

新型コロナ問題を踏まえた公立病院の持続可能性と ソーシャルボンドによる資金調達

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 公立病院は、地方公共団体が地域医療の確保のために開設する病院で、地域における基幹的な公的医療機関として、新型コロナウイルス感染者の受け入れでも中心的な役割を果たしている。
2. 公立病院は、経営健全化等に努めてきたものの、民間病院では担えない不採算・特殊部門に係る医療等を担っていることもあり、新型コロナウイルス感染症問題が顕在化する前から、既に厳しい経営状況を抱えているケースが多かった。さらに、新型コロナウイルス感染症問題の発生により、国等による支援策が講じられているものの、公立病院の経営状況の悪化が進む傾向が見られている。
3. 公立病院が経営の持続可能性を維持するためには、新型コロナウイルス感染症問題顕在化前から課題とされていた公立病院改革の取り組みや地域医療構想を通じた地域における効率的な医療提供体制の構築に加え、今般の感染症問題を踏まえて大規模感染症等の有事の際に対する医療提供体制の確保等も重要課題となるとみられる。そして、これらの課題に対応するためには、財源確保にもより一層の工夫が求められよう。
4. 効率的・効果的な財源確保の一手段としては、ソーシャルボンドが挙げられる。諸外国では、主にスペインのマドリッド州、ベルギーのワロン地域、フランスの地方金融公社の SFIL グループが公立病院や地域医療システムを資金使途としたソーシャルボンドを発行している。
5. 日本の公立病院向けの財源調達で仮にソーシャルボンドを活用する場合、
（1）地方公共団体金融機構によるソーシャルボンド、（2）共同発行市場公募地方債形式のソーシャルボンド、（3）住民参加型市場公募地方債形式のソーシャルボンド、といった選択肢があり得る。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて注目が集まるソーシャルボンド」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第1号（2018年夏号）、36-53頁。
- ・江夏あかね「新型コロナウイルス感染症と地方公共団体の資金繰りーポストコロナの地方債の安定調達に向けてー」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）。
- ・林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」『資本市場クォーターリー』第11巻第4号（2008年春号）、105-126頁。

I 新型コロナウイルス感染者の受け入れで中心的な役割を果たす公立病院

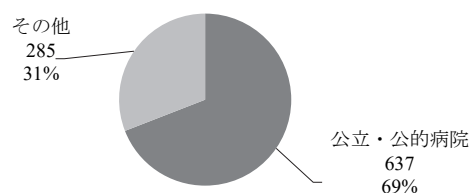
公立病院とは、地方公共団体が地域医療の確保のために開設する地方公営企業の病院及び公営企業型地方独立行政法人で、日本全国の病院の約 1 割を占めている（図表 1 左参照）。公立病院は、地域における基幹的な公的医療機関として、新型コロナウイルス感染者の受け入れでも中心的な役割を果たしている。2020 年 6 月時点で、新型コロナウイルス感染者を受け入れる病院の約 7 割が公立・公的病院となっている（図表 1 右参照）。

図表 1 全国の病院数及び病床数と新型コロナウイルス感染者を受け入れた病院の内訳

全国の病院数及び病床数（2018 年 10 月 1 日現在）

新型コロナウイルス感染者を受け入れた病院の内訳

	病院数（割合）		病床数（割合）	
国立	324	4%	127,092	8%
公立	920	11%	221,679	14%
公的	287	3%	92,989	6%
その他	6,841	82%	1,104,794	71%
総数	8,372	100%	1,546,554	100%



- （注） 1. 左表の公立病院は、地方公営企業の病院及び公営企業型地方独立行政法人。公的病院は、日本赤十字社、済生会、北海道社会事業協会、厚生連、国民健康保険組合等が開設・運営する病院。
 2. 右表は、2020 年 6 月 9 日に開催された衆議院厚生労働委員会における厚生労働省医政局長吉田学氏の発言に基づき、作成。新型コロナウイルス感染症医療機関等情報支援システム（G-MIS）上で報告された新型コロナウイルス感染者受入医療機関を集計。
- （出所）厚生労働省「平成 30（2018）年医療施設（動態）調査・病院報告の概況」2019 年 9 月 25 日、国立国会図書館「国会会議録検索システム」、より野村資本市場研究所作成

公立病院は、経営健全化等に努めてきたものの、民間病院では担えない不採算・特殊部門に係る医療等を担っていることもあり、新型コロナウイルス感染症問題が顕在化する前から、既に厳しい経営状況を抱えているケースが多かった。さらに、新型コロナウイルス感染症問題の発生により、国等による支援策が講じられているものの、公立病院の経営状況の悪化が進む傾向が見られている。

