

債権者保護と支払不能の測定

本 田 良 巳

1 はじめに

債権者保護は株主保護と並ぶ重要な保護思想である。債権者保護についてはこれまで専ら制度会計上の問題として議論されてきたが、筆者はそれとは異なり、債権者保護を経済的に分析していくことにする。とくに、債権者—債務者関連を多面的、段階的に解釈し、各局面における債権者の意思決定を重視する、そのようなアプローチからこの問題を議論していくことにする。

すでに筆者は債権者—債務者関連を決定、契約、解決の三局面において捉えている。そして、各局面において債権者は情報リスク、支払不能リスク、損失リスクにさらされることを明らかにし、それらリスクを限定することが債権者保護につながると指摘している⁽¹⁾。

そこで、本稿では M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch の研究に依拠しながら⁽²⁾、とくに解決局面における損失リスクに関わる問題を議論する。すなわち、債務者がその債務を完全に履行しえない状況において果たして企業の継続か、清算か、支払不能手続 (Insolvenzverfahren) を適用すべきか、否かの問題を中心に議論していくことにする。

行論の過程を示せば、第2章においては持分所有者の有限責任を前提にして、継続と清算の可能性を展開し、支払不能手続適用の状況を明らかにする。次い

(1) 拙稿、「債権者保護の経済分析について」、産業経理第47巻第2号、昭和62年7月、119頁—131頁。

(2) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, Gesetzlich Regelungen und Reformvorschlägen zum Glaubigerschutz. Eine ökonomische Analyse, Berlin, Heidelberg, New York, Tokyo, 1986.

で、第3章においては債務超過の合目的な定義について検討する。そして、第4章においては無限責任を前提にして、継続と清算の可能性、支払不能手続適用の状況、持分所有者と債権者の利害の対立、調和の過程を明らかにする。

2 支払不能の測定—有限責任の場合

G は債権者の請求額であり、償還請求と利子請求からなるが、ここでは両者を区別していない。 \bar{D}_0 は企業の投資による成果の予想額であり、 D_0 はその最悪のケース、 D_1 は最良のケースである。分布関数は直線的に表わされると仮定するなら、支払不能確率 P_0 は

$$(1) P_0 = \frac{G - D_0}{D_1 - D_0}$$

となる。これらを表わすと、図1が得られる⁽³⁾。

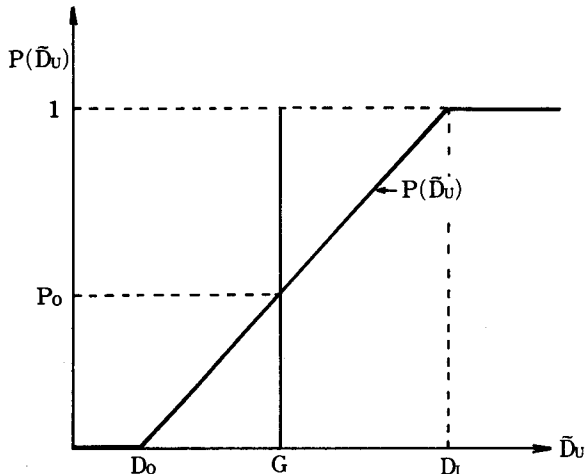


図1 継続の場合、企業全体のリスク・プロフィール

\bar{D}_u の期待値として企業の市場価値 V_F を計算することができる。他人資本の価値 G_F 、自己資本の価値 E_F も同様に計算することができる⁽⁴⁾。

(3) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 315.

(4) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 316.

$$(2) V_F = \frac{D_0 + D_1}{2}$$

$$(3) G_F = \begin{cases} G & G \leq D_0 \\ G - P_0 \frac{G - D_0}{2} = G - \frac{(G - D_0)^2}{2(D_1 - D_0)} & D_0 < G < D_1 \\ V_F & G \geq D_1 \end{cases}$$

$G > D_0$ であるなら、 G_F は G 以下にある。したがって、 G と G_F との差額 G^- ($= G - G_F$)は損失予測 (Verlusterwartung) を表わし、それを計算すると、

$$(4) G^- = \begin{cases} 0 & G \leq D_0 \\ P_0 \cdot \frac{G - D_0}{2} = \frac{(G - D_0)^2}{2(D_1 - D_0)} & D_0 < G < D_1 \\ G - V_F & G \geq D_1 \end{cases}$$

