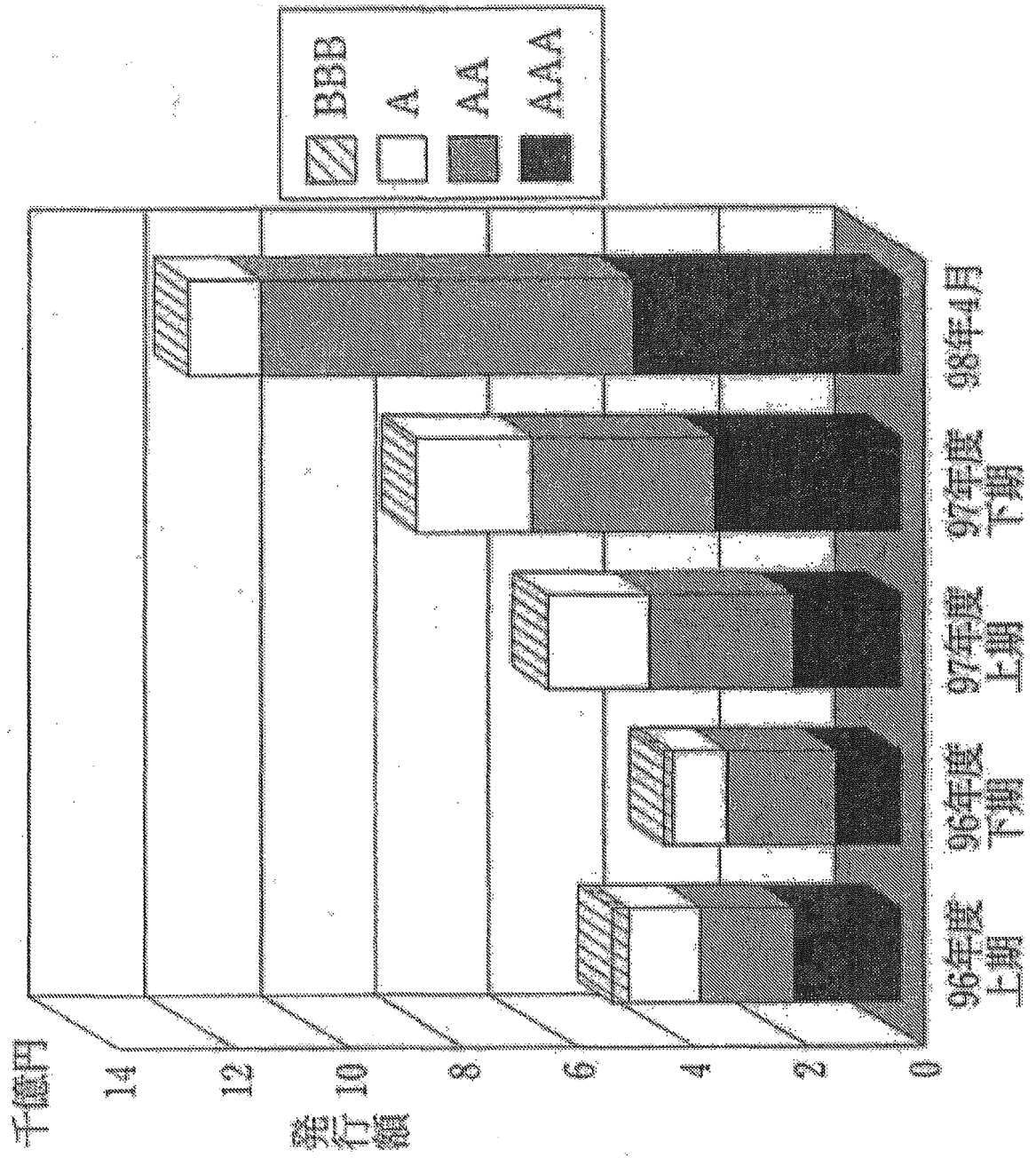
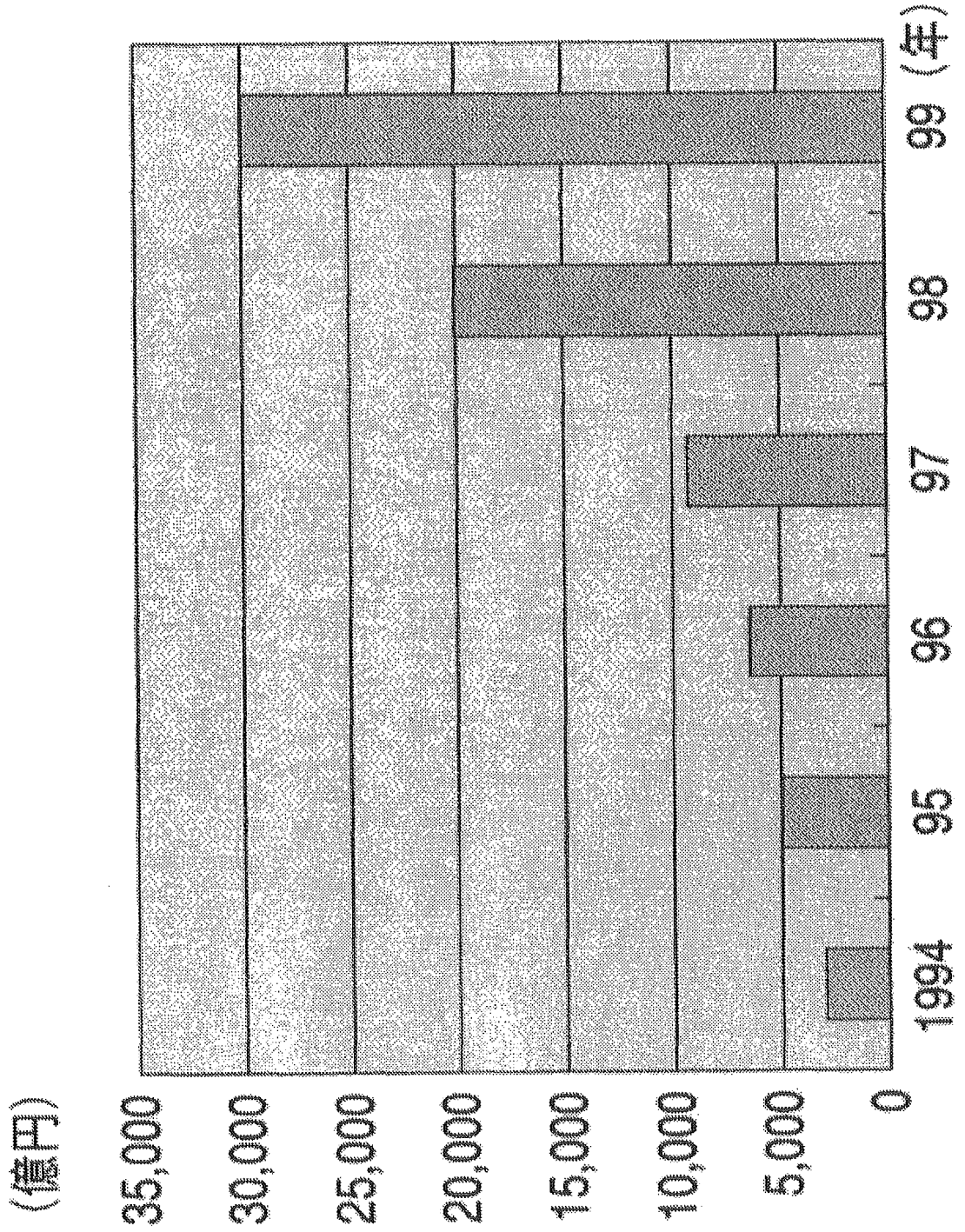