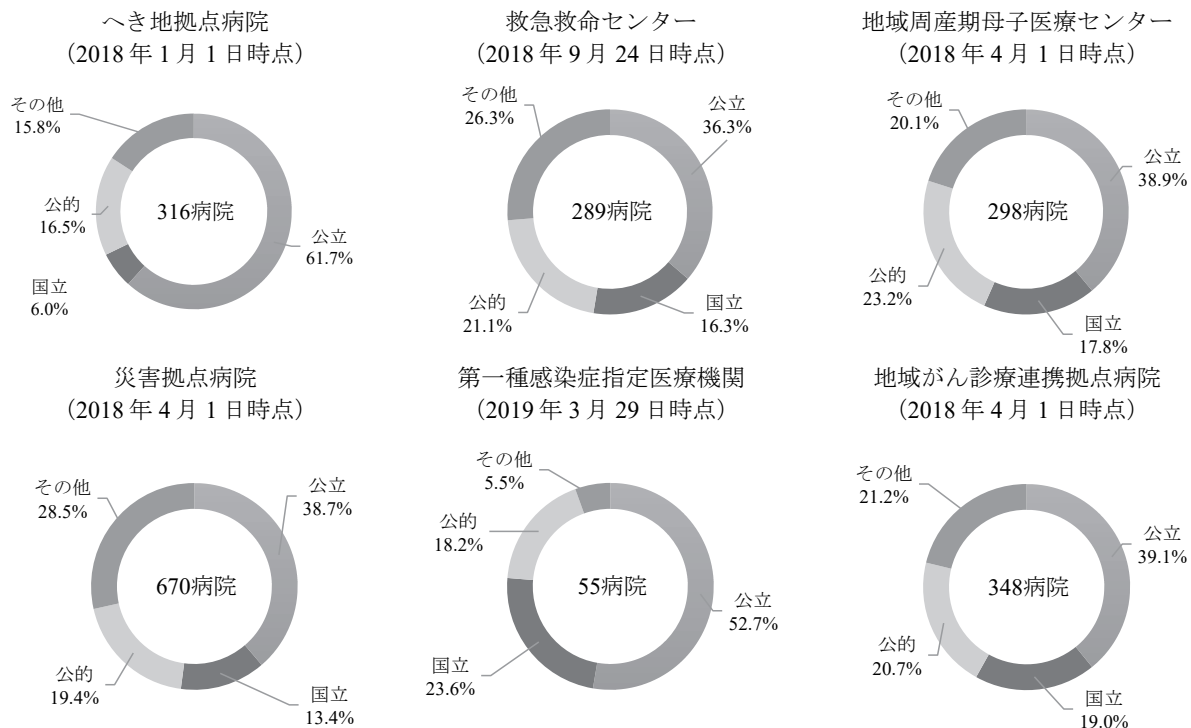
本稿では、近年の公立病院をめぐる改革及び経営状況の変遷を概観する。そして、新型コロナウイルス感染症問題発生後の状況を踏まえて、公立病院の持続可能性を確保するための課題と財源調達の工夫の一手段となり得るソーシャルボンドについて、海外の事例等も踏まえて論考する。

Ⅱ 公立病院をめぐる改革及び経営状況の変遷

1. 数次に渡って行われた公立病院をめぐる改革及び「地域医療構想」

公立病院は、民間病院の立地が困難なへき地等における医療や、救急・小児・周産期・災害・精神等の不採算・特殊部門に係る医療に加え、民間病院では限界のある高度・先進医療の多くを担っており（図表 2 参照）、長らく厳しい経営状況を抱える公立病院が散見されている。

図表 2 公立病院の役割



（出所）総務省自治財政局準公営企業室「公立病院改革の取組について」2019年8月2日、1頁、より
野村資本市場研究所作成

このような状況の下、公立病院に関する改革が 21 世紀に入った頃から数次にわたって進められてきた（図表 3 参照）。主な背景としては、2004 年 4 月の「地方独立行政法人法」施行、2006 年 9 月の指定管理者制度の本格導入、2009 年 4 月の「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」（地方公共団体財政健全化法）の全面施行等が挙げられる。これらの制度等を通じて、民間的経営手法の導入や財政運営の健全化が求められるようになった。

図表 3 公立病院をめぐる主な改革等の経緯

時 期	詳 細
2004 年 4 月	「地方独立行政法人法」施行
2006 年 9 月	指定管理者制度の本格導入
2007 年 12 月	総務省、「公立病院改革ガイドライン」を公表
2009 年 4 月	「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」（地方公共団体財政健全化法）の全面施行
2014 年 6 月	「地域における医療及び介護の総合的な確保を推進するための関係法律の整備等に関する法律」（医療介護総合確保推進法）公布
2014 年 8 月	総務省、公営企業の中長期的な経営の基本計画である経営戦略の策定を要請
2015 年 3 月	総務省、「新公立病院改革ガイドライン」を公表

（出所）各種資料、より野村資本市場研究所作成

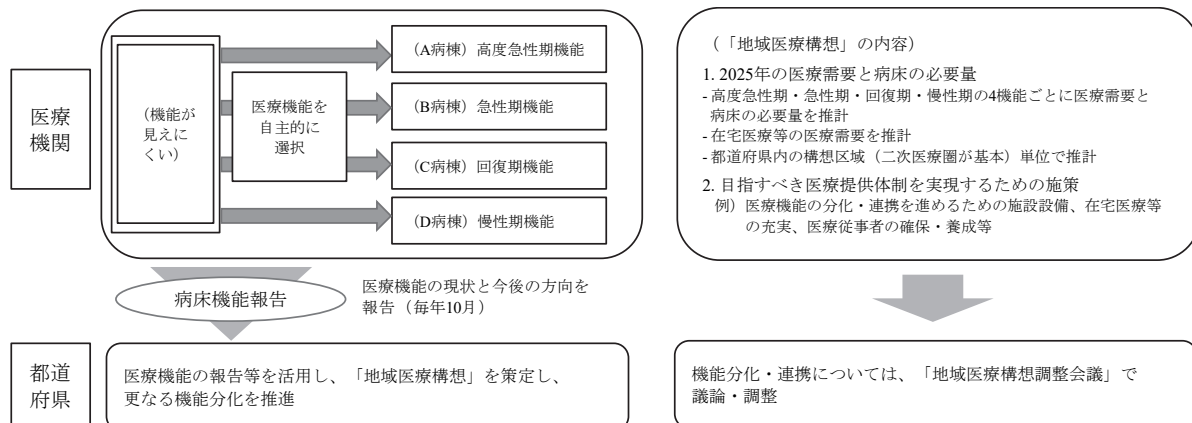
総務省は 2007 年 12 月に「公立病院改革ガイドライン」を公表し、病院事業を設定する地方公共団体に対して、3 つの視点（経営効率化、再編・ネットワーク化、経営形態の見直し）に立った改革に取り組むべく、「公立病院改革プラン」（標準期間は 2009～2013 年度）の策定を要請した。その結果、経営状況が改善する病院が一定程度出現する等の効果が上がった。しかし、中小規模の公立病院を中心に医師不足等の問題を抱えている状況や、半数以上の公立病院が一般会計からの繰入を含めても赤字経営の状況にあること等を踏まえ、2015 年 3 月に「新公立病院改革ガイドライン」が示された。

