

卒業論文

曙ブレーキ工業と企業再生 ADR の研究

経済学部経営学科職業会計人コース

学籍番号:16-1700-067-7

大中敢平

目次

第 1 章 曙ブレーキ工業について

1.研究の背景・目的

1.1-研究の背景・目的

2.曙ブレーキ工業の財務分析

2-1.曙ブレーキ工業の企業情報概略

2-2.曙ブレーキ工業が事業再生 ADR 申請に踏み切った主因

2-3.財務分析

2-4.自己資本比率の低下の原因

2-5.曙ブレーキの収益性・北米事業

2-6.固定費と変動費の概念と収益との関わり

2-7.売上高と売上原価の推移

3.北米市場での過ち

3-1.北米自動車産業と曙ブレーキ工業の戦略

3-2.北米市場での生産混乱とその後

3-3.第 3 節総括

4.投資とキャッシュフローの分析

4-1.投資とキャッシュフローの分析

4-2.キャッシュフローの推移と資金繰り

5.総括

5-1.曙ブレーキ工業に対する意見

5-2.実際の事業再生 ADR 手続きの推移

第 2 章 事業再生 ADR 制度について

1.序論

1-1.事業再生 ADR の概要

1-2.債権整理手続きの分類

1-3.事業再生 ADR 手続きの流れと申請する企業の特徴

1-4.法的倒産と私的倒産それぞれの特徴

2.事業再生 ADR 制度の特徴

- 2-1.事業継続と債権者間の公平性・手続き透明性の観点での事業再生 ADR の特徴
- 2-2.税制の観点での事業再生 ADR の特徴
- 2-3.上場維持の観点での事業再生 ADR の特徴
- 2-4.第二節総括

3.事業再生 ADR 制度の限界

- 3-1.成立要件
- 3-2.事業再生 ADR の担い手の少なさ
- 3-3.事業再生 ADR 手続き申請者の偏り

4.事業再生 ADR 成立要件に対する意見

- 4-1 成立要件の改正案
 - 4-1-1.多数決制の導入
 - 4-1-2 反対債権者の債権買取制度の導入
 - 4-1-3.多数決制に加え反対債権者の債権買取制度の導入

5.最後に

参考文献

第 1 章.曙ブレーキ工業について

第 1 節.序論

1-1.研究の背景・目的

近年自動車関連産業の再編が進んでいる。2016 年にはトヨタがダイハツを完全子会社化した他、2017 年、自動車用安全部品を製造していたタカタが負債総額 1 兆円を超えて製造業としては戦後最大の経営破綻をした後に米国のジョンソン・セイフティ・システムズ社に事業買収されたことは記憶に新しい。AI による自動運転や電気自動車など新しい技術だけでなく為替や貿易政策にも翻弄される自動車業界であるが、2019 年 1 月曙ブレーキ工業という独立系ブレーキメーカーが経営破たんに関わり、事業再生 ADR 制度^{*1}の申請を行った。

本論文は前半部でブレーキの世界的メーカーである曙ブレーキ工業がなぜ事業再生 ADR を選択するに至ったのか、その要因を財務分析による定量的分析と当時の経営判断などを分析する定性的分析の双方から検証を行い、今後他の企業が同じ轍を踏まないよう心得るべき事柄を喚起していく。更に後半部では、2007 年の産業活力再生法の改正により制度化された比較的新しい制度である事業再生 ADR の特徴を以前から存在する他の制度と比較しながら検証しその有用性を見極める他に、更なる制度の改善案を提示していく。

注釈

*1.事業再生 ADR とは ADR(Alternative Dispute Resolution・裁判外紛争解決手続き)の一種であり、会社の経営が行き詰まった企業の事業再生を目指すにあたり、会社更生法や民事再生法（和議）、破産法などによる裁判所の法的な手続きによる紛争解決の手続きを使わずに、当事者間の話し合いで解決する手続きの事である。



事業再生 ADR の当事者(出所:筆者作成)

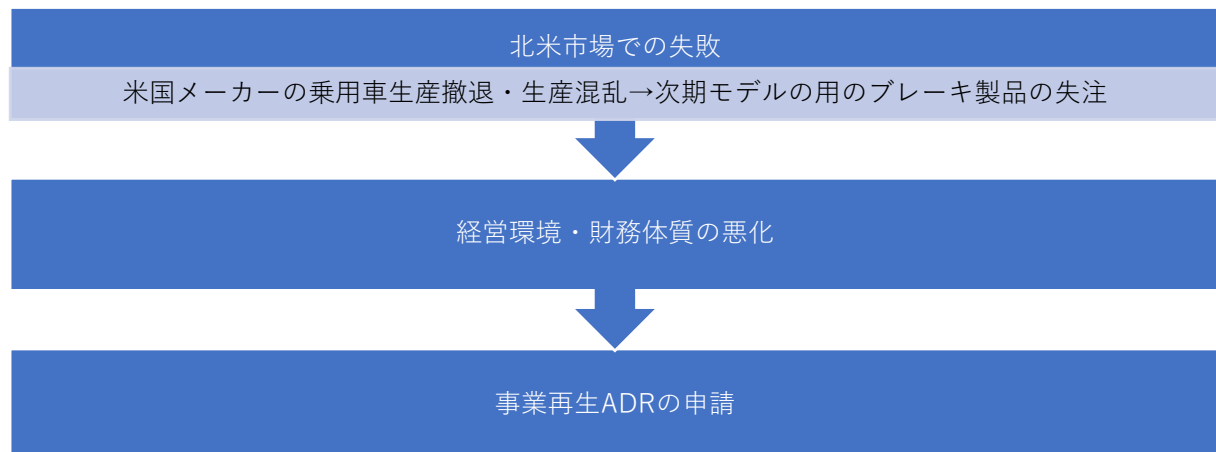
第2節.曙ブレーキ工業の財務分析

2-1. 曙ブレーキ工業の企業情報概略

曙ブレーキ工業はその名の通り、自動車・自動二輪車用のブレーキを始め、鉄道車両用や産業機械に使われるブレーキを生産するブレーキ専門メーカーである。創業は1929年で自動車向けディスクパッドにおいて日本におけるシェア40%を獲得している他、自動車レース「Fomula1」においてマクラーレンチームのオフィシャルサプライヤーとして部品を供給している。また、自動車のみならず鉄道車両向けのブレーキも生産しており新幹線の非常用ブレーキは1946年の新幹線開業以来提供し続けており、非常に高いシェアを持っている。2018年度の連結売上高は2,436億円、全世界の連結従業員数は8,678名となっている。

2-2.曙ブレーキ工業が事業再生ADR申請に踏み切った主因

曙ブレーキ工業が事業再生ADRに踏み切った理由として同社のニュースリリースには「米国メーカーの乗用車生産からの撤退や、生産混乱に起因して次期モデル用ブレーキ製品の受注を逃したこと等の新たな北米事業の課題が生じ、当社グループの経営環境及び財務体質は依然として厳しい状況にあります。このような厳しい経営状況を踏まえ、当社は、産業競争力強化法に基づく特定認証紛争解決手続（以下、「事業再生ADR手続」といいます。）を利用して関係当事者である金融機関の合意のもとで、今後の再成長に向けた強固な収益体質の確立と財務体質の抜本的な改善を目指すことと致しました。」とある。（曙ブレーキ工業ニュースリリースより引用）
整理すると以下のような流れとなる。



図表 1.曙ブレーキ工業が事業再生ADR申請に至るまでの推移

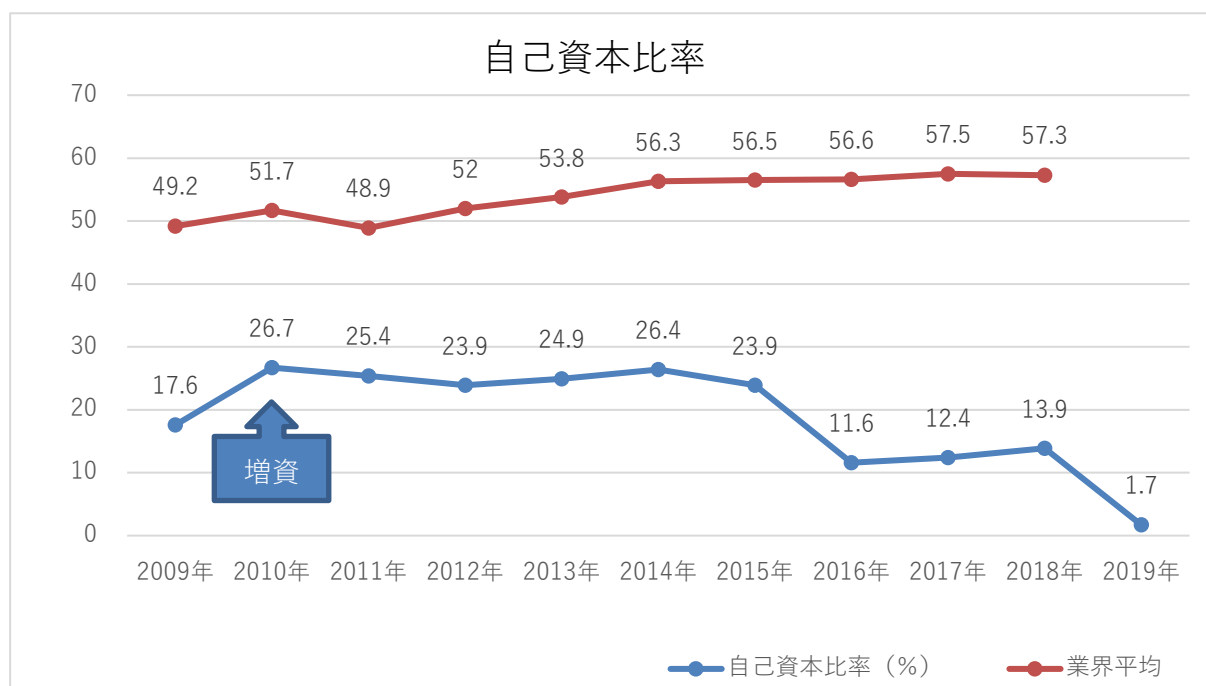
（出所:筆者作成）

以上を踏まえ財務諸表の追跡と、曙ブレーキ工業の属する自動車部品市場の分析を行っていく。

2-3.財務分析

曙ブレーキ工業が事業再生 ADR に至った主因は財務体質の悪化であったため、まずは財務指標の中でも安全性を測る指標である自己資本比率について見ていく。

自己資本比率は総資産の中に占める返済不要の資本である自己資本の割合を示すものであり、自己資本÷総資産(自己資本+他人資本)の式で算出されるものである。



図表 2.曙ブレーキ工業自己資本比率推移

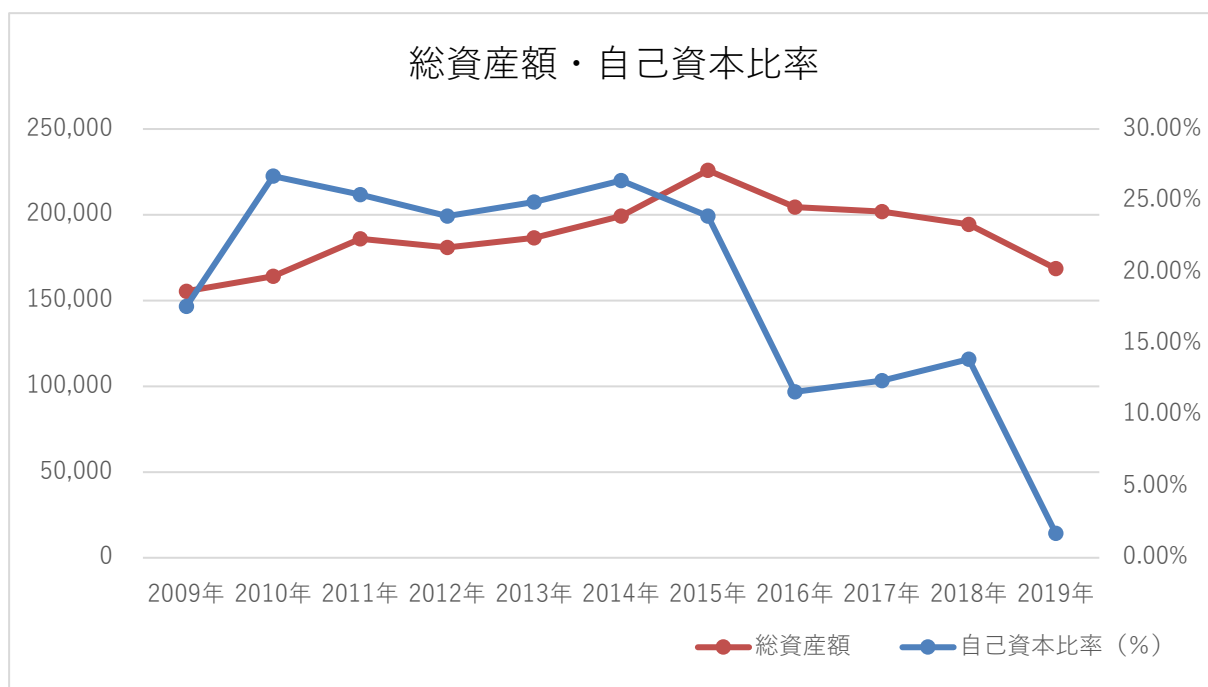
(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

図表 2 によると曙ブレーキ工業の自己資本比率は直近 10 年間の平均で 18.9%、中央値が 23.9% となった。2009 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけて 10%台から 20%台に急上昇しているが、これは増資に伴う自己資本の増加によるものであり、それ以外の期はほぼ右肩下がりとなっている。財務省の法人企業統計調査によれば、曙ブレーキ工業の属する「自動車・同附属製造業」の業種で資本金 10 億円以上の企業約 170 社での平均自己資本比率は 53.98%であった。このことから曙ブレーキ工業は負債依存度が業界平均よりも高く、比較的不安定な財務状況の中で経営を行っていたことが分かる。特に 2015 年 3 月期以降は自己資本比率の急激な低下が目立つ。そこで、2015 年 3 月期以降の自己資本比率の低下の原因を探っていくことにした。

