

再考—診療報酬債権流動化について

Reconsidering the Securitization of Medical Fee Receivables

堀 田 真 理

1. はじめに
2. 診療報酬債権流動化について
 - (1) 診療報酬債権流動化の仕組み
 - (2) メリットとデメリット
 - (3) リスクの存在と格付
 - (4) 診療報酬債権流動化をめぐる現状
3. 「レセプト債」問題について
 - (1) 「レセプト債」の仕組み
 - (2) 「アーツ証券」をめぐる問題
4. おわりに

1. はじめに

2015年11月末、ある報道関係会社から「レセプト債破綻」をめぐる問題について取材の依頼を受けた¹⁾。「レセプト債」という言葉の存在を知ったのは、この時が最初である。事件の次第を辿る過程で、この「レセプト債」なるものが、診療報酬債権流動化に関わる証券化商品であることが理解できた。

診療報酬債権流動化については、すでに堀田(2011)において、その仕組みや課題について言及した。耐震化や病床機能の転換など、医療機関における設備投資に向けた資金需要は依然として大きいにもかかわらず、昨今の診療報酬改定にともなう厳しい経営環境の中で、医療機関の資金調達の問題は難しい課題であり、医療機関の資金調達手法に、医療機関債(病院債)の発行や、こうした診療報酬債権流動化等の直接金融による多様な方法が広がりつつある点に注目し、とりわけ、診療報酬債権流動化について焦点をあてた。こうした手法は、2000年以降、わが国においても急速に拡大しつつあり、リーマン・ショック後はその問題点が浮き彫りとなり、健全な形での証券化市場の発展が望まれつつあった一方で、とりわけ医療機関においては、「診療報酬債権の流動化が医療法人の資金調達手段として広く利用されており、組成および格付け上の留意点についてノウハウの蓄積が進んでいる」(橋本, 2013, p.104)との指摘もあった。

「レセプト債」は、いわゆるこうした証券化に関わる仕組み債券であり、医療機関自らが発行する「医療機関債(病院債)」とは異なるものである。「レセプト債」という用語に焦点があてられたのは、おそらくは「オプティファクター社」と「アーツ証券」等をめぐる、この問題の発覚が最初であったと実感しているが、一方では、こうした言葉の「俗化」ともいえる状況に至るまで、証券化の仕組みが浸透している事実にも改めて驚かされた。

いわゆるこの「レセプト債」は、確実に回収可能な保険医療機関の診療報酬債権を裏付資産に発行される債券であり、国に準ずる安全性のある優良債権であると位置付けられている。保険医療機関が、診療の対価として受け取る診療報酬債権を流動化して資金調達を行うにあたっては、この債権を譲渡し、他の資産とは切り離すことにより、早期の現金化とともに、オフバランス効果が期待できるとされる。しかしながら、本来の証券化の仕組みとの大きな相違は、必ずしも医療機関の場合には、その信用力や経営基盤とは確実に切り離すことが難しい点にある。現在の医療経営をとりまく環境は、急性期から在宅医療へと大きくその方向性も変化し、診療報酬改定を迎えるたびに、自院の立場を模索し、安定的な収入確保が困難になりつつある医療機関も少なくない。その収入には、そもそも変動するリスクが伴い、「安全な裏付資産」とは必ずしも言い切れない現状がある。証券化という仕組み自体も複雑であるが、こうした「レセプト債」は、投資家にとっての投資対象というよりも、むしろ医療機関にとっての多様な資金調達手段のひとつにすぎないともいえる。

堀田（2011）においては、理論的な観点からの分析もふまえて、主に医療機関側の視点から、診療報酬債権流動化について取り上げたわけであるが、「レセプト債」に関する今回の問題は、投資家側の視点からも、再度、証券化市場の健全な在り方を見直すべき問題でもあったと考えられる。

本稿では、このような点をふまえ、改めて、診療報酬債権流動化について取り上げる。以下、まず2章においては、その仕組みについて再度、整理するとともに、こうした診療報酬債権流動化をめぐるこれまでの現状をふまえた経緯について概観し、病院債との相違や格付の問題についても触れる。次に3章においては、今回の「レセプト債」をめぐる問題について取り上げる²⁾。最後に4章において本稿全体をまとめる。

