

処分することで、社債券者の権利の保全が可能である。現実には公募社債は無担保が主流で、私募債は担保付が主流である。物的な担保ではなく、発行体以外の第三者、たとえば銀行や親会社のような保証がある場合もある。

無担保の場合には、担保がないために、社債が償還できないときには社債券者の権利の保全ができない。したがって、このような債券では社債契約に、「財務上の特約」を付してその条項を発行体が守っているかどうかを監視し、発行体の元利支払い能力を維持させることが重要である。

財務内容などについて一定の事項を遵守する旨を特約している条項のことを「財務上の特約（財務制限条項）」といい、発行会社が社債管理会社（社債券者保護の役割を担う機関）との間で締結する社債管理委託契約や、引受会社との間で締結する引受契約の中で規定されている。財務上の特約は、元利金払いの確実性を担保するとともに、財務内容が悪化した場合には社債券の保全・実現を図るという、無担保社債の社債券者保護に関して重要な役割を果たすものである。発行会社が条項を遵守できない場合は、償還期限を待たずに社債を償還させるか（期限の利益の喪失）、社債に担保を付すことを規定するのが一般的である。

財務上の特約の具体的な例としては、当該社債が他の債券者と平等に担保されない限り発行会社が他の債権者に対して担保提供することを制限する担保提供制限条項、純資産額を一定水準以上に維持することを義務付ける純資産額維持条項、一定期間連続して赤字になった場合には、新たに担保を付さない限り社債の期限の利益を喪失することを定める利益維持条項などがある。

従来、無担保社債については、定型化された財務制限条項の設定が義務付けられていたが、1995年末をもって、その義務付けは適債基準とともに撤廃された（図7）。このため、財務制限条項の内容は当事者間で自由に決めることができるようになり、一方で合意した特約の内容は、「財務上の特約」として開示書類に記載することが新たに義務付けられた。今後は、発行会社の財務活動が過度に妨げられることにならないように配慮しつつ、社債券者の権利を確保しうるような、バランスのとれた内容の財務上の特約が付されることが期待される。

3.3 格付け

債券の格付けとは、債券の元利払いの確実性についての判断を記号化したものであり（図

8)、わかりやすい投資情報として、その重要性は高まっている。格付け表示は、格付け会社によって多少異なるが、一般には、BBB 各以上が投資適格債券、BB 以下が投機的要素の強い債券（いわゆるジャンク債）とされている。格付けの取得状況については、有価証券届出書等の開示書類に記載することが義務付けられている。

図 9 は、非常に安全性の高いトリプル A 格社債の流通利回りと、他の格付けの社債の流通利回りの格差の変化をグラフで示したものである。1996 年秋口以降利回り格差は拡大傾向にあるが、ゼネコン破綻の影響などもあって 1997 年央以降一段と拡大した。最近では、さらにシングル格のリスクプレミアムも拡大している特徴的が見られる。

格付けに応じ、発行・流通利回りに格差がある事は当然である。優良な企業は低コストで資金を調達できる結果、企業の優勝劣敗は促進され、経済全体として最適な資金配分・資源配分を実現することができると考えられる。

問題は、ダブル B 格、シングル B 格など、信用力が低くなると利回りが極端に跳ね上がることである。図 10 は在残 4 年の社債についての格付け別の流通利回りだが、ダブル B 格企業の平均で 6.761%となっている。現在の金利環境の下でこの利回りでは、ダブル B 格以下の発行者が社債市場から資金を調達するメリットはほとんどないと言ってよい。店頭公開会社クラスの企業でも社債を格付けすればダブル B 格—シングル B 格となるケースが多い。法人全体からみればごく一握りのそうした企業が社債市場から事実上締め出されている現状は、やや行き過ぎであると言える。図 11 に格付け別の社債発行推移額を示した。

格付けには、格付け会社が債券の発行会社の依頼を受けて付与する「依頼格付け」と、発行会社の依頼なしに付与する「勝手格付け」の 2 つがある。「依頼格付け」の場合、格付け会社は発行会社の経営陣にインタビューを行うなど、有価証券報告書などの公開情報以外の情報も勘案しながら格付けを行うが、「勝手格付け」の場合は、公開情報のみに基づいて格付けを行う。格付け情報の重要性が高まっている昨今では、新規発行債券について格付けを取得することが債券発行市場において一般化しているため、通常、発行会社が新規に債券の発行を予定している場合には、あらかじめ格付け会社にその債券の格付けを依頼している。

現在日本では、(株)日本格付投資情報センター(1998年4月の(株)日本公社債研究所と(株)日本インベスターズサービスの合併により誕生)、(株)日本格付研究所、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)などが格付け会社として格付けを行っている。

債券の格付けは個々の銘柄について付されるものであり、発行会社自身を格付けするものではない。したがって、同一の発行会社が発行した債券であっても、担保の有無、財務上の特約内容などによって格付けが異なることもありえる。また、格付け会社は、一般に、業界環境、経営力、事業開発力、収益・財務状況、財務面での耐久力、特約条項、などをポイントに発行会社を調査したうえで格付けするが、格付け会社によって評価基準が異なっている。このため、複数の格付け会社から格付けを取得し、投資家に対して多様な見方を呈示することも意義がある。

多種多様な金融商品を組み入れたポートフォリオを待つ機関投資家にとって、格付けはポートフォリオの安全性を保ち、利回りの維持・向上を図る上で有用な道具である。機関投資家は、経済全般の方向性や証券・金融市場の動向、あるいは個別企業の業績などさまざまな情報を持っている。しかし規模の大きいポートフォリオは一般的には、それだけ組み入れられている銘柄数も多く、十分な時間を使って、量の少ない銘柄1つ1つについてまで審査を行なっていない。為替や金利情勢に応じて機敏な対応をとることができない。結果的に買い時・売り時を失う可能性がある。格付けによって、ポートフォリオの運用担当者は、よりマーケットの動向に重点を置いた分析・投資戦略の企画に力を注ぐことができるようになる。