2-4.自己資本比率の低下の原因

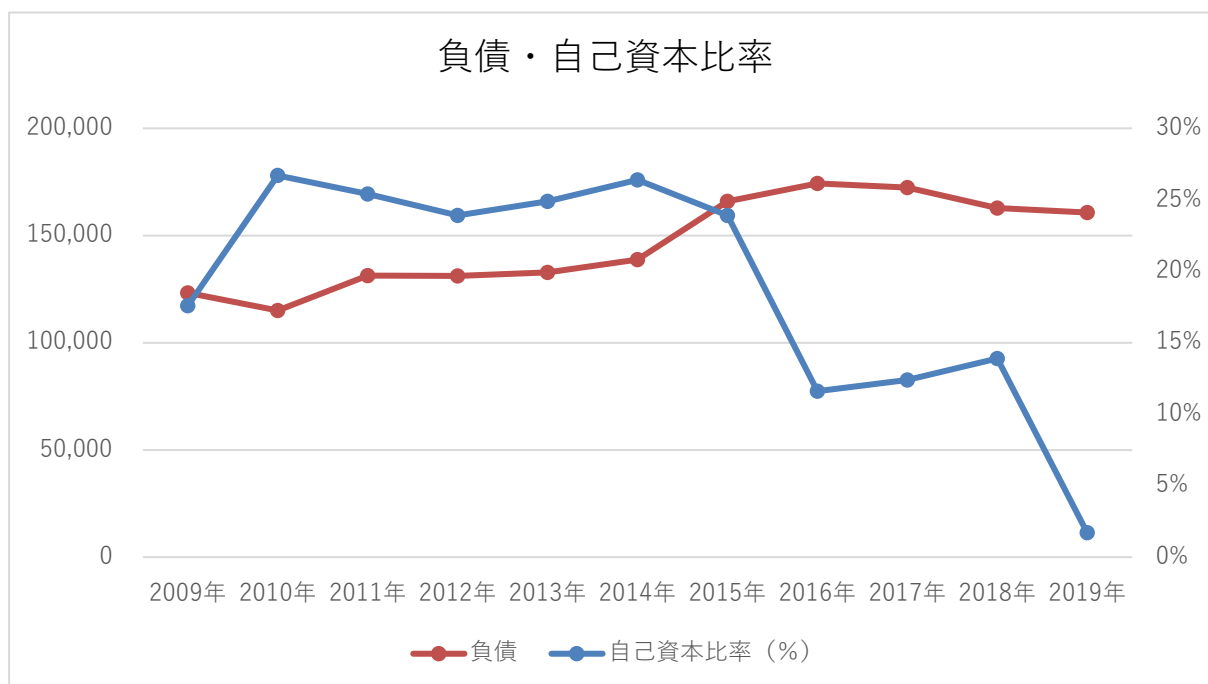
自己資本比率の低下の要因には、1 つ目に総資産の増加、2 つ目に負債の増加、3 つ目に自己資本額の減少がある。ここからは自己資本比率低下の要因を特定していく。

図表 3～5 は自己資本比率と総資産額、負債、自己資本額のグラフであり、図表 6 はそれぞれの相関係数の表である。



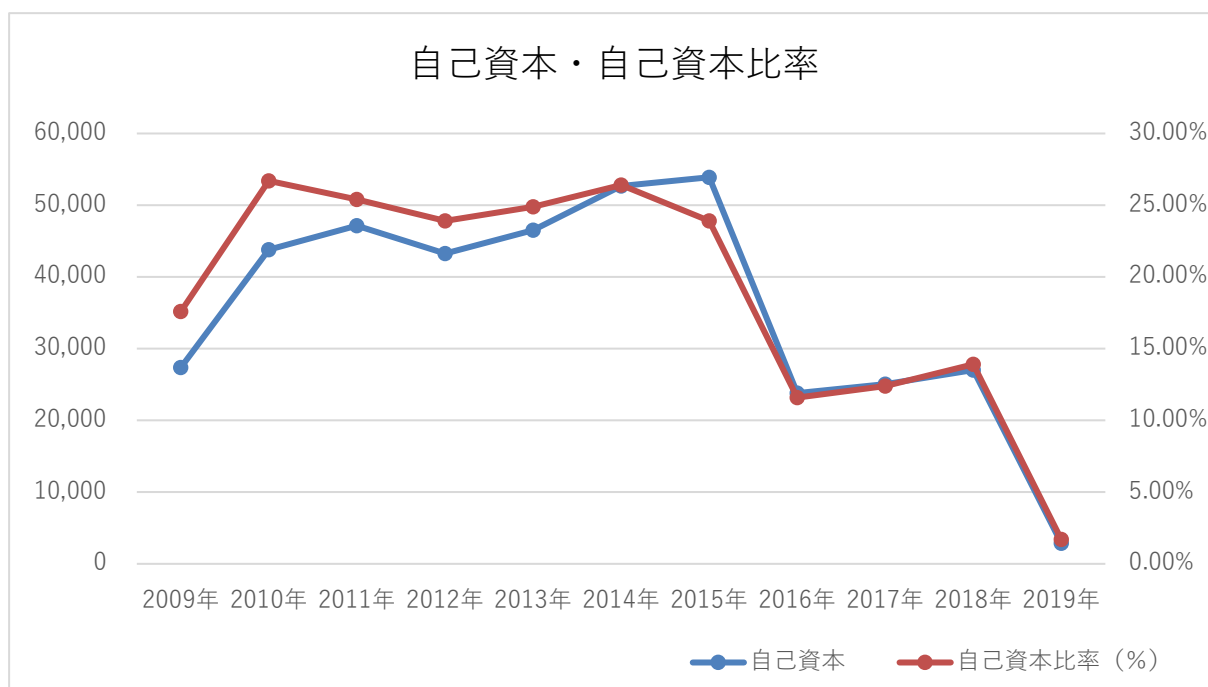
図表 3.総資産額・自己資本比率

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)



図表 4.負債額・自己資本比率

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)



図表 5.自己資本・自己資本比率

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

| 項目 | 総資産額 | 負債 | 自己資本額 |
|--------------|------|-------|-------|
| 自己資本比率との相関係数 | 0.10 | -0.65 | 0.96 |

図表 6. 自己資本比率との相関係数

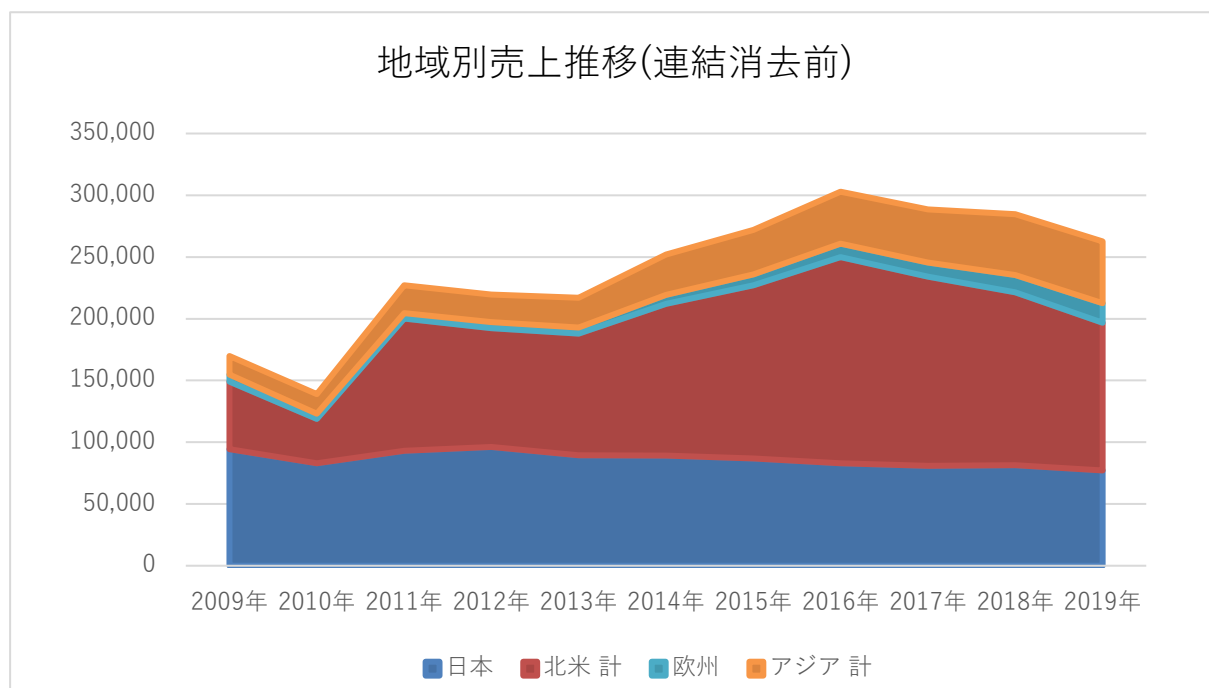
※総資産額、自己資本額について相関係数が1に近づくほど、負債については-1に近づく程自己資本比率の値への影響がある。

分析の結果、図表 6 から自己資本額の増減が最も曙ブレーキ工業の自己資本比率に影響していることが分かる。曙ブレーキ工業の自己資本比率は低下傾向にあるが、自己資本額を減少させる要因としては減資や当期純損失による利益剰余金の減少が考えられる。調べてみたところ、曙ブレーキ工業は近年減資を行っていないため、私は当期純損失による利益剰余金の減少が自己資本比率低下の最大要因であると断定することができる。

2-5.曙ブレーキの収益性・北米事業

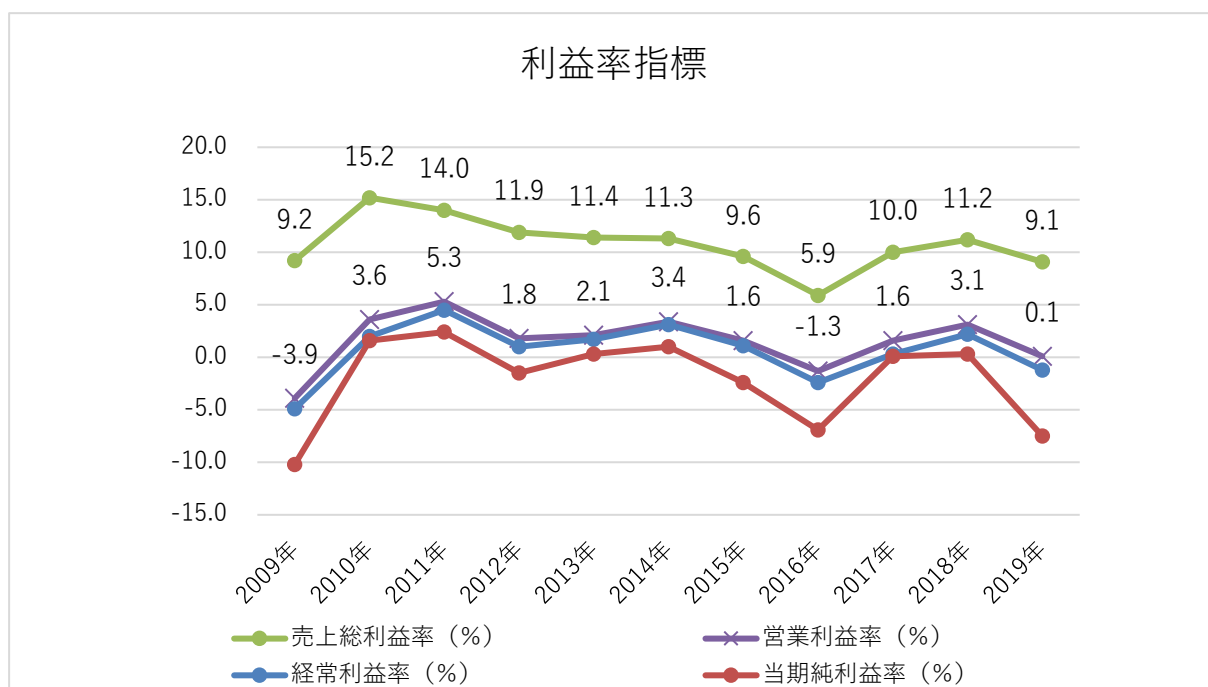
前章では、曙ブレーキ工業の事業再生 ADR 申請の最大の要因は当期純損失発生による利益剰余金の減少であると断定した。本章では、さらに詳細な検証を行うため事業の収益性の分析を行っていく。まず図表 7 の全体売上高及び地域別売上高(連結消去前)を見ると、売上高自体は 10 年前から増減を繰り返しながらも順調に増加していたことが分かる。それに、問題の 2015 年 3 月期以降の北米市場を見てみても直近は右肩下がりではあるものの 2016 年には売上高のピークを迎えている。だが、問題は利益率にある。図表 8 を見ると、同年の北米市場の営業利益率はこの 10 年間で最悪の値となっており、売れば売るほど赤字が広がる状況だったとわかる。

会社全体を見ても売上高総利益率は平均 10.8%であり、同業であり売上規模も曙ブレーキ工業と類似している株式会社日信工業(7230)と比較して 3%程度低い。また、営業利益率も平均 1.6%であり、日信工業と比較して 5%の差をつけられている他自動車部品業界平均と比較しても 2%低くなっている。よって、曙ブレーキ工業の低利益率の原因は本業のブレーキ事業の原価の高さや販売費及び一般管理費(以下販管費)の高さによるものと推測できる。



図表 7.連結売上高及び地域別売上高の推移

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)



| | 売上高総利益率 | | 営業利益率 | | 経常利益率 | | 当期純利益率 | |
|-------|---------|-------|-------|------|-------|------|--------|------|
| | 平均値 | 中央値 | 平均値 | 中央値 | 平均値 | 中央値 | 平均値 | 中央値 |
| 曙ブレーキ | 10.8% | 11.2% | 1.6% | 1.8% | 0.7% | 1.1% | -2.1% | 0.1% |
| 日信工業 | 13.4% | 13.5% | 6.6% | 7.0% | 6.2% | 6.1% | 4.4% | 3.2% |
| 業界平均 | 13.78% | | 3.02% | | 6.28% | | 4.47% | |

