

老人に関する推定結果は若年と極めて整合的である。日数の推定値は負で有意であり、年度ダミーは94年以降正で有意となっている。他方、日数と年度ダミーのクロス項は負で、95年以降は有意である。女性であることは有意な差をもたらさない。他方、医療機関の開設主体の効果を見てみると、国立病院は符号が有意に負であり、推定値が非常に大きくなっている。

日数と1日当たり医療費の関係だけを検討すると、定数項は2513であり、日数の推定値が-53であるから、ベースラインでの入院1日目の1日当たり医療費は2460点と計算できる。30日目の1日当たり医療費は923点となる。他方、日数の二乗項を導入した右側の推定モデルの場合、1日目の1日当たり医療費は3081点、30日目の1日当たり医療費は2595点と計算できる。2004年についても計算すると、1日目の1日当たり医療費は4572点、30日目の1日当たり医療費は3510点と計算できる。

#### 4. 考察と結語

社会医療診療行為別調査の個票データによって、入院期間が1ヶ月以内の入院について診療実日数ごとの1日当たり医療費を推計した。当然のことではあるが、1日当たり医療費に日数を乗じれば当該日数時点での総医療費が計算できることになる。例えば、老人については、1990年時点で1日目の1日あたり医療費は3081点と推定されたが、2日目の1日あたり医療費は2855点である。ここから、1日目の総医療費は3081点、2日目の総医療費は5710点と計算される。それゆえ、1日目、1日分の医療費は3081点であるが、2日目の、1日分の医療費は $5710-3081=2771$ 点と計算される。これを推し進めていけば、30日目の医療費を8165点と計算することも可能となる。

データセットでの診療実日数の平均値（老人）：9.5日、10日とみならず、では1日分の医療費は631点と非常に小さい数値が推定されている。もし全ての患者の在院日数が平均値である平均在院日数の近傍に集中的に分布するのであれば1日の平均在院日数削減によりこの金額が抑制されることになる。他方、在院日数もいびつな分布をしていると考えられる場合にはより長い日数の部分の医療費が削減されることになる。いずれにせよ、入院当初の一日医療費と在院日数の最終日近辺の一日医療費は大きく異なる。それゆえ、平均在院日数の抑制策の医療費適正化効果は入院期間における平均医療費で評価する場合と入院期間の最終日近くの平均医療費で評価する場合は大きな違いが生じ得ることになる。

実際にどの程度の金額が削減され得るか、については推定された医療費と診療日数の関係の「当てはまりの良さ」に依存する。このため、推定に用いる関数形や推定手法によって大きく異なる可能性がある。

他方、それ以上に重要なことは入院診療の開始から終了までの時間的な制約が厳しくなる中で、医療機関はどのように時間制約をクリアするように努力したのか、という点についての検討が必要なことである。平均在院日数の抑制による医療費適正化効果は用いる推計手法に依存する部分もあるが、推計することは可能である。しかしながら重要であることはいかにしてそれが達成されたか、という点についての検証とその達成方法が持つ意味の考察である。

## 参考文献

- 安西将也：「老人医療費の都道府県格差の要因分析(その2)」、『病院管理』、(1989), vol. 26(3), pp. 23-28.
- 石井敏弘・清水弘之・西村周三・梅村貞子：「入院・入院外別老人医療費と社会・経済、医療供給、福祉・保健事業との関連性」、日本公衆衛生雑誌、(1993), vol. 40(3), pp. 159-170.
- 印南一路：「医療費の決定構造と地域格差——国民健康保健医療費・老人医療費の実証分析——」、『医療と社会』、(1997), vol. 7(3), pp. 53-82.
- 畝博：「福岡県における老人医療費とその地域格差の規定要因に関する研究」、日本公衆衛生雑誌、(1996), vol. 43(1), pp 28-36.
- 伏見恵文：「老人医療費の分布特性と地域格差問題」、季刊社会保障研究、(1996), vol. 31(4), pp. 380-387.
- 二木立 (1989a) 「医療費の地域差についての点描：都道府県別調査の分析から・その1」『病院』 vol.48(4),pp.356-359.
- 二木立 (1989b) 「医療費の地域差についての点描：都道府県別調査の分析から・その2」『病院』 vol.48(5),pp.446-449.
- 前田信雄 (1983) 「高齢者の入院医療費の高低に関する分析—地域差の分析」『季刊社会保障研究』 vol.19(1),pp.56-69.

厚生労働科学研究費補助金（政策科学推進研究事業）

「医療等の供給体制の総合化・効率化等に関する研究」

研究報告書

## ⑥ 医療法改正とわが国の民間病院における資金調達

協力研究者 松原由美 明治安田生活福祉研究所主任研究員

（平成 18 年度実施）

### 研究要旨

本稿の目的は、わが国の民間病院における資金調達のあり方を考察することである。

病院の資金調達を考察する上で押さえるべき事項として、病院の事業特性・資金特性、病院の信用力の現状、金融の原理原則、非営利性について検討した。次にそれらを踏まえて巷間指摘されている資金調達多様化商品である公募債、私募債、プロジェクトファイナンス、ABS 証券、SPC やリスクマネーを用いたスキームについて病院への適用可能性を分析した。

その結果、これら資金調達多様化商品は、ごく一部の病院には有効でも、大半の病院にとっては利用し難いものであることが判った。たとえば公募債を例にとると、わが国の民間病院の平均売上高は 13 億円程度、経常利益は 5 千万程度で、店頭企業の中堅と比較しても概ね 1/10 に過ぎない。さらにその経営体質は個人所有の色彩が強く、情報公開にも後ろ向きである。資金需要の多くは病棟建替えて、ロットは 30 億円程度、頻度は 30 年に 1 度程度である。このような小規模、低収益、小ロットや頻度では、公募債発行は高コストとなり、仲介機関からみても割に合わない。また起債可能な病院は、銀行の囲い込みの対象であり、手間暇やコストを考えると、起債する積極的理由がない。

病院にとって最も適した資金調達先は、結局のところ銀行借入であり、銀行との信頼関係構築が病院の資金調達上、肝要である。そのためにも、病院に借手側の説明責任を果たすことが求められる。