もっとも機関投資家の多くは、債券ではダブル A 以上、あるいはシングル A 以上を投資基準にしており、このため公募普通社債は A 格以上でなければ発行は難しい状況にある。医療機関の現状で、ここまでの格付け取得は難しく、ここが、日本での病院債発行のためにクリアしなければならない問題点のひとつである。

3.4 社債権者の保護

会社の債券が社債であるから、現行の格付けにおいては国債に比すると格付けは低くなる。社債契約において規定されていない事象が生じた場合にはいかに対処すべきであろうか。わが国における「契約による調整の限界」の問題に関する解決策（社債権者保護）を考えるうえでは、取締役の第三者に対する責任を追及し得るか否かがポイントとなる。すなわち、取締役が職務を行うにつき悪意または重大な過失がある場合には、取締役は会社以外の第三者に対しても損害賠償責任を負うと定めている。ここでいう「第三者」には社債権者が含まれ、社債権者が同条に基づき取締役の責任を追及し得る可能性がある。

病院が社債を発行するケースで想定されるものは、株式会社論との関係で論じられる場

合が多いと思われるが、逆にこのような責任が生じることを忘れてはいけない。

4. 民間債による資金調達の可能性

民間債として、病院の資金調達をまかなうには、多くの困難が伴う。もっとも大きい問題は債券の発行に伴う費用である。調達額が100億円規模でなければ効率が悪い。

また、債券の購入者があまり期待できないという問題もある。現行では医療機関の収益は社会制度の影響を大きく受ける。これは制度が安定しているときにはプラスに働く要素であるが、現在のように不透明感があるときには、完全にリスクになってしまう。また債券の発行量が少なくなるために、流動性も乏しいと予想される。すなわち、医療機関が発行する債券は、投資家にとっては魅力ではない。

ここを回避する方法としては、保証機関による債務保証という手段がある。しかし、民間の保証機関がこれを行うには、効率上一定数の医療機関数が必要であるといった問題が伴う。政府がこれを行う場合は5.2で述べる。

5. 公債による資金調達の可能性

上記のように、民間債での資金調達にはかなりの困難が伴う。したがって、公債で病院の資金調達をまかなうには、民間債のマイナス要因を、公債が補いうる必要がある。

5.1 地方債による資金調達の可能性

地方債での資金調達を行うには、2つ方法がある。すなわち、地方自治体が地方債として調達した資金の中から、病院に資金を振り分ける方法、もうひとつは、地方自治体が病院債を発行する場合である。

前者は、資金利用使徒が不明確となあ欠点があるし、実際に繰り入れという形で行われていると考えてもよい。その意味で後者が期待されるが、後者は米国で行われている方法であり、本報告書の第2、4章で触れられている。

5.2 政府保証債券による資金調達の可能性

この場合、政府保証といっても、保証者は政府自体である必要はない。たとえば、医療福祉・年金事業団や医療機能評価機構のような財団が保証をする方法もありえる。上記してきたように、現実的にさまざまな問題がある民間発行の病院債を引き受け可能なものに

するには、何らかの保証が必要である。ただしこの場合には、保証をするための基準が必要になる。すなわち上記したような投資家保護ではないが、何らかの基準を持って保証しなければならない。

この手段が適用になりえるのは民間医療機関になろう。したがって、ここで問題になるのは、現行医療法人の持分である。ほとんどの私的医療機関に持分がある状況で、公的な保証を民間の所有に対して行うべきかどうか、という問題に他ならない。ここには思想的な議論と経済的な議論とが必要である。

思想的な議論は、PFI などの民間ノウハウ活用の流れを受けるかどうかにもかかわっている。現実的には、ここでいう保証とは、公的な資金提供を伴うものではない。したがって補助金や減税などに比すれば行いやすいという論議もあろう。

もうひとつは経済的な議論である。すなわち、手数料をどう設定するか、という議論である。手数料を安く設定すれば、実際には資金提供を行ったのと同じになる。民間と同じ程度の手料を徴収することが望ましかろう。

6. その他の方法

6.1 CP 発行について

最後に、短期資産のみの調達に限られるが、コマーシャル・ペーパー（CP）による資金調達について触れたい。

短期金融は、金融機関相互の資金過不足を補うインターバンク市場と、事業法人や公共法人も自由に参加できるオープン市場に分けられる。CP は、優良企業が、無担保の短期資金調達を行う手段である。1998 年 4 月以降は、事業法人が金融機関や証券会社を通すことなく直接発行できるようになった。

CP については、原則として発行額に見合うバックアップライン保証（CP 市場が機能しなくなったときの保証で、CP 発行体の倒産時の保証ではない）、または金融機関の保証を必要とするが、格付け機関が、この設定を不要と判断する場合には保証の設定が不要である。

CP は債券に比してリスクが少ないために、長期債の格付けは取得しなくても CP の格付けを取得しておく企業もある。しかしながら、CP による資金調達も額が大きくなるとはならず、間接費用が大きくなるので、医療機関が短期に必要な金額のサイズを考えると、有効な方法ではない。

6.2 資産担保証券

資産担保証券は最近注目されている資金調達的手法である。考え方としては資金調達者が保有する資産（有形、無形を問わない）、たとえばローン債券、リース債券、売り掛け債券、不動産などを自己の資産から切り離し、その資産が生み出すキャッシュフローを原資とした元利金の支払いを行う証券である。

医療機関への適用例としては、診療報酬債券化、REIT（不動産投資信託）が考えられる。診療報酬債券化については参考文献の9に詳しいが、本報告書でも第4章で詳述している。したがってここでは、証券化による調達額（図12）、証券化のメリット（図13）、証券化の概念図（図14）、証券化によるリスクのコントロール（図15）を示すにとどめる。

