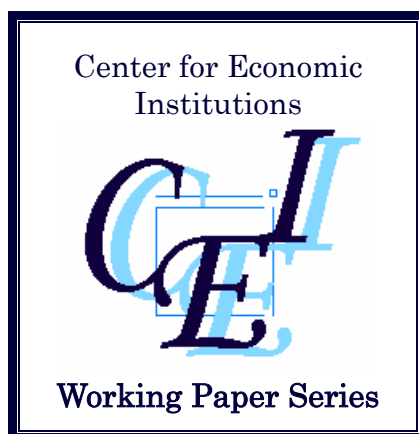


Center for Economic Institutions
Working Paper Series

CEI Working Paper Series, No. 2003-4

***Economic Analysis of Bankruptcy law
in Japan***

Fukuju Yamazaki
Hiroyuki Seshita



Institute of Economic Research
Hitotsubashi University
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN
Tel: +81-42-580-8405
Fax: +81-42-580-8333
e-mail: cei-info@ier.hit-u.ac.jp

民事再生法の経済分析*

山崎 福寿(上智大学)

瀬下 博之(専修大学)

要旨

2000年の4月から民事再生法が、従来の和議法に代わって施行された。本稿の目的は、企業金融の理論的な観点から民事再生法の意義と問題点について批判的に展望したうえで、いかなる制度が望ましいかについて検討することにある。

民事再生法の下では、破綻企業の再生手続きを迅速化させるため、債務者自身による再生手続きが認められるとともに、担保権に別除権を認めつつ、市場価格での弁済をすることで、担保権を消滅させることができるようになった。このような担保権消滅請求制度は、企業経営に不可欠な資産の散逸を防ぎつつ、再生債務者によるモラルハザードを抑制することができるものと評価される。さらに、この制度は企業継続についての最適な意思決定を達成できる可能性を高めると考えられる。しかし、現行制度のもとでは、再生債務者が抵当権者の権利を侵害するおそれがある。この権利の濫用を防止するために、消滅後の残余債権に対して優先権を認めるほか、再生手続きの中での否認権を強化するなどの提案を含め、どのような制度が望ましいかについて検討する。

*この論文は山崎・瀬下(2002)及び瀬下・山崎(2002)に分割されていた内容を、一つの論文としてまとめ直したものである。本稿の作成にあたって、倉澤資成(横浜国立大学)、山本和彦(一橋大学)、阿部泰隆(神戸大学)、森田修(東京大学)の各先生より有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝の意を表したい。なお本稿に含まれるいかなる誤謬もすべて筆者本人に帰することは言うまでもない。

民事再生法の経済分析

山崎 福寿(上智大学)

瀬下 博之(専修大学)

1.はじめに

2000年の4月から、企業の再生手続きとして、従来の和議法に代わり民事再生法が施行された。これによって、企業は支払不能や債務超過などの破産原因がなくても、財産を保全し、再建手続きを速やかに行えるようになった。経営不振に陥った企業が直面する問題は、その企業が仮に長期的には再生可能であったとしても、債権者間の利害対立によって、将来の経営に欠かすことのできない資産が社外に流出して、再建が果たせなくなってしまう点である。民事再生法では、この点を改善して速やかに再生のための手続きが行えるようになった。

この民事再生法の第一の特徴は手続きの迅速化にある。債務者に破産の生じる恐れがあるとき、または債務を弁済すると事業の継続に著しい支障をきたすとき、民事再生手続き開始の申し立てをすることができる。手続きが開始されるまでは債権者による法的権利行使を包括的に禁止する命令ができる。その上で、手続きが開始されると、強制執行等の法的権利行使は禁止される。

民事再生法の第二の重要な特徴は、担保権消滅請求制度が新設された点である。従来の抵当権についての考え方のもとでは、抵当権を設定するための原因となった資金が、完全に債務者から債権者に返済されない限りは、抵当権を消滅させることはできないとされていた。しかし、経営不振に陥った企業が、将来の再生を視野に入れて手続きを開始するときに、抵当権を消滅させることができるか否かが企業再生の決定的なかぎとなる。この制度によって、抵当資産の市場価格に見合う弁済をすることで、企業の存続にとって必要不可欠な資産を保全することができるようになった。

第三の特徴は、債務者である経営者がみずから再生手続きを申請でき、かつ申請後にもその地位にとどまり続けることができる点にある。これは再生手続きの迅速な申請を促すというメリットがあるが、経営責任を問われない結果、モラルハザードを引き起こす可能性がある。

この論文では、民事再生法の下で、いま述べたような債務者財産等の保全措置が速やかに取れることによって、どのような利益が発生し、それがまた社会的にどのような費用を発生させるかについて考えてみよう。民事再生法や担保権消滅請求制度によって、再生企業の意思決定や貸出債権を保有する銀行等の意思決定にいかな

る影響が及ぶかについて検討してみたい。このような検討を経たうえで、民事再生法の持つ問題点を明らかにするとともに、いかなる法制度が望ましいかについて検討してみよう。

第2節では、どのような観点から、民事再生法の意義を評価できるかについて検討する。民事再生法は、資産の社外流出を防ぎ、再生手続きを迅速化する点で積極的に評価される。しかし、経営者を保護し過ぎたために、経営者のモラルハザードを助長したり、担保権消滅制度が不備なために、優先権侵害をもたらす可能性が高い点が指摘される。第3節では、担保権消滅制度がどのような意味で優先権侵害をもたらすかについて明らかにした上で、それが借り入れを困難にするメカニズムについて説明する。第4節では、これらの問題点を解消するために、民事再生法の改正を提案する。これによって、優先権侵害が排除できるとともに、非効率な企業の淘汰が進むと考えられる。最後に第5節で、結論が要約される。また、付論1として、担保権消滅請求制度との関係で論じられることの多い滌除制度について、その問題点を検討し、その廃止を提案する。

2.民事再生手続きの特徴と意義

2.1 再生手続きの迅速化

民事再生法の第一の特徴は、その手続きの迅速化にある。従来の和議法のもとでは、経営不振に陥った企業が支払不能や債務超過といった破産原因を十分に証明できない限り、資産保全のための措置が取れなかった。また、資産保全処分の対象に担保付き債権は含まれておらず、担保権の行使を妨げることができなかった。その結果、仮に企業が再生可能であっても、その再生手続きに時間や費用がかかる結果、その間の債権者による権利行使によって、企業の保有する資産が流出してしまい、再生が不可能になるという事態が発生する。これは、経済学でいう **Coordination failure** という問題である。

この問題点について検討してみよう。いま、ある企業が経営困難に陥った場合に、その企業に対する債権者が二人いる場合を想定しよう。第1表の行列には、AとB、二人の債権者の行動によって、各債権者の利得がどのように変化するか描かれている。第1表では、社会的な利得(債権者AとBの利得の合計)が最大になるのは、両債権者が権利行使をしない場合である。両者が権利をさしあたり行使せずに、再建に協力すると、それぞれ1の利得があるとされる。これに対して、各債権者がともに権利行使すると、各自の利得はそれぞれゼロになってしまう。ここで各債権者

にとって重要な点は、仮に、この企業が将来再生の可能性があるとしても、自らの債権価値を保全できるか否かである。

もし債権者間の合意が速やかに得られないか、あるいは仮に合意が得られてもお互いの行動をチェックすることができないならば、自らの利益を最優先にして行動することが合理的である。すなわち、債権をいち早く取りたてることによって、自らの利益の安全性を確保する必要がある。お互いにそのような行動に出る結果、再生可能な企業であっても企業は再生されず、資産が散逸してしまうという事態が発生する。このような事態を第1表の行列は示している。

債権者 A にとっては、債権者 B がどのように行動するかにかかわらず、権利行使をしない場合よりも、権利行使をした場合のほうが常に高い利得を確保できる。債権者 B が権利行使をしない場合に A が権利を行使してもしなくても、A の利得は 1 に等しい。また、B が権利行使をする場合には、A が権利行使をすると、しない場合よりも利得は -1 から 0 へと上昇する。このことは、債権者 A は B の行動にかかわらず、権利を行使したほうがよいことを示している。

債権者 B にとっても、お互いに協調ができない限り、自らの権利行使をしたほうが合理的である。その結果、この時のナッシュ均衡はお互いに権利を行使することになり、各利得はゼロになってしまう。お互いの協調によって、権利行使を禁止することが、企業にとって、また各債権者にとって有効である場合にも、実はこのような均衡は達成されず、各自の権利行使によってお互いにとって不利な均衡が実現してしまう。

第1表 企業の破綻と債権者の権利行使(債権者 A の利得,債権者 B の利得)

		債権者 B	
		権利行使する	しない
債権者 A	権利行使する	(0,0)	(1,-1)
	しない	(-1,1)	(1,1)

これが、本来再生可能な企業があっても、各債権者間の協調が実現できないために、再建が果たせなくなってしまう事態である。これは囚人のジレンマと呼ばれるゲームの典型的なケースである。

このような事態を防ぐために、各債権者の行動をいち早く察知することによって、

債務者がさまざまな権利行使から強制される弁済を禁止して、債務者負担を減らす必要がある。債権者が、債務者の財産を処分できないようにすることが再生にとって重要である。債権者の権利行使を禁止することができれば、各債権者の利得は第1表にあるように1となる。

この目的のために作られたのが、民事再生法である。民事再生法のもとでは債務者財産を保全するために、いち早く経営困難に陥ったことが認識できる債務者や債権者が裁判所に申し立てをすることができる。それによって債権者の権利行使を禁止することができ、かつ各債務者の弁済も禁止できる¹。これによって、効率的な再生に向けての手続きが開始される。この意味で、民事再生法は効率性の観点から高く評価できる。なぜなら従来やり方では、再生可能な企業であっても、さきに述べた理由から、それが実現できなくなってしまう。

2.2 抵当権と民事再生法

民事再生法の第二の特徴は、抵当権の消滅請求が認められたことである²。抵当権とは、企業が債務不履行に陥った際に、企業の保有する特定の資産から得られる売却代金や賃料等に対する優先的な請求権をいう。この意味で、抵当権は企業の債務不履行という条件付きの権利（Contingent Claim）である。一方、一般に倒産などの企業破綻とは、企業が過大な債務を保有するなどの結果、経営活動を続けられなくなってしまいう状況をいう。そのため、企業破綻を単に債務不履行として解釈すると、抵当権実行を容易にする結果、将来の再生の可能性を奪ってしまうかもしれない。逆に企業破綻という事態を、債務不履行よりも広く解釈すると、抵当権の実行が困難になり、抵当権者の利益が著しく侵害されるという事態が予想される³。

