



不動産競売市場に関する問題とその効率性 : 不良債権問題と企業清算市場

藤原, 賢哉

(Citation)

国民経済雑誌, 187(3):77-90

(Issue Date)

2003-03

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00055843>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00055843>



不動産競売市場に関する問題とその効率性

——不良債権問題と企業清算市場——

藤 原 賢 哉

不良債権処理を進めるためには、債務過剰企業の清算価値を明確化することが重要であるが、わが国の不動産競売をめぐるには、不法占有者や短期貸借権の存在等が、効率的な競売を阻害しているとの批判がある。そこで、本稿では、実際の不動産競売データを用いて、各種の権利関係が入札や落札額に影響を与えているかどうかについて分析を行った。また、実質的破綻企業の清算価値という観点から、整理回収機構（RCC）の債権回収状況について考察した。

キーワード 不良債権, 清算, 不動産競売, 整理回収機構

第1節 はじめに

不良債権問題の解決がわが国経済の最大の課題と言われながら、既に、10年以上の歳月がすぎている。不良債権問題の解決になぜこれほどまでの時間を要するのかについては、様々な理由が考えられるが、不良債権の裏側にある借り手企業の整理・淘汰がなかなか進まないこともひとつの要因である。

いわゆる債務過剰企業の破綻処理（倒産や債権放棄など）に関しては、マスコミ等で報道されることも多く、また、一般には、破綻処理の不徹底が、非効率な企業の退出さらには不良債権問題の解決を遅らせているとの批判も存在する。例えば、ダイエーの破綻処理をめぐるには、本来、倒産処理すべきであるにも関わらず、私的整理で破綻処理が行われており、安易な債権放棄が借り手企業のモラルハザードを助長するとの批判が存在する。しかしながら、その一方で、企業を倒産に追い込むことは、人材や顧客の流出・取引先の離反を招き、企業価値を損ねるとの見方も存在する。また、企業を清算処理する場合でも、担保不動産等の価格が低迷し、企業を解体・清算することのメリットがそもそも小さいというケースも考えられる。

本来、効率的な破綻処理とは、企業を再建（清算）する場合の企業価値が清算（再建）する場合の企業価値を上回る場合に再建（清算）処理されることを意味するが、実際の破綻処理がこれに一致するかどうかは必ずしも明らかではない。例えば、債権者間（優先債権者、劣後債権者）で利害対立が存在する場合には、一方の債権者は再建を選好するものの、もう

一方の債権者は清算を選好するというような状況が起こりうる。また、企業価値に関する情報の非対称性が大きい場合は、再建価値と清算価値を特定化すること自体が困難になることが考えられる。

本稿では、企業の清算価値の透明化あるいは清算市場の効率性という観点から、破綻処理効率性の問題について考察することにしたい。企業を清算処理する場合の価値の計算を容易にすることは、それだけ情報の非対称性の問題を緩和するとともに、再建価値に関する投資家のビッドを活発化させると考えられる。また、後述するように、清算価値をオプションの権利行使価格とすることで債権者間の利害調整も容易になると考えられる。

一般に、企業を清算する手段としては、事業の分割・売却や担保不動産の売却等が考えられるが、前者は、もとの事業がある程度は継続・維持されるという意味において、必ずしも企業の清算価値を反映しているとは言い難い。そこで、本稿では、不動産の売却、とりわけ不動産競売市場に焦点を当てて分析を行うことにする。

わが国の不動産競売市場に関しては、短期貸借権制度や不法占有者の存在が潜在的な入札を抑制し、結果的に、抵当権者（債権者）の利益を損なっているとの批判が強い。また、裁判所の設定する最低売却価額が高すぎることで、入札を低調にしているとの見方も存在する。以下では、実際の裁判所の不動産競売データを用いて、各種の権利関係や最低売却価額の設定が、入札価格やその有無に有意な影響を及ぼしているのかについて検討したい。

本稿の構成は次の通りである。まず、第2節では、企業の効率的な破綻処理をめぐる議論について紹介するとともに、清算価値透明化の重要性について述べる。次に、第3節では、企業を清算処理する場合の一手段である担保不動産の競売に焦点を当て、わが国における不動産競売市場の抱える問題点や権利関係と競売価格（落札の有無）との関係について実証的な分析を行う。また、第4節では、実質的な企業の清算回収機関であると言われる整理回収機構（RCC）に注目し、その債権買い取り価格と回収状況について考察する。最後の第5節では、結論の要約と今後の研究課題について述べる。

