

エルピーダ破綻の教訓

剥げ落ちた「日の丸製造業」の 政府サポート・プレミアム

2月27日、日本唯一のDRAMメーカーであるエルピーダメモリが会社更生法適用の申請を行った。

製造業の破綻としては過去最大規模である。エルピーダは1999年にNECと日立のDRAM部門が統合して設立され、その後、三菱電機のDRAM部門が加わった。09年6月には改正産業活力再生特別措置法（産活法）の第1号認定を受け、公的資金300億円の注入が決まったが、それから3年足らずで破綻に追い込まれることになった。エルピーダの破綻は、円高や海外勢との競争激化に加え、メインバンク不在、取引銀行との対話不足が破綻の大きな要因とみている。エルピーダの抱える構造的問題は、主要エレクトロニクス会社など他の事業会社にも共通する部分がある。わが国の産業構造が、製造業からサービス業への転換期にあるなか、モノづくりにも偏重することなく、取引銀行との良好な関係を保つことの重要性を再検証したい。

破綻間際に訂正された 決算短信

会社更生法申請に先立つ2月14日、エルピーダは決算短信の訂正および決算短信・四半期報告書に「継続企業の前提に関する事項の注記」を行うことを取締役会で決議した（図表）。

エルピーダは、決算短信等を

公表した2月2日時点において、銀行団と今後の支援策について基本的な条件を確認しており、産活法に基づく事業再構築

計画が終了する3月31日までにリファイナンス等の支援策について「最終的に合意できる見通し」としていた。また、取引銀行など関係者との協議の進捗状況を勘案し、重要な不確実性は

ないものと判断して、継続企業の前提に関する事項の注記を記載していなかった。

ところが、四半期報告書提出期限日までに関係者との協議が当初想定したほどには進展していないことを理由に、「当該注記の趣旨をより保守的に考えるべきと判断」して記載内容を変更したとしている。2月2日の

シティグループ証券
グローバル・マーケット本部
クレジット・スペシャリスト

高橋 克英



決算発表の席上、エルピーダの坂本幸雄社長は「10〜12月期の決算では3月末まで資金繰りの問題は無い」と発言していたが、資金繰りや償還スケジュール、銀行団との関係をふまれば、根拠に乏しい軽率な発言だったといえる。

いずれにせよ、後述するような「リファイナンスは困難」と

エルピーダ破綻の教訓

〔図表〕 エルピーダメモリ：平成24年3月期第3四半期決算短信(連結)の一部訂正について

(決算短信5ページ)

【訂正前】

3. 継続企業の前提に関する重要事象等の概要

当社は、平成21年6月30日に経済産業省の認定を受けた産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法に基づく事業再構築計画(以下、本計画)に沿って事業活動を遂行しており、本計画の実施期間は平成24年3月31日に終了することが予定されています。本計画の終了に伴い、㈱日本政策投資銀行に対して発行した優先株式に対する金銭を対価とする取得請求権は、平成24年4月2日以降、同行による行使が可能になります。また、本計画に基づく主要取引銀行を中心とする金融機関からの借入及び㈱日本政策投資銀行からの借入も平成24年4月2日付でその返済期限が到来します。上記の他、今後1年間に有利子負債の返済も予定されており、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況が存在しております。

当該状況を解消すべく、当社は、経済産業省、㈱日本政策投資銀行及び主要取引銀行等の関係者と今後の支援策につき基本的な条件を確認しており、本計画終了までには最終的に合意できる見通しです。また、これに加えて、取引先からの出資、顧客からの出資あるいは前受金の受け入れ等種々の効果的かつ実行可能な施策について、一部を実行あるいは関係者からの合意を得ており、一層の財務体質の改善に努めてまいります。

【訂正後】

3. 継続企業の前提に関する重要事象等の概要

当社は、平成21年6月30日に経済産業省の認定を受けた産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法に基づく事業再構築計画(以下、本計画)に沿って事業活動を遂行しており、本計画の実施期間は平成24年3月31日に終了することが予定されています。本計画の終了に伴い、㈱日本政策投資銀行に対して発行した優先株式に対する金銭を対価とする取得請求権は、平成24年4月2日以降、同行による行使が可能になります。また、本計画に基づく主要取引銀行を中心とする金融機関からの借入も平成24年4月2日付でその返済期限が到来します。上記の他、今後1年間に有利子負債の返済も予定されており、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況が存在しております。

(決算短信14ページ)

