

# オリンパスのこれまでとこれから

## ～アナリストとの対話～



### 渡辺 英克 氏

みずほ証券株式会社  
エクイティ調査部  
シニアアナリスト

#### プロフィール

1990年慶應義塾大学経済学部卒業、野村総合研究所入社、企業調査部配属。1995年からヘルスケアセクター担当。2000年みずほ証券入社。現在、医療機器分野をはじめ、ヘルスケア分野を広く範囲にカバー。



### 小池 幸弘 氏

モルガン・スタンレー MUFJ証券株式会社  
株式調査部  
ヴァイス・プレジデント

#### プロフィール

2008年ゴールドマン・サックス証券に入社、自動車セクターの企業調査に従事。2010年よりモルガン・スタンレー証券にてヘルスケアセクターを担当(医療機器、スペシャルティ医薬品)。京都大学薬学部、南カリフォルニア大学修士号(脳神経科学)。薬剤師免許保有。



モルガン・スタンレー MUFJ証券  
小池 幸弘 氏

代表取締役社長執行役員  
笹 宏行

新経営体制が発足してからの2年間、「新生オリンパス」として数々の大きな戦略的取り組みを行ってきました。オリンパスはどう変わったのか、さらなる成長に向けて何をすべきか。この2年間の評価や今後の課題、当社に期待することについて、当社代表取締役社長の笹とアナリストの皆さまが対話を行い、率直なご意見やご提言をいただきました。

(2014年6月17日 当社会議室にて実施)

## ガバナンス、取締役会の現状とこの2年間の変化について

**笹** 不祥事の発覚により取締役全員が交代となり、社外取締役の方々も当時はオリンパスのことをどこまで信用して良いものかと疑っていたかと思えますし、当社をよく知らない状態で覚悟を持って来られたと思えます。そうした方々が過半を占める中、どのように取締役会を機能させていけば良いのだろうと非常に緊張したことを覚えています。執行側としては、当社をどのように理解していただくべきかと苦労しましたが、取締役会の前に説明会を行うことで、社外の方々も当社の事業の特性や強み、弱みを理解されていったと感じます。この2年間で多くの機関決定や取り組みを行いました。例えば、ノンコア事業であったITX(情報通信事業)の売却やソニーとの資本業務提携、構造改革の一環としての人員削減、東証による特設注意市場銘柄指定の

解除、その後の約1,100億円の増資と、それぞれさまざまな視点から多くの議論を行いました。そうした経験を通して理解を深めてもらい、取締役会の運営も順調になっていったと感じています。現在の取締役会は極めて活発かつ前向きに、色々なことが語られる状態になっていると考えています。

**渡辺** 不祥事が発覚した当時、笹社長は執行役員だったと思います。執行役員という立場の中で色々なことを考えていらっやっやっと思いますが、おそらくある段階までは、ご自身が会社全体を引っ張っていく立場になるとは思っていませんでしたと推測します。ガバナンスの再構築を考える上で見本がない中、この2年間どのようにキャッチアップし、引っ張ってこられたのでしょうか。



みずほ証券  
渡辺 英克 氏

シティグループ証券  
芝野 正紘 氏



**芝野 正紘 氏**

シティグループ証券株式会社  
株式調査部  
ディレクター

**プロフィール**

東京大学大学院経済学研究科修了（経済学修士）。2005年に日興シティグループ証券（現・シティグループ証券）に入社。複数のセクター担当を経て、2009年より精密機械・半導体製造装置セクターを担当。

**笹** まず、当社は医療中心の会社として事業基盤そのものはしっかりしています。映像事業は赤字が続いており、また科学事業もとりわけ好調という訳でもありませんが、仕組みや事業をドライブしていくシステムはきちんと機能しています。各グループプレジデントが行き先を考えて、課題を整理した上でドライブしています。事業会社としてしっかりしていますので、事業以外のところで何に対処し、改革しないといけないか、ガバナンスを含めた経営体制をどう整えていくか、それらに一つひとつ取り組んできました。例えばソニーとの資本提携はどうするか、また増資の際には資本の注入が本当に必要か、なぜ必要なのか等、必要性の議論を非常に熱くかつ時間をかけて行ってきました。

**小池** ソニーとの提携について、選択肢としてはソニー以外にも色々あったと思います。その時に思い描いていたストーリーと比べると、進捗としていかがでしょうか。

**笹** 外科内視鏡分野の当社のマーケットシェアは約2割あります。これをさらに強くするために、ソニーの4Kや3Dの技術が活かせる、そしてこの分野を拡大する必要があると考えていました。実際に当社が持っているチャンネルを通

じて拡大していこうというシナリオを描いていて、その計画に沿って進捗しています。例えば、ソニーの持つ発想力やスピード、技術の引き出しの多さ・深さといったことは当初の想定以上であり、これは実際に一緒にやって初めて分かったことであり、大きな驚きです。

