

診療報酬債権流動化をめぐる現状と課題

Review of the Current Situation and Issues Regarding
the Securitization of Medical Fee Loans

堀 田 真 理

(Mari Hotta)

診療報酬債権流動化をめぐる現状と課題

Review of the Current Situation and Issues Regarding the Securitization of Medical Fee Loans

堀 田 真 理

はじめに

1. 診療報酬債権流動化の概要
 1. 1 診療報酬債権とは
 1. 2 診療報酬債権流動化のスキーム
2. 診療報酬債権流動化のメリットと課題
3. 診療報酬債権流動化によるオフバランス効果

おわりに

はじめに

医療機関における資金調達の問題は、厳しい経営状況を抱える中で、短期的な運転資金に始まり、建物の増改築や情報システムの導入、医療機器の購入といったさまざまな資金需要に対応すべく、医療機関の経営においては常に最も重要な課題である。多くの医療機関における資金調達手段は、その非営利性ゆえに、長い間そのほとんどが銀行借入や福祉医療機構を通じての借入、ファイナンスリースなど、間接金融に頼らざるを得なかった。こうした流れに、新たな資金調達手法として病院債の発行や、診療報酬債権・病院不動産の流動化（証券化）などといった直接金融による資金調達の道が拓かれたことには、当初大きな期待が寄せられた。しかしながら、こうした新たな資金調達手法に対する取組み事例は、現実には診療報酬債権流動化で100件程度にとどまっており、病院債や不動産証券化の取組み事例に至ってはほとんどないのが現状⁽¹⁾であると福永（2006a）は指摘する。

病院債については、2004年に厚生労働省から医療機関債発行ガイドラインが出され、また2007年には医療法人制度改革により社会医療法人債が導入されることとなったが、投資家保護のため、その発行条件として求められる基準は高く、結果としてこうした手法を活用できるのは信用力の高い優良な病院に限られた。

一方で、わが国においては資産流動化（証券化）市場が2000年になって急速な拡大を遂げており、医療機関においても資産流動化による資金調達を行なう上で、診療報酬債権や保有不動産を対象とした流動化の手法が取り入れられるようになったが、前述のように、それほど多くの取組み事例が存在するわけではなく、結果として医療機関における資金調達の問題は依然として解決には結びついていない。それでも診療報酬債権の流動化は、「現在もっとも実績のある直接金融のスキーム」であると福永（2006 b、P 66）は指摘する。わが国において近年、証券化が急速に進展してきたことに鑑みると、医療機関における診療報酬債権の流動化の場合には、活用する上で何

らかの特有の難しさが存在している可能性もある。本稿では、とりわけ診療報酬債権の流動化に焦点をあてて、その基本的な仕組みを整理し、これまでの取組みの実態を概観するとともに、期待される効果や一方で明らかになってきた課題などについてまとめる。

診療報酬債権の流動化について、参照となる先行研究は少なく、福永（2006b）において詳細な整理がなされている。ここでも債権流動化の本来の目的は、診療報酬債権というきわめて優良な資産を病院の経営とは切り離すことにより、オフバランス効果が期待できる点であることが強調されているが、拙稿（2005）において指摘したように、理論的な観点からは必ずしもオフバランスによる財務改善効果が、どのような状況下においても得られるとは限らない。本稿ではこの点について、拙稿（2005）で取り上げた矢口（2002）のモデルを再度、提示することにより、診療報酬債権流動化におけるオフバランス効果について理論的な観点から再検討する。

なお、「流動化」と「証券化」とは厳密に区別されることなく同義で用いられることも多いが、本稿で念頭においている診療報酬債権流動化は、何らかの仕組みを利用して証券発行を伴う形での、「証券化」を意味するものである。

1. 診療報酬債権流動化の概要

1. 1 診療報酬債権とは

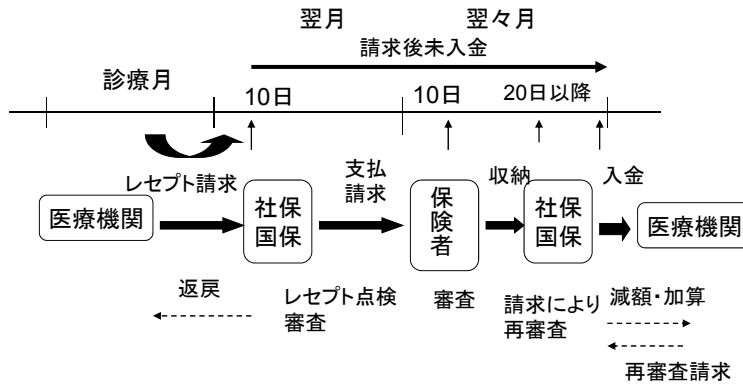
「診療報酬債権」とは、「病院が審査支払機関の社会保険診療報酬支払基金（以下、社保）・国民健康保険団体連合会（以下、国保）経由保険者に請求中の保険診療報酬（売掛金）」である（福永2006b、P66）。診療報酬債権を流動化する目的は、こうした債権を医療機関が特定目的会社（SPC）や信託銀行などに譲渡することにより、未収の医業収益を早期かつ確実に回収することである。