第2節 不良債権問題と企業の清算価値

2.1. 効率的な破綻処理に関する議論

経済学的な観点からすれば、企業の破綻処理は、その企業価値が最大になる様な形で行われることが望ましい。すなわち、企業を清算するよりも、一定の債務を免除したうえで企業の継続・再建を目指す方が、企業価値がより大きい場合には、結果的に企業の継続・再建を導くような破綻処理の仕組みが必要となる。しかしながら、任意の破綻処理手続が効率的な破綻処理に導くかどうかは必ずしも明らかではない。

例えば、いま、ある企業の破綻処理手続きには、再建型と清算型の2種類しかなく、かつ、

既存の株主はこの手続き決定に参加しないとしよう。このとき、優先債権者（担保権者）と劣後債権者（一般債権者）で利害が対立する可能性がある。例えば、企業全体としては、企業を清算した場合よりも、企業を継続・再建した場合の方が価値（期待値）が大きいとしよう。しかし、担保債権者等の優先債権者は、その債権額（額面）が企業の清算価値を下回っている限り、企業を清算する方を好むと考えられる。なぜならば、現時点で企業を清算した場合には、額面通り債権が返済されるのに対して、企業を継続した場合は、将来、企業価値（担保価値）が低下して弁済額が減少する可能性があるからである¹。一方、劣後債権者（一般債権者等）は、清算した場合にはわずかの弁済しか得られないが、継続・再建した場合には、企業の業績が将来回復して、より多くの弁済が得られる可能性があるため、再建・継続をより好むと考えられる。したがって、もし、担保債権者の選好が優先されるようなメカニズムが存在するならば（例えば担保権の行使が自由など）、企業は結果的に清算され、効率的な破綻処理は実現しないことになってしまう。同様に、企業の清算価値が継続価値よりも高い場合でも、劣後債権者の利益が優先される場合には、結果的に、清算されるべき企業が継続・再建されてしまう可能性が考えられる。

このように、一般には、再建や清算と言った破綻処理に関する決定が、個別請求権者の利害や分配に同時に影響を及ぼすため、社会的にみて企業の最適な処理が常に実現するとは限らない。Bebchuck (1988), Aghion, Hart and Moore (1992) は、このような請求権者間の利害対立の問題について、次のような提案を行っている。

- 1) 破綻企業の債務をいったんすべて株式化するとともにその株式をすべて優先債権者に（債権額に比例して）分配する。
- 2) 劣後債権者は、優先債権者に現金を支払えば、優先債権者の債権額面総額に比例した形で株式（枚数）を取得することができる。
- 3) 既存の株主も、優先債権者と劣後債権者の債権額面総額の合計に比例した形で株式を取得することが可能である。

つまり、劣後債権者や既存の株主には、それぞれの上位の請求権者の請求権額面総額を権利行使価格とするコール・オプションが付与されることになる。

- 4) （外部投資家や請求権者から）企業の再建・清算に関する各種の提案が行われた後、各請求権者がオプションの行使（非行使）を行い、だれが最終的な株主になるかが決定される。
- 5) 新株主間の多数決により、企業の再建・清算等の処理が決定される。

この方法に従うと、継続価値が負債総額を上回っている場合に、企業が優先債権者によって清算に追い込まれるというケースがなくなる。なぜならば、そのような場合には、旧株主や劣後請求権者がオプションを行使して、新しく株主となり、彼らの利益に沿って企業の継

続が決定されるからである。また、継続価値が負債総額を下回る場合には、オプションの行使は行われず、優先債権者が、企業の継続価値と清算価値の大小関係に応じて、破綻処理の意志決定を行うことになる。