となる。

E_F は V_F から G_F の控除後の残高量であるから、

$$(5.1) E_F = V_F - G_F = V_F - G + G^-$$

となる⁶⁾。したがって、 E_F も

$$(5.2) E_F = \begin{cases} V_F - G & G \leq D_0 \\ V_F - G + G^- = \frac{(D_1 - G)^2}{2(D_1 - D_0)} & D_0 < G < D_1 \\ 0 & G \geq D_1 \end{cases}$$

となる。

つぎに、企業が $t = 0$ 時点において清算する可能性を考慮する。その場合、清算資産 V_L について一意的な期待が存在すると仮定するなら、債権者、持分所有者の収入は(6)式、(7)式ようになる。

$$(6) G_L = \begin{cases} G & G \leq V_L \\ V_L & G > V_L \end{cases}$$

(5) 前掲拙稿122頁の(12)式 $E(\hat{i}) = 1 - 0.5 \cdot P_0 \cdot (1 - f_0)$ を参照。(12)式において1を G 、 f_0 を D_0 に置き換えればよい。

(6) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a.O., S. 316.

(7) $V_F = \frac{D_0 + D_1}{2}$ 、 $G^- = \frac{(G - D_0)^2}{2(D_1 - D_0)}$ であるから、 $E_F = \frac{(D_1 - G)^2}{2(D_1 - D_0)}$ になる。

$$(7) E_L = \begin{cases} V_L - G & G < V_L \\ 0 & G \geq V_L \end{cases}$$

債権者のために標準的な契約 (Standardvertrag) を予定し、支払不能手続の適用について考えていくことにする。その際、とくにつぎのことが問題になる⁸⁾。

- 企業の継続の場合、市場価値全体 V_F
- 企業の清算価値 V_L
- 契約とおりの履行の場合、他人資本の価値 G

継続の可能性 債務超過の基準	(P) 積極的 $V_F > V_L$	(N) 消極的 $V_F < V_L$
(0) 債務超過でない	$V_F > V_L > G$ (P_0)	$V_L > V_F > G$ (N_0)
(1) 条件つき債務超過	$V_F > G > V_L$ (P_1)	$V_L > G > V_F$ (N_1)
(2) 絶対的債務超過	$G > V_F > V_L$ (P_2)	$G > V_L > V_F$ (N_2)

表1 企業状況のシステム化

表1が示すように、 $V_F > V_L$ のときに積極的な継続の可能性が存在し、 $V_F < V_L$ のときには消極的な継続の可能性が存在する。また、(0)は債務超過のない (keine Überschuldung) とき、(1)は条件つき債務超過 (bedingte Überschuldung)、(2)は絶対的債務超過 (absolute Überschuldung) である。これにより、つぎのことが明らかになる⁹⁾。

- V_F , V_L いずれも G を補償しないとき、企業は絶対的債務超過である。
- V_F あるいは V_L が G を補償しないとき、企業は条件つき債務超過である。
- V_F ならびに V_L が G を補償するとき、企業は絶対的債務超過でもないし、条件つき債務超過でもない。

(8) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 317.

(9) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 317-318.

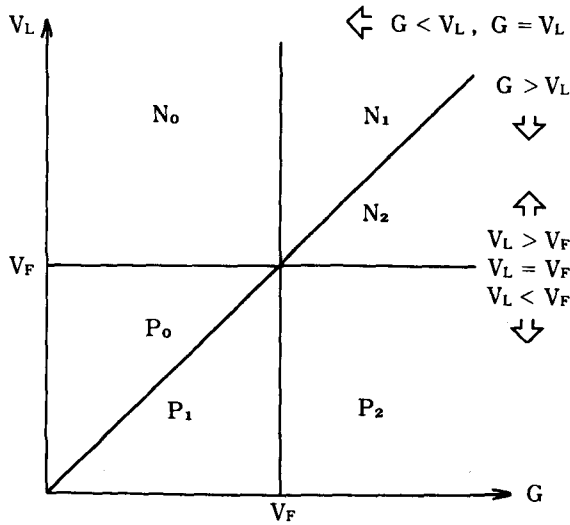


図2 G-V_Lダイアグラムにおける企業状況の図示

表1で特徴づけられた、六つの状況は図2のように表わすことができる¹⁰⁾。

自己資本提供者、他人資本提供者、二つの資本提供者グループの状況を明らかにするために図3に示すように、 G_F をG-V_Lダイアグラム (G-V_L-Diagramm) に記入する¹¹⁾。

