

200100084A

平成 13 年度厚生科学特別研究事業報告書

医療機関設備資金の資金調達に関する研究

主任研究者 慶應義塾大学 田中 滋
分担研究者 学習院大学 遠藤久夫
分担研究者 慶應義塾大学 山根節

1. 直接金融と間接金融

金融の本質は、投資超過の経済主体と貯蓄超過の経済主体との間での資金の融通である。金融は最終的借り手と最終的貸し手の関わり方に関して、直接金融と間接金融の二つに大きく分けることができる。

直接金融とは、「本源的証券」（借り手が発行する株式や債券など）を最終的な貸し手が購入する形態をいう。直接金融では通常、証券会社が仲介をする。しかし証券会社の機能は、単に取引コストを節約しつつ売買を仲介することであり、あるいは新規発行の際にアンダーライターとして、借り手の情報提供を補完するに過ぎない。

間接金融では、借り手と貸し手の間に金融仲介機関が介在する。金融仲介機関は借り手の発行する本源的証券を購入し、一方で貸し手に「間接的証券」（預金証書や保険などの証券）を発行して、資産の変換を伴う実質的な機能を持った仲介をするのである。

金融仲介機能は一般に、①情報生産機能、②資産変換機能、③資金提供機能の三つを含んでいる（その点は後述する）。

図1 直接金融と間接金融

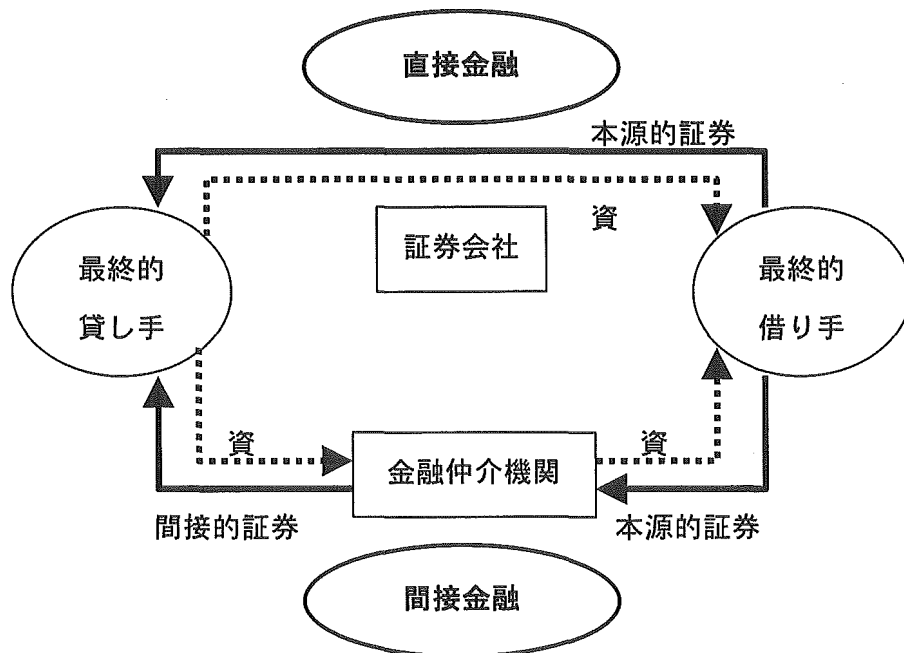


図1に示すように、直接金融とは証券市場などを通じた直接的な資金取引であり、間接金融とは銀行などの金融仲介機関を介在させた取引ということになるが、金融仲介機関が存在する場合は間接金融に分類されることになる点に注意が必要である。