抵当権者の権利を過度に保護すると、さきに述べたように、企業の再生に欠くことのできない資産が抵当権実行によって流出してしまうという事態が発生する。もちろん、抵当権者にとってみれば、経営不振に陥った企業の保有する土地や工場に対して設定された抵当権を実行することによって、自らの資金に対する安全性を確保しようとするのは当然である。しかし、企業にとってみれば、抵当権の実行に

¹ ただし、民事再生法の下でも、抵当権等の担保権の権利行使は別除権として認められている。しかし、次節で説明するような抵当権の消滅請求が法的に認められるようになった結果、問題は大幅に軽減されることが期待されている。

² 民事再生法では、抵当権だけでなく、質権や商事留置権など他の担保権に対しても消滅請求権が認められた。そのため本稿では、この権利を担保権消滅請求権と呼ぶ。ただし、他の担保権についても同様の議論が成り立つと思われるが、本稿の説明では抵当権の消滅請求権だけを対象とする。

³ この意味で、滌除制度や短期貸借権は、抵当権執行妨害として、抵当権者の利益を阻害している。短期貸借権が

よって必要な資産が競売にかけられることは、再生が不可能になることを意味する。したがって、必要に応じて抵当権を消滅させることができれば、再生存続への手続きが速やかに開始されることになる。そのための措置として、債権者が保有する抵当権を、弁済によって消滅させることができるかどうか、再生手続きを速やかに行うための重要なカギとなる。

民事再生法のもとでは、抵当資産の市場価格に見合う弁済をすることで、迅速に抵当権を消滅させることが可能になった。従来考え方のもとでは、抵当権を消滅させるためには、その原因となった資金を全て弁済(返済)しなければ、抵当権を消滅させることはできないと考えられていた。そのために、弁済が十分に行われないと、抵当権の設定された財産が競売にかけられ、再生が不可能になるという事態が発生する。このような事態を回避するために、抵当権を消滅させることが必要である。とりわけ、抵当権価値が土地不動産価格の下落によって、貸出金の額よりも下がっているときに、この問題はいっそう深刻になる。

たとえば、1億円の貸出金に対して、同額の担保が設定された場合を考えてみよう。財産価値の低下によって、抵当権価値が1億円から7,000万円に低下してしまった場合には、従来ならば1億円を全て返済しない限りは抵当権を解除することはできなかった。しかし、抵当権消滅制度のもとでは、実際の抵当権価値7,000万円を抵当権者に支払うことによって、抵当権を解除することができるようになった。もちろん、残りの3,000万円は依然として債務として残る。したがって、この制度によって、抵当権を消滅させるためのコストを1億円から7,000万円に低下させることができるようになった⁴。

これまで述べたのは、企業の継続価値が、その時点で企業資産を売却処分して得られる清算価値よりも高いことが誰の目にも明らかな場合でも、企業が清算されてしまう可能性である⁵。しかし逆の問題もある。以下では、清算価値の方が継続価値よりも高くなる場合に、企業が継続されてしまう可能性も考慮しながら再生法の意義を検討していこう。これは抵当権をどのようなときに行使できるかという条件に関係している。

このとき、消滅請求制度の意義は、単に経営資産の保全という機能にとどまらない

資源配分に及ぼす影響については、山崎・瀬下[1999]を参照。滌除制度については本稿付論1参照。

⁴ 従来は抵当権と負債額は不可分の性格を有していた。しかし、担保権消滅請求制度の下では、負債額と抵当権を分離して、抵当権を市場価格で再評価することになった。

⁵ 以下では、誤解の恐れがない限り、単に継続価値と言う場合は、企業を継続する際に得られる将来収益の割引現在価値を指す。これに対して、清算価値とは、企業の保有する全資金を時価評価した値（スクラップ・ヴァリュ

い。特に、この制度は、民事再生法の下で債務者が申請後も再生債務者として経営権を維持できることと重要な関係がある。そこで、2.3 節で、再生債務者の問題を議論した後で、改めて抵当権消滅制度の意義を検討しよう。

2.3. 最安価損害回避者と債務者によるモラルハザード

新しい民事再生法のもう一つの特徴は、債務者自身が再生手続きを申し立てることができる上に、その債務者が、申し立て後も再生債務者としてその地位にとどまり続けることができる点にある。このように 既存の債務者が、申し立て後にもその地位を認められることには、メリットとデメリットがある。

通常、経営者は債権者よりも多くの情報を有しているという意味で、会社の危機的な状況をより良く認識し、対処できると考えられる。この意味で最安価損害回避者(Cheapest Cost Avoider)は経営者である⁶と考えられる。しかし、もし経営者が最安価に企業破綻を回避できるのであれば、経営者に破綻に関する責任を負わせることが、効率的に破綻を回避するうえで望ましいはずである。それにもかかわらず、民事再生法で経営者の破綻責任を免責するには合理的な理由があると思われる。この場合、経営者にその地位を認め続けさせることは、会社の現状をより早期に債権者等に知らせ、改善の方法を探るためのインセンティブを経営者に与えることになる。これは効率性の観点から望ましいことである⁷。

もし、申し立て後に経営者がその地位を追放されるとすると、経営者は申し立ての時期をできるだけ遅らせようとするインセンティブを持つ。その結果、経営資産の劣化が急速に進むかもしれない。特に破綻の危機に瀕した企業の経営者は、いままでの失敗を取り返そうとする結果、より危険なプロジェクトを採用したり、企業経営をより危険な方向に誘導したりする可能性が高い。特に、プロジェクトが十分な成果を上げられないと予想した企業は、将来、よりリスクな選択をする可能性が非常に高い。これは有限責任性のもとでは、失敗しても損失は限定されるので、成功時の成果にのみ経営者の関心が向けられるからである。

従来の手続きのもとでは、再建手続きが成功する確率は非常に低くなっていた。このような結果になったのは、経営者がその地位を失うことを恐れ、完全に再建が不可能な状況になるまで、ほとんどその状況を開示しようとしなかったからである。

一) を言う。

⁶予想される損害を最も安い費用で回避できる主体を最安価損害回避者と呼び、通常、そのような主体に損害回避を義務づける方が資源配分は効率的になる。この議論については、Calabresi (1970)および浜田(1977)を参照。

倒産法等の法的な破綻処理手続きの中で、意志決定権を経営者に与えても、債権者に与えても、その権利関係が明確な場合には、コースの定理から効率的な意志決定は常に達成可能であるはずである。確かに、経営者と債権者の交渉によって、継続すべきか否かの意志決定についての権利配分は効率的に決定される。しかし、そのような権利配分をもたらす所得移転を予想すると、しばしば事前の資源配分を歪めてしまう。また、情報の非対称性がある場合には、通常、コースの定理は成立しない。

さて、しばらくの間、企業価値に対する情報の非対称性はないとして議論しよう⁸。この状況で、経営権の決定を優先債権者に委ねる場合を考えよう。この場合、優先債権者は、抵当資産を売却処理した場合に受け取る清算価値を **threat** として交渉を行い、企業の継続価値が、その時点の清算価値よりも高い場合には、優先債権者は一部の債権を株式に転換するなどの手続きを通じて、継続にともなう価値の増加を実現でき、それ故、継続へのインセンティブを持つことができる。このことは、債権者自らが合理的な選択の下で優先権を放棄することを意味するが、このこと自体は非効率性をもたらす原因とはならない⁹。

このような優先債権者への権限付与は、一人、もしくは比較的少数で、十分な協調が達成される場合には効率的な意志決定を達成できる。しかし 2.2 節で説明したように、複数の企業資産が存在し、それぞれに優先抵当権者がいるような多くの場合、このような協調行動は達成されず、取り付けのような状況を引き起こし、企業は存続できなくなる恐れがある。¹⁰

逆に、破綻処理の手続きの中で、経営者に経営権を認め続ける場合にも、問題は残る。経営者は企業を解散してしまうと、その地位にともなう様々な利得を失うことになる。このことは、継続価値が清算価値より低い場合にも、経営者に企業を継続させようとするインセンティブを与えてしまう。したがって、経営者が策定する

⁷ このような議論は、Povel(1999)等参照。

⁸ 情報の非対称性がなくても、優先権侵害という深刻な事態が発生することを明らかにしたい。

⁹ 特に **debt-overhang** のような状況にある場合には、このような早期の情報開示と、再建計画の策定は極めて有効になる。

¹⁰ 超越的な議論として、企業を全体として競売にかけることを認めれば、全体で継続価値があるものは、それだけ高い価格で購入されるから、再生手続き自体必要ないという議論も存在する。ただし、競売そのものが、このように効率的に働かない可能性がある。その理由として、外部の購入者は企業の継続価値についての確に判断できないと言う問題がある。とくに、ある企業が経営危機にある場合に、その産業全体でも景況は良くないかもしれない。その場合、正当に評価できるようなライバル企業でさえ購入資金を用意することはできなくなる。そうでなくても、大企業になるほど、その企業を全体で購入する場合の資金を調達することは多くの購入予定者にとって容易なことではなくなるという意味で、流動性制約の問題もある。

再建計画は、常に継続の方向に歪む可能性がある。この状況の下で、すなわち継続価値が清算価値より低い場合に、経営者に、企業の清算や解散を前提とした計画案を策定させるためには、債権者から経営者や株主等に、企業を継続した場合に彼等が得る利得以上の所得移転を発生させる必要が生じる。このことは、優先権を侵害させる以外の何物でもない。そして、このことを予想する債権者は、結局最初から資金提供をしようとは思わなくなってしまう¹¹。