【訂正前】

4. 四半期連結財務諸表

(4) 継続企業の前提に関する注記

該当事項はありません。

【訂正後】

4. 四半期連結財務諸表

(4) 継続企業の前提に関する注記

当社は、平成21年6月30日に経済産業省の認定を受けた産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法に基づく事業再構築計画(以下、本計画)に沿って事業活動を遂行しており、本計画の実施期間は平成24年3月31日に終了することが予定されています。本計画の終了に伴い、㈱日本政策投資銀行に対して発行した優先株式に対する金銭を対価とする取得請求権は、平成24年4月2日以降、同行による行使が可能になります。また、本計画に基づく主要取引銀行を中心とする金融機関からの借入も平成24年4月2日付でその返済期限が到来します。上記の他、今後1年間に有利子負債の返済も予定されており、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況が存在しております。

当該状況を解消すべく、当社は、取引先からの出資、顧客からの出資あるいは前受金の受け入れ等種々の効果的かつ実行可能な施策について、一部を実行あるいは関係者からの合意を得ることで財務体質の改善に努めております。また、当社は、経済産業省、㈱日本政策投資銀行及び主要取引銀行等の関係者と今後の対応策について詳細を協議しているところですが、現時点では最終的な合意には至っておらず、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められます。

なお、四半期連結財務諸表は継続企業を前提として作成しており、継続企業の前提に関する重要な不確実性の影響を四半期連結財務諸表に反映していません。

(出所) 12年2月14日付エルピーダメモリのプレスリリースから一部抜粋。

の与信方針をもつていた銀行団が、わずか2週間弱の間に急に融資スタンスを変えたとは考えにくい。むしろリファイナンス

は「合意できる見通し」と公表することで、リファイナンスに「合意できる見通し」と公表する。また、これに加えて、取引先からの出資、顧客からの出資あるいは前受金の受け入れ等種々の効果的かつ実行可能な施策について、一部を実行あるいは関係者からの合意を得ており、一層の財務体質の改善に努めてまいります。

る。しかし、かえって銀行団の不信感と反発を生み、訂正と注記の追加に至ったと推測される。

見通し」としていた決算短信は、あくまでエルピーダ側の意見表明にすぎないともいえる。2月2日時点で「合意できる見通し」としていた決算短信

が、投資家や市場関係者などに投資行動のきつかけを与えたともいえる。そもそも投資家や市場に不利益の情報を周知させるための注記事項に「合意できる見通し」と書くこと自体、混乱を与えたといえよう。また、実現はしなかったが、会社更生法申請前の2月23日に発表された臨時株主総会による減資枠の設定や資本増強に備えた定款変更の議案も、投資家や市場の判断を大きく惑わせる結果になったといえる。

根拠なき楽観論の罪

エルピーダの倒産は、新技術やマーケットシェア以上に、資金繰りの安定に不可欠な「銀行との関係維持」という経営の基本を軽視した結果だとみている。公表された償還予定額や資金繰りの動きをみればエルピーダの苦境は明らかだった。それにもかかわらず、「最終的にはなんとかなるだろう」という根拠なき楽観論に傾斜したメディア、市場参加者による人災の側面は見逃ごせない。「エルピーダ正念場」「日の丸

半導体正念場」と的確に状況を伝える報道やレポートがある一方、「マイクロン出資へ交渉」「エルピーダ経営統合、米・台2社と交渉大詰め」といった観測報道や本質的改善策にならない内容の報道などがあつた。また、「当面様子見としたい」「政府サポートに期待したい」「銀行の支援が引き続きあるだろう」「DRAM産業が日本からなくなったら大変」といったアナリストや業界関係者の根拠なき期待感の表明も、結果的に投資家や市場だけではなく、エルピーダ側にも誤ったメッセージを送ってしまったといえる。後追いに終始した格付会社の対応も同様である。

銀行の与信判断は当然

エルピーダの経営破綻は、キヤッシュフローと銀行の取引姿勢が決め手であった。銀行の立場にたつて冷静に考えれば、今回のエルピーダの場合、行内の与信判断としては明確な方針が示されていたと推測される。

経済産業省主導により行われた09年の支援状況をふまえれば、当初から正常先債権とはしてい

ないこととみられ、約定弁済や定期的なモニタリングを通じて注視してきたといえる。また、一部主要行は、最終的には独自の判断で破綻懸念先として引当金を上積みしていたとみられる。実際そのとおりになつたわけで、その保守的な査定も銀行としてはしごく当然な判断といえよう。