債務超過の程度に応じて、 G_F のつぎの経過が明らかになる。

- $G \leq D_0$ であるとき、 G_F は45°ラインに一致する。この範囲では債権者にリスクは存在しない。
- $D_0 < G < D_1$ であるとき、 $G_F = G - (G - D_0)^2 / 2 (D_1 - D_0)$ であり、 G が D_1 に達するまで G_F は45°ライン以下で通増する。
- $G \geq D_1$ であるとき、 G_F は V_F に一致し、一定になる。

これにより、債権者の侵害という意味では D_0 を超える状況 ($G > D_0$) が支払不能の手續上、有用な状況として考慮されなければならない。

10) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S.319.

11) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 320.

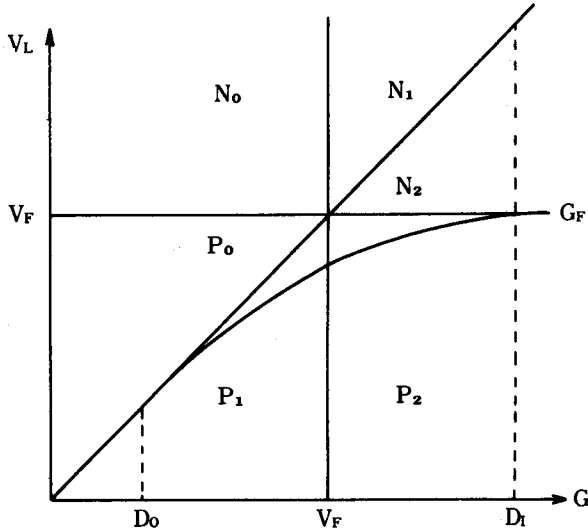


図3 G-VLダイアグラムにおける資本提供者の状況

支払不能手続の経済的な根拠づけのために、持分所有者にとって企業の継続が有利か、清算が有利かについて検討しなければならない。まず、清算に対して継続から得られる持分所有者の有利さの算式は

$$(8) \quad E_F - E_L = \begin{cases} [V_F - G] - [V_L - G] = V_F - V_L & G \leq D_0 \\ [V_F - (G - G^-)] - [V_L - G] = V_F + G^- - V_L & D_0 < G < D_1 \\ [V_F - V_F] - [V_L - G] = G - V_L & G \geq D_1 \end{cases}$$

となる。

持分所有者が継続を選好するとき、 E_F と E_L の差は積極的であるから ($E_F - E_L > 0$)、つぎのことが明らかになる。

- $G \leq D_0$ であるとき、 V_F が V_L を超えるなら、持分所有者は継続を選好する。
- $D_0 < G < D_1$ であるとき、 V_F が G^- を含めて V_L を超えるなら、持分所有者は継続を選好する。
- $G \geq D_1$ であるとき、 V_L が債務補償に十分でないかぎり ($G > V_L$)、持分所有者は継続を選好する。

V_L の臨界の金額 (kritisch Betrag) を V_L^E と示すとき, E_F と E_L の差が消極的であるなら ($E_F - E_L < 0$), 持分所有者にとって清算は継続よりも有利になる。したがって, V_L^E は

$$(9) \quad V_L^E = \begin{cases} V_F & G \leq D_0 \\ V_F + G - G = G + E_F & D_0 < G < D_1 \\ G & G \geq D_1 \end{cases}$$

となる。

— $G \leq D_0$ であるとき, V_L^E は V_F に一致する。

— $D_0 < G < D_1$ であるとき, 45° ラインに達するまで, すなわち, $V_L^E = G$ になるまで V_L^E は $V_L^E = G + E_F$ にしたがって通増する。