一方、先の第五次医療法改正によって、民間にも関わらず持ち分の個人帰属を放棄させ、公益性の高い医療（不採算事業）を課すことは、ある意味、公に代わって社会的公共的事業を担わせることである。これを円滑に実行させるにはそれ相応の公的支援があっても不合理ではない。ただし財政逼迫の状況を考えれば、財政資金を直接使用するよりも、民間資金活用を促進する支援策が有効と思われ、その具体策の検討が望まれる。

#### A. 研究目的

本稿の目的は、わが国の民間病院における資金調達の方法を考察する点にある。

#### B. 研究方法

文献調査による。

(倫理面への配慮)

個人情報等に関係しないため不要。

#### C. 研究結果

病院の資金調達を考察する上で押さえるべき事項として、病院の事業特性・資金特性、病院の信用力の現状、金融の原理原則、非営利性について検討した。

次にそれらを踏まえて巷間指摘されている資金調達多様化商品である公募債、私募債、プロジェクトファイナンス、ABS 証券、SPC やリスクマネーを用いたスキームについて病院への適用可能性を分析した。

その結果、これら資金調達多様化商品は、ごく一部の病院には有効でも、大半の病院にとっては利用し難いものであることが判った。たとえば公募債を例にとろう。病院の事業特性として、低位安定型、中小企業・個人企業的色彩が強い点が挙げられる。また情報公開へは後ろ向きである。病院の資金特性として、病院の増改築費がメインで、その資金需要は概ね 30 年に 1 度、ロットは 30 億円程度である。

このような小規模、低収益、ロットや頻度

では、公募債発行は発行コストが高くなり、仲介機関からみても採算に合わない。また、他産業ほど資金調達の機動力を要しないため、資金調達多様化を格付け、弁護士費用などのコストをかけてまで行う必要性は、他産業ほど高くはない。

これらを踏まえると、公募債を利用できる病院は少なく、また起債可能な病院は、銀行の囲い込みの対象であり、手間暇やコストを考えると、起債する積極的理由がない。

金融の原理原則として、「外部から資金を集めるには、集める側にそれ相応の信用力が必要」ということが挙げられ、実力以上の資金調達を利用するとなると、何らかのゆがみ(デメリット)が生じることを忘れてはならない。

#### D. 考察および E. 結論

病院の事業特性・資金特性、病院の信用力の現状、金融の原理原則、非営利性からすると、病院にとって最も適した資金調達先は、結局のところ銀行借入であり、銀行との信頼関係構築が病院の資金調達上、肝要である。そのためにも、病院に借手側の説明責任を果たすことが要請される。

一方、先の第五次医療法改正によって、民間にも関わらず持ち分の個人帰属を放棄させ、公益性の高い医療(不採算事業)を課すことは、ある意味、公に代わって社会的公共的事業を担わせることである。これを円滑に実行

させるにはそれ相応の公的支援があっても不合理ではない。ただし財政逼迫の状況を考えれば、財政資金を直接使用するよりも、民間資金活用を促進する支援策が有効と思われ、その具体策の検討が望まれる。一例を示せば、SRI ファンドであれば、SRI の元本の何割かは公的に債務保証する、金利を公的に上乗せする、利子所得免除とするなどが考えられる。これからの民間病院が、第五次医療法改正で示された、社会の公器として公の役割の一部を代行するといった、あるべき姿に近づけるよう、民間病院の弛まぬ規律と、それを支える民間資金の活用支援の具体化が望まれる。

3.その他

なし

[この研究は、平成 18 年度に行った研究である。]

#### F. 健康危険情報

なし

#### G. 研究発表

##### 1.論文発表

なし

##### 2.学会発表

なし

#### H. 知的所有権の取得状況の出願・登録状況

##### 1.特許取得

なし

##### 2.実用新案登録

なし

# 第6章 医療法改正と わが国の民間病院における資金調達

松原由美（明治安田生活福祉研究所）

## 1. はじめに

本稿は民間病院の資金調達のあり方について論述するものである。病院の資金調達は伝統的に担保主義に基づく金融機関借入によって賄われてきたが、バブル崩壊後、金融機関の貸し渋りを契機として、資金調達の多様化が叫ばれるようになった。

この結果、民間金融業者から、債券発行、資産流動化、不動産投資信託、SPC を使用したスキーム、リスクマネーの導入等、様々な金融手法が紹介され、一方行政サイドからも、医療機関債発行ガイドラインの発出や、社会医療法人債（公募債）の導入が図られた。

しかしこうした活発な多様化努力にも関わらず、必ずしも病院のニーズを満たしたとはいえないのが実情ではないだろうか。

そこで本稿では、これまでの資金調達多様化論議を総括した上で、病院の資金調達のあり方について考察し、制度構築の一助としたい。

## 2. 第五次医療法改正

資金調達の話に入る前に、簡単に今回の医療法改正について触れておきたい。

第五次医療法改正は、制度創設以来最大の改正と言われているが、その最も大きな意義は、医療法人制度についていえば、医療法人のあるべき姿ないし方向性が明確に示されたことにある。詳細な内容は割愛するが、非営利性の徹底、公益性の義務化、地域立脚性の強化（経営の透明性、ガバナンスの強化）である。言い換えれば、社会の公器としての性格づけを色濃くするとともに、社会的公共的役割の一層の発揮を求めるものであろう。

こうした改正を資金調達の側面から捉えると、診療報酬抑制方針が今後も持続すると見込まれる状況下で、非営利の徹底に加えて公益性の高い医療の提供を義務づけることは、医療法人の収益向上には厳しいものが予想されるということである。

## 3. 資金調達多様化論議の問題点

既に述べたように、90年代のバブル崩壊を契機として、資金調達多様化論議が活発化した。そこにはいろいろと問題点が指摘できる。

その主たるものとして、第一に病院の話であるにも関わらず、病院の実態を十分分析しないまま、商品の品揃え（多様化）が行われたことである。病院の事業特性、資金特質、収益性（信用力）の実態把握がないままに、他産業における手法を横滑りで利用しようと

する議論である。

第二は、金融の原理原則を忘れた議論が指摘される。たとえば病院の収益力、したがって信用力がどの程度かを認識せずに、直接金融商品（債券発行等）の話がなされるなどである。