特殊ケースの側面はあるが、多くの銀行がいまだ正常先としていた東京電力に対するリファイナンスや新規融資でさえあれだけ慎重であるのに、なぜ正常先ではない貸出先に簡単にリファイナンスできるといえるのだろうか。エルピーダのケースにおいては、そもそも銀行側がリファイナンスに応じるのは非常にハードルが高かったことが推測される。

また、日経産業新聞や日本経済新聞の報道にあるように、昨年12月初旬の段階で、既存ローン契約に係るリファイナンスについて、前提条件や融資の内容をペーパーで提示し、考え方を主要4行連名（住友信託銀行、

みずほコーポレート銀行、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行）で提示したことは異例中の異例の行動といえる。銀行としても規制上の債務者区分の縛りがあるなかで、できる範囲で、リファイナンス実現やエルピーダ存続のために最大限尽力したともいえよう。

なお、主要4行の11年末時点での融資残高はそれぞれ約170億円とみられる。一方、日本政策投資銀行の投融資残高は約461億円とみられる。

公的資金を毀損させた経産省の責任

経産省の責任に関してすでに多くの批判的報道がされているように、その責任は重い。その存在意義まで問われているといえる。結果として、いざというときに矢面に立つことを避けるどころか、はしごを外すような行動は、今後、同様のケースで民間銀行や民間企業の協力を著しく困難なものにすることになる。

少なくとも、今回のエルピーダ倒産および公的資金毀損とい

う結果に対しての説明責任を果たすことは、国民や市場に対する最低限のエチケットである。今回の倒産はエルピーダ固有の問題なのか否か、どうすれば事態が打開できたのか。構造的問題であるならば、引き続き半導体をはじめとしたエレクトロニクス業界などの製造業をサポートするわが国の産業政策は正しいのか否か。製造業ではなく、サービス業やソフト産業の育成に軸足をおくべき時期にきているのではないかなど、経産省や政府の考え、方針をぜひ聞きたいと思う。失敗を検証し、対策を示すことが今後のわが国経済や産業全体の発展にもつながるはずだ。いまならまだ間に合う。経産省がもつその膨大なノウハウと優秀な人材を日本の近未来に生かすべきである。今回の失態を将来への糧とするぐらいの度量と気概がないと、エルピーダ支援において、本当にムダな資金と時間を使ったことになる。

なお、2月8日付の日本経済新聞によれば、ルネサスエレクトロニクスの統合計画や産業革

新機構による支援の可能性が報道されている。同じような構造的問題に対する検証を怠ったまま、存続ありきでかりに報道のような計画が実行されれば、エルピーダの二の舞になる可能性もあり、慎重に対応すべきと考える。

エルピーダの行動が銀行との関係を断ち切る

日本経済新聞等の報道にあるように、会社更生法申請の直前に主要行にあった預金250億円を取引のなかつたりそな銀行に移したという。エルピーダの行動に違法性はないが、銀行側の価値観からすれば、信義則に反した今回の行動への反発は想像にかたくなく、関係は致命的に悪化したといえる。

また、こうした動きを牽制すべく、今後は銀行側が契約に基づき、エルピーダのような不振企業に対して、合法的に事前に預金払戻しを停止する行動に出る機会が増えることも考えられよう。とくに、不振の中小企業やオーナー企業で、同様のケースが発生する可能性や、逆に

「エルピーダには（預金を）引き出せて、なぜわれわれはダメなのか」といった銀行側の対応のダブルスタンダードを指摘する声があがることも想定される。

困難極める再建計画、清算も視野

エルピーダの破綻後のスキームとしては、JAL方式での再生が有力かつ有用だとみていた。たとえば、会社更生法の申請と同時期に、企業再生支援機構が支援表明を行い、債権債務の整理を進め、新たなスポンサーの出資や提携を受けながら、銀行団もつなぎ融資や最終的には新規融資にも応じる、という流れである。

しかし、エルピーダの場合、DIP型の会社更生法を選択するとともに、具体的再生計画もこれからとしている。再建がうまくいくには、資金繰り補完などの面からも銀行支援とスポンサーの存在が引き続きカギとなる。だが、前述した預金引出しに象徴されるように、銀行との信頼関係が崩れているなかで、