— $G \geq D_1$ であるとき, V_L^E は G に一致する。

V_L^E を G - V_L ダイアグラムに記入すれば, 図4のように表わすことができる¹²⁾。

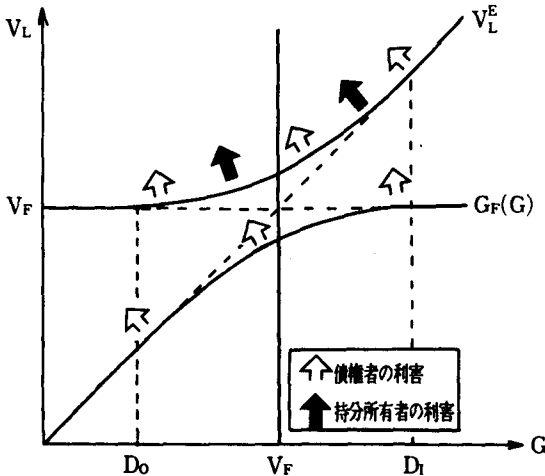


図4 持分所有者と債権者の清算の利害

$G > D_0$ であるとき, $G_F < G$ であるなら, 債権者にとって清算は有利である。また, V_L^E を超える状況において, 持分所有者にとって清算は有利である。

¹²⁾ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 324.

3 債務超過の定義

債務超過 (Überschuldung) の合目的な定義について検討していくことにする。まず、債務超過の定義の方法として、つぎの四つのケースが考えられる。

- | | | |
|-----|-----------|-----------------------|
| (1) | 債務超過の定義 1 | $G > V_L$ |
| (2) | 〃 2 | $G > V_F$ |
| (3) | 〃 3 | $G > \min (V_L, V_F)$ |
| (4) | 〃 4 | $G > \max (V_L, V_F)$ |

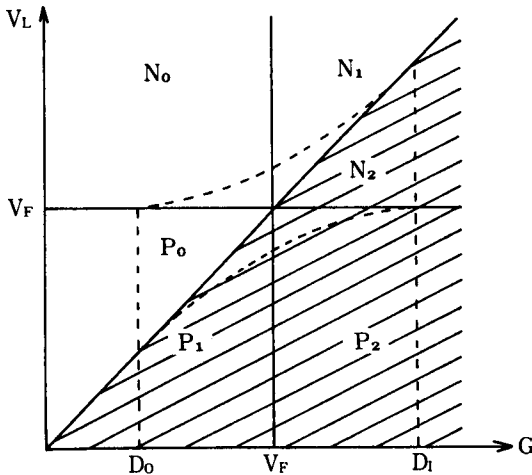


図5 債務超過の定義1: $G > V_L$

(1) 債務超過の定義1: $G > V_L$

定義1は $G > V_L$ の要件を満たす場合であり、図5によれば、債務超過は N_2 , P_1 , P_2 において与えられる¹³⁾。しかし、定義1はつぎの欠陥を有すると考えられる。

¹³⁾ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a.O., S. 328. 本稿においては債務超過を支払不能の前兆と捉え、債務超過も含めた支払不能手続の適用を考慮している。M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a.O., S. 388. なお、債務超過と支払不能の識別については、たとえば、中田淳一著、「破産法・和議法」、有斐閣、昭和45年、38頁、42頁参照。

¹⁴⁾ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a.O., S. 331.

① P_1 において $G < D_0$ であるとき、 G は全て満たされるため、支払不能手続の適用は誤った作動 (Fehlauflösung) を生じる。また、継続が清算よりも優先し、 $G > D_0$ であるとき、債権者が侵害される状況において、債権者の支払不能手続の提案に債務者が脅かされるなら、定義1は交渉力 (Verhandlungsstärke) を債権者に与えることになる¹⁵⁾。

② N_1 において債務超過は与えられず、支払不能手続は適用されない¹⁶⁾。しかし、清算が継続よりも優先し、債務補償のために V_L は十分で、 V_F は不十分であるなら、資産の減少から債権者を保護するために支払不能手続を適用しなければならない。

(2) 債務超過の定義2 : $G > V_F$

定義2は $G > V_F$ の要件を満たす場合であり、図6によれば、債務超過は N_1 、 N_2 、 P_2 において与えられる¹⁷⁾。 N_1 、 N_2 において支払不能手続が適用される清算