第三は、非営利性に対する考慮の欠落である。後述のようにSPC<sup>1</sup>の利用やリスクマネーの導入を図るスキームを利用する動きがあるが、これは非営利性の点から問題なしとしない。

以上の諸点は病院の資金調達を考慮する上で欠かせない点だが、病院への資金流入が梗塞したのをビジネスチャンスと捉えた金融業者が自己の論理を優先し、「真に病院のための資金調達」を忘れた反映といえなくもない。金融業者がビジネスチャンスをつかえ様々なアイデアを考案し、機敏に行動すること自体、責めるつもりはないが、病院業界は人材的にも組織的にも金融知識が必ずしも十分蓄積されていないので、混乱と誤解を生む可能性がある。

これらを要因として、病院に適合した使い勝手の良い調達手段が提供されるに至っていないのではないだろうか。

そこで以下ではこれらについて検討してみたい。

### （１）金融の原理原則

資金調達は金融の話なので、まず金融の原理原則について認識しておくことが重要である。

それは言うまでもないことだが、病院の資金調達議論では忘れられがちな原則のためあえて述べると、「外部から資金を集めるには、集める側に相応の信用力が必要」ということである。言い換えれば信用力を無視した資金調達はあり得ない。信用力とは、当然のことながら債務の返済能力を指す。

今日金融機関借入、株式、債券等、様々な資金調達手段が存在するが、そのうちどれが利用できるかは、調達サイドの信用力と密接に関連している。この点を見るために、図1を見てみよう。

図1は信用力と資金調達方法の関係を示した概念図である。信用力を示す指標には、一般に格付けなどがあるが、病院業界において格付けは普及していないので、ここでは信用力を測るツールとして、企業規模を用いて考えてみたい。信用力と企業規模は完全にリンクするものではなく、大企業であっても当然に倒産はありうるが、一般的に企業規模が大きければ経営に安定性が増し信用力もつくので、わかりやすくするために、信用力のランクを企業規模で表示した。

図1で示すとおり、零細企業では信用力が乏しいため、外部から調達するといっても、親族や親しい友人、知人といったごく身近な縁故者からの借入に依存せざるを得ない。小企業になれば、これに地縁的色合いの濃い信用組合や信用金庫からの借入が加わる。中企業では地縁性が拡大されて、地銀からも借り入れることが出来るようになる。さらに中堅企業ともなれば、地縁・

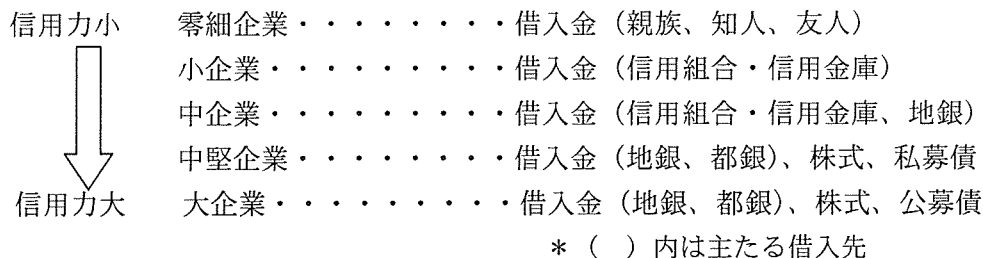
<sup>1</sup> 特別目的会社であり、病院の資金調達についていえば、当該病院専用の資金調達機関。

人縁性に加えて、文字通り借り手の信用力に基づいて、都銀との取引や、場合によっては上場して株式による調達の方法も拓ける。ただこの段階でも、当該企業をよく知る金融機関との取引、つまり相対取引が中心で、不特定多数と取引する例は限られる。そして大企業（ここでは上場企業をイメージ）になれば相対取引に加え、資本市場を通じて不特定多数からの調達も可能となるので、上場して株式や公募債発行による調達も可能となる。また国内市場だけでなく海外市場での調達も活用できる。

これを見ると、株式や債券といった直接金融からの調達は中堅企業レベル以上であり、直接金融を利用するには一定以上の信用力を備えなければ難しいといえる。

このように、信用力の大きさによって利用できる資金調達手段は異なる。大企業が中企業や小企業の使う資金調達を利用することは出来ても、逆に小企業が大企業と同じ資金調達方法を使うことは原則出来ない。

**図 1 信用力と資金調達方法の関係（概念図）**



資料：松原由美「これからの中小病院経営」2004年（医療文化社）

つまり自己の信用力を超える調達手段は原則利用できない。実力以上の資金調達方法を利用するとなると、なんらかの歪みが生じるということである。たとえば借入条件となる金利、担保、借入期間の面でコスト高を強いられるほか、経営上、いろいろと縛りを受けかねない。

ここで問題なのは、病院が図1の中でどこに位置づけられているのだが、後述のように多くの場合は中企業レベル、一部が中堅企業あたりに位置しているといった認識を持つ必要があるだろう。

こうした病院の信用力という面からみた実力をよく見極め、自己の使える手法は何かを踏まえずして、むやみに資金調達多様化に走るのは、病院にとって必ずしもプラスにはならない。

## （2）病院の特性

2番目に検討すべき事項は、病院事業の特性や、病院が必要とする資金の特質について十分把握する点である。はじめに病院の事業特性から述べる。

### 1）事業特性

病院の事業特性の第一は、低位安定型ということである。収益性は総じて低く、かつ短期的に大きく変動することはあまり考えられない。なお、ここ



で安定とは急激な変化はないということで、経営が楽ないし安泰という意味ではない

はじめに病院の収益力の推移を見てみよう。表1は福祉医療機構融資先の総収益率<sup>2</sup>の推移である<sup>3</sup>。これを見ると、91年に0.5%だった総収益率(A)が、2001年には2.7%と、趨勢的に向上しているように見えるが、これはこの間の著しい金利低下によるものであり、金利負担率(B)は、91年の4.5%から2001年には1.6%へ低下している。そこで、金利前総収益率(C=A+B)を見ると、概ね5%前後で推移しており、安定していることが判る。更に、金利水準が通常と考えられる91年や92年時には、収益率は0.5や1.9%程度にあり、これは決して高い水準とは言えない。むしろ低位と言うべきであろう。

表1 福祉医療機構融資先の総収益率の推移(一般病院)