**芝野** 取締役の過半を社外取締役が占めていることもあり、意思決定のプロセスには相当の時間を要していると思われます。社内組織の面でも、分社体制を見直されることをオリンパスは既に決めており、ガバナンス面では現在の姿が一つの着地点だと思えます。ですが、長期的な視点で考えた場合、現在の姿が最適解なのか、あるいは見直されていくべき余地があるのか、どうお考えでしょうか。

**笹** 今の体制は、現在13人の取締役がいますが、その数が適切か、社内・社外の比率や独立・非独立の比率はどうか、といった観点でみると、現時点ではこれが最適な状態だと思えます。ただし、将来的には現状や実態に即してどうすべきかを考える必要があり、その時の会社が置かれた状況に応じた改革を実行する上で最適なガバナンス体制や構成比率があると考えています。



**渡辺** 現時点で、次のガバナンスの姿を目指す際に、課題になりそうだというものはありますか。

**笹** 当社の課題は、これだけ市場環境が変わる中で、いかに経営資源を機動的に動かすかということです。分社統合もこの課題に対応する施策の一つであり、その中でビジネスチャンスを拾い上げ、評価しながら次の手を打って

いく必要があります。マイルストーンを評価する仕組みをきちんと構築し、間違いない判断をしていくことが基本になると考えており、こうした体制を今後いかに構築できるかが大切だと考えています。そのためには当然プランがないといけませんし、これがなければ人も動かさません。やめるものと次に新しく手をつけるものとを明確にしなければ、最適なアロケーションはありえないと考えています。

**渡辺** しっかりと再評価できている会社はそれほどないと思います。スキャンダル当時、私は内視鏡の何人かの医師に話を聞きましたが、彼らは全く意に介していない様子でした。スキャンダルは全然関係ない、という感じでしたね。

**笹** 当時私はマーケティング本部長で、日本だけではなく世界中の医師から非常に多くのメールをいただきました。「頑張れ頑張れ、絶対に負けるな」という応援のメールばかりでした。

**渡辺** エンドユーザーがしっかりしているということは、やはり強いと思います。

## 新経営体制後の2年間の業績、取り組みへの評価について

**渡辺** 2012年に特設注意市場銘柄に指定された時は、みずほ証券としてレーティングを一度失効し、オリンパスのレポートを書かない状態となりました。レポート再開までの約2年間、業績予想を更新していなかったわけです。再開時には、旧予想と新予想を書かなければならなかったのですが、旧予想と今回出す新予想とで、あまり差がありませんでした。つまりその間に、一連のことがあったにもかかわらず、オリンパスの基本的な各事業は、ほぼ計画通り進んでいたという証です。やはり医療事業が安定しているからでしょう。もちろん映像事業の赤字は問題だと思いますが、これだけ市場環境が極端に悪化している中で、数十億円程度の赤字は恐らく今の経営としてできるぎりぎりのところでしょう。個人的には短期の利益の最大化というよりも、3年、5年と

どう確実に安定して成長していけるかだけをみており、その観点でいうと極めて高い評価をしています。

**小池** 私がオリンパスをカバーし始めたのは2013年1月です。スキャンダル以前は、弊社精密業界担当のチームがオリンパスをカバーしていましたが、今回初めての試みとしてヘルスケアのチームで担当させていただくことになりました。1年前は未だレポートを再開している会社が少なく、かつヘルスケアからは当社だけでしたので、カバレッジ当初は非常に大きなプッシュバックが投資家からあったことを覚えています。特に外国人投資家は日本の状況を常に見ている訳ではなく、また新聞等メディアからの情報が中心となりますので、ガバナンス面での改善があまりみられないと指摘

する声が非常に多くありました。その後の東証による指定解除や、公募増資で世界中の機関投資家を訪問し真摯にご説明された結果、今ではガバナンス面で指摘する声はほとんど聞かれなくなりました。機関投資家の関心は常に変わりますので、現在の関心もまた別のところにあると思いますが、こうしてガバナンス面がクリアになっていくということは、非常に大きな前進だと個人的には評価しています。