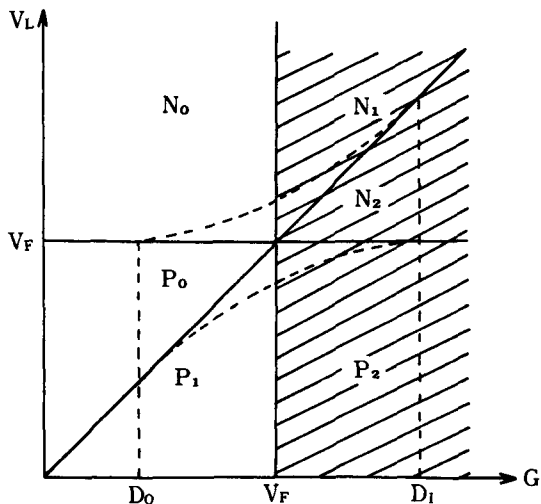


図6 債務超過の定義2 : $G > V_F$

(15) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 331 - S. 332.

(16) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 332.

(17) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 334.

は継続に比べて有利な代替案を表わしている。また、債権者に資産を処分するため、 P_2 における支払不能手続の適用は債権者の利害を満たすことになる。

(3) 債務超過の定義3： $G > \min(V_L, V_F)$

定義3は $G > \min(V_L, V_F)$ の要件を満たす場合であり、図7によれば、

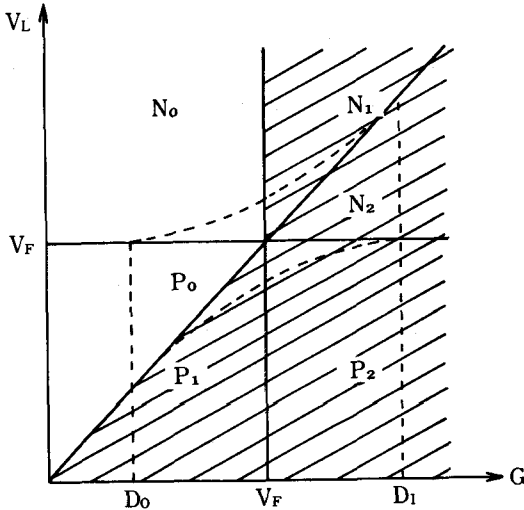


図7 債務超過の定義3： $G > \min(V_L, V_F)$

債務超過は N_1, N_2, P_1, P_2 において与えられる¹⁸⁾。図表上、定義3は定義1, 2によって把握された状況の統合によって表わされている。 P_1 における支払不能手続の適用は定義1-①でも述べたように有益より、有害であるといえる。したがって、定義1と同じ理由で定義3も否定しなければならない。

(4) 債務超過の定義4： $G > \max(V_L, V_F)$

定義4は $G > \max(V_L, V_F)$ の要件を満たす場合であり、図8によれば、債務超過は N_2, P_2 において与えられる¹⁹⁾。したがって、絶対的債務超過を定義

¹⁸⁾ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 339.

¹⁹⁾ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 341.

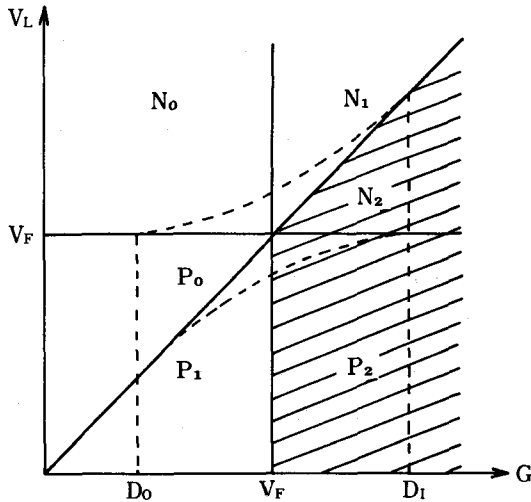


図8 債務超過の定義4 : $G > \max(V_L, V_F)$

している。定義4によれば、 N_1 において支払不能が高い確率で生じても、支払不能手続は適用されない。しかし、定義1-②でも述べたように、債権者保護の利害において N_1 において支払不能手続を適用しなければならない。したがって、定義4も定義1と同じ理由で否定しなければならない。

さて、ここまでの債務超過の定義から定義2 ($G > V_F$)を債務超過の合理的な定義とする場合、 V_F の評価が問題になってくる²⁰。その際、 V_F の評価の方法として全体評価が考えられ、全体評価によって収益価値を客観的に算定するために、その個々の構成要素(計算利率、時間水平線、収支流列)の客観化を行わなければならない。