あらためて銀行協力を得るのは至難の業だといえる。ちなみに、JALのケースでも、銀行団との関係は必ずしも一枚岩ではなかったが、それでも会社更生法適用と同時に企業再生支援機構と銀行団の支援表明がなされている。

エルピーダの坂本社長の続投も銀行支援の大きな足かせになる可能性がある。DIP型とは会社更生法においても従来の経営陣が引き続き経営を担って企業価値の毀損を回避する方法である。エルピーダ側は、DRAM業界の高度な専門性により「坂本社長の続投が適任」としている。専門性よりも財務にたけて銀行と会話できる経営者こそ、むしろ適任とはいえないだろうか。

スポンサーに関して、状況に大きな変化はないのではないだろうか。有力なスポンサー候補とされるマイクロン・テクノロジー（マイクロロン）は候補である前に、エルピーダにとつて競合相手でもあり、BBマイナス（S&P）という格付が示すように、マイクロン自身もけっ

して盤石な財務、経営状況であるわけではない。あくまで経済合理性に基づき、破綻前より破綻後、破綻後よりも清算時により安く資産なり技術を手に入れようとするのが自然であろう。

また、エルピーダは、いままで「日の丸半導体」だから社会的資金等で支援されてきたのに、米国企業であるマイクロンがスポンサーでいいのであろうか。ましてや、そこに邦銀融資や日本の政府サポートを期待するのはむずかしい。東芝など日本勢をスポンサー候補に期待する声もある。しかし、エルピーダの設立母体だったNECや日立同様、東芝も10年前にDRAM事業売却という決断を下し、現在に至っている。この英断を覆し、現在の環境下でDRAM事業に本格的に再投資することは論理的にも考えにくいといえる。

このように、事業環境の厳しさに加え、銀行支援やスポンサー選定の困難さも変わらない状況下、実効性のある再建計画を見出すのは困難を極めるとい

え、最終的には、万策尽きて事実上清算という結末も視野に入れておく必要もある。その場合、社債など無担保債権はむしろ、担保付債権の回収率にも下方圧力が加かることになる。

製造業の

クレジット評価にも影響

エルピーダの倒産は、不振のエレクトロニクス・セクターはじめ、わが国製造業全体のクレジット悪化要因にもなっている。自己資本やキャッシュフロー、銀行支援スタンスが違うため、すぐにデフォルトのような話にはつながらないものの、同じ構造的な問題を内包しているといえる。また、「モノづくりの中核だから、日本経済に大事だから」最後は政府や銀行が助けるだろう」という暗黙の政府サポート・プレミアムを削がして事業会社を評価しなおす動きが強まる。

モノづくりの

呪縛から脱しよう

戦後最大の製造業破綻を迎えたいま、本当にモノづくりや製

造業が、この先も日本の中核ビジネスでいいのであろうか。モノづくりや技術に注力して、マーケティングや資金繰り、資金力がなおざりていいのだろうか。「技術力ではまだ勝っている」との声は負け惜しみに聞こえる。円高や景気を言い訳にして、補助金に代表される政府サポートや制度変革ばかりを要求したり、期待するのはやめるべきではないか。世界最高水準の技術で製品をつくっても、それを買うユーザーがいなければ事業は成り立たない。あえてコアビジネスや経営計画を決めないビジネスモデルへの転換、フレキシブルで前例にとらわれず、顧客・市場ニーズに迅速に応えるだけではなく、銀行との取引関係や投資家対応を重要視することが、事業会社に求められているといえる。

このままでは、日本の製造業は日本の農業と同じ道をたどる可能性さえあろう。日本の製造業の農業化である。われわれはまず、日本の製造業が市況的ではなく本源的な構造問題を抱えているということを認識すべき

である。そのうえで、モノづくりや製造業を守り、産業の中核においておく必然性は何だろうかをゼロベースで再考すべきではなからうか。すでに、日本の総就業者の8割がサービス業従事者である。医療、介護、福祉、教育、観光、金融、外食、エンタメなどソフト・サービス業に軸足を移し、日本の近未来を託すときに到来しているのではないだろうか。

(本稿はすべて個人的な見解であり、筆者の勤務するシティグルーブ証券とは関係がない。)

たかはし かつひで

93年三菱銀行(現三菱東京UFJ銀行)に入行、日興リサーチセンターを経て、99年以降、現職。93年慶應義塾大学経済学部卒、00年青山学院大学院経済学修士取得。おもな著書に『地銀7つのビジネスモデル』(中央経済社)など。日本金融学会員。