図表 8.各利益率指標

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料、Yahoo ファイナンス資料から筆者作成)
 計算期間:全て 2009 年 3 月期から 2019 年 3 月期まで

2-6.固定費と変動費の概念と収益との関わり

本業のブレーキ事業の原価の高さや販管費の分析を行う前に、まず変動費と固定費の概念について説明しておく。売上原価や販管費は生産量や販売量により変動する変動費と生産量や販売量とは関係なく一定額発生する固定費により構成される。

仮に売り上げた商品の売上原価や販管費が全て変動費であれば、売上高の増減比率に対し売上原価や販管費の増減比は完全に一致する。しかし現実の企業、特に曙ブレーキ工業のような企業活動に多くの設備を必要とする製造業においては売り上げた商品に対し占める固定費の割合が多くなるため、売上高の増加比率に対して売上原価・販売比及び一般管理費の増加比率は一致しなくなる。なぜならば、固定費は何もしなければ生産量に関わらずその期に一定額発生するものであり、生産量が増加すると 1 製品あたりの固定費は逓減するが反対に減少すると 1 製品あたりの固定費は逓増するからである。つまりは生産個数が増えれば増えるほど 1 製品あたりの製造原価は安価になるため加速度的に売上総利益が発生し、反対に生産個数が減ると 1 製品あたりの製造原価が高騰するため加速度的に売上総利益が減少することとなる。

例 1

製品の価格は 1000 円/個、製造にかかる変動費 300 円/個、固定費 150,000、売上個数 500 個の場合

売上: $1000 \times 500 = 500,000$ 円

売上原価: $300 \times 500 + 150,000 = 300,000$

売上総利益: $500,000 - 300,000 = 200,000$

一個あたりの製造原価: $300 + 150,000 \div 500 = 600$ 円

例 2(減少した場合)

売上個数 250 個の場合(他の条件は同様)

売上: $1000 \times 250 = 250,000$ 円

売上原価: $300 \times 250 + 150,000 = 225,000$

売上総利益: $250,000 - 225,000 = 25,000$

一個あたりの製造原価: $300 + 150,000 \div 250 = 900$ 円

例 3(増加した場合)

売上個数 1000 個の場合(他の条件は同様)

売上: $1,000 \times 1,000 = 1,000,000$ 円

売上原価: $300 \times 1000 + 150,000 = 450,000$ 円

売上総利益: $1,000,000 - 400,000 = 600,000$ 円

一個あたりの製造原価: $300 + 100,000 \div 1,000 = 400$ 円

このようなことから生産量や販売量が減少している際には固定費を減らしたり、あるいは固定費を変動費に変えたりする(外注やリースを行う)ことにより利益を増加させる機会が存在する。しかしながら、固定費の大きな発生要因である減価償却費は一度建設した工場や設備を即座に取り壊したり使用を中止したりすることが現実味に乏しいため減額が難しい場合がある。よって、特に製造業においては稼働率が利益への重要なファクターとなる。

なお、反対に生産量や販売量が増加している際には変動費を減らしたり、あるいは変動費を固定費に変えたりする(歩合制を固定給に変更する)ことにより利益を増加させる機会が存在する。

2-7.売上高と売上原価の推移

その上で図表 8 の表を見ていく。まず表の見方としては、A は売上高増減比率-売上原価増減比率、B は売上高増減比率-販売費及び一般管理費増減比率、C は売上高増減比率-売上原価・販管費増減比率となっており、緑色で色付けされているのは売上高が増加している以上に売上原価・販管費が増加している年で、赤色で色付けされているのは売上高が減少しているがその減少比率ほど売上原価・販管費が減少していない年である。図表の具体的な内容を見るとまず、A の売上高増減比率-売上原価増減比率の欄では 10 期間のうち 7 期間について赤か緑のいずれかの色がついて

いる。売上高の減少比率に比べ売上原価の減少比率が低い赤色の年については、先述の工場や機械の固定費(減価償却費)の急な削減が難しいという問題があるため回避が難しい側面がある。それよりも問題となるは、売上高の増加比率に比べ売上原価の増加比率が高い緑色の年である。特に 2014 年 3 月期から 2016 年 3 月期にかけては 3 期連続で売上高の増加比率に比べ売上原価の増加比率が高くなっている。売上が増加し、製品一個あたりの固定費は減少トレンドにあるはずであるためこのような状態となる要因として考えられるのは、1 つ目に製品の価格設定の誤りにより採算の取れない製品を大量販売している。2 つ目に従来の変動費に加え別に新たな変動費が発生していることである。この論点については利益率の分析では要因の特定ができないため、後半の 3 節以降でみていく。

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 売上高 | -18.19% | 65.82% | -3.23% | -1.69% | 14.86% |
| 売上原価 | -23.60% | 68.06% | -0.83% | -1.14% | 14.96% |
| A | 5.41% | -2.23% | -2.40% | -0.54% | -0.10% |
| 販管費 | -27.57% | 25.32% | 11.12% | -9.02% | -2.38% |
| B | 9.38% | 40.50% | -14.34% | 7.34% | 17.24% |
| C | 5.91% | 2.91% | -3.50% | 0.26% | 1.55% |

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 売上高 | 7.39% | 10.7% | -5.42% | -0.44% | -8.02% |
| 売上原価 | 9.52% | 15.24% | -9.57% | -1.73% | -5.85% |
| A | -2.13% | -4.55% | 4.15% | 1.29% | -2.17% |
| 販管費 | 8.46% | -0.41% | 10.45% | -4.22% | 2.06% |
| B | -1.07% | 11.11% | -15.87% | 3.78% | -10.08% |
| C | -2.05% | -3.28% | 2.73% | 1.5% | -2.83% |

A:売上高増減比率-売上原価増減比率

B:売上高増減比率-販売費及び一般管理費増減比率

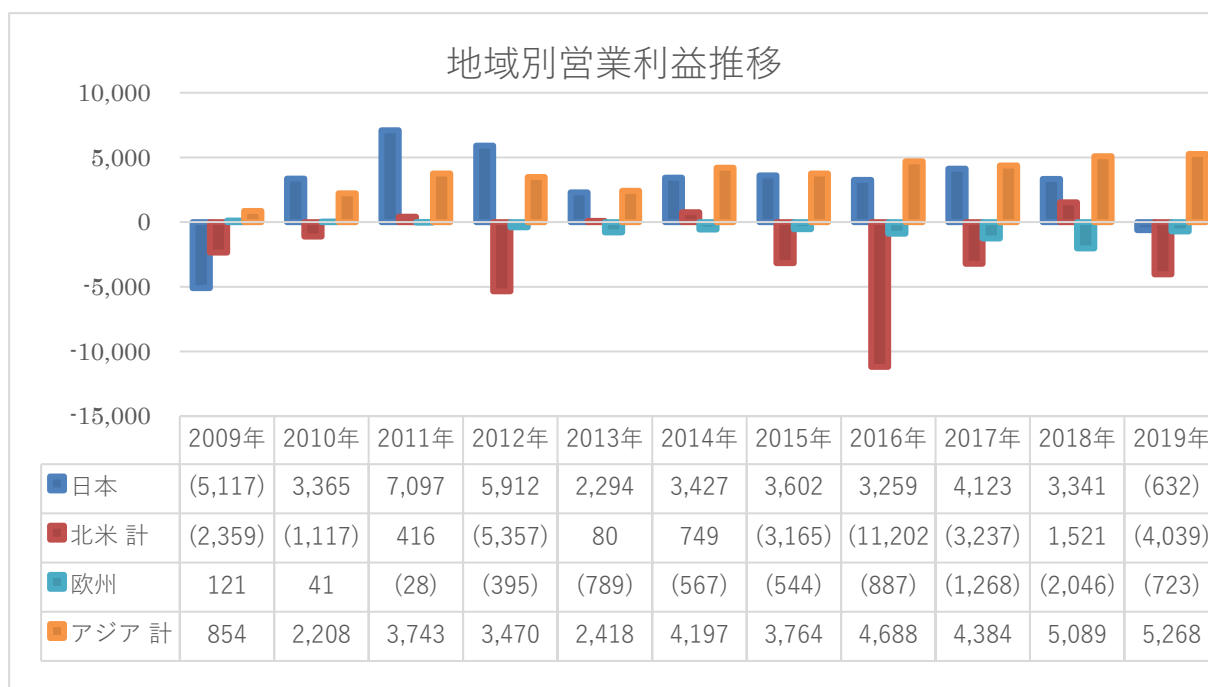
C:売上高増減比率-売上原価・販管費増減比率

図表 9.売上高と売上原価の関係

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

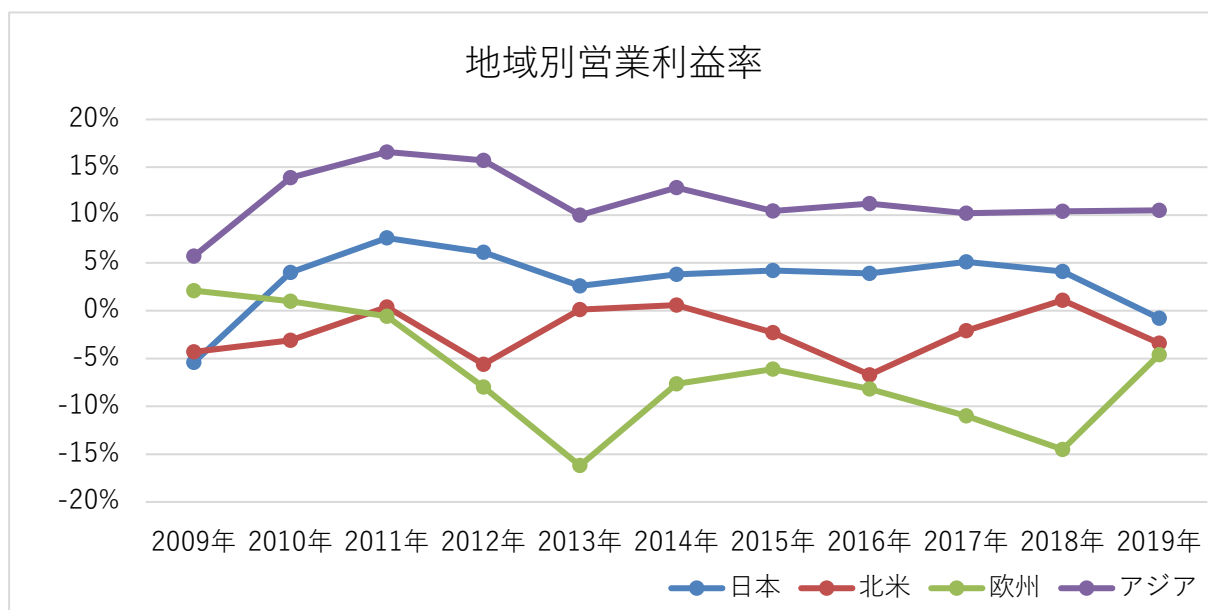
2-8.地域別営業利益

次に地域別営業利益と営業利益率を図表 10・図表 11 で示した。やはり 2015 年 3 月期から 2017 年 3 月期にかけて北米市場において多額の営業利益の赤字が発生しており、2018 年に一旦は黒字に持ち直したものの事業再生 ADR 申請を行った 2019 年においては再び営業利益の赤字が発生している。その他、欧州市場での慢性的な低利益率である。欧州市場は元々の売上高が小さいため、全体の営業利益に与えるインパクトはそれほど大きくはないが、2011 年 3 月期以降営業利益の赤字が続いており不採算事業を放置して抜本的な改革を行わなかったかのように伺える。



図表 10.地域別営業利益推移

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)