例えば投資信託は、株式や国債・社債など本源的証券で資金運用される一方で、貸し手には受益証券（間接的証券）が発行されるので、間接金融に含められる。

2. 市場型取引と相対型取引

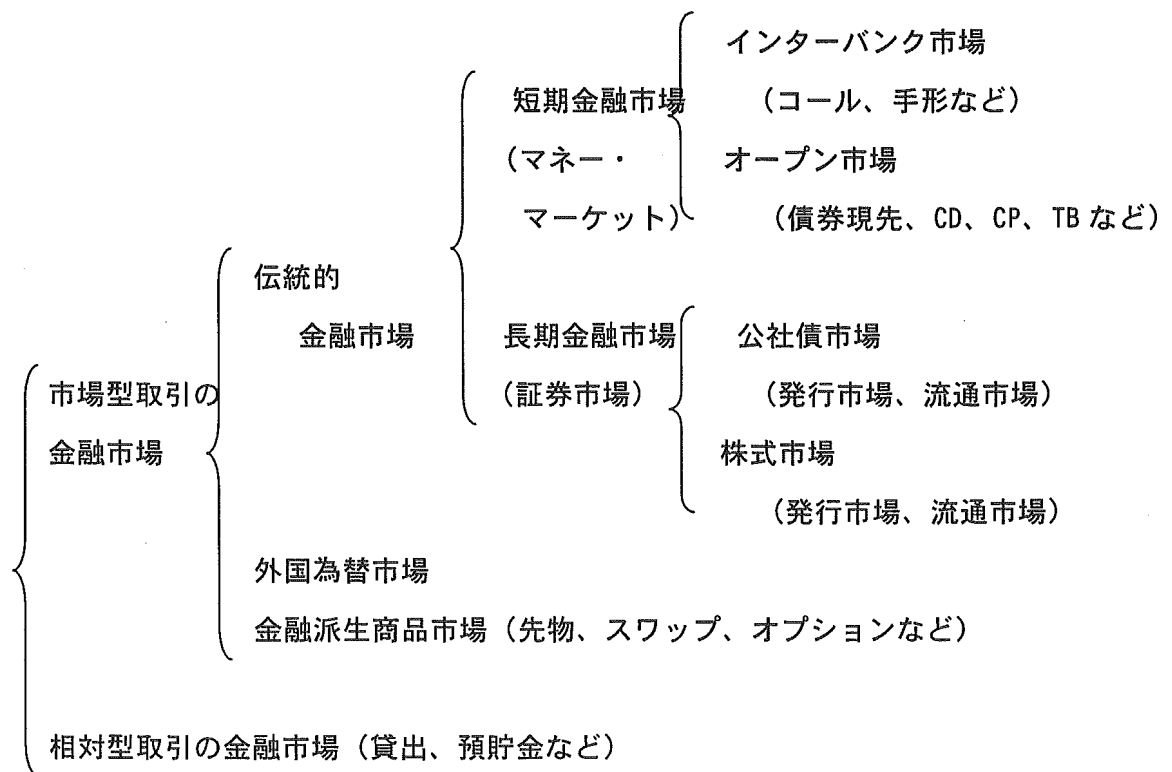
金融取引は取引形態から、「市場型取引」と「相対型取引」に分類される。

市場型取引とは、不特定多数の市場参加者が取引条件を競り合って決める取引をいう。相対型取引の典型は、貸出市場や預貯金市場（譲渡性預金除く）であり、一対一で取引条件を決めるものをいう。

図2は、取引形態からわが国の金融市場をとらえた分類を示している。

図2 わが国金融市場の分類

(小村修一他〔1997〕p.7より)



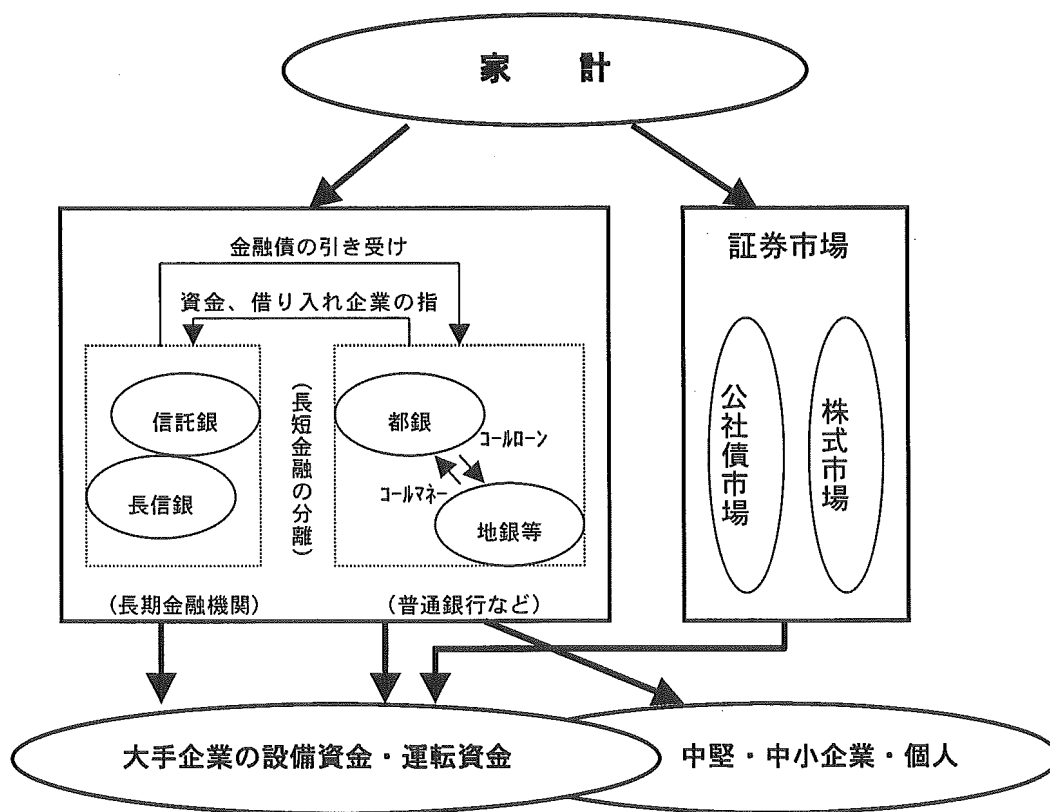
従来のわが国の企業金融の実態をみると、英米と異なり、ほぼ間接金融に依存してきたことが知られている。資金の借り手として、公社債市場や証券市場などの直接金融にアクセスできるのは大企業や、株式公開を果たした中堅企業だけに限られてきたのである。中小企業や個人事業主を金融的に支えてきたのは、主として銀行であった（図3参照）。

いわゆるエンジェル（個人投資家）が、直接ベンチャー企業に投資する場合、それは相対型取引による直接金融である。しかしわが国には、エンジェルが直接投資するような基盤が整っていない。