保険医療機関は、患者から窓口で診療のつど診療報酬額のうち自己負担分に相当する金額（通常は3割）を現金で回収するが、残りの約7割相当の診療報酬分については診療月の翌月になってから、診療報酬請求の明細書（レセプト）を提出して医療保険の保険者に請求する。このとき提出されたレセプトは、社保や国保で点検され、査定後に保険者へ支払請求がなされ、保険者から社保や国保を経由して、最終的に医療機関へ支払がなされる⁽²⁾。したがって医療機関において未収の医業収益分が現金化されるのは、診療月の翌々月末になってからであり、(図1)に示すように、約2ヶ月半（請求後約50日間）にわたり現金化できずに診療報酬債権として保有することになる。保険診療を中心とする多くの医療機関の場合、収入の大部分がこの診療報酬から成り立っており、それゆえ診療報酬債権は、医療機関にとっては保有する資産のうちでも経営に直結する最も重要な位置づけを占めている。

こうした診療から請求、受取り（回収）までの過程から、診療報酬債権は、診療も請求も済んでいる確定債権、診療済みではあるが未請求の債権、未診療である将来債権の3つに分けることができる。支払いの確実性から診療報酬債権流動化の対象となるのは、主に確定債権である⁽³⁾。

このように診療報酬債権はいわば売掛債権であるが、一般企業などのような通常の売掛債権と大きく異なるのは、とりわけ確定債権に関しては、確実に回収可能な優良

(図1) 診療報酬の請求から支払までの流れ



債権であるという点である。たとえば日本格付研究所は、診療報酬の審査支払機関である社保や国保については、国民皆保険制度を前提に、国に準じた信用力を有するものであると考えており、診療報酬債権の支払確実性についても、「同等の格付けの付与が可能である」と判断している⁽⁴⁾。証券化はあくまでも将来のキャッシュフローが確実に期待できる優良な資産を対象とすることに意義があり⁽⁵⁾、そうした点からはこうした優良資産である診療報酬債権の流動化は、その効果が十分に期待されるものでもある⁽⁶⁾。

ただし、診療報酬では、不正請求のリスク⁽⁷⁾や、返戻、減点による減額の希薄化リスクが存在する。特に希薄化リスクは、経常的に発生するものである。それゆえ証券化の仕組みにおいては、医療機関のスクリーニングや信用補完水準の設定など、格付会社により、こうしたリスクを考慮した格付がなされている⁽⁸⁾。

1. 2 診療報酬債権流動化のスキーム

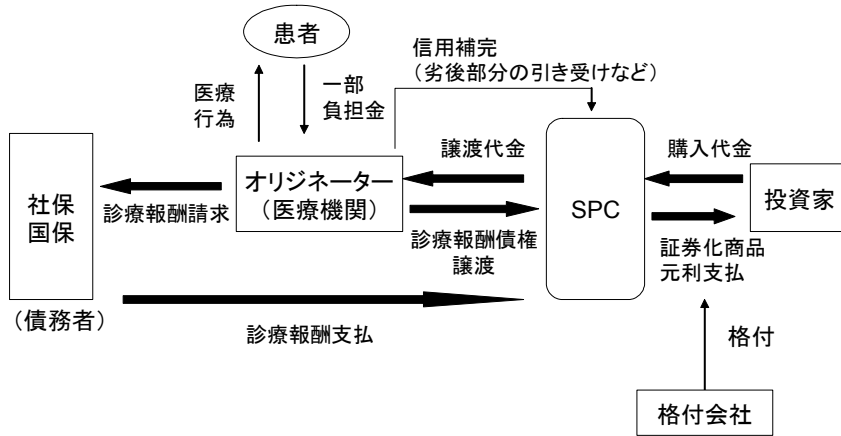
これまでに診療報酬債権の流動化として活用されているスキームとしては、①ABS（資産担保証券）発行方式、②ABL方式、③信託受益権譲渡方式の3つがある。この他にも、従来から流動化の手法として活用されてきた方法には、病院がファクタリング会社に診療報酬債権の一部を譲渡することで早期に現金化する「ファクタリング」という手法もあるが、こうしたファクタリングは、単に早期に現金を確保するための手法であり、本稿で焦点をあてている何らかの仕組みを利用するものとは異なる。

① ABS（資産担保証券）発行方式

証券化本来の基本的な仕組みはこの方法であり、オリジネーター（診療報酬債権の原保有者）である医療機関が保有する診療報酬債権を特定資産の債権発行のみを目的に設立された特定目的会社（SPC）へ譲渡し、SPCが譲渡された診療報酬債権を裏付けに証券を発行して投資家に販売する方法である。（図2）⁽⁹⁾

こうした証券化のメリットは、オリジネーターが資産として保有する債権を、証券

(図2) ABS発行方式による診療報酬債権流動化のスキーム



化によりオリジネーターの信用とは切り離すことができるために、そうしたオフバランスによる財務改善効果とともに、その資産が優良なものであればあるほど、低コストでの資金調達が可能になることである。この点、前述のように診療報酬債権は信用度の高い優良債権であるために、投資家に対しても販売しやすく、この資金調達の上でのメリットが期待されるものでもある。このように、診療報酬債権自体は優良債権ではあるが、証券化においては多くの場合、さらに優先劣後構造とよばれる信用補完の仕組みが取り込まれる。すなわち、元利償還原資を優先部分と劣後部分に分割してリスクやリターンの異なる商品をつくり、より安全で高格付が付与された優先部分を投資家に販売し、多くは残りの劣後部分を病院などのオリジネーター自身が引き受けることで投資家を保護する。SPCが取得する優先部分の割合を高めることで、より資金調達コストを低くできるのである。