したがって、再生手続きにおいて経営者と債権者の間で企業価値に関する情報の非対称性がない場合でさえ、経営権を債権者に与えることと債務者に与えることは、企業の再生とモラルハザードを抑制するという目的を実現する上で、互いに二律背反の関係にあるといえる。経営権を債務者に与え続けておけば、再生手続きは迅速化するが、非効率な企業の継続が生じたり、それを回避するために、優先権が侵害される可能性がある。これに対して、再生手続きにおいて経営権を債権者に委譲すると、優先権が侵害されることなく、非効率な継続を回避することができるが、再生手続きの申請が遅れたり、協調の失敗のため企業が再生できなくなってしまう¹²。この結果は第2表にまとめてある。

第2表 経営権移転の費用と便益

		再生手続き	優先権の保持	非効率企業の淘汰
経営権移転 の可能性	経営者	○	×	×
	債権者	×	○	○

経営者と債権者の間で企業価値に関する情報の非対称性がある場合には、これらの問題は、いずれの場合にもより深刻化する。たとえば、債権者間で合意を形成するのが困難になるため、それだけ協調の失敗は生じやすくなる。また、債務者の再建計画を、そのまま鵜呑みにし、非効率な企業が継続する恐れも高くなる。

¹¹ 本稿第3.2.3節および付論2を参照

¹² Povel(1999)は、プロジェクトの質に関する情報と経営者の努力水準に関して情報の非対称性があるケースを考え、それぞれがもたらす問題の相対的な大きさに依存して、Softな破綻手続きとToughな破綻手続きが、事前選択される可能性があるとして指摘した。ここでSoftな破綻手続きは、経営者に一定の分配を補償するような手続きを言い、Toughな手続きとは、何の分配も与えないような手続きを言う。しかし、このモデルは、経営者がプロジェクトのリスクを後で知り、そのリスクを変更できないことを前提としている。3.2.3節や付論で議論するように、経営者がプロジェクトを変更できるようなケースや、あるいは予め経営者がリスクを知っている場合にはこの単純な議論は成立しない。

3.担保権消滅請求制度の意義と限界

3.1 担保権消滅請求制度の意義

さて、それでは再生手続きを迅速化させるという目的を実現しながら、優先権を侵害せずに非効率企業を淘汰する方法はないのだろうか。この問題を解決するための、一つの工夫として、抵当権の消滅請求制度を評価することができる。抵当権は、民事再生法でも別除権として扱われ、権利変更を受けないものとされる。民事再生法のもとでは、経営者にその地位を認めさせ続ける一方で、債務者および債権者が再建計画を作成することになっている。提案された再建計画は多数決によって決定される。ここで、抵当権者はこの議決権を有していない。抵当権者は別除権として扱われているために、債権の抵当権解除時に支払われる抵当権価値以上の債権を保有している場合にだけ、その残余について議決権が発生する。ただし、2.2 節で説明したように、その抵当権を消滅する際に必要とされる抵当権価値は、市場価格によって評価される。

別除権の下で、抵当権を有する優先債権者はその地位を実質的に保護される。そのため継続価値が清算価値よりも低い場合には、抵当資産が企業の継続に重要な資産であっても、経営者は抵当資産の抵当権を解除しようとするインセンティブを持たないから、抵当権が行使され、結果として債権者の地位が維持されるとともに、最適な意志決定が達成されると期待される。

もちろん、再生法の申請前には、企業の経営状態について経営者と債権者間に発生する情報の非対称性の問題は依然として残っている。その結果、さきに述べたように、経営者は継続価値が清算価値より低いにもかかわらず、再生法の申請を遅らせて、自らの利益を守ろうとする行動に出るかもしれない。しかしこの問題は、後述するように、優先権侵害と密接に関係している¹³。

他方、継続価値が抵当資産の清算価値より高い場合には、経営者は抵当権を解除して経営を継続し、同時にその地位も維持される。したがって、抵当権に別除権を与えつつ、それを解除する権利を経営者に与えることによって、最適な意志決定が達成できる。ここでは、ひとたび再生法が申請された後では、企業の継続価値に関する情報の非対称性は、問題とはならないことに注意しよう。なぜなら、企業の継続価値が清算価値よりも高いか、低いかの判断をしているのは経営者に他ならないからである。その意味で、担保権消滅請求の基準を担保資産の市場価格とすること

¹³ この点については、4.2 節参照

自体には、一定の合理性がある。

以上の議論は、Bebchuk(1988)や Agihon, Hart, and Moore(1992,1995)などが提案した再建企業の株式オプションを利用した破綻処理手続きに似ている¹⁴。この手続きの下で、劣後する請求権者には、その債権額に応じて、優先債権者に与えられた再建企業の株式 100%を、優先債権者の債権総額と等しい金額(権利行使価格)で購入できる権利(コールオプション)が与えられる。例えば、いま優先債権者が 1 億円の債権を持ち、劣後債権者が 5000 万円の債権を有した状況で、企業が提案された破綻処理手法を利用した場合を考えてみよう。まず、優先債権者、劣後債権者及び株主は自分の債権や破綻企業の株式をすべていったん放棄する。その代わりに、優先債権者はこの再生企業の新規株式をすべて受け取り、劣後債権者は、権利行使価格 1 億円でこの新規株式をすべて買い取る権利(コールオプション)を受け取る。また、旧株主には 1 億 5000 万円で、この再生企業の新規株式を劣後債権者から、すべて買い取る権利(コールオプション)が与えられる¹⁵。

もし、優先債権額よりも、企業の継続価値と清算価値のいずれの価値も低ければ、優先債権者が株主となって、意志決定をすることになる。この時優先債権者は、企業の継続価値よりも清算価値が高ければ企業を清算し、逆に低ければ企業を継続し、その企業価値のすべてを獲得することができる。したがって、最適な意志決定が達成される。もし、企業の継続価値が 1 億円以上で優先債権額よりも高ければ、劣後債権者もしくは株主がコールオプションを行使することになる。もし企業の継続価値もしくは清算価値が 1 億円から 1 億 5000 万円の範囲であれば、劣後債権者がコールオプションを行使するとどまり、1 億 5000 万円を越えるようになると旧株主が最終的な株主になり、意志決定することになる。なぜなら、それだけの価値がなければ、オプションを行使しても利益を得られないからである。ここでそれぞれ最終的に株主になった者は、継続価値が清算価値よりも高ければ継続し、そうでなければ清算することを選択する。したがって、最適な意志決定が達成されるのである。

すなわち、企業の最大価値に応じて、実質的な意志決定者を変えるという意味で、この破綻処理手続き案は、上の担保権消滅請求権の議論と似ている。逆に、担保権消滅請求権は一見、Bebchuk(1988)や Agihon, Hart, and Moore(1992,1995)の提案した

¹⁴ Bebchuk(1988)や Agihon, Hart, and Moore(1992,1995)などが提案した破綻処理手続きの解説と、その手続きと日本のメインバンクによる私的な破綻処理の類似性については、池尾・瀬下(1998)参照。本稿の議論との大きな違いは、池尾・瀬下[1998]の議論は、あくまで事後的な効率性の問題しか扱っていない点である。

¹⁵ 同じ優先順位の複数の債権者や複数の株主がいる場合には、それぞれのクラスで、債権額に応じた比率で、これらの権利が配分される。

スキームの応用簡略版のように見える¹⁶。しかし、両者には決定的に異なる点がある。それは、これらの提案が各債権者の、債権の優先順位を維持するように設計されている点である¹⁷。たとえば、劣後債権者が株式を取得し、意志決定権を得るには、劣後債権者は優先債権者にその債権総額と完全に等しい金額(上の例では1億円)を支払う必要がある。

これに対して、担保権消滅制度では、実は優先債権者の優先権は維持されない。なぜなら消滅請求制度では、意志決定権を行使するために経営者(再生債務者)から担保権者に支払われる金額は、抵当資産の市場価値ですみ、消滅後に残余債権がある場合には、この部分について劣後債権と同等に扱われるからである。したがって、この制度は優先権を侵害することになる。この問題点についての主要な議論は、以下の3.2節で詳しく説明しよう。

なお、担保権消滅請求制度の下で、経営者の情報開示が迅速になされるのは、企業の継続価値が清算価値よりも高い場合に限られる。継続価値が低い場合には、経営者はその地位を維持しようとして情報開示を遅らせる可能性をこの制度で排除することはできない。

この点については、旧和議法と比較すると経営者だけでなく、債権者による手続きの申請が認められた点で、民事再生法は少なくとも和議法よりは効率的で迅速な対応が可能になると考えられる。多くの場合、優先債権者は銀行であり、その債権の満期は社債などと比べると比較的短期に設定されている。これらの点を考慮すると、債務不履行が将来の企業価値と有意な相関関係がある場合、企業が債務不履行を起こしたことをシグナルとして、優先債権者等が民事再生手続きを申請することが、望ましい結果をもたらすと思われる¹⁸。

¹⁶ これらの提案で、権利の移転がコールオプションの行使によってなされるように設計されている点も、もちろん別除権を前提とした担保権消滅請求制度とは大きく異なる。このようなオプションは、その市場取引を認め、その市場価格を通じて、企業価値に関する情報制約の問題等が緩和できるほか、細分化して取り引きすることが可能なため、脚注10で議論したような流動性制約の問題も回避しやすいと考えられている。

¹⁷ なお、Agihon, Hart, and Moore(1995)は、優先債権を別扱いする提案をしている。この提案において、優先債権がもし担保価値よりも小さければ、その債権はそのまま存続させ、劣後債権を株式に転換し、それ以降の劣位の請求権者には、コールオプションを与えられる。一方、担保価値よりも大きい場合には、担保価値までを存続させ、残りを最も優先権の高い債権として株式に転換するというものである。もちろん、一定期間優先債権は抵当権の行使を禁止されるが、その後再び債務不履行を起こすなどの問題が生じた場合には、抵当権を行使できる。したがって、この手続きの下でも優先権は維持されている。

¹⁸ 企業の破綻という状況は実質的に、企業の意思決定権が債務者から債権者に移転する状況を意味する。このような状態依存的な決定権の移転が正当化できるのは、Agihon-Bolton(1992)が指摘したように、少なくともその状況下で経営者より債権者の意思決定の方が適切になされることが期待できるからである。このような状態依存的なコントロール権の移転が望ましいとする議論はAghion and Bolton(1992)及び Dewatripont and Tirol(1994)等参照。

