

特集「格差・分配政策」

米国における活発な再チャレンジは資金調達環境が原因か

～ 破綻を経験した米国中小企業の資金調達に関する実証分析 ～

[要 旨]

1. 事業に失敗した個人・企業が再起を図る上で、事業再開後の資金調達が困難なことが大きな障害となっていると指摘されている。2006 年 12 月に取りまとめられた「再チャレンジ支援総合プラン」でも、再チャレンジ支援融資・保証制度の創設が盛り込まれるなど、再起業志望者の資金調達環境の改善を企図した政策措置が盛り込まれた。一方、企業の新陳代謝が活発な米国では、企業倒産ないし個人破産を経験した経営者の少なからぬ割合の者が、その後事業を再開している。そこで本稿では、米国における再チャレンジ企業の資金調達環境の実態を、主に FRB, “2003 Survey of Small Business Finances” により明らかにし、日本への示唆を得ることとする。
2. 過去に破綻（オーナーが個人破産もしくは企業自体が倒産）経験のある米国中小企業の属性を、破綻経験のない企業と比較すると、企業規模が相対的に小さく、オーナーの個人資産額が少ないという特徴がある。また、信用力を表すクレジット・スコア（信用評点）は、破綻経験企業の方が破綻を経験していない企業よりも低く、過去の破綻履歴がクレジット・スコアを低下させ、資金調達を難しくしていると推測される。
3. 過去 3 年間ににおける直近の借入状況を比較すると、破綻経験企業は、否決を恐れてそもそも金融機関に融資を申し込まない傾向が強い。また、融資を申し込んだ企業についてみても、破綻経験企業の場合、やはり融資を拒絶される割合が相対的に高い。こうした結論は、融資申し込みや融資結果に影響を及ぼすと考えられる他の要因（企業規模、オーナーの個人資産額、クレジット・スコア、金融機関とのリレーションシップなど）を考慮したプロビット推定によっても支持される。
4. 過去 1 年間に新たに資本を調達した企業の比率を比較すると、破綻を経験した企業、そうでない企業ともに新規資本調達比率は 5%程度と低く、両者の間に差はない。また、資本性資金の出し手としては創業者・オーナー自身による出資が最も多く、エンジェルやベンチャーキャピタルによる資本供給は限定的である。
5. 米国でも再チャレンジに向けた資金調達環境は総じて厳しく、再チャレンジ企業の多くは、内部資金（内部留保、創業者・オーナー資金など）の制約内で事業を営んでいると考えられる。それにも関わらず、米国で再チャレンジが活発な背景には、①積極的な企業家精神の存在や、②破産後の差押除外財産が幅広く認められていることが影響している可能性がある。個人のリスク選好度合いを、自営業者と被雇用者とで比較すると、自営業者の方がよりリスク志向的であり、積極的な企業家精神が活発な再チャレンジにつながっていると推測される。

6. また、米国では破産後の差押除外財産の範囲が州によって異なっており、先行研究では、差押除外財産を幅広く認めている州ほど起業が活発だと指摘されている。本稿の分析でも、オーナーの個人資産が多い企業は融資拒絶率が有意に低いとの実証結果が得られており、差押除外財産の範囲が広いことが、破綻経験企業のオーナー個人資産の増大を通じて、資金アベイラビリティの改善や再起業の促進につながっている可能性がある。ただし、先行研究では、差押除外財産の範囲が広い州では、借り手のモラルハザードへの懸念や担保の実質的な価値の低下により金融機関の与信態度が相対的に厳しいとも指摘されており、破産した個人に幅広い免責を認めると、資金調達がより困難になる可能性もある点には留意が必要である。
7. 米国での経験を踏まえると、再チャレンジに向けた金融的支援策の効果は未知数であるといわざるを得ない。日本で再チャレンジを阻害する真の要因は何なのか、有効な金融的支援策があるとすればどのようなものなのか、今後、更なる分析を通じて議論が深められることが期待される。

政策調査部 主席研究員 小野有人*

政策調査部 主任研究員 西川珠子

金融調査部 研究員 前川亜由美

Tel* : 03-3591-1306

E-Mail : arito.ono@mizuho-ri.co.jp

ayumi.maekawa@mizuho-ri.co.jp

[目 次]

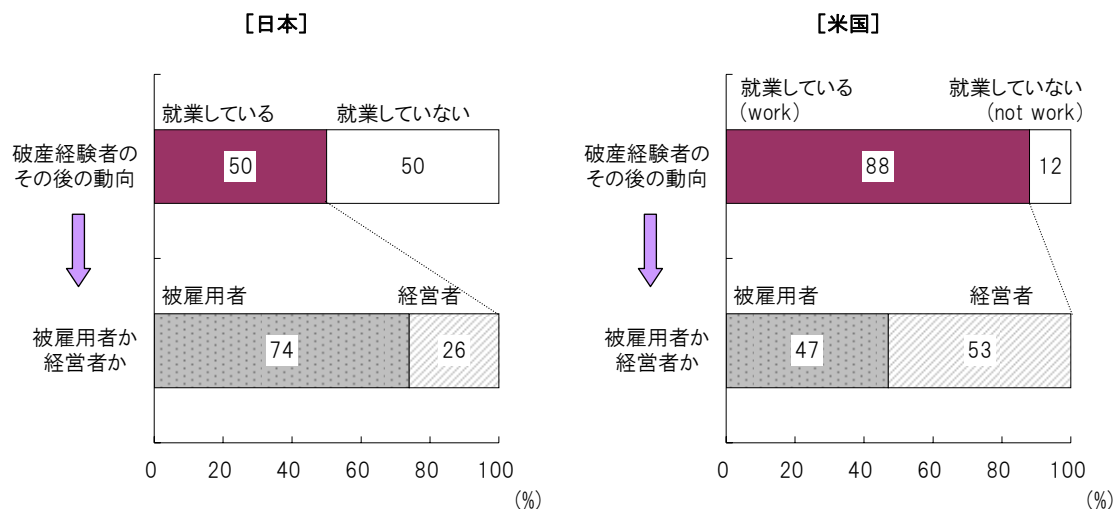
1. 問題意識	5
2. SSBF、SCF の概要と留意点	8
(1) SSBF	8
(2) SCF	11
3. 破綻経験企業の特徴	11
(1) 破綻経験企業の定義	11
(2) 属性別にみた破綻経験企業の特徴	12
4. 破綻経験企業の資金調達環境	16
(1) 借入種類別にみた利用率・平均借入残高	16
(2) 金融機関とのリレーションシップ	17
(3) 過去 3 年間ににおける直近の借入状況	19
(4) 過去 1 年間ににおける新規の資本調達状況	22
(5) まとめ	24
5. 実証分析：破綻経験が融資のアベイラビリティに及ぼす影響	25
(1) 変数	25
(2) プロビット推定	26
6. 米国で再チャレンジが活発なのはなぜか	28
(1) 積極的な企業家精神の存在	28
(2) 幅広い差押除外財産の功罪	30
7. おわりに	34

米国における活発な再チャレンジは資金調達環境が原因か

1. 問題意識

格差問題の論点の一つとして、日本では一度事業に失敗した個人が再び事業を起こすこと（いわゆる再チャレンジ）が困難だと指摘されている。中小企業庁（2002）によれば、日本では破産を経験した個人の半数は、破産後に就業しておらず、また、就業しているもののうち再び経営者になった個人の割合は 3 割弱にとどまっている。一方、企業の新陳代謝が活発な米国では、破産経験者の 9 割近くが破産後も就業しており、かつ就業者の半分が企業オーナーとして再起を果たしている（図表 1）。

図表 1：破産経験者のその後の動向



（注）日本と米国で「就業(work)」という言葉に対する意識の違いがある可能性がある。例えば日本において、アルバイト等不定期的に就業している者は、「就業していない」と回答している可能性がある。

（資料）中小企業庁『中小企業白書 2002年版』（原資料は、日本は東京商工リサーチ「倒産経験者実態調査」、米国はFullenbaum and McNeil (1994)）

こうした破産経験者の再チャレンジをめぐる日米間の差異はどのような要因に基づくのだろうか。一つの可能性は、米国では破産後に再起を志す個人・中小企業のための資金調達環境が整備されており、再チャレンジに向けた資金制約が小さいのに対して、日本では資金調達が困難なことである。日本の状況について、例えば中小企業庁（2003）は、再び事業を行いたいと希望しているにも関わらず再起業の準備ができていない倒産企業の経営者（再起業志望者）のうち、半数以上のものが「資金調達の目途が立ちそうにない」ことを再起業の障害としてあげていると指摘している。また、多くの金融機関にとって「代表者の倒産歴」が融資の判断材料として重要であり、倒産経験者に対する金融機関の与信態度が厳しいことを明らかにしている。

* 本稿の作成にあたり、John Wolken氏（Board of Governors of the Federal Reserve System）から、FRB “2003 Survey of Small Business Finances”について多くのことをご教示頂いた。記して感謝申し上げます。当然のことながら、本稿に残されたありうべき誤りの責任は筆者たち個人にある。

再チャレンジに際しての資金制約を緩和するため、2006 年 12 月に政府が取りまとめた「再チャレンジ支援総合プラン」では、①再チャレンジ支援融資・保証制度の創設、②第三者保証・本人保証を不要とする制度の創設（これまでの非徴求方針の徹底を含む）、③再挑戦（経営者）支援ファンドの創設、などが盛り込まれた。このうち、たとえば再チャレンジ支援融資・保証制度についてみると、政府系金融機関である中小企業金融公庫、国民生活金融公庫がそれぞれ「再チャレンジ支援融資制度」を創設している（図表 2）。これらは、開業後 5 年以内の廃業歴等を有する個人（経営者）に対して事業性資金を融資するものであり、通常の融資制度と比較すると、成功払い型の利払いスキーム（事業が成功するほど金利が高くなる仕組み）を用意している点が特徴的である。この他、「再挑戦支援保証制度」では、やはり廃業経験者を対象に、1000 万円を上限として、民間金融機関等からの借入に際して信用保証協会が全額を保証している（通常の信用保証の場合、保証割合は 8 割）。保証料率は各信用保証協会によるが、いくつかの保証協会では通常よりも低い料率で提供している他、借り手にとっては無担保で資金調達できるというメリットもある。

他方で、日米間での再チャレンジをめぐる差異が、資金調達以外の要因によって生じている可能性もある。先述の中小企業庁（2002）では、日本で再チャレンジがあまり活発でない背景の一つとして、日本の経営者が一度の失敗で懲りてしまう傾向にあることを指摘している。例えば、前掲図表 1 の調査にて、破産後再び経営者とならなかった者に対して「できればもう一度起業したいか」と質問すると、米国では 72%のものが「はい（起業したい）」と答えているのに対して、日本では 63%が「いいえ（起業したくない）」と答えているという。また、我々が知る限り、日本のような再チャレンジ支援を目的とした金融的政策支援措置は、米国には存在しない¹。米国における活発な再チャレンジが企業家精神（entrepreneurship）そのものに起因しているのであれば、金融的な支援策の効果は限定的なものにとどまると考えたほうが無難であろう²。

本稿では、再チャレンジに向けた金融的な支援策の効果を考えるうえでの示唆を得ることを目的として、米国において事業に失敗した経験をもつ個人・中小企業の再チャレンジ後の資金調達環境がどのようなものなのか、その実態を実証的に検証する。分析に主に用いるデータは、米国連邦準備制度（FRB）が実施している“2003 Survey of Small Business

¹ 米国の中小企業庁（SBA; Small Business Administration）は中小企業に対して様々な政策支援プログラムを実施しており、金融については、民間金融機関の貸出に対してSBAが信用保証を付すSBA貸出が主である（保証割合は最も代表的な 7(a)プログラムの場合 75 ないし 85%）。しかし、筆者の一人がかつてSBA関係者にヒアリングしたところ、再チャレンジを求める企業や個人だけを対象としたSBA保証プログラムは存在せず、逆に、SBA貸出の利用を希望する企業もしくはオーナーが過去にSBA貸出をデフォルトしたことがある場合、デフォルト後一定期間は再びSBA貸出を利用することはできないとのことであった。なお、民間金融機関による貸出のデフォルト履歴については、SBAが把握することが困難なこともあり、SBA貸出を利用する際の制約となっていないようである。

² 竹内（2003）は、国民生活金融公庫総合研究所「2 度目の開業に関するアンケート」（2001 年）を用いて、失敗から再起できるかどうかは、社会や制度によるのではなく起業家本人の撤退時の行動（撤退のタイミングや撤退時の負債の整理状況など）に依存していると指摘している。