中小ベンチャー・キャピタルから資金導入するような場合は、相対型取引による間接金融である。ベンチャー・キャピタルが金融仲介機関となっている。また JAFCO やソフトバンクのような大手ベンチャー・キャピタルが、証券市場で資金調達をしてベンチャー投資をするような場合は、市場型取引（証券市場からの資金調達）と相対型取引（ベンチャー投資）を含む間接金融である。つまりいずれもベンチャー・キャピタルという、金融仲介機能を果たす機関の存在が前提とされた金融形態にほかならない。

図3 わが国の金融メカニズム

（鹿野嘉昭〔2001〕p164より筆者が簡略化して作成）



エンジェルによるベンチャー投資のような場合を除いて、直接金融にアクセスできるのは大企業だけである。何故ならば、次に述べるように貸し手と借り手の間に存在する「情報の非対称性」や「選好の不一致」に一定程度応えられるのは、市場からの信用が厚く、自ら情報発信できる大企業に限られるからである。

したがって中小企業や中小経営体は、少なくとも情報機能を補完してくれる金融仲介機関の存在なくして、市場型取引の直接金融にアクセスすることは不可能と言っても良いだろう。

最近、銀行金融のウェイトを減らす政策的意図から、中小企業の債券市場創設や REIT、病院債に関する議論などが巻き起こっている。しかしそれらが想定している金融メカニズムは純粋な直接金融ではなく、「市場型取引を含む間接金融」に分類できるようなタイプが多いと考えられる。そうであるとすれば、それらの金融メカニズムは金融仲介機能を果たす機関を含めて、次のような要件を満たすシステムでなければならない。

3. 金融仲介機能と資産証券化

金融取引には様々な阻害要因がある。その阻害要因を取り除き、効率的な金融取引が行われるために、金融仲介機能が求められる余地がある。金融の阻害要因とは次の二点である。

①貸し手と借り手の選好の不一致

実際的に貸し手である家計と、借り手である企業の資金額、期間、利子などの条件が直接相対によって、一致させることは不可能である。

②情報の非対称性（不完全性）

どの企業が安全な投資を行い、効率的な経営行動を取るかについて、貸し手が窺い知ることはできない。つまり借り手の支払能力を直接観察することはできないので、情報は不完全となる。

情報不完全のまま、全体平均の資本コストが上昇すると、リスクの低い優良な借り手は市場から退出してしまう（「逆選択 adverse selection」の問題）。その後リスクが上昇すれば、貸し手も貸付を止めてしまい、結果として効率的な資金配分が不可能となる。

また借り手の支払努力について、モラル・ハザードも存在する。

間接金融についても、銀行の貸出先について預金者は評価することができないので、銀行と預金者の間で情報の非対称性がやはり存在する。

このような阻害要因に解消するために、金融仲介機関は次のような機能を効率的なコスト負担で果たすことが求められる。

①情報生産機能

- (1) 審査機能---借り手の支払能力に関する情報収集・分析の機能
- (2) モニタリング機能---借り手の支払努力に関する情報収集・分析

②資産変換機能

- (1) 資産変換---借り手の本源的証券を裏付けとして、貸し手に間接的証券を提供する
- (2) 流動性変換---貸し手のニーズに応じて流動性を変換する
- (3) リスク変換---「大数の法則」や「分散投資」によりリスク低減して、貸し手に安全性の高い資産を提供する

③資金提供機能

金融機関は自ら信用創造が可能である

わが国では最近、銀行借入による資金調達のウェイトを証券形態に移行する試みが増えつつある。その一つに「資産金融の証券化」がある。これは資産が生み出す将来のキャッシュフローを裏付けとして、資産担保証券（アセットバック証券）を発行し、資本市場から資金調達しようとするものである。証券化の対象は、金融資産と実物資産に分けられるが、この「仕組み金融（structured finance）」の構造は共通している。

ここでは金融資産証券化の仕組みと要件を述べよう。

まず証券金融化は次の要件を満たさなければならないとされている。

- ①元利払の規則性---資産からあがるキャッシュフローを投資家のニーズに合致させて加工する
- ②オフバランス化と二重課税の回避---投資家と資金調達者の税務・会計ニーズに応える
- ③安全性---資産の収益力や信用力が、資金調達コストを上回っている
- ④破産リスクからの保護---原債権者が破産しても、資産からのキャッシュフローが守られる

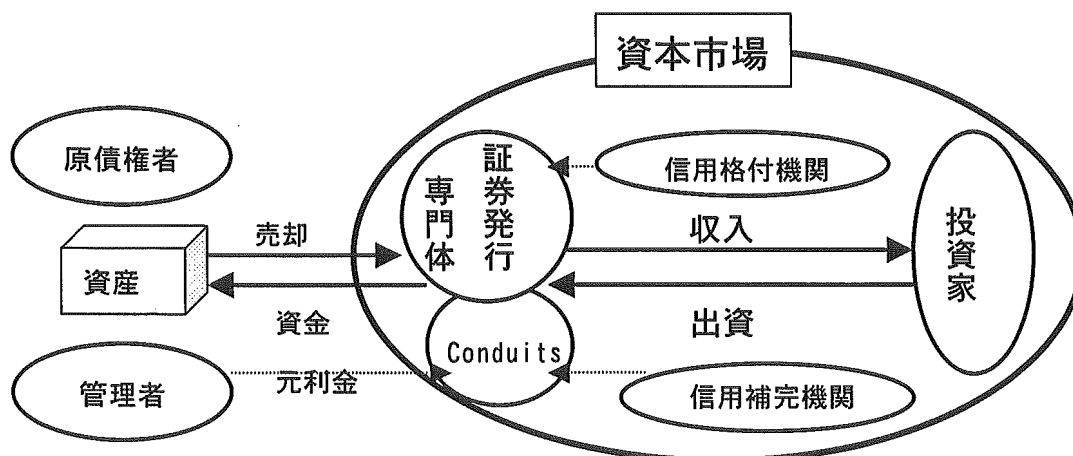
これらの目的を達成するためには、金融仲介機能を果たす機関を含めて次のような運営主体が参加し、あるいは設定される必要がある（図4参照）。