「新公立病院改革ガイドライン」では、病院事業を設定する地方公共団体に対して、「新公立病院改革プラン」（標準期間は策定年度〔若しくは翌年度〕～2020 年度）の策定や都道府県の役割の強化が要請された。特に、新公立病院改革プランにおいては、上記の 3 つの視点に加え、「地域医療構想」を踏まえた役割の明確化が挙げられた。「新公立病院改革プラン」は、2018 年度末までに全ての公立病院が策定済みとなっている。また、「新公立病院改革プラン」に基づき公立病院等の再編・ネットワーク化にかかる施設・設備の整備に関して地方財政措置も講じられた¹。

「新公立病院改革ガイドライン」で挙げられた「地域医療構想」は、2014 年 6 月に公布された「地域における医療及び介護の総合的な確保を推進するための関係法律の整備等に関する法律」（医療介護総合確保推進法）により制度化されたものである。同構想は、将来人口推計をもとに、団塊の世代が 75 歳以上になる 2025 年に必要となる病床数を 4 つの医療機能（高度急性期、急性期、回復期、慢性期）ごとに推計した上で、地域の医療関係者の協議を通じて病床の機能分化と連携を進め、効率的な医療提供体制を実現することを目指している（図表 4 参照）。

¹ 「新公立病院改革プラン」に基づく再編・ネットワーク化にかかる施設・設備の整備に係る地方財政措置では、（1）複数病院の統合は原則として整備費全額が対象、（2）相互の医療機能の再編では、再編に係る経費のみが対象となる。病院事業債（特別分）について、元利償還金の 40%が普通交付税措置されるものとなっている（2020 年度までの措置）。（総務省自治財政局準公営企業室「公立病院改革の取組について」2019 年 8 月 2 日、13 頁）

図表 4 地域医療構想の概要



（出所）厚生労働省「地域医療構想」（<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000080850.html>）

2015～2016年度にかけて全ての都道府県で地域医療構想が策定され²、（1）将来の機能別の医療需要・必要病床数が示される地域医療構想と整合性のとれた形での当該公立病院の具体的な将来像を明確化、（2）地域包括ケアシステムの構築に向けて果たすべき役割を明確化、等の取組みが進められている。なお、2020年度地方財政計画では、地域医療構想を更に推進すべく、過疎地等で経営条件の厳しい地域における二次救急や災害時等の拠点となる中核的な公立病院について、機能維持のための繰出しに対する地方財政措置に加え、周産期医療・小児医療等、特に公立病院が役割を果たすことが期待される分野について、地方財政措置を拡充等が示された³。

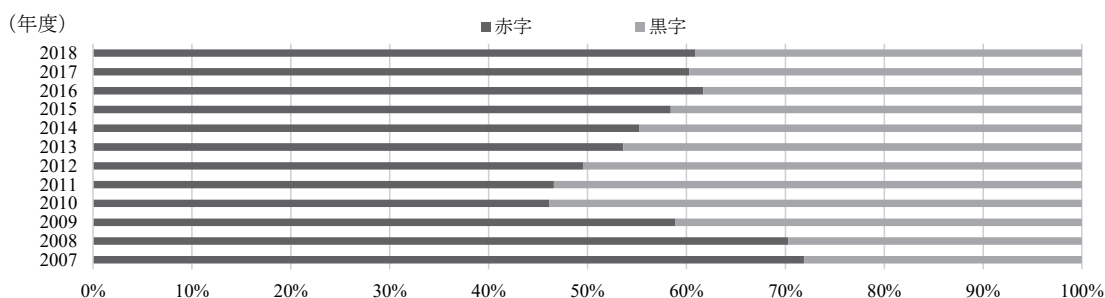
2. 公立病院をめぐる経営状況の推移

公立病院をめぐるのは、2007年12月に公表された「公立病院改革ガイドライン」による経営効率化への取組み等や診療報酬の増改定の影響もあり、一旦経常損失を計上する病院数が減少したものの、2013年度に入ってから電気料金の値上げ等の影響もあり、再び増加基調となった。2015年度頃からは、経常損失を計上している病院数が全体の6割程度で推移している（図表5参照）。