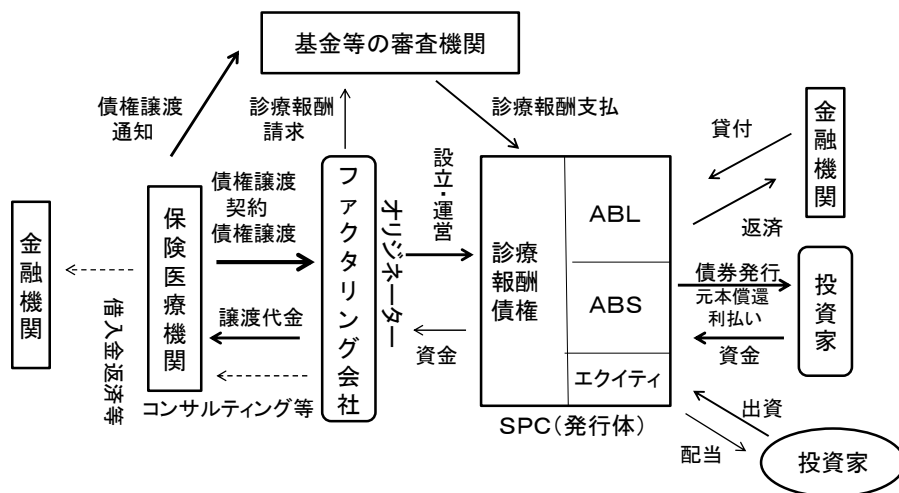
2. 診療報酬債権流動化について

(1) 診療報酬債権流動化の仕組み

「診療報酬債権」とは、株式会社日本格付研究所（JCR）が示す説明によれば、「保険医療機関が被保険者およびその扶養者に対して保険診療を行ったことの対価として、保険医療機関が社会保険診療報酬支払基金または国民健康保険団体連合会（以下、基金等）から支払を受ける債権である」（株式会社日本格付研究所，2014，「診療報酬債権」）。本来の債務者は保険者であるが、基金等の診療報酬請求に関する審査機関が、その審査および請求額の支払いについて保険者より委託を受けており、その支払義務を負うことになることから、「基金等が債務者であるものとして取り扱われている（最一小判48.12.20による）」（橋本，2013，p.107）。また、こうした診療報酬債権の信用力については、基金等が「国に準じる信用力を有するものと考えられる」（株式会社日本格付研究所，2014，「診療報酬債権」）とされており、高い信用力が与えられている。

そもそもの、「診療報酬債権流動化」は、保険医療機関が、こうした自らが保有する診療報酬債権を、証券化商品の発行のために設立された特別目的会社（SPC）

に譲渡して、これらを裏付資産に譲渡代金を受け取り、資金調達を行うことであり、債権の原保有者である保険医療機関は「オリジネーター」とよばれる。なお、SPC を設立せずに、信託銀行等を利用することによって信託譲渡をおこなう「信託方式」による流動化の方法も存在する^③。しかしながら、橋本（2013）は、金銭債権の譲り受けをおこなう「ファクタリング会社」^④の存在について言及しており、ファクタリング会社もオリジネーターとなり得ることを指摘している。この点が、従来の基本的な SPC 方式による流動化とは異なり、今回のような「レセプト債」問題に進展する契機ともなったのではないだろうか。以下の（図表 1）は、このようなファクタリング会社の存在を考慮して、診療報酬債流動化の仕組みを示した図である。



(出所) 橋本（2013），P.104 における図をもとに一部加筆修正して作成

（図表 1） 診療報酬債流動化のスキーム
（ファクタリング会社がオリジネーターとなる場合）

このように、ファクタリング会社がオリジネーターとなり得る理由について、橋本（2013）は、他の債権と比較して、とりわけ診療報酬債の場合には、小規模であることが多く、「裏付資産の規模を拡大することによって経費率を下げる必要があるため」（橋本，2013，p.105）としている。そのかわりに、こうした「オリジネーターの選定」にあたっては、「内部のコンプライアンス基準を満たす要請」から「バックグラウンドチェック」を行うことの必要性や、流動化前にオリジネーターの財務状況等を把握すること、取引開始後のモニタリングが必要であること等を指摘している。さらに発行体である SPC についても、「倒産隔離の観点から、発行体の親法人が事業を行うことや、発行体の運営に何らかの影響を及ぼすことは望ましくない」（橋本，2013，p.106）とも指摘している。

後述のように、今回の「レセプト債」問題においては、「オペティブファクター社」

と呼ばれるレセプトファクタリング会社が中心的に関わっており、オリジネーターという位置付けが明確には示されていないものの、SPC の設立・運営に関わり、医療機関に対するコンサルティング等、トータル的なサポート機能を果たすなど、ファクタリング会社としてオリジネーターと類似する役割を果たしている。

この点において、こうした指摘に伴うチェック機能が十分であったかどうかは疑問でもある。

「レセプト債」は、(図表 1) の仕組みにおいて、証券化により債券発行を行うケース、すなわち ABS (Asset Backed Securities) 方式に相当する。そもそも SPC 設立により証券化商品を発行する方法は、1998 年に当時の住友海上火災保険株式会社が開発した方法であるとされるが、このときには、住友海上火災保険が補償をすることで CP を発行する形式であったとされる。その後、後述のように、こうしたケースでの証券化商品は見られず、現在も地方銀行などを中心に多く見られる方法は、金融機関からの借入を伴う ABL (Asset Backed Loan) 方式である。ABL 方式がとられる理由について、橋本 (2013) は、借入にかかる手数料や借入金利の水準が、ABS の発行にかかる手数料等と比較して著しく低く、結果として SPC の調達コストの低下、ひいては、より低い割引率での診療報酬債権の譲渡につながる点で、医療機関にとっても有利となる点を指摘している。

(2) メリットとデメリット

保険医療機関においては、通常、診療の終了後、診療報酬の請求をおこない、実際の請求額が振り込まれるまでの間に約 50 日程度のタイムラグが発生する⁵⁾。

診療報酬債権流動化において最も強調されるメリットは、医業未収金について早期に一定の現金化が可能なことであり、最初の流動化で得た資金の有効活用によっては、その後の活用が期待できる点である。

