

### 3.1.3. 私的病院の現状における資金調達手段

わが国の病院の資金調達手段は、公立病院と私的病院では大きく異なる。公立病院は、設備投資を民間金融機関だけでなく、公的財源から調達することが可能である。一方、私的病院は、株式・債券での資金調達は一般的でなく、専ら銀行借入が主な外部資金調達的手段となっている。

銀行借入以外の資金調達手段としては、資本面では「出資金」や「寄附金」の受け入れ、負債面では「社債発行」や「リースの利用」が考えられる。また、最近では資産面で「診療報酬債権等の流動化」も利用され始めている。しかし、いずれも、従来から主に利用されている銀行借入に取って代わるような、長期・大量の資金調達手段にはなりえていないといえよう。

それでは、今後は有望な調達手段が利用可能となるであろうか。次節では、病院債と資産流動化による資金調達について検討したい。

図表 4 医療法人の資金調達手段一覧表

	調達手段	調達方法	特徴
資本	出資金	関係者や第三者から出資	配当禁止のため魅力小
	寄附金	関係者や第三者から募集	税金優遇措置の条件が厳しく魅力小
負債	借入金	金融機関から借入	多額の資金調達が可能
	債券 (縁故債)	友の会会員から募集	事務コスト大で魅力小 会員へのインセンティブが必要
	リース	リース会社から実施	リース物件価値の範囲内にかぎられる。

出所) 筆者作成

## 3.2. 病院債の検討

### 3.2.1. 米国病院の資金調達構造

これまでに米国に範をとった病院債の検討が何度か行われているが、様々な理由から結果として本格的な導入は行われてこなかった。それでは現在は実現可能性があるのだろうか。そのためにも、再度米国の病院債について現況を確認する必要があると思われる。まず米国病院の資金調達手法と特に病院債について見てみたい。

米国では、日本に比して直接金融市場が発達しており、株式・債券・銀行借入・不動産

証券化(REIT)などの様々な手法が用いられ、それぞれ資金の用途・性格と資金調達コストに応じ、もっとも適した方法での資金調達が行われている。

米国の病院は、直接金融市場から、地方債で約 331 億ドル(約 3 兆 6,000 億円)、社債で約 44 億ドル(約 4,800 億円)、株式で 14 億ドル(約 1,500 億円)と多額の資金を調達している。

病院全体の資金調達構造としては、直接金融が約 6 割(内、地方債が約 5 割、社債が約 7%、株式が約 2%)で、間接金融が約 4 割(銀行によるシンジケートローン等)となっている。

「地方債」と「銀行借入」で全体の 9 割を占めている。

図表 5 米国病院の資金調達構造

調達手段	地方債	社債	株式	銀行借入 (シンジケートローン)	総額 (1998 年)
調達割合	52%	7%	2%	39%	637.2 億ドル

出所)「The 1999 Securities Data Health Care Finance Yearbook」Thomson Financial

### 3.2.2. 米国病院債の特徴

地方債は、地方公共団体が発行する債券で、その中には様々な種類がある。非営利法人の病院がよく利用する地方債のカテゴリーを「病院債」としてその特徴を述べる。

地方債は地方自治体が公共サービスを行うために資金調達をする手段として利用されている。主な目的は「教育」「病院」「交通」などである。地方債に占める病院の位置づけは 1996 年の発行割合では全体の 8.83%で、その内長期債のみをしてみると 10.82 となっており、教育に次ぐ高い割合を占めている。

図表 6 地方債のタイプ別内訳(1966 年) 単位：百万ドル

	合 計
Education	47,287 (20.84%)
Health Care	20,022 (8.83%)
Transportation	17,966 (7.92%)
Housing	17,747 (7.82%)
Utilities	17,378 (7.66%)
Public Facilities	10,269 (4.53%)
Environment	7,395 (3.26%)
Electric Power	6,249 (2.75%)
Development	5,839 (2.57%)
General Purpose	76,707 (33.81%)
	226,859 (100%)

出所)「アメリカの証券市場」(日本証券経済研究所)を一部修正原典)Federal Reserve Board “Flow of Funds”