図表 11.地域別営業利益率推移

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

ここまでの要点を整理すると、曙ブレーキ工業の自己資本比率の低下の主因は 2015 年 3 月期以降の北米市場での利益率の悪化にあるということである。

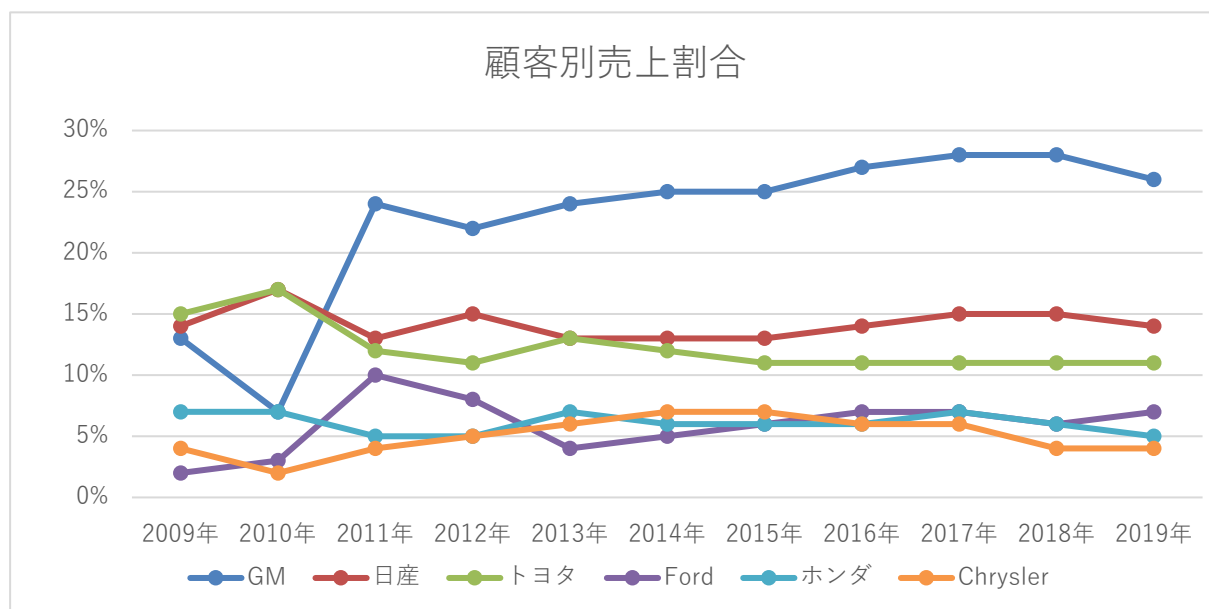
次章からはこれについて分析を進めていく。

第3節.北米市場での過ち

3-1.北米自動車産業と曙ブレーキ工業の戦略

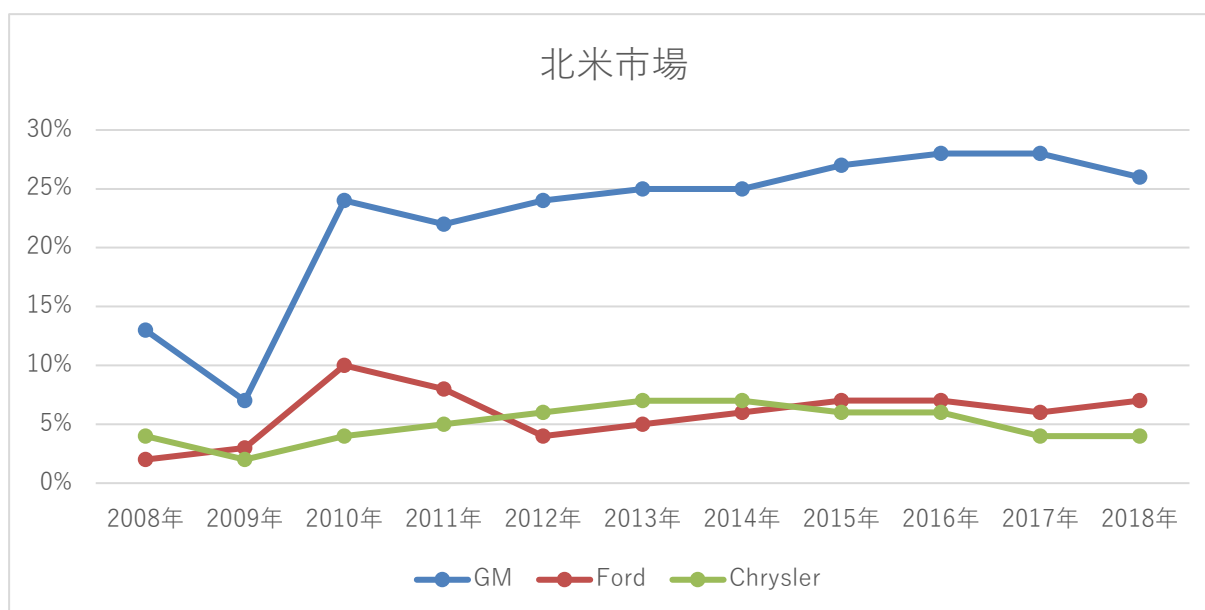
2015年3月期以降の北米市場において何が起きていたのかを順を追って見ていく。

まず、曙ブレーキ工業の主要事業であるブレーキは言わずもがな自動車や二輪車に使用される部品である。そのため、補修部品としての需要はあるものの基本的な売れ行きは各自動車・二輪車メーカーの生産状況に左右される。曙ブレーキ工業においては図表12、図表13にあるように顧客別売上割合で米国の自動車メーカーであるGMが他のメーカーを大きく引き離して30%近くを占めている。その他、Ford・Chryslerといった米国の自動車メーカーを含めると40%近くを米国の自動車メーカーが占めており、日系メーカーの米国工場への供給も含めると北米市場は売上の50%超を占めていた。



図表12.顧客別売上割合

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)



図表 13.顧客別売上割合(北米自動車メーカーのみ)

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

次に、曙ブレーキ工業のここ 10 年間の戦略の足跡と北米自動車産業に関連する出来事をみていく。

| 年 | 曙ブレーキ工業での出来事 | 米国市場での出来事 |
|--|---|---|
| 2005 年～2008 年 (2006 年 3 月期 ～2009 年 3 月期) | 北米での生産拠点を 3 拠点から 2 拠点到集約 | リーマンショックによる自動車生産台数の大幅な減少 |
| 2009 年 (2010 年 3 月期) | 過剰生産能力最適化の為、独国自動車部品メーカーBosch から米国の事業の一部(生産 2 拠点、その他設備)を約 17 億円で取得。 | 09 年の自動車生産台数がリーマンショック前の約半分に減少。(571 万台) |
| 2010 年 (2011 年 3 月期) | 北米での売上高比率が 50%に上昇。 顧客別売上割合のうち GM が 7%から 24%、Ford が 3%から 10%、Chrysler が 2%から 4%に上昇。(図表 11 参照) | 連邦準備準備理事会(FRB)による量的緩和政策により、経済が回復基調に。自動車ローン金利も低下。自動車の生産台数も徐々に回復する。 |
| 2011 年 (2012 年 3 月期) | Bosch から譲り受けた事業のうち不採算ビジネスの受注量の増加や現在費料の高騰により 54 億円の営業損失が発生、減損損失 14 億円を計上。 | |
| 2012 年 (2013 年 3 月期) | 不採算ビジネスの生産中止、販売価格・仕入れ価格の見直しにより営業黒字に改善。 | 12 年の自動車生産台数がリーマンショック発生以前の水準に回復(1034 万台) |

| | | |
|-------------------------|--|---|
| 2013 年 (2014 年 3 月期) | 北米自動車メーカーからの受注拡大。 新製品の価格改定や合理化により年々 に続き黒字。 | 13 年の自動車生産台数は 1107 万台に増加 |
| 2014 年 (2015 年 3 月期) | 受注が急増し売上は増収、しかし過度 な生産負荷による想定外コスト 36 億 円(人件費 18.5 億円、輸送費 9.5 億 円、修繕費 3 億円等)が発生し、32 億 円の営業赤字。 | 前年に続き 14 年の自動車生産 台数は 1166 万台に増加 |
| 2015 年 (2016 年 3 月期) | 2014 年に続き、生産混乱に伴う想定 外コスト 93 億円(人件費 36.5 億円、輸 送費 36.5 億円、修繕費 10 億円等)が発 生し、112 億円の営業赤字。その他 114 億円の減損損失を計上 | 前年に続き 15 年の自動車生産 台数は 1210 万台に増加 |
| 2016 年 (2017 年 3 月期) | 2014 年からの生産混乱は収束に向か い営業赤字は 29 億円で減少。 具体的には緊急輸送費は 9.5 億円(前年 度比-27 億円)に減少。しかしながら人 件費は 12 億円増加しコンサルタント 費用として 21 億円を計上。 | 前年に続き自 16 年の自動車生産 台数は 1219 万台に増加 |
| 2017 年 (2018 年 3 月期) | 営業利益を 18 億円計上。3 期ぶりに営 業黒字となる。 想定外費用はなかったものの、一部の 顧客より次期モデルの受注を逃し北米 での売上高は前年度比-10% | 18 年 3 月トランプ政権が鉄鋼 分野に追加関税を発動。自動 車メーカーは大きなコスト 増。 同年 11 月 GM が米国の 5 工場 の閉鎖を発表。乗用車の生産 から撤退し、SUV 等に注力す る方針へ。 |
| 2018 年 (2019 年 3 月期) | 最大の顧客である GM の次期モデルの 受注を逃す。北米での売上高は 204 億 円減って前年度比-15% 減損損失 136 億円を計上。 | |

図表 14.曙ブレーキ工業北米事業の施策と北米自動車産業に関わる出来事

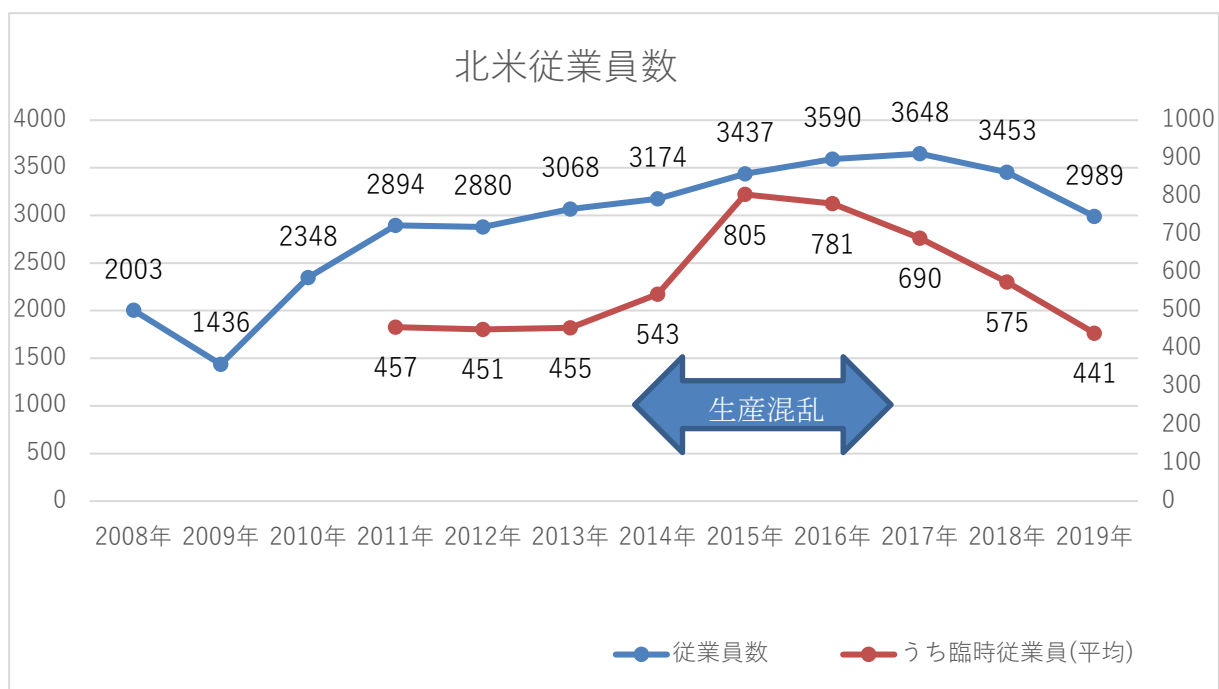
(出所:曙ブレーキ工業決算説明会資料、MRACLINES 情報プラットフォーム等から筆者作成)

※これらはすべて邦貨換算後の額であるため、為替レートの変動により額が変わっている。特に前年度との増減においては整合していない場合がある。

3-2.北米市場での生産混乱とその後

2005 年から 2008 年にかけて曙ブレーキ工業は北米での生産拠点の整理を進めており、生産拠点の集約が完了した 2008 年(2009 年 3 月期)には北米セグメントの従業員数は約 1400 人にまで減少した。(図表 15 参照)しかし、翌年北米での事業整理を進めていたドイツの総合自動車部品メーカーBosch から北米事業を譲り受けた。社長インタビューによるとこれにより北米市場全体で過剰であった生産能力の適正化が可能となり、適正な価格・生産量でのグローバル化が進められるという見通しだった。実際に北米の自動車メーカーに対する売上比率は大きく上昇した(図表 12、図表 13 参照)他、2010 年度、2012 年度～2013 年度においては営業黒字となり事業の再構築は順調に行われていたと思われる。しかし、2013 年頃からの自動車販売台数の急増により曙ブレーキ工業は生産能力以上の受注を獲得するに至り、工場は 3 直 7 日稼働(週 7 日 24 時間勤務体制)を実施せざるを得ず、臨時の従業員を大量に雇用により多額の人件費が発生した。(図表 15 参照) 過剰受注による影響は他にもある。設備の連続稼働によって故障が続出し更には修繕費の他、不良品の処分コストが発生することとなった。その他にも製品の納期を厳守するために航空機による空輸を行ったため、緊急輸送費が発生した。更には、北米市場の問題ではないが欧州での少量生産前提のハイパフォーマンスブレーキについて想定以上の発注がなされ、生産体制の構築が間に合わず北米の工場で生産し欧州へ輸送するという手段がとられたため、全体として売上は増加したものの利益は減少する一方となってしまった。