² 地域医療構想は、二次医療圏（健康増進・疾病予防から入院治療まで一般的な保健医療を提供する区域で、一般に複数の市区町村で構成）単位での策定が原則とされている。

³ 総務省自治財政局「令和2年度地方財政計画の概要」2020年2月、5頁。

図表 5 公立病院の経常収支の状況（黒字・赤字の割合）



（注） 全病院数に占める経常損失・経常利益を生じた病院数の割合。2007～2017年度までは地方独立行政法人を含んでいる。

（出所） 総務省自治財政局準公営企業室「公立病院改革の取組について」2019年8月2日、7頁、総務省「平成30年度地方公営企業年鑑」148頁、より野村資本市場研究所作成

日本の場合、公立病院の立地には、（1）公立病院全体の6割強は10万人未満の市町村、約3割は3万人未満の市町村に所在、（2）へき地を多く抱える都道府県ほど、全病床数に占める公立病院の病床数の割合が高い、といった特徴がある⁴。そのような中、病床数が比較的少ない病院の赤字額が膨らむ傾向にあるほか、へき地等民間医療機関の立地が困難な過疎地等の条件不利地域に立地した病床数が比較的少ない病院の中には一度も黒字化することなく現在に至っているケースもある。さらに、医師が大都市に集中する傾向がある中、不利な立地にある病院では医師不足による人件費負担増の影響も受けている。これらの要因等が経営状況の厳しさに大きく影響を与えている可能性が示唆される。

Ⅲ 新型コロナウイルス感染症問題発生後の公立病院をめぐる動き

1. 新型コロナウイルス感染症に伴う病院経営への影響

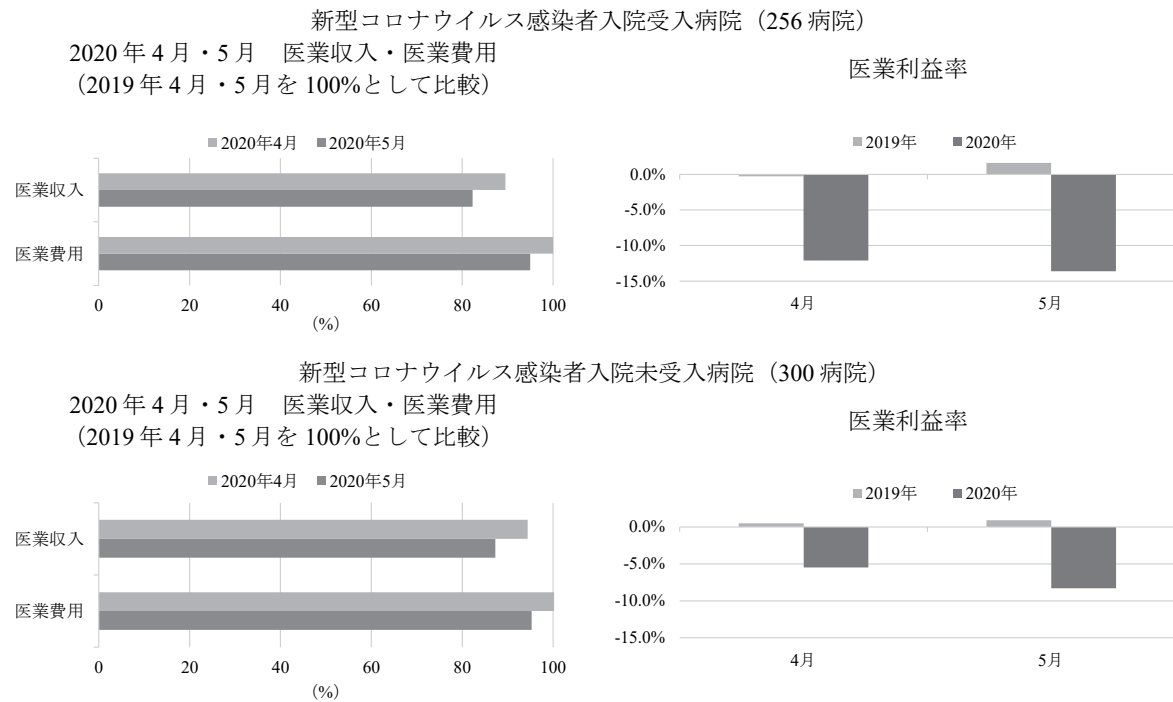
2019年末頃から中国で流行が始まった新型コロナウイルス感染症は、わずか数ヵ月に世界各地で患者が急増し、2020年3月11日には世界保健機関（WHO）がパンデミック（世界的な大流行）と表明する等、世界に甚大な影響を及ぼしている。日本でも、政府が2020年4月7日に7都府県を対象とする緊急事態宣言を行い、その後対象地域が全国に拡大された。2020年5月25日には緊急事態解除宣言が行われたが、未だに感染者の発生が続いている。

そのような中、感染者受入病院では、感染対策の実施、新型コロナウイルス感染症向けの医療機器等の設備増強に加え、一部の診療科目、検診、手術・入院患者の受入抑制、感染リスクを恐れて受診を控える患者の増加に伴う減収等により、経営悪化が指摘されている。例えば、全国公私病院連盟が2020年7月27日に公表した「新型コロナウイルス感染

⁴ 総務省「地域医療の確保と公立病院改革の推進に関する調査研究会 報告書」2017年12月、7頁、総務省自治財政局準公営企業室「公立病院改革の取組について」2019年8月2日、2頁。

症に関する病院経営影響度緊急調査」によると、病院全体で経営状況が悪化しており、新型コロナウイルス感染者を受け入れている病院のほうが、診療収入等から費用を差し引いた医業利益の落ち込みや医業利益率の悪化が著しい結果が明らかになっている（図表 6 参照）。