ただ、現時点で上場している不動産投信3銘柄（図16）は、時価総額で2600億円（東証一部株式の0.08%）にとどまっている。米国では約200の銘柄が上場しているのに比して、日本では高利回りも投資家の魅力になっていない。

6.3 私募債

私募債（図17）という手段は、証券取引法の規制を特に受けないので上記の民間債でみられた問題は少ない。したがって、資金調達方法としては有力であるが、個別性が強いのでここでは詳細を省く。

注意してほしいのは、債券の購入者を誰にするか、ということである。すなわち、1) 投資家を入れるのか、2) 病院を利用することによって利益を受けるものに限定するのか、3) 病院の関係者に限定するのか、などの点である。

2) は現実的には、健康診断や自由診療を行っている医療機関においては、会員制という形で行われている。生協などもこの例である。3) はたとえば、医師会などの団体が債券を発行している場合である。詳しくは参考文献を参照されたい。

7. 国内での中小企業育成策

上述してきたことから推測されるように、医療機関の資金調達スキームには、何らかの公的な支援が必要である。また、中小企業の定義は「原則資本金1億円以下または従業員300名以下の組織（企業や組合）であり、医療機関の多くが中小企業に当たる。そこで最後に、国や地方による政策的な中小企業支援を俯瞰してみたい。

代表的なものでいえば

- ・ 中小企業等経営革新等支援貸付（経営革新支援法の認定が必要）
- ・ 革新技術導入促進貸付（創造活動促進法の認定が必要）
- ・ 新事業育成貸付（創造活動促進法の認定が必要）

などがある。すべて法律に基づく認定企業の必要があり、認定は県が行っている。

たとえば、中小企業等経営革新支援法では、その第1条において、「この法律は、経済的環境の変化に即応して中小企業が行う経営革新を支援するための措置を講じ、あわせて経済的環境の著しい変化により著しく影響を受けている中小企業の将来の経営革新に寄与する経営基盤の強化を支援するための措置を講ずることにより、中小企業の創意ある向上発展を図り、もって国民経済の健全な発展に資することを目的とする」とされている。

このため、同法は、事業者が策定する経営革新計画を支援するために、以下のような特徴を持った制度となっている。

- λ 全業種での経営革新を幅広く支援する。
- λ 今日的な経営課題にチャレンジする中小企業の経営革新（新たな取り組みによる経営の向上）を全業種にわたって幅広く支援する。
- λ 柔軟な連携体制で実施する。経営資源・得意分野に限りのある中小企業の経営革新には、他者との柔軟な連携関係を最大限活用することが不可欠。このため、中小企業単独のみならず、異業種交流グループ、組合等との多様な形態による取組みを支援する。
- λ 事業者が経営の向上に関する目標を設定することにより、経営目標を達成するための経営努力が促される制度である。支援する行政側でも、計画実施中に、対応策へのアドバイス等を行い、フォローアップを実施する。

また「中小企業創造活動促進法」は、正式には「中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法」（平成7年法律第47号）といい、創造的事業活動を行う中小企業を支援するための法律である。

「創造的事業活動」とは、創業や研究開発・事業化を通じて、新製品・新サービス等を生み出そうとする取り組みのことをいう。中小企業庁では、都道府県との連携の下に、このような中小企業による創造的事業活動を支援するため、1995年4月に中小企業創造活動促進法を施行し、これを柱に、税制、金融をはじめとした幅広い施策を準備している。

この法律は1996年4月に一部改正が行われ、ベンチャー財団を通じた直接金融の促進のために再保険制度の創設等を行い、さらに、1997年5月にも一部が改正され、創造的事業

活動を行う中小企業の方に対する株式投資による資金供給の一層の円滑化等のために、いわゆるエンジェル税制を創設するなどの施策の充実を図っている。支援対象は担当官庁によれば、

- ・ 新商品や新サービスの研究開発・事業化を行う方
- ・ 創業期にある方
- ・ 研究開発に熱心に取り組んでいる方

であり、具体的には以下の10点があげられている。

① エンジェル税制を通じた資金供給の円滑化

個人投資家（エンジェル）が創造的中小企業に株式投資を行った結果生じた損失については、一定の要件の下、3年間にわたって繰越控除の特例等（エンジェル税制）が適用され、創造的中小企業への資金供給が一層円滑化される。

② ベンチャー財団を通じた直接金融支援の促進（新規）

都道府県の財団等（「ベンチャー財団」）を通じて行う直接金融支援制度のうち、創造的中小企業（計画の認定がなくても対象となる場合がある）が発行する社債の引受けを再保険制度により促進する。

③ リース等による設備投資の円滑化

中小創造法の認定中小企業について、機械類信用保険のてん補率を引き上げ（50%→70%）、リース等による円滑な設備導入を可能とする。

④ 債務保証制度の拡充

計画の実施に要する資金の借入れに際し、信用保証協会が行う債務保証について、債務保証限度額の拡充、無担保枠の拡充等を行う。

債務保証限度額 2億円→ 3億円

うち無担保枠 5千万円→ 7千万円

うち無担保・無保証人枠 2千万円

⑤ 地域活性化創造技術研究開発費補助金

認定計画に基づき研究開発を行う者には、研究開発に要する経費の一部を補助する地域活性化創造技術研究開発費補助金の適用が受けられる。本補助金では多年度にわたる研究開発も対象にしている。

補助率：2/3、定額

補助単価：1件当たり 500～3,000 万円で都道府県が定める金額。

⑥ 設備投資減税

1台または1基の価額が250万円以上（リースの場合は総額が340万円以上）のものについて、初年度取得価格の7%税額控除又は30%の特別償却（リースの場合はリース費用総額の60%相当額について7%の税額控除）を受けることができる。