福永（2006b）によれば、わが国におけるABS発行方式による診療報酬債権流動化は、1998年に当時の三井住友海上火災保険が開発した仕組みであり、SPCが個別の医療機関から譲渡された診療報酬債権でファンドをつくり、その約8割に相当するCPを発行して資金調達を行なう方式であったが、「信用補完システムとしてCP発行額を上回る請求診療報酬債権額と三井住友海上保険（株）の保証裏付けが考案されている独自のスキーム」であったという（P67）。CPの元利支払は診療報酬債権という優良債権であることに加えて、格付会社による格付も付与されており、この診療報酬債権を裏付けに発行されたCPは、個々の病院の経営からは完全に分離され、銀行の借入金利よりも低コストでの資金調達が可能となるものであったことが指摘されている。

② A B L (Asset Backed Lending) 方式

基本的な仕組みはA B S方式と同様であるが、この方式では、銀行が証券化のスキームに関与することになる。すなわち、銀行が設立したS P Cに、診療報酬債権を病院経営から切り離して譲渡するが、このとき、S P Cは資産担保証券を発行して投資家から資金調達を行なうのではなく、銀行からその買取資金を借り入れるという方法である。A B S発行方式や後述の信託受益権譲渡方式では、購入する投資家の存在が前提となるが、このA B L方式によれば、銀行からの借入によって資金調達が容易になるというメリットがある。

実際にも、S P Cを通じた証券化に銀行が積極的に取り組んでいる事例としては、北洋銀行による診療報酬債権流動化のケースがあり、2006年度末で同行が扱っている北海道内の病院は16病院、金額にすると診療報酬債権の流動化は前年度末の4.6倍にあたる106億円にも増えたという⁽¹⁰⁾。銀行がこうした流動化にかかわることで、銀行側にとっても手数料と金利収入が得られる一方、病院側にとっては、債権の切り離しによる財務体質の改善が期待できる。北洋銀行が実際に取り組んだA B L方式の事例としては、日本格付研究所の公表によると⁽¹¹⁾、たとえば以下のようなものがある(表1)。いずれのケースにおいても、優先劣後構造がスキームの中に取り入れられており、格付としても短期格付としては最も高い「J-1」を取得している。しかしながら福永(2006b)は、この方法が最近になって地域金融機関を中心に多くみられることについて、「わざわざS P Cを設立し、譲渡資産に格付取得作業を付加することに病院・銀行双方にどのようなメリットがあるのかわからない」と指摘している(P68)。

(表1) 北洋銀行による診療報酬債権流動化(A B L方式)の取組み例

資産証券化商品	保険診療報酬債権 A B L 10-09	保険診療報酬債権 A B L 10-11	保険診療報酬債権 A B L 10-11
オリジネーター	北海道所在のJ病院 (小規模)	医療法人社団杏和会	医療法人社団旭豊会 (旭川三愛病院)
A B L 実行金額	110,640,887円	42,850,959円	70,000,000円
劣後金額	27,660,223円	18,364,697円	40,996,102円
原資産の額	138,301,110円	62,215,656円	110,996,102円
社保分	27,483,731円	14,370,483円	21,117,305円
国保分	110,817,379円	46,845,173円	89,878,797円

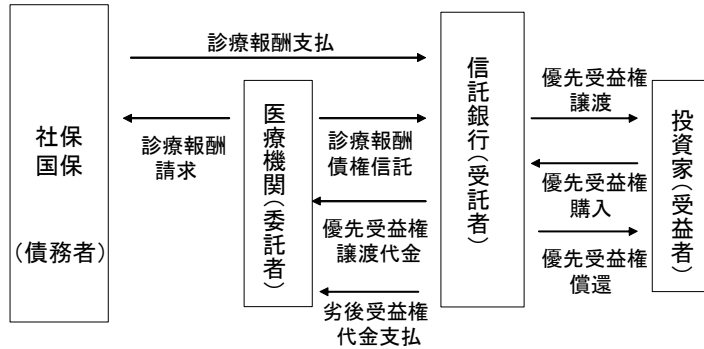
※いずれもS P Cはプログレス・ファンディング・コーポレーション、アレンジャーは北洋銀行

(出所) 株式会社日本格付研究所の「News Release」2010年9月22日、

11月18日、11月22日をもとに作成

この他にもスルガ銀行や千葉興銀など診療報酬債権の流動化に取り組んでいるケースは増えており⁽¹²⁾、とりわけ地方銀行ほど、こうした債権流動化に積極的である。地域密着型の金融取引をめざす地方銀行にとっては、地域医療を支えていくことにもつながる。