年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A:総収益率	0.5	1.9	1.2	2.6	3.3	4.2	3.1	3.7	3.8	4.7	2.7
B:金利負担率	4.5	3.4	2.8	2.4	2.0	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6
C:金利前総収益率(A+B)	5.0	5.3	4.0	5.0	5.3	5.9	4.6	5.3	5.4	6.2	4.3

資料：旧社会福祉医療事業団「病医院の経営分析参考指標」より作成

病院の事業が低位安定型である理由だが、はじめに短期間に大きく変動することはない背景として、①医療ニーズは景気などに変動されず安定的に存在する、②購買力は公的保険で支えられている、③公定価格であり激しい価格競争に巻き込まれることがない、④病床規制などの参入障壁があり、新たな参入が少ないなどが挙げられる。一方、低収益の要因は、なんとんでも社会保険制度下で価格が公定されていることである。公定価格の下で高利潤を得ることは一般に難しい。

事業特性の第二は、病院は一定の競争のもとにあるが、他産業のような激しい市場争奪戦や技術革新に晒されている事業ではないということである。たとえば他産業では日進月歩で技術革新が進み、それへのキャッチアップの如何は企業生命にまで関わる。そのため、常時研究開発に膨大な資金と人材を割くが、病院ではこうした必要性は低い。そもそも医療技術は公開され、共有されるものであり、一部の病院のみに企業秘密的に保有されるものではない。

また、病床規制があり自由に参入できないため、何時どのようなライバルが現れるかわからず、それへの対応策を図っておく必要性も、他産業に比して少ない。

<sup>2</sup> 総費用/総収益

<sup>3</sup> 2002年度よりデータの表示方法が変更されて医業収益に対する金利負担率のデータが取れないため、2001年度までの表示とする。

事業特性の第三は、多くの病院にあっては中小企業・個人企業的色彩が強いことである。

まずは事業規模をチェックしよう。表2は一般産業における上場企業、中堅企業と、医療法人の平均売上高と利益を比較したものである（ここでいう中堅企業とは、未上場企業のうち店頭上場・有価証券報告書提出企業）。上場企業と医療法人を比較することは酷だとしても、中堅企業と比較しても、売上高、経常利益ともに、医療法人は中堅企業の1/10に満たない。中堅企業レベルの売上も利益もないということで、病院は中小企業規模レベルといえる。

表2 売上高など（2003年度）

	売上高	経常利益
上場企業全産業平均	141,004	6,710
上場企業サービス業平均	63,041	5,709
中堅企業全産業平均①	18,228	747
医療法人	1,861	39

単位：百万円

①店頭上場企業、未上場企業のうち有価証券提出企業の全産業平均  
資料：日経経営指標、医療経済実態調査より作成

規模について別の角度からも見てみよう。表3は、病院申告所得ランキングの上位50位を示したものである。これによれば1位にランクされる病院は50億円近くと相当の額だが、10位で18億円、50位ですでに8億円弱の規模に落ちている。わが国には民間病院が7000以上あるが、50位でこの規模では、後は推して知るべしであろう。

次に所有構造をみると、持ち分の定めのある病院が大半であり、しかも特定少数者による所有で、かつその持ち分は一般的に世襲されており、こうした意味で個人財産的色彩が濃い。

この結果、経営体質は当然に同族経営的で、経営と所有は分離しておらず、個人と法人は井勘定的関係にあり、情報公開などには消極的で閉鎖的色彩が濃い。

こうした体質を反映して、金融機関が融資する際には、個人に貸している意識が強い。そのため融資にあたっては、理事長の個人保証や信用保険加入を条件とし、後継者の存在も重視している。つまり金融機関では、個人と病院とを一体的に捉えており、いかにも中小企業取引となっているのが実態である。

以上が病院の事業特性だが、それを踏まえて次に病院の資金特質を見てみよう。

表3 病院申告所得ランキング (2004年度)

順位	法人名	所在地	法人申告所得 (百万円)
1	明理会 (板橋グループ)	東京都	4,802
2	徳洲会	大阪府	3,832
3	愛仁会	大阪府	3,114
4	林田会	熊本県	2,647
5	社団法人 北里研究所	東京都	2,225
6	和同会	山口県	2,217
7	協友会 (上尾グループ)	埼玉県	2,107
8	明芳会 (板橋グループ)	東京都	1,946
9	日本赤十字社	東京都	1,927
10	愛心会 (徳洲会グループ)	神奈川県	1,859
15	木下会 (徳洲会グループ)	千葉県	1,284
20	高邦会	福岡県	1,151
25	青葉会 (戸田グループ)	埼玉県	1,023
30	生長会	大阪府	963
35	慶友会	群馬県	899
40	協和会	兵庫県	828
45	きつこう会	大阪府	804
50	医療生協さいたま生活共同組合	埼玉県	776

資料：日経ヘルスケア 2005年 11月号

## 2) 資金特質

病院の主たる事業収入の受取形態は、患者の窓口負担金と、約2ヶ月後に支払基金から振り込まれる決済金とから成り立っている。患者の窓口負担は原則現金決済、支払基金からの支払金は国債並の信用力を持つと言われるもので、約2ヶ月後には確実に支払われる（不正請求などのケースを除く）。支払延期ないしは不良債権化は、他産業と比べて極めて少ない。言い換えると病院事業は普通に業務展開している限り、現金商売に近い。そのうえ事業が急展開ないし急成長することはなく、それに伴ういわゆる増加運転資金も必要としない。また事業に季節性があるわけではないので、そうした面での資金需要も生じない。病院の資金需要では運転資金、言い換えると短期資金はほとんど問題にならない。日常的な短期資金に困るようでは資金調達ではなく経営の問題が生じているといえる。

また、病院は先に見たように一般産業ほど激しい競争に晒されているわけではなく、予期せぬ資金調達が急に必要となることはあまり考えられない。

ただこうした低位安定型の経営に、大きな衝撃を与える事象がある。診療報酬改訂と設備投資である。診療報酬改訂は病院のコントロール外なので、以下では設備投資について述べる。

病院は施設産業といわれ、施設（病棟）が存在して初めて事業が成立つが、施設は30年前後に1度定期的に建替えが訪れる。病院の設備投資とは、この病棟建替えがメインである。したがって病院で資金調達問題といえ、それは主として長期資金の調達とあってよい。