**芝野** 私は精密機械業界を主に担当しています。不祥事が発覚する約1ヵ月前にオリンパスの担当を開始し、その直後のスキャンダルに大きなショックを受けました。しかし、その後の2年間を振り返ると、皆さんがおっしゃるように、オリンパスの医療事業における強みや外部環境、ポジショニングはほとんど変化していません。社内外ではさまざまな対処すべきことがあったと思いますが、医療の新製品開発は進んでいました。今は、実際に新製品が投入され、その効果も業績に表れていますから、これはオリンパスの事業の強さを象徴しているのでしょう。一方で、外部環境が大きく悪化しているデジタルカメラ事業は、構造改革の成果の度合いからいえば、オリンパスより進んでいる会社もあると思います。不祥事以前からだと思いますが、営業面やマーケティング面では事業計画の精度等の面で課題がまだ残っていると思います。株式市場としては、事業を継続するか、撤退するかの方角性について、事業ポートフォリオ内の位置づけを含めて、改めてはっきり示していただきたいと思っていますはずです。

**笹** 皆さまのおっしゃることは、その通りだと率直に思います。この2年間を振り返って、想定したことが実際にできている部分とそうでない部分があります。市場環境は変化しますので、その都度手を打ちシナリオを変える必要がありました。事業の面では、医療事業は想定通りできているといえる一方で、映像事業はそうとはいえません。ただし、その医療事業でさえ、為替の影響に加えてさまざまな施策を実行したからこそ成果が表れているのであり、思い通りの数字の積み上げになっているとはいえ、課題があると認識しています。例えばエネルギー領域が計画通り進捗していませんが、それを他でカバーしてきました。シナリオ通り進捗していれば、医療事業はもっと好調だったでしょう。

**渡辺** 医療機器の会社に投資をする上で、グローバルな機関投資家と議論をすると、大きく見方が2つに分かれます。一つは、「短期でもっと利益が出るはず、営業利益率がもっと上がるはずだ。良いものがあるならすぐに結果が出るはずだ」という考え方。もう一つは、そうではなくて「医療機器は巡航速度が非常に大事で、そのバランスを壊すと10年後にとんでもないしっぺ返しがかかる」という考え方です。グローバルな医療機器の投資家は、後者が多いと感じます。彼らは医療のみを専門にみる非常に長期の投資家であり、企業はそういった投資家に対して意識的に情報を出す必要があるでしょう。オリンパスの場合も、医療事業に関しては、巡航速度がどれくらいか、適正の営業利益率はどの程度の範囲か、といったことは語りかけていく方がより良いと思います。特に外科事業に関しては、ポテンシャルがどれだけあって、それを顕在化するのにどの程度の時間軸が一般的に必要なか、というものがあると、よりオリンパスが何を狙っているのかが分かるのではないのでしょうか。



**芝野** ご指摘の通り、医療の中長期的な視点は多くの投資家が理解しようとしていると思います。しかし、世界各国における医療制度や普及率の状況、技術変化等は必ずしも肌感覚ですぐに分かるような事業ではないとも思います。その点で、オリンパスが春に開催した外科事業に関するIR説明会のような取り組みを継続することは有意義ではないかと思います。

**小池** 消化器内視鏡のビジネスだけをみると、圧倒的なシェアがあり、新製品を投入すれば売上が伸びることは想像しやすいです。一方で、外科分野はセールスフォースの増強に取り組んでいますが、人を増やせば上手くいくマーケットなのか、投資家も非常に懸念していると思います。今後の製品戦略、例えば、いつどの地域でこういった製品が出るのかといった情報を示してもらえると、より成長ストーリーが分かりやすくなっていくと思うのですが。

**笹** 手の内を明かすことはできませんが、方向性を示すことはできます。例えば、エネルギー領域で投入したTHUNDERBEAT（サンダービート）の次の手は、この技術を活かした開腹手術への進出、あるいは手術室でのアイデンティティを高めるためにも、さまざまな手術に使えるプローブの種類を増やしていかないといけない、ということは当然考えています。そして手技の開発とそのトレーニング



が必要となりますが、外科分野ではそれら深い知識を持ったセールスがいないと他社と勝負できません。

**渡辺** 例えば、低侵襲という切り口だけで見るとあまりにも漠然としています。特に外科内視鏡は、普及の状況も、部位によって求められるステージが全く異なります。私たちにとってそこを分けるだけでも非常に大変で、その段階で分析しても誤差が出てしまいます。手の内を出さない範囲で、医療現場でどこにどういうニーズがあるのか、という青写真があると、一つのヒントになります。