⑦ 設備近代化資金制度の充実

中小企業の設備の近代化を図るため、設備の購入に必要な資金の1/2について無利子の貸付等を行う設備近代化資金制度において、認定計画を実施する方が借り入れた資金等の償還期間を5年から7年に延長する。

対象者：主として従業員100人以下の中小企業者

限度額：4,000万円以下

利子等：無利子

⑧ 低利融資制度の充実

認定計画を実施する者に対して、中小企業金融公庫、国民金融公庫、商工組合中央金庫等では各種の低利融資制度を準備している。

⑨ 中小企業投資育成株式会社の投資制度の充実

資本金1億円以下の株式会社に対する投資等を行う中小企業投資育成株式会社の事業について、資本金が1億円を超える場合も投資の対象としている。

⑩ その他

欠損金の繰越期間の延長：認定計画を実施する中小企業者のうち、創業5年未満の法人の欠損金については7年まで繰り越すことができる。

試験研究関連税制の拡充等認定計画を実施する組合等及びその構成員は、税額控除、特別償却、圧縮記帳の適用を受けることができる。

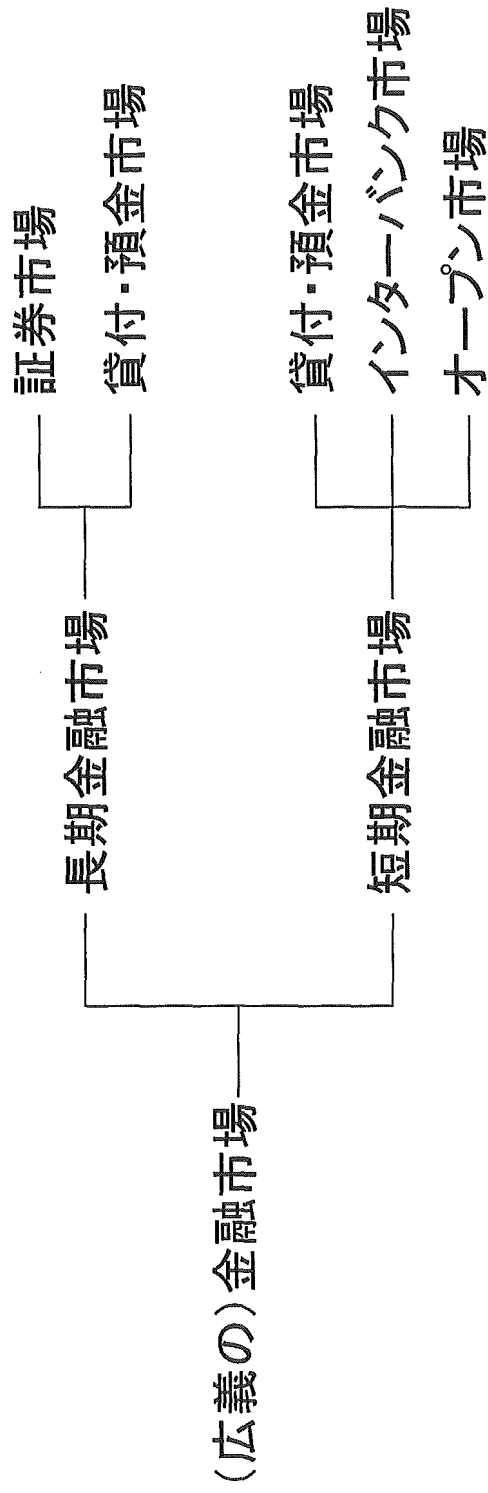
地方税の減免措置組合等が認定計画を実施する場合には、研究開発等事業の用に供する土地について、特別土地保有税の非課税措置、施設については事業所税の減免措置の適用が受けられる。