格付け別社債発行額推移 (月平均)



### 特定債権法に基づく日本の証券化による資金調達残高の推移



証券化のメリット

売り手側

資金調達コスト削減

リスク移転

オフバランス化

手元資金増加

資産売却を  
容易にする

買い手側

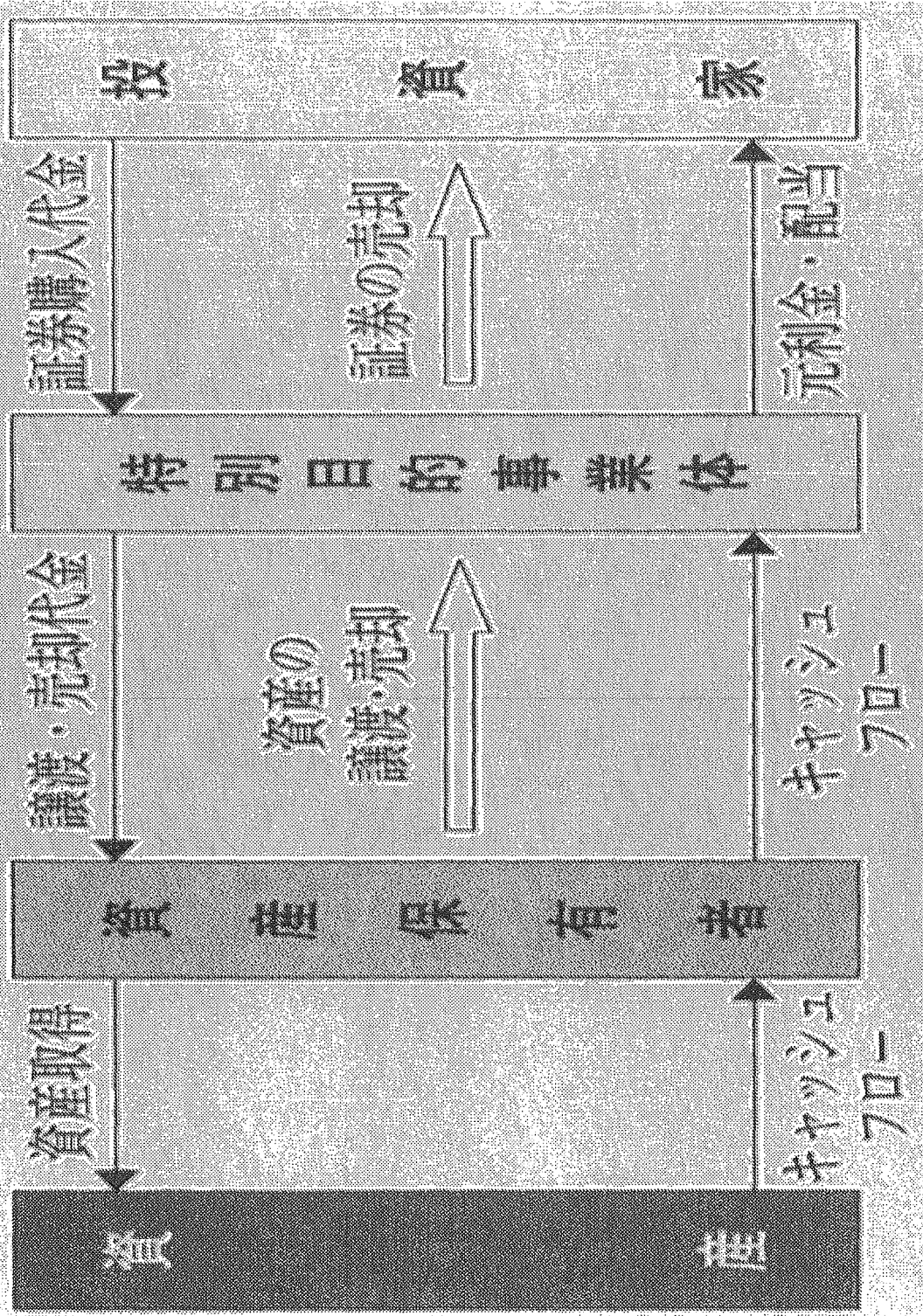
取引する

リスクの明確化