当初、このような手法を住友海上火災保険 (当時) が 1998 年に開発した⁶⁾ことを述べたが、武田 (1999) によれば、このときの資金使途の利用例として、療養型病床への転換や病棟改築等の設備投資、すぐに使用可能な資金として、開設当初に必要な資金に備えての内部留保や納税資金のほか、医薬品卸の支払いを短縮化することで価格交渉が有利に出来ること、銀行からの長期借入を一部返済可能とすることで融資枠の拡大につなげられることなどを挙げている。また、山口 (2001) においても、回復期リハビリテーション病棟の新設等、先行投資に活用した実例が紹介されており、その後の病診連携や病床稼働率の上昇により、結果として収入増加につながった成功例が示されている。ただし、このような活用には、「明確な経営戦略に基づく」(山口, 2001, p.117) ことが重要である点が指摘されている。

その他のメリットとしては、財務体質の改善が資金調達コストの低下につながることで、銀行からの借入を利用せずに支払利息軽減につなげることが出来ること、診療報酬債権という優良債権を裏付け資産とするため、確実に回収可能で信用度が高く、医療機関の経営状況や銀行の意向によって調達額が減額されないこと等である。山口 (2001) がさらに指摘するのは、事前に会計事務所の調査に基づく

審査が存在するため、その過程において返戻率の軽減や病床稼働率、平均在院日数など、経営改善につながる可能性が高く、「医療経営の弱点を明らかにできる」

(山口, 2001, p.108) ことである。当初、住友海上火災保険がこの方法を提案した時には、医療機関への事前審査が必須とされており、一方では、この点が、「事前審査につけこんだコンサルティング業務提供のリスク」(武田, 1999, p.56) であるとも指摘されていた。オプティファクター社もまた、こうしたコンサルティング的な役割を提供しており、そうしたリスクが現実にも存在していたといえる。

一方で、診療報酬債権流動化に関するデメリットを指摘する声は多い。山口(2001)においては、証券化を停止した場合の資金調達が困難になること、事前審査などのコストがかかるため、規模の小さい病院の場合には、かえって割高となってしまう可能性とともに、「日常的に不足する運転資金に充当するといった安易な利用」(山口, 2001, p.116) は、資金繰りの悪化につながることを指摘している。すでに堀田(2011)においても、こうした資金調達がごく短期に限られた、あくまでも早期の現金化であり、コスト高につながることから、大規模な設備投資資金には向かないことや、流動化のコストに見合うだけの、ある程度の規模を確保しようとするれば、診療報酬債権のプールが必要になり、その中身が投資家には見えなくなること、また、結局のところは、必ずしもオリジネーターにあたる医療機関の信用力とも連動せざるを得ず、診療報酬の改定により、医療機関の経営状況にも影響を受ける点などを指摘していた。

尾内(2010)は、2009年頃の医療機関における倒産増加の背景には、医療費抑制に向けた厳しい環境のもとで、医療機関の資金繰り悪化を狙った診療報酬債権譲渡の動きがあったとする。「実態的にみると、この資金調達の方法は、病医院の重要な財産がなくなり、信用力が低下しつつある時に実行される」、「新たな資金調達が難しく、資金繰りに窮した場合に実行されることが多い」(尾内, 2010, p.41) と指摘して、失敗に陥った具体的な事例を紹介している。メリットとしていえるような低コストの資金調達ではなく、いったんこの方法を用いると、それ以上の収益をあげることができない限り、返済は困難になり、容易に資金調達が可能であることから、安易な利用に陥って、結果として倒産する医療機関が増えている可能性に言及し、「投機対象」とならないような、何らかの規制の必要性を強調している。同様の指摘は村上(2010)においても見られ、本来、診療報酬債権が「国に準じた信用力」を有する担保であるがゆえに、こうした診療報酬債権の譲渡期間が長期化するほど、経営等への介入により破綻に追い込まれる可能性が存在することを指摘するとともに、病院経営を投機対象とする「病院ファンド」の存在を危惧する。

今回の「レセプト債」問題も、診療報酬債権流動化の一手法であることに変わりではなく、「レセプト債」の販売、そして破綻という形で一般投資家をも巻きこむことにつながった。当初、住友海上火災保険から始まった診療報酬債権流動化の方法は、CPの発行や補償、優先劣後構造といった仕組みが整えられ、投資家保護を考慮した構造でもあった。それはまた、こうした診療報酬債権流動化に伴うデメリットを把握してのものであったようにも見える。次項で辿るように、ABLと

いう方式での診療報酬債権流動化は未だに金融機関を中心に存在するものの、「レセプト債」に近い ABS 方式での流動化は、その後、表面化しては見られなかった。「レセプト債」によって、そうした流動化の存在が発覚したといえるであろう。本項で述べてきたように、メリットばかりが強調されすぎた結果が、こうした問題の発生であり、改めて診療報酬債権流動化という手法のデメリットと危険性を、医療機関も、投資家も、そして証券化市場全体としても見直すべき必要性があるといえる。

(3) リスクの存在と格付

前項において、すでに診療報酬債権流動化をめぐるのは、何らかの規制の必要性が指摘されるなど、問題点も存在していたわけではあるが、「レセプト債」の販売にあたっては、この債券が「国に準ずる信用力」を有する優良債権を裏付資産とするものであることが、強調されていたという。実際に、そうした点は、前述のように、診療報酬債権流動化のメリットのひとつでもあった。しかしながら、こうした流動化商品に存在するリスクや格付等から、投資家が投資判断をすることは可能な状況にあったのであろうか。以下では、「医療機関債（病院債）」との比較において、検討していきたい。