(図3) 信託受益権譲渡方式による診療報酬債権流動化スキーム



(出所) 武田・岩瀬(2006)、P34

③ 信託受益権譲渡方式

信託受益権譲渡方式は、信託銀行が診療報酬債権を一括してオリジネーターである医療機関から信託財産として受け入れ、それに裏付けられた信託受益権を発行して投資家に販売し、資金調達を行なう方法である。この方法を用いて資金調達を行なった事例が京都市の武田病院グループである。武田病院グループが1998年9月に始めたこの取組み⁽¹³⁾は、全国の病院の中でも診療報酬債権流動化の最初の取組みであったとされる。この事例では、流動化の対象とする債権は国民健康保険の診療報酬請求分のみ⁽¹⁴⁾として信託銀行に信託し、信託受益権を優先部分と劣後部分に分割して優先部分を投資家に販売し、残りの劣後部分を病院が保有するという仕組みになっている(図3)。武田・岩瀬(2006)によると、具体的には80%程度の優先部分は請求後2日～5日以内に受け取り、劣後部分については返戻や査定による減額分を精算して、通常の入金時に受け取る手法であったという。

武田(2001)は、この方式による資金調達のメリットについて、もともとのメインバンクを信託銀行とする信託方式であったため、メインバンクと病院との信頼関係のもとで取引コストの節約などにもつながり、メインバンクとの関係もより強いものとなったこと、またこの方式によって調達した資金を、金利が高いときの借入金返済に充てたことで、病院にとってのコスト削減につながったことなどを指摘している。一方で、デメリットとしては、信託期間がきわめて短いため、流動化の手続きを毎月行なう必要があったことや、毎月の請求額が変動することにより、調達できる資金額も確定しない点を挙げており、後者の問題についてはその後の証券化スキームにおいて、信託方式からSPCへの譲渡方式に変更し、流動化比率を約85%で固定化した金額とする方式に改めている。しかしながら信託銀行でも金額の固定化への対応が可能であることから、最終的には再び信託方式で流動化を行なっている(表2)。

(表2) 武田総合病院グループにおける診療報酬債権流動化スキーム

	1998年9月 ～2003年11月	2003年12月 ～2004年11月	2004年12月～
手法	信託受益権譲渡方式	S P Cへの債権譲渡方式	信託受益権譲渡方式
対象債権	国保の診療報酬	国保と社保の診療報酬	国保と社保の診療報酬
流動化比率	85% (金額変動)	約85% (金額固定)	約85% (金額固定)
譲渡先	投資家	S P C	S P C

(出所) 武田・岩瀬 (2006) をもとに作成

こうした信託方式による診療報酬債権流動化の事例としては、この他にも2005年3月から開始された財団法人竹田総合病院（福島県会津若松市）のケースがある。財団法人下の竹田総合病院と山鹿クリニックの診療報酬債権を、あおぞら信託銀行に譲渡し、東邦銀行にその受益権を転売するスキームであり、あおぞら信託銀行がこの債権を裏付けとして発行した優先受益権には、日本格付研究所から短期格付としては最上位の「J-1+」が付与されているという⁽¹⁵⁾。これによって、請求後、約1週間ほどで現金化できることになった。この事例でも明らかのように、とりわけ信託方式による場合には、優先受益権と劣後受益権に分割することで、優先受益権の部分については高い格付が取得可能であり、そうした高い信用力を背景に、低利での資金調達が可能であるというメリットがある。前例の武田総合病院の場合には、こうした信託方式のメリットに加えて、メインバンクが信託銀行であったことも、メインバンクとの信頼性強化という点で大きな利点であった。

2. 診療報酬債権流動化のメリットと課題

これまで実際にも行なわれてきた診療報酬債権流動化の事例を通じて、こうした資金調達手法のメリットとしては、次のようなことが指摘される。

まず、福永（2006b）が指摘するように、債権流動化本来の目的は、オフバランスによるROEの上昇やROAの改善といった財務改善効果であり、医業未収金をオフバランス化することで、こうした財務改善効果が得られれば、銀行借入よりも低コストでの資金調達が可能となる。もっともこうしたオフバランス効果は、証券化のメリットとして診療報酬債権の場合に限らず指摘される点である。前例の武田総合病院のケースでも、結果としてこうした証券化により、低コストでの資金調達が可能になるとともに、それによって得られた資金を高金利時代に借り入れた融資の返済に充てることで、病院としてのより大きなコスト削減につなげることが出来ていた。

また、こうした低コストでの資金調達が可能となるのは、診療報酬債権という信用度の高い優良債権を裏付けに、証券化という手法を用いることによって病院経営とは切り離すことができるためでもあった。支払いが確実化している優良債権であることは、証券化による資金調達をより容易、かつ有利なものとすることができる。武田（2001）でも指摘されていたように、医業収入のほとんどを占める診療報酬債権を早期に現金化し、前もって毎月確保できることで、安定的な資金調達が可能になる。

松原（2001）は、診療報酬債権がきわめて信用度の高い優良資産であるため、「原

則として病院自体の信用度にあまり左右されず、基本的にどの病院も利用できること」

(P 29) を診療報酬債権流動化の特徴のひとつに挙げている。早期の現金化は、新たな資金調達ではないものの、武田 (2001) が指摘するように、最初の流動化で動いた資金を有効に運用して活用することで、その後の資金調達に有利となる良いサイクルを創り出すことができる。