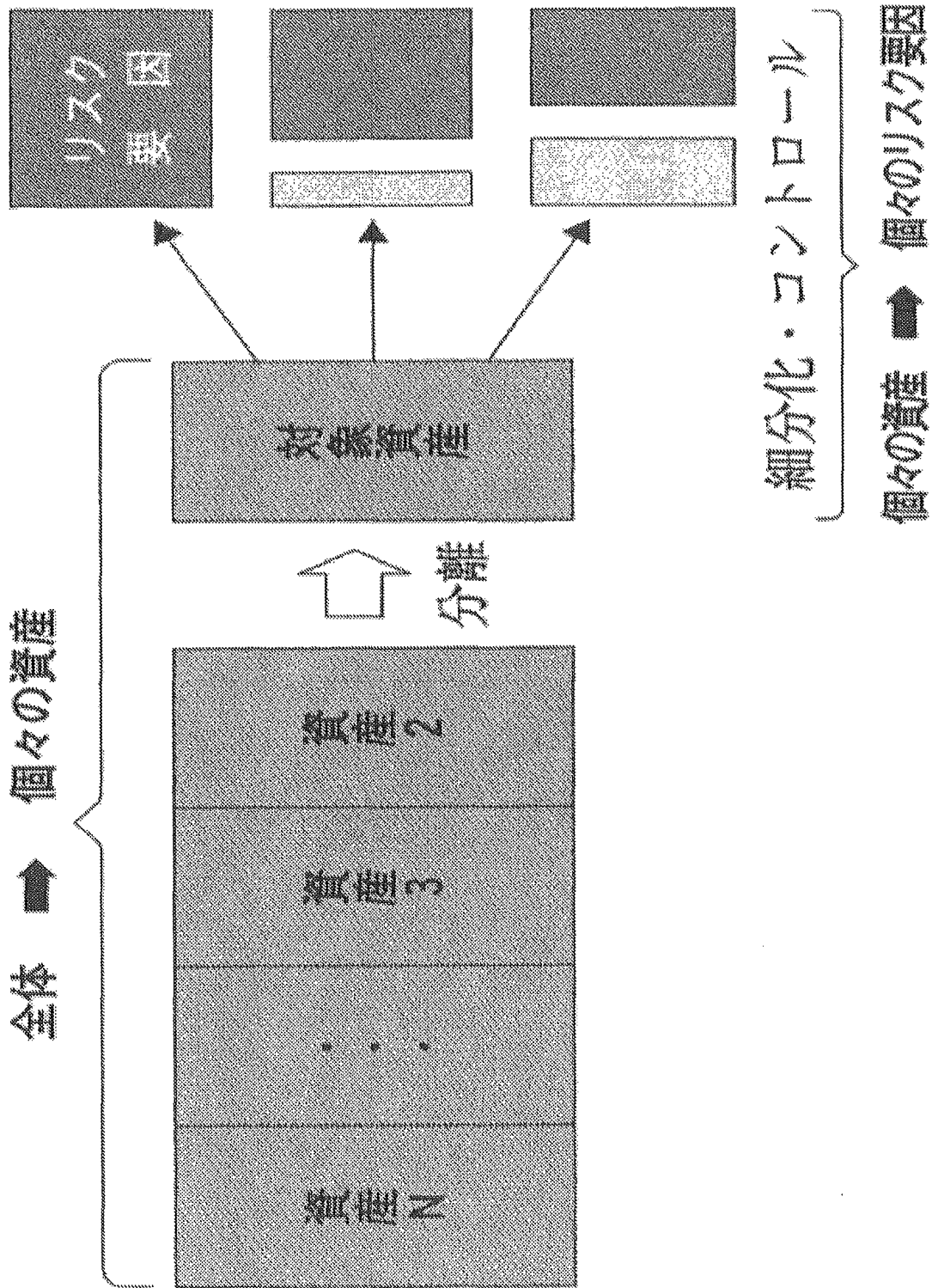
新たな投資機会

投資目標に応じ  
た特性を持つ証  
券への投資

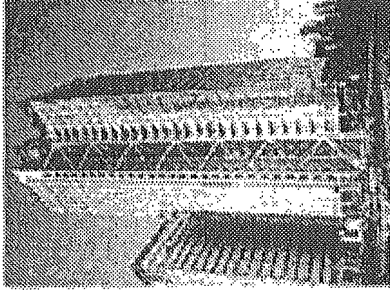
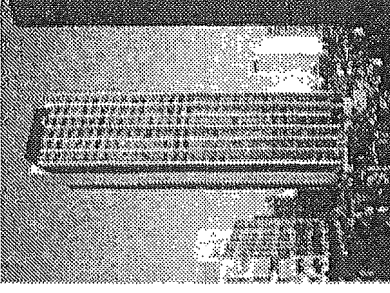
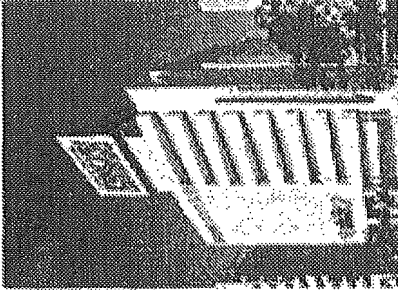
# 資産の証券化の概念図