今回、問題となった「レセプト債」は、医療機関が自ら発行して資金調達を行う「医療機関債（以下、病院債）」とは異なるものである。株式会社日本格付研究所（2005）が示す「医療機関債について」によれば、病院債は、医療法人が発行可能なものであるが、ほとんどが私募債であり、2004年10月に、厚生労働省より「医療機関債発行のガイドライン」が通知され、発行に必要な条件が明記された⁷⁾。2007年からは、公益性が高い5事業について一定の条件を満たす「社会医療法人」に関しては、「社会医療法人債」の発行も認められたが、求められる基準が厳しく、この制度を活用できるのは、信用力の高い一部の病院のみに限られていたという。

こうした病院債について、株式会社日本格付研究所（JCR）の場合を例にすれば、その発行目的が設備投資などの資産取得に限られることから、1年以上にわたる長期債として格付をしており、その基本は、医療機関の地域内での役割や事業計画、経営状況や地域住民の評判等、「医療独特の制度面での視点の重視」にある。現在、発行体は10の医療機関⁸⁾であり、格付は「BBB-」～「A」までの「安定的」と評価されている。しかしながら村山（2009）は、こうした病院債について、複数の事例に基づく、その調達規模も数千万円～数億円程度と少なく、一般投資家というより、取引関係のある金融機関や地域住民、病院関係者などに限られ、診療報酬の改定ごとに格付が見直されるとも限らず、こうした格付を信用して一般投資家が投資判断できるような状況にはない、と指摘している。

これに対して、「診療報酬債権」の信用力については「国に準ずる信用力を有するもの」としたうえで、診療報酬債権に対する格付は、「プログラムの期間、限度額、設定される劣後比率、JCR が受領する資料の正確性に対する格付関係者による表明保証などが流動化関連契約に規定されていることが必要になる」（株式会

社日本格付研究所，2014，「診療報酬債権」としている。このように、短期債であることの違いに加え、医療機関そのものの経営状況等を基盤とする病院債とは異なるものである。

しかしながら、同資料において、こうした診療報酬債権の「仕組み上の想定リスク」として、「診療報酬の支払いリスク」、「希薄化リスク」、「オペレーショナルリスク」の3点を指摘している。このうち、「希薄化リスク」は返戻や減点等により請求通りの支払いがなされない等の状況を示すものであり、優先劣後構造による信用補完（劣後比率の設定）が必要となる。また「オペレーショナルリスク」は、「施設基準の充足状況や医療安全管理体制、請求事務体制、財務状況等からみたオリジネーターとしての適格性」を示すものとしており、こうしたリスクの存在は、必ずしもオリジネーターである医療機関の経営リスクが排除できないことを表しているともいえる。そして最後に、総じて、こうした格付が「あくまでもJCRの格付方針に基づくもの」であり、オリジネーターまたはアレンジャーからの提供情報の全てを示すものではないこと、「信用格付は、商品の信用リスクに関するものであり、価格変動リスク、流動性リスク等について述べるものでもなく、データの信頼性についてJCRが保証するものでもない」としている。こうした見解を概観するかぎり、流動化商品として投資家保護の観点からは、病院債と同様に、格付による投資家の判断は十分とはいえない状況にある。

現在、保険診療報酬債権に関する「ABLプログラム資産証券化商品」として格付が公表されているものは10商品近く存在するが、いずれも、短期格付では、「J-1」～最高格付の「J-1+」に位置しており、長期債の格付が比較的、「安定的」という水準の維持にとどまっているのに対して、極めて高い格付が付与されている状況にある。こうした状況も、さまざまなリスクの存在と、その仕組みの複雑さにも関わらず、信用力の観点から極めて優良で安全な資産という印象を投資家に与えかねないのではないだろうか。

(4) 診療報酬債権流動化をめぐる現状

既述のように、診療報酬債権流動化は1998年に当時の住友海上火災保険株式会社において開発された方法であり、その背景には、医療費抑制のもと、患者の自己負担率引き上げによる外来患者急減という医療環境をめぐる要因があった。その直後、信託方式での流動化を三菱信託銀行（当時）が開始し、この方法をいち早く取り入れたのが、堀田（2011）において紹介した医療法人康生会武田病院（京都）のケースであった。その後、こうした信託方式としては、2005年に東邦銀行とあおぞら信託銀行によって、財団法人竹田総合病院（福島）の信託優先受益権がJCRから短期格付として最上位の「J-1+」を取得しており、現在も継続されている。SPC方式としては、千葉興業銀行やNECリース、北洋銀行など、地方銀行ほど積極的に取り組んでいる事例がみられるが、いずれもABLの形態である。とりわけ北洋銀行の診療報酬債権流動化への取り組みは積極的であり、JCRの短期格付を得ているABL資産証券化商品のすべてに、北洋銀行がアレンジャーとして関わっている。前述の財団法人竹田総合病院の場合には、病院債も

発行しており（JCR 格付付与 2015 年 7 月「A-」）、財団全体としては、現在、この本院のほか、急性期から在宅医療、介護施設等まで総合的な展開を手掛けるなど、診療報酬債権流動化を契機として発展した成功例ともいえるであろう。

「レセプト債」問題発生後も、プログレス・ファンディング・コーポレーションを SPC、北洋銀行をアレンジャーとする ABL 形態の資産証券化商品は設定されており、とりわけ医療法人五紀会の場合には、2 ヶ月分と将来債権を含む規模の大きいものとなっている（図表 2）。このように、今後も ABL 形態での診療報酬債権流動化は実行されるケースも見られるであろうが、「レセプト債」発行の形態とは異なるものであり、現在のところ、診療報酬債権流動化に関わる格付付与がなされているのも、ABL 形態であることには留意する必要がある。