図表 6 新型コロナウイルス感染症に関する病院経営への影響（2020 年 4～5 月）



- (注) 1. 全国公私病院連盟が 2020 年 6 月に実施した調査に基づく。
 2. 医業収入は、入院診療収入、外来診療収入、その他医業収入で構成。医業費用は、医薬品費、診療材料費、給与費、その他経費で構成。医業利益は、医業収入から医業費用を差し引いた数値。医業利益率は、医業利益を医業収入で除した数値。
- (出所) 全国公私病院連盟「新型コロナウイルス感染症に関する病院経営影響度緊急調査集計結果」、より野村資本市場研究所作成

2. 新型コロナウイルス感染者受入病院への国等からの支援

新型コロナウイルス感染者受入病院の運営・経営状況が厳しくなる中、国や都道府県等が公立病院への支援を実施している。主なものとしては、（1）国の補正予算等を通じた医療関連の支援、（2）国による公営企業における特別減収対策企業債の発行に関する措置、（3）地方公共団体による病院等への支援、が挙げられる。これらは総じて、新型コロナウイルス感染者受入病院の足元の資金繰り等の一助となる内容と解釈される。

1）国の補正予算等を通じた医療関連の支援

政府は、2020年4月30日に成立した2020年度第1次補正予算で医療提供体制整備等の緊急対策を講じ、2020年6月12日に成立した第2次補正予算で事態長期化・次なる流行の波への対応として第1次補正予算で講じた対策を拡充した（図表7参照）。これらの支援策は、公立病院のみが対象というわけではないが、新型コロナウイルス感染症緊急包括支援交付金を始めとした財源面での対応も重層的に示されている。なお、福祉医療機構の融資については、公立病院は対象となっていない⁵。

2）国による公営企業における特別減収対策企業債の発行に関する措置

総務省が2020年5月22日に地方公共団体に対して連絡した、2020年度内の資金繰り支援策⁶の一環として、公営企業における特別減収対策企業債の発行に関する措置が上げられた⁷（図表8参照）。これは、地方が運営する公営企業が対象のため、新型コロナウイルス感染症に伴い経営状況の厳しさが増す、病院や交通等が資金繰り対策の一環として活用する可能性がある内容となっている。

公営企業で資金不足が発生した場合の対応として、特別減収対策企業債の発行を可能とすることとされた。公営企業で生じる資金不足について、通常は地方債の対象としていないが、今回の新型コロナウイルス感染症に伴う減収による資金不足については、特例的に特別減収対策企業債を発行できるように制度を拡充するとされた。その上で、当該地方債の利子の2分の1の額を一般会計から繰り出せることができるようにするとともに、当該繰出額の80%を特別交付税で措置することとされた。また、償還年限は15年以内とされた。なお、同様の仕組みは、2016年に発生した熊本地震でも活用された経緯がある。

⁵ 福祉医療機構の医療貸付事業における対象は、病院、診療所の場合、病院又は診療所を開設する個人、医療法人、一般社団法人又は一般財団法人、社会福祉法人、日本赤十字社、学校法人（医・歯学部を置く大学を設置する学校法人）、厚生労働大臣が定める者。（福祉医療機構「2020年度 医療貸付事業 融資のごあんない」2頁）

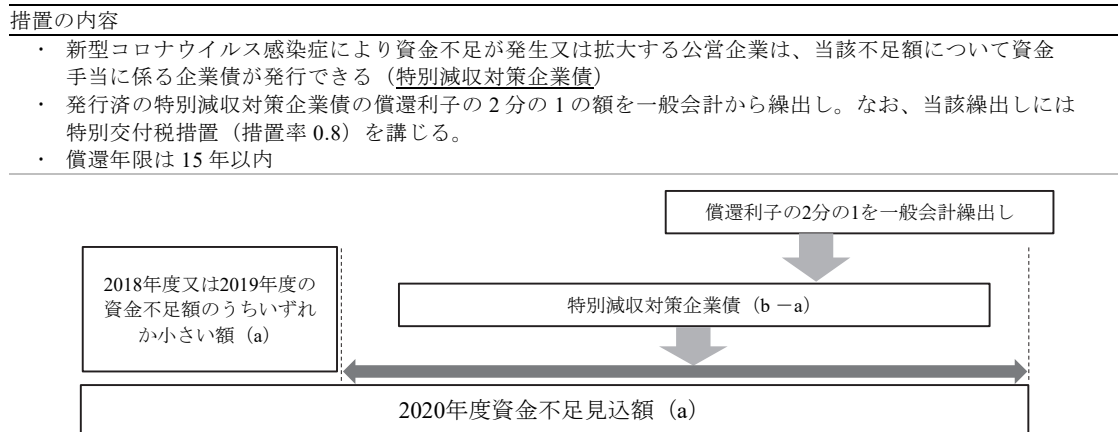
⁶ 総務省「令和2年度内の資金繰りへの対応について」2020年5月22日。

⁷ 総務省による2020年度内の資金繰り支援策の詳細は、江夏あかね「新型コロナウイルス感染症と地方公共団体の資金繰り—ポストコロナの地方債の安定調達に向けて—」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）、を参照されたい。