また Park(2000)は、経営者がリスクの高いプロジェクトを選択するなどのモラルハザードを起こすことが問題となる場合、優先債権者の方が情報生産のインセンティブはむしろ高まることを指摘した。企業を清算した場合

しかし、担保権消滅請求制度があると、優先債権者は、以下で説明するように、その優先権が脅かされることを危惧し、このような申請を躊躇し、制度が期待通りに機能しなくなる恐れがある。その意味でも現行の担保権消滅請求制度は大きな問題を抱えている。

3.2 現行担保権消滅制度の問題点

いま述べたように、現在の民事再生手続きの中で問題となるのは、抵当権価値の下落によって、抵当権として保証された優先的な権利が毀損されてしまうという点である。抵当権の本来の考え方からすれば、債務不履行に陥った場合にも抵当権の価値は保全されるべきである。これによって、債権者、特に金融機関の利益が保護される。しかし、現行の担保権消滅請求制度では、抵当権者の利益は保護されていない。以下では、この点について詳しく説明していこう。

3.2.1 現行制度の問題点¹⁹

担保権消滅請求制度が持つ大きな問題点は、不可分性を軽視する結果、担保権の優先権が容易に侵害されることにある。すなわち、担保権消滅請求制度では、その市場価格で弁済が終われば、貸し出し債権者の優先的な権利は保護されなくなってしまう。例えば、1億円の貸し出し債権のために設定された担保権が、実際の市場価格7,000万円の支払いによって解除されると、残りの債権の優先権が他の債権者と同じ地位まで低下してしまう。

この場合、この制度を濫用する可能性が生じる。例えば、いまの例で、この借り手の債務返済能力は、このまま経営を続ける限り、抵当資産の価値を除いて3000万円にすぎないとしよう。このままで企業が経営を続ける限り、銀行は3000万円の返済を受けて、残りを担保権を行使することで7000万円回収することができるから、抵当権の不可分性の下で1億円の債権は実質的に保護される。いま、企業は劣後する負債1億を、さらに別の金融業者から負っているものとする。確かにこの過程で、

に得られる利得は経営者の行動と無関係に一定だが、企業の継続によって、モラルハザードを引き起こす結果、むしろ企業価値は低下する恐れがある。したがって、情報生産のbenefitを内部化しやすくなるのである。
¹⁹法律家の間では、担保権消滅請求制度の可否を議論する点で、抵当権の滌除制度との関連が大いに議論されている。特に、滌除制度では、滌除の請求価格の評価に関連して濫用されることが大きな問題となっているため、同じことは民事再生法に導入された担保権消滅請求制度についても起こり得る可能性は否定できない。ただし、この問題は、運用上の問題であって制度そのものの問題ではないと思われる。また滌除制度そのものは、濫用目的以外に必要性のない制度で、それ自体、廃止すべきものであって、制度自体には意義が見いだせる担保権消滅請求制度と同列に論じるものようには思われない。滌除制度の経済学的評価と廃止の提案については本稿付論1参照。

劣後債権者は、企業から何の弁済も得ることができない。

しかし債務者が民事再生法を申請し、この劣後する金融業者から追加で 7000 万円を借りてその資金で優先債権者に弁済し、優先債権者の抵当権を消滅させるとしよう。この時、銀行の保有する債権割合は $3/20$ (3 千万円/(銀行債権 3000 万円+金融業者 1 億 7000 万円)) に低下する。企業は全体で 1 億円の価値を持つから、銀行の負債で返済される金額は総額で 8500 万円(担保権の買い戻し額 7000 万円+残余債権の弁済 $1 \text{ 億円} \times 3/20$) にすぎなくなる。

他方、劣後していた貸し手は、本来まったく何の弁済を得ることができなかつたにもかかわらず、7000 万円の追加融資をすることで、総額 8500 万円 ($1 \text{ 億} \times 17/20$) を弁済されることになる。したがって、劣後債権者にこのような融資をするインセンティブが生じる。

さらに、もしこの追加融資に対して、当初の抵当資産に新たに抵当権を設定することが認められるならば、完全に優先権が覆り、劣後していた貸し手は、7000 万の優先債権と 1 億の劣後債権を持つことになるので、さらに多くの返済を受けることが可能になってしまう。この原因は、劣後債権者が民事再生法の担保権消滅請求制度を利用して、事後的に、優先権を覆すことができるからである。

この問題は、いま想定したように、劣後債権者が総額で 1 億 7000 万円を実際に貸す場合にも生じるが、悪質な事例では、おそらくこの債務金額そのものを偽る可能性が高い。実際には借りていなくても、経営者は有限責任なので、平気で嘘の金額を借りたと偽り、劣後債権者の取り分を高めることを認め、その分有利な取り計らいなどを劣後債権者に求めようとするだろう。

例えば、いまの例で、もともと金融業者が劣後的な債権を持っていない場合、抵当権の消滅請求にあたって、単に 7000 万を融資しても、金融業者の純利得はせいぜいゼロであるが、もともと、それに先だって、1 億貸していたことにすれば、1500 万の追加の利益を得られる。したがって、経営者と劣後債権者が結託して、借用証書に嘘の記載をするなどの、詐欺的な濫用を導く可能性が極めて高い^{20,21}。

²⁰ 一応再生法には、監督委員が債権額を確認すると共に、債権者相互に意義を述べてチェックするという仕組みが設定されている(この点は山本和彦先生にご指摘頂いた)。ただ、短期貸借借権で多額の架空の保証金等が登記された事例を見ると、劣後債権者にそのような濫用の機会が開かれていること自体が、債権額を客観的に確定する際に障害をもたらす結果となる。これは再生手続きを長引かせ、問題を深刻化させることになるように思われる。

²¹ 森田(2000)は、事業譲渡の際にも担保権消滅請求制度を利用できるとした場合、現行の担保権消滅請求制度では貸借権等の用益権を消去できないことが濫用の温床になり得る可能性を指摘している(森田：p96 参照)。この点も、山崎・瀬下(2000)が短期貸借借権の議論の中で指摘した問題と同様、優先権を侵害するものと理解することができる。

3.2.2 不可分性の意義と担保権消滅請求制度

これに対して、たとえ一億円の債権があっても、抵当資産の価値が1万円であれば、抵当権を実行した場合に、抵当権者はそれで我慢しなければならないのであるから、それで十分ではないかという批判がなされるかもしれない²²。事後的な関係だけを見ると、この主張は一見正しい様に見える。

しかし、このような批判は、実は事前に、なぜ1万円の価値しかない資産を担保に、貸し手が資金を貸したのかという点を、完全に見落としている。あるいは、抵当権を実行したときに得られる価値と抵当権行使が可能な資産（オプション付き債権）の価値の違いを無視した議論といい換えることもできる。抵当権者は、1万円の価値しかない資産でも、借り手の能力や追加の投資等によって、その潜在的な価値が引き出されることを期待したはずである。

たとえば、次のような例を考えよう。現在は原野で1万円の価値の土地でも、多額の投資をして、地下を掘れば数億の収益が得られる温泉の源泉に突き当たることが期待されているとしよう。ある投資家が1億円をこの土地の所有者である温泉開発業者に融資して開発を行ったが、不運にして、投資資金を使い切っても源泉は見つからなかった。

ただし、この融資者はこの間の調査や掘削作業を参考に、源泉のある場所をほぼ確信し、あとわずかの追加融資で源泉が掘り当てられると思っていたとしよう。しかし、温泉開発業者と意見が合わず、再生法が申請されて抵当権を消滅させられた。そして、この時点での土地の価値は、通常の前野としての価値1万円に等しく、抵当権は1万円の弁済で消滅させられたとしよう。

このとき、開発業者は、この土地に新たに抵当権を設定して、別の投資家から元利合計で資金2億円を借り、いろいろな場所を掘り続けたとする。この結果、最終的には運良く、2億の価値の源泉を掘り当てたが、それは当初の融資者が期待していた場所と一致していた。この場合でも、新規の融資者には元利金全額が弁済されるのに対し、当初の融資者は、一般債権者として劣後して扱われるので、1万円以外の何らの弁済も受けられなくなってしまう。もし、当初の融資者が自らの意志で、1万円で資産を売却したのなら問題はない。それがその土地の潜在的な価値を十分

²² 同じ様な批判だが、そもそも抵当権は価値権であるから、その抵当資産の価額分しか回収できないのであって、それで十分であるという批判がなされるかもしれない。しかし、このような批判は抵当権の本質を、価値権ドグマの下で誤解したものである。抵当権は本来もっと重要な意義をもった権利として解釈されるべきものである。

に反映していると判断した結果だからである。

しかし、抵当権消滅請求権によって、この意志決定をしたのは債務者である。この事例では、投資資金を使い切ったとき、当初の融資者は抵当権を実行せず、自ら追加融資に応じた可能性が高い。なぜなら、この融資者はこの土地の潜在的な価値を十分に理解し、源泉の位置までほぼ確信していたからである。この時、果たして当初の債権者の弁済は、本当に1万円ですむと言えるだろうか？ この例が、抵当権の不可分性の重要性を示している²³。

上の事例はまた、不可分性が単に権利行使時期の保護だけを目的とするものではないことを示している。なぜなら、いま述べた事例では、権利行使停止時期と同時に、残余債権分が自動的に劣後させられていることが問題を引き起こしているからである。

逆に、不可分性は、その債権額全体に対して優先的請求権を保証することによって初めて、抵当資産の利用権限を持たない立場にある債権者の権利を保護できることが分かる。不可分性による保護の解除が認められるのは、競売の実行権など、当該資産の利用権を債権者が実質的に手に入れたときだけである。

既に述べたように、担保権の消滅請求を市場価値で実現することには、一応の合理性がある。この意味では、不可分性の基準の下で担保価値が債権額に等しく保証されるべきという主張とは確かに矛盾する。この点を権利行使時期の保護の観点から見ると、消滅請求制度で払い込まれる金額は、いわば、権利行使を停止するための担保あるいは保証金であると解釈すべきものである。この保証金額を市場価格に等しく設定すれば、企業を継続すべきか否かに関する意志決定は適切に行われる。しかし、この金額はあくまで一部債権の保証であって、それでは保証されない部分が発生する。この金額で不可分性による保護を完全に消滅させることは、優先権侵害以外の何物でもない。