# 証券化によるリスクの細分化とコントロール

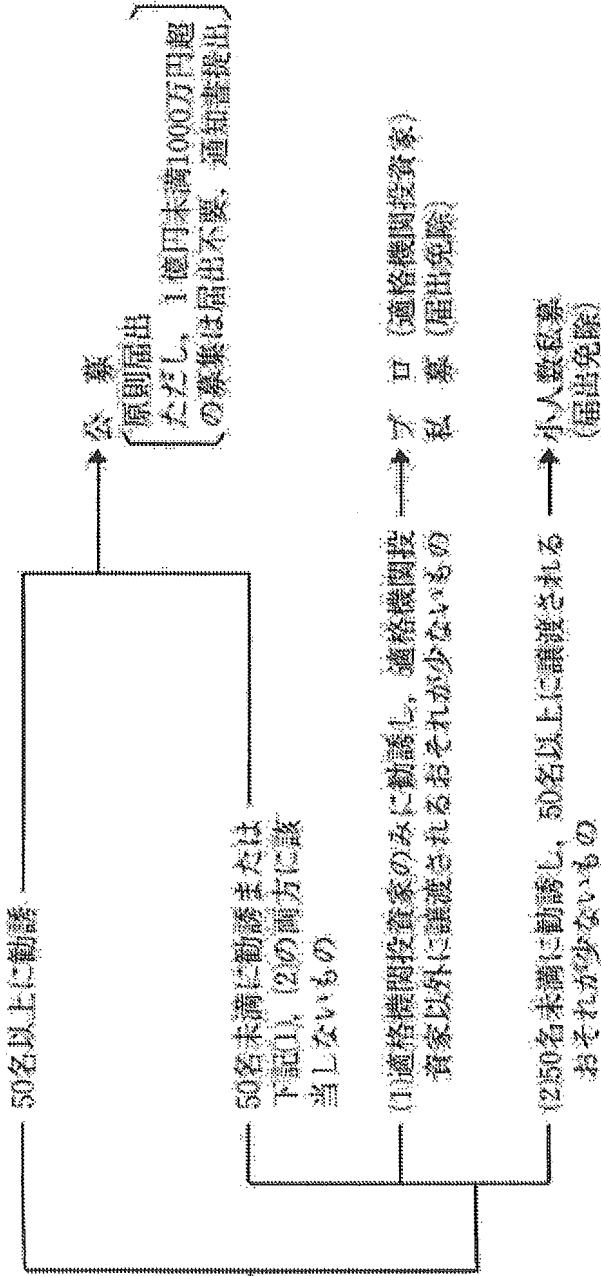


### 上場不動産投信3社の概要

投資法人名	日本ビルファンド	ジャパンリアルエステイト	日本リートールファンド
スポンサー 企業	三井不動産、住友生命保険 など	三菱地所、東京海上火災 保険、第一生命保険	三菱商事、UBS AG
主な投資対象	東京都心部、東京周辺都市部、 地方都市部に立地するオフィス ビルが対象	政令指定都市をはじめとする 全国の主要都市に立地するオ フィスビルが対象	都市型商業ビル、郊外型ショッ ピングセンター、ロードサイド 型店舗などの商業施設が対象
			
資産規模	約2260億円	約1450億円	約420億円
決算日	6月末、12月末	3月末、9月末	2月末、8月末
上場日	2001年9月10日	2001年9月10日	2002年3月12日
公募価格	62万5000円	52万5000円	47万円
市場価格	52万1000円	55万1000円	44万円
予想配当利回り	5.91%	4.86%	6.18%

(注)市場価格は3月15日の終値。予想配当利回りは3月15日の終値の市場価格をもとに算出

新規発行時の公募・私募の区分



【原則届出  
ただし、1億円未満1000万円超  
の募集は届出不要、通知書提出】

(注) 関係法令

- 証券取引法第2条第3項
- 証券取引法第4条第1項、第5項
- 証券取引法施行令第1条の4、第1条の6
- 証券取引法第2条に規定する定義に関する省令第4条第1項
- 50名以上に譲渡されるおそれが少ないもの  
 (証券取引法施行令第1条の7第1項、証券取引法第2条に規定する定義に関する省令第7条)
 

株	券	——	未公開株								
社	債	——	譲渡制限付								
転	換	社	債	——	未公開株への転換権						
新	株	引	交	換	付	社	債	——	未公開株の引受権		
									社債は譲渡制限		
									コマーシャル・メンバー	——	券額50枚未満
- プロ (適格機関投資家) 以外に譲渡されるおそれが少ないもの  
 (証券取引法施行令第1条の5、証券取引法第2条に規定する定義に関する省令第5条)
 

ニ	ク	イ	チ	イ	——	譲渡なし						
社						債	——	プロ以外への譲渡制限付				
コ	マ	ー	ク	ャ	ル	・	ベ	ー	ハ	ー	——	譲渡禁止かつ譲渡制限

## 第4章 わが国の民間病院における資金調達

明治生命フィナンシユアランス研究所

松原 由美

### 1. はじめに

1990年代に話題となった銀行の貸し渋りを契機に、病院の資金調達問題がクローズアップされ、以来これについていろいろな視点で議論されている。

本研究ではこの病院の資金調達について、以下の前提に立って論を進めたい。

現在は国・公立病院なども、経営難で資金調達は重要な問題であると考えられ、PFIなども検討され、一部実施に移されようとしている。このように国・公立病院においても資金調達問題は重要な問題であるものの、これらの病院では建設費は無論、運営費の一部まで公費で賄われており、同じ資金調達問題を抱えているとはいえ、民間病院のそれとは性格を異にしている。

そこで、国・公立病院の資金調達問題は他に譲ることとして、本研究では民間病院、中でも主流を占める医療法人と個人病院の資金調達に関して論じる。

次に資金調達といっても、一般に短期資金と長期資金に分けられるが、ここでは、その調達が困難で額も大きい設備資金、つまり長期資金調達に限定する。

さらに、ある産業の資金調達を検討するケースとしては、新規参入を促進するための資金調達と、既存組織の経営安定化のための資金調達に大きくは分類できると考えられる。新規参入促進の資金調達を検討しなければならない場合としては、その産業において供給量が著しく不足しているとか、または既存組織の供給では著しく非効率・不経済で早晩いきづまるなどの事態が存在していると考えられる場合であるが、わが国の病院業界を考えた場合、一部に医療過疎の問題はあるものの、全体としてはむしろ病床過剰であること、また、主たる供給主体である医療法人については各種問題が指摘されているところではあるが、それによる供給が著しく非効率で、早晩行き詰まることが想定されるとは考えられない。そこで、ここでは既存組織の経営安定化のための資金調達について検討する。

ここで経営安定化資金を概念的に述べれば、「地域で適度な競争力を持ち、医療の質を保ちながら病院経営を安定的に持続させるための資金」ということである。例えば、チェーン展開を図る病院の、病院買収資金に類するような拡大資金の調達策をここでは取り上



げないこととする（第2章参照）。この経営安定化資金を十分に調達できない層の資金調達をどうするか、以下ではこれを検討していく。

### 1.1 アンケート調査結果から見た資金調達

わが国の民間病院における資金調達の実態を把握することを目的に、アンケートを行った（詳細は巻末アンケート調査結果参照）。アンケートでは、①経営課題（各種ある経営課題の中で、資金調達問題に対する病院経営者の関心度はどの程度か）、②資金調達（資金調達の実態把握）、③経営者の意識調査（公的支援との兼合いで、持ち分・今後の入院機能についてどう考えているか）、④病院業績（借入サイドとしての債務返済能力）、の項目について調査した。

アンケートは、全国の医療法人 5,109 病院と個人病院 1,517 病院（合計 6,626 病院）から病床規模、都道府県で層化抽出した 2,000 病院に対して実施し、有効回答率は 14.8%であった。

調査結果であるが、まず第一の経営課題については、病院経営上、困っていることについてたずねたところ、回答を寄せた病院のうち資金調達の困難性を挙げる病院は 16%、項目別の順位では 9 番目にすぎず、資金調達に対する関心度は相対的に高くはなかった。なお、関心の高い項目としては、医師等の従事者不足や在院日数の長さなどが挙げられた。

第二の資金調達の実態については、長期資金は約 6 割が必要とし、それら必要と答えた病院のうち約 4 割が不足としていた。

その資金需要の中身であるが、これは建物の増改築が圧倒的で約 8 割であった。

ここ 5 年間程度の信用金庫、信用組合を含む銀行の融資態度は、以前と変わらないとする病院が約 5 割あったが、一方で以前より借りやすくなった病院が約 2 割、厳しくなったとする病院が約 2 割と、変化があったとする病院が 4 割あり、銀行の融資対象の選別が厳しくなっている状況が伺えた。