このような、支援策は特に創造的活動を行う中小企業に限ったものではない。社会インフラである医療機関に適用することも可能であろう。

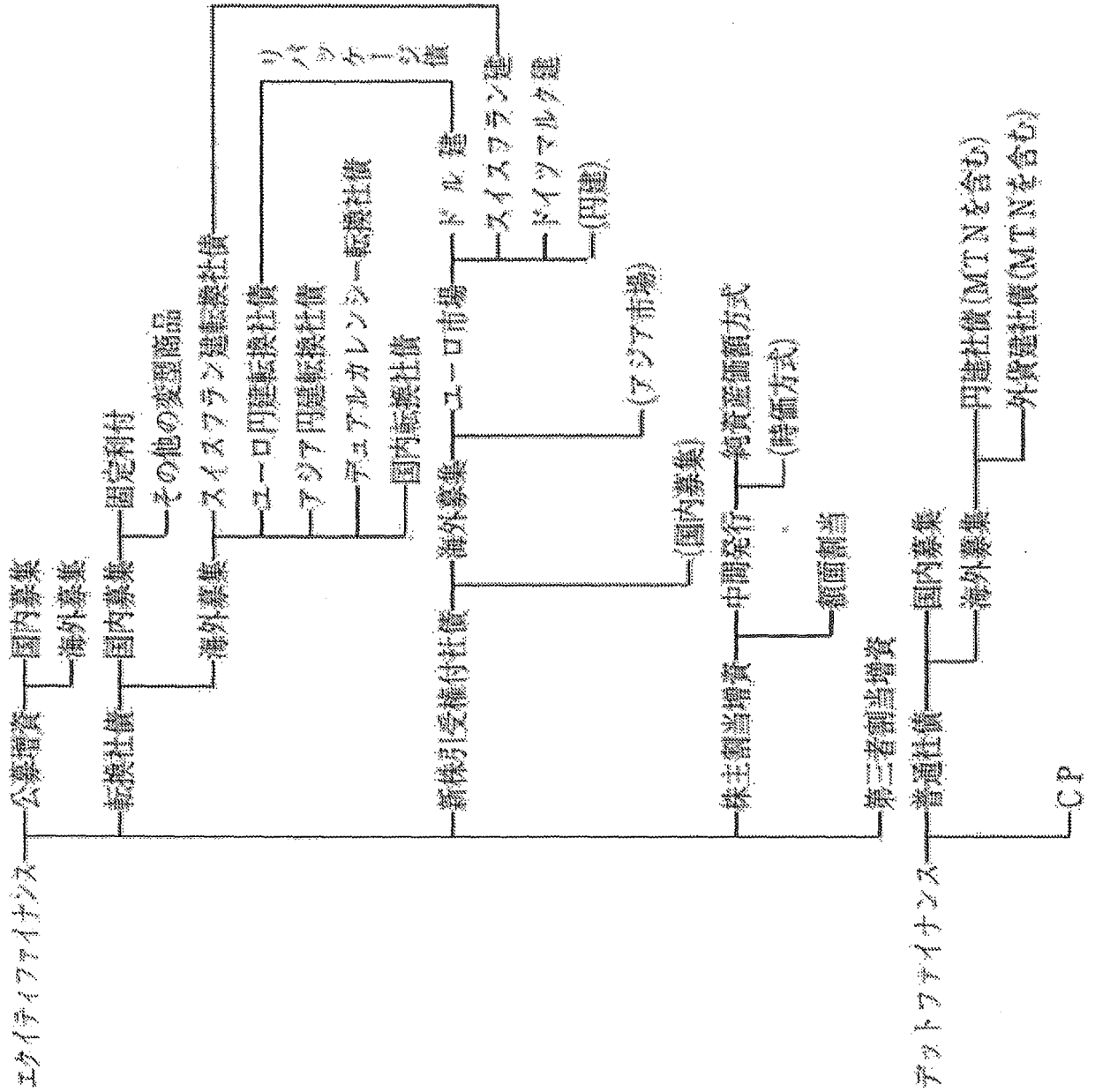
参考文献

1. 大和証券 SB キャピタルマーケット編 エクイティファイナンスの実際 日本経済新聞社（東京） 1997年
2. 日本銀行金融研究所/ 金融研究/「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書 2001年
3. 日本格付投資情報センター 格付けの知識 日経ビジネス文庫（東京） 1998年
4. 日本興業銀行証券部 公社債の知識 日経ビジネス文庫（東京） 1998年
5. 堀之内朗 債券取引の知識 日経ビジネス文庫（東京） 1996年
6. 大橋和彦 証券化の知識 日経ビジネス文庫（東京） 2001年
7. 真野俊樹 現実的病院経営株式会社参入論 社会保険旬報 2002年4月1日号 2130: 16-19
8. 河口洋行 IHEP Letter 2001 N087 (5) 10-13
9. 明治生命ファイナンシャルランス研究所 平成 11 年医療施設経営安定化推進事業 平成 12 年 3 月
10. 松原由美 わが国の病院による新たな資金調達の可能性 病院 2001 (60) 212-218
11. <http://ksdl.cal.co.jp/>
12. <http://web.infoweb.ne.jp/venture-net/seido/siryos01.html>
13. http://www.chusho.meti.go.jp/sesaku_info/keiei_kakusin/tebiki_01.html
14. <http://www.chusho.meti.go.jp/>

