

<研究ノート>

日本の事業再生 ADR および簡易再生手続と 米国チャプター 11 の制度比較

－マレリの事業再生を事例として－

池 上 恭 子

目次

はじめに

1. 経営悪化の原因
 - (1) 沿革
 - (2) 経営悪化に至る経緯
 2. 事業再生 ADR の申請および簡易再生手続への移行
 - (1) 事業再生 ADR の概要
 - (2) マレリの事業再生 ADR 申請と簡易再生手続への移行
 3. チャプター 11 の申立て
 - (1) 民事再生手続の終結決定からチャプター 11 申立てに至る経緯
 - (2) 債務者適格と外国法人の申立て要件
 - (3) 申立て時点の資本構造
 - (4) チャプター 11 申立てにおける再建計画
 4. 日米制度の比較のまとめ
 - (1) 日本の事業再生 ADR および簡易再生手続の特徴と限界
 - (2) 米国のチャプター 11 の特徴と強み
- むすびにかえて

はじめに

2025 年 6 月、自動車部品大手のマレリホールディングス株式会社およびその一部子会社は、米国連邦倒産法第 11 章（以下、チャプター 11）に基づく再建手続の開始を申立てた。マレリは、日産系列のカルソニックカンセイ株式会社が、イタリアのマニエッティ・マレリ（Magneti Marelli）と統合して誕

生したグローバル企業である。経営不振に陥った同社は、2022 年 3 月に、日本の私的整理制度である事業再生 ADR 適用の申請を行った。事業再生 ADR では、再建計画について債権者全員の合意が必要であるが、一部債権者の合意を得ることができず、手続は成立しなかった。

2021 年の産業競争力強化法（以下、産競法）改正により、一定の条件のもとに債権者の 5 分の 3 以上の合意が得られれば、民事再生法上の特則である「簡易再生手続」に円滑に移行することが可能になった。マレリは、この制度を活用し、事業再生 ADR から簡易再生手続に移行した初の事例として注目を集めた。

しかし、その後 2024 年に入っても自動車部品メーカーを取り巻く環境は厳しく、半導体不足や EV シフトなどの影響により資金繰りが悪化した。債権者間で再建策が協議されたが、調整が難航し、最終的に 2025 年 6 月に米国でのチャプター 11 申立てに至った。

このように、マレリは日本の事業再生制度から米国の事業再生制度に移行した、極めて稀なグローバル企業の事例である。事業再生における制度選択は、再建のスピード、資金調達手段、債権者調整、再建後の持続性などに大きな影響を及ぼすと考えられるが、マレリの事例はその具体的な検証のための有効な事例であるといえよう。本研究ノートでは、日米制度の比較、マレリの制度選択の経緯および再建計画の内容等を整理し、今後の研究課題について整理することを目的としている。マレリの事例は、チャプター 11 について、まだ終結には至っていない状況であり、その成否が不確定の状況であること

もあり、記録として残すこととする。

1. 経営悪化の原因

(1) 沿革¹⁾

① 企業形成期（1938年～2017年）

マレリは、2018年に、日本のカルソニックカンセイ株式会社とイタリアのマニエッティ・マレリの統合により誕生した。カルソニックカンセイは、2000年にカルソニック株式会社と株式会社カンセイの合併により設立された。

カルソニックの起源は、1938年に創立された日本ラジエーター製造株式会社に遡る。1952年に、日本ラジエーター株式会社と商号を改め、1954年に日産自動車の資本参加を受け、日産自動車の全ラジエーター製品を製造することとなる。1962年には東京証券取引所に上場、1988年にカルソニック株式会社へ社名変更した。

一方、カンセイは、1925年に株式会社鶴巻時計店の製造部門として開設された英工舎を前身とする。1956年に日産自動車株式会社の全額出資のもと関東精器株式会社となる。1978年に東京証券取引所第二部に上場後、1990年に第一部に指定替え、1991年に株式会社カンセイへ社名変更した。

カルソニックカンセイは、2000年に設立された後、2005年には日産自動車の第三者割当増資により、連結子会社となる。2017年に米国投資ファンドKKR(Kohlberg Kravis Roberts & Co.LP.)の100%子会社であるCKホールディングス株式会社の完全子会社となり、1954年以来の日産自動車との系列、子会社の関係から独立した。

② 統合期（2018年～2020年）

2018年、CKホールディングスは、FCA(Fiat Chrysler Automobiles)傘下の自動車部品企業マニエッティ・マレリの全株式を買収し、カルソニックカンセイと経営統合した。マニエッティ・マレリは、1919年に自動車メーカーのフィアット

(Fiat S.p.A.)とイタリア人技師のエルコレ・マレリ(Ercole Marelli)の合弁会社としてイタリアのミラノで設立された老舗サプライヤーである。

カルソニックカンセイとマニエッティ・マレリの統合により、世界24か国・約170拠点を有し、従業員5万人、売上高約1.4兆円規模のグローバル自動車部品メーカーが誕生した。CKホールディングスは、統合後マニエッティ・マレリCKホールディングスに社名変更し、2019年にはカルソニックカンセイをマレリ株式会社に、2020年にはマニエッティ・マレリCKホールディングスをマレリホールディングス株式会社に変更した。