病院の資金調達を容易にする方策については、公的支援を求める声が圧倒的であった。

第三の経営者の意識であるが、先述のように、個人所有の問題についていえば、公的支援を受けられるのであれば、持ち分を放棄すると答えた病院は 27.4%であった。また、政策との調和について言えば、今後の主な入院機能として、過半が療養を担うと答えていた。こうした経営者の意識から見ると、これら公的支援の条件を受入れる土壌が相当程度存在

することが推測された。

最後に病院の業績についてであるが、黒字 6 割、収支トントン 3 割、赤字 1 割と、収支トントンと赤字を合わせ、収益状況の悪い病院が 4 割に達していた。

この病院業績に関しては、参考までに他の統計調査を見てみると、全日本病院協会の 1999 年度病院経営調査報告では 24%が赤字であった（表 1）。

表 1 赤字病院・黒字病院比率（全日本病院協会調査）

赤字病院	24%
黒字病院	76%

資料：1999 年度 全日本病院協会 病院経営調査報告

表 2 の厚生労働省医政局の「病院経営指標」（集計対象は、全医療法人のうち、法人設立後 1 年以上経過し、財務諸表に不備がないもの約 1,000 病院前後。対象数は年によって異なる）によると、医療法人（うち一般病院）の約 3 割は赤字という結果であった。

表 2 医療法人（一般病院）の病床規模別・地域別赤字病院比率の推移  
(%)

病床規模	1997年	1998年	1999年
99床以下	35.0	28.8	28.5
100～199床	26.0	24.3	22.7
200～299床	23.7	22.3	29.3
300床以上	24.1	17.7	20.9
合計	30.3	25.9	26.2

資料：厚生労働省医政局平成「病院経営指標」（平成 10 年度、11 年度）より作成

これらから病院の業績に関して、本アンケート調査結果と、各種統計結果は同じ傾向にあることが窺え、わが国の民間病院（以下、医療法人と個人病院のみを指す）では、赤字を含め収支トントンレベル以下が 4 割近くはあるのではないかと推測される。それら 4 割が全て返済能力に問題があるとは言えないが、収益的には厳しい状況にある層と考えられ

る。

### 1.2. ヒアリング調査結果などから見た資金調達

次に、病院の資金調達手段としては、金融機関からの借入がほとんどであることより、銀行の病院への融資態度について、病院経営者（50 施設）、医療関連団体理事（4 団体）、金融機関（7 機関）、医薬品卸（2 社）、医療コンサルタント（2 社）へ病院の資金調達に関してヒアリングを実施した。

そこで、銀行は病院を融資先としてどのように見ているかという点、ヒアリング結果から、原則、銀行は病院へ前向きな融資態度であることが判った。その理由として、第一に銀行が病院のメインバンクになると、下記のようなメリットがある。

病院のメインバンクになると、①診療報酬払込み指定銀行となり、毎月一定の資金が預金として受入れられる。これは当座性が強いとは言え、預金確保の面で大きな魅力である。②毎月銀行に送金される診療報酬の動きを見ることによって、業績チェックをすることができ、債権保全にも役立つ。③給与振込み等を通じ、病院の職員とも取引が開始され、個人顧客の獲得にも役立つ。④場合によっては、病院は人材の送り先となりうるという利点がある。

第二に、さらに地方にあっては優良貸出先がそう多くある訳ではないので、内容に特段の問題がない病院に対しては、魅力ある取引先として位置づけられる点が挙げられる。特に経営内容に問題がないと思われる大病院や地域中核病院といったところは、銀行の取引先全体の中でもトップレベルの優良取引先と位置づけられる。

一方、銀行から見た病院は、万一の場合は担保による回収が一般産業と比べて難しいと言える。例えば病院の場合は病院以外への転用が難しいなどが挙げられる。また、融資期間が15年程度と、長期に亘っており、その分リスクが増大するので、銀行の病院選別は厳しいことが判った。

### 1.3. 資金調達面からみた病院の特性

以上、資金調達の実態を、アンケートとヒアリング調査より明らかにしたが、次に病院の資金調達を考える場合に、考慮しておく必要のある病院の特性から、どのような資金調達が向くのかを検討する。

第一に資金需要の特徴として、アンケートの項で述べたように、その資金需要の中身は

建物の増改築資金が圧倒的である点が挙げられる。病院建物の建て替えはおよそ30年前後に1度であり、したがってその資金需要の頻度は30年前後に1度、また1回当たりの所要資金は規模や設備によるが、凡そ10～30億円程度と言われている。この程度では、例えば公募債発行という視点から見ると、そのロットが小さすぎて発行コストの点で見合ない。こうした資金需要の特性から、病院においては公募債による資金調達は向いていないと考えられる。

また、株式上場という視点から見ても、資金需要がこの程度では、株式上場コストをかけてまで、その用意をしておく意義は乏しいと言える。

第二に病院業績についてだが、それは低位安定型であると言える。病院業績をやや長期的に見るために、中央社会保険医療協議会の「医療経済実態調査」による医療法人1施設1月当り医業収入や医業収支差額などの推移を見ると、表3のとおりで、医業収支差額は診療報酬の改定で上下はあるものの、概ね200万～400万円水準で推移しており、低位安定である。

表3 医療法人1施設1月当り医業収入額・医業収支差額などの推移（一般病院）

	月当り:千円				
	1993年	1995年	1997年	1999年	2001年
医業収入	95,406	103,314	105,354	115,387	116,069
医業収支差額	2,343	4,669	2,408	4,369	4,285
支払利息	3,084	2,284	1,734	1,520	-
総収支差額	1,122	3,734	1,581	4,069	4,409

資料：中央社会保険医療協議会「医療経済実態調査」より作成

2001年は速報値

言い換えると、病院産業は、高成長ないし急成長産業ではないということである。

この要因としては、医療ニーズはそもそも、景気変動に左右されず安定的に存在する。その支払は公的保険で支えられ、そのうえ価格は公定価格であるため、安定している。ただ一方、公定価格であるので、確かに安定要素であるが、高利潤を獲得することは難しく、加えて、業務範囲が限定されており、病床規制があるなど、成長要素はかなり押えられていることなどが挙げられる。