彼らの提案は、(優先)債権者の利益(の上限)を、当初の負債額面に限定することで、企業価値の分配と破綻処理の問題を同時に解決しようとするものであり、再建価値と清算価値が明確に知られている限りは、事後的に最適な破綻処理を導くことになる。しかし、仮に、企業価値に関して利害関係者間で情報の非対称性が存在する場合には、必ずしも最適な破綻処理を導くとは限らない。例えば、優先債権者が継続価値に関して劣後債権者よりも情報劣位にあり、かつ、優先債権の額面が高すぎる場合には、潜在的には継続価値が清算価値を上回っている場合でも、劣後債権者によるオプションの行使は起こらず、企業が清算されてしまうことになる。同様に、劣後債権者も企業の継続価値に関して十分な情報を持たない場合は、潜在的には継続価値が清算価値を上回っている場合でも、十分なビッド(オプションの行使)起こらないかもしれない。

上記の問題については、企業の清算時の価値を明確にすることで、ある程度解決が可能である。例えば、前者のケースについては、オプションの権利行使価格を、当初の額面ではなく、清算時の(優先)債権者の取り分とすれば、継続価値が清算価値を上回っている限り、劣後債権者によるオプションが行使され、結果的に最適な処理(継続)が実現することになる²。また、後者のケースについても、企業の清算時の価値が明確になっていることで、(清算価値自体が未知のケースよりも)継続価値に関する積極的なビッドを集めることができるであろう(いわゆる「winner's curse」の問題が生じる可能性が小さい)。

一般に、企業の継続価値については、経営手法や将来のキャッシュフロー予想に大きく依存し、事前に評価をすることは困難であるが、清算価値については、これらの問題は比較的小さいと考えられる。この意味で、企業の清算価値を明確にする(常にファンダメンタルと価格が一致するような効率的な市場が存在する)ことは、効率的な破綻処理を実現する上で、非常に重要な意義を持つと思われる。

第3節 不動産競売市場に関する分析

企業を清算処理する方法として、まず、担保不動産の売却が考えられる。担保不動産を売却する方法には、特定の買い手との間で任意で売却する方法と、競売市場等を通じて売却する方法が考えられる。このうち、本稿では、裁判所の主催する不動産競売市場に焦点を当てて分析を行う。

不動産競売市場については、短期貸借権制度や不法占有者の問題があり、本来、抵当権者(債権者)に帰属すべき利益が不当に損なわれているとの批判が根強い。また、裁判所の設

定する最低売却価額が高すぎて競売がスムーズに進まないとの指摘もある。そこで、本節では、実際の競売不動産の入札件数や価格等が、どのような条件（権利関係の有無等）によって影響されているのか、裁判所の不動産競売手続き等に問題がないのかどうかについて、実証的に検討することにしたい。³

3.1. 不動産競売市場をめぐる問題

まず、不動産の競売手続きの概要について見ておくことにする。不動産競売手続きとは、裁判所が一定期間（1週間から1ヶ月）の間、入札を受け付け、別に定めた期日に開札して、最高の値段を付けた入札者に、その値段での物件の所有権移転を認めるという制度である。⁴通常、入札に先だって、不動産競売執行の申し立て・差押えが裁判所によって行われ、同時に、執行官および裁判所から選任された不動産鑑定士によって、不動産の現況調査・評価が行われることになる（「現況調査報告書」「評価書」の作成）。現況調査報告書とは、不動産の地目、占有者の氏名や権原の有無等について記したものであり、評価書は、不動産の評価額や周囲の環境、不動産図面等を記載したものである。裁判所は、これら現況調査報告書、評価書等をもとに、買い受け人が引き継ぐ賃借権等の有無について判断することになるが（「物件明細書」の作成）、これらの書類は、あくまでも参考資料にすぎず、裁判所が最終的な責任を負うものではない。また、入札に際しては、「最低売却価額」以上の価格で入札を行う必要があり、通常、最低売却価額の20%を入札保証金として裁判所に納めなければならない。最低売却価額とは、裁判所が決める物件の最低価額であり、不動産鑑定士等の「評価人」が評価したものを裁判所が追認するケースが多い。入札期間が終わると、あらかじめ決められていた開札期日に開札が行われ、最も高い値段を付けた人を「最高価買受申出人」と呼ぶ。裁判所は、最高価買受申出人が適格であるかを判断した上で、売却を許可し、代金納付後、所有権の移転が行われる。