図表 2：「再チャレンジ支援融資制度」の概要

【中小企業金融公庫】

	一般貸付	再挑戦支援資金
資金使途	設備資金・長期運転資金	設備資金・長期運転資金
融資限度額	4 億 8 千万円（うち運転 2 億 4 千万円）	7 億 2 千万円（うち運転 2 億 5 千万円）
融資期間	設備：原則 10 年以内 運転：原則 5 年以内	【固定金利型】 設備：15 年以内 運転：7 年以内 【成功払い型】 5 年
融資利率	基準利率（5 年以内 2.35%、7 年以内 2.45% 10 年以内 2.65%、15 年以内 2.95% ² ）	【固定金利型】 基準利率（5 年経過ごと金利見直し制度の選択可） 【成功払い型】 当初 2 年間 0.3%、3 年目以降は成功度合いに応じた利率
担保	・ 融資額相当の担保が必要 ・ 担保の種類、順位は相談のうえ決定	融資相当額の担保が必要
保証人 ³	・ 法人：社長など経営責任者 ・ 個人事業者：経営に協力する者	・ 法人：社長など経営責任者 ・ 個人事業者：経営に協力する者

（注）1.再挑戦支援資金制度の利用要件は、新たに開業するあるいは開業後5年以内の廃業歴等を有する個人または廃業歴等を有する経営者が営む法人で、①廃業等の負債が新たな事業に与えない程度に整理される見込みがある、②廃業の理由・事情がやむを得ないものであるもの。

2. 2008年7月11日現在。

3.保証人特例制度を利用することで不要とすることは可能。

（資料）中小企業金融公庫ホームページ

【国民生活金融公庫】

	普通貸付	再挑戦支援資金
資金使途	設備資金・長期運転資金・特別設備資金	新たに事業を始めるため、 または事業開始後に必要とする資金
融資限度額	設備資金・長期運転資金：4800 万円 特別設備資金：7200 万円	2000 万円
融資期間	設備：10 年以内 運転：5 年以内 特別設備資金：20 年以内	【固定金利型】 設備：15 年以内 運転：原則 5 年以内 【成功払い型】 5 年
融資利率	基準利率（5 年以内 2.55%、7 年以内 2.6% 10 年以内 2.65%、15 年以内 2.85% ² ）	【固定金利型】 基準利率 【成功払い型】 当初 2 年 0.3%、3 年目以降 1.05-5.55% ³
担保・保証人	応相談	応相談 ⁴

（注）1.再挑戦支援資金制度の利用要件は、新たに事業を開始するまたは事業開始後おおむね5年以内の廃業歴等がある個人・法人で、①廃業時の負債が新たな事業に影響を与えない程度に整理される見込みがある、②廃業の理由・事情がやむを得ないものであるもの。

2. 2008年7月11日現在。

3.成功払い型融資の3年目以降の金利は、5.55%、4.55%、3.55%、2.55%、1.05%の5段階。事業が成功しているほど適用利率が高くなる。

4.一定の要件を満たせば、1,000万円以内を限度に無担保・無保証人で融資を受けられる「新創業融資制度」の利用が可能。

（資料）国民生活金融公庫ホームページ

Finances (SSBF)” の個票データである。また、SSBF による分析を補足するものとして、FRB “2004 Survey of Consumer Finances (SCF)” の個票データを利用する。これらの統計を用いて、過去に破綻経験のある（オーナーが個人破産もしくは企業自体が倒産を経験したことのある）中小企業の属性や、資金調達上の特徴を、破綻を経験していない企業との比較考量を通じて明らかにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。第 2 節では、本稿で用いる SSBF 及び SCF の概要と利用上の留意点について述べる。第 3 節では、破綻経験のある米国中小企業の企業・オーナー属性別にみた特徴を、破綻経験のない企業との比較を通じて明らかにする。第 4 節では、破綻経験企業の資金調達環境（利用している借入手段、金融機関とのリレーションシップ、直近の借入・資本調達状況）の特徴を、やはり破綻経験のない企業との比較から明らかにする。第 5 節は本論文の主眼となる実証分析であり、過去の破綻経験が融資のアクセシビリティに及ぼす影響を、プロビット推定により検証する。結論を予め述べると、4・5 節の分析を通じて、米国でも破綻経験のある中小企業の資金調達環境は総じて厳しいことを指摘する。この点を踏まえて、第 6 節では、米国で再チャレンジが活発な背景は何かを考察する。ここでは、積極的な企業家精神の存在と、破産時の差押除外財産の範囲の問題をとりあげる。第 7 節は結論であり、本稿の分析から得られる日本へのインプリケーションについて述べる。

2. SSBF、SCF の概要と留意点

分析に先立ち、FRB, “2003 Survey of Small Business Finances (SSBF),” “2004 Survey of Consumer Finances (SCF)” の概要と、利用に際しての留意点を簡単にまとめておこう。

(1) SSBF

SSBFは、米国の中小企業金融に関する最も代表的な調査であり、ほぼ 5 年おきにFRBが実施している。本稿では、最新の調査である 2003 年調査を利用する³。調査対象（母集団）は 2003 年末に操業している従業員 500 人未満の中小企業⁴であり、1000 万社以上の企業データを有するDun & Bradstreet Market Identifier（2004 年 5 月時点）からサンプルが層別無作為抽出⁵（stratified random sampling）され、最終的に 4,240 社についてのデータが収集されている。調査は、主に 2004 年 6 月から 2005 年 1 月にかけて電話インタビューによって行われており、企業及びオーナーの属性、調査時点で利用している金融取引の詳細や取引金融機関の属性、過去 3 年間における直近の借入申請とその結果などを尋ねて

³ 第 1 回調査は 1987 年であり、以後、93 年、98 年、2003 年に行われている。なお 87 年、93 年調査は SBA と共同で実施され、名称は “National Survey of Small Business Finances (NSSBF)” であった。2003 年SSBFの詳細については、Mach and Wolken (2006)、竹内 (2007) を参照されたい。

⁴ 従業員数は被雇用者及び当該企業で働いているオーナーの合計であり、パートタイマーも含まれる。また、非営利企業、金融・農林漁業、子会社は分析の対象外とされている。

⁵ 具体的には、従業員数（4 区分）、地域（9 区分）、都市・非都市部（2 区分）に基づく 72（4×9×2）の階層（stratum）から産業分布に留意しつつ無作為抽出されている。

いる。企業・オーナーの属性のなかには、本稿の関心事である信用履歴（倒産・破産経験、借入の延滞経験等）も含まれている。また、企業の財務データなどについては、事前にワークシートを企業に送付し、記入してもらうことで、データの精度を高める努力がなされている。企業財務データは、決算月が 1～6 月の企業は 2004 年度決算、7～12 月の企業は 2003 年度決算の数値が用いられている。SSBF の個票データは、企業やオーナーの特定につながりかねない情報を取り除いた形で FRB のホームページ上で公開されており、本稿もこの公開版データを用いている。

2003 年 SSBF では、サンプル特性や回収率の差などから生じる統計上の歪みを補正するため、以下 2 つの工夫がなされている。

第一は、調査の母集団となる 630 万にのぼる中小企業についての推定ができるよう、各サンプル企業がウェイト付けされていることである。従って、平均値や構成比、あるいは標準誤差などの統計量は、この母集団ウェイトを考慮して算出する必要がある。

第二は、推計により可能な限り欠損値の補填 (imputation) が行われていることである。2003 年 SSBF では、全部で 5 パターン (5 implicate) のデータが提供されている⁶。このため、平均値や構成比などを算出する際には、5 つの implicate すべてを用いることが望ましい。また、統計的検定や推定に際しては、implicate 間の推定値のばらつきを考慮した標準誤差を計算する必要がある。すべての implicate を用いた分析結果を、1 つの implicate だけを用いて分析した場合と比較すると、総じて、平均値や構成比などの点推定値は大きくは変わらないが、implicate 間のばらつきを考慮している分だけ標準誤差は大きくなる（したがって統計的検定はより保守的なものとなる）という特徴がある。以下の本稿の分析結果は、いずれも母集団ウェイト及び欠損値の補填を考慮したものである。

図表 3 は、2003 年 SSBF により米国中小企業の属性別分布をみたものである。なお、構成比は母集団ウェイトを考慮したものであり、サンプル数の構成比とは異なる。

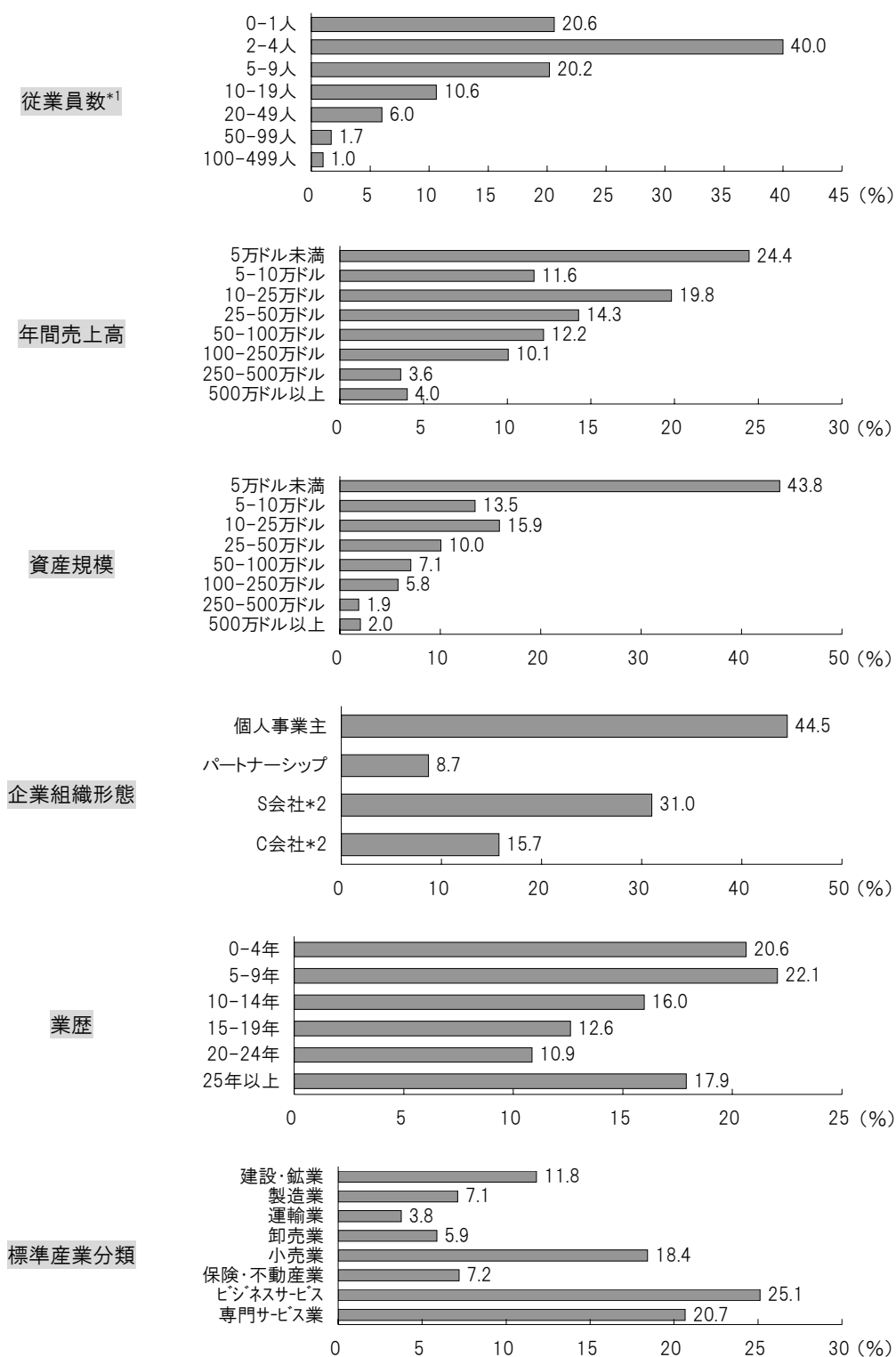
多くの中小企業の企業規模はきわめて小さく、従業員数ベースでは 60.6% の企業が従業員 5 人未満、80.8% が同 10 人未満である。また、年間売上高でも 10 万ドル未満の企業が 4 割弱、資産規模でも 10 万ドル未満の企業が 6 割弱を占めている。企業組織形態別には、小規模・零細企業が多いことを反映して、事業組織とオーナー個人とが不可分の個人事業主 (proprietorship) が 44.5% と最も多い。法人企業は S 会社と C 会社の合計で 46.7% だが、S 会社の認定基準の緩和により、近年 S 会社の C 会社に対する比率が高くなっている⁷。また、パートナーシップの比率は 8.7% である。