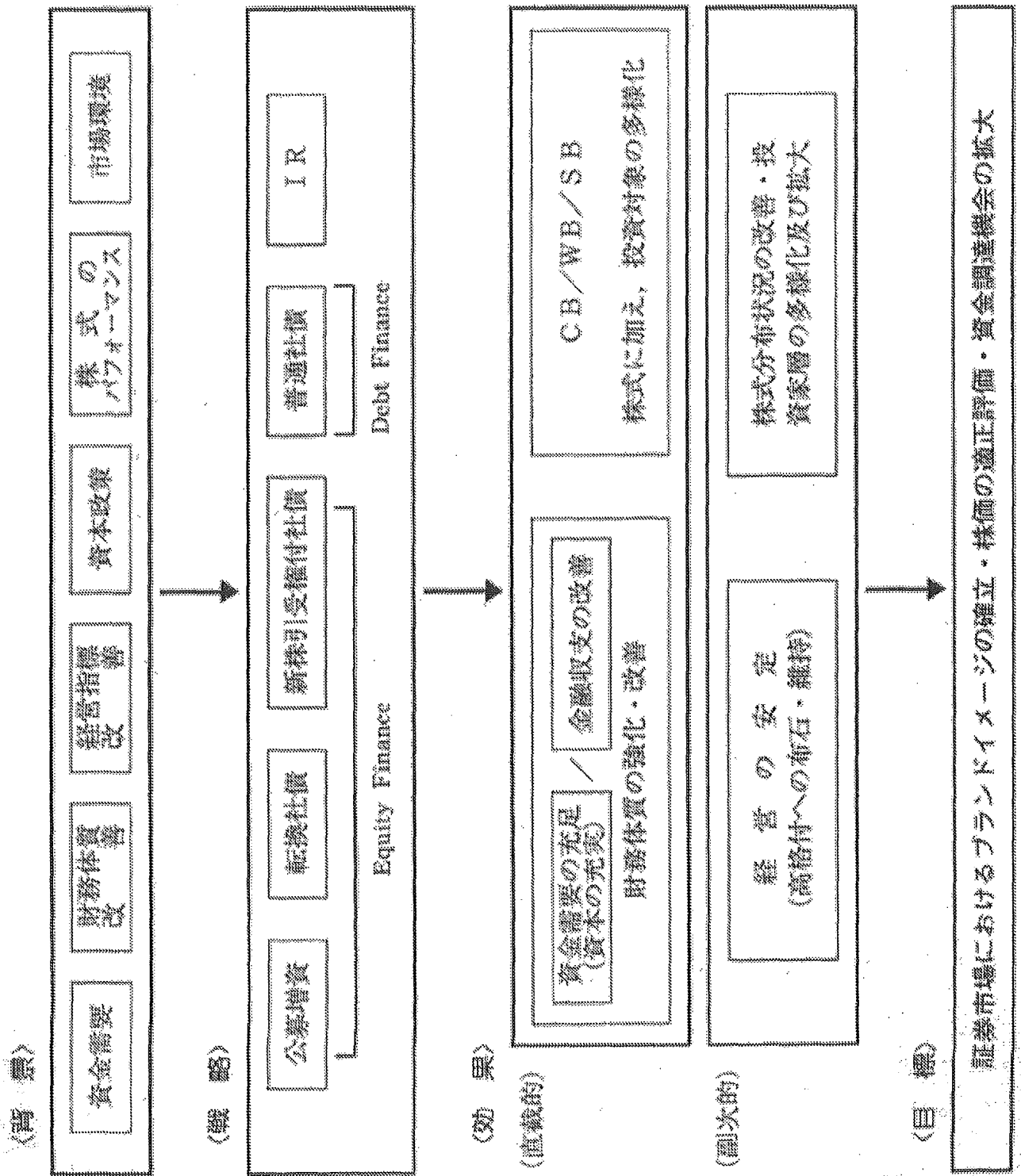
金融市場の概要

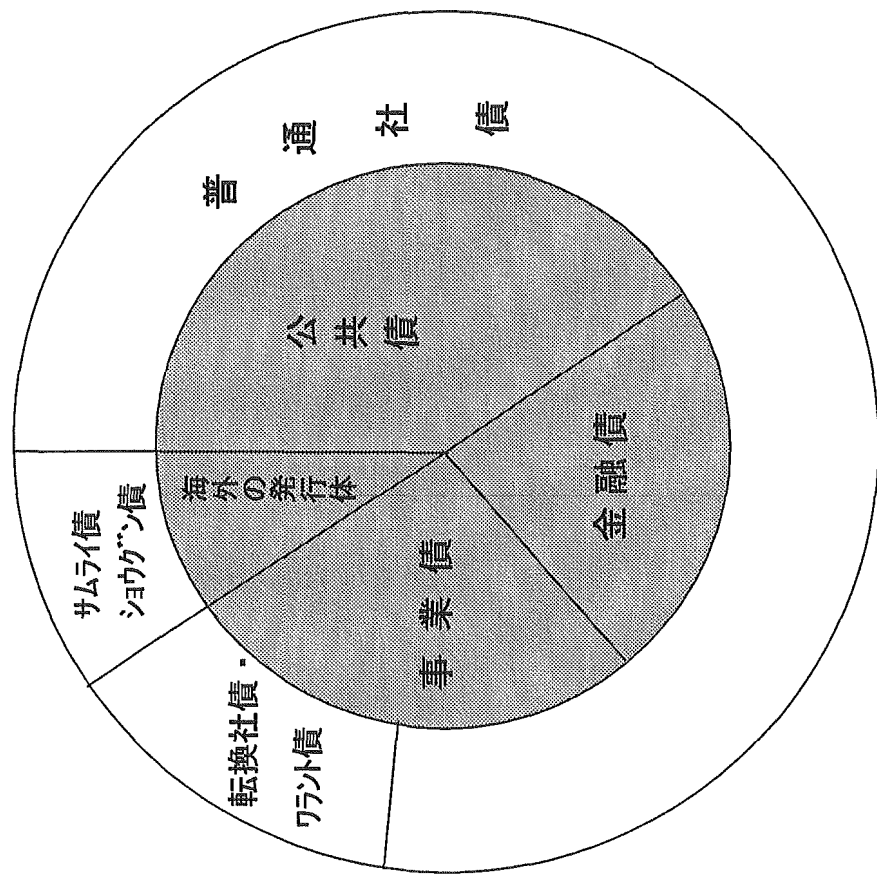


証券市場における調達形態一覧



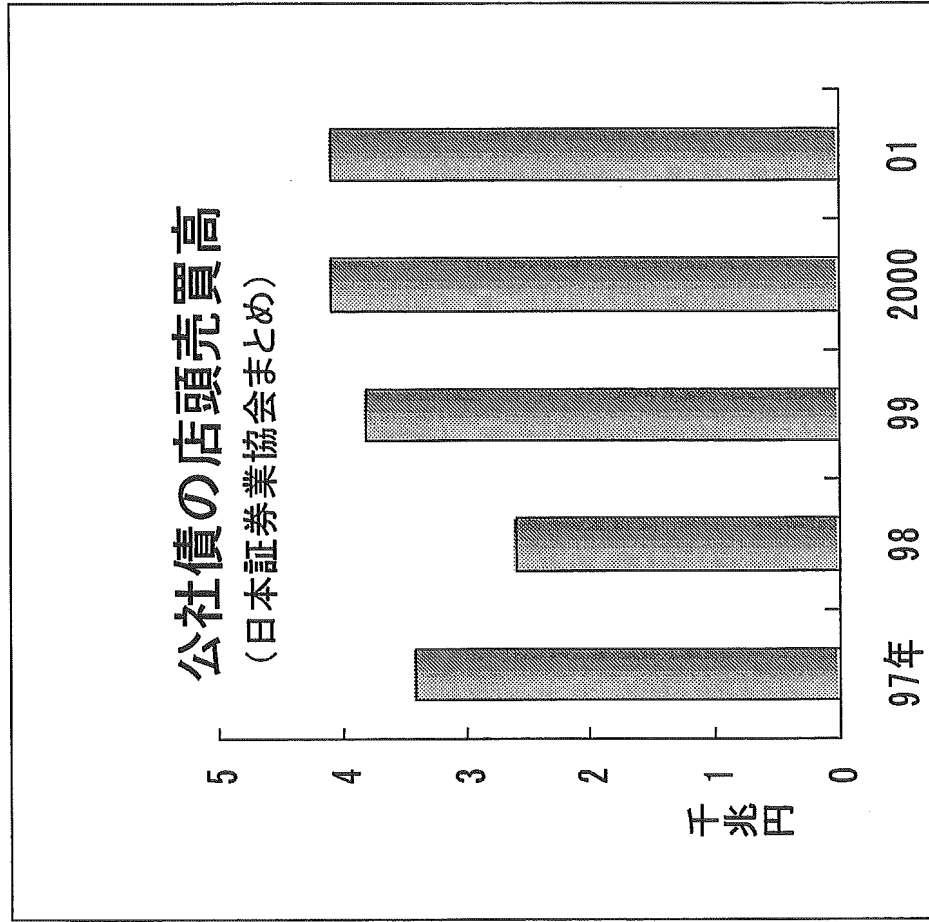
ファイナンスの基本構図





- ・普通社債にはクーポン固定の固定利付債、クーポン変動型の変動利付債、クーポン無しの割引債(ゼロクーポン債)があります。
- ・転換社債はある決められた株価で株式に交換できる社債でワラント債(新株引受権付社債)は、ある決められた株価で株式を購入できる権利の付いた社債です。

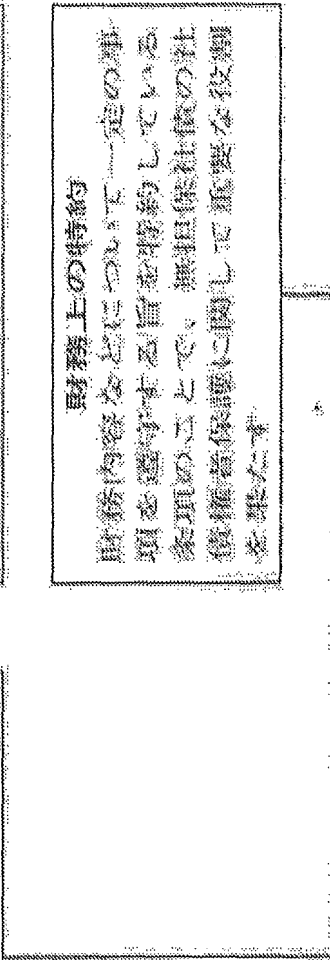
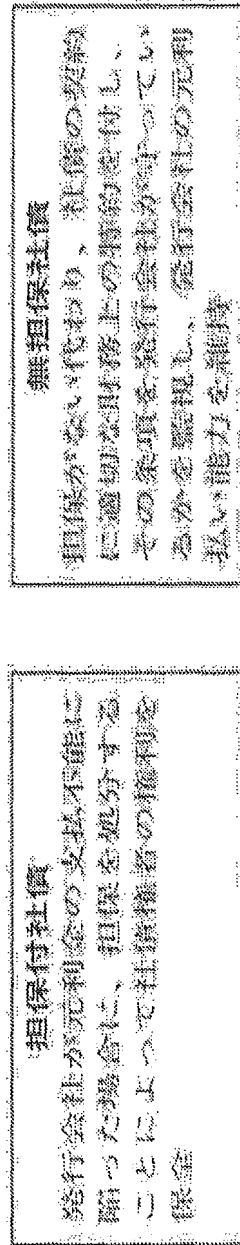
(注) 各パラグラフの大きさはそれぞれの種類の債権の発行実績をモデル化したもので、必ずしも実際の発行実績を正確に表わしていません。