- ・原債権者 (originator)
- ・管理者---資産管理とキャッシュフロー管理を行う
- ・証券発行専門体 (Vehicles) ---特別目的会社、グラントー・トラストなど
- ・Conduits (導管体) ---まとまった投資案件をプールし、均質な投資資産にまとめて Vehicles に売却する
- ・信用格付機関
- ・信用補完機関---保険会社など

これらの機能のうちいくつかは一機関が兼ねることができるが、米国などではアンバンドリングといって、それぞれの専門会社に機能分化する傾向にある。

図4 金融資産証券化の仕組み

(鹿野 [1997] p79 を簡略化して作成)



このように見えてくると、資金調達多様化のために中小経営体である病院が発行する債券を流通させ、市場を創立するには相当の困難があると言わなければならない。それは次のような点から指摘できるだろう。

- ・情報の非対称性に応える情報開示が求められるが、一部の病院を除いてその任に耐えられないこと
- ・証券発行専門体が優良な投資先の選別を進めることが必至となる。信用格付け機関の存在がますますその傾向を強めることで、優良な病院のみが資金調達可能となるに過ぎなくなる

<参考文献>

小村衆統・守山昭男・西脇廣治・二上季代司『金融システム論』多賀出版、1997

鹿野嘉昭『日本の金融制度』東洋経済新報社、2001

翁百合『情報開示と日本の金融システム』東洋経済社、1998

第2章 病院の資金調達方法を考える —公的支援の拡充か直接金融へのシフトか—

学習院大学 経済学部

遠藤 久夫

1. 資金調達の実態と多様化の背景

病院の資金需要は主として長期借りに偏っている。1999年の医療経済実態調査によれば、医療法人の長期借入金は平均で6億2,676万円であるのに対し、短期借入金は9,300万円と、長期借入金は短期借入金の6.7倍である。病院の短期資金の需要が相対的に低いのは、診療報酬の支払いサイクルが短く、事実上の「現金商売」であることと、急成長するといった事業でないため増加運転資金を賄うための短期借入が必要でないためである。したがって病院の資金需要の関心は建替え費用や設備導入のための長期資金の調達に向けられている。アンケート調査でも短期資金が不足と回答した病院が16%であるのに対し、長期資金が不足だという病院は41%である。

しばしば病院の資金調達の多様化が叫ばれるが、その背景はおおよそ以下の理由によると考えられる。

(1) 収益力の低下

診療報酬の伸び悩みにより病院の収益が低下したため、建替え費用や設備の更新のための費用の捻出が過去と比較して困難になってきている。しかし、この理由が資金調達の多様化を求める声の背景だとすれば、資金調達の多様化が成されたとしても資金需要を拡大させることは難しい。なぜなら収益力の低下が銀行の与信態度を慎重にしているのであれば、調達手段が増えたとしても、資金提供主体が銀行と同じレベルの危険回避度を有していれば、病院の調達総額は現状とあまりかわらないことになるからである。

(2) 銀行の貸し渋り

銀行は不良債権処理のため貸し渋りを行っているという指摘がある。貸し渋りとは貸し手側の事情で借り手の返済能力や信用力を下回る水準でしか与信を行わないことであるが、この場合は資金調達を多様化することによって病院の資金調達が容易になる可能性がある。たとえば、病院債のような直接金融へのシフトは、債券の購入者が不良債権を抱える銀行に限定されないため、病院の資金調達は円滑になるという考えである。

しかし、この意見、もしくは仮説が適当なものかどうか確かめるには、第一に銀行の病

院に対する貸し渋りが本当に起きているのか、第二に病院債に代表される直接金融のシステムは本当に病院の資金調達に有益に機能するものなのかを慎重に検討する必要がある。第二の課題についての詳細な検討は後半に回すとして、まずは第一の課題について考察したい。

一般に、病院は収益が同規模の企業と比較してデフォルトの危険度は小さいと考えられる。それは保険制度下であり不況下でも収入が比較的安定していることに加え、診療報酬の支払サイクルが短く資金繰りに窮しないこと、さらには医療機関の業務内容は規制されており、経営の多角化が制限されているため、景気変動の影響を受けづらいことなどの理由による。インタレストカバレッジ・レシオを病院と中小企業とで比較すると、病院の方が小さくデフォルトの危険性は小さいし、実際の倒産件数では母集団の大きさを調整しても病院の倒産件数の方がはるかに少ない。となれば銀行が後ろ向きの資金需要の少ない病院に対して一般の中小企業より厳しい与信態度をとるとは考えにくいのではないか。