⁶ 具体的には、一つの変数を他の変数の関数として推計して、すべての変数の分散・共分散行列を計算し、そのパラメータの値に基づいて欠損値を推計する作業を 3 回繰り返して行っている。1 回目の計算から得られたデータが implicate 1、2 回目の計算から得られた 3 つのデータが implicate 2, 3, 4、3 回目の計算から得られたデータが implicate 5 となっている。

⁷ S 会社は、法人税が課せられる通常の法人企業 (C 会社) とは異なり、法人利益が所有者にパススルーされ、法人には課税されない株式会社である。1996 年に株主数の上限をそれまでの 35 人から 75 人に増やすなど、認定基準の緩和措置がとられた。なお、1998 年 SSBF では S 会社、C 会社の比率は、それぞれ 23.9%、19.8% であった。

米国における活発な再チャレンジは資金調達環境が原因か

図表 3：SSBF 調査対象企業の分布（企業属性別）



(注) 1.オーナー、フルタイム従業員およびパートタイム従業員の合計。

2.S会社は、通常企業(C会社)とは内国歳入法上の取り扱いが異なり、パススルー課税が認められている。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

SSBF 対象企業の平均的な業歴は 14.3 年だが、**図表 3** からも明らかなようにばらつきが大きい。また、業種別にはビジネスサービス業、専門サービス業の比率がそれぞれ 25.1%、20.7%と高く、次いで小売業（18.4%）、建設・鉱業（11.8%）となっている。

(2) SCF

本稿では主にSSBFを用いて分析を行うが、補足的にSCFを利用する。SCFは、米国家計の金融資産・負債動向を把握するための代表的な調査であり、FRBが3年おきに実施している。本稿では最新の2004年調査を用いる⁸。

SCFは、全米1億1,210万世帯を母集団としており、「地理的データに基づくサンプル（standard multistage area-probability sample, 3,007世帯）」と「富裕層中心のサンプル（list sample, 1,515世帯）」の2つのサンプルから計4,522世帯（family）が無作為抽出されている。世帯の所得・貯蓄・借入や資産・負債動向、さらにはリスク選好などについて、2004年5月～12月にかけて対面および電話インタビューにより調査している。

しばしば指摘される通り、個人事業主を中心とする小規模・零細企業の資金調達は、オーナー個人の資金調達と重なりあう部分が多い（Avery, Bostic, and Samolyk (1998)）。この点でSCFは富裕層がサンプル全体に占める割合が高く、かつ個人事業主が多く含まれていることから、家計の金融動向だけでなく、中小企業金融に関する分析においてもこれまでしばしば用いられてきた。本稿では、SSBFでは把握しきれなかった点を中心に、SCFを補足的に利用する。

SSBF同様、SCFでもサンプル毎にウェイト付けがされており、1億1,210万世帯の母集団推定が可能になっている。また、やはりSSBF同様、欠損値の補填が行われており全部で5パターン（5 impute）のデータが公開されている。以下では、SCFを用いて統計量を算出する際にも、母集団ウェイトと欠損値の補填を考慮した値を用いる。

3. 破綻経験企業の特徴

(1) 破綻経験企業の定義

SSBFでは企業、オーナーそれぞれについて、過去7年間に倒産（破産）した経験があるかどうかを尋ねている。2003年調査では、倒産した経験のある企業は4240社中36社（構成比0.9%）、企業のオーナーが個人破産した経験のある企業は4190⁹社中74社（同2.4%）あった。そこで本稿では、企業もしくはオーナーのどちらかが倒産ないしは個人破産した経験のある企業93社（同2.8%）を破綻経験のある企業と分類する。

なお、SCFでは、回答者本人または配偶者が個人破産したことがあるかどうかを調査している。SSBFと比較すると、破産経験のある世帯が4,519世帯中422世帯（同11.0%）と多く含まれている点の特徴である。

⁸ 2004年SCFの詳細については、Bucks, Kennickell, and Moore (2006)を参照。

⁹ オーナーの破産履歴が不明の企業が50社あるため、全サンプル数が4190社となっている。

(2) 属性別にみた破綻経験企業の特徴

破綻を経験した企業やそのオーナーは、破綻を経験していない企業やオーナーと比べてどのような特徴があるだろうか。以下では、企業およびオーナーに関するいくつかの基本的な属性別に、分布や平均値の違いを確認する。

a. 企業属性

図表 4 は破綻を経験した企業と経験していない企業とで、いくつかの企業属性について分布や平均値を比較したものである。構成比、平均値は母集団ウェイトを考慮したものであり、サンプル数の構成比、サンプルの単純平均値とは異なる。

企業規模を表す従業員数、年間売上高、総資産をみると、破綻経験企業は破綻経験のない企業よりも総じて小規模であるといえる。破綻経験企業の従業員数、年間売上高、総資産の平均値がそれぞれ 5.4 人、50.4 万ドル、21.1 万ドルであるのに対して、破綻経験のない企業はそれぞれ 8.7 人、108.9 万ドル、56.3 万ドルである。ちなみに両者の平均値の差の t 検定を行うと、いずれも 1%水準で有意である（巻末付図 1 の Panel A）。また、企業の組織形態別にみると、企業規模が小さいことを反映して、破綻経験企業では個人事業主（proprietorship）やパートナーシップの占める比率が相対的に高くなっている。

業種別にみると、破綻経験企業はビジネスサービス業、小売業の比率が高い一方、建設・鉱業、製造業の比率が低い。また、地域別には南部の比率がやや高くなっている。

b. オーナー属性

次に、**図表 5** は、企業オーナーの属性について同様の比較をしたものである（平均値の t 検定は巻末付図 1 の Panel B を参照）。

オーナーの年齢、ビジネス経験年数、そして当該企業でのオーナー年数（企業年齢）については、破綻経験企業と破綻を経験していない企業とで大きな差はない。破綻経験の有無に関わらず、年齢は 50 歳前後、ビジネス経験年数は 20 年弱、当該企業でのオーナー歴は 10 数年というのが、米国中小企業の平均的な経営者像である。また、性別では男性の比率が 6 割強と高いが、破綻経験企業では、女性オーナーの比率がやや高くなっている。

オーナーの属性について破綻経験企業に特徴的なのは、オーナーが保有する個人資産額が破綻経験のない企業よりもかなり少ないことである。SSBF では、オーナーの個人純資産額（資産と負債を相殺したネット価額）を自宅とそれ以外の資産とに分けて調べているが、破綻経験のある企業のオーナーの個人純資産額は、自宅（破綻経験あり：10.8 万ドル、破綻経験なし：26.3 万ドル）、自宅以外（破綻経験あり：20.9 万ドル、破綻経験なし：84 万ドル）ともに、破綻経験のある企業オーナーの方が小さくなっており、両者の平均値の差は 1%水準で有意である（巻末付図 1 の Panel B）。これは、倒産ないし破産時に、オーナーの個人資産が残債務の整理に充当されたためではないかと考えられる¹⁰。

¹⁰ 米国でも、中小企業の借入の場合、オーナーが個人保証を付すことが多い（小野・西川（2004））。このため、企業倒産であってもオーナーが個人資産を債務の弁済に充当するケースが多いと推測される。

図表 4：破綻経験別にみた企業の基本的な属性

企業の属性	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
従業員数				
0-1	625	15	20.7	17.9
2-4	1,127	40	39.7	50.3
5-9	614	18	20.0	24.9
10-19	385	4	10.8	4.0
20-49	558	8	6.1	2.5
50-99	440	4	1.7	0.3
100-499	398	4	1.0	0.3
合計	4,147	93	100.0	100.0
平均値(人)			8.67	5.35
年間売上高(1000ドル)				
<25	414	14	14.5	15.8
25-49	278	11	9.8	15.6
50-99	333	17	11.2	24.9
100-249	577	21	19.6	26.6
250-499	453	6	14.5	5.0
500-999	434	7	12.3	8.3
1000-2499	525	7	10.3	2.1
2500-4999	336	2	3.7	0.7
5000-9999	317	2	2.3	0.7
>10000	478	5	1.8	0.4
合計	4,145	93	100.0	100.0
平均値(ドル)			1,088,934	503,997
総資産(1000ドル)				
<25	898	33	31.1	38.9
25-49	355	16	12.3	21.3
50-99	436	11	13.4	15.1
100-249	564	9	16.1	8.5
250-499	392	9	10.0	12.3
500-999	356	5	7.2	1.0
1000-2499	436	3	5.9	2.2
2500-4999	278	1	1.9	0.1
>5000	428	6	2.1	0.6
合計	4,144	93	100.0	100.0
平均値(ドル)			563,045	210,577
企業形態				
個人事業主 (proprietorship)	1,298	49	44.1	60.0
パートナーシップ (partnership)	332	12	8.5	14.9
S会社 (S corporation)	1,524	24	31.4	19.1
C会社 (C corporation)	993	8	16.0	6.0
合計	4,147	93	100.0	100.0
業種				
建設・鉱業	434	6	12.0	6.4
製造業	493	6	7.2	2.9
運輸業	166	5	3.7	6.2
卸売業	285	3	6.0	3.5
小売業	803	18	18.4	20.4
保険・不動産業	260	2	7.4	1.0
ビジネスサービス業	896	38	24.7	40.0
専門サービス業	808	15	20.7	19.7
合計	4,145	93	100.0	100.0
地域				
北東部 (Northeast)	740	16	19.9	15.6
中西部 (Midwest)	1,002	13	21.3	13.1
南部 (South)	1,351	35	34.5	44.9
西部 (West)	1,054	29	24.4	26.5
合計	4,147	93	100.0	100.0

(注) 平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

米国における活発な再チャレンジは資金調達環境が原因か

図表 5：破綻経験別にみた企業オーナーの基本的な属性

オーナーの属性	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
オーナー性別				
女性	764	19	22.1	30.1
男性	2,863	60	65.1	54.3
男女同数	462	13	12.7	15.6
合計	4,089	92	100.0	100.0
オーナー年齢				
40歳未満	437	15	14.3	16.7
40歳以上～50歳未満	1,081	18	29.3	24.4
50歳以上～60歳未満	1,507	34	34.7	29.8
60歳以上	1,064	24	21.7	29.0
合計	4,089	92	100.0	100.0
平均値(歳)			51.51	51.46
オーナーのビジネス経験				
10年未満	645	20	21.1	21.7
10年以上20年未満	1,154	27	30.6	28.2
20年以上30年未満	1,243	27	27.6	29.0
30年以上	1,047	18	20.7	21.1
合計	4,089	92	100.0	100.0
平均値(年)			19.30	19.77
当該企業でのオーナー年数(年)				
0-4年	664	22	20.5	24.2
5-9年	799	23	21.9	27.1
10-14年	650	16	16.0	16.2
15-19年	585	11	12.6	12.5
20-24年	505	7	11.0	5.7
25年以上	943	14	18.0	14.3
合計	4,147	93	100.0	100.0
平均値(年)			14.37	13.13
オーナー個人資産(自宅有無)				
有	3,754	73	89.6	75.1
無	344	19	10.4	24.9
合計	4,098	92	100.0	100.0
オーナー個人資産(自宅、ネット、1000ドル)				
<0	40	3	1.5	3.7
1-49	416	28	14.9	44.2
50-99	521	11	17.0	21.7
100-249	1,191	16	32.3	18.3
250-499	833	9	20.0	7.8
500-999	503	4	10.6	4.2
>1000	251	1	3.8	0.2
合計	3,754	73	100.0	100.0
平均(ドル)			263,255	108,381
オーナー個人資産(自宅以外、ネット、1000ドル)				
<0	193	13	6.1	13.3
1-99	862	50	27.7	61.3
100-249	696	9	19.9	10.0
250-499	590	7	15.9	8.6
500-999	616	4	13.9	1.3
>1000	1,140	10	16.6	5.5
合計	3,904	79	100.0	100.0
平均(ドル)			840,058	209,138

(注) 1. 平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

2. 当該企業でのオーナー年数は、公開企業の場合は公開時からの年数。

3. オーナー個人資産は資産から負債を差し引いたネット価額。自宅は「主たる居住用住宅の時価価額－住宅ローン」、自宅以外は「主たる居住用住宅及び当該企業の持分(株式)以外の資産価額－住宅ローンの負債」。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Bussiness Finances”

c. 信用リスク

最後に、**図表 6** は企業の信用リスクの代理変数として、企業の安全性を測る代表的な財務比率である自己資本比率と、Dun & Bradstreet (D&B) 社のクレジットスコア（信用評点）を比較したものである。平均値の t 検定については巻末**付図 1**の Panel C に掲載している。