このため病院の大半を占めるスタンドアローン型（1法人1病院タイプ）

の場合、資金需要の頻度は30年前後に1度程度となる。また1回当りの資金需要は、規模や設備によるが、1床1000~1500万円とされていることから、平均的病床規模の150床の病院で15~23億円程度のロット、300床の大病院でも30~45億円程度となる（この他に、数億円規模の医療機器購入が発生する）。

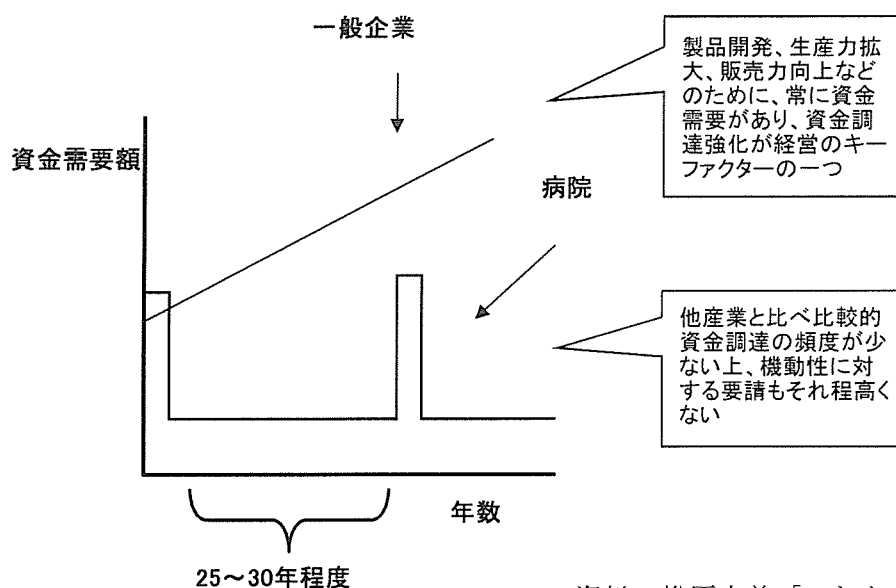
このように資金特質として、病院が必要とする資金は短期の運転資金ではなく長期の設備資金である。設備資金といったが、その資金も一定のインターバルで生じ、しかも予測可能で計画的に対応できるものである。

参考までに一般企業と病院の資金需要の概念図を示したのが図2である。

一般企業では、研究開発投資に資金をかけ、いかに他社より優れた商品売り出すか、それによってシェアを拡大し、成長を図るかが大切である。さらに、優れた商品が開発されれば需要を逃さないため機動的に生産設備を増強し、かつ販売力整備を図らなければならない。これらをいかに機動的に実行できるかは、経営の要といえる。そのため、必要な時に必要な資金がただちに調達できるように、常日頃から第三者の監査や格付けを受け、情報公開のための手間暇、コストをかけてでも、可能な限り調達先、調達方法を用意しておくことが必要となる。つまり資金調達の機動性確保と多様化が重要なのである。

これに対して病院産業では、既述のように大きな資金需要の頻度が30年前後に1度程度である上、今投資しなければ大きくシェアを奪われ、それが取替えしのつかない差になるというほど、激しい競争下にあるわけでもない。したがって機動性に対する要請も、多様化の必要度も、他産業に比べ高くない。病院の資金調達は基本的にはシンプルで対応可能ということであろう。もっとも多様化しておくにこしたことはないの、それ自体を否定するものではないが、ただ機動性確保や多様化のためには、相当のコストがかかることを理解しておかねばならない。

図2 一般企業と病院の資金需要（概念図）



資料：松原由美「これからの中小病院経営」

### 3) 非営利性

わが国では病院は非営利とされ、医療法 54 条によって、医療法人が剰余金の配当を行うことは禁止され、株式による資金調達の実質的に出来ない。また、実質的に配当とみなされるものとして、医療法人が不動産（土地、建物）を賃借した時の賃借料、及び金融機関からの借入金に対する金利の支払方法において、医療機関の収益の一定割合を支払うこととするのは、通知（平成 5 年総五指九）によって禁止されている。

しかし資金調達多様化の流れの中、非営利事業に馴染みにくいスキームや資金の導入が見られるので、これについて一言触れておきたい。スキームについては後述するので、ここでは資金について考察する。それは投資ファンドとリスクマネーである。

投資ファンドとは、プロの運用家が機関投資家や一般投資家から資金を集めて、様々な対象の中から最も利益をあげると判断されるものに投資することを行動原理とする。病院は非営利で一般に低収益であるが、第五次医療法改正の項で述べたように、今後ともこの低収益構造に変化は期待しにくい。

にもかかわらず病院が営利企業を差し置いて、投資家への配当拡大のため、より利益の高いところへ投資先を求める投資ファンドの対象にされるということには、違和感を覚える。非営利だからといって利益計上が否定されるわけではない。むしろその目的とする事業の安定継続のためには、利益計上は不可欠である。ただ病院は非営利で利益獲得が目的ではないうえ、そもそも病院利益は病院事業への再投資を旨としており、極力病院外への流出は抑制されるべきものなので、こうした投資ファンドの対象とはなりにくいことは認識されて然るべきであろう。

もっともいわゆる SRI ファンド（Socially Responsible Investment 社会的責任投資）は別である。といってもそれはあくまで真の意味での SRI であって、巷間言われている抽象的理念的な SRI では意味がない。真の意味の SRI とは何かといえ、文字通り社会に貢献する事業に投資することに喜びを感じる投資家からの資金で、「場合によってはタダでくれてやってもよい」と解される資金である。たとえばその時の市場金利と比べ、半分の金利で満足するといった具体的要件で定義づけられたものでなければならぬだろう。

一方、リスクマネーはハイリスクハイリターンを求める資金をさす。そういう性格を持った資金が、資金調達多様化の名の下に、非営利である病院を対象とすることは理解に苦しむ。

金融業者がビジネスチャンスをつかんで様々な資金調達方法を考案し、市場を開拓するのは自由だが、金融に必ずしも精通していない病院経営者が、これら資金調達多様化商品を十分理解することなく利用することは、予想外の高コスト資金導入というデメリットが伴う点を認識すべきである。リスクマネーを用いた具体的利用例については、「SPC やリスクマネーを用いたスキーム」の項で詳述する。