²⁰ 定義2は V_F の評価を必要とするが、 $G-V_L$ ダイアグラムにおいては V_L の評価も必要である。 V_L は売却価格に基づくが、それは(1)個々の経済財の売却、(2)一部資産の清算、(3)資産全体の売却のシュミレーションに拠って算定する。M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 345-S. 348.

i 計算利率の決定

計算利率を決定するために、市場に通常の（marktüblich）他人資本コストから出発するか、企業個々の（unternehmensindividuell）他人資本コストから出発するかの問題が生じる。M.Bitzらは両者の中間形態、市場に通常の条件による企業個々の財務調達の手段の獲得を考えている²¹⁾。
る²¹⁾。

ii 時間水平線（Zeithorizont）の決定

債権者の請求も含めて、企業の債務（支出）はその平均的な満期から時間水平線を考えることができるが、収入余剰の計算は難しいため、時間水平線も標準化することは困難である²²⁾。債務超過計算について計画に関わる情報を広く収集しなければならない。

iii 収支流列の決定

収支流列を決定するために、過去数値の利用も十分に考えられる。この場合、収支流列の決定は構造の不変（Strukturkonstanz）を前提にしているが²³⁾、構造の変化（strukturelle Veränderung）の前提も考えなければならない²⁴⁾。したがって、過去数値の利用は比較尺度となり、他の計画の根拠づけとなり、収支流列の決定の場合に重要な拠り所となる²⁵⁾。

21) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 361.

22) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 364.

23) W.-R., Bretzke, Die Nutzung von Prognoseverfahren und die Berücksichtigung des Risikos in der Praxis der Unternehmensbewertung, (W. Goetzke/G. Sieben, (Hrsg.), Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßiger Durchführung, Bericht von der 1. Kölner BFup-Tagung vom 18. und 19. November 1976 in Köln, Köln, 1977), S.204 in: M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 367.

24) M. Gurke, Verhaltensweisen und Sorgfaltspflichten von Vorstandsmitgliedern und Geschäftsführern bei drohender Überschuldung, Berlin, 1982. S. 107.

25) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 367.

4 支払不能の測定—無限責任の場合

持分所有者が債務について個人的に責任を負うという状況において支払不能
 手続の有効性が問われる²⁶⁾。私的な財産 H が存在する場合に他人資本の価値を
 G_F^H と示すと、

$$(10) \quad G_F^H = \begin{cases} G & G \leq D_0^H \\ G - \frac{(G - D_0^H)^2}{2(D_1 - D_0)} & D_0^H < G < D_1^H \\ V_F + H & G \geq D_1^H \end{cases}$$

となる²⁷⁾。

継続の場合、債権者の損失予測 G^{-H} ($= G - G_F^H$) を計算すると、

$$(11) \quad G^{-H} = \begin{cases} 0 & G \leq D_0^H \\ \frac{(G - D_0^H)^2}{2(D_1 - D_0)} & D_0^H < G < D_1^H \\ G - V_F - H & G \geq D_1^H \end{cases}$$

となる。

また、企業が $t = 0$ 時点において清算する可能性を考慮し、 V_L について一
 意的な期待が存在するなら、債権者の収入 G_L^H は

$$(12) \quad G_L^H = \begin{cases} G & G \leq V_L + H \\ V_L + H & G > V_L + H \end{cases}$$

となる。

これにより、個人的に責任を負う状況をその責任のない状況と比較すれば、
 図9に表わされるように、他人資本の価値は I について高められる²⁸⁾。

26) 「無限に個人的に責任を有する社員はすべての債権者請求の完全な補償に必要であるほどに必ずしも私的な財産を利用しない」。M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 382. したがって、私的な財産を H とおくとどめている。

27) $D_0 + H = D_0^H$, $D_1 + H = D_1^H$. M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 376.

28) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 377. $G > D_0^H$ の場合、支払不能手続開始への債権者の発議権は企業にとって可能な脅迫 (Drohpotential) となる。H が存在しない場合、この可能な脅迫は未解決の空間 (offene Spielsituation) Π を生じることがあるが、H が存在する場合、その部分は生じない。M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. 0., S. 378—S. 379.