自己資本比率の平均値は、同比率がマイナスの企業が 769 社存在することから、破綻経験のある企業（平均▲22.3%）、ない企業（同▲86.4%）ともにマイナスとなっている。破綻経験のある企業の方が自己資本比率は高いものの、両者の平均値の差は有意ではない（巻末**付図 1**の Panel C）。これは、サンプルの中に自己資本比率が大幅にマイナスの企業が含まれており、分散が大きいためである。そこで自己資本比率がマイナスの企業をサンプルから除くと、破綻経験のある企業の自己資本比率（同 84.2%）は、破綻経験のない企業（同 72.4%）よりも 1%水準で有意に高くなっている。このことは、自己資本比率をみる限りは、破綻経験のある企業の方が、安全性が高いことを意味する。

一方、米国の代表的な信用情報機関の一つである D&B 社のクレジットスコアからは、自己資本比率とは異なる傾向がみてとれる。SSBF の公開データでは、0～100 点の値をとる D&B クレジットスコアを 6 段階のインデックス形式で公表しており、インデックスの数値が低いほど企業の信用リスクが高いことを意味する。破綻経験のある企業のスコアの平均値は 2.79 であり、破綻経験のない企業のスコア（同 3.64）よりも 1%水準で有意に低い。自己資本比率が相対的に高いにもかかわらず破綻経験企業のクレジット・スコアが低いことは、米国でも、オーナーもしくは企業の過去の破産・倒産履歴が、その信用力に大きく影響していることを示唆していると思われる。

図表 6：破綻経験別にみた企業の信用リスク

企業の信用リスク	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
自己資本比率				
0%未満	754	13	18.7	14.8
0%以上50%未満	1,027	17	20.2	9.5
50%以上100%未満	1,565	32	36.6	38.7
100%	728	29	24.5	37.0
合計	4,074	91	100.0	100.0
平均値(全サンプル、%)			-86.40	-22.32
平均値(非債務超過企業、%)			72.38	84.18
クレジットスコア(D&B社)				
1: 1～10(リスク高)	312	18	8.4	19.8
2: 11～25	433	24	14.4	25.8
3: 26～50	762	21	22.6	25.2
4: 51～75	1,132	18	25.4	16.6
5: 76～90	872	8	18.3	9.9
6: 91～100(リスク低)	607	4	10.9	2.6
合計	4,118	93	100.0	100.0
平均値(6段階インデックス)			3.64	2.79

(注) 平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

4. 破綻経験企業の資金調達環境

破綻を経験した米国中小企業の資金調達には、どのような特徴があるだろうか。本節では、前節と同様に、資金調達に関する様々なデータを、破綻経験のある企業とない企業とで比較することにより、破綻経験企業の資金調達上の特徴を浮き彫りにすることとしたい。

(1) 借入種類別にみた利用率・平均借入残高

SSBF では、中小企業が利用している借入の種類と残高を、主に金融機関を供給主体とする「伝統的な借入手段」（クレジットライン、不動産担保ローン、自動車ローン、設備ローン、キャピタルリース、その他）と、金融機関以外からの調達も含めた「非伝統的な借入手段」（オーナー借入、個人クレジットカード、法人クレジットカード、企業間信用）に分けて調査している（図表 7）。

図表 7：破綻経験別にみた借入利用率・平均借入残高（借入種類別内訳）

【伝統的な借入手段】

	サンプル数		利用率(%)		平均借入残高(ドル)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
クレジットライン	1,894	16	34.9	13.1	63,987 [41.6%]	23,214 [32.4%]
不動産担保ローン	687	10	13.4	7.7	79,340	8,397
自動車ローン	1,197	16	25.7	18.0	10,260	3,072
設備ローン	1,197	16	10.2	11.9	12,876	66,291
キャピタルリース	543	9	8.8	4.8	6,514	707
その他ローン	501	14	10.0	14.8	27,341	20,835
上記のいずれか	2,852	50	60.8	47.3	200,318	122,516

【非伝統的な借入手段】

	サンプル数		利用率(%)		平均借入残高/ 月平均利用額(ドル)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
オーナー借入	903	16	30.3	31.2	141,108	137,640
個人クレジットカード	1,806	42	46.8	40.2	2,016	1,013
法人クレジットカード	2,238	37	48.5	35.2	3,137	1,108
企業間信用	2,875	47	60.5	44.9	—	—
上記のいずれか	3,816	75	89.1	79.6	—	—

- (注) 1. 平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。
 2. クレジットラインの[] 内は枠利用率（クレジットライン借入残高／クレジットライン借入枠、%）の平均値。
 3. 非伝統的な借入手段の平均借入残高／月平均利用額は、オーナー借入は残高、個人・法人クレジットカードは利用額。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

主に金融機関が提供する伝統的な借入手段についてみると、破綻経験のある企業の利用率は、どの融資形態においても 1 割前後であり、かつ破綻経験のない企業に比べて総じて低水準である。融資の形態別に比較すると、主に短期の運転資金を用途とするクレジットラインでは、破綻経験企業とそうでない企業の利用率の差がとくに大きい。これに対して担保資産見合いの物件取引の色彩が強い設備ローンでは、両者の差はあまりない。また、平均借入残高についても、破綻経験のある企業の方が総じて少額である。

これに対して、クレジットカードや企業間信用などの非伝統的な借入手段は、破綻経験に関わらず、総じて伝統的な借入手段よりも利用率が高くなっている。破綻経験有無別にみると、企業の信用力が影響するとみられる法人クレジットカードや、無担保債権である企業間信用については、破綻経験のある企業の利用率が、そうでない企業よりも低くなっている。一方、オーナー個人のクレジットカードや、オーナーからの借入については、過去の破綻経験による利用率の差があまり生じていない。

以上をまとめると、破綻経験のある企業は、総じて借入利用率が低いといえる。とりわけ企業としての信用力が大きく影響するとみられるクレジットラインや企業間信用では、破綻経験の有無による利用率の差が大きく、信用履歴が資金調達に影響していることが示唆される。また、総じて信用力が低いことや企業規模が小さいことから、破綻経験のある企業の平均借入残高は、相対的に少額にとどまっている。

(2) 金融機関とのリレーションシップ

財務の透明性が乏しく、貸し手と借り手との情報の非対称性が大きい中小企業の資金調達においては、企業と取引金融機関とのリレーションシップが重要な役割を担っていると指摘されている（Boot (2000)）。全米独立企業連盟（The National Federation of Independent Business）が行っている企業向けアンケート調査によれば、企業が取引金融機関に求める最も重要な資質（要素）は「立地（convenient location）」と「経営者・オーナー及び企業についてよく知っていること（knows you and your business）」であり、中小企業にとって取引金融機関と緊密な関係を築くことが重要であることが確認される（Scott and Dunkelberg (2005)）。この点で、破綻経験のある中小企業の場合、倒産・破産によって取引金融機関とのリレーションシップが途切れてしまい、再起後の資金調達に悪影響を及ぼす懸念がある。

図表 8 は企業と取引金融機関との取引状況を、破綻経験別にみたものである。平均値の t 検定については巻末付図 1 の Panel D に掲載している。

中小企業といえども複数の金融機関からの借入が一般的な日本とは異なり、米国の中小企業向け貸出は一行取引（sole banking）が基本的である（小野・西川（2004））が、この点は、破綻経験の有無に関わらず成立している（破綻経験のある企業の平均取引金融機関数は 1.09、破綻経験のない企業は同 1.19 であり、両者の差は統計的に有意ではない）。8 割超の企業は、商業銀行をメイン取引金融機関としており、次いで貯蓄銀行・S&L・信用組合をメインとする企業が 1 割強存在する。また、メイン金融機関との主たるコンタク

ト手段は、対人面談が圧倒的に多い。

メイン金融機関とのリレーションシップを表す代理変数として、先行研究でもしばしば利用されるメイン金融機関との取引期間、メイン金融機関の店舗までの距離に着目すると、破綻経験のある企業は、メインとの平均取引期間が相対的に短く（破綻経験あり：98カ月、破綻経験なし：125カ月）、かつ店舗までの平均距離はやや遠い（破綻経験あり：67マイル、破綻経験なし：30マイル）ことから、破綻経験によって企業と金融機関とのリレーションシップが希薄化している可能性が示唆される。もっとも、両者の差の統計的な有意性は低く、取引期間がかろうじて10%水準で有意であるにすぎない（巻末付図1 Panel D）。

図表 8：破綻経験別にみた金融機関とのリレーションシップ

金融機関とのリレーションシップ	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
取引金融機関数(クレジットライン利用企業)				
分布 1行	1,625	15	85.5	95.5
2行	215	0	11.3	0.0
3行	41	1	2.4	4.5
4行以上	13	0	0.8	0.0
合計	1,894	16	100.0	100.0
平均値(機関数)			1.19	1.09
メイン取引金融機関種類				
商業銀行	3,414	73	82.3	86.6
貯蓄銀行・S&L・信用組合	444	11	12.9	10.3
非預金金融機関	130	5	2.7	2.0
非金融機関	69	1	2.1	1.2
合計	4,057	90	100.0	100.0
メイン金融機関とのコンタクト手段				
対人面談	3,014	71	79.2	82.1
電話	406	5	6.1	2.8
郵便	145	6	2.9	4.8
電信振替・ATM	178	4	5.4	5.3
その他	313	4	6.3	5.1
合計	4,057	90	100.0	100.0
メイン金融機関との取引期間				
分布 50ヶ月未満	1,190	40	32.6	45.2
50ヶ月以上100ヶ月未満	898	23	21.9	26.9
100ヶ月以上200ヶ月未満	1,050	14	25.4	16.5
200ヶ月以上	919	13	20.1	11.4
合計	4,057	90	100.0	100.0
平均(月数)			125.28	97.95
メイン金融機関店舗までの距離				
分布 10マイル未満	3,218	65	81.6	82.3
10マイル以上～100マイル未満	697	20	15.2	12.9
100マイル以上	142	5	3.2	4.8
合計	4,057	90	100.0	100.0
平均値(マイル)			30.44	67.00

(注) 1.平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

2.取引金融機関数は、クレジットラインについて集計。

3.取引金融機関種類のうち、非預金金融機関にはファイナンス・カンパニー、ブローカー・投資リース等を含む。

4.非金融機関には親族その他個人、政府機関等を含む。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

(3) 過去 3 年間ににおける直近の借入状況

a. 融資のアベイラビリティ

SSBF は、企業の過去 3 年間ににおける直近の借入（most recent loans）について詳細に調査している。図表 9 は、このうち融資のアベイラビリティに関する調査項目についてまとめたものである。

図表 9：破綻経験別にみた直近の借入状況（融資のアベイラビリティ）

融資のアベイラビリティ	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
既存融資更新(クレジットライン)				
有	1,299	14	20.3	7.6
無	2,848	79	79.7	92.4
合計	4,147	93	100.0	100.0
新規融資申込(クレジットライン更新を除く)				
有	1,068	17	21.6	14.5
無	3,079	76	78.4	85.5
合計	4,147	93	100.0	100.0
否決を恐れて新規融資を 申し込まなかった経験				
有	571	51	16.8	57.7
無	3,576	42	83.2	42.3
合計	4,147	93	100.0	100.0
融資申込結果(クレジットライン更新を含む)				
常に採用	1,682	13	85.7	51.5
常に拒絶(a)	127	9	10.0	30.8
時々により採用/拒絶(b)	62	4	4.3	17.7
(a)+(b)	189	13	14.3	48.5
合計	1,871	26	100.0	100.0

否決を恐れて新規融資を申し込まなかった経験のある企業への質問：なぜ否決されると思ったのか

	サンプル数	構成比(%)
破綻経験なし(571社)		
1. バランスシートあるいは金融状況が不十分(詐欺・横領等を含む)	152	21.7
2. 信用履歴(クレジットヒストリ、個人・ビジネスをともに含む)	107	21.0
3. 企業の業歴が不十分(経営陣の経験不足を含む)	63	14.2
破綻経験あり(51社)		
1. 信用履歴(クレジットヒストリ、個人・ビジネスをともに含む)	25	54.6
2. バランスシートあるいは金融状況が不十分(詐欺・横領等を含む)	10	18.4
3. 企業の業歴が不十分(経営陣の経験不足を含む)	2	18.4

融資を拒絶されたことのある企業への質問：融資を拒絶された公式の理由(金融機関からの説明)

	サンプル数	構成比(%)
破綻経験なし(189社)		
1. 信用履歴(クレジットヒストリ、個人・ビジネスをともに含む)	35	23.9
2. バランスシートあるいは金融状況が不十分(詐欺・横領等を含む)	46	18.5
3. 負債が多すぎる・自己資本が乏しい	23	14.1
破綻経験あり(13社)		
1. 信用履歴(クレジットヒストリ、個人・ビジネスをともに含む)	5	50.2
2. 担保不足、あるいは保証が得られなかった	3	18.8
3. バランスシートあるいは金融状況が不十分(詐欺・横領等を含む)	2	12.0