#### 4) 資金調達多様化手法の検討

##### ①公募債

公募債とは、企業や地方公共団体などが債券を発行して、不特定多数の投資家から資金を借入れる方法である。

金融のプロではない不特定多数者から資金を集めるため、彼らを保護する必要性から証券取引法が存在する<sup>4</sup>。証券取引法では同法が適用対象とする有価証券を限定列举方式で規程しているが、従来、医療法人発行の債券はこれに該当せず、医療法人が債券を発行する場合、証券取引法の適用を受けないので、投資家保護が法的に講じられていなかった。しかし先の第 164 回国会において、医療法人においても非営利性や公益性を備えた新しく創設される社会医療法人が発行する債券は、証券取引法が適用されることとなった。

このことの意義は、投資家保護が法的に図られ、そうした新たな資金調達手段が用意された点である。利用できる病院にとっては、資金調達手段の選択肢が広がり、金融取引上のバーゲニングパワー向上にも役立ち、喜ばしいことといえる。ただ注意しなければならないのは、投資家保護が図られただけに、発行にあたっていろいろな規制がかけられ、債券発行のハードルがその分高くなったことで、発行できる病院は限られ、どの病院でも利用できるというわけではない。

公募債を発行するにあたっては、格付けを取得する、公認会計士などの第三者機関の監査を受ける、証券会社や金融機関に起債の発案から条件の設定、販売までの一切を相談する、発行後にも決算報告など定期的に情報を開示するなど、様々な手間暇やコストがかかる。そのため、発行規模が小さいとかえってコスト高となることから、公募債では一般に 100 億円程度が発行の最小ロットといわれている。ということは、多くの病院の資金需要ロットが 20 億円前後、多くても 40~50 億円程度で、また凡そ 30 年に一度の調達頻度では、公募債発行は割に合わない。

そもそも、わが国の病院のほとんどは既述のように中小企業レベルの規模・信用力であり、公募債を発行できるほどの病院はごく一部に限られている。利用可能な病院は、収益力が優れていて 500 床や 1,000 床といった大型病院か、チェーン展開している病院となるであろう。少なくともわが国の病院の大半を占める 200 床未満の中小病院にあっては、公募債発行は不向きと思われる。社会医療法人になる一番のメリットを、公募債発行とする向きもあるが、正しい理解とは言い難い（一般企業にとっても、公募債を利用できるのはごく一部の大型優良企業に限られている）。

参考までに一般産業における公募債発行企業の格付け分布状況を見ると、トリプル B もみられるが、多くはシングル A 以上、発行ロットは 100 億円以上である。これに対して、多様化の流れを受けて最近格付けを取得した病院の格付け状況をみてみよう。これらの病院は先陣を切って格付けを受けるだけに、財務内容に自信があるところと思われ、実際にわが国の病院の中でもトップ中のトップと考えられるが、それでもシングル A、トリプル B 止まりである（表 4）。

<sup>4</sup> 第 164 回国会にて、証券取引法は金融商品取引法へ包含され、平成 19 年夏より施行予定。

表 4 格付け取得病院の格付け分布状況

法人名	格付け	格付け会社
三井記念病院	A	Fitch
竹田総合病院	A-	JCR
敬愛会	A-	Fitch
カレスサッポロ	BBB	Fitch
ジャパンメディカルアライアンス	BBB	JCR
三光会	BBB	R&I
脳神経疾患研究所	BBB	JCR
祐愛会	BBB-	Fitch
徳真会グループ	BB	JCR
慶友会	BB	JCR

各種公開資料より作成

くわえて、公募債を発行できるような優良病院は金融機関の囲い込みの対象である。そのような優良病院の場合、銀行借入であれば融資に積極姿勢を示しているだけに簡単だが、不特定多数を相手にすると、上記のような費用と時間がかかり、わざわざその手間隙をかけて公募債を発行するメリットがどの程度あるかは疑問である。

なお、債券の利子を利益配当とみなす指摘や、債券購入者が病院の経営に介入する怖れの指摘が一部でなされている。しかしこれは大きな誤解である。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を有するのに対し、債券投資家の権利は、毎期の金利受取と、償還期限到来時の元本受取のみである。したがって法的に経営権に影響を及ぼさない。債券の利子は銀行借入の利子と同じ取扱であり、利益配当にも該当しない。

## ②私募債

私募債とは、特定者を対象とした債券発行による資金調達である。私募債については、公募債でみられたような縛りはないので、上記のような手間暇はかからないが、投資家（応募者）を自ら見つけ出さなければならず、中間報告や途中の金利支払いなどの管理もしなければならぬ。そもそも返済に不安のないことをプロではない購入者にどう説明するか、それが大問題である。結局理事長の友人、知人に限られてしまうのではないだろうか。しかも地域住民を対象にした場合、200万円応募してくれる住民を50人集めても1億円、100人でも2億円程度の規模である。これでは設備投資資金には足りない。まとまった額を集めようとすれば、結局は取引のある金融機関に応募を頼み、間接金融と同じこととなる。

仮に投資家が集まったとしても、応募の任意性をどう保証するかの問題が残る。

第一に、差別の可能性が挙げられる。たとえば債券を買わない場合、受診時に診療差別が生じるのではないかと疑念が生じるようでは問題である。病院職員を対象とした場合でも、債券購入いかんによって、昇給・昇進に影響すると思われるようでは応募の任意性が保たれない。

第二に、経営介入の可能性である。債券は株式と違い経営権がないが、公募債と違って投資家が少数であるだけに、償還に支障が生じれば、経営介入を招く怖れは十分に予想される。これを防ぐには特定グループや特定個人に投資家が偏らない配慮が必要とな

る。

第三は、債権保全の問題である。私募債は債券発行にあたって経営内容のチェックを公募債のように受けない分だけ、債務不履行となる可能性が増大する。保全策として取引銀行による保証をつければ、当該病院が借りられる総額がその分削減されるなど、実質的に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難しい。