ここで、病院債の特徴を4つ挙げると、第1に発行するのは地方自治体である(地方政府が発行する地方債)。第2に当該債券の元利償還の義務は地方自治体にはない(発行者が義務を負わないノン・リコース債)。第3に、元利償還は病院建設等の事業プロジェクトの収益から行われる(レベニュー債)。第4に、内国税法の一定の条件(501条(c)項3号)を満たせば、連邦税に加えて当該地域居住者の購入に対する地方税も非課税(債券購入者にとっては税部分だけ実質金利がアップする)となる。この非課税が魅力で個人投資家が満期まで保有するケースが多い。また、地方債の主要投資家の32%が個人投資家であり、機関投資家中心のわが国と大きく異なる。

図表7 病院債の4つの特徴

特徴	内容
地方債	地方公共団体が発行する債券
ノン・リコース <sup>24</sup> 債	発行者が債券償還義務を負わない債券
レベニュー債	対象事業の収益で償還される債券(通常無担保)
免税債	地域住民購入時には免税

出所)「アメリカの証券市場」p.56等より作成

図表8 地方債の主要投資((1996年末)

投資家	個人投資家	MF	商業銀行 貯蓄機関	保険会社	事業会社	その他
割合%	32.1	32.4	15.3	13.9	4.5	1.8

注)MF=Mutual Fund(投資信託の一種)

出所)「アメリカの証券市場」(日本証券経済研究所)

原典)Federal Reserve Board "Flow of Funds"

<sup>24</sup> ここでのノンリコースは、資金調達を発意した主体(州政府)に求償権が及ばず、その主体とは隔離された別の主体(非営利病院又はその病院事業)が返済義務を追うという意味である。

### 3.3. わが国での病院債発行に関する問題点

既に多様な資金調達手段を実現している米国の事例から見られることは、①「直接金融市場の発達と信用補完制度の整備」、②「多様な投資家層の存在」である。特に信用補完制度の整備については、米国では格付機関については約40年の歴史があり、かつ信用保証機関についても、民間保証専門会社が数多く存在している。このため、わが国においても、病院の発行する債券の信用リスクを補完する格付機関や保証専門保険会社等の信用補完体制が整備される必要がある。

これによって病院は、自身の発行する債券の信用リスクについて、適正な評価を得るとともに、その投資案件の期待収益率から投資の妥当性を検討することができる。また、投資家側も客観的なリスク評価に基づいて自らに最適な投資ポートフォリオのなかで、病院債を選択肢として検討することが可能になる。わが国においても各種の格付機関が病院に対する格付け開始をアナウンスしているが、その評価が投資家の信頼を得るためには、過去の格付けとデフォルト率の関係の分析が信頼性を持つような長期的なデータが必要である。

これに加えて、③「病院の機能や制度における大きな違い」がある。これは、日本の非営利病院に比して、米国の非営利病院は地域医療への貢献などの厳しい条件がある一方でその条件を満たせば、免税が認められるなど、同じ非営利原則でも制度的には異なった部分がある。また、米国の病院は、ホテルサービスが中心であり手術の執刀医まで雇用する日本の病院に比して、不確定要素が小さい。したがって、病院事業に関する事業リスクやキャッシュフローが日本の収容サービスと医師サービスが一体となった病院に比して予測しやすいという点もある。これらの点を考慮すると、米国の病院債制度をそのままわが国で利用することは困難であると思われる。

また、現在「病院経営のあり方検討会」報告書によって、病院が債券発行を行う場合の問題点や留意点が整理されている。この議論に沿って非営利性との親和性を検討する必要がある。

図表9 これからの医業経営のあり方検討会報告書にある医療機関債発行ルール

次に掲げる点を踏まえた医療機関債発行のためのルール等を明確化するガイドライン等を制定する必要がある。
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 債権者による経営介入の排除</li> <li>・ 債券の流通制限</li> <li>・ 債券保全の観点から運転資金としての調達禁止と募集時の調達資金の使用目的の明確化</li> <li>・ 債券購入の有無による診療差別の排除等の応募の任意性の確保</li> <li>・ 債権者保護のための発行医療機関による一定の情報開示その他</li> <li>・ 債券発行による医療法人の役員及び当該役員の同族関係者に対する特別の利益付与の禁止</li> </ul>