（図表 2） 保険診療報酬債権 ABL プログラムの実行例（医療法人五紀会）

設定日等	設定日： 2015 年 12 月 30 日 ABL 実行日： 2016 年 1 月 20 日 最終支払期日：2016 年 5 月 25 日、6 月 28 日
限度額等	6.0 億円（期間 1 年、以後自動更新）、医療施設数 1
格付等	J-1
ABL 実行額	218,032,697 円（うち劣後比率 20%）
原債権額	(ABL 実行分) 301,470,981 円 うち、社会保険診療報酬支払基金：26,256,341 円 国民健康保険団体連合会： 275,214,640 円

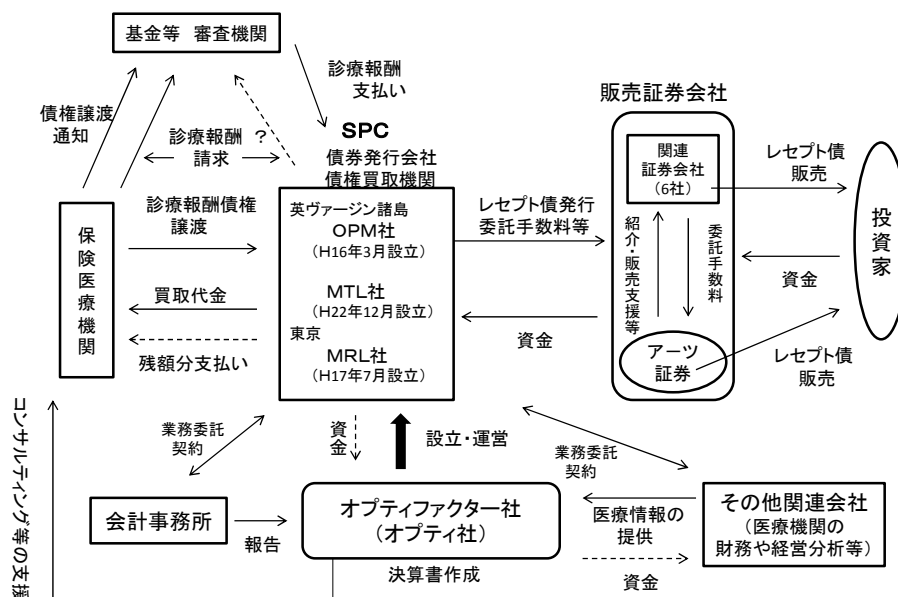
（出所）株式会社日本格付研究所「News Release」2016 年 1 月 19 日

3. 「レセプト債」問題について

(1) 「レセプト債」の仕組み

2015 年 11 月、診療報酬債権流動化に関わっていたファクタリング会社である「オプティファクター社（以下、オプティ社）」と、流動化商品である債券発行をおこなっていた SPC 3 社、「オプティ・メディックス・リミテッド（OPM）社」、「メディカル・リレーションズ・リミテッド（MPL）社」、「メディカル・トレンド・リミテッド（MTL）社」が揃って破綻し、発行されていた「レセプト債」が破綻に追い込まれた。関東財務局（2016）によれば、「レセプト債」の発行総額は 227 億円であり、2500 人近い投資家がこれらの発行に関わっていたとされている。

中小の医療機関から診療報酬債権を買い取り、これを SPC 方式によって証券化し、「レセプト債」という形で債券発行していたわけであるが、さらにこれら 3 社の発行する「レセプト債」を販売していた「アーツ証券」を中心とする、他関連証券会社 6 社（合計 7 社）も、行政処分勧告を受け、登録の取り消しや破綻となり、販売に関わった投資家約 500 人も「レセプト債破綻」の影響を受けるなど、診療報酬債権流動化が現実にも一般投資家をも巻き込んだ形で影響を与えた。以下の（図表 3）は、関東財務局（2016）や報道関連資料等をもとに、その仕組みを図に整理したものである⁹⁾。



(出所)「フェイス・スリー」(2004) p.98 および 関東財務局 (2016)、報道資料等をもとに一部修正して作成

(図表3) 「レセプト債」をめぐるスキーム

オプティ社は、この仕組みの中でアレンジャーとしての役割を果たしていることになる。しかしながら、すでに「フェイス・スリー」(2004年12月)および同(2005年4月)において、診療報酬債権流動化を積極的に進めているオプティ社の取り組みが紹介されており、これらによると、オプティ社自らが説明する流動化スキームにおいて、保険医療機関とSPCとの間にオプティ社が位置されており、その一方で保険医療機関への役割については必ずしも明確に示されていない。ただし、中小病院や診療所を中心にサービスを提供し、「コンサルティング機能まで含め、財務面のみならず、医療ビジネスをトータルのサポートしている」(「フェイス・スリー」, 2005, p.37)ともコメントしている。また、本来、オリジネーターが医療機関であるならば、診療報酬の請求は、その保険医療機関が行うべきであるが、オプティ社のスキームにおいては、買取り機関であるSPCがその請求を行う状況が示されており、橋本(2013)の「ファクタリング会社」もオリジネーターとなり得ることを前提にすれば、これらの状況から、オプティ社がオリジネーターとしての役割を担っていたと考えることもできるのではないだろうか。