(2) 経営悪化に至る経緯

① 外部要因：COVID-19パンデミックと半導体不足²⁾

2020年のCOVID-19パンデミックの発生は、自動車業界全体、そしてマレリにも深刻な打撃を与えた。世界的なロックダウンや在宅勤務政策により、世界中の労働力と消費者の慣行が根本的に再編成された。生産活動の一時的停止、サプライチェーンの深刻な分断、顧客需要の減少などにより、2020年の世界自動車生産台数は前年比16%（欧州は21%、米国は20%）減少した。生産台数の減少は、部品メーカーの利益を圧迫した。

その後、COVID-19パンデミックに関する規制が次第に緩和されると、消費者の需要が回復してきた。しかし、サプライチェーンは需要に対応する準備が整っておらず、労働力と原材料の不足により、出荷の遅れが生じ、出荷および製造のコストが上昇した。さらに、半導体供給の停滞は自動車生産に特に深刻な影響を及ぼし、2021年には推定1,100万台の生産機会が失われた。このような外部要因は、マレリの販売と生産を直撃し、収益とキャッシュフローの急減をもたらした。

② 内部要因：高レバレッジ構造と資金負担

経営不振の根底には、統合時に形成された高レ

1) 米国デラウェア州破産裁判所「*In re Marelli Holdings Co.,Ltd.*」(Case No.25-11034-BLS,Doc.25, Filed June 11, 2025), pp.7-16。マレリ公式HP「カルソニックカンセイの80周年」「マニエッティ・マレリの100周年」, <https://www.marelli.com/jp/company/history.html> (最終アクセス2025年10月6日)

2) 同上, pp.21-22。

バレッジ構造がある。KKR は、2017 年に旧カルソニックカンセイを LBO によって買収した。そして、2018 年のマネエッティ・マレリ買収も LBO によるものであった。これらの買収における KKR の総出資額は 1,600 億円であったのに対し、LBO ローンは 1 兆 1,200 億円にもものぼった。買収後、マレリはこの負債を抱える形で発足した³⁾。

KKR は、日産と FCA⁴⁾ という 2 つの強い顧客基盤を確保することによって、販売拡大を図り、世界のメガサプライヤーとなることを目指していた。2022 年には日本での新規株式公開を通じて、投資を回収する計画であった。しかし、日産の販売不振により、マレリとの部品取引も減少した。パンデミックが追い打ちをかけ、さらに半導体不足によって、業績悪化に歯止めがかからず、多額の元本および利息の支払いが資金繰りを圧迫し、経営の重荷となった⁵⁾。

2. 事業再生 ADR の申請および簡易再生手続への移行

(1) 事業再生 ADR の概要

① 事業再生 ADR の意義と沿革⁶⁾

事業再生 ADR (Alternative Dispute Resolution: 裁判外紛争解決手続) とは、裁判所を介さず、金融債権者の合意形成により迅速な再建を図ることを目的とした準則型私的整理手続である。準則型私的整理とは、民事再生や会社更生のような法的再建手続を使わずに、一般に公表された公正かつ適正な準則に基づいて進められる私的整理である。事業再生 ADR は 2007 年に制度化され、産競法を根拠法としている。

本制度の起点は、2001 年に公表された「私的整

理ガイドライン」である。ガイドラインは、過剰債務を抱える企業を再建するために、債務者企業と金融機関が協議し、金融支援を行うための私的なルールであった。しかし、ガイドラインを運用していくうえで、当時はまだメインバンク制の影響が強く、「メイン寄せの問題」が顕在化した。メインバンクが債務者の救済を主導する結果、債権者間の公平性が保たず、メインバンクは、次第にガイドラインによる債務者企業の救済に消極的になり、ガイドラインは利用されなくなる。そこで、その役割を担うことになったのが、事業再生 ADR であった。

② 事業再生 ADR の特徴

事業再生 ADR は、民間の紛争解決事業者が「裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律」(以下、ADR 法) に基づき法務大臣の認証を得て「認証紛争解決事業者」となり、さらに産競法に基づく経済産業大臣の認定を得て「特定認証紛争解決事業者」となり手続を主宰する。この認定を受けているのは「事業再生実務家協会」のみである(産競法第 47 条)。

手続を利用できる債務者は、事業を営む法人または個人であり、業種・規模に制限はない。「特定認証 ADR 手続に基づく事業再生手続規則」(以下、協会規則) には、次のような要件が示されている(協会規則第 22 条)

- ・過剰債務を主因として経営困難な状況に陥っており、自力による再生が困難であること。
- ・技術、ブランド、商圏、人材等の事業基盤を有し、その事業に収益性・将来性がある等の事業価値があり、重要な事業部門で営業利益を計上している等債権者の支援によって再生の可能性があること。
- ・法的手続開始の申立てにより信用力が低下し、事業価値が著しく毀損される等、事業再生に支障が生

3) 日本経済新聞「マレリの悲劇を教訓に 買収ファンド、頼みは低金利」『日本経済新聞 電子版』2025年4月2日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB253WE0V20C25A2000000/> (最終アクセス2025年10月6日)。

