくいかない投資を見分けることができるだけでなく、慎重に投資に臨めば、不利な状況をも利益に変えることが可能です。

参考文献

¹ 「Chinese company develops ebola treatment」 (Financial Times、2014年10月9日)

² 世界銀行データベース

2014年11月から
2016年3月までの
株価下落率: **70%**

ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入していません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.32%(消費税等相当額抜き4.0%)
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
 - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.0844%(消費税等相当額抜き1.93%)
 - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

FMA17121303