このため、ベンチャー・キャピタルの投資対象になりにくいほか、先述のように株式上場にも向かないが、仮に上場したとしても高株価形成は期待しにくい。言い換えれば新規株式売出しに伴う創業者利得の獲得や、高い株価を利用した効果的な増資は難しいと考えられる。

第三は病院の経営体質についてであるが、これは中小企業であり、かつ個人企業的色彩が強いと言える。事業規模については、表4を見ると、上場企業と医療法人を比較するのは無理だとしても、中堅企業と比較しても、医療法人は売上高も利益も1/10以下にすぎず、病院の事業規模は、中小企業規模レベルにあると言える。

表4 売上高など

	百万円	
	売上高	経常利益
上場企業全産業平均	158,260	5,466
上場企業サービス業平均	58,185	6,324
中堅企業全産業平均①	27,418	836
中堅企業サービス業平均②	16,766	703
医療法人	1,356	49

\*①未上場企業のうち、店頭上場・有価証券提出企業的全産業平均

②未上場企業のうち、店頭上場・有価証券提出企業のサービス業平均

資料：日本経営指標〈全国上場会社版〉、日経経営指標〈店頭・未上場会社版〉、  
医療経済実態調査より作成

そして、所有構造であるが、持ち分の定めのある法人が大半であり、それが特定少数による所有であるという意味で、個人所有であると言える。そしてその持ち分は世襲的である。

次に経営体質としては、同族経営が多々見られる。銀行取引では、これは結果でも要因でもあるが、銀行は個人に貸している意識である。融資にあたっては、理事長の個人保証や信用保険加入を条件とするなど理事長と一体となった融資を行う他、後継者の存在も重視している。

これらから、財産の個人所有や経営権の維持に執着する傾向にあるうえ、情報公開にも

後ろ向きになりがちである。現在は、医療法人が情報公開することによるメリットが具体的にないので、公開するニーズもないことも一因ではあるが、それよりもまず、個人財産をわざわざ周囲に公開したがるという体質があると言える。

経営体質が以上に述べてきたようなレベルでは、資金需要の特性と合わせて、資金調達には銀行からの借入がメインとならざるを得ないと思われる。と言うよりむしろ、病院にとっては銀行取引は最も合理性にかなった方法ではなかろうか。

第四の特性として、事業特性を挙げると、言うまでもなく公共性が強いことが指摘される。そのため、市場に委ねておけばいいというのではなく、医療サービス供給の安定のために必要な支援は行われなければならないと考えられる。

## 2. 銀行借入に代わる資金調達の可能性の検討

既に資金調達面から見た病院の特性より、病院の資金調達手段として間接金融が最も適していることを述べたが、再度ここで、現在銀行借入に代わる資金調達策として指摘されている方法について、そのメリット・デメリット、また未利用の方法についてはその実現可能性について検討する。

### 2.1. 診療報酬債権の流動化

診療報酬債権流動化は、病院が診療報酬債権を、債権買取専門のSPC（特別目的会社）へ譲渡し、資金調達する方法である。これにより、病院は通常では2ヶ月かかる現金化までの期間を短縮することが出来る。

SPCは病院から買い取った債権を担保とする他、この仕組みの主体者（損保会社等）の保証を付してCPを市場で発行する形で資金を調達し、病院からの債権買取資金に充てる（図1参照）。

診療報酬債権流動化は、通常2ヶ月程度かかる売掛金のキャッシュ化を、1ヶ月半程度早めたものであって、新たな資金ルート（資金源）を得たというのではない。このため、この利用が常態化したのではメリットがない。

診療報酬債権流動化の金融商品としての特徴は大きく2つある。一つは上述のように資金パイプが太くなったのではなく、資金調達というよりは短期の資金繰り調整手段であることが挙げられる。

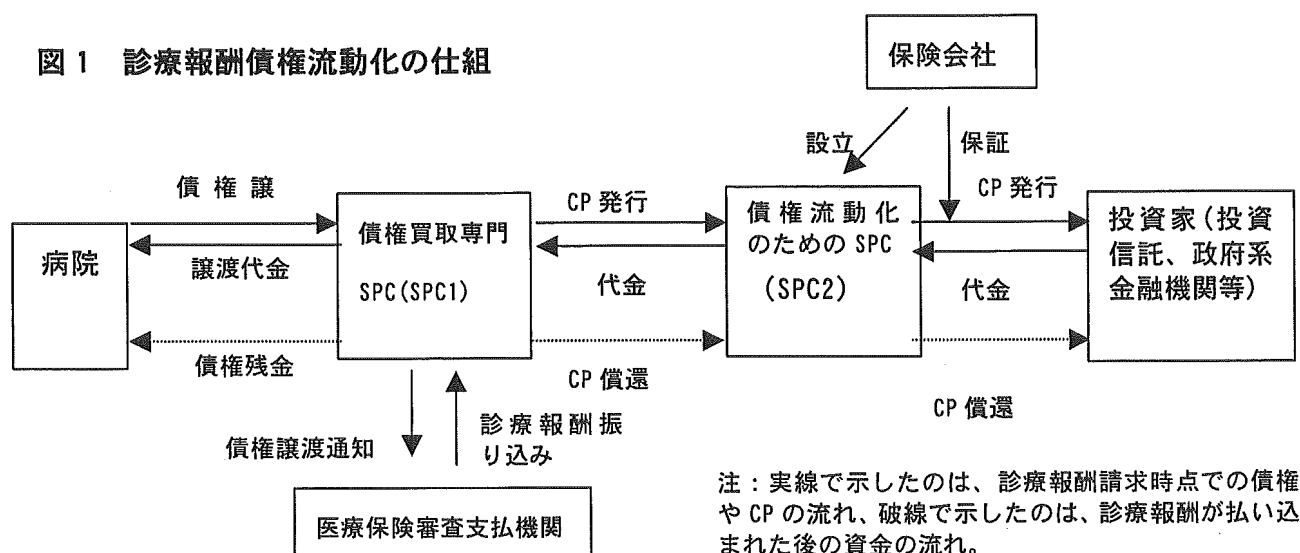
もう一つは、極めて信用度の高い診療報酬債権を裏付けとしているため、もともとこう

した証券化商品が狙いとしているところではあるが、原則として病院自体の信用度にあまり左右されず利用できることにある（あまりにもロットが小さいとかえって非効率となるため、一応 100 床以上、年間売上高 15 億円以上が目安）。