4) 2021年にFCAとグループPSA (Peugeot Societe Anonyme) が統合し、STELLANTISとなった。

5) 日本経済新聞「マレリ支援、4月中旬に2次入札 親会社KKRも参加か」『日本経済新聞電子版』2022年4月1日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC0185T0R00C22A4000000/> (最終アクセス2025年7月20日)

6) 阿部信一郎 (2024)「迅速な事業再生手法—事業再生ADRと民事再生との融合事例—」『中央ロー・ジャーナル』第20巻第4号, pp.19-32。阿部信一郎 (2023)『わかりやすい事業再生手続』一般社団法人金融財政事情研究会。事業再生実務家協会編 (2021)『事業再生ADRのすべて第2版』商事法務。

表 2－1 事業再生 ADR を申請・成立した主な上場企業

企業名	業種	申請時期
コスモスイニシア	不動産	2009年 4月
日本エスコ	不動産	2009年 6月
アイフル	金融	2009年 9月
丸和	小売	2010年 6月
新日本建物	不動産	2010年 9月
明豊エンタープライズ	不動産	2011年 9月
曙ブレーキ工業	製造	2019年 1月
文教堂グループホールディングス	小売	2019年 6月
倉元製作所	製造	2019年 12月
児玉化学工業	製造	2020年 1月
サンデンホールディングス	製造	2020年 6月
ヴィア・ホールディングス	小売	2020年 12月
ワタナベウエディング	サービス	2021年 3月
日医工	医薬品	2022年 5月
アマナ	サービス	2023年 9月
ANAP	小売	2023年 10月

(出所) 日本産業新聞 2022年 4月 1日、2022年以降は日本経済新聞をもとに筆者作成。

じるおそれがあること。

手続の対象となる債権者は、原則として、金融債権者のみであり、商取引債権者は含まれない。債務者企業だけで申請を行うことができ、メインバンク主導ではなく、金融債権者を平等に扱う基盤ができた。また、非公表手続であるため、企業の信用毀損を最小限に抑えることができ、事業価値の毀損を免れるとされる。ただし、事業再生計画案の成立には、債権者全員の合意が必要であり、一部でも不同意がある場合は手続は成立しない(協会規則第30条1項)。

法的整理手続においては、商取引債権者等を含むすべての債権者が対象となり、申立てに伴い弁済が禁止され、債務免除の対象となる。また、手続開始が公表されるため、社会的には「経営破綻」とみなされ、信用不安が生じ、事業価値の著しい毀損を招く可能性がある。

③ 手続の流れ

事業再生 ADR の一般的な流れは、以下のとおりである。

事前相談を経て、債務者と再生計画案を調査し、事業再生 ADR 手続の利用可能性を確認する。

- i . 正式利用申請が受理されると、手続が開始される。債務者と特定認証紛争事業者との連名で、対象債権者である金融債権者に対して一時停止の通知。
- ii . 第1回債権者会議：事業再生計画案の概要説明のための債権者会議
- iii . 第2回債権者会議：事業再生計画案についての調査報告書を作成、計画案協議のための債権者会議。
- iv . 第3回債権者会議：計画案決議のための債権者会議。全会一致で可決された場合、手続成立。不同意があれば法的整理へ移行。

④ 適用事例

2008年から2024年までの申請件数は102社337件、成立73件291社である⁷⁾。表2-1は上場企業

7) 一般社団法人事業再生実務家協議会「事業再生ADRについて・利用状況」(2025年6月30日現在) <https://turnaround.jp/adr/08.php>

表 2-2 マレリの事業再生 ADR 申請および簡易再生手続への移行の経過

手続内容	日程	
事業再生 ADR 正式申請	3月1日	一時停止通知
第1回債権者会議	3月7日	
スポンサー 1 次入札期限	3月31日	
第2回債権者会議	4月19日, 26日, 5月16日, 31日	再生計画案検討
スポンサー最終提案書受領	5月17日	
第3回債権者会議	6月24日	不成立
民事再生手続開始申立て	6月24日	
簡易再生手続申立て	7月7日	
債権者集会	7月19日	債権額 90%の同意取得
認可決定の確定, 民事再生手続の終結決定	8月9日	

(出所) 阿部 (2024) p.29 をもとに筆者作成。

で事業再生 ADR を申請・成立した企業である。自動車部品メーカーでは、グローバル競争の激化と EV 対応の遅れを背景に、資金繰りに陥り、私的整理が相次いだ。曙ブレーキ工業は 19 年 1 月に事業再生 ADR を申請し、事業再生ファンドから資金調達を行い、19 年 9 月に銀行団の承認を得て再建に成功した。サンデンホールディングス（現サンデン）も 20 年 6 月に事業再生 ADR を申請し、中国の家電大手海信集団ハイセンスから資金支援を受け、21 年 5 月に再建計画について銀行団の承認を得た。

(2) マレリの事業再生 ADR 申請と簡易再生手続への移行

① 事業再生 ADR 申請に至る経緯⁸⁾

マレリは、2020 年 5 月 20 日に日本政策投資銀行、みずほ銀行、スポンサーから緊急融資と増資によって 12 億ドルを調達した。しかし、パンデミックの長期化により資金需要が増大し、借入残高は約 1 兆 1,000 億円に達しており、この資金調達も十分とは