図表 7 国の補正予算等を通じた医療関連の支援の概要

1. 一次補正での対応 → 医療提供体制整備等の緊急対策
① 新型コロナ感染症緊急包括支援交付金の創設（国費 1,490 億円） ・ 診療報酬では対応が困難な、空床確保、宿泊療養の体制整備、応援医師等派遣などを支援
② 診療報酬の特例的な対応（一次補正とは別途の措置） ・ 重症の新型コロナ患者への一定の診療の評価を 2 倍に引き上げ ・ 医療従事者に危険手当が支給されることを念頭に、人員配置に応じて診療報酬を引き上げ ・ 一般の医療機関でも、新型コロナ疑い患者に感染予防策を講じた上で診療を行った場合に特例的な評価 等
③ マスク、ガウン、フェイスシールド、消毒用エタノール等の確保、医療機関への配布、人工呼吸器の輸入・国内増産による確保
④ 福祉医療機構の優遇融資の拡充 ・ 償還期間の更なる延長（10 年→15 年） （予備費〔第二弾での措置〕） ・ 貸付限度額の引上げ（病院：貸付対象外→7.2 億円、診療所 300 万円→4,000 万円） ・ 無利子・無担保融資の創設（利子・担保あり→無利子枠：病院 1 億円、診療所 4,000 万円、無担保枠：病院 3 億円、診療所 4,000 万円） 等
2. 二次補正での対応 → 事態長期化・次なる流行の波への対応
① 新型コロナ感染症緊急包括支援交付金の増額及び対象拡大（全額国費により措置）1 兆 6,279 億円 ・ 既存の事業メニューについて、事態長期化・次なる流行の波への対応として増額 3,000 億円 ※このほか、一次補正の都道府県負担分（1,490 億円）を国費で措置 ・ 新規の事業メニューとして、以下の事業を追加 1 兆 1,788 億円 1. 重点医療病院（新型コロナ患者専用の病院や病棟を設定する医療機関）の病床確保等 2. 患者と接する医療従事者等への慰労金の支給 3. 新型コロナ疑い患者受入れのための救急・周産期・小児医療機関の院内感染防止対策 4. 医療機関・薬局等における感染拡大防止等の支援
② 診療報酬の特例的な対応（二次補正とは別途の措置） ・ 重症・中等症の新型コロナ患者への診療の評価の見直し（3 倍に引き上げ） ・ 重症・中等症の新型コロナ患者の範囲の見直し（医学的見地から引き続き管理が必要な者を追加） 等
③ マスク、ガウン、フェイスシールド、手袋等の確保、医療機関への配布 4,379 億円 ※この他、新型コロナウイルス感染症対策予備費により 1,680 億円を措置
④ PCR 等の検査体制のさらなる強化 ・ 地域外来・検査センターの設置、研修推進、PCR・抗原検査の実施 366 億円 ・ PCR 検査機器の整備、相談センターの強化（新型コロナ感染症緊急包括支援交付金の内数） ・ 検査試薬・検査キットの確保 179 億円 ・ 抗体検査による感染の実態把握 14 億円 等
⑤ 福祉医療機構の優遇融資の拡充等 貸付原資として 1.27 兆円を財政融資 ・ 貸付限度額の引上げ ・ 無利子・無担保融資の拡大 ・ 6 月の資金繰り対策としての診療報酬の概算前払い
（出所）厚生労働省「新型コロナウイルス感染症に伴う医療関連の支援について」2 頁

図表 8 新型コロナウイルス感染症に係る公営企業の特別減収対策企業債の概要



（出所）総務省「令和 2 年度内の資金繰りへの対応について」5 頁

3) 地方公共団体による病院等への支援

国のみならず、各地方公共団体も、補正予算等を通じて新型コロナウイルス感染者受入病院への各種支援策を講じている。例えば、東京都の場合、新型コロナウイルス感染者及び感染が疑われる人を都内医療機関が円滑、適切かつ確実に受け入れる体制を確保することで、新型コロナウイルス感染症対策に係る医療体制を強化することを目的として、「東京都新型コロナウイルス感染症医療提供体制緊急整備事業」を実施している⁸。

同事業は、公立病院も対象としており、6つの事業（外来診療体制等確保支援事業、病床確保支援事業、重症患者等受入体制確保支援事業、医療従事者特殊勤務手当支援事業、医療従事者宿泊先確保支援事業、医療施設 施設・設備整備費補助事業）を通じて、都内医療機関及び地区医師会等向けに補助金を交付する内容となっている。

IV 公立病院の持続可能性とソーシャルボンドによる資金調達

1. 公立病院が抱える主な課題—公立病院改革、地域医療構想、有事の際の医療提供体制の確保

公立病院はその多くが厳しい経営状況を抱えているものの、地域における基幹的な公的医療機関として、新型コロナウイルス感染者の受け入れでも中心的な役割を果たしている。公立病院の経営の持続可能性を維持するためには、新型コロナウイルス感染症問題顕在化前から課題とされていた公立病院改革の取組み、地域医療構想を通じた地域における効率的な医療提供体制の構築に加え、今般の感染症問題を踏まえて大規模感染症等の有事の際に対する医療提供体制の確保等も重要課題となるとみられる。

前述のとおり、足元では、国・地方公共団体による新型コロナウイルス感染者受入病院への資金繰り等を見据えた支援が実施されている。ただし、中長期的な将来の観点から、複数の課題に対応するためには、限られた財源を効率的・効果的に活用することや、財源確保にもより一層の工夫が求められよう。

2. 効率的・効果的な財源確保の一手段としての「ソーシャルボンド」による資金調達

公立病院の財源は、料金収入が中心で、そのほか、国・都道府県からの補助金等、設立団体である地方公共団体からの繰入金等によって成り立っている。医療施設の建設改良費や医療等に必要な機械器具の整備費等の財源調達に当たって、内部留保の活用以外では、主として、(1) 公営企業の場合、地方公共団体自体が行う行政活動であるため、地方公