どの病院も利用できるだけに、診療報酬債権は病院にとり収入の拠り所であり、診療報酬債権流動化はその先取りにすぎない点を認識しておくことが重要である。また、短期資金であるため、設備投資には向かない。そして、保証料や事務手数料がかかるなど、高コストである。

基本的に、医薬品や材料の一括購入など、キャッシュで買えば割引きが大きく、その割引きを上記コストを上回る時等、前向きで一時的な使用には、債権流動化は有効な手段である。しかし、日々の経営費用に使用し始めては、コスト高な資金調達手段であるだけでなく、返済の目途が立たない資金繰りとなる恐れがある。

図 1 診療報酬債権流動化の仕組み



## 2.2. リース

リースとは周知の通り、高額の機器などを購入する代わりに、比較的長期に亘ってそれらを賃借するものである。

ユーザー（借主）は、自分で必要とする機器を選択して、リース会社に購入させ、リース会社からの貸与を受けてリース期間中機器を使用する。リース料には機器を購入するための金利、固定資産税、保険料などが含まれているが、機器のメンテナンス費用は含まれない。リース期間は法定耐用年数に対して 70～120%（10 年以上の場合は 60～120%）の範囲で決定する。期間終了後は、期間中と比較して 10 分の 1 程度のリース料で再リースす

るか、機器をリース会社へ返還する。

リースを利用することのメリットとしては、①1度に多額の資金を必要としない、②リース料を全額経費処理できる、③機器（資産）の陳腐化に対応できる、④減価償却や固定資産税納税などの事務処理が簡略化できる、⑤オフバランスである、⑥リース期間を法定耐用年数より短く設定することによって、節税効果を楽しむことができる、⑦リースは無担保で機器購入のための資金調達を行う方法であり、銀行借入以外に資金調達の手段がない病院にとっては、リースを使用できる場合には活用した方が銀行の借入枠を温存できることなどが挙げられる。

一方、デメリットとしては、①途中でリース契約を解約することはできず、リース物件が不要になってもリース料を払いつづけなくてはならない、②借入と比較して割高である、③医療施設等施設整備費などの各種補助金、および医療機器の特別償却制度など税制上のメリットを楽しむためには、ローンでなく買い取りをする必要がある点が挙げられよう。

（社）リース事業協会が一般病床 200 床以上の病院（国公立病院を除く）を対象に実施した調査では、97.8%の病院がリースを利用しており、「医療機器」と「コンピュータおよび周辺機器」の利用率が 80%強を占めているなど、病院においてリースは金融機関からの借入以外で、唯一一般に普及している資金調達である。

### 2.3. REIT

わが国でも、2000 年 11 月の投資信託法の改正で、不動産投資信託が解禁された。いわゆる J-REIT（日本版 REIT: Real Estate Investment Trust。以下 REIT と呼ぶ）である。REIT とは、不動産を運用対象とした投資信託であり、投資法人が、不特定多数の投資家から資金を集めて、不動産の取得、保有、売買または賃貸といった管理を行ない、その収益を投資家に分配する仕組みである。通常の不動産会社と異なり、一定の条件を満たせば、投資法人段階で所得税が非課税になる。

REIT 利用者は、自己所有の当該施設を REIT 会社に売却し、そのテナントとなる（セール&リースバック）。利用者はテナントとなるので、以後賃料を支払うこととなるが、施設を売却したことで、売却代金を入手できる。

REIT 利用のメリットは、大きくは 3 つ挙げられる。第一は資産の効率化である。施設を建設しても、その投下資金を REIT によって早急に回収するため、新たな投資（事業拡大）に向かうことができる。例えば A 施設を買ったとすると、通常はその負債を長期に亘り返



済していくことになるが、アグレッシブな組織が、それをすぐに売却し、そこで得た資金で次にB施設を買い、また売る、そしてその資金をC施設に使いまた買うといった事業拡大策が可能となる（施設売買とは限らず、別な形での新規事業投資の場合もあろう）。

第二はオフバランスによる財務体質の改善である。施設売却によってオフバランスが実現でき、かつ施設売却による収入で、建設資金の返済に充てるなど、バランスシートの改善が可能となる。

第三は、経営権介入の排除である。従来不動産証券化は特定の投資家が証券を有するため、債務不履行などの場合は経営権を侵される可能性を含んでいたが、REITは不動産による純投資が目的の会社で、かつ投資家が不特定多数である（それら諸条件を満たしているため、REIT会社は法人税がかからない等のメリットがある）ことより、そのような危険性が極めて少ない。

以上がREIT利用上のメリットであるが、デメリットとしては、コスト高が挙げられる。REIT利用上のコストは、賃料である。施設を自己所有している場合は、賃料の支払が不要だが、施設への投下資金コスト（つまり借入金利）がかかる。REITを利用した場合は、投下資金コストはかからないが、賃料が発生する。そして賃料は、投資家へのリターンが必要のため、通常は銀行借入金利よりも高くなる可能性が高い。

REITを利用するか否かは、このコスト高（自らが銀行借入を行なう場合の金利よりも割高な賃料）と、上記3つのメリットとの比較となる。

従来資金調達では、借主の信用力が重要であるが、REITや上述の診療報酬債権流動化といった証券化商品では、借主が持つ資産、例えば売掛金や不動産などを証券化することで、その資産そのものの価値（事業リスク）によって資金を調達するため、基本的にその借主の信用力（信用リスク）に影響されず資金調達が可能である。証券化商品の最大の特徴は、この事業リスクと信用リスクを切り離して資金調達できる点にある。

しかし病院がREITを利用する場合は、以下の理由より、この事業リスクと信用リスクを切り離して資金調達ができる（借主の信用力に関わらず資金調達ができる）メリットを享受できない。

病院の場合、①管理上の問題などもあり、通常1施設を1テナント（1病院）が利用する（REIT会社側から見ると、一般的には一施設にはいくつかのテナントを入居させ、リスクを分散させる。一施設一テナントといった一括貸しは、そのテナントの経営がストレートに当該施設が生み出すキャッシュフローに影響するため、よほど信用力のあるテナント

でなければ、リスクが高い)、②長期テナントである、③撤退障壁が高い(たとえ病院側が家賃不払いに陥っても、入院患者もおり、公共性の高い事業のためすぐには追い出せない)、④テナントの入替えが困難(病院が出ていっても、施設が病院用の構造のため、転用が難しい)といった理由から、REIT 会社側は、病院施設に対する投資には慎重である。