一方で、多様化した資金調達方法のひとつとして注目されつつも、実際に活用されていく中で明らかになってきた問題点も指摘されている。福永 (2006 b) は、現実の取組み事例においては、経営不振となった病院において、銀行借入が困難になり、最終的な資金調達手段としてこうした診療報酬債権流動化を利用する場合がみられることについて、「診療報酬債権流動化のスキームは、担保なしで資金調達ができるという取組みやすさ故に、資金繰りでの in the last resort (最後の手段) として駆け込む病院層を潜在的に含有していることには注意が必要」である (P 69) として警告している。同様の指摘は松原 (2001) においてもなされており、「診療報酬債権は病院にとって収入のより所であり、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」であり、「前向きで一時的な使用には債権流動化は有効な手段」ではあるものの、「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」(P 29) としている。武田総合病院のケースにおいても、武田 (2001) は、資金繰りに困ってこの手法を利用したのではないことを明らかにしていた。

また診療報酬債権流動化スキームの構造的な問題点として、福永 (2006 b) は、1ヶ月単位のきわめて短期間における1つの病院の診療報酬請求額のみでは、金額の規模が小さく、保証料や手数料などの証券化に必要となる諸費用を考慮すると、かえって資金調達コストが高くなることを指摘している。そのため、実際には同じ病院経営グループなどの複数の病院でファンドを組む必要があり、こうした点を考慮すると、コスト面での証券化のメリットが享受できるのは、ある程度の規模の病院グループに限られる可能性もある⁽¹⁶⁾。ABL方式の場合のように、銀行をはじめとする金融機関が証券化に関与することは、多くの医療機関によるファンド形成を容易にさせることにもつながる。このように、診療報酬債権の流動化では、調達できる資金額が小さいことから、一度に多額の資金調達を行なうことは困難であり⁽¹⁷⁾、長期資金というよりは、短期の資金調達に限られてしまう。それゆえ、「資金調達のスキームとしてそれほど魅力は感じない」とする否定的な見解も存在する(「フェイズ・スリー」2005年第248号、P 35)。

この他にも、診療報酬債権流動化のデメリットや課題としては、一度この方法を取り入れると資金不足を避けるために継続してこの手法を維持していかなければならないこと、1ヶ月ごとの譲渡契約になるので、毎月の手続きが必要となって煩雑である点、メインバンクの理解が必要であることなどが挙げられる。

3. 診療報酬債権流動化によるオフバランス効果

前章において、診療報酬債権流動化の場合にも、債権をオフバランス化することにより、バランスシート上の財務指標を改善できる点がこの手段を活用することのメリ

ットとして指摘されていることを述べた。しかしながら、拙稿（2005）においては、このオフバランス効果について、必ずしも証券化によってそのメリットが享受できるとは限らない可能性を矢口（2002）の分析を通じて示唆している。以下では、再度、拙稿（2005）にしたがってこの分析を取り上げ、診療報酬債権流動化のオフバランス効果について理論的な観点から再検討してみたい。

拙稿（2005）においては、オリジネーターが所有する資産はすべて不動産であると仮定していたが、ここでは診療報酬債権と病院不動産の2種類から成るものと仮定する。すなわち、資産総額Aのうち、診療報酬債権の占める割合はtであり、残りの(1-t)の割合を不動産として保有しているものとする。診療報酬債権については、収益率 α が期待でき、不動産については収益率 γ が得られるものと仮定する。矢口（2002）が提示したこのモデルの特徴は、このような収益率の異なる2つの資産を仮定していたところにあった⁽¹⁸⁾。証券化が行なわれる前、オリジネーター（病院等）のバランスシートは次のようであるとする。

証券化前のバランスシート

診療報酬債権 t A (収益率 α)	負債L (負債利率 β)
病院不動産 (1-t) A (収益率 γ)	自己資本K

オリジネーターが保有している負債の支払利率を β とすると、以上の状況から、このオリジネーターの事業利益と経常利益はそれぞれ、

$$\alpha t A + \gamma (1-t) A, \quad \alpha t A + \gamma (1-t) A - \beta L$$

と表される。よって、オリジネーターの総資産利益率 (ROA)、自己資本利益率 (ROE)、自己資本比率 δ は、それぞれ、

$$ROA = \alpha t + \gamma(1-t)$$

$$ROE = \frac{\alpha t A + \gamma(1-t)A - \beta L}{K}$$

$$\delta = \frac{K}{A}$$

となる。ここで資産のうち、t Aにあたる診療報酬債権の全額について、ABS方式により、SPCを設立して譲渡し、証券化すると考える。このときオリジネーターはSPCが受け取る売却額t Aのうち、一定割合sを負債の返却にあて、残りの(1-s)の割合をSPCに出資する。優先劣後構造においては、この部分がオリジネータ

一による劣後部分の引き受けになると考えられる。したがって、このような証券化を行なった場合、証券化後のオリジネーターとSPCのバランスシートは次のようになる。

(証券化後のバランスシート)

オリジネーター (病院等)		SPC	
病院不動産 (1-t)A (収益率 γ)	負債 L-s t A (負債利率 β)	オリジネーターからの譲渡額	発行証券 s t A (支払利率 r)
t A-s t A	自己資本K	診療報酬債権 t A (収益率 α)	オリジネーターからの出資分 (1-s) t A