(注) 1. 過去3年間で直近の借入（most recent loans）に関する設問。

2. 平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

まず、既存のクレジットラインの更新をした企業の比率（既存融資更新比率）、あるいは新規の融資を申し込んだ企業の比率（新規融資申込比率）をみると、調査時点の 2003 年の米国経済が景気拡大局面にあり、好調な企業収益により内部資金が潤沢であったことを反映してか、融資の更新ないし新規融資の申し込みを行っている中小企業の比率は、全体でも 2 割強にすぎない。これを破綻経験別にみると、破綻経験のある企業の方が、既存融資更新比率、新規融資申込比率ともに低くなっている。破綻経験がある企業とない企業との平均値の差は、既存融資更新比率は 1%水準で、新規融資申込比率は 10%水準で有意である（巻末付図 1 の Panel E）。

そこで、既存融資・新規融資を申し込まない企業の比率が、破綻経験のある企業において高いのはなぜかを探るため、「否決を恐れて新規融資を申し込まなかった経験」の有無を尋ねた調査項目をみると、破綻経験のない企業では、否決を恐れて申し込まなかった企業の比率が 16.8%であるのに対して、破綻経験のある企業では同比率が 57.7%と、6 割近くにのぼっている。また、実際に（更新・新規）融資を申し込んだ企業の結果を確認すると、やはり破綻経験のある企業の方が、融資申込みを拒絶される割合が高くなっている。融資申込みを拒絶されたことのある企業の比率は、破綻経験のない企業では 14.3%にすぎないが、破綻経験のある企業では 48.5%と半分近くに達している。なお、否決を恐れて新規融資を申し込まなかった企業の比率および新規融資拒絶率の破綻経験別にみた差は、いずれも 1%水準で有意である（巻末付図 1 の Panel E）。

さらに、否決を恐れて新規融資を申し込まなかった企業、あるいは融資を拒絶されたことのある企業について、その理由（上位 3 項目）をみると、破綻経験のある企業では、「信用履歴」を障害としてあげる企業の割合が圧倒的に高くなっている。

以上の結果は、米国でも再チャレンジを目指す企業は、信用履歴がネックとなり、借入が困難であることを強く示唆しているといえる。

b. 融資条件

図表 10 は、過去 3 年間に借入を実際に行った（融資申込みが承諾された）企業の融資契約条件（金利や担保・保証条件など）が、破綻経験によってどのように異なるかをみたものである。

破綻経験のある企業の契約条件を破綻経験のない企業と比較すると、金利（スプレッド、適用金利）は相対的に高く、また担保を提供している企業の比率も高いことから、やはり借入環境が厳しいことが示唆される。ただし、先に見たとおり、破綻経験企業はそもそも融資を申し込まない企業の比率が高く、かつ融資を申し込んでも拒絶される企業が多いため、実際に借入を行った破綻経験企業のサンプル数はきわめて少ない。例えば、適用金利の場合、破綻経験のある企業は 17 社に過ぎず、統計的な検定を行うにはサンプル数が不十分である。

図表 10：破綻経験別にみた直近の借入状況（融資契約条件）

融資契約条件	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
金利(スプレッド*)				
<1%	317	3	24.9	31.3
1-2%	345	3	34.8	35.2
2-3%	176	0	23.0	0.0
≤3%	124	1	17.2	33.6
合計	962	7	100.0	100.0
平均(%)			1.69	2.73
適用金利				
<5%	623	3	26.0	10.9
5-6%	333	1	16.5	2.9
6-7%	328	4	21.1	15.3
≥7%	460	9	36.3	70.9
合計	1,744	17	100.0	100.0
平均(%)			6.50	8.54
マチュリティ				
<12ヶ月	90	1	6.9	5.8
12-36ヶ月	826	6	42.2	22.9
36-60ヶ月	241	4	14.1	31.2
60-84ヶ月	263	4	20.0	28.2
≥84ヶ月	228	1	16.9	12.0
合計	1,647	16	100.0	100.0
平均(月数)			53.33	73.13
担保				
有	957	11	50.0	63.5
無	787	6	50.0	36.5
合計	1,744	17	100.0	100.0
保証				
有	1,039	12	54.3	50.9
無	705	5	45.7	49.1
合計	1,744	17	100.0	100.0
拘束預金				
有	100	0	7.4	0.0
無	981	9	92.6	100.0
合計	1,081	9	100.0	100.0

(注) 1.過去3年間での直近の借入（most recent loans）に関する設問。

2.平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

そこで、クレジットカード金利について破綻経験有無による差を検証したのが図表 11 である。先述の通り、破綻経験のある中小企業にとって、クレジットカードは最もよく利用される借入手段の一つである（前掲図表 7）。ここでは、SSBF に加えて、破綻経験のあるサンプルが SSBF よりも多く含まれる SCF も用いて、破綻経験有無別にクレジットカード金利を比較した。

まず SSBF についてみると、個人クレジットカードでは破綻経験のある企業の金利が相対的に高い一方、法人クレジットカードでは逆に破綻経験のある企業の金利が低くなっている。ただし、破綻経験別にみたクレジットカード金利の差（図表 11 中の(a)-(b)欄）はともに標準誤差よりも小さく、統計的に有意ではない。

一方、SCF により個人の破産経験別にクレジットカード金利を比較すると、被雇用者を含む全サンプルでは、破産経験のある個人の金利が、破産経験のない個人よりも高く、か

つ1%水準で有意である。こうした傾向は、サンプルを自営業者に限定しても観察される。ただし、サンプルを自営業者に絞った場合、サンプル数が減少することもあり、両者の差は統計的に有意ではない。

サンプル数が限られていることもあり、破綻経験が金利などの融資契約条件にどのような影響を及ぼすかについては確たることはいえない。しかし、**図表 10**、**図表 11** をみる限り、破綻経験のある中小企業や個人は、融資の申込みが承諾されたとしても、相対的に高い借入金利を支払っているのではないかと推測される。

図表 11：破綻経験別にみたクレジットカード金利

	サンプル数	破綻経験なし (a)	破綻経験あり (b)	差分 (a) - (b)
2003 SSBF (Survey of Small Business Finances)				
個人クレジットカード	1,841	12.58 (0.16)	13.04 (0.78)	-0.46 (0.79)
法人クレジットカード	2,273	12.20 (0.15)	11.14 (1.17)	1.06 (1.19)
2004 SCF (Survey of Consumer Finances)				
クレジットカード(全サンプル、含む被雇用者)	4,161	12.57 (0.13)	13.98 (0.43)	-1.41 *** (0.47)
クレジットカード(自営業者のみ)	1,054	12.61 (0.34)	14.22 (1.15)	-1.60 (1.17)

(注) 1.0内はimplicate内及びimplicate間のばらつきを考慮した標準誤差。***, **, * はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

2. サンプル数は各implicateのうち最小のもの。

3. 個人クレジットカードはstratumに一つしかデータがないサンプルを除いて算出している。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”,
“2004 Survey of Consumer Finances”

(4) 過去1年間における新規の資本調達状況

事業に失敗した経験のある個人は、その経験を「肥やし」にすることにより、失敗経験のない新規開業者よりも事業を成功させる可能性が高い、と指摘されることがある（川上（2007）、竹内（2003））。仮にこうした議論が米国にもあてはまるとすると、その際の資金調達手段として適切なのは、負債性資金よりも、事業のアップサイド・ゲインを得られる資本性資金だと考えられる。では、破綻を経験した米国の中小企業は、資本性資金を活発に調達しているのだろうか。

図表 12 は、SSBF により過去1年間における新規の資本調達を個人事業主（パートナーシップを含む）と法人企業に分けてみたものである。先述の直近の借入状況と同様、過去1年間に新規に資本調達した中小企業はやはりあまり多くなく、全体のサンプル数は、個人事業主は100社、法人企業は152社にすぎない。したがって、以下の分析結果も、幅をもって解釈する必要がある。

図表 12：破綻経験別にみた直近の新規資本調達状況

新規資本調達	サンプル数		構成比(%)	
	破綻経験なし	破綻経験あり	破綻経験なし	破綻経験あり
個人事業主				
新規資本調達有無				
有	98	2	5.4	1.7
無	1,531	59	94.6	98.3
合計	1,630	61	100.0	100.0
新規調達額(1000ドル)				
<25	58	2	71.4	100.0
25-49	15	0	13.5	0.0
50-99	6	0	3.7	0.0
100-249	0	0	0.0	0.0
250-499	0	0	0.0	0.0
500-999	0	0	0.0	0.0
1000-2499	18	0	11.5	0.0
2500-4999	1	0	0.0	0.0
合計	98	2	100.0	100.0
平均(ドル)			41,853	11,422
法人企業				
新規資本調達有無				
有	147	5	5.8	19.4
無	2,370	27	94.2	80.6
合計	2,517	32	100.0	100.0
新規調達額(1000ドル)				
<25	42	1	38.7	84.5
25-49	19	0	15.4	0.0
50-99	30	1	20.0	0.4
100-249	26	1	18.5	12.0
250-499	14	0	5.2	0.0
500-999	4	0	0.2	0.0
1000-2499	4	2	0.6	3.0
2500-4999	3	0	1.4	0.0
合計	141	5	100.0	100.0
平均(ドル)			221,590	60,651
投資家内訳(①～④)				
①個人投資家	130	3	93.2	87.5
うち 創業者・オーナー	91	3	74.7	87.5
エンジェル	13	1	7.2	1.0
従業員	6	0	1.6	0.0
その他	27	0	13.5	0.0
②ベンチャーキャピタル	4	0	0.6	0.0
③市場公募	2	0	0.3	0.0
④その他	13	2	6.3	12.5

- (注) 1.過去1年間での新規資本(equity)調達状況に関する設問。
2.平均値や構成比などの統計量は母集団ウェイトを考慮した母集団推計値。
3.個人事業主はパートナーシップを含む。法人企業はS会社、C会社の合計。
4.法人企業の投資家内訳は複数回答のため、合計は100%を超える。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

新規に資本調達した企業の比率を破綻経験別にみると、個人事業主については、破綻経験のない企業の新規資本調達比率の方がやや高いが(破綻経験あり：1.7%、破綻経験なし：5.4%)、逆に法人企業では破綻経験のある企業が高くなっている(破綻経験あり：19.4%、破綻経験なし：5.8%)。破綻経験有無による新規資本調達比率の差は、個人事業主についてのみ5%水準で有意である(巻末付図1のPanel F)。また、個人事業主と法

人企業を合計してみた場合、破綻経験有無による新規資本調達有無の差はほとんどない（破綻経験あり：6.2%、破綻経験なし：5.6%）。なお、企業規模の差を反映して、新規資本調達額は、破綻経験企業の方が小さくなっている。

サンプル数は非常に少ないものの、法人企業については、資本の供給主体である投資家の属性も分かっている。破綻経験の有無に関わらず、新規に資本調達した企業のうち、ほぼ9割は個人投資家による出資であり、かつ個人投資家といってもその8割が創業者・オーナー自身である。

以上を踏まえると、米国中小企業の新規資本調達の多くは創業者・オーナー自身による自己資金だといえる。一般に、米国ではエンジェルやベンチャーキャピタルによる資本供給が活発だとのイメージがある。しかし実際には、IPOを目指すような一部の高成長性企業を除けば、多くの米国中小企業では経営者自らによる出資が自己資本の大半を占めており（Berger and Udell (1998)）、破綻を経て再起した企業もその例外ではないといえよう。

(5) まとめ

本節での分析をまとめると、以下の通りである。

破綻経験のある企業の特徴は、規模が小さいことである。また、オーナーの属性別にみると、年齢やビジネス経験といった点では破綻経験による差は見出されなかったが、オーナーの個人資産額は、破綻経験企業の方が相対的に少ない。債権者の観点からみた信用リスクという点では、破綻経験企業は、自己資本比率が総じて高いにも関わらず、クレジット・スコアは低く、過去の破産・倒産履歴が信用力に影響しているとみられる。

また資金調達面では、破綻経験企業は、そもそも否決を恐れて融資を申し込まない企業が多い。また、仮に融資を申し込んでも拒絶される確率が高い。さらに、融資条件についても、破綻経験のある個人のクレジットカード金利は相対的に高く、破綻経験が融資のアベイラビリティ、契約条件ともに悪化させていると示唆される。一方、資本性資金については、破綻経験別の差はあまりなく、多くの米国中小企業では、自己資本の大半は創業者・オーナー自身の自己資金である。