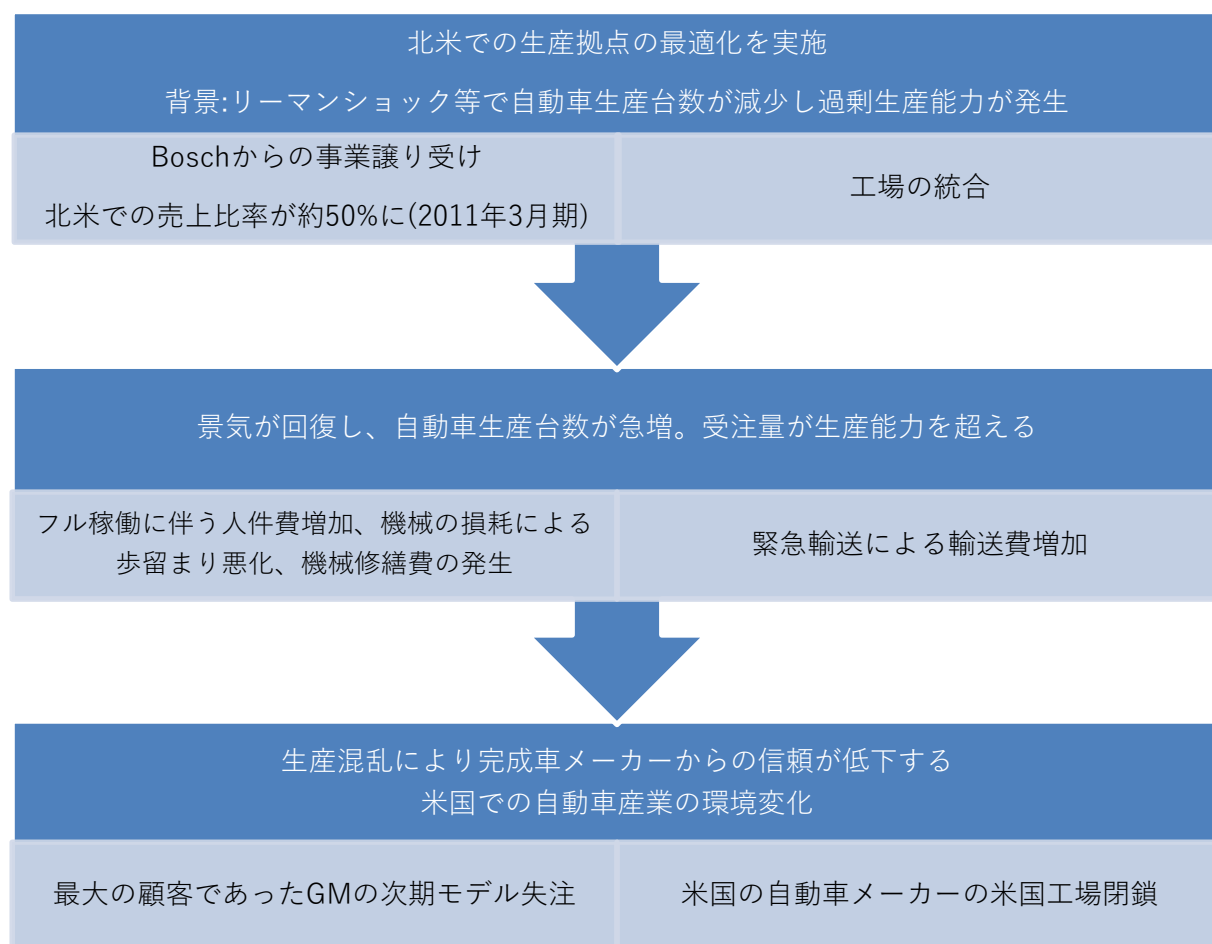
2017 年によりやく生産混乱の渦から脱したものの完成車メーカーからの信頼が低下した他、2018 年 3 月に米国政府が鉄鋼・アルミニウムについて追加関税を課したことから北米の自動車メーカーの生産拠点の閉鎖が加速した。これにより、曙ブレーキ工業は北米での今後しばらくの売上高の減少が明白となり、2014 年～2016 年の生産混乱に伴う多額の赤字の発生もあって金融機関は負債の返済計画に疑念を生じさせずにはいられなくなった。しかしながら、ブレーキ専門メーカーとしてブレーキに関する技術力や競争力はあるため廃業はせず事業再生 ADR による話し合いによって債務を整理することで事業を継続することとしたとみられる。



図表 15.北米市場における従業員数推移
 (出所:曙ブレーキ有価証券報告書から筆者作成)

3-3.第 3 節総括

以上のことを踏まえ、曙ブレーキ工業の北米市場での失敗の最大の要因は自動車産業の景気動向の見通しの誤りであったと考える。北米での生産量の適正化の過程で生産拠点集約を図ったことや販売価格の適正化は一定の成果をあげていたように見えるが、その後の急な増産要求の際には裏目にでてしまうこととなり、多額の人件費や緊急輸送費などの追加コストが発生することとなった。これは自動車メーカーとそのサプライヤーという産業のパワー関係により、ある車種に部品が採用された以上曙ブレーキ工業はメーカーの生産量(発注)に応じて休日稼働や設備の保守が追いつかない状況に陥るとしても粛々と供給を行わなければならないという自動車産業特有の事情も関係していたと考える。よって、2 節で取り上げた売上原価の増加比率が売上高の増加比率を上回るという逆転現象の原因は価格設定の誤りによるものというよりも想定外コストという新たな変動費発生によるものであったと断定できた。最後にこれらを段階ごとに分けて整理したのが図表 16 である。



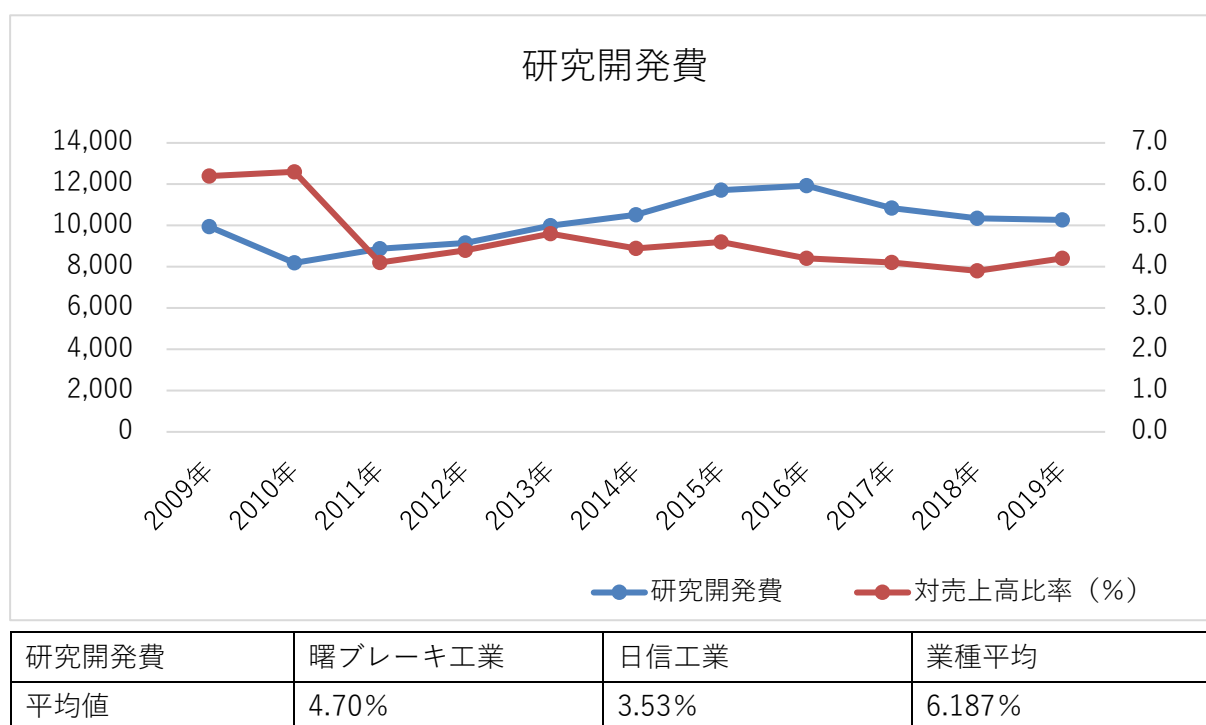
図表 16.北米市場で失注までの経緯

(出所:筆者作成)

第4節.投資とキャッシュフローの分析

4-1.設備投資と研究開発費の推移

ここまで収益率と北米市場を中心に分析を進めたが、次に曙ブレーキ工業全体の投資施策とキャッシュフローの状況についてみていく。前提として、営利企業において事業投資を行うにあたっては、市場における競争力やCFの状況を勘案して将来十分なリターンが得られるようにしなければならない。曙ブレーキ工業の場合は適切な投資が行われていたのだろうか。曙ブレーキ工業の研究開発費と設備投資額を確認する。

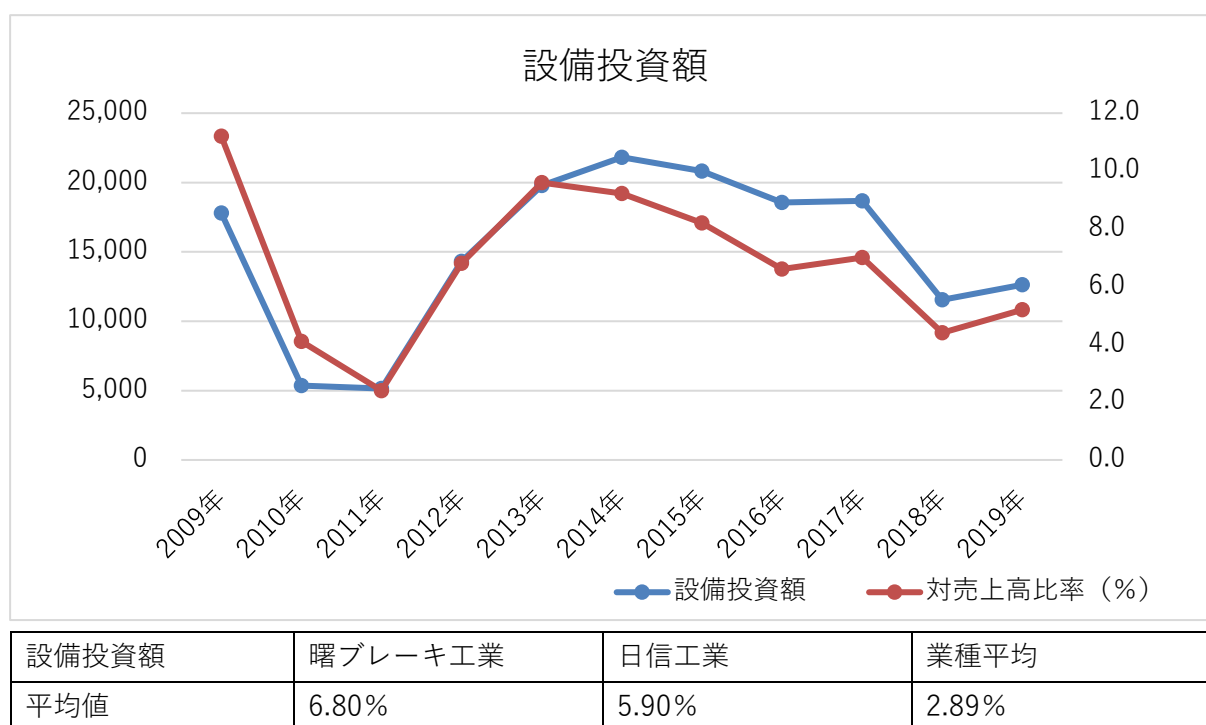


図表 17.研究開発費

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

自動車部品業界は完成車メーカーの系列企業である場合とそうでない独立系とに分類されるが、曙ブレーキ工業は独立系に分類され、日信工業は本田技研工業(以下ホンダ)の系列企業である。独立系の部品メーカーの特徴(強み)としては、系列系の部品メーカーとは異なり多くの自動車メーカーと取引ができるため、親会社の自動車メーカー1社の売上にだけより業績が左右されにくいということがある。しかしながら、自らの技術力やコスト競争力を生かして自動車メーカーに売り込む必要があるため、研究開発が上手くいくかどうかを経営への重要なファクターとなり、いざと言う時に自動車メーカーの援助が得られにくいというデメリットが存在する。曙ブレーキ工業の売上高研究開発費比率は生産混乱が発生した2014年以降若干低下はしているものの概ね一定水準を保っている。具体的な研究としては主力製品であるブレーキパッドの摩擦材について、今後使用が制限される銅等を使用しない製品の開発を行っている。また、今後生産が拡大すると予測される電気自動車向けのブレーキやブレーキパッドの押し付けを電動化した電動ブレ

ーキの開発を進めている。



図表 18.設備投資額

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

次に、設備投資額についてみていく。設備投資については一度に多額の支出を伴う場合もある。曙ブレーキ工業においても年度によって大きな開きがあり、2010年度、2011年度は低額となっているがその後急増し経営状況の悪化に伴って減少している。曙ブレーキ工業の売上高設備投資額比率は業種平均、日信工業と比較しても高い水準となっており積極的な設備投資が伺える。しかし、その投資計画が適切であったかには疑問がある。次の地域別減損損失内訳を見ると、毎年いずれかの地域で減損損失を計上している。日本の減損損失については人口減少に伴う市場規模の縮小による生産体制の適正化のために断続的に工場・施設の閉鎖による減損損失が発生している。また、アメリカにおいても、2009年3月期の生産拠点の2拠点化に伴う32億円の減損損失を始め、2012年3月期の14億円、2016年3月期の114億円、2019年の136億円という多額の減損損失が発生しており、過剰投資や非効率な設備投資がなされたことが伺える。

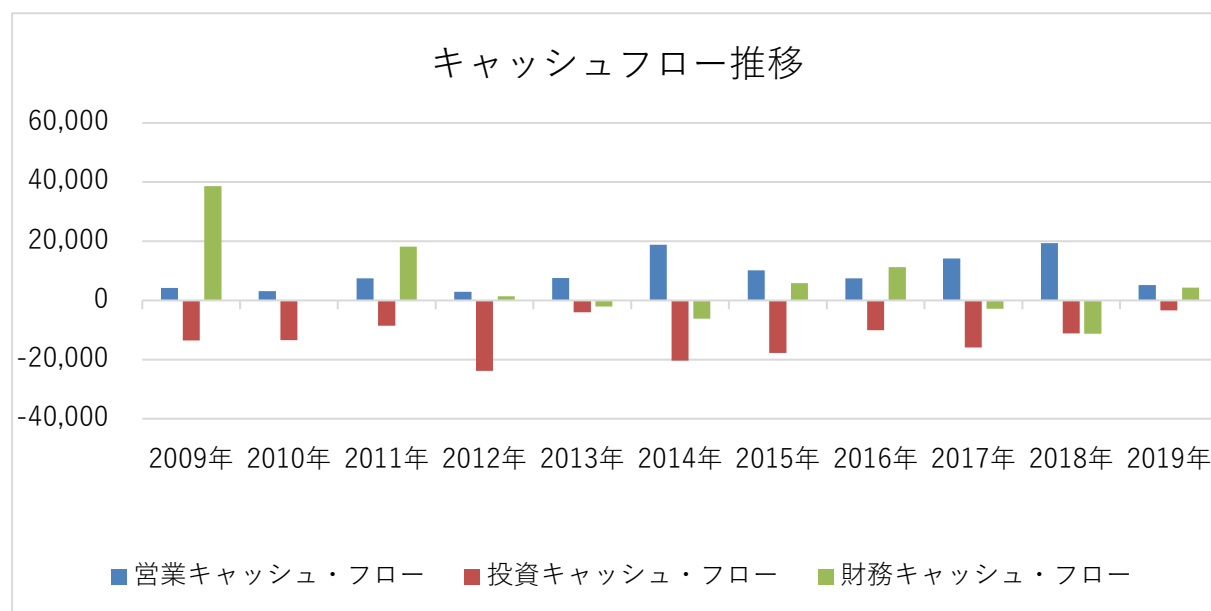
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|--------|------|-------|--------|
| 日本 | 5,964 | 117 | 131 | | 34 | 31 | 3,271 | 436 | | | |
| アメリカ | 3,237 | 224 | | 1,466 | | | | 11,404 | | | 13,628 |
| 欧州 | 109 | | | | | | | | 146 | 1,543 | 1,002 |
| アジア | | | | | | | | | | | 492 |
| 不明 | 181 | 35 | | 21 | | | | | | | 1 |
| | 9,491 | 376 | 131 | 1,487 | 34 | 31 | 3,271 | 11,840 | 146 | 1,543 | 15,123 |