3.2.3 優先権の侵害がもたらす問題

このような優先権の侵害は、単に分配の問題にとどまらない。重要なことは、優先権の侵害に基づく事後的な所得移転を利用することで、債務者は追加の資金調達が可能になるようになり、これによって、非効率なプロジェクトを実施しようと

この点については瀬下・山崎(2001)第2節等参照。

²³ 会社更生法の更正担保権の扱いも、確かにさまざまな制限を受ける。しかし、少なくとも会社更生法では厚生担保権者には更生計画に対する承認権が多数決ながら保証されている。その意味で、濫用の余地は民事再生法に

するなど、債務者がある種のモラルハザードを起こす可能性がある。

この直感的な理由は、以下の様に説明できる。貸し手はこのような債務者のモラルハザードを排除するように、十分に債務者のインセンティブを考慮して抵当権やその他の担保権を設定する。しかし、優先権が侵害されると、借り手が破綻したときに、既に設定した抵当権価値の一部ないし全部を劣後債権者に移転させることができる。そのため借り手は追加抵当権の設定などの負担を被ることなく、実質的に低いコストで資金を調達することができるようになる。この場合、リスクの高い非効率なプロジェクトを追求するなど、モラルハザードを起こすインセンティブが回復してしまう。

しかし、これで話は終わらない。もしそうであれば、このようなモラルハザードを予想する貸し手は、優先債権者となることを恐れ、はじめから資金の貸出そのものをやめてしまうであろう。付論2では、このような優先権の侵害がもたらす時間不整合性の問題を簡単なモデルによって示している。

またこの他、優先権の侵害は破綻時にのみ利益を債務者にもたらすから、リスクの大きい借り手にとって、それだけ大きな利益をもたらす。そのため、情報の非対称性がある場合には、優先権の侵害を織り込んだ金利の上昇は、リスクの高い借り手には過小で、リスクの低い借り手には過大になると言う意味で、逆選択の問題を深刻化させる恐れがある²⁴。この場合にも、均衡で資金の貸借量は減少してしまう。

民法上の順位確定の原則が常に守られているならば、このような銀行等による貸し渋りは発生しない。銀行の貸し出し量の制限によって、投資は深刻な影響を受けると考えられる。その意味で順位確定の原則はきわめて重要な原理である。

4.民事再生法修正の提案

4.1.担保権消滅請求制度修正と滌除制度廃止の提案

さて、このような問題点を回避するためには、どのようなことが考えられるであろうか。問題が発生するのは優先順位が覆されるからである。したがって抵当権消滅制度によって抵当権が消滅しても、抵当権者の再生企業に対する優先権が維持できるようにしておけば、問題は発生しない。抵当権が消滅した後でも、抵当権者には他の債権者よりも優先的な権利を与えて、企業の再生にコミットできるようにし

比べればはるかに小さい。

²⁴ これらについて詳しくは、山崎・瀬下(2000)第3節及び Longhofer (1997)参照。なお優先権と所得分配に関する議論としては Schwartz(1989) 参照。

ておくことが望ましい。例えば、将来同じような債務不履行が再び発生したときに、抵当権者の利益を維持できるように、他の債権者よりも企業の資産に対して優先的な権利を与えておく必要がある。再建後にも担保権と同様の優先権をかつての抵当権者に認めるべきである²⁵。

たとえばアメリカの連邦倒産法では、Chapter11の申請によって、原則としてすべての債権者の権利行使は自動的に停止され、それゆえ担保権行使も禁止されるが、再生債務者や管財人は、担保権者等にその権利に実質的に等しい価値を提供(「適切な保護(adequate protection)」と呼ばれる)することが義務づけられている²⁶。その際、担保の価値が被担保債権よりも低くなると、たとえノン・リコース特約が付いていても、その不足分についてはリコース債権と同様に、無担保債権者として権利行使することができる(1111条(b)項(1)号)。

ここで、ノン・リコース特約とは、債務不履行にともなう担保権の実効によって不足が発生しても、その不足部分について債権者は請求権を放棄する特約で、アメリカではかなり一般的に用いられる特約である。これは、いわば、債権と担保権の不可分性を予め放棄しておく契約と考えることができる。アメリカの連邦倒産法では、債権者をいくつかのグループに分けて、別個に再生計画を承認させるが、この担保不足分の債権者のグループは、その際、単独のグループとして扱われる。そのため、このクラスの債権者だけで再生計画の承認を否決することもできる。一つのグループでも再建案を否決した場合には、経営者等はクラム・ダウン条項²⁷を発動して再生計画の承認を裁判所に求めることになるが、その際、再建案が承認されるには、経営者は絶対優先の原則²⁸の適用を受けることになっている。そのため、担保権者はこれを前提に再生債務者と交渉することが可能になる。

さらに、もう一つの方法として、Chapter11の申請後、ノン・リコース特約を付している場合でも、担保権者は担保不足額を含めて、その保有する債権全額を再生計

²⁵ 森田(2000)は、清算価値で担保権を消滅させると、十分な継続価値がある場合に、準優先債権者の権利が優先債権者をスポンサーとする消滅請求制度によって侵害される可能性も指摘している(森田：p100 脚注(43)参照)。この問題も、このスポンサー融資の内、優先債権部分と相殺されない残債権(実質的な新規融資部分)については、当然、準優先債権者の残債権よりも劣後させられる、すなわち優先権を尊重することで回避できると思われる。

²⁶ この節のアメリカの連邦倒産法に関する説明は、基本的に脚注も含め、すべて高木新二郎(1996)の解説に依存している。もちろん、解釈に誤りがあれば、それはすべて本稿筆者本人に帰することは言うまでもない。

²⁷ アメリカの連邦倒産法では、計画案について異なる請求権者のクラスごとに、個別に承認の投票を行う。その際、すべてのクラスで承認された場合には、計画案が承認されるのが原則である。しかし、すべてのクラスが承認しなくても、少なくとも一つのクラスが承認した場合には、所定の要件を満たせば裁判所はその計画案を承認することができる。これをクラム・ダウン(cram down)という。

²⁸ 絶対優先の原則(absolute priority rule)とは、優先順位として上位の債権が、全額弁済されない限り、それよりも下位の債権者は何らの弁済を受けることはできないとされる原則を言う。

画の中で担保債権として取り扱われることを選択することもできる(1111条(b)項(2)号)。すなわち、完全な優先権を回復することが可能である。この場合、再建計画では、すくなくとも債権全額の返済を(延べ払いの場合には利息を付して)約束し、かつ計画発行日における担保価値相当分の債権については、現在価値で同額の現金による弁済が要求される。この現金支払い部分は、民事再生法の消滅請求にともなう支払額と同じであると考えることができるから、残りの債権について担保による優先的な弁済が認められていると理解することができる。

本来、ノン・リコース特約は、債権と担保権の不可分性を債権者が事前に放棄するような契約でありながら、アメリカの倒産手続きは、再建手続きの中で、この不可分性を完全に回復できる権利を明確に規定している。これらの 1111 条(b)項の担保権者に与えられた二つの選択可能な権利は、一時的な担保価値の変動から、優先債権者を保護するだけでなく、同時に再建手続きの中で、優先権の侵害を防止する上でも有効に機能していると考えられる。

民事再生法は、アメリカの Chapter11 を模して作られたと言われるが、残念ながら、このような優先債権者の保護や再生債務者への対抗手段は存在しない。そのため、Chapter11 以上に濫用の機会が多く存在していると言える。したがって、民事再生法でも、抵当権などの担保権を消滅させた後、不足分については抵当権者の抵当資産に対する優先権を維持できるようにしておく必要がある。

ここで、絶対優先の原則を重視すると、Debt-overhang (貸し渋りの一種) などの問題が生じると指摘されるかもしれない。しかし、少なくとも企業の継続価値に関して、情報の非対称性が小さい限り、まったく問題はない。なぜなら、新規融資によって、継続企業価値がさらに高まるならば、良く知られているように、優先債権者はそれによって債務の額面額を減らしたり、債務の一部を株式に変更したりして、保有債権の実質価値を高めることができる。そのため、優先債権者はそのような新規融資がしやすいように、自分の債権の権利変更に進んで応じるだろう。

この点で現行の民事再生法は、もともと担保権を別除権として扱っている点からも、担保権者が再生計画等に十分に協力するための交渉機会はほとんど考慮されていないように思われる。そのため、絶対優先の原則を重視するとともに、このような交渉機会を再生法の中で十分に尊重することが必要とされるだろう。このような交渉は、企業の継続価値に関する情報の非対称性の問題を緩和する上でも、極めて重要であると思われる。

仮に、将来の経営見通しについて、経営者と債権者間に顕著な情報の非対称性が

存在する場合には、そのような情報の非対称性を容易に取り除けるような制度設計をすることが必要である。このことと優先権を維持することとは別の問題である。なぜなら、経営に失敗した経営者が、十分な継続価値の存在を説明することなく、経営を続けるというのは、経営者の情報開示を促し、当事者間で効率的な解決策を探るという破綻処理法制の本来の目的とは明らかに相容れない²⁹。もし、そのようなことを認めるのが効率的ならば、はじめから、全額株式で資金調達させるなど、破綻の生じない資本構成が選択されるはずだからである。

4.2. 経営者の情報開示を迅速化させるために

抵当権の優先権を維持させるように担保権消滅請求制度を改正しても、既に説明したように、企業の継続価値が清算価値よりも小さい場合には、経営者は情報を早期に開示するインセンティブは持たないばかりか、むしろ遅らせるインセンティブを持つ。

しかし、その一方で、申請しても優先債権者が侵害される可能性が低くなるから、3.1 節の最後に説明したように、債権者による監視機能が正常化し、債権者による民事再生手続きの申請のインセンティブは強まる。

したがって、経営者の情報開示の遅れを防止する方法の一つとして、債権者と経営者の情報格差を、常に、できるだけ小さくするような制度を作っておくことは極めて重要である。例えば会計手続きにおける資産や負債の時価評価など、経営者による恣意的な操作をできるだけ排除し、企業間での財務データの比較を可能するような会計原則を適用するなどの方法なども有効であろう。また監査制度を厳格化し、財務データの公表と監査を4半期ごとに短期化したり、企業の将来業績に大きな影響を与えると予想される事象について、適宜開示を義務づけたりするなどの改正も有効であると思われる。