**笹** 一般外科は非常に広く、その中でサンダービートの強みが活かせる領域へ展開したいと思っています。サンダービートは止血と切開スピードの面で非常に高い能力を持っていますので、例えば止血をしながら切開していく処置が極めて難しい臓器の手術等をターゲットにし、サンダービートで低侵襲に置き換えていきたいと思っています。その他にも、外科の戦略の一つに、「GI in OR」という手術室で消化器内視鏡を使ってもらおうという取り組みがあります。欧米向けの消化器内視鏡システムは、外科スコープも接続して共通で使える構造になっており、ここで大きなアドバンテージがあります。独自の調査では、病院全体の約3割の手術室で消化器内視鏡のスコープが使われていることが分かりました。例えば、手術中に縫合した部分の封止がきちんとできているかという確認に使われています。

**渡辺** それは面白いですね。診断、治療、確認という要素があるんですね。

## ご意見やご提言、当社に期待すること

**芝野** グローバルで本当に強い事業を持っている会社が限られている中で、オリンパスは非常に稀有な存在だと思います。新興国における地場企業の脅威が今後顕在化するかもしれませんが、事業の成長のために必要な投資をしっかりと行っていただき、現在の優位性を長期的に維持していただくことが一番の希望です。映像事業や科学事業に関し

ても、オリンパスの強みを活かした展開が見られると良いと思っています。IR活動においては、この2年間で開示情報が相当増えたと思います。例えば、福島県会津にある内視鏡工場の見学会や、中国広州での事業説明会、トレーニングセンターの見学会を開催していただく等、大変満足しています。一方で、各事業で知りたいことはまだまだ多くあります

ので、現状のレベルを維持しつつ、さらに深めていただくことを期待しています。

**小池** 他社と比較して非常に印象的かつ大変ありがたいと思っていることは、毎四半期、決算説明会後に開催するアナリストとの社長スモールミーティング開催と、当日夜の海外投資家向けカンファレンスコールです。多くの投資家もこの点は非常に評価していると思います。特に外国人投資家にとっては、日本企業でタイムリーに情報を得ることはあまりなく大変貴重ですから、今後も是非、継続していただきたいと思います。今後の方向性としてグローバルな医療機器業界で共通していえることは、技術革新的な要素がますます重要となるということです。技術革新がないと、例えば、保険償還の観点でもプレミアム価格を許容することが難しくなってきます。単価の下落もそれによって引き起こされ、負のスパイラルに陥るといふ大きなリスクを抱える業界だと思えます。その中で、オリンパスの内視鏡そして外科領域は、イノベーションの開拓余地が大きく、ビジネスチャンスは多く残されていると考えています。ですから、10年、20年後も現在と同様の高い成長が本当に継続できるのか、といった疑問を払拭するためにも、もっと積極的な情報開示を期待しています。資本市場も継続してサポートしていくことと思えます。

**渡辺** 日本でも海外でも、何年かに一度は非常に大きな企業のスキャンダルが起きます。オリンパスはそれを乗り越え、むしろガバナンス面を含めて他の企業よりもより強固な良い会社になって、資本市場における一つの見本になっていただきたい、ということが一つの要望です。加えて、オリンパスは日本の医療機器メーカーの中で、唯一の産学連携型の会社だと思えます。小池氏が指摘するように、確かに革新的な要素が少しずつなくなる中で、産学連携によって新たなものを拾い上げて、それが10年後の成長につながって欲しいと思っています。日本が世界に対して貢献できる非常にコアな部分に医療があると思いますが、オリンパスはハードとソフトの両方において日本の製造業として、文化の面も含めて色々な側面で貢献できるのではないのでしょうか。是非、医療分野で日本と世界を率先してリードしてもらいたいと強く期待しています。



**笹** 市場環境が各分野でさまざまに変化していく中で、その変化に応じていかに会社の資源を有効活用していくべきか、機動的に動かすか、ということが当社の課題の一つだと先に申し上げました。医療機器業界では、グローバルでM&A等、さまざまな大きな動きがあります。ホールディングス会社の下に多くの会社を持ち、それらを上手く経営しながら大きくなっていく企業がありますが、当社はそれを得意とする会社ではないと思います。むしろ、「原点回帰」を掲げた通り、ものづくりをしっかりと実直にやっていくことを得意とし、そこでのノウハウや経営のコンピタンスを持っている会社です。今持てるものは何か、変化に応じてどう対応すべきかを考えて、それをドライブしていくことが重要だと考えています。例えば、映像事業でBtoBへの先行投資を決定しましたが、今当社が持てる経営資源の中で何ができるのかを見極めていかなければいけませんし、医療事業も同様です。それらを合算してオリンパスの未来を描いていく、それが当社の大きなものの考え方です。

本日は誠にありがとうございました。いただいたご意見を経営に活かし、皆さまの期待に応える成果をお見せしたいと思っています。