実際、アンケート調査によれば、ここ数年銀行の融資態度が厳しくなったと回答している病院は17%に過ぎず、反対に以前より借りやすくなったという病院も同数の17%あった。過半数の56%は融資態度の変化なしと回答している。この結果を見る限り、病院全体として銀行の貸し渋りが大きな影響を与えているとはいえない。むしろ個々の病院ごとの選別は厳しくなってきたというのが実態ではなかろうか。その意味では資金調達を多様化させることの理由を銀行の貸し渋りに帰すことはやや無理があると思われる。

(3) 銀行のガバナンス回避

資金調達を多様化することは銀行の病院に対する影響力、あるいはガバナンス（統治力）の低下をもたらすことになる。調達の多様化の背景にはこれに期待するものもあるのかもしれない。たしかに資金調達先を分散化することは個々の資金提供者の影響力を低下させることにつながる。しかし、金融機関の借り手に対するガバナンスは、借り手が無謀な過剰投資をすることを抑制する機能があるといわれる。もっともバブル期の銀行の融資行動はこのような仮説の信憑性を疑う余地を与えるが、一般に経営感覚に乏しいといわれる病院にとっては当該病院の経営内容をよく把握している主力銀行の融資行動は、過剰投資に対する一定の牽制になっていると考えられる。その場合、病院の資金調達の多様化は、病院が適正な投資水準を逸脱しようとした時の外部からの牽制力を低下させるとは考えられないだろうか。

2. 資金調達が多様化の要求

以上考察したように、資金調達の多様化の推進は果たして合理性をもつものなのか、少なくとも病院経営の課題として優先順位の高い政策課題といえるのかについて疑わしい面もある。アンケート調査によれば、病院経営上困っていることとして資金調達の困難性と回答した病院は、複数回答可でありながら 15.5%に過ぎないことも、この疑念を強くするものである。しかも、営利企業の方が病院と比較して資金調達上の制約が少ないといわれるが、制度はともかく現実の長期資金の調達においては中小病院程度の経営規模の中小企業では病院同様、金融機関からの借り入れがほとんどだということからも、中小病院の資金調達の多様化というものがどれほど現実的な要請なのか考えさせられる。

しかし、実際に差し迫った課題ではないとしても、資金調達の多様化は病院経営上の選択肢を増やすことになることにはちがいない。アンケート調査では、資金調達を容易にする方策としてあげられたのは、公的融資の拡充（59.4%）、補助金（48.6%）、銀行借入以外の資金調達の導入（26.4%）、寄付への免税措置（18.8%）、収益事業に対する業務範囲の拡大（18.8%）、公的信用保証機関の設置（16.7%）、病院債の発行（11.5%）の順番であった。

寄付に関してはその資金調達における実効性がどこまであるのかは未知数であるが、病院に対する被寄付者控除は NPO 支援税制が発足したこともあり、医療法人の持分の問題も絡めて改めて議論する必要がある重要課題であろう。その他では収益事業の認可条件の緩和を除けば資金調達の多様化に対して病院が望む事項は、(A) 公的支援の拡充と (B) 直接金融へのシフトということになる。以下ではこの2つの方向について考察する。

A： 公的支援の充実の例

- ①補助金の拡充
- ②公的融資の拡充
- ③公的信用保証の拡充

B： 直接金融へのシフトの例

- ④病院債の発行
- ⑤株式発行

A： 公的支援策の特徴

公的支援とは税、もしくはそれに類する財源（資金運用部財源など）を原資とした支援

策である。民間の金融機関の融資基準は安全性と成長性である。特に融資の場合は安全性が重要な基準となるが、安全性の要は収益力と担保力である。一般の企業の場合、担保力はともかく、収益力のある企業が多く資金を調達できることは資源配分の効率化の視点からいって合理性をもつ。しかし、医療の場合、診療報酬の画一性、出来高払い制度、医師患者間の情報の非対称性などの制度や特性を背景として、良い医療を提供している病院、地域ニーズによく対応している病院、高度な医療を展開している病院が必ずしも高い収益力を有しているとはかぎらない。したがって収益力を重要な指針とする民間金融機関による融資は、わが国の医療システムにおいては必ずしも効率的な資源配分をもたらすとはいえない。これに対して補助金、公的融資、公的信用保証といった公的支援策は収益性以外の基準を融資基準とすることが可能である。公的支援策の制度設計次第では民間金融機関による資金フローより、より効率的な資金の配分に成功する可能性がある。

しかし、現在の財政状況の下では補助金や公的融資は自ずと限界がある。また公的資金の直接、間接の投入は大きな政府へつながるという社会的反発があることも無視できないであろう。

B：直接金融の特徴

直接金融の具体的手段として病院債と株式によるエクイティ・ファイナンスについて個別に検討しよう。

[病院債発行の検討]

米国における非営利病院の病院債は、利息の免税特典、公的な信用保証制度などの病院債の魅力高める様々な付加価値と、格付け機関の存在といった直接金融を支えるシステムを背景に実現された資金調達制度である。しかし、わが国はそれらの制度は未整備であり、流通性を持つ公募の病院債を発行するには大きな制度の再構築が必要である。わが国の企業ファイナンスは、社債の発行基準が大幅に緩和されるなど急速に間接金融から直接金融にシフトしてきているものの、中堅、中小企業のファイナンスの多くが未だ間接金融に依存している。いかに社債の発行ができるようになったとしても、市中消化が期待できない以上、私募債以外の発行はありえないからである。その意味からもわが国では病院が公募債を発行することは難しいといえる。