⁸ 東京都福祉保健局「東京都新型コロナウイルス感染症医療提供体制緊急整備事業」。

共団体が発行する地方債、(2) 地方独立行政法人の場合、短期借入金は制度上可能だが、設立団体以外からの長期借入金や債券発行をすることができないため、設立団体からの長期借入金、が活用されることになる⁹。そして、地方独立行政法人に長期貸付を行った地方公共団体は必要に応じて地方債等を通じてその財源を確保することになる。

日本の地方債市場は、新型コロナウイルス感染拡大の中でも比較的落ち着いた市場環境が維持されている。しかし、地方債市場の将来を見据えた場合、公立病院に係る資金調達の安定性を享受するためには、起債運営にさらなる工夫が求められることになる。そして、工夫に向けた手段の1つとして、ソーシャルボンドの発行が挙げられる。

3. 社会的課題の対処を目的として発行するソーシャルボンドの概要

ソーシャルボンドとは、社会的課題への対処に向けた事業を資金使途とする債券であり、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債¹⁰の一種である¹¹。SDGs 債の中では、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに要する資金を調達されるために発行されるグリーンボンドの発行が最も活発である。しかし、ソーシャルボンドも 2006 年 11 月に発行を開始した予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）以降、多くの発行体が起債しており、国際資本市場協会（ICMA）によるソーシャルボンド原則（SBP）の存在もあり、2010 年代半ば頃から認知度が上がってきている¹²（図表 9 参照）。

ソーシャルボンドの発行体にとってのメリットは、ソーシャルプロジェクトへの積極的な取り組みをステークホルダーに PR したり、SDGs への対応を示す手段となりうることに加え、資金調達手段・投資家層の多様化が挙げられる。一方、投資家にとってのメリットは、ソーシャルプロジェクトへの支援のアピール、SDGs への対応、流通市場での価格の安定傾向などが挙げられる。他方、デメリットとしては、発行体・投資家ともに管理に当

⁹ 病院事業に係る地方債の対象事業は、病院、診療所その他の医療施設、職員宿舍及び看護師宿舍の建設改良費等、医療又は看護のために必要な機械器具の整備費等並びに用途廃止施設の処分に要する経費が対象とされている。また、一般会計により経理されている病院、診療所等（一般行政病院等）の建設改良費等及び医療機器の整備費等も対象となる。充当率は 100%で、一部の地方債には元利償還金に対する交付税措置がある。また、資金は財政融資資金、地方公共団体金融機構資金、市場公募資金、銀行等引受資金となっている。（埼玉県企画財政部市町村課公営企業担当「地方債マニュアル（公営企業債）」2020 年 4 月、18-19 頁）

¹⁰ 日本証券業協会によると、SDGs 債は、調達資金が SDGs に貢献する事業に充当される債券であり、SDGs の中でも環境・社会へのポジティブなインパクトを有し、一般的にスタンダードとして認められている原則（例えば、国際資本市場協会〔ICMA〕によるグリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド・ガイドラインなど）に沿った債券や、事業全体が SDGs に貢献すると考えられる機関が発行し、インパクト（改善効果）に関する情報開示が適切になされている債券が含まれる。（日本証券業協会「SDGs に貢献する金融商品に関するガイドブック」4 頁）

¹¹ ソーシャルボンドの詳細は、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて注目が集まるソーシャルボンド」『野村資本市場クォーターリー』第 22 巻第 1 号（2018 年夏号）、36-53 頁、を参照されたい。

¹² Peter Munro, “Social Bonds: Fresh Momentum”, *Quarterly Report*, Issue No.44, International Capital Market Association, 10 January 2017, p.13; International Finance Facility for Immunisation, *International Finance Facility for Immunisation Issues Inaugural Bonds*, 7 November 2006.

たつて、通常の債券と異なる手間・コストが発生する可能性などがある（図表 10 参照）。ブルームバーグに基づく世界のソーシャルボンドの発行状況によれば、地方公共団体が 2020 年 6 月末時点で公立病院や地域医療システムをソーシャルボンドの適格プロジェクトに含めているのは、（1）スペインのマドリッド州（Comunidad de Madrid）、（2）ベルギーのワロン地域（Région Wallonne）、とみられる（図表 11 参照）。その他、公的セクターで公立病院を適格プロジェクトとしたソーシャルボンドを起債している発行体として、（3）フランスの地方金融公社の SFIL（Société de Financement Local、SFIL）グループが注目される。以下にて、これらの発行体によるソーシャルボンドの取組みを紹介する。