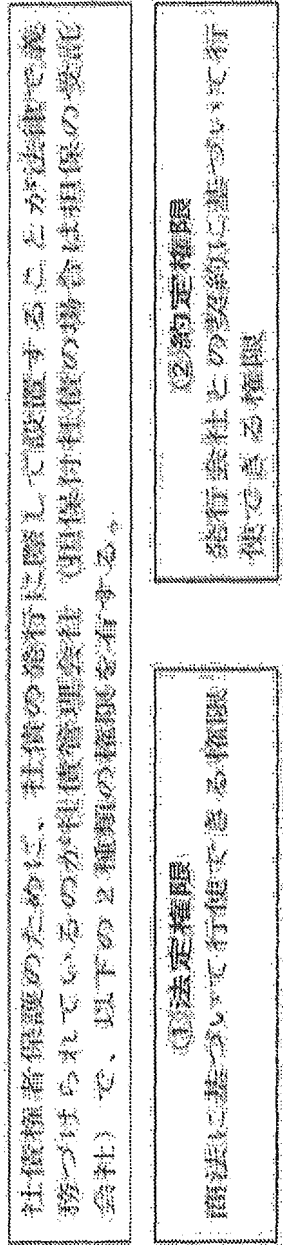
・ 投資家が合理的な投資判断を行うのに必要な情報



2. 担保付社債と無担保社債



3. 社債管理会社 (担保の受託会社)



177

●国内債

		平成2年11月 (貸付基準上、借付基準に統一)	平成5年4月	平成6年7月	平成8年1月
適債基準	S B	B B B以上	同左	同左	撤廃
	W B	B B B以上かつ純当4円 (または3期3円以上)			
	C B	B B以上(繰数)かつ配当 5円以上。税引経常7円 以上			
無担保基準	S B	A以上	B B B以上	同左	
	W B				
	C B	B B B以上 (B B Bかつ純資産200億 円未満は特定物件の留保 が必要)	同左 (B B Bかつ純資産100億 円未満は特定物件の留保 が必要)	同左 (同)	
		財務制限条項有り	同左	同左	
					*親保証基準新設