言えなかった。2020 年 12 月期には 282 億円の赤字、2021 年 12 月期も連続 4 期赤字となり、資金繰りを圧迫した。

主要取引行は、みずほ FG（借入残高 3,300 億円）、三井住友銀行（同 1,700 億円）、三菱 UFJ 銀行（同 1,500 億円）、三井住友信託銀行（同 750 億円）などであり、日本政策投資銀行とみずほ FG は優先株を保有していた。

こうした状況において、マレリは金融支援と債務削減を目的に、金融機関およびスポンサーと協議を行った結果、2022 年 3 月 1 日に、事業再生 ADR 手続を申請した。対象はマレリ・コーポレーション、マレリ九州株式会社、株式会社マレリ福島、株式会社マレリ製作所の 4 社である。

② 手続の進行と再建計画の内容⁹⁾

表 2-2 は、(1) ③で示した手続の流れに従い進められたマレリの事業再生 ADR 申請と簡易再生手続への移行の経過をまとめたものである。事業再生 ADR の手続では、プラン・スポンサーを選定し、債権者と再建取引の条件について交渉する必

8) 前掲 *Marelli Holdings Co., Ltd.*, p.23。日本経済新聞「マレリ、日産・取引銀行に支援要請、4期連続赤字の公算」『日本経済新聞電子版』2022年2月15日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB09FJU0Z00C22A2000000/>（最終アクセス2025年7月20日）。

以下、複数の資料を参考にしたため、金額の単位について「円」と「ドル」が混在している。

9) 日本経済新聞「マレリ債権カット4500億円、一律42% 株式転換も併用」『日本経済新聞電子版』2022年5月30日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB30ARQ0Q2A530C2000000/>（最終アクセス2025年7月20日）。

要がある。そのスポンサー候補には、インド財閥で傘下に自動車部品会社を抱えるサンバルダナ・マザーソン・グループ (Samvardhana Motherson Group) がKKRと共同で参加した。そのほか、米投資ファンドのベインキャピタル (BeinCapital) とアポロ・グローバル・マネジメント (Apollo Global Management) の陣営も参加した。最終的には、親会社であり、私的整理の判断に関わったKKRを支援企業 (スポンサー) とすることとなった。

KKR主導で再建案が策定され、その内容は、KKRが約830億円の第三者割当増資を引き受け、金融機関に対しては、債権額1兆1,000億円のうち4,500億円 (カット率は42%) の放棄を要請、財務基盤の強化を目的にデット・エクイティ・スワップも要請するというものであった。

③ 不成立の理由と課題

2022年6月24日、マレリは、債権者に対してKKRを支援企業とする再建計画案への賛同を求めたが、一部金融機関の反対により成立しなかった。特に、中国建設銀行、中国銀行、第一商業銀行、シンガポールメガバンクDBSなどの外資系金融機関が、「手続きの透明性の不足」や「法的拘束力の欠如」などを理由に反対したとみられている¹⁰⁾。

このように、事業再生ADRは柔軟かつ非公開である反面、全会一致要件が交渉の障壁となる。合理的な再建案であっても、少数債権者の不合意により手続きが頓挫するという限界が明らかになった。

④ 簡易再生手続への移行¹¹⁾

マレリは、事業再生ADRの不成立を受け、その直後に民事再生を申立て、さらに7月7日に民事再生法211条の特則である簡易再生手続を申立てた。簡易再生手続とは、民事再生手続の特則で、通常の民事再生手続を開始したのちに、再生債権の調査・確定手続きを省略すること等によって、簡易かつ迅速に再生計画を可決・認可する制度である (民事再生法211条)。届出再生債権者の総債権額の5分の

3以上を有する債権者が、再生債権の調査及び確定手続を経ないこと、および、再生債務者が提出した再建計画案の両方に同意していることを要件としている。

私的整理手続において、少数の債権者の反対により合理的な事業再生計画案が成立しなかった場合に、同内容の再生計画案を簡易迅速に可決させる方策として、簡易再生手続の活用が期待されていた。2021年6月に閣議決定した「成長戦略実行計画」に、「私的整理等の利便性拡大のための法制面の検討」が盛り込まれ、「事業再生ADRから法的整理である簡易再生手続への円滑な移行の推進」が記載され、これを受けて、産競法に規定が新設された。事業再生ADRが法的整理手続に移行した際に、裁判所が従前の準則型私的整理手続の内容を考慮する旨の規定が設けられ、法的整理手続における商取引債権やプレDIPファイナンスの保護、簡易再生手続による迅速な再生計画の成立への予見可能性を高め、私的整理手続から法的整理手続への移行の円滑化が図られるようになった。

マレリは7月19日に債権者会議を開催し、事業ADR手続で提示した再生計画案と実質的に同じ内容の計画案への同意を改めて債権者に求め、90%以上の賛成票を獲得して計画案が可決され、裁判所から認可された。

6月24日の民事再生手続の申立て・開始決定から簡易再生手続の申立てを経て、債権者集会における再生計画案の可決・認可まで26日間、そして、認可確定および民事再生手続の終結決定まで47日間であった。事業価値の毀損を回避するために、再生手続きの期間が可能な限り短縮された。