オリジネーターと見るならば、オプティ社の財務状況や内部コンプライアンスなど、必要とされるモニタリングは多く存在していたはずであるが、後述のように、資金は別の用途に流用され、レセプト債の償還や利払いの継続が困難な財務状況に陥っていたにもかかわらず、SPCの決算書をオプティ社自らが作成するなど、その実態が明らかにはされていない。

これらにおいて、オプティ社は、こうした診療報酬債権流動化という手法が、その医療機関自体の信用力ではなく、診療報酬債権という資産の信用力に基づくものであり、中小の医療機関の場合においても資金調達が可能であることを強調している。実際にオプティ社が契約を結んでいた医療機関は、全国各地の歯科・内科の診療所や 100 床以下の中小病院がほとんどであったという（「フェイズ・スリー」（2004 年 12 月））。そして、医療機関においては、SPC の事前審査はあくまでも「レセプト」であり、「たとえば病院経営が赤字であってもレセプトさえしっかりしていれば基本的に断ることはない」（前掲資料, p.97）と説明しており、そもそも当初から、資金繰りが厳しい状況にある医療機関を対象にしていたことが分かる。オプティ社が強調する流動化のメリットは、現金の早期受け取りと、借入金のような返済の必要がないこと、対外的な信用力に影響しないこと等であり、こうした仕組みの複雑さや経営基盤に必ずしも精通していない中小の医療機関にメリットを強調することで、銀行からの融資が困難な中小の医療機関を巻き込んだものであったと見られる。医薬経済社（2016）によれば、実際にこの資金調達方法を利用した東京の医療機関が倒産し、破産管財人は、「高利のレセプト債権」⁽¹⁰⁾がその要因であったことを明らかにしていたという。オプティ社に診療報酬債権を売却した医療機関を問う状況にも発展しつつあるものの、売却した病院もほとんど明らかにはならず、投資家にも実際の仕組みが理解困難など、実態を明らかにするには不明な点が多いという。こうした診療報酬債権流動化の手法には、デメリットやリスクも存在していることは前節でも言及した通りであるが、この「レセプト債問題」は、オプティ社自身の不祥事もさることながら、そうしたデメリットを検討することなしに、メリットばかりに焦点が当てられた結果であったといえるであろう。

(2) 「アーツ証券」をめぐる問題

最後に、今回の「レセプト債」問題をめぐり、販売等に関与した証券会社について、金融商品取引法（以下、金商法）との関連について整理しておきたい。

オプティ社との関与が最も大きかった「アーツ証券株式会社」に対しては、2016 年 1 月 29 日付で証券取引等監視委員会より、法令違反の事実により、行政処分を求める勧告がなされ、登録取消および業務改善命令が出されている。以下は、財務省関東財務局（2016）HP 上に記載された内容をもとに、診療報酬債権に関わる内容を中心に金商法との関連を示したものである（図表 4）。

まず、明らかになった事実として、①発行会社である SPC3 社すべてについて、買い取った診療報酬債権残高は、発行残高よりも「著しく僅少」⁽¹¹⁾であったこと、②その原因として、社債発行によって調達した資金は、オプティ社や SPC3 社、その他関連会社の資金等に流用されていたこと、③結果として、既発行分の償還、利払いの継続は困難な状況にあるということ、の 3 点が挙げられるという。アーツ証券は、すでに 2013 年 10 月頃までにはこうした状況について、オプティ社より相談を受けて認識していたにもかかわらず、自社、および関連証券会社での販売を継続していた。

(図表 4) 行政処分勧告の概要 (診療報酬債権に関するもの)

該当する法律	内容
金商法第 38 条 1 号 (禁止行為) 「金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、顧客に虚偽のことを告げる行為」	<ul style="list-style-type: none"> ・実態を知らず「意図的に秘匿・隠蔽」し、継続して顧客に OPM 債および MTL 債を販売 ・「事実と反し」、診療報酬債権等を裏付資産とする「安全性の高い商品」であると記載した勧誘資料等を作成して継続 ・「安全性の高い商品」である旨を顧客に説明して販売を継続
金商法第 52 条第 1 項第 9 号の規定 「金融商品取引業に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき」	<ul style="list-style-type: none"> ・関連販売証券会社に対しても、実態を「意図的に秘匿・隠蔽」したまま、「虚偽の決算報告書等を送付」し続けるとともに、これらの社債の販売を継続

(出所) 財務省関東財務局 (2016) 「アーツ証券株式会社に対する行政処分について」より一部抜粋引用のうえ作成

アーツ証券は、OPM 債 (OPM 社発行) については 38 億の販売、MTL 債 (MTL 社発行) については 29 億円の販売をおこなっているが、これらのレセプト債の他、MPL 債 (MPL 社発行) に関しては、他の関連証券会社⁽¹²⁾への販売の紹介、助言、支援等のみをおこなっている。こうした関連証券会社も証券取引等監視委員会による調査を受けて金商法第 38 条第 8 号に基づき行政処分勧告を受けている。例えば、共和証券の場合には、MPL 債の販売 (2015 年 10 月時点での販売残高約 4 億円) を行っていたが、販売の決定に際して自ら審査等を行うことなく、アーツ証券の説明内容を信頼して販売を決定し、販売開始後も、顧客に対し、事実と反してこの債券が安全性の高い診療報酬債権を裏付資産とする商品であることを記載した書面の使用や説明を行っていたという (証券取引等監視委員会, 2016)。同様に、他にも北海道では上光証券が問題となったが、前節でも既述のように、とりわけ北洋銀行が ABL プログラムとしての診療報酬債権流動化に積極的であったことから、同じ地域内で、そうした銀行の取り組みが「魅力的なもの」としても映りかねない。問題となったレセプト債の破綻規模は、一般の投資商品市場と比較すれば、それほど大規模なものではなく、また一方で、一般の投資家には仕組みの複雑さゆえに理解が難しく、証券市場全体での影響は限定的なものに留まっている感がある。しかしながら、単に投資家の自己責任として終わるのではなく、証券市場における倫理規定の問題を改めて問うきっかけを提示しているのではないだろうか。