図表 19.地域別減損損失の内訳

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

4-2.キャッシュフローの推移と資金繰り

次に過剰投資について詳しくみるために、キャッシュフロー計算書の分析を行う。
キャッシュフローの推移は以下の通りである。設備投資については、投資キャッシュフローの額に含まれる。



| 年 | 2009 | 2010 | 2011 | 201 |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 営業 CF | 4,200 | 3,187 | 7,433 | 2,916 |
| 投資 CF | -13,563 | -13,374 | -8,555 | -23,810 |
| 財務 CF | 38,629 | -32 | 18,203 | 1,432 |
| NET | 28,665 | -10,073 | 16,909 | -19,646 |
| 年 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 営業 CF | 7,585 | 18,872 | 10,120 | 7,516 |
| 投資 CF | -4,055 | -20,346 | -17,708 | -10,082 |
| 財務 CF | -2,037 | 6,220 | 5,812 | 11,222 |
| NET | 1,916 | -7,199 | -1,167 | 8,038 |
| 年 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| 営業 CF | 14,138 | 19,354 | 5,237 | |
| 投資 CF | 15,887 | -11,101 | -3,326 | |
| 財務 CF | -2,796 | -11,276 | 4,369 | |
| NET | -4,839 | -2,882 | 6,112 | |

※NET は「現金及び現金同等物に係る換算差額」を含む

図表 20 キャッシュフローの推移

(出所:曙ブレーキ工業連結財務財務ハイライト資料から筆者作成)

投資額の適切性については、フリーキャッシュフローの額でおよその把握が可能である。(図表 21 参照) ここでのフリーキャッシュフローとは、(フリーキャッシュフロー=営業キャッシュフロー - 投資キャッシュフロー)という算式で求められるものである。投資に用いられたキャッシュフローが営業キャッシュフローにより賄われるものであれば、企業は借り入れの必要はなく資金不足を起こしにくくなる。

曙ブレーキ工業のフリーキャッシュフローは平均-3,734 と営業キャッシュフロー以上の投資を行っていることが分かる。

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|--------|---------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| FCF | -9,363 | -10,187 | -1,122 | -20,894 | 3,530 | -1,474 | -7,498 | -2,566 | -1,749 | 8,253 | 1,991 |

図表 21.FCF の額

(出所:曙ブレーキ工業連結財務ハイライト資料から筆者作成)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 短期借入 | 7,877 | -10,146 | 2,090 | 6,303 | -4,804 | 5,447 | 1,044 | 465 | 784 | -3,426 | 13,781 |
| 短期社債 | 7,987 | -9,984 | | | | | | | | | |
| 長期借入 | 29,667 | 12,313 | 6,154 | 12,425 | 20,359 | 1,967 | 20,019 | 43,051 | 14,700 | 19,193 | 1,501 |
| 長期返済 | -2,803 | -4,490 | -4,607 | -15,479 | -15,584 | -15,006 | -9,761 | -16,599 | -16,124 | -25,286 | -10,274 |
| 株式 CI | | 12,656 | | | | | | | | | |
| 社債 CI | | | 14,928 | | | | | | | | 1,979 |
| リース バック CI | | | | | | 3,321 | 1,082 | 798 | 874 | 2,083 | 1,091 |
| | 42,728 | 10,495 | 18,565 | 3,249 | -29 | -4,271 | 31,906 | 27,715 | 234 | -7,436 | 8,078 |

図表 22.財務 CF の主な増減要因

(出所:曙ブレーキ工業有価証券報告書から筆者作成)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 投資有価証券 | | | | | | | 869 | 1,016 | | 8,570 | 1,057 |

図表 23.投資有価証券売却による CF

(出所:曙ブレーキ工業有価証券報告書から筆者作成)

営業キャッシュフローでカバーできないマイナス分については、財務キャッシュフローにより賄うこととなる。財務キャッシュフローを構成する項目をみていくと、2013 年までは、短期借入金・短期社債を主として株式や社債をも併用して資金を調達している。しかし 2014 年以降、短期借入は減少し同時に長期借入金による返済と同額以上の借入を行っている他、リースバックによる保有資産のキャッシュの獲得をおこなっている。なお、リースバックについては、固定資産をオフバランス(貸借対照表に載せない)することにより自己資本比率を高める狙いもあったと考えられる。その他、2014 年以降は投資有価証券の売却による収入により投資キャッシュフローの額のマイナスの減少も図っている。しかし、これらは一時的ものであり毎期できることでは

ない。根本的な解決のためには、本業でのキャッシュフローの改善が必要となるが、曙ブレーキ工業の場合立て直しを図る途中で米国での失注が重なったことで今後の長期借入金の返済計画が破綻したと考えられる。

第 5 節.総括

5-1.曙ブレーキ工業に対する意見

曙ブレーキ工業の ADR の申請は、ニュースリリースでは最初に示した通り「米国メーカーの乗用車生産からの撤退や、生産混乱に起因して次期モデル用ブレーキ製品の受注を逃した」ことが原因であるとされている。分析の結果、確かに曙ブレーキ工業の 2014 年からの生産混乱に伴う追加費用の発生やそれに伴う完成車メーカーからの信用低下が原因の失注のダメージは大きかったと考えられる。しかし、それ以前の素因として過剰と思える設備投資と減損の発生、ガバナンスの機能不全によるグローバル規模での生産設備の適正化がなされていなかったことが大きな要因として挙げられる。その上で曙ブレーキ工業が今後 ADR により再生を図っていくためには、まず早急な欧米工場の大規模な閉鎖が必要であると考ええる。そして採算のとれる価格設定、適切な資源配分が重要となるだろう。そして、将来的に収益を獲得する為には強力な出資者を味方につけたうえで、現在収益率も良く市場も拡大している中国を始めとするアジア市場での販路の拡大や電気自動車向けブレーキの研究に注力する必要があると考える。

5-2.実際の事業再生 ADR 手続きの推移

その後実際の曙ブレーキ工業の事業再生 ADR の推移としては、9 月 18 日の債権者会議において日米欧の 6 工場の閉鎖・売却を含む再建計画案について銀行団から承認を得たと発表している。これにより銀行団側は借入金の半分に相当する 560 億円の債権放棄にも応じ、再建の道筋がほぼ整ったと言える。

再建計画の具体的な内容としては、世界で 18 カ所ある工場のうち、日本で 1 カ所、米国で 3 カ所、欧州で 2 カ所の向上が売却または閉鎖の対象となった。開発拠点についてもドイツと英国の開発拠点も閉め、欧州における製造・開発は撤退する方針で、世界の 1 万人の全従業員のうち、3 割の 3000 人規模を整理する方針となっている。

資金面では、メインバンクや地方銀行など 37 行の銀行団が有利子負債の半分に当たる債権放棄に応じたことで、資金繰りは大幅に改善した他、事業再生ファンドのジャパン・インダストリアル・ソリューションズ（JIS）から 200 億円を調達する。調達資金は、一連の構造改革に 150 億円を投じ、残す 50 億円を成長に向けた投資に回す予定としている。

(2019 年 9 月 18 日 17:19、日経新聞電子版「曙ブレーキ、ADR 成立 銀行団が 560 億円債権放棄」より引用・要約)

以上の通り、曙ブレーキ工業は 2019 年 1 月 29 日の事業再生実務家協会への事業再生 ADR 申請から約 8 ヶ月で金融機関との再建計画案に合意し、新体制の元で事業の再建を目指すこととな

った。経営陣についても9月30日に開かれた取締役会で現経営陣が退陣し、新たな経営陣が就任することとなった。曙ブレーキ工業の新社長に就任する宮地康弘氏は自動車機器（現ボッシュ）入社後、ボッシュ執行役員(その後専務執行役員)、日本電産常務執行役員を歴任したいわゆるプロ経営者であり自動車部品、ブレーキについて造詣が深い人物である。今後、立て直しへの手腕が試されることとなると考える。

第2章.事業再生 ADR について

第1節.序論

1-1.事業再生 ADR の概要

続いて二節では、曙ブレーキ工業が適用した事業再生 ADR についてみていく。

事業再生 ADR とは冒頭でも説明したが、会社の経営が行き詰まった企業の事業再生を目指すにあたり、会社更生法や民事再生法（和議）、破産法などによる裁判所の法的な手続きによる紛争解決の手続きを使わずに、当事者間の話し合いで解決する手続きの事である。しかしながら、世間一般では企業が倒産したという事実のみに注目が集まり、その後の手続きについては理解が進んでいないのが現実である。そこで事業再生 ADR 制度の特徴について論じる前に、まず経営が破綻した^{*2}企業が選択できる既存の債権整理手続きについて触れる必要がある。

注釈

*2.そもそも「経営の破綻(倒産)」という言葉は専門用語のような語感をもっているが、それ自体は法律用語でも経済・経営用語でもなく、企業が経営に行き詰まっていて弁済しなければならない債務が弁済できなくなった状態を指す一般用語に過ぎない。

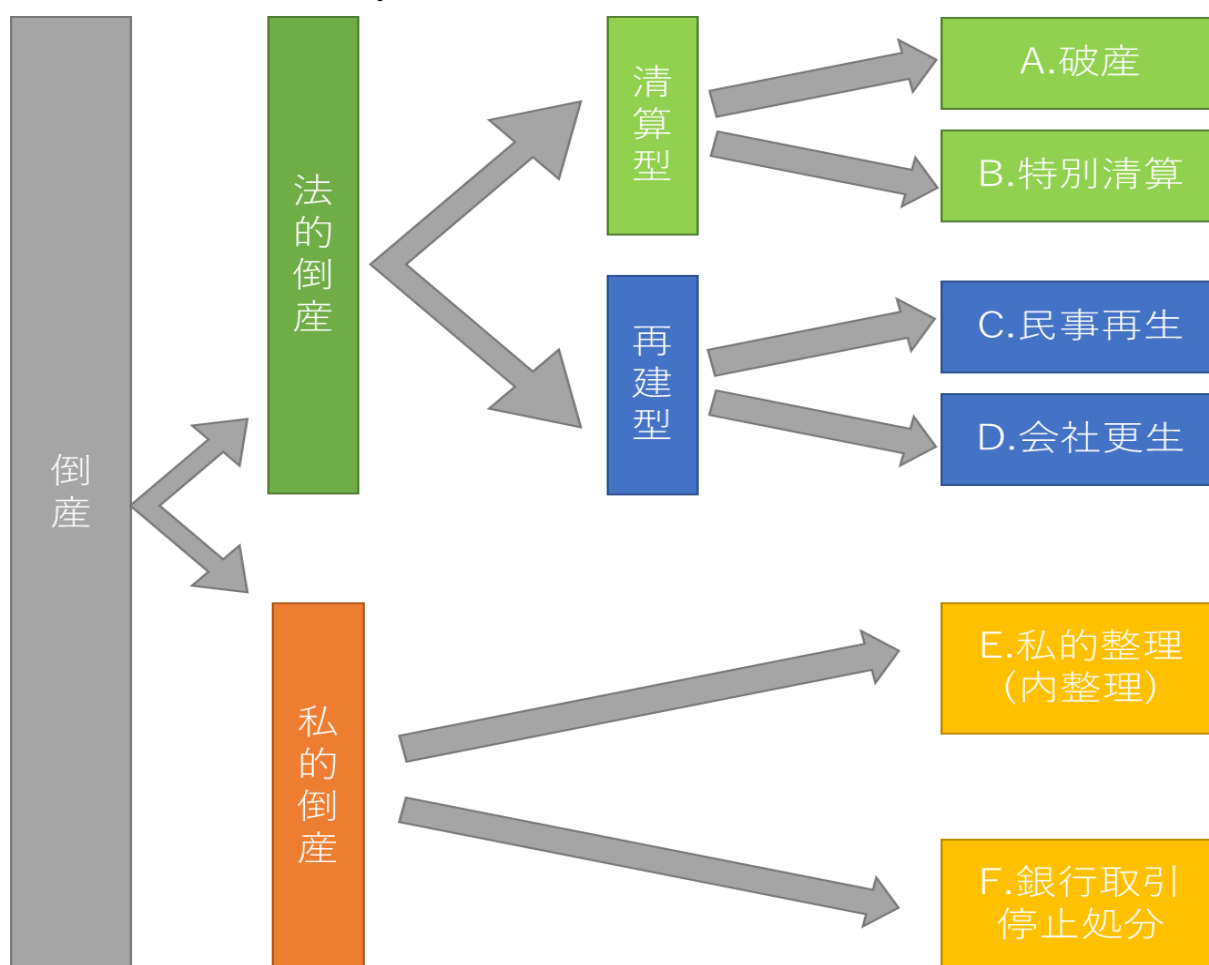
なお、民間の信用調査会社においては以下の手続きの申請を行ったり、その状態に陥ったりした会社を倒産として定めている。

- A. 裁判所に破産手続開始を申請する
- B. 裁判所に特別清算開始を申請する
- C. 裁判所に民事再生手続開始を申請する
- D. 裁判所に会社更生手続開始を申請する
- E. 内整理する（代表が倒産を認めた時）
- F. 銀行取引停止処分を受ける