以上の結果は、過去に破綻を経験した米国の中小企業は、外部からの借入・資本調達ともに制約が大きく、内部留保等の手元資金を中心に事業を展開していることを示唆している。破綻経験のある企業が小規模であるのも、こうした資金制約が一因だと思われる。

他方で、別の因果関係も考えられる。たとえば、破綻を経験した企業は総じて小規模であるが、仮に小規模企業ほど資金調達が困難であれば、破綻経験ではなく、企業規模が資金調達の制約要因となっている可能性がある。こうした点を検証するためには、破綻経験だけでなく、企業規模や企業の財務状況、金融機関とのリレーションシップなど、企業の資金調達に影響を及ぼすと考え他の要因を同時にコントロールする必要がある。そこで次節では、融資のアベイラビリティに関する変数を被説明変数とするプロビット推定を行い、破綻経験が資金調達に及ぼす影響について、あらためて考察する。

5. 実証分析：破綻経験が融資のオペラビリティに及ぼす影響

本節では、破綻経験が米国中小企業の資金調達に及ぼす影響をさらに検証するため、前節(3) a.で取り上げた融資のオペラビリティ変数を被説明変数とするプロビット推定を行う。具体的には、破綻経験が、①融資の申込み（否決を恐れて新規融資を申し込まなかった経験）、②融資結果（融資申込みの承諾・拒絶）にどのような影響を及ぼしたかを検証する。分析に用いるデータは、すべて SSBF である。

(1) 変数

被説明変数は、融資申込みに関するプロビット推定では、過去 3 年間に否決を恐れて融資を申し込まなかった企業を 1、そうでない企業を 0 とするダミー変数（融資非申込ダミー）を用いる。また、融資結果に関するプロビット推定では、過去 3 年間に融資申請を拒絶されたことのある企業を 1、そうでない企業を 0 とするダミー変数（融資拒絶ダミー）を用いる。

説明変数は、Cole (1998)や中小企業庁 (2003, 2007) を参考にして、資金のオペラビリティに影響すると考えられる 6 つの要素、すなわち、①破綻経験、②企業の信用リスク、③企業属性、④オーナー属性、⑤金融機関属性、⑥企業と金融機関のリレーションシップ、に関する代理変数を用いる。

我々の分析にとって最も重要な変数は、破綻経験である。以下では、前節までと同様、企業もしくはオーナーのどちらかが倒産・破産した経験があれば 1、そうでない企業は 0 の値をとる破綻経験ダミーを説明変数として用いる。過去の破綻経験が資金調達にマイナスの影響を及ぼすのであれば、破綻経験ダミーの符号は、融資申込み、融資結果いずれの推定式においてもプラスになると予想される。

第二は、企業の信用リスク（信用力）に関する変数である。企業の信用リスクが高ければ、否決を恐れて融資を申し込まない、あるいは融資を申し込んでも拒絶される確率は高くなるであろう。信用リスクの代理変数としては、D&B クレジット・スコア（スコアが高いほど信用リスクが低い）と、自己資本比率（数値が大きいほど信用リスクが低い）を用いる。また、企業の収益力も信用力に影響すると考えられることから、ROA（税引き後利益／総資産、数値が大きいほど信用リスクが低い）を用いる。

第三は、資金調達に影響する可能性のある企業属性の変数である。ここでは企業規模の代理変数として売上高（対数値）、企業の事業経験を表す企業年齢（対数値）、担保として提供可能な資産がどの程度あるかを表す有形固定資産比率を用いる。また、企業形態¹¹および企業が属する業種¹²・地域¹³のダミー変数を併せて用いる。

第四は、企業オーナーの属性に関する変数である。Avery, Bostic, and Samolyk (1998)

¹¹ 個人事業主、パートナーシップ、S会社、C会社の 4 形態。

¹² 建設業・鉱業、製造業、運輸業、卸売業、小売業、保険・不動産業、ビジネスサービス業、専門サービス業、その他の 9 業種。

¹³ ニューイングランド、中部大西洋岸、北東中央部、北西中央部、南部大西洋岸、南東中央部、南西中央部、ロッキー山脈地域、大西洋岸の 9 地域。

が指摘するように、中小企業の資金調達においては、企業の属性に加えて、オーナー個人の属性が大きく影響する。そこで、ここでは、オーナーの個人資産のうちもっとも担保として利用される可能性の高い持家の有無を表すダミー変数¹⁴（持家があれば1、そうでなければ0）と、オーナー個人の純資産額（住宅と住宅以外の純資産額の合計、対数値）を用いる。オーナーの個人資産額が多ければ、借入が容易になる（融資が拒絶される確率が低下する）ので、これら2変数の符号はマイナスだと予想される。

以上、4つの変数群は、いずれも借り手である企業に関する変数であり、融資申込（非申込ダミー）、融資結果（融資拒絶ダミー）の双方に影響すると考えられる。しかし融資結果を被説明変数とする場合、これらに加えて、貸し手である金融機関の属性や、金融機関と企業とのリレーションシップをコントロールすることが望ましい。そこで、金融機関の属性については、直近の借入申請を行った金融機関の業種ダミー¹⁵を用いる。

また、リレーションシップの代理変数として、借入申請を行った金融機関がその企業のメイン金融機関かどうかを表すダミー変数（メインであれば1、そうでなければ0）、その金融機関との取引年数、その金融機関の店舗までの距離、の3つの変数を用いる。仮に緊密なリレーションシップが企業の借入制約を緩和するのであれば、これらの変数の符号はマイナスになると予想される。

(2) プロビット推定

図表 13 は、融資申込（否決を恐れて融資を申し込まなかった確率）、融資結果（融資を拒絶される確率）に関するプロビット推定の結果である。2節で述べたように、SSBFでは各サンプルに母集団ウェイトが与えられており、本稿でもウェイトを考慮した推定を行ったが、参考までにウェイトを考慮しない推定結果も掲載する。また、SSBFでは欠損値の補填を行った5パターン（implicate）のデータが提供されているため、各パラメータの標準誤差の推定にはimplicate間の推計値のばらつきを考慮したものを用いている。

a. 融資申込

融資非申込ダミーを被説明変数とするプロビット推定の結果からみると、まず、破綻経験ダミーは1%水準で有意に正であり、破綻経験のある中小企業は、否決を恐れて融資を申し込まない確率が高いことが確認される。また、クレジット・スコアは1%水準で有意に負であり、スコアが低い借り手ほど否決を恐れて融資を申し込まない確率が高い。

企業属性に関する変数では、売上高が10%水準で正（企業規模が大きいと否決を恐れて融資を申し込まない）、企業年齢は1%水準で有意に負（企業年齢が低いと否決を恐れて融資を申し込まない）となっている。一方、オーナー属性については、オーナーの純資産額が1%水準で有意に負となっており、オーナーの個人資産が少ないと、やはり否決を恐れて融資を申し込まない傾向にあるといえる。

¹⁴ ただし、いくつかの州では、破産時に居住用財産の差押除外（homestead exemption）を無制限に認めており、貸し手にとっての持家の担保価値は州により異なる。差押除外については、次節で後述する。

¹⁵ 商業銀行、貯蓄金融機関、クレジットユニオン、ファイナンスカンパニー、その他の5業種。

図表 13：プロビット推定

	被説明変数： 融資非申込ダミー		被説明変数： 融資拒絶ダミー	
	ウェイトあり	ウェイトなし	ウェイトあり	ウェイトなし
Panel A: 破綻経験				
破綻経験ダミー	0.854 *** (0.187)	0.823 *** (0.152)	0.979 *** (0.365)	0.723 ** (0.292)
Panel B: 企業の信用リスク				
D&B クレジットスコア(6段階評価)	-0.248 *** (0.026)	-0.229 *** (0.020)	-0.273 *** (0.044)	-0.216 *** (0.034)
自己資本比率	-0.0001 (0.0023)	-0.002 (0.002)	-0.009 (0.018)	-0.003 (0.012)
ROA	-0.0004 (0.0006)	-0.001 (0.001)	-0.005 (0.008)	0.000 (0.009)
Panel C: 企業属性				
LOG(売上高)	0.040 * (0.021)	0.004 (0.017)	-0.158 *** (0.045)	-0.144 *** (0.033)
LOG(企業年齢)	-0.116 *** (0.038)	-0.112 *** (0.033)	-0.033 (0.081)	-0.092 (0.060)
有形固定資産比率	0.156 (0.100)	0.220 *** (0.081)	0.038 (0.173)	-0.003 (0.012)
Panel D: オーナー属性				
持家ダミー	0.111 (0.130)	-0.056 (0.098)	0.009 (0.234)	0.005 (0.179)
LOG(純資産額)	-0.258 *** (0.031)	-0.201 *** (0.022)	-0.168 *** (0.051)	-0.155 *** (0.040)
Panel E: 金融機関とのリレーションシップ				
メイン金融機関ダミー			-0.713 *** (0.140)	-0.804 *** (0.106)
取引期間(月数)			-0.0011 (0.0008)	-0.0007 (0.0005)
店舗との距離(マイル)			0.0002 (0.0001)	0.0000 (0.0002)
Panel F: その他				
業種ダミー(企業)	YES	YES	YES	YES
地域ダミー(企業)	YES	YES	YES	YES
企業形態ダミー(企業)	YES	YES	YES	YES
業種ダミー(金融機関)			YES	YES
サンプル数	3,976	3,976	1,806	1,806

(注) 1. ウェイトあり (なし) は母集団ウェイトを考慮した (ない) 推計。

2. ()内はimplicate内及びimplicate間のばらつきを考慮した標準誤差。***, **, * はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

3. 融資非申込ダミーは、最近3年間に否決を恐れて融資を申し込まなかった経験のある企業を1、そうでない企業を0とする。融資拒絶ダミーは、最近3年間の融資申請において断られたことがある企業を1、そうでない企業を0とする。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Bussiness Finances”

b. 融資結果

融資拒絶ダミーを被説明変数とするプロビット推定では、上述の4つの変数群に加えて、金融機関の業種、企業と金融機関とのリレーションシップを説明変数に用いる。

破綻経験ダミーは、融資拒絶に関するプロビット推定においても1%水準で有意に正であり、破綻経験のある中小企業は、融資を申し込んでも拒絶される確率が高いことが確認される。また、クレジット・スコアは1%水準で有意に負であり、スコアが低い借り手は、やはり否決される確率が高い。

企業属性については、売上高が1%水準で有意に負であり、企業規模が小さい企業ほど融資を拒絶される確率が高い。また、オーナーの個人純資産額が1%水準で有意に負となっており、オーナーの個人資産が少ないと、やはり融資を否決される確率が高い。

最後に、リレーションシップ変数では、メイン金融機関ダミーが1%水準で有意に負になっている。即ち、融資を申し込んだ金融機関が企業のメイン金融機関であれば、融資を拒絶される確率は低くなっている。このことを金融機関の観点からみると、非メイン先の破綻経験企業が、恐らくはメインに融資を拒絶された後に融資を申し込みにくたと推測される場合、非メインの金融機関は逆選択を恐れて融資を拒絶しているものと考えられる。また、融資を申し込んだ金融機関との取引期間や店舗までの距離は有意ではなく、取引年数の長さや物理的距離の違いによる破綻経験企業への対応の差は見出されない。

c. まとめ

以上の分析結果をまとめると、破綻経験のある企業は、否決を恐れて融資を申し込まない確率が高く、また仮に融資申込を行っても、融資を拒絶される確率が高いといえる。従って、米国でも破綻経験のある中小企業の資金調達環境は、厳しいことが改めて確認された。

また、破綻経験企業のクレジットスコアが総じて低いことや、オーナーの個人資産が少ないことも、借入に際しての障害となっているとみられる。とりわけ後者については、個人が破産した際の差押除外財産の問題とも関連しており、次節であらためてとりあげたい。

6. 米国で再チャレンジが活発なのはなぜか

ここまで、破綻を経験した米国中小企業の再起後の資金調達環境は総じて厳しいことをSSBFの分析を通じて明らかにしてきた。それでは、米国で再チャレンジが活発なのはなぜなのだろうか。以下では米国で再チャレンジが活発な背景として、積極的な企業家精神の存在と、破産時の差押除外財産の範囲の問題について考察する。

(1) 積極的な企業家精神の存在

冒頭でも指摘したように、米国で再チャレンジが活発な一つの背景として、そもそも企業家精神（entrepreneurship）が旺盛な潜在的企業家層が幅広く存在することが考えられる。たとえばDe Nardi, Doctor, and Krane (2007)は、経営に積極的に関与している自営業オーナー世帯は、被雇用者などの他の世帯に比べてリスク志向的であると指摘している。

