曙ブレーキ工業

曙ブレーキ工業は2019年1月29日に、私的整理の一種である事業再生ADR（裁判以外の紛争解決）を利用して再建を目指すと発表した。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業メーカーである。特に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が40%を獲得しており、自動車レース「Fomula1」の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。

本研究は、そのような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、また2007年の産業活力再生法の改正により制度化された事業再生ADRとはどのような制度であり、既存の事業再生手続きとの相違点などを検討していくものである。

-1.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1.事業再生ADR申請までの概略

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.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2.曙ブレーキ工業自己資本比率推移

図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.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6はそれぞれの相関係数の表である。

図3.総資産額・自己資本比率

図4.負債額・自己資本比率

図5.自己資本・自己資本比率

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 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。

図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。

-3.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6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7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日信工業と比較して3%程度低い。次に営業利益率は平均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6.連結売上高及び地域別売上高の推移

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 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 |
| 曙ブレーキ工業 | 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7.各利益率指標

計算期間:全て2009年3月期から2019年3月期まで

本業のブレーキ事業の原価の高さや販管費の高さをみる前に、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。

|  |
| --- |
| 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:1000×500=500,000円  売上原価:300×500+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÷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:1000×250=250,000円  売上原価:300×250+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÷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:1,000×1,000＝1,000,000円  売上原価:300×1000+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÷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。

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。

その上で図8の表を見ていく。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あり、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。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。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、後半の　でみていく。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 売上高 | -18.19％ | 65.82% | -3.23% | -1.69% | 14.86% | 7.39% | 10.7% | -5.42% | -0.44% | -8.02% |
| 売上原価 | -23.60％ | -68.06％ | -0.83％ | -1.14％ | 14.96％ | 9.52％ | 15.24％ | -9.57％ | -1.73％ | -5.85％ |
| A | 5.41% | -2.23% | -2.40% | -0.54% | -0.10% | -2.13% | -4.55% | 4.15% | 1.29% | -2.17% |
| 販管費 | -27.57％ | 25.32％ | 11.12％ | -9.02％ | -2.38％ | 8.46％ | -0.41％ | 10.45％ | -4.22％ | 2.06％ |
| B | 9.38% | 40.50% | -14.34% | 7.34% | 17.24% | -1.07% | 11.11% | -15.87% | 3.78% | -10.08% |
| C | 5.91％ | 2.91％ | -3.50％ | 0.26％ | 1.55％ | -2.05％ | -3.28％ | 2.73％ | 1.5％ | -2.83％ |

図8

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

次に地域別営業利益と営業利益率を図8・図9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。元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8.地域別営業利益推移

図9.地域別営業利益率推移

ここまでの要点を整理すると、以下の通りになる。

①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。

~~②北米の他欧州においても低収益率であり、それを放置して抜本的な改革がなされなかった可能性がある。(立証難しい)~~

次章からはこれらについて各々分析を進めていく。

①2015年3月期以降の北米市場において何が起きていたのか。

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。図10、図11にあるように曙ブレーキ工業の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。その他の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ることとなり、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6参照)

曙ブレーキ工業の北米市場での足跡は以下の通りである。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 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拠点に集約 | 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29億円に減少。  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。 |

※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。

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10参照)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11、図12参照)他、2010年度、2,012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10参照)　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。

　そして、2017年によう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、ブレーキ専業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10

図11

図12

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。最後にこれらを段階ごとに分けて整理したのが図13である。

図13.北米市場で失注までの経緯

ここまで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。そこでまず、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

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 研究開発費 | 曙ブレーキ工業 | 日信工業 | 業種平均 |
| 平均値 | 4.70％ | 3.53％ | 6.187％ |

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他、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摩擦材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

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 設備投資額 | 曙ブレーキ工業 | 日信工業 | 業種平均 |
| 平均値 | 6.80％ | 5.90％ | 2.89％ |

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 |

図地域別減損損失内訳

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
| 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年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
| 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年 | 2018年 | 2019年 |  |
| 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

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上の通りである。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。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そよの把握が可能である。（図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

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 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 |

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

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。

最後に

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な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。

【参考】

“曙ブレーキ工業は18日、都内で債権者会議を開き、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た。銀行団は借入金の半分に相当する560億円の債権放棄にも応じた。この結果、1月末に申請した私的整理の一種である事業再生ADR(裁判以外の紛争解決)の手続きが成立したことになり、再建の道筋がほぼ整った。

再建計画では、世界で18カ所ある工場のうち、日米欧の工場が閉鎖・売却の対象となる。内訳は日本で1カ所、米国で3カ所、欧州で2カ所。日本は2022年3月期までに曙ブレーキ山陽製造（岡山県）を閉鎖する。米国は現在4カ所の工場のうち、21年3月期までに2カ所を閉め、数年内に1工場を閉鎖する。

欧州ではフランスとスロバキアの2工場を売却するか、もしくは閉鎖する。ドイツと英国の開発拠点も閉め、製造・開発は撤退する方針だ。世界の1万人の全従業員のうち、3割の3000人規模を整理する見通し。

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あたる債権放棄に応じたことで、資金繰りは大幅に改善する。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。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。“

(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)

“曙ブレーキ工業は27日、都内で臨時株主総会を開いた。事業再生ファンドから200億円を調達するための優先株の発行を含む4つの議案はすべて可決された。30日には取締役会を開き、現経営陣が退陣し、新たな経営陣が就任する。総会では株主から再建計画の実行性を問う声も出た。新経営陣は転換点を迎えた自動車業界で難しいかじとりを迫られる。”

(2019年9月27日12：34、日経新聞電子版「曙ブレーキ臨時総会、ファンド優先株など4議案可決」より引用)