10) 「マレリADRはみずほ再生の試金石」『Verdad』ベストブック編28(4), p.4, 2022-04。

11) 森・濱田松本法律事務所「事業再生ADR不成立後に簡易再生手続を利用して、事業再生ADRで策定した再生計画と同内容の再生計画を短期間で成立させた本邦初の事例」『企業再生・債権管理ニューズレター』2022年11月号。阿部信一郎 (2024) pp.25-28。

3. チャプター 11 の申立て

(1) 民事再生手続の終結決定からチャプター 11 申立てに至る経緯

① 外部要因：COVID-19 パンデミック後の市場の課題¹²⁾

2022 年以降、世界のサプライチェーンは人手不足や原材料の高騰等による高コストに苦しみ続けた。マレリは、2023～2024 年にかけて顧客数の減少とインフレによるコスト上昇に直面した。顧客の EV 生産への移行に対応していたが、金利の上昇や燃料費の低下により、EV のコストとメリットが変化し、EV 需要が 2023 年に減少、2024 年には急激な台数減少が発生した。その影響を受け、部品メーカーであるマレリも減収となった。簡易再生手続後も、主要な取引先である日産やストランティスの販売不振を受け、資金繰りが厳しい状況であった。

② 内部要因：資金繰りの悪化¹³⁾

2024 年 6 月に、流動性に大きな制約を受ける状況となった。売上高は 100 億ドルに達していたが、高い固定費と自動車需要の低迷が利益を圧迫した。さらに、年間約 1 億 5,000 万ドルの支払利息が営業キャッシュフローを圧迫した。JP モルガン主導で資金調達を試みるが、業界を回避する姿勢や複雑な国際的企業構造および資本構造を理由に、実行可能な資金調達の提案は得られなかった。また、顧客からの注文の前倒しや支払猶予等による 7 億 5,000 万ドルのカスタマー・サポートを受け、流動性の確保に努めたが、暫定的なものであった。7 月には債権者側と一部資産売却などを協議、8 月には国内外の専門家を起用し、抜本的な解決策の検討を本格化した。

9 月には、シニア・レンダー・アドホック・グループ (Ad Hoc Group of Senior Lenders；以下、アドホック・グループという)¹⁴⁾ が結成された。アドホック・グループの構成メンバーは、SVP (Strategic

Value Partners)、Fortress Investment Group、MBK Partners、Polus Capital Management、Deutsche Bank などである。このアドホック・グループと日本の貸付金融機関は、8 ヶ月以上にわたって、協議および交渉を行ってきた。両者は 50% ずつ債権を保有しており、重要事項の決定には 3 分の 2 の同意を要するため、双方が拒否権を有することとなり、交渉は膠着状態が続いた。

2024 年 11 月末に、アドホック・グループが 1 回目の資金提供の条件を提示した。1,000 億円の新たな資金提供を行い、その返済順位を既存の貸出債権より上位に置く「アップティアリング (up-tiering)」を条件とするものであった。しかし、国内金融機関と合意に至らず、国内金融機関は 12 月末から始まる 180 億円の返済を猶予し、一時回避することができた。

2025 年 2 月に、アドホック・グループが 2 回目の条件を提示した。500 億円の新たな資金提供、デット・エクイティ・スワップによる過半数株式の取得、会長の派遣の 3 点である。この提案については、KKR の保有株式比率が低下すること、新たな会長の派遣は意思決定が複雑になり、経営のイニシアチブを確保することができなくなると考えられ、合意には達しなかった。

4 月初旬より、マレリと貸付金融機関は法廷内取引を交渉するための多角的な検討を開始した。まず、第三者による DIP マーケティング・プロセスを開始し、マレリの資金調達への関心を確認した。次に、グローバルな戦略的買収者と、ストーキング・ホースについて協議し、買付契約の申し出を受け、第三者の DIP 提供者から法廷内取引を実施できる DIP ファイナンスのためのタームシートを獲得した。

マレリは、5 月 26 日の債権者集会において、インドのサンバルダナ・マザーソン・グループによる買収を通じた私的整理を提案した。KKR 保有の

12) 前掲 *Marelli Holdings Co., Ltd.*, pp.24-25。

13) 前掲 *Marelli Holdings Co., Ltd.*, pp.25-28。「PEファンドの落とし穴」『Diamond weekly』113(15), pp.42-45, 2025.5/10-17。

14) 「PEファンドの落とし穴」『Diamond weekly』では「国際金融コンソーシアム」と表現されている。

マレリ株の価値をゼロと算定してマザーサンに譲渡、マザーサンは新たに1,000億円出資、各金融機関の債権6,500億円を2割で買い取り、みずほ銀行等の緊急融資500億円は額面通り取得、総額2,800億円と投じる提案であった。これに対して、国内金融機関は賛同したが、SVPなどの外資からは賛同が得られなかった。私的整理は、全債権者の同意が必要であるが、期限までの6月9日までに得られず法的整理に移行することとなった¹⁵⁾。同時に、国内金融機関とアドホック・グループの間で協議を継続し、6月11日には、優先貸付契約の80%を保有する金融機関の一部とRSA (Restructuring Support Agreement; 再建支援契約) を締結した。