2003年に社団法人日本医療法人協会より地域医療振興債の提案が出され、2004年に厚生労働省より、金銭消費貸借の形態を取り、証券取引法の適用を受けないが、実質的には私募債である医療機関債のガイドラインが出された。

既にこれらの利用実績がいくつかでている。それらをみると金額が少ないケースでは住民などを投資家対象としているが、6千万以上の調達では住民のほか銀行が、7億円を越すような金額になると銀行だけが投資家である(表4)。つまりまとまった金額となると、医療機関債といっても資金の出し手は相変わらず銀行であり、資金調達先の多様化にはつながっていない。

実際に7億円を医療機関債で調達した医療法人カレスサッポロによると、「発行手数料他管理手数料等機関債発行にかかわる費用を含めると実質金利ベースでは借入金を選択するほうがはるかに経済的<sup>5</sup>」とのことである。それでも医療機関債を発行した理由およびメリットとして、財務の優良さをアピールでき、患者、職員、取引先などに安心感を与える手段となる、職員に債券発行病院という誇りを持たせることなどを挙げている。つまり、資金調達多様化の本来のメリットではなく、副産物を発行目的としているわけである。

副産物を利用すること自体何ら問題はないが、資金調達多様化の本来のメリットを享受できているのではない点は認識しておくべきだろう。

表4 医療機関の債券発行例

発行体	ロット	利率/年	償還期間	資金使途	購入者
医療法人社団清風会	30百万円	1.50%	5年	IT化	病院の幹部職員
医療法人社団明正会	49百万円	2.00%	7年	グループホーム新築	住民
医療法人茜会	49百万円	2.00%	5年	管理システム更新	住民
特定医療法人恵済会	60百万円	1.50%	5年	新病院建築	阿波銀行、住民
特定医療法人博愛会	120百万円	1.50%	5年	電子カルテ、病院改修	栃木銀行、住民
医療法人社団カレスサッポロ	700百万円	非公表	15年	病院買収	三井住友銀行
医療法人社団三光会	1,000百万円	0.9% (変動)	5年	リハ病棟新築	東京三菱銀行など7行

資料：中井恵美子「医療機関債発行ガイドブック」じほう 2006年、およびヒアリングより作成

### ③プロジェクトファイナンス

プロジェクトファイナンスとは、融資対象となる事業を本体から切り離して、当該事業から得られる収益(キャッシュフロー)を返済財源とする、原則無担保の金融手法で

<sup>5</sup> 朝野幸一郎「直接金融に向けた取り組み 医療機関債発行事例」病院、2006年6月



ある（ただし、当該事業にかかわる資産は担保に供される）。

たとえば、すでに提供すべき担保が十分でなく、業績も芳しくない企業が、ある有望な新技術を開発し、これを事業化すれば相当な収益を上げられるというときに、事業化に必要な資金の借入を起そうとする場合を想定する。通常形態の普通借入であれば、まず担保不足を指摘されるが、企業全体の信用力と新規事業とが合わせて評価されるので、当該企業に不採算事業や莫大な借入金が存在する場合、新規事業で上げた収益が不採算事業の穴埋めや既借入金返済などに流用されると判断され、結局、借入不可となることが多い。

しかし、当該新規事業を企業本体から切り離し、当該事業から上がる収益の他への流用を禁止し、この事業化のために行った借入金の元利返済にのみ充当する措置を講ずれば、返済財源の確保が図られると判断され、たとえ無担保でも融資が可能となる。これがプロジェクトファイナンスの考え方である。

プロジェクトファイナンスを採用することが可能となれば、企業にとっては担保問題が解消するうえに、新規事業を機動的に展開できることになる。一方、銀行側にとっても、新たな融資活動の道が開けるといったメリットが生じる。

ただ、ここで借手側が承知しておかなければならないことは、プロジェクトファイナンスは貸手側にとって、融資対象となる事業の将来性に信用のすべてを託すことになるので、事業の将来性についていろいろな角度から厳密な審査が行われるほか、デューデリジェンス<sup>6</sup>といわれる専門家の調査が入るなど、当該事業について洗いざらい調査されることを覚悟しなければならない点である。また、弁護士や公認会計士などの専門家が入って、当然のことながら当該収益の他への流用を禁止する事項をはじめ、事業の円滑な遂行に障害になると想定されるリスクに備えた各種の取り決めが締結されることになる。借入後も、契約の遵守や計画どおりの進捗か否かについてモニタリングが行われることが多い。要するに経営活動に一定の枠がはめられることが多い。またこれらの過程を通じて、各種データの作成や、その提出、何回にも及ぶ経営幹部との折衝やヒアリングなどが実施される。つまりかなりの時間と労力を要することなので、事務手続きなどの負荷やコストなどを相当に要するものとなる。したがって、5～10億円程度の小規模貸付ではコスト的に見合わない。プロジェクトファイナンスはもともと、電源開発、通信施設、道路建設、ニュータウン建設といった大規模事業に用いられる大型金融手法である。

さらに、もう1つ基本的なことを理解しておく必要がある。それは普通貸付の場合でもプロジェクトファイナンスの場合でも、融資に当たって、融資先から十分な審査が実施されるはずであるが、審査は両方とも対象となる事業の将来性に着目して、そのキャッシュフローを見極めるという点では、まったく変わるところがないということである。したがって、事業のキャッシュフローの見通し判断について、普通貸付審査では「ノー」だが、プロジェクトファイナンス審査ならば「イエス」ということは、本来的にはあり

<sup>6</sup> ファイナンス対象のリスクを適正に把握するために、事前に行う一連の調査のこと。たとえば融資対象の不動産を例に挙げれば、不動産の地質、地盤、建物の強度などの物理的調査、テナントとの入居契約などの権利関係についての法的調査など、詳細かつ多角的な調査。

得ない。

ただ現実問題として、プロジェクトファイナンスのほうが審査の度合いが厳しいと思われるので、精粗による判断の違いが生ずることは考えられる。しかし、精査した結果、かえって「ノー」となることも十分に想定されるので、この点は五分五分といえるかもしれない。少なくともキャッシュフローの将来予測について、普通貸付で「ノー」と出たものが、プロジェクトファイナンスならば「イエス」となるという保証はまったくない。両者の違いは、当該事業収益をほかに流用することが可能か否か、当該事業にかかわる資産以外を担保に取るか否かである。