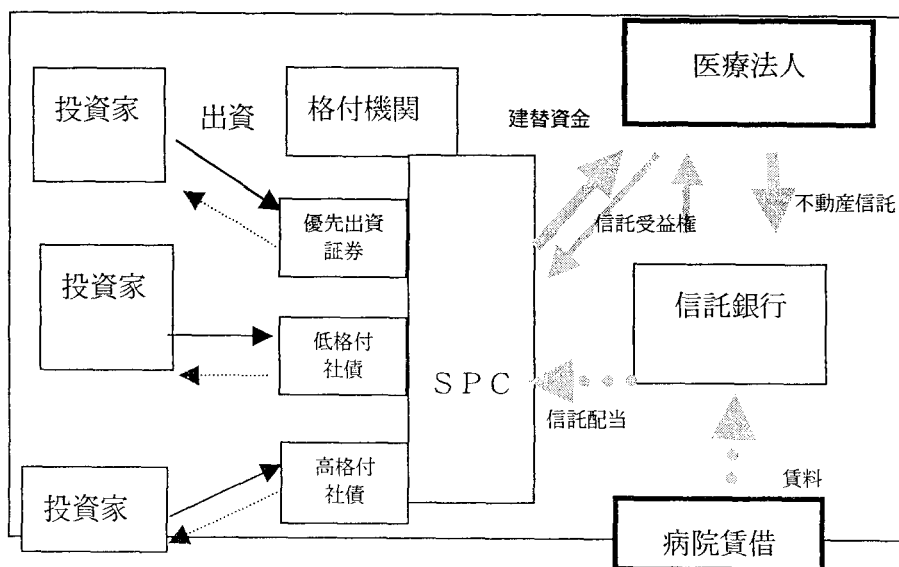
出所)「これからの医業経営のあり方検討会」最終報告書(2003年3月29日)より筆者作成

#### 4. 不動産流動化スキームの検討

##### 4.1. 不動産流動化スキームのメリット

わが国でも不動産証券化は、既にホテルやショッピングセンター等では案件が成立し始め、病院への利用の拡大が金融機関側では期待されている。既にPETを中心として実用化された流動化スキームも存在している。

図表10 医療法人立病院の場合の不動産流動化スキーム



出所) 筆者作成

不動産証券化では、対象不動産の生み出す収益のキャッシュフローを様々なケースを想定して分析し、その安定性や水準から発行する債券等の信用リスク(金利水準)が測定される。病院事業は一般的な商業不動産事業に比して、規制産業として保護される一方で、その規制動向に左右されやすいという体質がある。このため、キャッシュフロー分析が他産業に比して想定しにくくなり、想定リスクの過剰見積りや調達コストの上昇を招く可能性がある。

また、病院本体が社債の形で債券発行をしようとしても、株式会社制度をとっておらずかつ財務データの蓄積に乏しいため、信用リスクが正確に測定できにくいという問題がある。しかし、不動産証券化により、「発行債券自体の信用リスク」を「病院本体の信用リスク」から切り離し、優先部分(信用力の高い部分)と劣後部分(信用力の低い部分)に分けて、優先部分を高格付債券として発行することができる。優先部分を機関投資家中心に、劣後部分をリスク選好の高い投資ファンド等に販売することによって、直接金融市場からの資金調達が容易になる可能性が高い。

#### 4.2. 不動産流動化の具体的手法

医療法人立病院が不動産証券化スキームを利用して病院建替を行うケースを考えると、信託方式を利用することが想定される。

まず、医療法人(不動産所有者)が当該不動産(病院土地建物)を信託銀行に信託し、その対価として信託受益権(不動産が生む収益を受け取る権利)を信託会社から得る。さらに医療法人(不動産所有者)は取得した信託受益権をSPCに売却し、代わりに資金を得る。この資金で建替を行う。