(2) 債務者適格と外国法人の申立て要件

連邦倒産法における倒産手続は、債務者も債権者も申立てを行うことができるが、いずれの場合も債務者が連邦倒産法109条(A)に定められた「債務者適格 (debtor eligibility)」を満たさなければならない。同条によれば、「米国に居所、住所、事業所、財産を有する者、または自治体である」と規定されており、外国法人を排除する規定は存在しない。したがって、銀行口座や資産が米国内に存在すれば、債務者適格を有することになる。米国内に存在する財産の額について特に制限を設けず、この財産要件

をゆるやかに認める傾向にあるといわれている。

外国法人が、母国法制でなく、米国の倒産手続であるチャプター11を選択する背景として、以下のような要因が指摘されている¹⁶⁾。

- i .オートマテックスステイ (automatic stay) を利用するため
- ii . 管財人の選任を回避し、経営陣による事業継続 (DIP 制度) を維持するため
- iii . 母国に再建型の手続が存在しないため
- iv . DIP ファイナンス制度を活用するため

マレリは、ミシガン州サウスフィールドに北米本社およびR & D施設を有し、オハイオ州ボウリング・グリーンに内装ユニット工場、5つの子会社などを有している。これらの米国内拠点およびドル建て債務・契約関係を通じて、同社はチャプター11の債務者適格を有していた。

(3) 申立て時点の資本構造¹⁷⁾

表3-1は、申立て時点における債務の内訳を示している。マレリの債務総額は49億ドル、そのうち優先貸付契約が45億5,000万ドルと約93%を占めている。前述のとおり、優先貸付契約の50%ずつを日本の貸付金融機関 (みずほ銀行) と外資系債権者で構成されるアドホック・グループで締結していた。アドホック・グループのDeutsche Bank 以外

表3-1 申立て時の債務内訳

債務	満期日	残高 (百万ドル)
緊急融資枠	2027/12/31	350
優先貸付枠		4,550
リボルビング・クレジット枠	2029/ 6/29	540
タームローン枠	2029/ 6/29	4,010
合計		4,900

(出所) 米国デラウェア州破産裁判所 [In re Marelli Holdings Co.,Ltd.] (Case No.25-11034-BLS,Doc.25,Filed June 11,2025) , p.18。

15) 日本経済新聞「車部品マレリ、26日にも私的整理協議 インド同業大手が買収提案」『日本経済新聞 電子版』2025年6月11日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB235L40T20C25A500000/> (最終アクセス2025年10月6日)。

16) 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) 『わかりやすいアメリカ連邦倒産法』商事法務, p.248。

17) 前掲Marelli Holdings Co.,Ltd., p.3。

は、ディストレスファンドである。事業再生 ADR 申請時には、みずほ銀行だけでなく、三井住友銀行、三菱 UFJ 銀行、三井住友信託銀行などが融資していたが、簡易再生手続終結後に三菱 UFJ 銀行や三井住友銀行は債権を譲渡した。その債権を買い集めたのが Deutsche Bank であり、さらにそれを額面より安く買い受けたのが、これらのファンド等である¹⁸⁾。

緊急融資枠の 3 億 5,000 万ドルは、日本政策投資銀行およびみずほ銀行によるものである。優先貸付枠の上位に位置づけられ、独自の担保を有している。

(4) チャプター 11 申立てにおける再建計画

① RSA とは

マレリは、優先貸付債権者（みずほ銀行、アドホック・グループ）の 80% および KKR と締結した RSA により、債権者による事業継続支援と DIP ファイナンス供給を確保し、チャプター 11 の申立てに踏み切った。

RSA とは、債務者と主要債権者との間で、再建計画の内容や方針について事前に合意し、再建計画への支持を約束する契約のことである¹⁹⁾。申立て前または申立て後における主要債権者の支持を法的に拘束し、再建計画への賛成投票を得ることで、手続の円滑化・迅速化を図ることができる。

RSA は、1980 年代後半から存在していたが、2010 年代に急増し、近年チャプター 11 の一般的な特徴といえるまでになってきた²⁰⁾。RSA は、プレパッケージ型等と組み合わせられ、その実行性を高める、また DIP ファイナンスと連動するなどして、手続の円滑化・迅速化に大きく寄与する。さらに、

マイルストーンの設定や経営者インセンティブ・プランなどの条項によって、再建過程を支配し、企業の支配権獲得のための重要な手段となっている。

② RSA の内容²¹⁾

a. DIP 資金の確保とその内容

DIP ファイナンスは、再建計画において最も重要な要素である。その規模は、未払となっている取引業者への延滞支払額、通常どおりの事業運営に必要な流動性、代替的な株式売却提案のための市場調査やチャプター 11 の管理に必要な流動性によって決定された。

アドホック・グループが、総額 11 億ドルの新たな DIP 資金提供を行う。最優先 DIP 融資枠 (First-out super-senior new-money term loan; Tranche A Loans) 8 億 6,500 万ドルと劣後 DIP 融資枠 (Second-out senior new-money term loans; Tranche B Loans) 2 億 4,200 万ドルで構成される。前者を Deutsche Bank が提供、後者をアドホック・グループが提供する。この Tranche A Loans と Tranche B Loans が、DIP New Money Loans である。これに、ユーロ建ておよび円建ての DIP 融資枠に基づく Tranche B Loans のプロラタ分を割当てた Tranche C Loans (last-out term loans) を加えたものが DIP Loans となる。