●外債

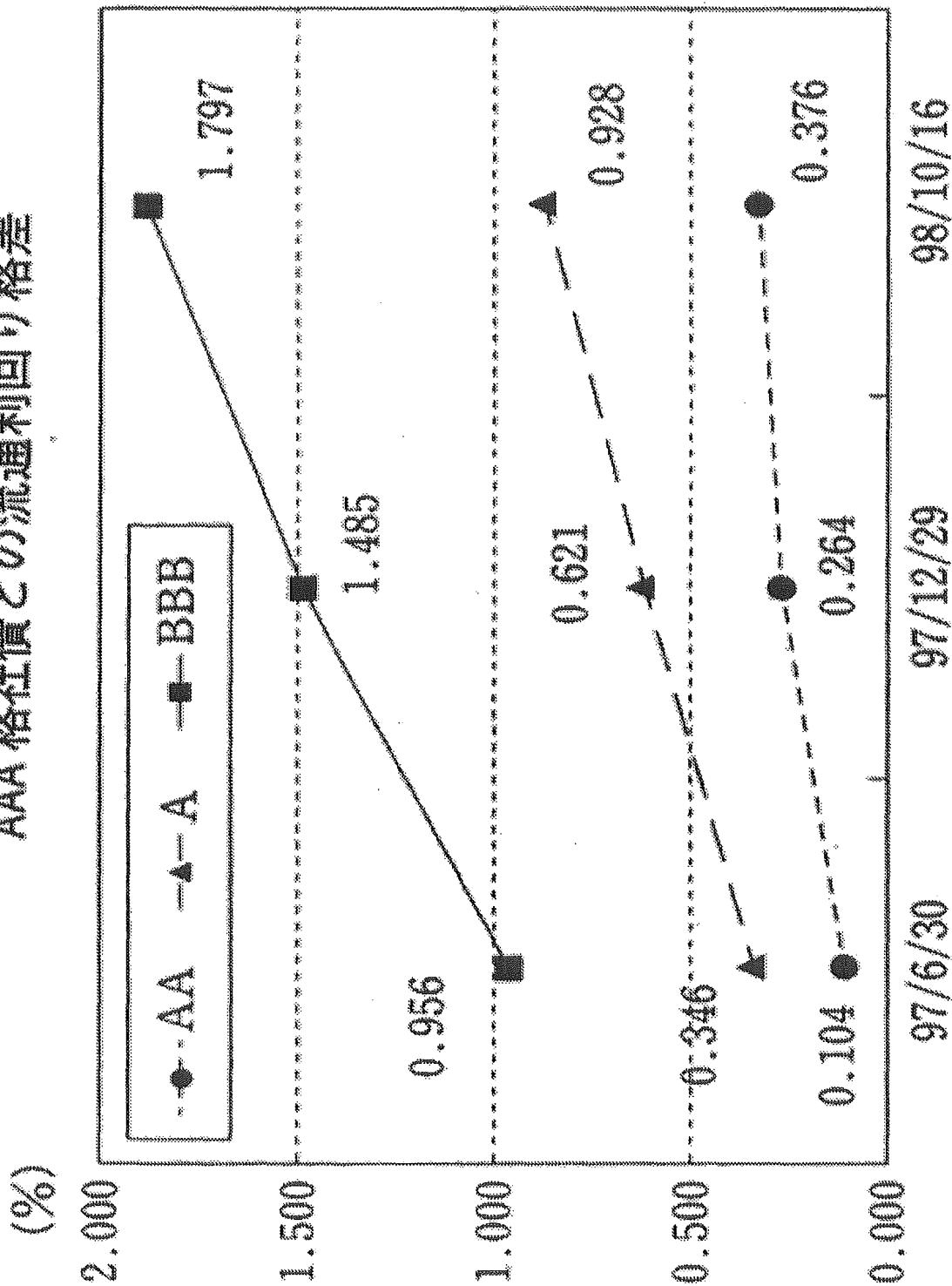
		平成4年8月	平成5年7月	平成8年1月
保証付	S B	保証後A以上かつ保証前B B以上 (または純資産30億円以上)	同左	撤廃
	W B	保証後A以上かつ保証前B B以 上(または純資産60億円以上)		
		*親保証基準有り		
無保証	S B	A以上	B B B以上 (B B Bは親保証提供債務が 純資産の25%以下)	
	W B			
	C B	B B B以上	同左	
				*従前数値基準充足でも可

格付け

	長期格付け(左から右に向かって格付けが低くなる)	付加記号
ムーディーズ*	Aaa → Aa → A → Baa → Ba → B → Caa → Ca → C	Aa ~ Caa の間に1(上位)、2(中位)、3(下位)がある
S&P	AAA → AA → A → BBB → BB → B → CCC → CC → C	AA ~ CCC間に範疇内の相対的強さを示す+, -がある
R&I	AAA → AA → A → BBB → BB → B → CCC → CC → C	AA ~ CCC間で+(上位格に近い)、-(下位格に近い)

(注)ムーディーズ:ムーディーズ・インベスターズ・サービス、S&P:スタンダード・アンド・プアーズ、R&I:格付投資情報センター。各社ン格付けの序列を矢印で示しただけで、各社の縦の列が同じ格付け内容を示しているというわけではない。(出所)各社ホームページより作成

AAA 格社債との流通利回り格差



(注) 残存年数3年、格付けはR&I格付け、日本証券業協会調べ

社債格付け別流通利回り
 (平成10年10月16日現在、残存4年)

AAA	(46)	1.117%
AA	(47)	1.466%
A	(95)	1.989%
BBB	(28)	3.015%
BB	(6)	6.761%
B	(1)	31.665%

(注) 格付けはR&I格付け、日本証券業協会調べ、格付けの後の
 () 内数字は銘柄数