SPCが証券化によって発行する発行する証券の支払利率を r とすれば、SPCの経常利益は

$$\alpha t A - r s t A$$

となり、またオリジネーターの事業利益と経常利益はそれぞれ、

$$\gamma (1-t) A + t A (\alpha - r s),$$

$$\gamma (1-t) A + t A (\alpha - r s) - \beta (L - s t A)$$

と表されることになる。よって、これらの結果から証券化前と同様にして、証券化後の総資産利益率 (ROA[^])、自己資本利益率 (ROE[^]) および自己資本比率 δ [^] がそれぞれ求められることになる。このモデルでは、SPCが譲渡された債権を裏付けに証券を発行するABS方式を仮定しているが、ABL方式であればSPCのバランスシート上の発行証券部分を、借入利率を r とする銀行からの借入 (負債) になると考えれば、以下同様の議論が成り立つ。

以上の結果から、それぞれについて証券化前と証券化後の財務指標を比較することにより、拙稿 (2005) で述べたように、以下のような結果が導かれた⁽¹⁹⁾。

(結果1) 自己資本比率 δ は証券化によって上昇する。

(結果2) 証券化によるROEの変化は、オリジネーターが保有している負債の利率 β とSPCが発行する証券の支払金利 r との大小関係によって異なる。すなわち、SPCが発行する証券の支払金利 r のほうが低ければROEは上昇するが、逆に高ければ下落する。

(結果3) 証券化によるROAの変化は、証券化した資産 (診療報酬債権) と、そのまま保有し続けている資産 (病院不動産) との加重平均利回り $t\alpha + (1-t)\gamma$ と、SPCが発行する証券の支払金利 r との大小関係によって異なる。すなわち、資産の加重平均利回りが高ければROAは上昇するが、逆に低い場合には下落する。

(結果1) から明らかなように、確かに証券化により自己資本比率は改善するもの

の、(結果2)、(結果3)が示すようにROEやROAといった指標は、証券化によるオフバランス効果により必ずしも改善するとは限らないことが分かる。すなわち、証券化の効果は、SPCが発行できる証券の支払金利 r の水準に大きく依存しており、それだけ格付取得に影響される可能性も高い。(結果2)から分かるように、高い格付を取得することによって、保有している銀行借入等の借入利率よりも低コストでの資金調達が可能になるのであれば、ROEは上昇するが、そうでない場合には必ずしもROEを改善できるとは限らない。ただし前述のように、実際の取組みにおいては、診療報酬債権は優良資産であることから、高格付を取得できていた場合が多く、そうした点からは、他の資産を証券化する場合と比較して、診療報酬債権の流動化がROEの改善につながる可能性は高い。

またROAについては、(結果3)をふまえば、こうした調達金利とともに、他方で診療報酬債権と病院不動産の加重平均利回りも問題になる。福永(2006c)は病院不動産に関し、同様の証券化の取組みが進展しない点について、病院不動産には家賃や地代収入がなく、実際に試算が行なわれたいくつかの病院の利回りをみても、病院不動産に期待できる収益率は低いと指摘している。そうであるならば、オフバランス効果を目的として加重平均利回りを高めるためには、診療報酬債権の収益率を高める必要がある。診療報酬債権は、診療報酬そのものが公定価格によるものであるため、個々の病院が直面する価格の影響差はないものの、材料費や人件費などのコスト削減努力により、いかに収益率を高めることができるのかが財務改善効果に影響を与えるであろう。また、診療報酬の改定による政策的な影響に左右されてしまう可能性もある。これまでのような診療報酬の引き下げが続く状況下では、収益率の低下ゆえに、証券化の手法がオフバランス効果の観点からみて、必ずしも有効な手段とはなり得なかった可能性も考えられる。2010年の診療報酬改定では、全体としてプラス改定に転じたものの、そのメリットを享受できた病院と、そうでない病院との格差が広がりつつある⁽²⁰⁾など、証券化によって期待される財務改善効果も個々の病院によって異なると考えられる⁽²¹⁾。

いずれにしても、診療報酬債権の流動化によるオフバランス効果のメリットは、いかなる病院においても必ずしも期待できるものではないことが、この分析を通じて示唆される。

おわりに

本稿では、医療機関における新しい資金調達手法のひとつとされる診療報酬債権の流動化に焦点をあてて、その基本的な仕組みや問題点を整理した。診療報酬債権は、きわめて信用度の高い優良債権であるため、証券化の仕組み上は資金調達をより容易かつ有利なものとするができる。すなわち、証券化に適した債権であるといえる。しかしながら、1ヶ月単位のごく短期間の債権であり、1つの病院の診療報酬請求額のみでは金額の規模が小さく、コスト面での証券化のメリットを享受しにくいという構造的な問題点がみられた。早期の現金化は、単に短期的な資金繰りの調整手段であって、病院が本来必要としている資金需要のニーズを満たすものとなり得るのかどうか、難しい部分がある。当然ながら、福永(2006b)や松原(2001)が指摘していた

ように、経営不振となって資金繰りが困難となった状況下において、診療報酬債権の流動化を安易に利用することは、かえって病院側にとってコスト高につながるだけでなく、証券化市場の健全な発展を妨げることにもなってしまふ。