最終 DIP 命令発令時に、DIP 貸付金融機関が保有する既存の優先貸付債権の 47.5% をロールアップ (roll-up) する。ロールアップとは、既存の債権者が DIP ファイナンスを行う場合に、債務者がその DIP ファイナンスで得た資金で、当該債権者への申立前の債務の弁済をすることをいう²²⁾。

b. 緊急融資枠の返済

最終 DIP 命令発令時に、日本政策投資銀行およびみずほ銀行による 3 億 5,000 万ドルの緊急融資枠

18) 日本経済新聞「マレリ再建策で邦銀とファンド対立 日産不振直撃、債権カット不可避」『日本経済新聞 電子版』2025年5月25日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB240K60U5A520C2000000/> (最終アクセス2025年7月20日)。

19) 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) p.184。

20) 池上恭子 (2025) 「チャプター11による再建動向に関する文献レビュー—再建支援契約とディストレスト投資家の行動を中心に—」『海外事情研究』第52巻, pp.124-125。

21) 前掲 *Marelli Holdings Co., Ltd.*, pp.85-97。

22) 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) p.86。新たな貸し付けの見返りに、申立て前の一般無担保債権や担保割れした債権の取り扱いを有利にしようとする場合もある。

表 3－2 再建計画における融資内容

DIP ファイナンス		融資額 (百万ドル)
優先 DIP 融資枠	Tranche A Loans	865
最初の引出し額上限		519
以後の引出し額上限		346
劣後 DIP 融資枠	Tranche B Loans	242
Tranche B Loans プロラタ分	Tranche C Loans	
合 計		1,107

(出所) 米国デラウェア州破産裁判所「*In re Marelli Holdings Co., Ltd.*」(Case No.25-11034-BLS, Doc.25, Filed June 11, 2025), pp.87-88 より筆者作成。

を現金で全額返済する。

c. 日本の債権者への現金支払い確保

再建計画の完了時に、日本の貸付金融機関が保有する優先貸付債権の 11% について現金を支払う。

d. 一般債権者への対応

すべての一般無担保債権の復活または現金による全額支払いを行う。

DIP 債権、緊急融資債権および優先貸付債権間の優先順位をまとめると、次の通りとなる。(i) Tranche A Loans, (ii) Tranche B Loans, (iii) 緊急融資債権, (iv) 優先貸付金融機関の優先回収権, (v) Tranche C Loans のうちロールアップされる債権, および (vi) Tranche C Loans のうちロールアップされなかったアドホック・グループの優先貸付債権となる²³⁾。

e. オーバービッド (Overbids) 期間の設定²⁴⁾

申立日から 45 日以内に、本計画に従って発行される新普通株式の 100% を取得するための、より優れた代替的再建案のためのマーケティング手続を開始する。「優れた提案」とは、DIP 融資全額を現金で支払うこと、上記 b および c を支払うことなどが条件とされ、その他マレリにとって RSA の条件より不利にならない終了条件が含まれている。オーバービッド期間中により優れた提案がない場合、DIP 資金提供者 (劣後債権者、優先債権者のうち同

意債権者) が再建後の企業の株式 100% を取得する構造となっている。

7 月 28 日をもって 45 日間のオーバービッド期間が終了し、当該期間中に現債権者を上回る提案はなかった。これによって、マレリは RSA に基づいて、主要債権者主導のもと、2026 年にチャプター 11 の適用から脱却するとともに、DIP 債権者が株主となり、支配権を得る見通しである。

f. 事業継続を支えるファーストデイ・モーション

ファーストデイ・モーション (First Day Motion) とは、チャプター 11 手続の申立てと同時にまたは申立て直後に、債務者が、自らの事業の運営を容易にするために、様々な事項について迅速に倒産裁判所から救済を受けるための申立てのことである²⁵⁾。これによって、従業員給与の継続支払、サプライヤーへの通常取引支払、重要施策の継続が可能となり、業務中断を回避できる。マレリの場合、6 月 12 日に、裁判所が 11 億ドルの DIP ファイナンスのうち最初の引出し額上限の 5 億 1,900 万ドルへのアクセスを承認したため、流動性を確保できた。7 月 24 日には、Second Day Motions として 1 億 3,000 万ドルへのアクセスを承認され、8 月 1 日には全額が承認された。

23) 前掲 *Marelli Holdings Co., Ltd.*, p.93。

24) 「Go-shop 期間」という表現もよく使われる。

25) 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) p.70。

4. 日米制度の比較のまとめ

本論は、マレリの事例をもとに日米の制度比較を整理したが、ここで、事業再生の制度選択による影響についての若干の考察を行う。

(1) 日本の事業再生 ADR および簡易再生手続の特徴と限界

マレリは、2022年に事業再生 ADR 手続を申請したが成立せず、簡易再生手続に移行した。事業再生 ADR では、再建計画について金融債権者全員の合意が必要であるが、一部の債権者の反対により成立しないリスクが高い。マレリの場合も、中国やシンガポールなどの外資系金融機関の反対によって成立しなかった。この全会一致の限界は、事業再生 ADR の抱える最大の課題として指摘されてきた。