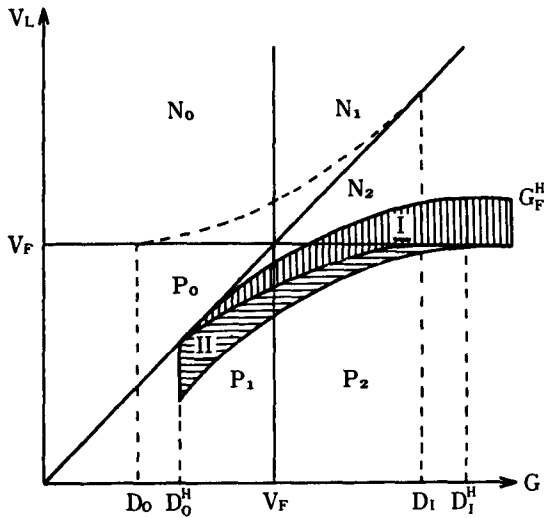


図9 私的な財産を有する場合、債権者の状況

V_L の臨界の金額を $V_L^{G^H}$ と示し、 G_F^H と G_L^H の差が消極的であるなら ($G_F^H - G_L^H < 0$)、債権者にとっては清算が継続よりも有利になる。その場合、清算の有利さは $G > D_0 + H$ について(10式と(12式の差額から計算できる。

$$(13) \quad G_L^H - G_F^H = \begin{cases} (V_L + H) - (G - G^H) & D_0^H < G < D_1^H \\ (V_L + H) - (V_F + H) & G \geq D_1^H \end{cases}$$

$$(14) \quad V_L^{G^H} = \begin{cases} G_F^H - H & D_0^H < G < D_1^H \\ V_F & G \geq D_1^H \end{cases}$$

自己資本の価値についても継続 E_F^H と清算 E_L^H の場合について計算してみると、(15式、(16式)のようになる。

$$(15) \quad E_F^H = V_F + H - G_F^H = \begin{cases} V_F + H - G & G \leq D_0^H \\ V_F + H - (G - G^H) & D_0^H < G < D_1^H \\ 0 & G \geq D_1^H \end{cases}$$

$$(16) \quad E_L^H = \begin{cases} 0 & G \geq V_L + H \\ V_L + H - G & G < V_L + H \end{cases}$$

清算に対して継続から得られる有利さの算式は(15式と(16式の差額から明らかになる。すなわち、

$$(17) \quad E_L^H - E_L^H = \begin{cases} [V_F + H - G] - [V_L + H - G] = V_F - V_L & G \leq D_0^H \\ [V_F + H - (G - G^{-H})] - [V_L + H - G] = V_F + G^{-H} - V_L & D_0^H < G < D_1^H \\ 0 - [V_L + H - G] = G - H - V_L & G \geq D_1^H \end{cases}$$

E_L^H と E_L^H の差が消極的であるなら ($E_L^H - E_L^H < 0$)、持分所有者にとって清算は継続に比べて有利である。したがって、 V_L^{EH} を計算すると、

$$(18) \quad V_L^{EH} = \begin{cases} V_F & G \leq D_0^H \\ V_F + G^{-H} & D_0^H < G < D_1^H \\ G - H & G \geq D_1^H \end{cases}$$