ところで、不動産の引渡に際して、不動産を不法に占有している者がいる場合が少なくない。この場合、直接立ち退き費用を占有者に支払って排除する方法以外に、裁判所に申し立てて引渡命令を受けることが必要となる。但し、強制執行等の費用は、あくまでも買い受け人の責任と費用に基づいて行われることになっており、また、物件明細書の段階で権原がないと判断される場合でも、引渡訴訟の段階で、占有者があらたな資料等を提出し理由があると判断される場合には、引渡命令自体が発令されない危険性も存在する。現在の民事執行法では、「不動産の価格を著しく減少させる行為」あるいは「競売妨害の意図」がなければ、占拠している人を追い出すことが困難であり、場合によっては、不法占有者に対する引渡命令が出ないことさえ考えられる。⁶また、仮に占有者を追い出した場合でも、すぐに新しい占有者が入り込んでしまうという問題もあり、この面でも排除費用に関する負担は大きい。不法

占有者の排除には大きなコストと不確実性が伴うのである。

また、不動産の競売制度をめぐっては、短期貸借権制度に対する批判が強い(山崎(2001))。短期貸借権制度とは、金融機関等の債権者が債務者所有の不動産に抵当権を設定した後に、債務者が第三者と不動産の賃貸借契約を結んだ場合、銀行が抵当権を行使しても一定期間は立ち退きを迫られることがないと言うものである(民法395条)。短期貸借権制度の下では、建物では3年以内、土地ならば5年以内の期間について、競売の落札者は、契約期間が満了しない限り、賃借人を強制的に排除することはできず、こうした制度を悪用して、本来、債権者に帰属すべき利益が債務者や第三者に移転し、このことが入札価格の低迷や非効率な企業・経営者の存続(清算阻止)を招いていると指摘されている。このような短期貸借権制度の悪用(「詐害的短期貸借権」と呼ばれている)例としては、債務不履行に陥った債務者が、故意に第三者と共謀して、架空の高額の保証金を受け取った形で貸借権を設定・登記し、競売対象不動産のファンダメンタル価値を著しく損なうことを通じて、競売を事実上阻止することが考えられる。つまり、詐害的短期貸借権とは、本来貸し手の債権保全を目的に設定された抵当権(およびその順位)が、事後的に否定される(逆転される)と言う意味で、一種の「ホールド・アップ問題」を引き起こしているのである。現在、こうした短期貸借権制度については、廃止を含めた見直しが検討されていると言われているが、現時点においては、不動産競売価格や入札のマイナス要因に働いていると想像される。

裁判所の決定する最低売却価額に対しても、評価人の査定が高すぎる、あるいは、貸借権や不法占有者のコストを十分に反映していない、地域ごとに評価の基準が違う等の批判がなされている。実際、競売物件の評価をめぐっては、権利関係の複雑さ、事故(自殺等)や埋蔵文化財や土壌汚染の有無、撤去困難な建築物等がある場合に、どのように減額評価するのかについて統一的な基準がなく、地域によってかなりのばらつきがあると指摘されている。また、収益用マンションの評価についても、原価法と収益還元法が混在しており、最低売却価額が制約となって、競売入札が十分に進んでいない可能性もある。

以下では、実際の不動産競売データ(大阪地方裁判所)を用いて、不動産の入札の有無や落札価額等が、短期貸借権制度や不法占有者の問題、最低売却価額等の影響を受けているのかについて検証することにする。用いたサンプルデータは、平成11年1月において、大阪地方裁判所、神戸地方裁判所、名古屋地方裁判所において、入札対象となった物件81件である⁷。

3.2. 不動産競売市場に関する実証研究

表1は、サンプル対象の競売不動産について、その種類や引継貸借権(短期・長期)および不法占有者の有無についてまとめたものである。競売不動産の多くは、金融機関の抵当権が設定されており、中には、整理回収機構や共同債権買い取り機構が、申し立て債権者とな

表1 競売不動産の概要 (種類, 賃借権, 不法占有者の有無)

	マンション	土地建物	土地	建物
合計	43	31	5	2
うち引継賃借権あり	9	15	0	1
短期賃借権	8	3	0	0
長期賃借権	1	11	0	1
両方	0	1	0	0
うち不法占有あり	18	10	4	2

サンプル：大阪地方裁判所競売対象物件（北区，中央区，西区）
 神戸地方裁判所（中央区），名古屋地方裁判所（中区）。
 平成不法占有の定義：債務者を除く第三者の権原のない占有。