そして、これらの情報を恣意的に操作したり、隠蔽するような行為を取った場合には、詐欺的な行為として、破綻手続きの中で、損害賠償や刑事罰の対象とするなどのペナルティーを負わせるなどの法改正も有効であろう³⁰。

重要なのは、このようなペナルティーを経営の失敗という事実に着させるので

²⁹ 本稿脚注 18 参照。

³⁰ もちろん、経営責任と情報の隠蔽の責任を明確に区別したり、開示できる情報を選別することには、様々な難しい問題があると思われる。ただし、このような情報開示の厳格化と経営者への責任の在り方は、本稿の分析対象をはるかに越える。そのため、この点についてはこれ以上議論しない。

はなく、情報開示を遅らせたり、隠蔽したりすることに帰着させるべきである³¹。このようなペナルティーが大きくなれば、経営者は、その地位にとどまり続けることから得られる利得より、自分にとって都合の悪い情報でも、早期に開示するインセンティブを持つようになる。

また、経営者による情報開示に関して、債権の優先順位を厳格に遵守することは、必ずしも、企業情報の開示を遅らせることにはならない。なぜなら、経営者自身が情報開示を遅らせても、この状況で劣後してまで資金を提供し企業継続を許すような債権者は現れない可能性が高いからである。3.2 節で説明したように、優先権を侵害できる場合には、経営者はそれを濫用して資金調達ができる。しかし、優先権が侵害できなくなると、債権者が非効率な継続を許す資金調達に応じる可能性は、きわめて低くなる³²。このことは、経営者の債務不履行を早め、結果として情報を早期に開示することにつながる。

このような経営者による非効率な継続のための資金調達や、その結果としての企業資産の散逸や毀損を回避する手段として、民事再生法との関係で重要な論点は、否認権の問題である。債務者は、危機的な状況下で、特定の債権者のみを優遇する取引(偏頗行為)や、不当に低い価格で資産を売却するなどの詐害的行為を行う可能性がある。そのため、そのような状況でなされた取引等を、破綻処理手続きの中で取り消すことができる。この権利を否認権という³³。

このような否認権を有効に利用すると、経営者のモラルハザードや情報開示の遅れを大幅に緩和できる。なぜなら、それ自体が経営者への利益移転を制限するとともに、それによって、非効率な継続のための資金調達を制限できるからである。もし偏頗行為や詐害的行為が認められるとすると、優先権を侵害するのと同じ効果を持ち、それを利用して非効率な継続のための資金調達等が可能になってしまう。したがって、否認権が認められると、潜在的な資金提供者は資金調達には応じなくな

³¹ 経営者が経営の努力を怠るなどのモラルハザードの余地がある場合に、負債契約によって、債務不履行があった場合に経営者の地位を剥奪するペナルティーを与える契約が、経営者のインセンティブ付けになるという議論と、この議論が対立するように思うかもしれない。しかし、両者の議論は決して対立するものではない。なぜなら、本稿の議論はあくまで法的な破綻処理の在り方を論じているにすぎないからである。法的なペナルティーはあくまで情報開示を早めさせることに重点を置くべきであり、経営責任を問うことは、その手続きの中で私的なペナルティーとして行使すれば良いからである。

³² この効果は情報の非対称性があると、継続価値が高い企業にとっても資金調達機会を制限することになると考えるかもしれない。しかし、濫用機会がなくなる結果、3 節の最後に説明したような逆選択の問題が緩和されるため、必ずしも継続価値が高い企業に不利になるとは限らない。また仮にそうだとした場合こそが、民事再生手続きや、それを前提とした私的な再建手段が有効に利用できるケースであると考えられる。

³³ 民事再生法では、この否認権の行使は管財人がいる場合は管財人が、管財人がいない場合には裁判所に認められた監督委員が行う。

るであろう。さらに、このような事後的な取り消しの可能性は、事前的な意味で、取引相手に健全な企業のみと取り引きさせるインセンティブを与える。そして、彼らによる監視メカニズムを働かせることができ、非効率な取引の継続を排除できる効果も期待できる。

民事再生法では、和議法で認められていなかったこのような否認権が認められることとなった。しかし、現行の民事再生法の否認権の規定(127条)は、以上のような観点から見て、あまりにも実効性が低いように思われる。

なぜなら現行民事再生法は、否認できる行為の要件として、その行為によって利益を得たものが、再生債権者を害することを「知っていた場合」という限定条件を課している。しかし、このような限定条件は、多くの場合ほとんど立証不可能か、可能でも極めて困難で多大な時間がかかる。またこのような「知らなかったこと」に対する無条件の保護、すなわち「加害者」としての責任を放置するという点は、取引相手による監視メカニズムを機能させるうえでの障害になるという意味でも望ましくない。

これに対して、アメリカの倒産法では、否認できる行為の要件は、かなり客観的で、立証可能な条件に限られている。例えば、偏頗行為否認の要件は、「(1)債務者の財産上の権利の移転であること、(2)その移転が債権者に対して、また債権者の利益のためになされたこと、(3)債務者が負担していた既存の債務について移転がなされたこと、(4)その移転が申立提出日の前 90 日以内になされたか、または、その移転がなされた当時、債権者が内部者(insider)であった場合には、申立提出日前 1 年以内になされたこと、(5)その移転を受けた債権者が、係争中の事件が第 7 章事件³⁴だったとして、本法の規定により、その債権者が受領するであろうものよりも多くを受領したこと(高木(1996)p142-3 より引用、ただし脚注は引用者)」の 5 点をすべて満たすことである。明らかに、どの要件も比較的検証可能な事実のみに基づいており、「知っていた」というようなほとんど立証できないような不明瞭な要件ではない。また、詐欺的な譲渡についても、同様に客観的な要件でよいとされている。

日本の民事再生法においても、少なくともアメリカ同様に要件を検証可能な範囲に限定し、否認権を実効性のあるものとして強化する必要がある。このことは、否認権の目的として通常指摘されているような債権者の公平性を保証することになるだけでなく、経営者の非効率な継続のための資金調達を不可能にし、早期の情報開

³⁴ 第 7 章事件とは、アメリカ倒産法の Chapter7 による破綻処理を申請した場合を意味する。ここで Chapter7

示を実現するという観点からも重要である。

5.おわりに

本稿では、民事再生法が経営者や債権者の意志決定にどのような影響を及ぼすかについて分析した上で、それが企業の効率的な再生に貢献するか否かを検討した。従来の再生手続きの下では、第一に債権者間の協調の失敗から企業の継続価値が清算価値よりも高いにも関わらず、抵当権が行使される結果、再生にとって不可欠な資産が社外に流出してしまい、再生手続きが破綻してしまう。これを防止するには、債権者の権利行使を禁止する必要がある、この点は民事再生法によって可能になった。

第二に、従来の再生手続きでは、経営者の地位が保全されないために、情報開示が遅れ、再生手続きが遅きに失するという事態の生じる可能性が高い。これを防止するためには、再生手続きの申請後にも経営者の地位を保全する必要がある。この点を考慮して民事再生法の下では、旧経営者は再生手続き申し立て後にも、再生債務者としてその地位を認められることになった。しかし、この措置は、経営者の責任を不問にするという意味で、モラルハザードをもたらす可能性が高い。

第三に、経営者のほうが債権者よりも、企業経営についての多くの情報を有しており、再生手続きにおいても、旧経営者は無視できない貢献をすると考えるならば、再生手続きにおいて、旧経営者は最安価損害回避者である。この意味で、民事再生法において、担保権消滅請求制度を導入した点は評価できる。

債権者と経営者の間で企業の清算価値や継続価値についての予想や意見の対立が生じる場合に、債権者が実際よりも清算価値を過大に評価したり、継続価値を過小に評価する事態が生じる。このとき、本来ならば再生、継続すべき企業が抵当権の行使によって清算されてしまうかもしれない。これは協調の失敗とは別の理由から生じる再生の破綻である。これを回避するためには、経営者がこの制度を用いて、抵当権を解除する必要がある。

最後に民事再生法の問題点を指摘しておこう。いま述べたように、民事再生法の下では再生手続きが迅速化し、継続価値が清算価値よりも高い企業の再生が成功する可能性が高くなる。しかし、債権者に比較して、経営者の権限を強化したために、第一に経営者のモラルハザードはより深刻になるかもしれない。債権者と経営者の

は、清算を目的とした破綻処理手続きを規定するものである。

間の情報の非対称性を解消するのは容易ではないが、企業破産という事態に直面しても、旧経営陣が責任を問われずに、その地位が保全されるのは、より危険な投資行動やずさんな経営を招来してしまうかもしれない。

第二に、現行の担保権消滅請求制度の下では、抵当権侵害が起こる可能性が高い。抵当権者はこれを事前に予想する結果、企業に対する貸出は抑制されることになる。したがって、抵当権侵害が生じないように、民法の順位確定の原則にしたがって、再生手続き後も、優先債権者の権利が、劣後債権者よりも優位な地位を維持できるような法的整備を工夫すべきである。否認権の強化も含めて、このような優先債権者の権利の維持は、いま述べた第一の問題点を緩和する目的のためにも極めて重要であると考えられる。

付論 1：滌除制度の経済分析と廃止の提案

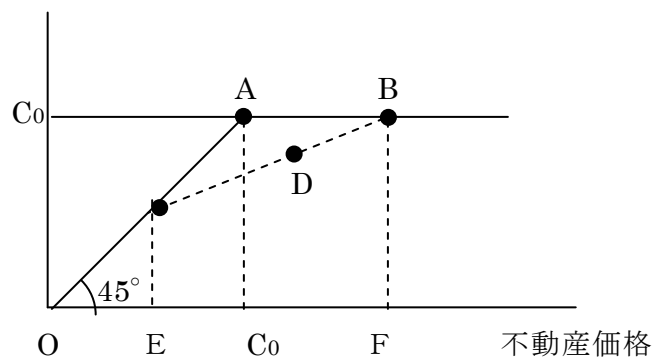
担保権消滅請求制度の可否を議論する点で、不可分性との関連から、抵当権の滌除制度との関連がたびたび議論されている。滌除制度とは、抵当権が設定された土地や不動産が、第三者に取得された場合に、その第三取得者を保護するという目的から、第三取得者に抵当権の買い取り請求権を認める制度である。抵当権消滅制度と違い、この滌除制度自体は、全く正当化できない。付論として、この点を経済学的に説明し、廃止することを提案する³⁵。