となる。

図10においては 個人的な責任を負う状況とその責任のない状況を比較して

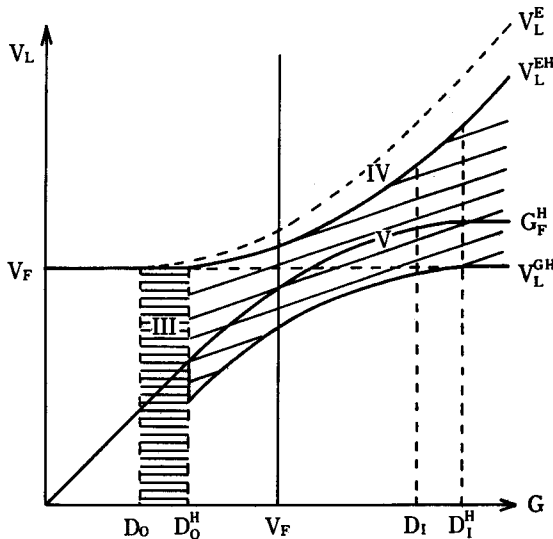


図10 私的な財産を有する場合、支払不能手続の有効性について

いる²⁹。Ⅲにおいて最小継続価値はHについて高められ、これにより、債権者に損失を期待させないことから、コンフリクトは解消する。Ⅴにおいて債権者保護の利害において支払不能手続が基礎づけられる。この場合、債権者の契約どおりの満足は侵害され、債権者は清算を選好する。それに対して、持分所有者はⅤにおいては継続を選好するから、持分所有者と債権者は継続と清算の異なる利害をもつ。Ⅳ内部の状況の場合、持分所有者は清算に利害をもつことになる。したがって、Ⅳにおいてはじめて持分所有者と債権者の利害の調和が生まれる³⁰。

5 お わ り に

債権者—債務者関連を多面的、段階的に解釈し、各局面における債権者の意思決定を重視するというアプローチから債権者保護の問題を議論している。債権者—債務者関連は決定、契約、解決の三局面において捉えることができ、各局面において債権者は情報リスク、支払不能リスク、損失リスクにさらされている。本稿はこのうち、解決局面における損失リスクに関わる問題を議論してきた。

1. 第2章においては有限責任を前提にして、債権者と持分所有者各々について継続と清算の有利さについて述べ、債権者の利害と持分所有者の利害において支払不能手続適用の状況を明らかにしている（図4参照）。

2. 第3章においては債務超過の合目的な定義を検討し、支払不能手続適用の状況を明らかにしている。まず、 G と V_F あるいは V_L 、両者の組合わせとの比較から、債務超過の四つのケースを考え、各々の状況を特徴づけている。最終的に、債務超過の合目的な定義を $G > V_F$ に求め、 V_F の評価を収益価値に求めている（図6参照）。

3. 第4章においては無限責任を前提にして、私的な財産が存在する場合、有

²⁹ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 380.

³⁰ M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 381.

限責任との比較において債権者、持分所有者各々について継続と清算の有利さ及び支払不能手続適用の状況を明らかにしている。そして、継続と清算をめぐる持分所有者と債権者の利害の対立、調和の過程を明らかにしている（図10参照）。

さて、これまでの説明から前稿において指摘していた問題は一部、解決したように思われる³¹⁾。つぎに、それら問題の解決と、本稿における新たな問題を同時に指摘していくことにする。

1. 前稿において指摘した問題点2, 3は本稿において解決していると思われる。まず、財務諸表上の表示、評価の問題（問題点2）については支払能力報告書（Solvenzbericht）の作成を提案する³²⁾。支払能力報告書は公表義務はないが、裁判において証拠資料としての役立ちをもつ。また、そこに記載される各項目の評価について V_L は売却価格、 V_F は収益価値に基づいて各々、算定する。つぎに、継続と清算の代替的な可能性、支払不能手続の適用について（問題点3）本稿第2章、第4章において詳しく述べている。

2. つぎに、モデルの単純化についてであるが、このことは前稿においても指摘した（問題点1）ところであり、本稿においてもみられる。たとえば、分布関数を直線的に捉える点、 $t=0$ 時点において V_L は一意的な期待をもつと仮定する点などはその典型である。これらはモデルの適用を制限的なものにするという批判を免れないだろう。

3. さらに、債務超過を支払不能の前兆と捉え、支払不能と債務超過を同次元で解釈している点、持分所有者の無限責任をその私的な財産にとどめ、有限責任のモデルを延長して無限責任の問題を解決している点などは法律的な観点から問題の余地を残すだろう。

31) 筆者は前稿においてつぎの三つの問題点を指摘している。

1. 意思決定モデルの単純さ
2. 財務諸表上の表示、評価の問題
3. 支払不能手続の適用、継続と清算の代替的な可能性について詳細な基準の必要性
詳しくは前掲拙稿131頁参照。

32) M. Bitz, W. Hemmerde, W. Rausch, a.a. O., S. 368.

本稿においては債権者保護の問題，とくに解決局面における損失リスクの問題を議論してきた。若干の問題点を内包しながら，これまで当然視されてきた債権者保護の問題に新たな理解の方向を示している。とりわけ，債務超過の定義，支払不能手続の適用などにそれはみられる。なお，本稿においては制度化の問題は十分に考慮しておらず，残された問題とする。