そのうえ、普通貸付もプロジェクトファイナンスも、所詮、将来の見通しに基づいて行われることであり、どのように審査しても絶対ということはありません。このため、プロジェクトファイナンスの場合でも、当該事業にかかわる資産が担保に供されるのを原則とする。プロジェクトファイナンスも「魔法の杖」ではないのである。これはすべての資金調達に通ずることだが、事業の採算性が根本であり、このことなくしていかなる資金調達の方法もあり得ない。また、資金調達の方法によって採算性が変わるわけではない。

さて、以上の点を理解した上で、プロジェクトファイナンスを病院の資金調達に用いる場合を検討してみよう。

病院は、特別医療法人における一部の収益事業や老人保健施設の経営を除いて、医療法の規定によって、病院事業をもっぱらとする単一事業体である。また、病院の設備投資は現行の地域医療計画のもとでは、医療機器の導入を除くと、病棟の建替え、アメニティ改善、病床転換などが主なものである。

こうした実情を踏まえて、たとえば、病棟の建替え資金を仮にプロジェクトファイナンスで調達しようとするケースを想定してみよう。

他産業であれば、プロジェクトファイナンスによる新規事業は、母体事業とはあまり関連のない事業であったり、または同じ様な事業でも全くマーケットが違っていたり、母体事業の業績が仮に良くなくても、新規事業だけはうまくいく可能性が想定される。これに対して病院の場合は、新規事業もまた病院事業である。かつ建替え病棟においても、それまでと同じ医師、看護師をはじめとした医療スタッフが働き、ほぼ同じような体制で運営される。加えて、プロジェクトファイナンスの場合でも、融資対象となった新病棟は原則担保に供されることになる。このように考えると、普通貸付、プロジェクトファイナンスの区別はほとんど意味がないことになる。

しかも先にみたように、経営状況を洗いざらい調査されるほか、手間暇がかかりコスト高となるので、相当のロットでないと見合わないことになる。もちろん、実際問題として病院の場合は規模も小さいので、先に述べた本来的なプロジェクトファイナンスに比べれば、いろいろなことが省略された簡易版プロジェクトファイナンスとなろうが、その場合でも普通貸付に比べれば、ある程度、各種事項が契約で結ばれるであろうから、将来の経営に手かせ足かせともなりかねない。

したがって、民間病院でプロジェクトファイナンスを利用できるのは、大型の新規建物増設のケース、チェーン展開しているごく一部の病院、または事業再生や不良債権処理といった後向き資金マーケットでの再生ファイナンスの分野となろう。

もっとも、巷間いわれているような病院へのプロジェクトファイナンス導入論の背景には、普通貸付のもとでの病院審査は担保に依存するため、病院の事業評価（キャッシュフロー試算）を十分に行っておらず、その結果、正しい評価を受けずに融資拒否にあって例が多いという考えに立っていると想定される。もしそうだとすれば、普通貸付の審査に問題があるのであって、これがストレートにプロジェクトファイナンスの導入につながるものではないといえよう。

#### ④ABS 証券

ABS 証券 (Asset Backed Securities) とは、特定資産 (たとえば、土地、建物、債権など) を企業全体の資産から分離し、当該資産から生じる収益を裏づけとして証券を発行するファイナンス手法である。

病院が ABS 商品を使っている例としては、既に一部の病院に導入されているように、診療報酬を債権の裏づけとして資金調達する方法である。しかし、これは一般的に額が少ないことから、主に短期資金用であり、病院の建替えのような長期資金に向いているとはいえない。

そこで長期資金用として、土地または病棟を裏づけとして資金調達する方法が考えられる。不動産証券化や REIT (Real Estate Investment Trust) である。

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 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い、その収益を投資家に分配する仕組みである。通常不動産会社によるものと異なり、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 (セールス&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 利用のメリットとして、主なものは次の 3 つが挙げられる。

第一は投下資金の早期回収とその効率的な使用である。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) に向けることができる。たとえば、A 施設を買ったとすると、通常はその負債を長期にわたり返済していくことになるが、アグレッシブな組織であれば、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。従来の不動産証券化は特定の投資家が証券を有する場合もあるので、ケースによっては債務不履行になどの場合には経営権が侵される可能性を含んでいたが、REIT で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 (それらの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、などのメリットがある) ことより、経営権が侵される危険性が極めて少ない。

一方、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、賃料の支払いが不要だが、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なため、通常は銀行借入金利よりも高くなる可能性が大きい。

以上が REIT のメリット、デメリットであるが、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い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、借主全体の信用力が重要であるが、REIT や既述の診療報酬の債権流動化といった証券化商品では、借主が持つ資産、たと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信用力（企業全体ではなく、一部の信用力）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（全体の信用力）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、この企業全体の信用力から一部の信用力を切り離して資金調達できる点にある。

しかし、病院が REIT を利用する場合には、以下の理由により、このメリットを享受しにくい。

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 1 施設にはいくつものテナントを入居させ、リスクを分散させる。1 施設 1 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撤退障壁が高い。たとえ病院側が家賃不払い陥っても、入院患者がおり、公共性の高い事業のためすぐには入院患者に出してもらうことはできない。③テナントの入替えが困難である。病院が出ていっても、施設が病院用の構造であるため、他に転用するのは難しい。このような理由により、REIT 会社側は、病院施設に対する投資には慎重である。

REIT 側からみれば、こうしたリスクを解消してくれる病院そのものが投資対象であり、言い換えれば、経営内容のいい病院にその利用は限られるといえる。

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、チェーン展開など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いえる。

結局のところ、本来 ABS 証券は企業全体の信用力に基づかず、REIT であれば一部の不動産が生み出すキャッシュフローにのみ基づいた資金調達ができる点がメリットであるが、病院の場合は既述の理由により、そのメリットが享受できず、ABS 証券にもかかわらず、企業全体の信用力に基づく資金調達にならざるを得ない。しかも、それを利用できる病院は条件の合うところだけに限られることになる。

## ⑤SPC やリスクマネーを用いたスキーム

SPC を用いた基本スキームは図 3 のとおりである。話を判りやすくするために、ここでは以下を想定している。A 医療法人が資金 30 億円を投入して病棟建替を計画したが、