1-2.債権整理手続きの分類

図表 25 に示した A から F の 6 つの手続きが一般に企業が経営の破綻に至った際に選択する手続きである。手段は、まず手続きの過程で裁判所を介して行うかどうかで法的倒産と私的倒産に分けられる。裁判所を介して手続きを行う法的倒産では会社を清算(消滅)させる清算型の破産(A)、特別清算手続き(B)と事業を継続しながら債務の弁済を目指す再建型の民事再生 (C)、会社更生手続き(D)とに分けられる。このように会社を消滅させる清算型の手続きと存続させる再建型の手続きとは全く反対性質を持つ。次に、裁判所を介さず企業と債権者との話し合いによって再建整理を進める方法としては、私的倒産私的整理(E)と銀行取引停止処分(D)に分けられる。

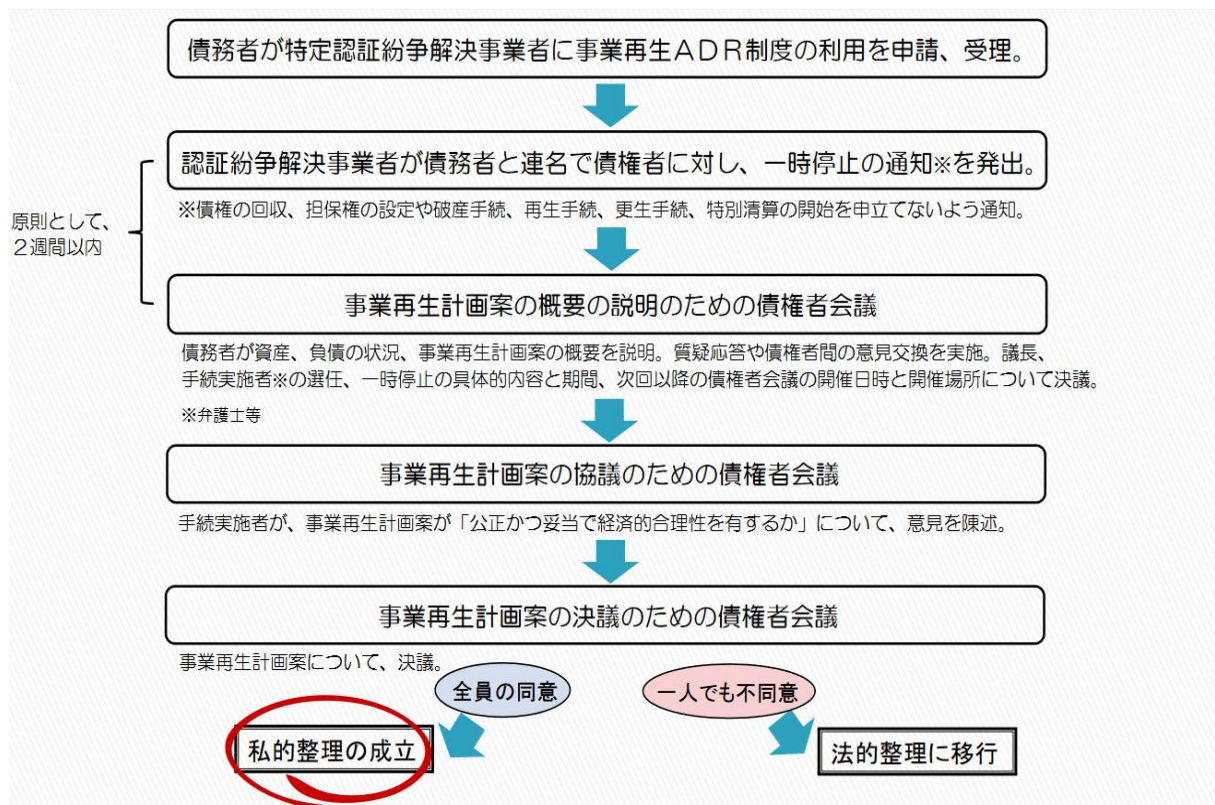
本研究で取り上げる事業再生 ADR は私的倒産の中の私的整理の一種であり利用目的としては、「事業価値の著しい毀損によって再建に支障が生じないよう会社更生法や民事再生法などの法的手続によらずに、債権者と債務者の合意に基づき、債務(主として金融債務)について、猶予・減免等を行うことにより、経営困難な状況にある企業を再建すること」となっている。(事業再生 ADR 実務家協会より引用)つまり事業再生 ADR 制度は事業を継続(再建)しながら債務の弁済を目指す再建型の手続きの性質をもつ私的整理である事がわかる。以前に事業再生 ADR を申請し成立した事例としては 2009 年に申請した消費者金融業のアイフル株式会社、2013 年に申請したジーンズメーカーのエドウィンがある。



図表 25.倒産の分類(出所:筆者作成)

1-3.事業再生 ADR 手続きの流れと申請する企業の特徴

事業再生 ADR 手続きの流れは図表 26 の通りである。基本的な流れは民事再生手続きと類似しており、一時停止の通知や債権者集会での決議が必要である。



図表 26 事業再生 ADR 手続きの流れ

(経済産業省産業再生課 平成 29 年事業再生 ADR 制度について より抜粋)

申請する企業の特徴としては、事業再生 ADR の目的が「企業の事業再生を目指す」ものであるため経営が行き詰まった企業であっても生産型の手続きを踏む企業と比較して事業そのものの競争力(価値)が残っている企業である場合が多い。前半部で取り上げた曙ブレーキ工業も将来的に債務の支払いが困難になり経営破綻となる見通しになった為に事業再生 ADR の申請を行ったが、申請時点においては債務超過ではなかった。また、本業のブレーキについても国内外で大きなシェアを持つなど競争力は存在していた。そのため、破産や特別清算によって清算を行って債務の弁済を行うよりも事業再生 ADR によって一定の債務免除を得て事業を継続することで残り債務の返済を行うほうが債務者である曙ブレーキ工業、取引のある金融機関双方にとってメリットがあると判断したと考えられる。ただ、事業再生 ADR を申請する企業と取引のある金融機関の数が多くなると後述する私的整理の特性上、債権放棄の割合を決定する際などの利害調整が困難となるため規模が大きい企業については申請を行ないにくかったり、申請しても成立しなかったりする場合がある。具体的な例としては 2009 年 11 月に申請を行った日本航空株式会社(以下、日本航空)がある。日本航空は当初事業再生 ADR による再生を目指していたが、企業再生支援機構による支援が決定したため翌年の 1 月に事業再生 ADR 手続きを終了し、会社更生法の適用を申請

した。

このように、他の手続きも存在する中で事業再生 ADR 手続きが最良の選択となるには残存する事業の競争力や関係する金融機関の数等を考慮すべきことが存在する。

1-4.法的倒産と私的倒産それぞれの特徴

事業再生 ADR 制度を理解するためには、事業再生 ADR 制度の成り立ちについて知る必要がある。そこで、従来の私的整理と再建型の法的倒産手続きを取った場合の特徴を整理する。

| | 法的倒産(整理) (民事再生・会社更生) | 純粋な私的倒産(整理) (私的整理) |
|---------|-------------------------|-----------------------|
| 対象となる債務 | すべての債務(金融債務・事業債務・商取引債務) | 主に金融債務 |
| 手続きの方法 | 裁判所が関与 | 会社と金融機関の交渉 |
| 情報公開 | 公表 | 非公表 |
| メリット | 手続きの安定性 債権者間の公平性 | 柔軟性、迅速性 商取引の継続 |
| デメリット | 事業価値の毀損 | 手続きの不安定性 |

図表 26 法的倒産と私的倒産の特徴

(筆者作成)

このように、私的整理においては利害調整(債権放棄や弁済期日の猶予など)と手続きを行う会社と多数の金融機関の当事者間の交渉と合意によって行われる。そのため、交渉や手続きは非公表となり手続きは不安定となる。しかし、手続きに決まった方法がなく交渉と合意により整理が進むため、対象となる債務の範囲や額を自由に決めることができる柔軟性や比較的迅速に債務を整理できるというメリットがある。

一方、法的倒産においては裁判所が関与して全ての債務を対象にして利害調整が行われ、事業再生計画に含まれる返済計画や弁済期日の猶予は法的拘束力を持つ。そのため、手続きの安定性や債権者間の公平性は高いと言える。しかしながら、全ての債務を対象とするために会社財産の査定や債権放棄の割合などの決定に比較的長い期間を要す上、債権者集会で再生計画案に反対が多いときには手続きが思うように進まない場合がある。また、全ての債務を対象とすることから手続き開始時(会社財産の保全がなされた時)から手続きを行う会社では、商取引債務(買掛金)の支払いさえもできなくなり取引先に多大な迷惑をかけることとなり、例えば民事再生手続きや会社更生手続きにより再生や更生が進んだとしても、仕入先の喪失や信用の低下により事業の継続が困難となるというデメリットも存在する。

以上が従来の従来の私的整理と再建型の法的倒産の特徴などであるが、これらの制度を前提とした上で事業再生 ADR 制度の手続きを見るとその特徴が顕著となる。

第2節.事業再生 ADR 制度の特徴

2-1.事業継続と債権者間の公平性・手続き透明性の観点での事業再生 ADR の特徴

| | 会社財産や経営の管理 |
|----------|-----------------------------|
| 民事再生法 | 原則はこれまでの経営者が行う |
| 会社更生法 | 原則は裁判所の専任した管財人が行う(経営者は全員退任) |
| 事業再生 ADR | 原則はこれまでの経営者が行う |
| 私的整理 | |

会社財産や経営の管理について事業継続のため原則はこれまでの経営者が行うこととなる。但し、これはあくまでも制度上の取り扱いのため株主や債権者からの経営者経営責任の追及により退任するケースが多い。曙ブレーキ工業においても、事業再生 ADR の再生案の決議がなされるまでは以前からの社長である信本久隆氏が務めていたが、再生案の成立と共に新たな経営陣を迎えることとなった。

| | 手続きに要する期間 |
|----------|----------------------|
| 民事再生法 | 比較的早い(認可まで約 6 ヶ月) |
| 会社更生法 | 比較的遅い(認可まで約 1 年～5 年) |
| 事業再生 ADR | 早い(約 3 ヶ月～6 ヶ月) |
| 私的整理 | 早い(約 3 ヶ月～6 ヶ月) |

手続きに要する期間については、事業再生 ADR においては会社財産の査定や債権放棄の割合などの決定を裁判所に依らず事業再生 ADR 事業者により行われるので法的手続きと比較すると迅速な手続きが可能であるとされている。また、それにより費用の面においても法的倒産に比べ事業再生 ADR や私的整理は負担が少ないとされている。また、事業再生 ADR や私的整理で債権者との同意に至らなかった場合、すぐに法的整理に移行するのではなく裁判所での特定調停に移行するという選択肢がある。その際にも事業再生 ADR からの移行であれば、通常裁判官と専門家 2 人以上で組織される調停委員会が行う調停を裁判官単独で行うことができ、簡易迅速な再生が可能となっている。(*裁判所が相当と認める時に限る)

| | 対象となる債務 |
|----------|-----------------|
| 民事再生法 | 金融債権・事業債権・商取引債権 |
| 会社更生法 | 金融債権・事業債権・商取引債権 |
| 事業再生 ADR | 基本的に金融債権 |
| 私的整理 | 基本的に金融債権 |

| | 債権者調整 |
|----------|------------------------------------|
| 民事再生法 | 裁判所が関与・法的拘束力あり |
| 会社更生法 | 裁判所が関与・法的拘束力あり |
| 事業再生 ADR | 第三者機関である事業再生 ADR 事業者が関与・法的拘束力なし |
| 私的整理 | 当事者間の調整であるため透明性・公平性の担保が難しい・法的拘束力なし |

次に、対象となる債務については基本的に金融債権だけとなっている。よって、法的整理と比べ取引先に対する支払いを停止する必要はなく取引先に対する迷惑はかかりにくく事業継続が比較的容易である。また、企業は資産評定、損益計画、弁済計画等を事業再生 ADR 事業者との協議のもとで作成し、事業再生 ADR 事業者がそれらを審査*3した上で債権者集会を開くこととなるため債権者間の公平性や透明性が担保されている。前半の曙ブレーキ工業を例とすると、売上高が2,500 億円規模、取引銀行もメガバンクから地銀まで多数に渡っている。そのため、純粋な私的整理では債権者間の公平性や手続きの透明性の面で不安があるが、法的整理では前述の通り時間がかかるため迅速な再生が難しくなる。そのため中間的な存在である事業再生 ADR が選択されたと考える。また、曙ブレーキ工業の仕入れ先は 1,703 社とされており、法的整理の手続きを行った場合これらの取引先全てに対する支払いを停止することとなる。そのため事業の継続は著しく困難となり、仮に再生が成功した後に取引を再開しようとしてもそれは困難であると考えられる。そのような面でも対象債権が金融債権に限られる事業再生 ADR の方が曙ブレーキ工業にとって使い勝手が良かったのだと考える。

*3.注釈

事業再生 ADR 事業者による事前審査の要点

- ①破産の場合を超える弁済を提供できること
- ②事業再生計画の実行可能性があること
- ③債権者の合意を得る見込みがあること

| | |
|----------|--------------------|
| | 手続き時の公表の有無 |
| 民事再生法 | 手続き開始時等に官報により公告される |
| 会社更生法 | |
| 事業再生 ADR | 上場会社以外は公表されない |
| 私的整理 | 基本的に公表されない |

また、手続き時の公表の有無については法的整理では債権者保護等の理由により手続き開始時に官報により公告がなされる。それにより企業は信用不安等の風評被害や取引の打ち切り等の被害を受けることが考えられるが、私的整理である事業再生 ADR では上場会社以外は公表されないというメリットがある。

| | |
|----------|--------------------|
| | 手続開始後の融資に対する優先弁済規定 |
| 民事再生法 | あり(DIP ファイナンス) |
| 会社更生法 | あり(DIP ファイナンス) |
| 事業再生 ADR | あり(プレ DIP ファイナンス) |
| 私的整理 | なし |