さらに重要なことは、流通することを前提とした病院債の発行は銀行融資と比較して相応の規模や信用力がなければならぬので、仮に病院債の発行、流通システムが完備した

としても、その恩恵に浴せるのはチェーン展開している一部の病院グループに限定されると思われることである。規模の大きさが医療の質の高さや地域住民の支持を得た結果を表しているとはばかりいえないのが医療である。その意味で、病院債に代表される直接金融はわが国の医療システムにおいて必ずしも効率的な資源配分をもたらす方策だといえない。

[株式発行の検討]

株式発行によるエクイティ・ファイナンスを可能にするためには、営利企業による病院経営が認可されなくてはならない。営利病院はほとんどの先進国で禁止されていないが、欧州の営利病院のほとんどは株式を上場することもないいわゆる「個人企業の法人なり」である。株式を上場して大規模の資本調達を行っているのはアメリカの営利病院の一部（investor owned hospital）である。アメリカの営利病院は合併を通じて巨大化しているが、そのパフォーマンスを比較した多くの研究は、営利病院は非営利病院と比較して、①コストが低いとはいえず、②不採算医療の抑制や支払能力の乏しい患者の排除といったクリームスキミングが行われていることを指摘している。営利病院の容認の是非は、本来このような医療の質との関係で議論されるべきである。

しかし、株式の上場による資金調達という側面だけに焦点を絞って検討しても以下のような無視できない問題がある。それは病院債の発行と同様に上場によりエクイティ・ファイナンスが可能な病院は、大規模な病院チェーンと営利企業が病院経営を行うケース以外には不可能だということである（ベンチャービジネス対象の小資本でも上場可能な市場はあるが、そこに上場される企業は短期間で急成長して株価が急騰することを前提としているため病院には適さない）。

さらに問題なのは、既に本業に対する評価で高い株価が形成されている営利企業が、その企業の一部門として病院を経営する場合である。この場合、病院を合併して規模を拡大させ上場を果たしたとしても、企業が行うエクイティ・ファイナンスより低コストで資金調達を行うことはほぼ不可能なのである。このように企業が病院に参入する上で資金調達上の有利さを構造的に認めるということは、企業が病院経営を行った場合の方が病院単独で活動するより社会的に望ましいというエビデンスでもないかぎり合理性を持つとはいえない。とりわけ、わが国の医療法人の多くは税制上の優遇を得ておらず、上場による資金調達上の有利さに対抗する拮抗力をもっていないことを考えると、非対称的な競争条件だといわざるをえない。

	長所	短所
A	医療の質や公共的目的と資金提供を関連付けることが可能（現行の診療報酬体系、支払方式は質と利益との相関は低いのが実情）。	赤字財政下では拡充の限界がある。 大きな政府へつながるか。
B	事業会社の資金調達の変化の方向と合致。	資金調達上の規模の利益が大きくはたらく調達方法なので、利益規模による、調達能力の格差が拡大する。

3. 公的債務保証の機動的運用

このように公的支援の拡充、直接金融へのシフトはともに長所と短所を有するが、公的債務保証を機動的に運用することは、以下の理由で実行可能性や医療の質の向上といった側面から有効な方策だと思われる。

(1) 原則として民間資金を活用することにより公的財源への負担を軽減できる。

公的資金は保証料の負担にとどまるため、公的融資と比較して公的財源への負担を軽減することができる。

(2) 金融機関の融資を円滑にするだけでなく債券発行による資金調達を可能にする。

債務保証により、安全性が格段に向上した病院に対する融資が円滑に行われることが期待できるだけでなく、病院が発行する債券に対する債務保証を行うことで、流通性のある病院債を発行することも可能となる。いずれの場合も、債務保証だけではなく一定額の利子補給も有効だと考えられる。但し、保証率を100%未満に抑えるなどの病院のモラルハザードを抑制する対策を確立する必要がある。

(3) 医療の質向上のインセンティブとなる。

債務保証（さらには利子補給）の条件として、医療の質の向上につながる要素を的確に組み入れることにより、医療の質の向上、地域ニーズへの的確な対応のインセンティブとすることが可能である。そのためには医療の質を評価する方法の確立が必要である。たとえば日本医療機能評価機構の評価結果や情報開示の体制などを評価することなどが考えられる。

(4) 多くの医療機関が利用可能。

直接金融の問題点は資金調達上の規模のメリットが過度にはたらしすぎる点であるが、債務保証の対象を規模の大小と無関係に設定することにより、規模に対して中立的な資金循環が可能となる。その結果、規模の大小にかかわらず公正な制度利用が可能となる。

(5) 類似の施策が中小企業育成策では存在する。

中小企業の育成策として、政策融資などとともに民間の融資に対する公的な債務保証や社債の債務保証を行う施策はすでに存在している。これはベンチャービジネスの育成を目的とするものであるが、医療の公共目的の推進のために同様の枠組みを活用することは合理性をもつと考えられる。