4. おわりに

本稿においては、「レセプト債」をめぐる問題を契機に、診療報酬債権流動化について更なる検討を重ねた。今後の超高齢社会を見据えて医療政策の大きな転換期を迎え、医療機関の経営環境が依然として厳しい中で、診療報酬債権が安全な裏付資産であるという一般認識のもと、診療報酬債権流動化という仕組みを安易に利用する傾向が見られるという流れを利用し、それに資金の流用が絡んだ結果が、今回のような問題の発生につながった。またその背景には、そうした環境のもとで、医療経営を支えていく立場にありながら、医療機関の経営難を巧みに利用した医療情報等を提供する会社の存在があり、そうした会社の責任も大きい。

一方で、かつては貸し渋りのもと、こうした資金調達手法を借手側が必要として関わっていた時代から、現在の低金利ゆえに投資家サイドが証券化商品に関わる状況へと変化しており、投資家においてもこうした仕組みを理解する必要性が生じてきている。投資家保護の観点からは、未だ格付も十分ではなく、一層の情報開示が望まれるが、病院債の格付は、医療界の動向をある程度示すものでもある。診療報酬債権流動化にともなう資産流動化商品は、病院債の場合とは異なるものの、投資家が直接見えないところに投資のしやすさがある一方で、診療報酬債権が必ずしも「安全資産」とはいえないリスクがあることを投資家の立場としても認識する必要がある。そもそも、こうした流動化の成功例は少なく、明確な資金使途目的が存在しないもとの場合は、診療報酬債権流動化による資金調達が、資金繰りを埋め合わせるための短期的な調達手段にすぎない危険性は、これまでも指摘されていた。

今後、医療機関における資金ニーズはますます高まっていく。病床機能の転換、介護施設の充実、在宅医療へのシフト、医療安全対策や、急速な進展が見られる効率化のための情報システムへの投資など、医療機関にとって、資金調達の問題は、今後も重要な課題であり続けることに変わりはない。しかしながら一方で、昨今の診療報酬改定においては、明確な経営戦略が見えにくく、より難しい状況に直面しているのが現状でもある。そうした中で、地域包括システムのもと、金融機関もまた、医療機関への支援を前向きにとらえようとする動きも見られる。地方の銀行を中心に進められている ABL 方式による流動化そのものは、適正なスキームであるが、金融機関がこれに関与しすぎると、そこに魅力と誤解が生じてしまう。さらに今回の問題は、健全に自ら資金調達をおこなっている医療機関に対しては悪い印象が伝わりかねず、また、流動化の手法についても、本来、対外的な信用力に影響されない資金調達方法であったはずの「メリット」が、むしろ資金繰りの難しさを示しているという印象にもつながってしまう。まずは、当初、こうした手法が開発されたときの原点に戻って、信頼性の回復に努めることが求められている。そもそも診療報酬債権は、医療提供者と患者との信頼関係のもとで成り立っている医療機関にとっては重要な収入であり、そうした重要な債権を流動化しているという責任を、こうした仕組みにかかわるすべての関係者が認識すべきでもある。

医療機関における資産流動化の問題をめぐるのは、こうした診療報酬債権に限

らず、病院不動産を流動化して資金調達する方法も活用されている。今後、医療費抑制のもとで、効率的な医療を提供すべく、一層の情報化が進展していくのであれば、情報そのものが病院資産の根幹ともなり、「情報の資産化」ともいえる状況が到来するであろう。そのもとで資産流動化を進めようとするれば、ますます深刻な問題につながりかねない。さらにまた、橋本（2013）の指摘にもあったように、今後は介護給付費債権流動化の問題など、ヘルスケア全般を対象に同様の商品開発が進められれば、超高齢社会の進展を逆手にとって、同じような問題が起こる可能性は否定できないであろう。

今回のレセプト債問題を慎重に受けとめ、改めて、証券業界全体のコンプライアンスを見直す必要性、投資家もまた、医療政策の現状や方向性を理解しつつ、こうした仕組みのリスクを自ら認識する必要性、そして医療機関もまた、明確な経営戦略のもと、自院の今後を見据えて、こうした資金調達を活用するにあたってはメリットとデメリットを検討する必要性など、さまざまな立場からそれぞれがその責任を認識し、再確認することの重要性を、改めて問う問題であったといえるのではないだろうか。