っている場合もある。不動産の種類に関しては、マンションと土地建物がかなりの部分を占めているが、賃借権（賃貸物件）付きのものが1/3~1/2程度であり、これらは、その目的（抵当権の妨害の可能性）は別として、収益用の不動産であることが想像される。また、不法占有者（ここでは債務者を除く第三者の権原なしの占有者と定義）についても、全体の4割以上の物件で存在している。不法占有者は、あくまでも、裁判所が調査した時点での数字であることから、実際にはこれよりも多い可能性がある。

次に、表2は、上記物件の競売に関するデータをまとめたものである。具体的には、差押えから最初の競売入札までに要した時間（月数）、裁判所の設定した最低売却価額、固定資産税額（年額）、設定抵当権額、落札額、入札件数、落札/抵当権額、月額賃料、返済保証金、

表2 競売不動産の概要

	平均	標準偏差	最小値	最大値
入札までの月数	13.6	14.9	2	31
最低売却価額	8673.7	15178.76	322	81780
固定資産税額(年額)	149.3	284.3	0.51	1335.4
抵当権	122146.8	235161.9	1400	1234000
落札権	6459.1	11491.4	513	41500
入札数	3.14	2.32	1	7
落札/抵当権額	0.27	0.26	0.008	0.84
月額賃料	53.9	95.6	6	380
返済保証金	1815.6	3825.7	21	15000
滞納額	60.2	76.6	2.1	332.7

入札までの月数：差押えから最初の競売入札までに要した月数
 落札額，入札数，落札/抵当権は入札のあったものについての数字
 賃料，保証金，滞納額等についても該当サンプルについての数字

単位：万円

サンプルデータ：表1と同様。

ここでは、説明変数として、固定資産税額、滞納額、長短賃借権の有無（それぞれ当該賃借権がある場合に1とするダミー変数）、長期賃借権がある場合の賃料、短期賃借権がある場合の返済保証金、不法占有者の有無（占有者がいる場合1となるダミー変数）、過去の競売歴（過去に競売歴のあるものを1とするダミー変数）、最低売却価額、地域ダミー（大阪地裁以外を1とするダミー変数）を用いている。固定資産税額は対象物件の規模やファンダメンタルの代理変数として採用したものであり、被説明変数に対しては正の符号を取ることが予想される。また、滞納額等については、買い受け人が引き継ぐ負債であり、その分、対象物件のファンダメンタルを低下させて落札額、落札確率、入札数を低下させる可能性がある。また、賃借権ダミー（長期、短期）についても同様であり、更地の場合に比べて一定期間あるいは長期間にわたって、過去の契約条件を引き継ぐことになることから、買い受け人にとっての不動産のファンダメンタル価値を低下させるかもしれない。長期賃借権がある場合の賃料については、長期賃借権の場合、正当事由がない限り契約を解除できないことから、賃料の高低が対象物件のファンダメンタルを規定する（正の符号）と考えられる。一方、短期賃借権については、買い受け人は契約が切れる数年後には保証金を返還しなければならないことから、返済保証金が多いほどファンダメンタルに負の影響を及ぼすと考えられる⁸。また、不法占有者ダミーについては、不法占有者を排除するコストやその不確実性が高いことから、入札参加者のビッドを消極化させる可能性が高い。特に、真の排除コストに関する情報が潜在的な参加者で分散保有されている場合には、入札参加者がファンダメンタルを超える高値での落札（winner's curse）を恐れて、最低売却価額が十分に低い場合でも、落札されないという可能性がある。競売歴についても同様であり、過去において競落されなかったという情報が、参加者の行動を慎重にする可能性が考えられる。また逆に、ファンダメンタルが正であるにもかかわらず、裁判所の最低売却価額が高すぎることによって、落札（入札）されないという可能性もある。最後に地域ダミーは、地域性や地裁ごとの違いを捉えるために導入している。

表3の推計結果によると、賃借権や滞納額等の変数は有意ではなく、不法占有者の有無（ダミー）と最低売却価額が、被説明変数に対して有意な負の影響を及ぼしていることがわかる。また地域性についても、若干、観察されるものの（大阪地裁の物件ほど入札が低調）、有意な差ではない。