A1.1. 抵当権と債権の不可分性

従来の抵当権に関する考え方の下では、抵当権と債権は不可分性を有しているものと考えられていた。そのために、債権の全額が返済されない限り、抵当権は消滅できないものとされていた。このような不可分性については、効率性の観点から一定の評価が与えられる。

いま横軸に土地建物不動産価格をとり、縦軸に債権者抵当権者の利益を測ってみよう。従来の考え方に従うと、抵当権者の利益は貸し出し債権の額 C_0 を通る水平線 C_0AB で示すことができる。この水平線は抵当不動産の市場価値に関係なく一定であることを示している。すなわち従来の考え方、すなわち、債権と抵当資産は不可分であるという考え方に従えば、不動産価値に関係なく債権者の利益が保護されていることを、この図は示している。

抵当権者の利益(抵当権の価値)



³⁵ しばしば滌除制度を、担保権消滅請求制度の可否を論じる基準としようとする議論があるが、制度の可否は常に、それが効率性にせよ、公平性にせよ、適切な基準を満たすか否かで論じられるべきものであって、制度の類似性そのものは、決して評価の基準とはなり得ない。少なくとも、滌除制度を正当化する第三者保護という観点

A1.2. ^{てきじよ}滌除制度の問題点

滌除制度の下では、抵当権が設定された土地や不動産を新たに取得した人が、抵当権の実行という事態に対処するために抵当権を買い戻すことができる。もちろんこれが抵当権者との合意でなされる場合には何らの問題もない。

しかし、滌除制度の下では、第三取得者が抵当権の価格を設定できる点に問題がある。もちろん、第三取得者が設定する価格が低いと考えられる場合には、これに対抗して、抵当権者がそれよりも10%高い価格で競売を開始請求できる権利が認められている。しかし、もしその競売が不調に終わった場合には、抵当権者自らがその10%高い価格で、不動産を買い取らなければならないという条件付の請求権である。抵当権者が、第三取得者が設定する抵当権設定後の不動産価格よりも10%高い価格で応じるのはたいへん困難である³⁶。その結果、抵当権者は第三取得者の設定する価格で抵当権の買い取りに応じることになる。このことは、第三取得者は市場価格よりも10%低い価格で抵当権を買い戻すことができることを意味している。

このとき、抵当権者の利益はどうなっているであろうか。横軸に水平な CoAB 線とは異なり、滌除制度の下では、抵当権の価値は OAB に変化する。すなわち不動産価格が上昇すると、原点から45度線でA点まで上昇し、その後不動産価格が上昇しても変化しない AB 線に等しくなる。

滌除制度の下では、第三取得者による時価評価での抵当権の買取請求権を認めた結果、不動産価格が本来の抵当権価格を下回ると、抵当権の価値は45度線にそって原点に向かって減少していくことになる³⁷。従来の担保権についての不可分性を考慮した制度の下では、一定の抵当権価値が認められていたにもかかわらず、滌除制度の下では、不動産価値が貸出債権価値を下回ると、抵当権の価値は不動産価格に等しくなるように下落してしまう。したがって、資産価値が下落するような場合には、抵当権の価値自体が低く評価されてしまう。

いま、不動産価格は確率 p で E まで下がるか、 $(1-p)$ の確率で F まで上昇すると予想されるとき、従来の抵当権の不可分性を前提にした場合には、どのように価格が変動しても、抵当権の価値は変化しない。これに対して、滌除制度の下では、図にあるように D 点 (GB を $(1-p):p$ で内分する点) という水準まで抵当権価格は低下してしまうことになる

は、担保権消滅請求制度には存在し得ない。

³⁶ これは、本来抵当権者が保有している権利を自分で買い取らなければならないという意味で奇妙な制度である。

³⁷ 今述べた理由から、厳密には抵当権価格は45度線よりも10%大きな傾きで減少する

A1.3.廃止の提案

このような滌除制度を廃止すべきなのは明らかである。抵当権が設定されている資産を購入する場合、第3取得者は、当然抵当権の追求効が及ぶことを前提として資産を購入している。滌除のような制度がなければ、担保価値が債務価値を下回っている場合、抵当権が行使される時、第3取得者はまったく何も得られない。しかし、その結果、それだけ抵当権の設定された不動産には低い購入価格が設定される。つまり将来期待される損失は、事前取引価格に反映されることになる。

したがって、抵当権が行使されても第3取得者は何の損害も被らない。むしろ、滌除のような奇妙な制度があるために、その権利分だけ購入価格が高くつくから、第3取得者を保護しなければならないと言う本末転倒な状況が作り出される。この意味で、滌除制度を廃止しても、誰も害することにはならない。もし、第3取得者が引き続きその抵当資産を利用したいのであれば、競売の際にあらためて購入すればよいのであって、滌除制度を支持する論拠はどこにもない。

本来、担保の市場価値が債務価値を下回っているような状況の下で、市場価格より有利な売却先が現れたが、抵当権の将来の行使を恐れているために購入してもらえないと債務者が考えたなら、必要に応じて抵当権者と話し合い、売却価格での弁済を持って抵当権を解除できるように契約を変更するなどした上で、売却すればよいのであって、このような話し合いなしに勝手に売却すること自体、債権者を害そうとする目的以外考えられない³⁸。したがって滌除制度は廃止しても何の問題も起こらないばかりか、濫用がなくなるという意味でより望ましい³⁹。

³⁸ しばしば、「契約者は登記など確認しないし、見ても理解できない。」という指摘が法律家から、平然となされることがある。このことほど、現在の日本の契約者や消費者が、法的にいかにも悲劇的な状況に置かれているかを物語るものはないと思われる。なぜなら、このことは、「日本の登記制度は実体としては何も機能しておらず、不動産に関わるほとんどの権利とその保護は原始的状況とほとんど同等の状態にある」か、あるいは、「その程度にしか機能しなくなるほどに、日本の契約者が受けられる法サービスが貧弱・劣悪である」と法律家自身が言っているに等しく、しかも、それが自らの問題であるというを全く認識していないからである。

このことは、日本の契約における登記のあり方を含め、登記制度全般を改革し、これを所管する法務省を含む法律家全体が、法サービスの供給のあり方に関して、自ら早急に、大胆な改革をしなければならない状況にあると言うことを意味している。しかし、民法の原則を歪めて良いという主張には到底成り得るものではない。

³⁹ 日本の抵当権における民法上の解釈も、様々な濫用を助長させている。この点については、瀬下・山崎(2001b)参照

付論 2 優先権の侵害と時間不整合性

この付論では、本文の中でしばしば指摘する優先権の侵害がもたらす問題点の内の一つを簡単なモデルを用いて説明する。

A2.1.モデル

次のようなモデルを考える。割引率や安全利子率は 0 とする。いま、0 時点で I の投資をすると、1 期後に確率 p で $X_H(>I)$ の成果があるか、 $1-p$ の確率で $X_L(<I)$ になるものとする。借り手は当初 R の約定返済額で資金を借り入れるものとする。このとき借り手が設定した抵当資産の時点 1 における市場価値を C とする。以下の議論では $C+X_L \leq I$ とする。

ここで、プロジェクトが完了する前に、債務者は追加投資によってプロジェクトの内容をリスクのあるプロジェクトに変更することができるものとする。いま投資プロジェクトは、途中の 1/2 時点で ΔI の追加投資をすると、時点 1 で確率 q で $M(>X)$ の成果を生み出し、 $1-q$ の確率で 0 となるとしよう。この変更によって、収益の期待値は $EX=pX_H+(1-p)X_L$ から qM に変化する。ただし $qM-\Delta I < EX$ であり、この変更は期待値で見れば決して望ましいものではない。しかし、内部資金を出資することなく追加融資を受けることができれば、債務者は自らに有利なようにプロジェクトを変更するかもしれない。このような債務者の行動が裁判所などの第三者に立証不可能であるとすると、貸し手は債務者がこのような行動をとらないように、当初の契約をデザインしておく必要がある。

A2.2.最適な負債契約

抵当権に対する優先権を侵害されない場合から分析しよう。借り手がプロジェクトを変更しないためのインセンティブ・コンパチブル(誘因整合性)制約は、以下の様に与えられる⁴⁰。ここで、

$$p\{X_H - R\} - (1-p)C \geq q\{M - R - \Delta R\} - (1-q)\{C + \Delta C\} \quad (A1)$$

で、 ΔR と ΔC は、それぞれ追加の調達資金 ΔI に対する約定返済額と、このときに設定される抵当権の価値である。

いま、このような追加の資金調達に対する潜在的な貸し手の参加制約は次式で

⁴⁰有限責任の前提より $C \leq I$ であり、銀行の参加制約 $pR + (1-p)C \geq I$ を満たすためには、 $I \leq R$ が成り立っていないから、プロジェクトが失敗した場合には、当初の抵当資産の清算価値はすべて優先債権者に帰属する。以下の議論では、このことを前提に説明する。

与えられる。

$$q\Delta R + (1-q)\Delta C \geq \Delta I \quad (\text{A2})$$

いま、追加の資金調達のための市場は競争的であると仮定すると上式は等号で成り立つ。この等号で成り立つ式を(A1)式に代入して整理すると、次式を得る。

$$(\text{IC1}) \quad \frac{pX_H - (qM - \Delta I)}{(p-q)} \geq \{R - C\} \quad (\text{A3})$$