REIT 側から見れば、こうしたリスクを解消してくれる病院が投資対象となり、言いかえれば、経営内容のいい病院にその利用は限られることになる。

REIT 側のリスク軽減を満たした病院が、REIT を利用するか否かの分岐点は、上述のように銀行金利よりも高い賃料を支払ってでも投資効率を優先するか否かである。つまり経営内容に優れ、チェーン展開等の事業拡大策を取っている病院にとっては、REIT 利用は検討に値すると言える。

なお、ここで参考までに、REIT の歴史が長い米国における Health Care REIT の現状を以下にまとめる。

米国では内国歳入法の改訂により、1960 年に REIT が創設された。2000 年第一四半期末時点の上場 REIT の市場時価総額は、約 1,150 億ドル(約 13 兆円)に達している。

米国では REIT の歴史が長い、病院における利用は特に少ない。全米 REIT 協会によると、全 REIT に占めるヘルスケア REIT (病院、ナーシングホーム、アシステッド・リビングなど)の比率は約 3%程度である。中でも急性期病院では、全病院に占める REIT 利用病院は 1%不足である。

この理由として、米国病院の約 7 割近くが非営利病院であり、後述の免税病院債による資金調達ルートがある点が第一に挙げられる。

免税病院債の方が、免税である分、銀行借入や REIT より調達条件がよい(例えば免税病院債の場合、6.5%くらいの金利に対し、REIT の場合は 9~9.5%程度の金利)が、それにも関わらず REIT を利用する病院がある理由としては、免税病院債の場合、その資金用途が限定されるのに対し、REIT は 100%資金を自由に使えるからである。

また、免税病院債の場合、資金調達額に上限があるケースがあるため、追加資金が欲しい場合等に利用する。

その他、REIT の場合、格付けが要らないなど、債券発行と比べ手続きが簡単である。債券は発行ロットが大きくなると諸費用(格付け取得、仲介手数料、保険料など)を回収できないが、REIT は手続きが簡単なことより、小ロットでも利用価値があり、使い勝手がよい。

一方、営利病院の場合、株式による資金調達ルートがあるため、REITを使う必要がないと言えるが、施設の所有と運営を分離することが、経営資源の集中、ひいては財務体質の強化につながり、さらに有利な条件で株式等により資金調達できるという認識から、所有不動産をオフバランスにする手段としてREITが利用されている。

## 2.4. 債券

病院債とは、病院による債券を通じた借入を指す。一部のマスコミなどで病院債について誤解があるが、債券の購入者（投資家）に対する見返りは経費たる金利なので、この限りにおいては銀行借入と変わらないため、医療法上、病院の債券発行は可能である（法外な高利子の場合を除く）。

### 2.4.1. 公募債

公募債とは不特定多数を対象とした債券であり、証券取引法の適用を受ける。証券取引法上、医療法人が公募債を発行できるか否かについては解釈上疑義なしとはしないが、特段の禁止規定がないという解釈に立てば、必ずしも発行不可とは思われない。

ただ、公募債発行には格付けや情報公開が求められ、償還に不安がない点を示さなければならないので、経営内容の良い病院が公募債発行の前提となる。

したがって、これに耐えうる内容の良い病院であれば、公募債発行による資金調達は、調達ルートを多様化し、それによって対銀行との交渉力を高める意味からも検討に値する。

ただし、既述のようにそのような病院の数はわが国では限られると思われる。

### 2.4.2. 私募債

私募債はその対象者が不特定かつ多数ではないので、証券取引法の適用も受けず、したがって格付けや情報公開等も義務とはならない。このため、公募債に比べれば、制度的にははるかに広い層の病院が利用可能な調達方法である。

ただ、最大の問題は、私募債の投資家（以下応募者）集団を見出せるかどうかである。公募債は言うに及ばず、銀行借入にも支障をきたしているような病院に、応募者はいるであろうか。

私募債は原則的には何らかの縁故者が応募集団として予定されているが、応募はあくまで任意であるべきである。この任意性を保証するためには、以下の3つの課題がある。

その第一は差別の可能性である。例えば社会保険適用外のサービスについて、割引を行

なうなどは合法であるが、応募しない者の間に、社会保険適用サービスについても、診療差別を受けるのではないかといった不安が生じるようでは、皆保険の理念から外れ、好ましくない。こうした意味では、患者集団、病院職員集団は、必ずしも適当とは言えないかもしれない。いずれにしても、差別不安が生じないような手立てが必要である。

第二の問題は経営への介入の可能性である。

株式の場合には、株主の代表的権利として、利益配当を受ける権利の他に、経営に参加する権利があるのに対し、債券の投資家の権利は、償還期間後に債務を返済してもらい、設定されている金利を受け取る権利があるのみである。したがって、債券は持ち分所有にかかわる出資や株式と異なるため、法的には経営権に影響を及ぼさない。

しかし、経営が順調にいつている場合は問題ないが、債券購入者に金利が支払えない、償還期限がきても元本を支払えない等となると、支払時期を延ばしてもらう代わりに、経営介入を認めざるを得ない状況になることも想定される。特に特定者や特定グループに応募額が偏ると、上記の問題が生じ易くなる。こうした事態に備えるには、応募者1人当りの購入額に上限を設ける等の方策が必要となろう。

第三は、債権保全の問題である。

公募債の場合、病院の情報公開をしなければならないので、経営上問題のある病院の債券は投資家に買われませんが、私募債は経営的に良くない病院も発行できるので、法的・実務的に発行者の質に公募債ほどの歯止めがなく、債務不履行が生じる可能性がある。

債券のため、投資家が少数とはいえ分散しているので、担保の管理についてもコスト面を含めた対応が必要である。このように考えると、やはり無担保が望ましいが、その場合の債権保全が問題である。保全策として取引銀行による保証をすれば、当該病院が借りられる総額がその分削減されるなど、実質銀行借入と変わらなくなり、具体的な保全策を見つけることは困難である。

以上3つの問題をクリアしなければならない他、病院は応募者への情報公開への配慮が必要である。私募債のため、証券取引法の規制は受けないとはいえ、縁故者が応募集団であるが故に、情報公開などは必要としないという態度は、倫理上問題があろう。発行者の当然の義務として、応募者へは情報公開を行なうべきである。

現状では、一般の医療法人が私募債を発行しているのはほとんどレアケースであるが、医師会立病院や生協病院では、発行実績がある。

一般医療法人が私募債を行なう場合、その応募集団の設定が問題となるが、医師会病院