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。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。今後の立て直しを期待したい。

続いて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は、ADR手続の一種であり、「過剰債務に悩む企業」の問題を解決するため、平成19年度産業活力再生特別措置法（産活法）の改正により創設され、平成25年度産業競争力強化法（以下、「強化法」という。）第51条乃至第60条）により引き継がれた制度です。 (一般社団法人事業再生実務家協会HPより)

事業再生ADR制度の特徴や長所について知るためには、まず経営が破綻した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。

参考までに、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

これらが一般に企業が経営の破綻に至った際に選択する手段である。(図14参照)これらの手段はまず、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。まず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、特別清算手続き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、会社更生手続きとに分けられる。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で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、私的倒産私的整理と銀行取引停止処分に分けられる。

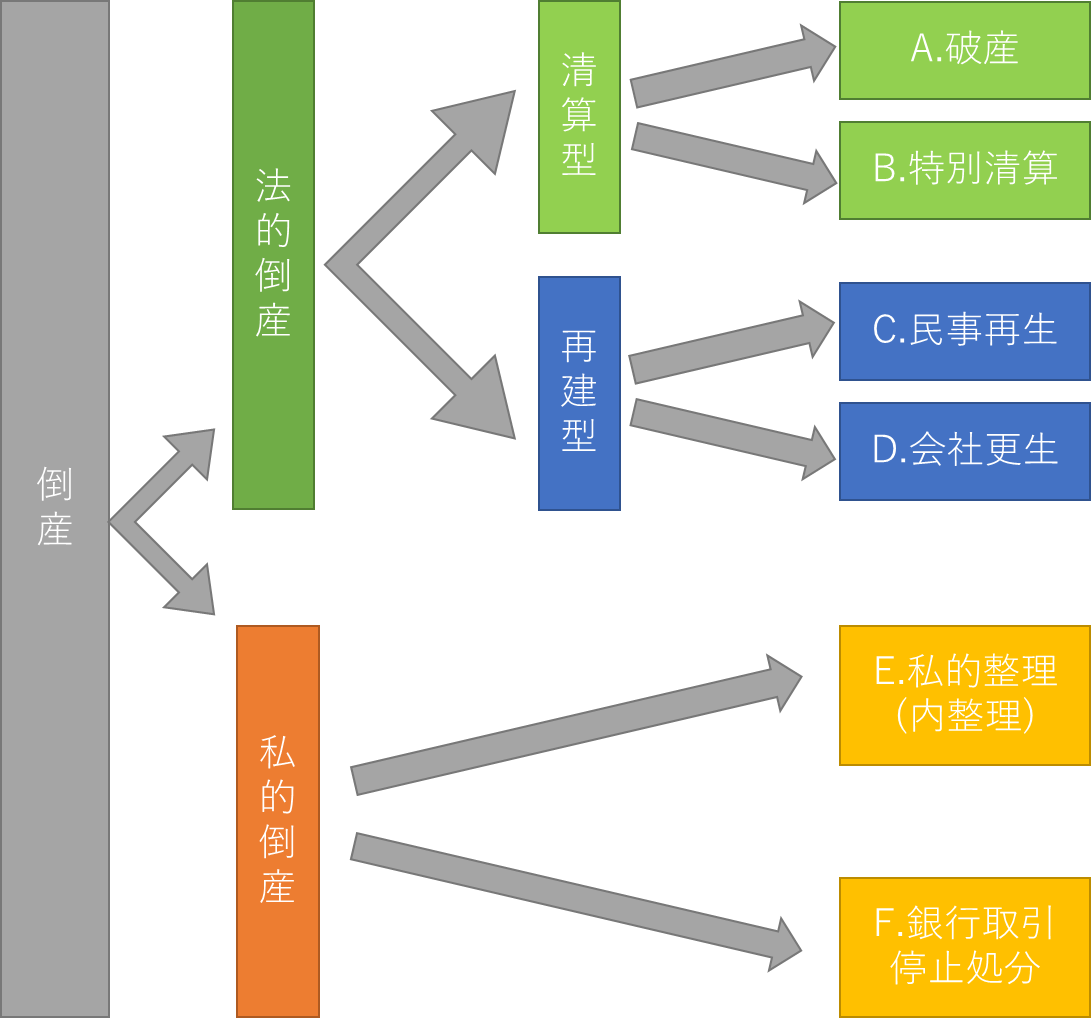


図14.倒産の分類

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・減免等をすることにより、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。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。

ここからは、事業再生ADRの特徴を詳しく見ていく。まず、事業再生ADR制度の成り立ちをみるために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や類似点と相違点を整理する。

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

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、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。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。

|  |  |
| --- | --- |
|  | 事業再生ADR |
| 対象となる債務 | 主に金融債務 |
| 手続きの方法 | 認証紛争解決事業者が関与 |
|  |  |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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 |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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 |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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ファイナンスの特徴としては、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点である。そのため、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、まだ私的整理の段階であるが、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。

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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) |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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) |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 弁済期間 |
| 民事再生法 | 最長10年 |
| 会社更生法 | 最長15年 |
| 事業再生ADR | 定めなし |
| 私的整理 | 定めなし |

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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・会社更生手続き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手続き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。

|  |  |
| --- | --- |
|  | 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きと同様 |
| 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。 |

通常、債務超過となった期のから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。

①会社更生手続きの申請、保全処分命令

②手続き開始決定、管財人の選任

③更生計画案の作成

④関係人集会、更生計画案の決議

⑤更生計画の実行

①民事再生手続きの申請、保全処分命令

②手続き開始の決定、監督委員の選任

③再生計画の作成

④債権者集会、再生計画案決議

⑤再生計画の実行