このことは、賃借権等の有無自体は、入札にそれほど大きな影響を及ぼさず、むしろ、権利関係の不確実性を示す不法占有者の存在や、裁判所の最低売却価額等が、競売不動産の価値実現に大きな影響を及ぼしていることになる。

仮にそうであるならば、不動産競売市場の効率性を確保するためには、不法占有者に関する情報公開と共に、排除コスト（＝強制執行の費用）の低減化をさらに進める必要がある。

また、最低売却価額については、不法占有者の排除コストを反映して十分低く設定することも重要であろう。但し、最低売却価額の問題については、入札されない物件のファンダメンタルが、そもそも、取るに足らないものであるという可能性もあり、この場合には、最低売却価額が高く設定されていることによる経済的な損失は、あまり大きくないであろう。実際、入札のなかった物件には、土地の形状が悪いものや建設時期が古く老朽化が進んでいると思われる物件が含まれており、この可能性は否定できないと思われる。

第4節 整理回収機構（RCC）を通じた回収

一般に、整理回収機構（RCC The Resolution and Collection Corporation）への債権移転は、事実上の企業の清算を意味すると言われており⁹、このことから、整理回収機構を通じた債権回収の多寡が、企業の清算価値を規定すると言っても良いだろう。そこで、本節では、整理回収機構による債権回収の状況について考察することにする。

表4は、整理回収機構による債権の買い取りとその回収額の累積額（買い取り元本、買い取り価額、回収実績）を計算したものである（但し、住専勘定分は除く）。平成14年9月時点での買い取り元本の総額は約21兆円であり、うち、破綻金融機関からの買い取り元本が19兆円、金融再生法53条に基づく健全金融機関からの買い取り元本が約2兆円となっている。債権元本に対する買い取り価額の比率は、全体で約22%であり、破綻金融機関からと健全金融機関からでは、買い取り価額に大きな差が生じている¹⁰。このことは、破綻金融機関の貸出先の中には、整理回収機構以外の一般の金融機関に貸出が引き継がれなかったものの比較的健全な借り手が存在していることを示唆しているのかもしれない。また、債権元本に対する現時点での回収率は全体で16.8%となっている。整理回収機構の設立経緯から、整理回収機構が今後の回収に際して大きな損失を出すとは考えにくく、最終的な回収額は買い取り価額を下回らないことが想像される。実際、整理回収機構の損益計算書を見ると、平成13年度は経常利益がマイナスとなっているものの、住専勘定を除く整理回収銀行勘定では大幅なプラス

表4 整理回収機構（RCC）による不良債権買い取り額と回収実績

平成14年9月末現在。単位兆円。

	債 権 元 本	買取り価額(元本比)	回 収 実 績(元本比)
全 体	20.8	4.7 (22 %)	3.5(16.8%)
うち破綻金融機関	18.8	4.56(24 %)	n. a.
うち健 全 行	2.0	0.14(7 %)	n. a.
再生法改正以前	1.08	0.04(3.7%)	n. a.
再生法改正以後	0.92	0.10(10.8%)	n. a.

注釈) 整理回収機構のHPより作成。住専勘定のぞく。

となっており、預金保険機構に多額の納付金を納めている。また、余裕資金の運用益や国からの補填金を除いた、貸出金に関する回収益（債権取り立て額から償却・引当繰入額を引いたもの。貸出金利息は含まず）だけを見ると、229億円（平成11年度）、481億円（平成12年度）、1814億円（平成13年度）となっている。したがって、仮に買い取り価額に等しい回収額が最終的に得られるとすると、債権元本に対する回収率は20%強となることが予想される。この数字は、不動産競売市場における抵当権総額に占める落札額（実際に落札された物件）の平均値（表1参照）である27%を下回る数字であるが、競売市場では約半分の物件にしか入札が行われていないことを考慮すると、むしろ高いと言えるであろう。