図表 14 は、SCFにより、リスク選好に関する変数を就業形態別・破綻経験別に比較したものである。SCFでは、世帯の主観的なリスク選好度合いを測るリスク回避度インデックスを作成している。リスク回避度インデックスは1～4の値をとり¹⁶、数値が大きいほどその世帯がリスク回避的であることを意味する。

図表 14：就業形態別・破綻経験別にみたリスク選好

【就業形態別】

	サンプル数	被雇用者 (a)	自営業者 (b)	差分 (a) - (b)
リスク回避度インデックス(4段階評価)	3,478	3.11 (0.02)	2.93 (0.04)	0.18 *** (0.04)
純資産所得比率(事業持分を除く)	3,462	2.89 (0.14)	6.67 (0.51)	-3.79 *** (0.54)
負債所得比率	3,463	1.41 (0.05)	1.66 (0.14)	-0.25 * (0.15)

【破綻経験別】

	サンプル数	破綻経験なし (c)	破綻経験あり (d)	差分 (c) - (d)
リスク回避度インデックス(4段階評価)	4,519	3.18 (0.02)	3.34 (0.04)	-0.17 *** (0.04)
うち自営業者	1,171	2.91 (0.04)	3.10 (0.13)	-0.20 (0.13)
純資産所得比率(事業持分を除く)	4,494	5.48 (0.24)	1.90 (0.24)	3.58 *** (0.33)
うち自営業者	1,162	7.18 (0.56)	2.73 (0.43)	4.45 *** (0.71)
負債所得比率	4,495	1.26 (0.05)	1.50 (0.19)	-0.23 (0.20)
うち自営業者	1,162	1.67 (0.15)	1.53 (0.30)	0.14 (0.33)

(注) 1.0内は implicate 内及び implicate 間のばらつきを考慮した標準誤差。***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

2.サンプル数は各 implicate のうち最小のもの。

3.リスク回避度インデックスは数値が大きいほどリスク回避的(1=「ハイリスク・ハイリターン志向」、2=「平均以上のリスク・リターン志向」、3=「平均並みのリスク・リターン志向」、4=「リスク回避志向」)。

4.純資産所得比率は、事業持分を除くベース(自営業者では事業持分の総資産に占める比率は2割程度)。

(資料) FRB, “2004 Survey of Consumer Finances”

¹⁶ 具体的には、1=「ハイリスク・ハイリターン志向」、2=「平均以上のリスク・リターン志向」、3=「平均並みのリスク・リターン志向」、4=「リスク回避志向」。

同インデックスの平均値を自営業者世帯と被雇用者世帯とで比較すると、被雇用者世帯が 3.11 であるのに対して自営業者世帯は 2.93 と相対的に低く、両者の差は 1%水準で有意である。De Nardi, Doctor, and Krane (2007)が指摘する通り、米国で事業を営む世帯（その多くは中小企業とみられる）はよりリスク志向的であり、このことが米国での活発な創業、ひいては再チャレンジを支える一因になっていると考えられる。

ただし、リスク回避度インデックスを破綻経験別にみると、破綻経験のある世帯は破綻経験のない世帯よりもリスク回避的である点には留意が必要である（破綻経験あり：3.34、破綻経験なし：3.18）。自営業者世帯に限定して破綻経験別に比較した場合、破綻経験のある自営業者世帯の標準誤差が大きいため両者の差は有意ではないものの、やはり破綻経験世帯の方がリスク回避的である（破綻経験あり：3.10、破綻経験なし：2.91）。

破綻を経験した世帯がよりリスク回避的である背景としては、事業の失敗を経験したことによりリスク選好が変化したことが考えられる。それに加えて、破綻を経験した世帯のリスクに対する備えが乏しいことがリスク回避度に影響している可能性がある。図表 14 にて、リスク耐性の指標として純資産所得比率（事業持分を除く純資産／所得）を比較すると、就業形態別には、よりリスク回避的な被雇用者世帯が自営業者世帯よりも低く、破綻経験別には、よりリスク回避的な破綻経験のある世帯の純資産所得比率が、全世帯・自営業者世帯ともに相対的に低くなっている。他方で、現実を負っているリスクの大きさを、負債の所得に対する比率によってみると、破綻経験のある世帯とない世帯とでは有意な差はない。以上の点は、破綻を経験した世帯のリスクに対する「備え」（純資産）が相対的に乏しいことが、同世帯のリスク回避度を高めていることを示唆している。

(2) 幅広い差押除外財産の功罪

これまでの分析から、破綻を経験した米国中小企業が再起するにあたって、オーナーの個人資産の多寡が一つの重要な要素であることが示唆される。即ち、他の条件が一定であれば、オーナーの個人資産額が多い企業ほど融資の申込みを拒絶される確率は低く、資金制約の度合いが小さい。また、個人資産の多寡は、潜在的な企業家のリスク選好にも影響を及ぼしているとみられる。

破綻を経験した企業オーナーの個人資産の多寡と密接に関連するのが、個人破産法制である。零細企業の多くが、個人と企業が一体とみなされる個人事業主であることや、中小企業の多くは借入に際してオーナーが個人保証を提供していることから、中小企業金融との関連で重要なのは、企業倒産法よりも個人破産法だと考えられる。一般に破産法制は、債権価値の最大化（債権回収額の最大化）を図って債権者の契約上の権利をできるだけ保護するとともに、債務者が過重な債務負担に悩まされることなく更正（fresh start）できるよう債務者の負担をできるだけ軽減するという、相反する二つの目的をもっている。両者のバランスをどのようにとるかは地域や時代によって異なっており、唯一無二の正解がある訳ではないが、しばしば指摘されるように、米国の破産法制は先進諸国の中では最も債務者に対して寛大なものである。また、以下でみるように、米国で創業が活発な一因と

して、こうした債務者寄りの破産法制の影響を指摘する先行研究も存在する。

a. 米国の個人破産法制

米国の個人破産手続きは、連邦破産法によりチャプター7 とチャプター13 の二つがある (Li (2007))。

チャプター7 は、債務者が差押除外財産 (exemption) を除く全財産を提供することで債務を全額免責 (discharge) されるもので、「清算 (liquidation)」とも呼ばれる。差押除外財産には連邦統一基準と州基準があり、債務者がいずれかを選択することができる。州法における差押除外財産の範囲はまちまちであるが、個人財産のかなりの部分を占める居住用財産の差押除外 (homestead exemption) についてみると、①無制限に差押除外を認める¹⁷、あるいは 50 万ドルまで認める「寛大な」州、②居住用財産の差押除外をまったく認めない、あるいは 1 万ドルまでしか認めない「厳格な」州、③①と②の中間、の 3 つに類型化できる (White (2006))。また、居住用財産以外にも、現預金、宝石・貴金属、生活雑貨、保険・年金などについて一定程度の差押除外が認められている。なお、チャプター7 により債務を免責された債務者は、以後 6 年間はチャプター7 を再申請することができない¹⁸。

一方、チャプター13 は、債務者の個人財産の差し押さえを認めない代わりに、裁判所が認定した 3~5 年程度の返済計画に従って、債務者が将来所得に基づき債務を部分的に返済するもので、「賃労働者の計画 (wage earner's plan)」とも呼ばれる。計画通りに債務が返済されると、残債務は免責される。チャプター13 は、原則として何度でも再申請が可能である¹⁹。

なお、1980 年代以降、個人破産（とくにチャプター7）が趨勢的に増加し続けたことを背景に、2005 年には「破産濫用防止・消費者保護法 (BAPCPA: Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act)」が成立し、個人破産を申請するための条件が厳格化された²⁰。破産法の大幅改正の狙いは、返済能力があるにも関わらず免責範囲の広いチャプター7 を申請して「債務免除益」を得ようとする一部債務者のモラルハザード的な行為を抑制する点にあった。このことは、債務者寄りの破産法制度をもつ米国においても、債権者の権利保護と債務者の更正という破産法の二つの目的のバランスをどうとるかについて苦慮していることを物語っているといえよう²¹。

ただし、BAPCPA 後においても、他の先進国に比べれば、米国の破産法制がもっとも債務者寄りのものであることは変わらない (White (2007))。図表 15 は、White (2007)

¹⁷ フロリダ、テキサス、カンザスなど。

¹⁸ 後述するBAPCPA以前。BAPCPA後は 8 年。

¹⁹ 実際には申請手続きに必要な期間の問題があり 6 カ月間の間隔をあけることが求められていた。また BAPCPA後は、2 年間は再申請が認められなくなった。

²⁰ 法改正の概要については、新形 (2005) を参照。

²¹ 債権者の権利保護と債務者の更正という二つの目的の間で、米国破産法がどのように変遷してきたかについてはChatterjee (2008)を参照。

により、欧米主要国の個人破産法制（差押除外財産、将来所得に基づく返済義務）を比較したものである。米国以外の国は、一定の範囲の差押除外は認めているものの、個人財産および将来所得の両方から債務を部分的に弁済することを求めている。また、居住用財産については、フランス、ドイツは差押除外を認めておらず、一部差押除外を認めているイギリス、カナダも、その額は総じて米国より低水準である。

図表 15：個人破産法制の国際比較

	米国(BAPCPA 後)		フランス	ドイツ	英国	カナダ
	チャプター7	チャプター13				
差押除外 (居住用住宅)	州毎に異なる 最大 無制限	無制限	なし	なし	約 \$2,000	州毎に異なる 最大 \$40,000
差押除外 (将来所得)	無制限	最低限の生計 に必要な所得 (金額は州によ り異なる) ¹	単身者: 年間 \$6,000 3 人家族: 年間 \$15,000	夫婦: 年間 \$21,000 家族: 年間 \$38,000	生活に必要な 合理的水準	単身者: \$21,000 4 人家族: \$40,000
債務の 返済期間	—	5 年	8-10 年	6 年	3 年以内	9 ヶ月～3 年

(注) 1. 住居・光熱費、交通費、食費、被服費などの細目ごとに州別に規定されている。

2. フランス、ドイツ、カナダでは、破産申請前に債務者が債権者と交渉して自主的な返済計画について合意することが求められる。ただし、フランス、ドイツでは多数の債権者の合意があれば、裁判所が返済計画を命じることが可能。

3. 金額はいずれも米国ドルベース。

(資料) White (2007)により作成

b. 差押除外財産の範囲が創業・資金調達に及ぼす影響

米国における免責、とりわけ差押除外財産の範囲が、創業や中小企業の資金調達にどのような影響を及ぼしてきたかについては、いくつかの先行研究があるものの、コンセンサスが形成されるほど研究成果が蓄積されているとはいえないようである。以下では、根本(2006)、White (2005; 2006)等のサーベイ論文で挙げられた先行研究を中心に、その概要を紹介する。

破産法における免責は、事業が失敗した際の「保険」を提供することで、潜在的企業家に対してより積極的にリスクをとることを促す効果がある。先述のように、米国では差押除外財産の範囲が州によって異なっているが、この点に着目して、差押除外財産の範囲と創業との関係について分析したのが Fan and White (2003)である。Fan and White (2003)は、“Survey of Income and Program Participation (SIPP)”の世帯パネルデータを用いて、居住用財産の差押除外に関する州間のばらつきが、個人の就業選択（自営業者か被雇用者か）にどのように影響しているかを、持ち家世帯と借家世帯に分けて分析している。結果は、持ち家世帯、借家世帯ともに差押除外の範囲が広い州ほど自営業世帯の割合が高くなっており、例えば持ち家世帯の場合、債務者にとって差押除外の規定が最も厳しい州グループ（4 分位）の自営業比率が 10.1%であるのに対して、差押除外を無制限に認めている州グループの自営業比率は 13.5%であると報告している（借家世帯の場合、それぞれ 8.3%、10.7%）。また、こうした効果は、企業形態が個人事業主なのか法人企業なのかによって

も異なっており、個人と事業が一体の個人事業主の場合により強い効果が得られると報告している。従って、破綻した債務者に幅広い差押除外範囲を認めることは、再チャレンジを含めた創業を活発化させるといえよう。なお、同様の指摘をした研究として、各州の自営業比率（生産年齢人口に占める個人事業主の比率）と居住用財産の差押除外範囲との関係を分析した **Garrett and Wall (2006)**、**Fan and White** と同様に **SIPP** を用いた **Mathur (2005)** があげられる。