ここで $(qM - \Delta I) - pX_H$ は投資プロジェクト変更に伴う限界便益であり、 $(p-q)(C-R)$ はそのときのコストである。

(A3)式は約定返済額(R)を減らし、抵当資産の金額(C)を高めることで借り手のプロジェクト変更のコストを高め、それによって借り手のプロジェクト変更の純利益をなくすことを示している。したがって、当初の契約では、上の条件と貸し手の参加制約を同時に満たすように C と R を設定すればよい。ここで銀行の参加制約は以下のように与えられる⁴¹。

$$(\text{IR1}) \quad pR + (1-p)\{C + X_L\} \geq I \quad (\text{A4})$$

図 A2-1： 最適な負債契約と抵当権の設定

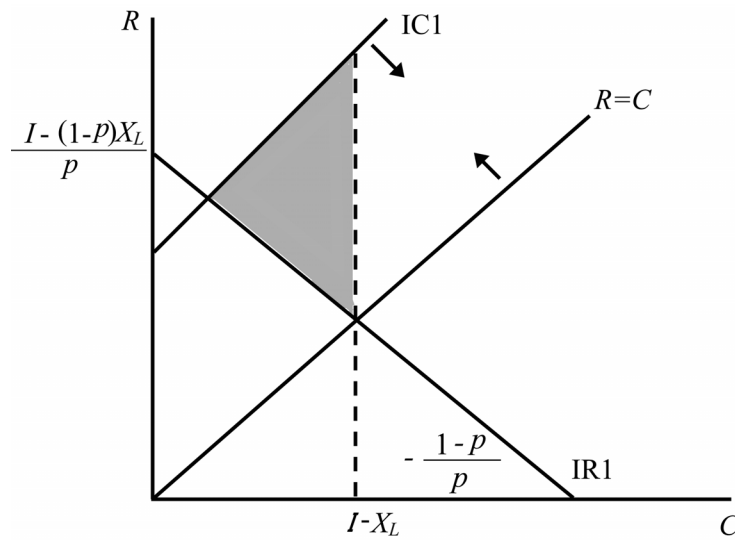


図 A2-1 は(IR1)と(IC1)を (R, C) 平面に描いたものである。負債契約では $R \geq C$ で、 $C + X_L \leq I$ を仮定しているから、図の斜線部が $R \geq C$ 、 $C \leq I - X_L$ と(IR1)と(IC1)を同時に満たす領域であり、この領域では最適な負債契約を作ることができる。(矢印は、これ

⁴¹ もちろん、追加の資金調達同様に、競争的な資金調達市場を仮定すれば、この式は等号で成立し、領域は IR1

らの条件が満たすべき領域を表している。)

A2.3.優先権が侵害される場合

次に優先権が侵害される場合を考えよう。いま優先権の侵害によって、優先債権者から劣後債権者に移転する移転額を Y とすると、このような劣後債権者の参加制約は以下の様に見える。

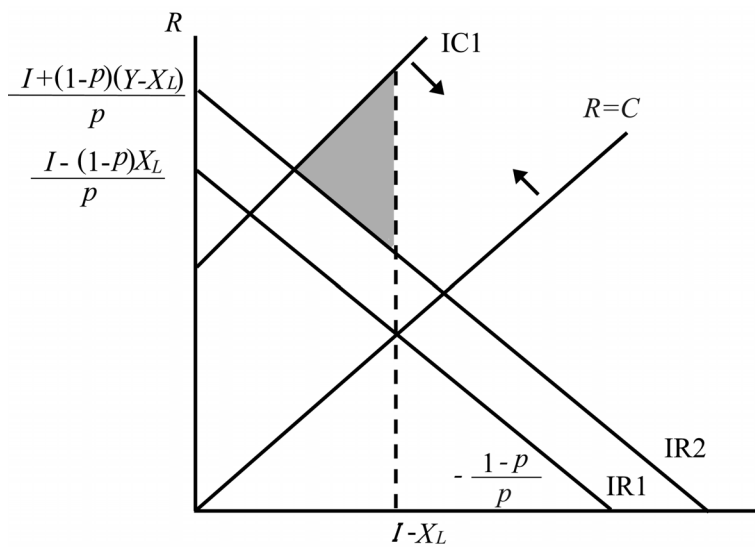
$$q\Delta R + (1-q)(Y + \Delta C) \geq \Delta I \quad (\text{A5})$$

また、このような移転を予想する優先債権者の参加制約は以下の様に見える。

$$(\text{IR2}) \quad pR + (1-p)(C + X_L - Y) \geq I \quad (\text{A6})$$

これによって、優先債権者の参加制約線は上方にシフトする。注意すべきなのは、このような所得移転の効果は、以下の図 A2-2 のように確かに最適な契約の可能領域を縮小させる効果を持つが、基本的には、この効果だけでは、契約そのものが結ばなくなるわけではない。

A2-2 図：所得移転の効果



一方、また(A5)式を(A1)式に代入して整理すると、借り手にプロジェクトを変更させないような誘因整合性(インセンティブ・コンパチブル)条件は以下の様に変化する。

の直線上になる。

$$(IC2) \quad \frac{pX_H - (qM - \Delta I)}{(p-q)} - \frac{(1-q)Y}{(p-q)} \geq (R-C) \quad (A7)$$

この式を(A2)式の条件 IC1 と比較すると、抵当順位の劣後によって生じる利得の減少分 $(1-q)Y$ だけ、債務者がプロジェクト変更によって得る利益が増加していることがわかる。これは、それだけ低い金利で追加の資金調達ができることを反映している。注意しなければならないのは、左辺は I には依存せず、 Y の値によっては、マイナスになり得るということである。このような場合には、 C は R より高くなければならなくなる。抵当権を用いた負債契約では $C \leq R$ でなければならないから、このことは契約そのものが実行できなくなることを意味している⁴²。

図 A2-3 優先権が侵害されるケース

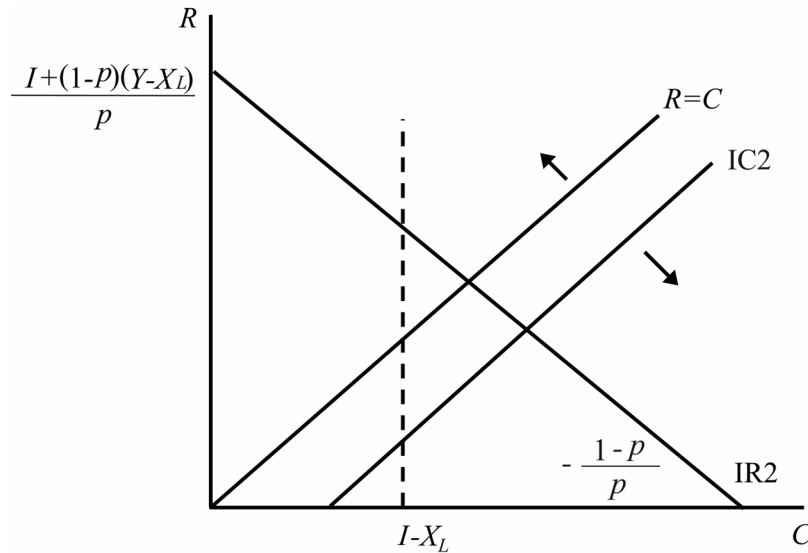


図 A2-3 は優先権が侵害される可能性があるケースの誘因整合性条件(IC2)と貸し手の参加制約(IR2)を図示したものである。優先権が侵害される場合には銀行の参加制約だけでなく、誘因整合性条件も下方にシフトする。この結果、誘因整合性条件と $R \geq C$ を同時に満たす契約が存在しないことがある。この場合には銀行の参加制約を考えるまでもなく、負債契約そのものが結べなくなる。

⁴² 通常の負債契約では約定返済額を超えて、抵当資産の価値を貸し手の銀行に帰属させることは法的に禁止されている。また、仮にそのような契約が認められるとしても、借り手がそのような十分な抵当資産を提供できるということは、そもそも借り手は有限責任の状態にはなく、従ってその意志決定も抵当権侵害によって影響されることはない。

参考文献

- Aghion,P. and P. Bolton, [1992], 'An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting,' *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Aghion,P., Hart, O. and J. Moore [1992], "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 8, 523-46.
- Aghion,P., Hart, O. and J. Moore [1995], "Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal", *Insolvency Law and Practice*, 11(3), 4-11.
- Bebchuk,L. A. [1988] "A New Approach to Corporate Reorganization" *Harvard Law Review*, 775-804.
- Calabresi,G.[1970] *The Costs of Accident : a Legal and Economic Analysis* Yale University Press. 小林秀文訳『事故の費用』信山社. 1993年
- Dewatripont,M and Tirole,J. [1994] "A Theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence" *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1027-1054.
- Longhofer,S.D. [1997] "Absolutely Priority Rule Violations, Credit Rationing, and Efficiency," *Journal of Financial Intermediation* , 6, 249-267.
- Park,C.[2000]"Monitoring and Structure of Debt Contract" *Journal of Finance*, 55(5),2157-2195.
- Povel,P.[1999] "Optimal "Soft" or "Tough" Bankruptcy Procedure" *The Journal of Law, Economics & Organization*, 15(3), 659-684.
- Schwartz,A. [1989] "A Theory of Loan Priorities," *Journal of Legal Studies*, 18, 209-261.
- 池尾和人・瀬下博之,[1998],「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』,第8章,東京大学出版会.
- 伊藤眞[2000]『破産法』有斐閣
- 小林秀之[1999]「担保権消滅請求制度の評価と問題点」『銀行法務 21』No563,14-15
- 浜田宏一[1977]『損害賠償の経済分析』東京大学出版会.
- 瀬下博之・山崎福寿[2001]「抵当権の侵害と短期貸借権—誤った法解釈「価値権」—」『土地住宅経済』,(財)日本住宅総合センター, No.39,28-35.
- 瀬下博之・山崎福寿[2002]「民事再生法の経済分析」『日本経済研究』,No44,日本経済研究センター
- 高木新二郎[1996]『アメリカ連邦倒産法』(財)商事法務研究会
- 中西正[1999]「民事再生手続きの概要と問題点」『法学教室』,No230,4-8

森田修[2000]「倒産手続と担保権の変容－優先弁済権の範囲と任意売却」『倒産手続
きと民事実体法』別冊 NBL 6 0 号,73-101.

山崎福寿・瀬下博之[2000],「抵当権と短期賃借権」『社会科学研究』,第 51 卷第 3 号,
東京大学社会科学研究所,59-83.

山崎福寿・瀬下博之[2002],「担保権消滅請求制度の経済分析」『ジュリスト』,
No.1216, 有斐閣.

山野目章夫[1999]「担保権の処遇の民法的視点からの検討」『法学教室』 No230,9-13