また、債権流動化本来の目的であるとされるオフバランス効果について、証券化により必ずしも財務指標の改善効果が得られるとは限らないことが理論的にも示唆された。証券化の効果は、SPCが発行できる証券の金利水準に大きく依存しており、それだけ格付取得に影響される可能性も高い。一般に証券化は、オリジネーターの信用力とは切り離して、証券化の裏付けとなる債権のみに基づいた資金調達を可能とするものであり、診療報酬債権はきわめて優良な債権であるために、実際の取組み事例では高格付が取得できていた。しかしながら、診療報酬債権の証券化商品格付においては、オリジネーターの信用力にある程度連動した格付が実際には行なわれており、オリジネーターである病院等の経営状況は格付にも影響を与えてしまふ⁽²²⁾。

こうした格付の影響を受ける調達金利の問題とともに、診療報酬債権から期待できる収益率もオフバランス効果に影響を与えるものであり、個々の病院による経営努力のみならず、診療報酬改定による政策的な影響にも左右され得る。いずれにしても、証券化によるオフバランス効果のメリットは、どのような病院においても必ずしも期待できるものではないことが、理論的な観点からも示唆された。結局のところ、こうした診療報酬債権の流動化が有利な資金調達手段として活用できるのも、比較的大規模な一部の優良病院に限られてしまうというのが現状であり、実際にもこれまで取組み実績の増加につながってこなかった要因でもある。

こうした一方で、中小病院に焦点をあてた診療報酬債権流動化の動きもみられる。たとえば新生銀行が2004年10月に株式会社アイロム、株式会社日本メディカル・パートナーズと共同で開発したプログラムでは、これまで大規模な優良病院や企業立病院に偏りがちであった診療報酬債権の流動化を、「少額の診療報酬債権であっても数をこなすことで安定した収益の獲得」（「フェイズ・スリー」2005年第248号、P39）をめざし、中小規模の医療機関にも提供可能なものにしたという。このような取組み事例のように、金融機関が、中小規模の病院に対しても積極的に診療報酬債権流動化の仕組みを提供できるような環境整備をしていくことで、高い格付を獲得することも容易となり、こうした資金調達手法が利用しやすいものとなって広がっていく可能性も考えられる。松原（2001）が、診療報酬債権流動化の特徴のひとつとして指摘していたように、診療報酬債権はきわめて信用度の高い優良債権であるために、証券化本来の仕組みからすれば診療報酬債権の流動化は「病院自体の信用度にあまり左右されず、基本的にどの病院も利用できる」（P29）資金調達手法である。また、短期的な資金に限られるものの、武田（2001）が指摘していたように、最初の流動化で動いた資金を有効に運用して活用できることは、診療報酬債権流動化のもたらす大きなメリットである。いまだ課題も多く取組み事例は少ないものの、どのような病院にとっても利用可能なはずである、こうした資金調達手法を、健全な形で広く活用できるような環境が今後整っていくことを期待したい。

【注】

- (1) 病院不動産の証券化の事例としては、札幌中央病院や医療法人脳健会、北斗病院などのケースがある。病院不動産の証券化が進展しないのは、病院不動産には家賃や地代収入などがなく、高い収益率が期待できない点にある、と福永（2006c）は指摘する。
- (2) 福永（2006b）によると、社保や国保には一月分相当の国民医療費にあたる約2.5兆円が5～10日間滞留することになるという。
- (3) 将来債権まで含めて流動化を行うことでまとまった多額の資金調達が可能となった特殊な事例としては、2004年12月の徳洲会グループのケースがある。また、武田・岩瀬（2006）で指摘するように、1998年9月からわが国でいち早く診療報酬流動化に取り組んだ武田病院グループでも、「翌月の請求見込額も含めた2ヶ月分の一括流動化」（P35）などの提案が検討されている。
- (4) 株式会社日本格付研究所ホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）「診療報酬債権」より。
- (5) 拙稿（2005）においては、不良債権の証券化について検討したが、現実にはその構造や事例から不良債権証券化の実現可能性が示されるものの、理論的な観点からは、不良債権の場合、必ずしも証券化が有効な手段とはなりえないと結論づけている。
- (6) 格付投資情報センター『R&Iレーティング情報』（2005年3月号）においても、診療報酬債権は国の信用力に裏付けられた優良な売掛金であり、十分に証券化の対象になりうるということが指摘されている。
- (7) 多くは施設基準を満たすための人員配置に関する不正である。
- (8) 株式会社日本格付研究所ホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）「診療報酬債権」によると、不正請求のリスクについては事務体制が適正かどうか、施設基準を充足しているかどうか、信用不安や資金繰り難に陥っていないかどうか、などについてスクリーニングを行い対応しているという。また希薄化リスクについては、返戻率や減点率などのヒストリカルデータに基づきストレステストをおこなって、目標とする格付に相当する超過担保を設定することで対応しているという。
- (9) 株式会社日本格付研究所ホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）「診療報酬債権」によると、「基金等による医療機関への診療報酬の支払いは、保険者からの診療報酬収入を原資として行う形態をとっているため、診療報酬債権の債権者が誰であるのかが問題となるが、この点、1973年12月20日の最高裁判決では、基金等が診療報酬債権の債務者となることを明らかにしている」という。
- (10) 日経金融新聞2007年4月12日の記事による。なお、とりわけ北洋銀行は債権流動化の取扱い実績が伸びており、2008年3月で診療報酬債権や売掛債権の流動化累計額は1000億円に達しているという（日本経済新聞地方経済面2008年4月16日）。
- (11) 株式会社日本格付研究所の「News Release」2010年9月22日、11月18日、11月22日による。
- (12) 日経金融新聞2005年2月1日、2007年1月24日などの記事による。
- (13) 当時、医療法人財団康生会武田病院（京都市下京区、一般300床）と医療法人医仁会武田病院（京都市伏見区、一般500床）において、この取組みが開始されたという。武田（2001）によると、売上規模では康生会が月に6.5億～7億、医仁会が8.5億～9億であったという。
- (14) 武田・岩瀬（2006）によると、当初のスキームでは国民健康保険の診療報酬のみとして