他方で、破産による債務の免責範囲は、債務者のリスク負担だけでなく、貸し手の与信態度にも影響すると考えられる。幅広い免責が認められる州では、借り手が破産申請する確率が高く、かつオーナーの個人保証があったとしても回収率が低いため、貸し手の与信態度は厳格化すると考えられる。**Berkowitz and White (2004)** は、1993 年 **SSBF** により、居住用財産の差押除外範囲が融資拒絶率、借入金利、借入金額に及ぼす影響を、個人事業主と法人企業について分析している²²。結果は、個人事業主・法人企業ともに、免責範囲が広い州ほど融資拒絶率・借入金利が高く、かつ借入金額が小さくなっており、上記の推論を裏付けるものであった。また、**Berkowitz and White (2004)** は、過去の破綻経験や借入の延滞経験が資金調達に及ぼす影響についても分析しており、破綻や延滞をしたことのある企業ほど融資を拒絶される確率が高い（破綻経験企業の場合は 3 倍、延滞経験企業の場合は 2 倍）という、本稿と同様の結果を得ている。

以上の先行研究を踏まえると、破産した個人に幅広い免責を認めることには功罪両面あるといえよう。「功」は、事業を始めようとする個人に対して失敗時の「保険」を提供することで、潜在的な企業家に積極的なリスク負担を促し、創業を活性化させることである。他方であらゆる「保険」がそうであるように、失敗時の損失に下限を設けることには、リスクの担い手である企業家のモラルハザードをもたらすという副作用が伴う。借り手のモラルハザードが懸念されるとともに担保の実質的な価値が低下すれば、貸し手の与信態度は厳格化し、企業の資金調達がかえって困難になるであろう。再チャレンジを活性化させるために、日本で差押除外財産の範囲の拡大を検討するのであれば、こうした功罪両面に関する検証がまずは求められよう。

²² 残念ながら、本稿で利用した **SSBF**、**SCF** の公開データでは、プライバシー保護の観点から企業や世帯が所在する州が分からないため、**Berkowitz and White (2004)** と同様の分析をすることができない。なお、**Berkowitz and White (2004)** は **SSBF** の内部データを用いている。

7. おわりに

本稿では、事業に失敗した個人・企業の再チャレンジが米国で活発な背景として、再起を志す個人・企業の資金調達環境が整備されているからではないかとの仮説を設定し、FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”の個票データを用いて検証した。本稿の分析結果は、以下の二点にまとめられる。

第一に、米国でも、オーナーもしくは企業が破産・倒産を経験した中小企業の資金調達環境は厳しい。即ち、他の企業と比較すると、破綻経験のある企業はそもそも否決を恐れて融資を申し込まないことが多く、また仮に融資申込みを行っても融資を拒絶される確率が高い。また、資本金の調達が活発ともいえない。

第二に、資金調達環境が厳しいにも関わらず米国で再チャレンジが活発な背景として、①積極的な企業家精神の存在と、②破産時の差押除外財産が広く認められていることが影響している可能性がある。個人のリスク選好度合いを自営業者と被雇用者とで比較すると、自営業者の方がよりリスク志向的である。

また、先行研究によれば、差押除外財産を幅広く認めている州ほど起業が活発である。本稿の分析でも、オーナーの個人資産が多い企業は融資拒絶率が有意に低いとの実証結果が得られており、米国の差押除外財産の範囲が他の欧米主要国よりも広いことが、破綻企業のオーナーの個人資産の増大を通じて、資金アベイラビリティの改善や再起業を活性化させている可能性がある。ただし、先行研究では、差押除外財産の範囲が広い州では、借り手のモラルハザードへの懸念や担保価値の低下により、金融機関の与信態度が相対的に厳しくなり、中小企業の資金調達が逆に困難になるとも指摘されている。

本稿の分析結果から得られる日本の再チャレンジ政策への示唆は、二点ある。第一に、米国でも再チャレンジのための資金調達環境は総じて厳しく、金融的な側面から再チャレンジが促されているとは考えにくいことからすると、現下の日本の再チャレンジに向けた金融的支援策の効果は未知数だといわざるをえない。

第二に、米国の先行研究を踏まえると、日本でも差押除外財産（自由財産）の範囲をより幅広く認めるようになれば、再チャレンジを含めた創業が活発化する可能性がある。日本の場合、いわゆる自己破産（米国のチャプター7に相当）において認められる自由財産の範囲が狭いことがかねてから指摘されてきた。例えば、居住用財産の差押除外は認められておらず、自由財産となる現金は「標準的な世帯の2か月間の必要生計費」とされる66万円に過ぎなかった。このため、2004年に改正、2005年に施行された新破産法では自由財産の範囲が拡張され、自由財産となる現金が99万円と1.5倍に引き上げられた他、破産者の個別の事情に配慮して裁判所が自由財産の範囲を拡張することができるようになった²³。ただし、居住用財産については、いぜんとして差押除外が認められていない。

²³ この他にも、米国のチャプター13に相当する個人再生手続（個人版民事再生法）が2001年4月に施行された。個人再生手続の場合、裁判所が認定した再生計画案（原則として3年間）に従って債務を返済すれば、残額は免責される。給与所得者の場合、2年分以上の可処分所得（年収から社会保障費や税金、

再チャレンジ活性化の観点から、差押除外財産の範囲をさらに拡大することが望ましいかどうかは、本稿の守備範囲を超えている。ただし、米国の先行研究を踏まえれば、破産した個人に幅広い免責を認めると、借り手のモラルハザードへの懸念や担保の実質的な価値の低下により、貸し手の与信態度が厳格化し、逆に資金調達が困難になる懸念がある。今後、日本で差押除外財産の範囲の拡大を検討するのであれば、その功罪両面に関する検証を行うことがまずは求められると思われる。

最低生活費を控除した金額）を弁済することが求められる。個人再生手続は、債務者にとっては居住用財産を手放さなくてよいという利点がある。

米国における活発な再チャレンジは資金調達環境が原因か

付図 1：破綻経験別にみた諸変数の平均値の t 検定

	サンプル数	破綻経験なし (a)	破綻経験あり (b)	差分 (a) - (b)
Panel A: 企業規模				
従業員数(人)	4,240	8.67 (0.17)	5.35 (0.68)	3.32 *** (0.70)
年間売上高(ドル)	4,237	1,088,934 (42,261)	504,013 (174,708)	584,921 *** (180,533)
総資産(ドル)	4,237	563,045 (30,505)	210,584 (60,497)	352,461 *** (68,170)
Panel B: 企業オーナーの属性				
ビジネス経験(年)	4,181	19.30 (0.23)	19.77 (1.56)	-0.47 (1.58)
当該企業でのオーナー年数(年)	4,240	14.37 (0.22)	13.13 (1.63)	1.25 (1.64)
自宅純資産価額(ドル)	3,826	263,255 (8,890)	108,377 (20,271)	154,879 *** (21,817)
自宅以外の資産の純資産価額(ドル)	4,190	840,058 (92,320)	209,147 (70,613)	630,911 *** (116,543)
Panel C: 企業の信用リスク				
自己資本比率(%)	4,164	-86.40 (75.84)	-22.33 (73.07)	-64.07 (105.68)
自己資本比率(非債務超過企業、%)	3,395	72.38 (0.73)	84.18 (3.09)	-11.80 *** (3.18)
D&B クレジットスコア(6段階評価)	4,211	3.64 (0.03)	2.79 (0.17)	0.85 *** (0.18)
Panel D: 金融機関とのリレーションシップ				
取引金融機関数(クレジットライン利用企業)	1,910	1.19 (0.02)	1.09 (0.09)	0.10 (0.09)
メイン金融機関との取引期間(月数)	4,147	125.28 (2.25)	97.95 (15.48)	27.33 * (1.01)
メイン金融機関店舗までの距離(マイル)	4,147	30.44 (3.65)	67.01 (35.37)	-36.57 (35.43)
Panel E: 融資のアクセラビリティ				
既存融資更新比率(%)	4,240	20.34 (0.81)	7.59 (2.53)	12.75 *** (2.66)
新規融資申込比率(%)	4,240	21.56 (0.86)	14.48 (4.09)	7.09 * (4.18)
否決を恐れて新規融資を申し込まなかった比率(%)	4,240	16.76 (0.81)	57.75 (6.42)	-40.99 *** (6.48)
新規融資拒絶率(%)	1,896	14.31 (1.21)	48.51 (12.20)	-34.20 *** (12.23)
Panel F: 新規資本調達				
新規資本調達比率(%)	4,240	5.60 (0.48)	6.17 (4.12)	-0.57 (4.14)
うち個人事業主(%)	1,681	5.44 (0.65)	1.74 (1.50)	3.71 ** (1.64)
うち法人企業(%)	2,549	5.79 (0.71)	19.39 (14.12)	-13.60 (14.12)

(注) 1.()内はimplicate内及びimplicate間のばらつきを考慮した標準誤差。***, **, * はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

2. サンプル数は各 implicate のうち最小のもの。

3. 新規融資拒絶率、新規資本調達比率（個人事業主）は stratum に一つしかデータがないサンプルを除いて算出している。

(資料) FRB, “2003 Survey of Small Business Finances”

〔参考文献〕

- 小野有人・西川珠子（2004）「米国におけるリレーションシップバンキング～担保・保証の役割を中心に」（みずほ総合研究所『みずほ総研論集』Ⅲ号）
- 川上淳之（2007）「2 度目の開業者が成功する条件～失敗経験が与えるパフォーマンスへの影響について」（労働政策研究・研修機構『日本労働研究雑誌』No. 559、2007 年 2-3 月号）
- 河野正憲・中島弘雅（2001）『倒産法大系―倒産法と市民保護の法理』弘文堂
- 竹内英二（2003）「廃業経験者による開業の実態」（労働政策研究・研修機構『日本労働研究雑誌』No. 511、2003 年 1 月号）
- 竹内英二（2007）「米国における中小企業金融の実態～SSBF2003 から」（国民生活金融公庫『調査季報』第 82 号、8 月）
- 中小企業庁（2002）『中小企業白書 2002 年版』
- 中小企業庁（2003）『中小企業白書 2003 年版』
- 中小企業庁（2007）『中小企業白書 2007 年版』
- 新形敦（2005）「連邦破産法の改正と個人向け信用市場」（時事通信社『世界週報』2005 年 5 月 31 日号）
- 根本忠宣（2006）「倒産法の企業金融に与える影響」（中小企業金融公庫『中小企業総合研究』第 3 号、2006 年 3 月号）
- Avery, Robert B., Raphael W. Bostic, Katherine A. Samolyk (1998), “The Role of Personal Wealth in Small Business Finance,” *Journal of Banking & Finance*, 22
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell (1998), “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.” *Journal of Banking and Finance*, 22
- Berkowitz, Jeremy and Michelle J. White (2004), “Bankruptcy and Small Firms’ Access to Credit,” *RAND Journal of Economics*, 35(1), Spring 2004
- Boot, Arnoud W. A. (2000), “Relationship Banking: What Do We Know?” *Journal of Financial Intermediation*, 9
- Bucks, Brian K., Arthur B. Kennickell, and Kevin B. Moore (2006), “Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 2001 and 2004 Survey of Consumer Finances,” *Federal Reserve Bulletin*, March 22
- Chatterjee, Satyajit (2008), “The Economic Logic of a Fresh Start,” Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, Q1 2007
- Cole, Rebel A. (1998), “The Importance of Relationships to the Availability of Credit,” *Journal of Banking and Finance*, 22

- De Nardi, Mariacristina, Phil Doctor, and Spence D. Krane (2007), "Evidence on Entrepreneurs in the United States: Data from 1989-2004 Survey of Consumer Finances," Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 4Q/2007
- Fan, Wei, and Michelle J. White (2003), "Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity," *Journal of Law and Economics*, 46, 543-567
- Fullenbaum, Richard F. and Mariana A. McNeil (1994), "The Function of Failure," Small Business Administration Research, Office of Advocacy, Research Study No. 144
- Garrett, Thomas A. and Howard J. Wall (2006), "Creating a Policy Environment for Entrepreneurs," *Cato Journal*, 26(3), Fall 2006
- Li, Wenli (2007), "What Do We Know About Chapter 13 Personal Bankruptcy Filings?" Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, Q4 2007
- Mach, Traci L. and John D. Wolken (2006), "Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 2003 Survey of Small Business Finances," *Federal Reserve Bulletin*, October 24
- Mathur, Aparna (2005), "A Spatial Model of the Impact of State Bankruptcy Exemptions on Entrepreneurship," Small Business Administration Research, Office of Advocacy, Research Study No. 261, July
- Scott, Jonathan A. and William C. Dunkelberg (2005), "Evaluating Banks," *NFIB National Small Business Poll*, 5(7)
- White, Michelle J. (2005), "Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy Law," NBER Working Paper 11536, August
- White, Michelle J. (2006), "Bankruptcy and Small Business – Lessons from the U.S. and Recent Reforms," *CESifo DICE Report*, 1/2006
- White, Michelle J. (2007), "Bankruptcy Reform and Credit Cards," *Journal of Economic Perspectives*, 21(4)