次に表5は、整理回収機構による債権証券化の実績（証券化対象債権元本、証券化売却額）をまとめたものである。整理回収機構による不良債権の証券化は、平成13年9月の旧長銀ビルの証券化がその最初であるが、現時点では、証券化された債権元本は、RCC全体の買い取り債権のごく一部分にすぎない。証券化を通じた回収率（証券売却額／対象債権元本）については、データの入手制約から明らかではないが、債権証券化の第一号商品（「RCC トラスト・ワン」）については、債権元本1000億円強に対して、82億円の受益証券を販売したとされる。各種の手数料（アドバイザー、アレンジャー）や証券化の具体的仕組み（優先・劣後・保証等）が不明であるので、断定的なことは言えないが、売却額だけを見れば対象債権元本と売却額との比率は約8%であり、RCCが直接回収（利息収入や担保の売却等）する場合の平均回収率にくらべて小さい。表4では、債権元本に対する平均回収率は、健全行からの買い取りケースでも約11%（再生法改正以降）であり、破綻金融機関からのそれは20%を超えることが期待される。もちろん、直接回収する場合には、多期間かつリスクを伴うキャッシュフローの割引率をどう設定するかという問題があり、慎重に検証する必要があるが、証券化商品の格付けが高い（最低A以上格付け）ことと、安全資産の金利が低い（ゼロ金利政策）こと、日本版不動産ファンド（JREIT）の期待利回りが4%程度であることを考慮すると、整理回収機構の証券化商品の割引率は、相対的に割高と判断できよう。仮にそうであるならば、整理回収機構の証券化商品は、そのファンダメンタルよりも低い価格で発行されていると言

表5 RCCによる不良債権証券化等の実績

平成14年9月末現在

	債権元本	売却額
不動産証券化	n. a.	0.08
債権証券化	0.57	n. a.*
債権売却	0.39	n. a.

**債権証券化第一号（RCC トラスト・ワン）については、不良債権元本1000億円に対して、受益証券82億円を販売とのこと（アドバイザーやアレンジャーの手数料は不明）。

うことであり、企業の清算価値の透明化・清算市場の効率性という観点からは、改善余地があることを意味する。整理回収機構の証券化商品の価格付けについては、他の証券化商品や株式市場全体との関係の観点からも検討する必要がある。

第5節 おわりに

本稿では、企業の破綻処理に際しての清算価値の重要性について指摘するとともに、清算市場の効率性という観点から、不動産競売市場および整理回収機構（RCC）による債権回収の状況について検討を行った。本稿で得られた結論は以下の通りである。

まず、不動産競売市場に関しては、入札率（落札率）は、対象サンプルで約50%であり、とりわけ、不法占有者の存在する物件で入札率が低くなっている。一方、貸借権（短期、長期）の有無は入札に有意な影響を及ぼしていない。このことは、不法占有者を排除するコストの大きさや権利関係の不確実性が、投資家（入札者）の行動を慎重にしていると解釈できる。また、裁判所の設定する最低売却価額についても、効率的な競売処理を阻害している可能性がある。

次に、整理回収機構については、債権元本に対して約2割の買い取り金額となっており、最終的な回収額もこれ以上になると想像される。但し、金融再生法53条に基づく健全金融機関からの買い取り価額は10%以下にとどまっており、破綻金融機関からのそれとは差が生じている。また、整理回収機構による証券化は、保有債権元本のごく一部分にとどまっており、対象債権に対する売却額も直接回収するよりは小さい。このことは、証券化商品の価格がファンダメンタルよりも低く評価されていることを示しているのかもしれない。

最後に、裁判所の競売については、民事執行法の改正が検討されており、権利関係の透明性確保や不法占拠者の排除に関するコストの低減化が期待される¹¹。また、裁判所ごとの評価の違いについても、評価方法に関する統一指針の作成が検討されている。

一方、整理回収機構については、企業の清算だけでなく再建機能も持つことが期待されているが、整理回収機構の持つ人的資源や比較優位（預金保険機能の特別調査権を背景とした刑事告発や不法占拠等の妨害行為の排除）を考慮すると、整理回収機構に企業の再建機能を期待することは不適切であるように思われる。整理回収機構は、むしろ、企業の清算価値を最大化することに特化した方が、経済全体における最適な資源配分（破綻処理の最適化）に有益ではないだろうか。また、保有債権の証券化についても、証券化市場の育成＝企業の清算価値の透明化という観点から、思い切った不良債権の放出が望ましいと考えられる。もちろん、現状では、証券化よりも直接回収の方が、整理回収機構にとって回収額が多くなっている可能性があり、整理回収機構の設立経緯からも、保有債権の証券化に慎重にならざるを得ない¹²かもしれない。しかし、清算を前提とした企業の方が、再建可能な企業よりも、キ