先述の通り法的倒産を行った場合には、資産の保全処分命令が下るため命令が下った後企業は債務の返済が一切できなくなる。しかしながら、再建型の倒産手続きのため事業は継続しており当面の運転資金が必要となる。だが、返済が法律により再生計画や更生計画が認可されるまではできない企業につなぎ融資してくれる金融機関はいるだろうか？実際、再建手続きに入っている時点でハイリスクな企業であるのに、返済がなされない企業に新規融資を行う金融機関はまず存在しない。そこで、使われるのが DIP ファイナンスである。DIP とは Debtor in Possession（占有を継続する債務者）の略であり、旧経営陣が残り債権に当たっている企業を指す。DIP ファイナンスは、融資が「共益債権」となり、「再生債権」（民事再生手続きや会社更生手続きの申請を行う前の債権）とは別の債権として扱われるという特徴があり、再生債権に先立って手続外で随時全額支払われる。また、仮に再生計画や更生計画の認可に失敗し破産手続きに移行したとしても、「財団債権」（破産手続き外で優先的に支払われる債権）として優先的に配当が受けられる仕組みになっている。

このような仕組みは資産保全処分命令のない純粋な私的整理の場合にはないが、資産保全処分命令のある事業再生 ADR の場合はどうだろうか。事業再生 ADR の場合には、私的整理の段階であっても利用できるプレ DIP ファイナンスという制度が存在する。

プレ DIP ファイナンスでは、特定認証紛争解決事業者(事業再生実務者協会)がつなぎ融資の必要性をチェックした上で金融機関が融資する仕組みとなっており、事業再生 ADR 手続きにおいて優先弁済の対象となるほか、仮に事業再生 ADR 手続きから法的整理手続きに移行した場合でも、裁判所が優先的取り扱いをするよう配慮されるようになっている。また、プレ DIP ファイナンス円滑化のため、独立行政法人中小企業基盤整備機構がつなぎ融資について審査の上債務保証をする制度が存在する。

2-2.税制の観点での事業再生 ADR の特徴

| | |
|----------|-------------------------------|
| | 債権放棄時の損金算入 |
| 民事再生法 | 損金算入可能 |
| 会社更生法 | 損金算入可能 |
| 事業再生 ADR | 損金算入可能 |
| 私的整理 | 個別案件ごとに税務当局に損金算入可能化判断を仰ぐ必要がある |

取引先が経営破綻し再建の回収が不能となった場合、会社会計上では費用(特別損失)として処理することができるが、税法においては損金の算入に条件が存在する。債権の切り捨てがなされた場合であれば、①会社更生法、金融機関等の更生手続の特例等に関する法律、会社法、民事再生法の規定により切り捨てられた金額② 法令の規定による整理手続によらない債権者集会の協議決定及び行政機関や金融機関などのあっせんによる協議で、合理的な基準によって切り捨てられた金額③債務者の債務超過の状態が相当期間継続し、その金銭債権の弁済を受けることができない場合にその債務者に対して、書面で明らかにした債務免除額のいずれかに該当すれば損金の算入が可能である。

民事再生・会社更生手続により債権の切り捨てがなされた場合には①に該当するのでそのまま税務上損金に算入することが可能である。しかし、純粋な私的整理の場合には②に該当するため、協議によって決定した切り捨ての基準が「合理的な基準」であるか税務当局に判断を仰ぐ必要がある。そして、仮に税務当局が合理的な基準でないと判断した場合にはその分は損金に算入されないこととなる。その点事業再生 ADR については、事業再生 ADR 手続に従って再建計画が策定され、債権放棄が行われた場合、「合理的な基準」に基づいた債権放棄であるとして税務上損金算入が可能である。このように事業再生 ADR は税法上のメリットが明確となっており、債権者として債務放棄時の税制面での不安が軽くなっている。

2-3.上場維持の観点での事業再生 ADR の特徴

| | |
|----------|---|
| | 株式上場の継続 |
| 民事再生法 | 原則として上場廃止 例外的に裁判所の認可を得られる見込みがある等、一定の要件を満たす再建計画の開示を行った場合で、かつ、再建計画の開示日の翌日から1ヵ月間における上場時価総額が10億円以上を維持するときは、上場廃止とならない |
| 会社更生法 | 原則として上場廃止 例外は民事再生手続と同様 |
| 事業再生 ADR | 事業再生 ADR の手続きそのものは東京証券取引所(以下東証)の上場廃止基準に抵触しない |
| 私的整理 | 私的整理の手続きそのものは東証の上場廃止基準に抵触しない |

また、株式市場の上場についても、通常は債務超過となった期から1年の猶予期間内に債務超過の状態が解消されなければ上場廃止規定に抵触するが、民事再生手続・会社更生手続・事業

再生 ADR 手続により債務超過となった翌期から 1 年経過した日から更に 1 年以内に債務超過の状態でなくなると見込まれると東証が認める場合には猶予期間が更に 1 年延長される。なお、私的整理においては「私的整理に関するガイドライン」に基づく整理を行った場合にのみ適用される。

2-4.第二節総括

二節では事業再生 ADR を他の法的整理と純粋な私的整理と比較してみたが、事業再生 ADR は債権者調整の透明性・公平性、事業継続の容易性、迅速性、税制面等において法的倒産と私的整理のそれぞれの利点を融合させ債務者側の企業と債権者側双方にとって利益のある制度であると言える。私は、このような特徴から事業再生 ADR は企業経営が完全に破綻する前に先手を打ち、完全に再起不能となるのを回避する手段としてとても優れた制度であるとする。現状、民事再生手続きや会社更生手続きの申請数に比べて事業再生 ADR の申請数は少ないが、この制度を利用が増えることによって清算により完全に消滅するという最悪の道を歩む企業が減少し、再生に向けて奮闘する企業が増加することを私は期待している。

第 3 節.事業再生 ADR 制度の限界

3-1.成立要件

ここまで事業再生 ADR についてのメリットをみてきた。事業再生 ADR が事業を継続して再生を目指す際の手段として優れていることは間違いないと私は考えているが、やはりメリット尽くしという訳ではない。残念ながら、法的整理や純粋な私的整理と比較して使い勝手悪い点や問題点が存在する。

| | 成立要件 |
|----------|---|
| 民事再生法 | 議決権者の過半数の同意(頭数)、議決権の 2 分の 1 超の議決権者の同意(議決権要件) |
| 会社更生法 | 債権については総議決債権額の 2 分の 1 超の議決権者の同意 担保権や株主については別途定めあり。 |
| 事業再生 ADR | 債権者全員の同意 |
| 私的整理 | 定めなし(個別の同意) |

まず、計画の認可の成立要件を挙げる。法的整理については、民事再生手続きでは頭数要件と決議要件を満たした場合、会社更生手続きでは債権額をベースとして 2 分の 1 超の議決権者の同意があれば計画の認可がなされる。また、純粋な私的整理については対象となる債権者全員の同意が必要ではあるもの、対象となる債務や債権放棄の割合を当事者間で個別に決めるため比較的柔軟な手続きが可能となっている。一方で事業再生 ADR は対象となる債権は決まっている上、債権者全員の同意が必要となっている。そのため、債権者対立の激しい場合には、債権者集会での決議が成立せず再生が進まないことがあると言える。

3-2.事業再生 ADR の担い手の少なさ

その他に、事業再生 ADR を行うことができる ADR 事業者は現在「事業再生 ADR 実務家協会 (JATP)」ただ一つだけとなっている。これは事業再生 ADR 事業者となるには会計・税務・法律に関わる多くの専門家が必要であることの他、通常の ADR 事業者として法務大臣の認可を受けるだけでなく、経済産業大臣による認定が必要であるという点が参入への障壁となっていると考えられる。品質の確保は重要であるが、事業再生 ADR 事業者を増やすことは現在増加傾向にある手続き申請企業に対応するため、申請する企業側の選択肢を増やすためにも重要でないだろうか。

3-3.事業再生 ADR 手続き申請者の偏り

次に、事業再生 ADR 申請者の偏りについて注目する。

| 年商規模別 | 社数 | 構成比 |
|--------------------|----|-------|
| 10 億円未満 | 2 | 6.9% |
| 10 億円以上 100 億円未満 | 9 | 31.0% |
| 100 億円以上 1000 億円未満 | 13 | 44.8% |
| 1,000 億円以上 | 5 | 17.2% |
| 合計 | 29 | 100% |

図表 26 年商規模別事業再生 ADR 申請者割合

(帝国データバンク「事業再生 ADR 手続き」の実態調査より抜粋)

事業再生 ADR 制度は対象企業を大企業に限定している訳ではないが、図表 26 の年商規模別事業再生 ADR 申請者割合を見てみると申請をしている企業は年商規模 100 億円以上の企業が最も多く、年商規模 10 億円未満の小規模な企業については申請数が 2 社と少ないことが分かる。これは中小企業については JATP が中小企業再生支援協議会を利用するよう進めている他、事業再生 ADR 事業者に対して支払う審査料・報酬の負担や企業内で事業再生 ADR 手続きの申請に携わることのできる社員の有無により事業再生 ADR の利用が限定されてしまっているものと考えられる。

第 4 節 事業再生 ADR 成立要件に対する意見

前章では事業再生 ADR の限界や問題点として成立要件、担い手の少なさ、申請者の偏りについて触れた。債権者と債務者双方にメリットが多くある事業再生 ADR 制度であるが、現在はまだ浸透の途中であり、民事再生法・会社更生法の申請が多いが現実である。私は、事業再生 ADR の申請が進まない要因は法的手続きと比較した場合の再生計画の成立要件の厳しさが主因ではないかと考える。なぜなら、事業再生 ADR では再生計画の成立要件として債権者全員の同意が要求されているがために企業側は債権者に対し多額の債権放棄の要請が難しい他、再生計画の認可までに

時間がかかるためである。そこで、私は事業再生 ADR の再生計画の成立要件の改正を提案し、本章で改正案としていくつかの案を提示することとする。

4-1 成立要件の改正案

4-1-1. 多数決制の導入

1 つ目が法的整理と同様に多数決制を導入する案である。多数決制を導入することで、金額の大きい主要な債権者との調整ができていればスムーズに再生を進めることができる。ただ、これにより債権者集会において反対した債権者には不利益が発生するおそれがあるため事業再生 ADR 事業者による審査による公平性の担保がより重要になると考える。

4-1-2 反対債権者の債権買取制度の導入

2 つ目が反対債権者の債権買取制度の導入をする案である。これは、会社法で定められている合併など会社の企業組織再編等の株主総会決議が行われたときに自己の有する株式について買取を求める場合の手続き類似するものである。ただし、企業組織再編等による株式買取請求の場合は会社が株式を買い取ることとなるが、倒産時に会社が買い取るとは手続き開始時の会社財産の保全を破ることに他ならないため不可能となる。代替案として私は他の賛成債権者による競売や他の賛成債権者全員による公正な価格での均等買取りが考えられるが、私は他の賛成債権者全員による公正な価格での買取り望ましいと考える。なぜならば、競売の場合元の再生計画での債権放棄額よりも多くの債権放棄となる可能性があるためである。賛成債権者全員による公正な価格での均等買取であれば、それを防ぐことができる。公正な価格の決定方法としては、事業再生 ADR 事業者が裁判所による決定が考えられるが、他の債権者との公平性の面から裁判所による決定が望ましいと考える。賛成債権者については元々の債権額に応じて買取を行い、その後の弁済計画にしたがって債務者である企業から弁済を受けることとなる。

4-1-3. 多数決制に加え反対債権者の債権買取制度の導入

前述の 2 つの制度をあわせたものとなる。原則として、現在の債権者全員の同意を求めるものの、債権額をベースとして 10 分の 8 以上など一定以上の同意があれば残りの反対債権者の債権を賛成債権者により買取ることができるというものである。

第 5 節.最後に

ここまで曙ブレーキ工業が事業再生 ADR に至った原因、背景を探究した上で事業再生 ADR 制度の意義、利点、そして欠点を述べた。そして前項では事業再生 ADR の再生計画の成立要件の改正案として多数決制の導入、反対債権者の債権買取制度の導入、多数決制度の導入、反対債権者の債権買取制度の導入の 3 つ提示した。だが、結論としては私が現実的に実現できるのは最初の多数決制の導入であると考えている。それは後者の買取の場合、事業再生 ADR 事業者や裁判所による公正な価格の決定に時間がかかり当初の迅速な再生という目的が損なわれてしまうことが予想されるためである。また、既に不良債権を抱える債権者に更に債権の買取を求めるのは債権者集会での賛成がより得られにくくなり、事業再生 ADR での債権者集会の意義が薄れてしまうのではない

かと考える。これらの理由から、私は事業再生 ADR の再生計画の成立要件の改正案として多数決の導入を支持する。

今後、事業再生 ADR 制度の改正がどのような項目においてなされるかは今の所公表されてはいないが、事業を再生しようとする企業にとって手続きの更に簡便性や迅速性が高く、また債権者にとっても公平性や透明性の高い制度に昇華していくことを期待している。

参考文献

曙ブレーキ工業 IR ライブラリー

https://www.akebono-brake.com/ir/library/financial_statements.html

曙ブレーキ工業 事業内容-akebono のビジネスモデル

<https://www.akebono-brake.com/corporate/business/business1.html>

一般社団法人 事業再生実務家協会 事業再生 ADR について

<http://turnaround.jp/adr/index.php>

一般社団法人 事業再生実務家協会 事業再生 ADR 活用ガイドブック

<http://turnaround.jp/adr/guidebook.pdf>

経済産業省 産業再生課 事業再生 ADR について

https://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/kyousouryoku_kyouka/adr/ADRH29.pdf

自動車産業ポータル MARKLINES 分析レポートブレーキ(日本市場編) 主要サプライヤーの事業動向

https://www.marklines.com/ja/report/wsw0058_201901

帝国データバンク 曙ブレーキ工業グループの下請け企業実態調査

<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p190111.html>

Deloitte トーマツコンサルティング 事業再生 ADR とは

<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-adr-20110822.html>

中本総合法律事務所 法律コラム 私的整理について(事業再生に関する近時の傾向など)

https://nakamotopartners.com/news_201708_01/

法律事務所ホームワン 企業再生各手続きの特徴

<https://www.home-one.jp/kigyousaisei/about/characteristic.html>

Yahoo ファイナンス 曙ブレーキ工業

<https://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/detail/?code=7238.T>

Yahoo ファイナンス 日信工業

<https://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/detail/?code=7230.T>

(五十音順)