SPCは複数の信託受益権を債券発行に適した金額まで集め、リスクプールを設定し、当該信託受益権を背景として、出資証券や社債を発行する。SPCは複数種類の債券を発行しリスクを分けることによって投資家のニーズに合わせる。SPCは投資家から集めた資金で、医療法人(不動産所有者)に対して信託受益権の対価として支払う。

SPCは、債券を購入した投資家に利払いするために、信託銀行をサービサーとして指名し、信託銀行は医療法人(テナント)から集めた賃料を信託配当としてSPCに渡す。SPCはこれを原資にして優先出資証券の配当金と社債の利払いを行う。

#### 4.3. わが国での不動産流動化スキームに関する問題点

第1に問題となるのは非営利性の原則と不動産証券化スキームの親和性についてである。債券発行の問題は、先に検討した病院債と同様である。次に信託設定した病院施設の賃料設定の方式である。既に実現化されたショッピングモールなどの事例では、なるべく収益を多くするため、テナントの売上・利益に対する比率で行われる場合がある。しかし、この賃料を可変式にすると、利益が外部流出してしまう危険性がある。最後に医業と経営の分離の問題である。これまで厚生労働省は、病院の経営安定化のためなるべく当該病院が土地や建物を保有することを奨励してきた。しかし、現在ではこの政策方針は転換されつつあるため、この点は問題ないものと思料される。

図表 11 不動産流動化スキームの病院利用における問題点

関係者	問題点
医療法人側	① 非営利原則との親和性 ・ 債券発行の問題 ・ 賃料設定の問題 ・ 医業と経営の分離の問題 ② リファイナンスの問題 ・ 5年程度での資金再調達の問題
投資家側	① ネームバリューのあるオペレーター不在 ② 高リスク部分の投資家層の薄さ

出所) 筆者作成

第2に、それ以外の問題として、リファイナンスが挙げられる。SPCが発行する社債は通常5年～10年程度で一旦償還する必要があるが、病院建替資金に対する元利償還は30年程度を要するため、リファイナンスを要請することが想定される。このリファイナンスの方法やその際の資金調達の安定性についても厳密な検討が課題として残っている。

さらに投資家サイドの問題としては、賃料を支払うオペレーター(病院経営者)が投資資金を呼び込むほどネームバリューがなく、そのため特にリスクの大きい劣後部分や出資金への投資者を見つけることが困難な点である。

既に我が国の不動産流動化スキームの事例としては、北海道帯広市の医療法人北斗会・

北斗病院の PET センター及び新病棟がある<sup>25</sup>。北斗病院のケースでは、債券発行を行わず優先ローンと劣後ローンを利用している。このほかは実質的に図表 10 のスキーム図と近似している。ただし、当該事例では、賃料支払い方法やリファイナンスの方法については情報が入っていない。また投資家サイドの問題としては、劣後ローンや出資などの高リスクの資金を当該スキームの提案者である「ライフタイムパートナーズ社<sup>26</sup>」が主に負担しており、一般的なスキームとして考えにくい状態である。

## 5. 新たな資金調達と非営利原則の抵触

### 5.1. 病院経営への介入

第二節でみたように、非営利組織では過小資本・過剰負債になりやすい。したがって、資金調達難に直面した病院では、株式のように法的に議決権が認められていなくとも、大口の資金提供者への経営介入に弱いという面がある。しかし、病院債において債券の譲渡制限を課したり、不動産流動化において資金提供者の制限を行ったりすることは、有利な資金調達を阻害する面もあり、問題が多い。このため、例えば株式上場会社の場合のように、一定の割合(例えば 5%)を保有している場合にかぎり、監督官庁に届出を行う仕組みが考えられる。

また、利害関係者については保有割合の上限を課すことも可能と考えられる。我が国の銀行は融資先企業への不当な経営介入を防止するために、5%以上の一般会社の株式保有が禁止されている。病院債などにおいても、同様の保有上限を課すことも考えられる。ただし、これらの保有上限は関連会社などの利用によって実効性が失われないような措置を行うことも必要である。