【注】

- (1) 共同通信社（社会部）の浜津貴之氏には、取材にあたり、貴重な資料等の提供を通じコメントを頂戴する等、大変お世話になりました。本稿において、診療報酬債権流動化の問題に焦点をあてて検討を重ねるきっかけになりました。改めて深謝申し上げます。
- (2) 「レセプト債」をめぐる オプティファクター社破産の問題に関しては、関連会社への資金流用の問題が指摘されているが、本稿の目的は、そうした資金の流れの実態を明らかにする点には焦点をあてていないため、その詳細には触れていない。
- (3) こうした診療報酬債権流動化に関する基本的なスキームについては、堀田（2011）における p.156 の（図2）、および p.158 の（図3）を参照のこと。
- (4) 橋本（2013）によれば、ファクタリング会社とは「金銭債権の譲り受けを業として行う者」（p.104）であり、リース会社やコンサルティング会社、貸金業者など、その存在形態はさまざまであるとしている。
- (5) こうした資金の流れに関しては、橋本（2013）のほか、堀田（2011）において、詳細な図を用いて説明している。
- (6) その後、三菱信託銀行が1998年9月より信託方式による方法を開発している。信託方式の場合には、過去5年間の診療報酬請求額や入金率、財務状況等の開示が投資家に対して必要とされ、財務状況によって資金調達額も異なるという。なお、武田（2001）においては、住友海上火災保険のケースと比較して、こうしたメリットやデメリット、割引率や手数料等についての詳細を整理、比較している。
- (7) 例えば、発行直前期を含め3年以上の税引前純損益が黒字であることや、発行総額や負債総額による監査の義務付け、借入返済ではなく資産取得に限った発行目的等である。
- (8) JCRの格付一覧（2016b）によると、現在のところ、格付が公表されているのは、茜会、暁会、玉昌会、敬愛会、慶友会、ジャパンメディカルアライアンス、竹田健康財団、脳神経疾患研究所、南東北福祉事業団、淀川キリスト教病院である。

- (9) 実際には、医療情報を提供する関連会社を中心にオペティ社への出資、アーツ証券への出資などがなされ、オペティ社自らもアーツ証券への出資を行うなど、複雑な出資関係になっており、結局のところ、これらの会社間で、投資家からの債券を通じたSPCへの資金が不正に流用されたと見られている。しかしながら本稿においては、そうした資金の不正流用の実態解明を目的としているわけではないため、詳細については触れていない。
- (10) 同資料によれば、ファクタリング会社の買取り代金は支払い請求の90%~95%程度であり、これに3%程度の手料を加えると14%の高金利になるという。とりわけ、オペティ社の場合には、買取り代金が80%であったことから、かなりの高金利であったという。
- (11) 例えば、最も発行残高規模が大きかったOPM債に関しては、2015年10月末時点において、社債発行残高129億円に対して、診療報酬債権残高は、わずか9億円であったという。
- (12) OPM債については、竹松証券・田原証券・六和証券が、MPL債については、上光証券・共和証券・おきなわ証券が、またMTL債については、竹松証券・田原証券・六和証券がアーツ証券からの紹介支援等を受け、販売をおこなっていたという。

【参考文献】

- 医薬経済社 (2016). 「レセプト債権に纏わる病院の末路」『医薬経済』2016年1月1日号, 医薬経済社, 70-71.
- 尾内康彦 (2010). 「「診療報酬債権譲渡」の危険性を問う」『月刊保団連』1038, 40-43.
- 武田京子 (1999). 「診療報酬債による資金調達の使用勝手」『日経ヘルスケア』115, 54-57.
- 日本医療企画 (2004). 「医療関連ビジネス研究 株式会社オペティファクター」『フェイズ・スリー』244, 96-98.
- 日本医療企画 (2005). 「診療報酬債権流動化の最新事情 使い方次第で有効な手段に」『フェイズ・スリー』248, 34-37.
- 橋本円 (2013). 「診療報酬債権流動化の概要と介護給付費債権流動化への応用」『事業再生と債権管理』139, 104-113.
- 堀田真理 (2011). 「診療報酬債権流動化をめぐる現状と課題」『経営論集』77, 東洋大学経営学部, 153-167.
- 村上恭介 (2010). 「病院危機、診療報酬の債権譲渡が野放し」『週刊金曜日』800, 30-31.
- 村山浩 (2009). 「病院の資金調達の課題と多様化の必要性」『病院』68(5), 34-37.
- 山口恭正 (2001). 「診療報酬債権証券化による資金調達の方法と実際」『日経ヘルスケア』144, 115-119.
- 株式会社日本格付研究所 (2005). 「医療機関債について」(2005年10月), http://www.jcr.co.jp/qa/qa_desc.php (2016年7月19日参照).
- 株式会社日本格付研究所 (2014). 「診療報酬債権」(2014年6月2日), <http://www.jcr.co.jp> (2016年7月19日参照).
- 株式会社日本格付研究所 (2016a). 「資産証券化商品 保険診療報酬債権 ABLプログラム (医療法人 五紀会)」『News Release』(2016年1月19日), <http://www.jcr.co.jp> (2016年8月19日参照).
- 株式会社日本格付研究所 (2016b). 「医療機関債 格付一覧」(2016年8月2日),

http://www.jcr.co.jp/rat_medi/rat_list/php (2016年8月2日参照).
財務省関東財務局 (2016). 「アーツ証券株式会社に対する行政処分について」 (2016年1月29日), <http://kantou.mof.go.jp/rizai/pagekthP032/02850.html> (2016年7月19日参照).
証券取引等監視委員会 (2016). 「共和証券株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」 (2016年2月19日),
<http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c-2016/2016/20160219-5.htm> (2016年7月19日参照).

(2016年9月2日受理)