4. 小括

長期資金調達の多様化はしばしば耳にするが、アンケート調査の結果からは必ずしも優先順位の高い経営課題だとはいえない。特に病院債や株式発行によるエクイティ・ファイナンスに代表される直接金融へのシフトは、一見資金調達を容易にさせる手段のように思われるが、それは資金調達上の規模の経済が大きくはたらく調達方法であり、実質的には一部の規模の大きな病院グループや営利企業のみが利用可能な調達方法であることを理解すべきである。現行の医療制度の下では病院の規模や収益力が医療の質を代理する指標だとはいいきれないため、このような資金調達方法は資源配分上の非効率を発生させる可能性が大きい。

一方、補助金や公的融資は医療の質を向上させ、医療機関の行動を公共目的に誘導するインセンティブとなるように設計することは可能であるが、財政の現状を考慮すれば自ずと投入できる資金量には限界がある。それに対して公的債務保証であれば公的な負担を軽減しつつ医療の質を向上させるインセンティブともなりうる。利子補給も視野に入れつつ公的な債務保証を機動的に運営することは医療における長期資金の効率的な配分にとって有益だと考えられる。

第3章 債券発行の現状と医療への示唆

大和総研

真野俊樹

1. 背景

本稿では、病院をはじめとする医療機関が債券によって資金調達を行いうる可能性を、日本の現況から考えてみたい。

大きく分けて、個々の医療機関（仮にいくつかの医療機関がまとまったとしても）が民間債的に発行するのか、公債として位置づけるかという問題がある。病院債券の米国における状況からみても、病院債にあてはまるものは、公債としての地方債であろう。

本稿では最初に、日本における債券市場を俯瞰し、次に病院の資金調達に際して民間債の可能性を論じ、次に公債としての可能性、最後にコマーシャル・ペーパーや、資産担保証券（ABS）といったその他の手段を論じてみたい。

医療機関による債券での資金調達は大きな政策転換を示唆する。すなわち債券を使って資金調達するということは、市場性資金の利用を行うことにつながる。たとえば医療機関の老朽化が進んでおり、建て替えに伴う資金需要は2兆円近い（河口洋行 国際医療福祉大学研究員による）といわれるが、この建て替え資金を市場から調達する可能性が開ける。もちろん、これには医療機関といった社会インフラストラクチャーを広く民間の投資資金によって調達することへの社会的なコンセンサスも必要である。

2. 国内債券の俯瞰

2.1 伝統的構図

最初に、図1に金融市場を、図2に証券による調達形態を示す。また図3にファイナンスの基本構図を示した。

戦後の伝統的な構図として、資金不足の事業会社・公共団体と、資金余剰の家計があった。したがって政府が、銀行を中心にした間接金融によって資金の移転を図る必要があった。最近銀行金融から、株式・債券などの有価証券を発行し資金を調達する証券金融へのシフトが求められているが、必ずしも進展していない。

国債、政府保証債、地方債をあわせて公共債という。一方、社債は株式会社が発行する債券である。事業債とも呼ばれる。社債には普通社債、転換社債、ワラント債があるが、

株式に転換可能な転換社債や、新株引受権があるワラント債は、病院が株式会社でない現状ではあまりに飛躍があるので、本稿では普通社債についてのみ考察する。

金利は下記によって決まる。

$$\text{金融商品金利} = \text{国債金利} + \text{信用リスクプレミアム} + \text{非流動性プレミアム}$$

たとえば、地方債は国債より金利が高くなる。

2.2 債券の種類

図4に債券の種類を示す。

2.3 債券の市場

基本的に店頭市場（証券会社の店頭）を中心にして運営されている。1997年度、債券発行額3,207兆円のうち99%が店頭、残りが取引所での取引であった。公社債の店頭売買高を図5に示した。

店頭市場では96%が国債である。国債の売買高が圧倒的に多いのは、信用力が高い証券であること、定期的に大きなロットで発行され、証券会社のほかにディーリング認可金融も活発に売買するなど流動性が高いことなどの理由からである。

投資家別の売買状況を見てみると、証券会社及びディーリング認可を受けた金融機関（いわゆるディーラー）が売買の主体となっており、1997年度の総売買高に占める割合は62.6%である。ディーラー以外では信託銀行、投資信託、農林系金融機関、生損保などの機関投資家が主な売買主体となっており、事業法人や個人の割合は合計でも1%に満たない水準となっている。

一般に、信用リスクが低いとみれば投資家は高い利回りを要求する。反対に、信用リスクが高いとみれば低い利回りによしとする。日本の社債市場に特にみられる問題は、一定以上の信用リスクを投資家がなかなかとろうとしないことである。

2.4 公社債の発行

公社債は発行体によって分類される。国債は国が発行し、地方債とは、都道府県、市町村など地方公共団体が資金調達のために発行する債券である。

2.5 社債

社債については、条文上「社債」の定義は存在しないが、学説によれば、「会社が債券発行の方法によって負う債務」とか、典型的には「公衆に対する起債によって生じた株式会社の多数に分割された債務であって、それについて有価証券（債券）が発行されるもの」といった定義がなされる。

なお株式と異なり、社債については、配当可能利益の有無にかかわらず、利息の支払いを受けることができる。また償還期限が来れば元本の償還を受けることができる。また、社債の内容については、発行の都度、個別的にその発行契約に委ねられている。たとえば、利息とともに利益の分配を受ける社債（利益参加社債）、残余財産分配において劣後的な地位を付された社債（劣後債）や償還されない社債（永久債）について、商法は特段の定めをおいているわけではない。