キャッシュフローの評価がはるかに容易であり、証券化も行いやすいと考えられる。さらに、清算を前提とするので、外資系ファンドによる買い取り後の経営の問題（長期的経営へのコミット）も小さいと思われる。

注

- 1 弁済が長期にわたる一方でそれに対する金利が市場実勢を下回る場合にも再建に反対すると考えられる。
- 2 外部投資家が継続価値について十分な情報を持っている場合には、優先債権者の保有する（オプションライト付き）株式を、外部市場で売却することで、この問題は回避できるかもしれない。
- 3 戸田・井出（2000）では、大阪地方裁判所の競売データを用いて、競売物件のヘドニック価格関数の推計を行っている。また、田口・井出（2002）では、抵当権設定順位ごとの債権回収率の推計を行っている。
- 4 first-price sealed-bid auction に相当する。
- 5 「評価人」は民事執行法で定められた資格である。原則として、選考試験に合格した不動産鑑定士が各地裁の評価人名簿に記載され、名簿から選択された評価人が、不動産の評価額を記載した「評価書」を作成する。山林評価に関しては、自治体元職員等が評価人として選任されることもある。
- 6 法制審議会が2002年にまとめた民事執行法の見直し試案は、「著しい価格減少行為」がなくても不法占有者（氏名不特定のまま）を排除請求できるようにすることと、占拠者を追い出した後、新しい不法占拠者が立ち入らないために、銀行や不動産管理会社にも不動産の「保管人」（現在は裁判所の執行官のみが可能）になれるように提言している。
- 7 大阪地方裁判所（北区、中央区、西区）、神戸地方裁判所（中央区）、名古屋地方裁判所（中区）の物件のみ。入札当日以前に取り下げとなったものを除く。
- 8 短期賃借権については、契約満了後に入札が行われる場合には、買い受け人は保証金を返済する義務を持たない。この場合、短期賃借権の保証金の係数が非有意となることが予想されるが、その一方で、短期賃借権者が不法占有者となる可能性がある。
- 9 RCC に関しては、近年、債権の証券化や「企業再生ファンド」への出資（不良債権を株式に交換した後現物株式をファンドに出資）など、不良債権の第三者への売却や、企業の継続・再建を通じた債権回収等に業務の内容が拡大・変更されつつある。
- 10 とりわけ、再生法改正（平成14年1月）以前では、債権元本に対する比率はきわめて低い（4%弱）。再生法改正以降で買い取り価格の弾力化（「継続価値での買い取り」）が行われた後でもその差は大きい。
- 11 最高裁は、今後三年以内に、インターネットによる競売物件の情報サービスを提供する方針を明らかにしている。
- 12 証券化商品の価格をファンダメンタルに近づけるためには、対象債権の情報公開を進めるとともに、公的なサポート（政府保証あるいは日本銀行による公開市場操作対象組み入れ）が有益かもしれない。また、JREIT との裁定を容易にするという観点から、既存の不動産証券化の仕組みを改善（UPREIT の導入等）することも重要であると思われる。

参 考 文 献

- Aghion, P., Hart, O. and J. Moore (1992), "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics, and Organization* 8, p. 523-546.
- Bebchuk, L. A., (1988), "A New Approach to Corporate Reorganization", *Harvard Law Review* 101, p. 775-804.
- 鈴木禄彌・福井秀夫・山本和彦・久米良昭編『競売の法と経済学』信山社, 2001年。
- 寺澤達也・小林慶一郎・平野双葉・石坂弘紀編著『会社更生企業のその後一実・学共同による検証と提言』債権管理別冊 No. 1, 金融財政事情研究会, 2001年。
- 田口輝幸・井出多加子「不良債権処理と不動産競売市場の課題」『季刊住宅土地経済』No. 44, 2002年。日本住宅総合センター
- 戸田泰・井出多加子「不動産競売市場と明渡しの権利関係」『季刊住宅土地経済』No. 37, 2000年。日本住宅総合センター
- 福井秀夫『都市再生の法と経済学』信山社, 2001年。
- 山崎福寿『経済学で読み解く土地・住宅問題』東洋経済新報社, 2001年。