いたが、その後は、社会保険診療報酬も加えられ、現在は両方が対象債権とされているという。

- (15) 日経金融新聞2005年3月15日の記事による。なお、日本格付研究所による直近の「News Release」2010年11月15日の公表でも、現在も新規の信託受益権について「J-1+」の格付をしていることが示されている。返戻や査定減が少ないことが評価されたという。この公表によると、優先受益権の発行額は973,739,602円、劣後比率は20%であるとしている。
- (16) 福永(2006b)によると、メリットが期待できるABSの発行額は少なくとも5億円以上は必要であり、年間の医業収益から考えると、およそ700床以上の病院が対象になるという。
- (17) 日経金融新聞2005年2月16日の記事によると、医療法人最大手の徳洲会グループが2004年12月に、将来にわたる診療報酬債権と、医療施設などの不動産も含めて全事業を一括して証券化し、2000億円の資金調達を行ない、20年にわたる長期資金を調達したという。これは異業種も含めて最大規模の証券化であった。しかしながら、この事例は、徳洲会のような大規模病院ゆえに可能であったものであり、一般化は難しいとみられている(「フェイズ・スリー」2005年第248号、P35)。
- (18) 拙稿(2005)ではこの点を、資産の一部が不良債権となる場合の分析に用いた。
- (19) これらの結論の具体的な導出過程については矢口(2002)を参照のこと。
- (20) 日本医療事務センターがまとめた病院経営アンケートによると、2010年の診療報酬プラス改定により、病院規模別では100床未満の病院は40.2%で入院による収益増が見込まれたのに対し、500床以上の病院では89.4%で増加しており、規模が大きい病院ほどプラス改定の効果があったことが分かるという(日経産業新聞2010年12月6日)。
- (21) 井上・三崎(2010)の分析によると、2008年度における病院グループ別のROAをみても、たとえば徳洲会グループは4.6%と高い水準であるのに対し、証券化をおこなっている武田病院グループでは-4.7%と低い水準である。
- (22) 格付投資情報センター『R&Iレーティング情報』(2005年3月号)による。格付会社にとってオリジネーターの経営状況把握が重要なのは、診療報酬債権の場合には不正請求リスクが存在しており、こうした不正請求はオリジネーターの経営が困難な状況下において行なわれやすいためであるという。

【参考文献】

- 井上貴裕・三崎綾子(2010)「病院グループの戦略的経営」『医療経営白書』, 日本医療企画, pp. 295-304.
- 武田隆久(2001)「診療報酬請求債権の流動化による資金調達」『病院』第60巻第3号, 医学書院, pp. 45-48.
- 武田隆久・岩瀬浩一(2006)「診療報酬債権流動化による資金調達」『病院』第65巻第6号, 医学書院, pp. 33-35.
- 日本医療企画(2005)「検証 診療報酬債権の流動化」『フェイズ・スリー』第248号, 日本医療企画, pp. 34-39.
- 福永肇(2006a)「病院ファイナンスの鳥瞰図と新しい資金調達方法の位置」『病院』第65巻第8号, 医学書院, pp. 64-67.
- 福永肇(2006b)「診療報酬債権流動化スキーム」『病院』第65巻第9号, 医学書院, pp. 66-71.

- 福永肇 (2006c) 「診療報酬債権譲渡担保融資・保証, 不動産流動化 (REIT), 病院全事業証券化, PFI」『病院』第65巻第10号, 医学書院, pp. 59-63.
- 堀田真理 (2005) 「不良債権証券化の効果」『経営論集』第64号, 東洋大学経営学部, pp. 59-78.
- 松原由美 (2001) 「わが国の病院における新たな資金調達の可能性」『病院』第60巻第3号, 医学書院, pp. 28-34.
- 矢口和宏 (2002) 「不動産証券化の財務指標と不良債権処理に与える影響」『LDI レポート』第134号, ライフデザイン研究所, pp. 31-47.
- 格付投資情報センター (2005) 「診療報酬債権の証券化商品格付けのポイント」『R & I レーティング情報』2005年3月号, 株式会社格付投資情報センター, pp. 44-49.
- 日経金融新聞 2005年2月1日、2月16日、
2007年1月24日、4月12日.
- 日経産業新聞 2010年12月6日.
- 日本経済新聞地方経済面 2008年4月16日.
- 株式会社日本格付研究所ホームページ (http://www.jcr.co.jp/rat_stru/pdf/k_04.pdf) 「診療報酬債権」(最終更新日: 2007年5月11日) .
- 株式会社日本格付研究所ホームページ (<http://www.jcr.co.jp>) 「News Release」2010年9月22日 (10-S-0189)、11月15日 (10-S-0270)、11月18日 (10-S-0258)、11月22日 (10-S-0264).
(2011年1月11日受理)