なお、すべての証券には「キャッシュフローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分という要素がある。いいかえれば、経営内容をコントロールする権利が生るわけだが、債券は株式に比してこの「コントロールに関する権利」の配分要素が少ない。

2.6 地方債について

地方債とは、都道府県、市町村など、地方公共団体が資金調達のために発行する債券である。地方公共団体の歳出は、財政の健全性の観点から、地方債以外の歳入をもってその財源とすることが原則とされているが（地方財政法第5条）、交通・ガス・水道などの公営企業に要する経費、地方債借換えのための経費、災害復旧のための経費など、特定の財源に充てる場合に限り、地方債の起債が認められている。

地方債を起債するには、地方会議の議決を得るほか、総務大臣または都道府県知事の許可を受ける必要がある。これは、地方財政の健全性を確保するとともに、資金が一部の大きな地方公共団体に偏ってしまうことがないようにするためである。

債券発行の形態をとる地方債は、大きく公募債と非公募債に分けられる。

(a) 公募地方債

広く一般の不特定多数の投資家を対象として募集される地方債のことを、公募地方債という。

(b) 非公募債

非公募債は、さらに総額引受債と縁故募集債に分けられるが、総額引受債がその

ほとんどを占めている。総額引受債とは、債券の総額を単独または共同で引き受ける方法で、多くの地方公共団体では、金融機関などが組成する縁故債引受シンジケート団が結成され、共同で債券の総額を引き受けている。縁故募集債とは、地方公共団体が地元金融機関などの特定の縁故先を対象に募集するものをいう。

2.7 公団・公庫債について

公団・公庫債とは、公団・公庫などの政府関係機関が発行する債券のことである。各公団・公庫などの設立根拠法令において、主務大臣の認可の下に、所要基金を調達するため債券発行を行うことが認められており、公団・公庫債はこれに基づいて発行されている。公団・公庫などの予算については、国会の議決または主務大臣の認可を得ることが必要とされるが、通常その予算において債券の発行限度額が定められている。

公団・公庫債は、さらに政府保証債、縁故債、政府引受債の三つに分けられる。

(a) 政府保証債

政府保証債（政保債）とは、政府が元金及び金利の支払いを保証する債券である。

政府が債券保証を行うことは、法律により原則として禁止されているが、各発行体の設立根拠法の中に政府保証を付けることができる旨の規定を置くことで、政府が保証を行うことが可能となっている。

(b) 縁故債

縁故債は、発行体と縁故関係を持つ者を応募先として発行される債券のことである。応募先によって、金融機関向け、地方公共団体向け等に分類される。

(c) 政府引受債

政府引受債とは、資金運用部資金または簡保資金により、債券の総額が単独一括で引き受けられる債券のことをいう。

2.8 開示義務

債券発行には財務情報の開示義務が伴う。これは債券が相対取引でなく、多くの投資家に投資を募るという性格による。すなわち、財務のプロでない一般の投資家も投資することが前提になっている。投資家が投資する場合には図6に示すように、投資判断とその前提になる情報が必要である。

次に投資家保護の仕組みがどうなっているかを俯瞰してみよう。

3. 投資家保護の仕組み

3.1 債券投資のリスク

債券投資に伴うリスクに伴うリスクは、社債であれば発行企業がデフォルトし、利払い・元本の支払遅延あるいは不能となるリスクである「信用リスク」と、金利変動など市場環境の変化に伴う価額変動リスク、すなわち「市場リスク」に分けられる。債券の利回りは、この2つのリスクを反映することになる。

債券には、発行時に投資家が購入する際のレートである応募者利回りと、債券が転売される際のレートである流通利回りがある。これらの利回りは、債券の残存期間によって決まるリスクフリー金利と、「信用リスクプレミアム」の合計値となる。つまり同じ残存期間の債券なら、信用リスクの低い銘柄ほど、利回りが高くなる。格付けは信用リスクを示しており、格付けによる利回り格差が信用リスクプレミアムということになる。

信用リスクプレミアムは、たとえば好況、不況といった経済環境の違いによって異なる。不況の時は実際に倒産する企業が多くなることや、投資家もそれだけ信用リスクに敏感になるため、利回り格差は拡大する。利回り格差（スプレッド）は、当債券がデフォルトするリスクを、市場がどう評価したかを把握できるため、特に格付けとの関係を測る際に発行市場・流通市場の関係者や、投資家の間でよく使われる。

日本では戦後、公募社債のデフォルトは、ほとんど例がなかったため、かつては社債に銘柄間利回り格差はほとんどつくことがなかった。しかし1996年に日本債券信用銀行の経営が不安定になった際に横並びだった金融債に利回り格差が生じたこと、さらに1997年にヤオハン・ジャパンが倒産し、公募債では初めてデフォルトが起こったことで様相は一変した。最近ではマイカルや、米国のエンロン、アルゼンチンの国債に同様の問題が起きている。信用リスクに対する市場の感応度は飛躍的に上昇し、現在では、銘柄間の利回り格差は、相当程度、開いている。

投資家がリスクに敏感になったことは病院債発行にはマイナス要因である。なぜなら、厚生労働省も示しているように今後、医療機関の倒産は増すことが予想され、医療機関の選別が重要になるからである。

3.2 担保付社債と無担保社債

社債に担保が付されていれば、発行元が元利金の支払い不能に陥った場合には、担保を