このような課題に対して、2025年6月6日に「円滑な事業再生を図るための事業者の金融機関等に対する債務の調整の手続等に関する法律」（以下、早期事業再生法）が可決・成立し、13日に公布された。これにより、倒産前の状態の事業者について、金融債権者の多数決（議決権の総額の4分の3以上の同意等）および裁判所の認可により、金融債務に限定して、債務の権利関係の調整を行うことができることとなった。

2021年の産競法の規定新設により、事業再生 ADR から法的整理手続に円滑に移行することが可能となった。マレリは、その初めての事例として注目を集め、期待どおり事業再生 ADR から簡易再生手続には円滑に移行し、短期間に終結することができた。しかし、債務削減率は42%に留まり、資本構造の抜本的な再編には至らなかった。そのため、再建後も支払利息の負担によりキャッシュフローの改善は限定的であった。

(2) 米国のチャプター 11 の特徴と強み

2025年に申立てたチャプター 11 手続は、スピードと透明性を有する仕組みといえる。RSA により、申立て前に主要債権者間で再建計画についての合意

を形成する仕組みであり、事業再生の円滑かつ迅速な進行に寄与する。さらに、45日間のオーバービッド期間の設定により、他社の買収を受け付けることによって、手続の透明性を確保している。

また、DIP ファイナンスにより、資金繰りの安定化が図られる。マレリの場合、申立ての翌日6月12日には5億1,900万ドル、7月24日には1億3,000万ドルへのアクセスを承認し、8月1日には全額が承認された。これにより、従業員や取引先の信頼確保、サプライチェーンの連続性確保が可能となり、業務の中断を回避することができた。

再建後は、RSA に基づき、主要債権者が株式を取得することになり、新たな支配構造が形成される。このような再建過程は「loan-to-own」戦略と表現され、ディストレスト投資家の投資行動として、再建過程および結果に及ぼす影響が幅広く分析されている²⁶⁾。

むすびにかえて

本研究は、事業再生の制度選択が再建過程および結果に与える影響を明らかにすることを目的として、マレリ的事例をもとに、まずは日米制度の比較を整理したものである。日本の事業再生 ADR および簡易再生手続は、非公開性や関係維持の点で有効であるが、全会一致の原則、抜本的な債務削減や新規資金調達の手組みが限定的であるという課題を抱えている。他方、米国のチャプター 11 は、RSA や DIP ファイナンスも含む制度的手段によって迅速性と透明性を確保し、再建過程を債権者主導で実行可能とする仕組みを有している。そして、資金繰りの安定化とともに、所有権移転を伴う資本構造の再編を実現できる仕組みとなっている。

マレリ的事例では、再建過程において債権者の構成が国内金融機関から海外のディストレスト投資家に移行したことが、チャプター 11 の選択につながったともいえよう。制度設計だけでなく、債権者構成の変化が制度選択を方向づけた点も、本事例の重要な特徴である。

26) 池上恭子 (2025) pp.125-127。

今後の研究課題として、以下のような点を挙げる
ことができる。第一に、制度間の接続性への実証的
検証である。マレリの事例では、私的整理から法的
整理、さらに海外法制へと移行した事例は稀であ
り、いずれの要因が制度選択を決定づけたのかを財
務データや債権者構成の変化をもとに定量的に分析
する必要がある。また、その結果として、DIP ファ
イナンスやデット・エクイティ・スワップの経済効
果の分析が求められる。第二に、ディストレスト投
資家を含む債権者の構成による再建過程および結果
に及ぼす影響の分析も必要である。

マレリのようなグローバル企業の再建事例の増加
が見込まれるなか、制度の比較研究、制度選択の決
定要因および結果、さらに制度選択に影響を及ぼす
債権者の行動に関する研究は、事業再生の実務・政
策形成を検討するうえで、重要な示唆を与えるもの
と考えられる。

参 考 文 献

- 阿部信一郎編・粕谷宇史（2014）『わかりやすいアメ
リカ連邦倒産法』商事法務。
- 阿部信一郎（2023）『わかりやすい事業再生手続』一
般社団法人金融財政事情研究会。
- 事業再生実務家協会編（2021）『事業再生 ADR のすべ
て第2版』商事法務。
- 阿部信一郎（2024）「迅速な事業再生手法—事業再生
ADR と民事再生との融合事例—」『中央ロー・ジャー
ナル』第20巻第4号、pp.19-32。
- 池上恭子（2025）「チャプター11による再建動向に関
する文献レビュー—再建支援契約とディストレスト
投資家の行動を中心に—」『海外事情研究』第52巻、
pp.121-129。
- 森・濱田松本法律事務所「事業再生 ADR 不成立後に
簡易再生手続を利用して、事業再生 ADR で策定し
た再生計画と同内容の再生計画を短期間で成立させ
た本邦初の事例」『企業再生・債権管理ニュースレ
ター』2022年11月号。
- 米国デラウェア州破産裁判所「*In re Marelli Holdings
Co.,Ltd.*」(Case No.25-11034-BLS,Doc.25,Filed
June11,2025)