### 5.2. 利益の外部流出

医業での利益が外部に流出する危険については、病院債では割高な債券利回りが設定される場合が想定される。資産流動化では、病院の支払う賃料が収益連動の形式になったり、

---

<sup>25</sup> この部分の記述は、「特集多様化する医療機関の資金調達手法」日経ヘルスケア 21 2004.1 P54-P56 をもとに作成している。

<sup>26</sup> 当社は三菱商事(株)の 100%子会社である。



資金提供者への支払い金利が割高になったりする恐れがある。

これらの問題に対しては、一義的には税務当局による収益付替えのチェックが期待できる。さらに、債券利回りや借入れ金利は、借入主体のリスクの大きさに影響を受けるため一律に基準を定めることは困難であるが、上限金利などの形で規制を行うことも可能であると考えられる。

図表 12 新たな資金調達手段と非営利原則に関する問題点

問題点	病院債	不動産証券化
経営への介入防止	・ 大口債券保有者による経営介入	・ 大口 SPC 出資者などの資金提供者による経営介入
利益の外部流出防止	・ 割高な債券利回り	・ 収益連動型の賃料設定 ・ 割高な借入金利
投資家の監視費用	・ 目的外の資金利用	・ SPC 破綻の場合の対応

出所) 筆者作成

### 5.3. 投資家サイドの問題

投資家の負担する監視費用を考えると、病院債においては目的外の資金使途に利用されることを防止する仕組みが必要である。また、無担保での発行が行われる場合には、投資家としては債権保全のための監視制度が重要となる。

さらに、不動産証券化においては、投資家が負担するリスクに応じた投資利回りが設定される場合が多いと想定できる。しかし、病院事業においてはショッピングセンターやホテル事業のようなバックアップサービスが設置しにくいことから、SPC が経営破たんした場合の措置を別途講ずる必要があると考えられる。

## 6. おわりに

### 6.1. 監視体制とその実効性への配慮

我が国の病院は、その収入のほとんどを公的医療保険に依存していることから、一定の公益性が必要となる。また、非営利原則もルールで決めるだけでは実効性が担保されない。公益性や非営利原則を堅持するためには、常に監視を行う必要がある。

しかし、個々の資金調達案件を政府がすべてチェックを行うことはその費用や実効性を考えると困難である。むしろ、公認会計士などの財務の専門家が第三者監査の形で、定められたルールに違反していないかを確認する仕組みも考えられる。また、現在特定医療法人・特別医療法人に課せられている税務関連情報の報告義務をさらに広い範囲の医療機関に課すことも検討に値すると思う。

例えば、英国においては PFI を実施した場合には、日本の公正取引委員会にあたる、National Audit Office が税金が無駄に使われていないかの観点から監視を行っている。具体的には、PFI 契約書の精査・利益流出の防止・経営に関する提言などを行っている。我が国においては病院事業者は民間であるため、事情は異なるが、このような第三者による監視が常に行える体制を検討する必要もあると思う。

## 参考文献

1. 大垣尚司(1997)「ストラクチャードファイナンス入門」(日本経済新聞社)
2. 河口洋行(2000)「私的病院の資金調達問題について」『医療と社会』Vol.10 No.3 (医療科学研究所)
3. 金融財政事情研究会(1999)「業種別貸出審査辞典」
4. 建築物価調査会(1999)「建築統計年報」
5. 第1生命研究所(1998)「設備投資の落ち込みが招いた生産性の低下」
6. 田中康雄(2000)「病院経営と設備投資のあり方」『病院』59(3) : 212-215
7. 中小企業総合事業団(2000)「各種信用保険・信用保証制度の概要」
8. 日本銀行(2000)「金融経済統計月報」(平成12年5月号)
9. 日経ヘルスケア編(1997)「病医院のための資金調達マニュアル」(日経B P社)
10. 日本公私病院連盟(1999)「病院経営分析調査報告」
11. 日本病院会(1999)「病院概況調査報告書」
12. 野間敏克, 花枝英樹, 米澤康博(1997)「企業金融」(東洋経済新報社)
13. TKCグループ(1999)「TKC経営指標」
14. Sloan, F.A. (2002), "Not-for-profit ownership and hospital behavior " Handbook of Health Economics Elsevier Science B.V. Chapter21