図表 9 ソーシャルボンド原則の概要

ソーシャルボンド原則が定める 4 項目及び外部評価	
調達資金の使途	調達資金の使途は、明確な社会的ベネフィットをもたらすソーシャルプロジェクトでなければならず、証券に係る法的書類に適切に記載されるべき
プロジェクトの評価と選定のプロセス	発行体は、 ・ 社会的な目標 ・ 発行体が、対象となるプロジェクトが適格なソーシャルプロジェクトの事業区分に含まれると判断するプロセス ・ 関連する適格性についてのクライテリア を投資家に明確に伝えるべき
調達資金の管理	ソーシャルボンドによって調達される資金に係る手取金の全部、あるいは手取金と同等の金額は、サブ・アカウントで管理されるか、サブ・ポートフォリオに組み入れられるか、またはその他の適切な方法により追跡されるべき。手取金の全部は、ソーシャルプロジェクトに係る発行体の投融資業務に関連する正式内部プロセスの中で、発行体によって証明されるべき
レポーティング	発行体は、資金使途に関する最新の情報を容易に入手可能なかたちで開示し、それを続けるべきであり、また、その情報はすべての調達資金が充当されるまで年に 1 度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合は随時開示し続けるべき
外部評価	発行体は、ソーシャルボンドの発行またはソーシャルボンド発行プログラムに関連して、発行する債券が 4 つの要素に適合していることを確認するために、外部評価を付与する機関を任命することを奨励 外部評価の類型：セカンド・パーティ・オピニオン、検証、認証、ソーシャルボンドスコアリング／格付
ソーシャルプロジェクトの事業区分（例）	
・ 手頃な価格の基本的インフラ整備（清潔な飲料水、下水道、衛生設備、輸送機器、エネルギーなど） ・ 必要不可欠なサービスへのアクセス（健康、教育、職業訓練、金融サービスなど） ・ 手頃な価格の住宅 ・ 中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果の活用を含めた雇用創出、社会経済的危機に伴う失業の予防・軽減に関するプログラム ・ 食糧の安全保障及び持続可能な食糧システム（必要栄養量を足す安全で栄養のある十分な食糧への物理的、社会的、経済的アクセス、弾力的な農業慣行、食品ロス・廃棄物の削減、小規模生産者の生産性向上など） ・ 社会経済的向上とエンパワーメント（資産、サービス、資源、機会に対する公平なアクセスとコントロール、所得格差の是正を含む公平な市場・社会への参加・統合など）	
ソーシャルプロジェクトが対象とする人々（例）	
・ 貧困ライン以下で暮らしている人々 ・ 排除され、あるいは社会から取り残されている人々、あるいはコミュニティ ・ 障がい者 ・ 移民や難民 ・ 十分な教育を受けていない人々 ・ 必要不可欠な商品やサービスへの質の高いアクセスがないため、十分なサービスを受けられない人々 ・ 失業者 ・ 女性、性的及びジェンダーマイノリティ ・ 高齢者と弱い立場の若者 ・ 自然災害の罹災者を含む弱者グループ	

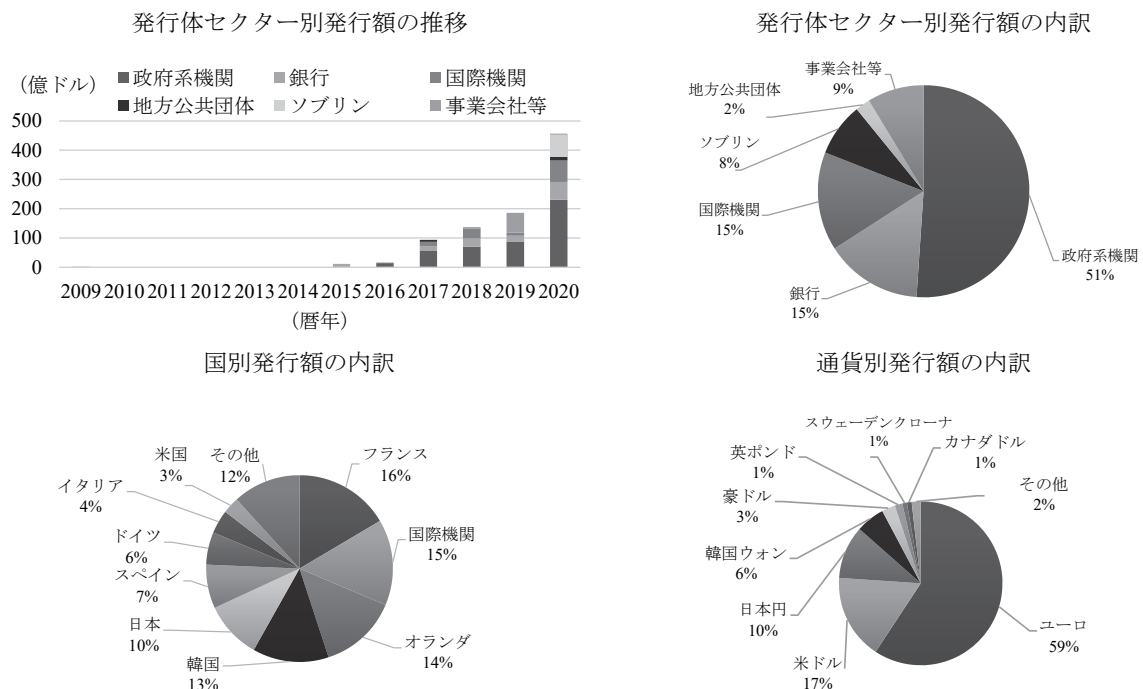
（出所）International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2020、
より野村資本市場研究所作成

図表 10 ソーシャルボンドのメリット・デメリット

種類	発行体	投資家
メリット	・ソーシャルプロジェクトに対する積極的な取組みを投資家のみならず、広い意味でのステークホルダーにPRすることが可能になる ・持続可能な開発目標（SDGs）への対応 ・資金調達手段・投資家層の多様化	・ソーシャルプロジェクトへ積極的に資金供給することを通じて、プロジェクトを支援することをアピールする機会になり得る ・（特に、日本国内市場では）全般的に信用力が高く、投資家も満期保有目的で保有する傾向が多いため、流通市場での価格が比較的安定推移する傾向 ・ソーシャルプロジェクト債の場合、伝統的な金融資産との相関が低く、オルタナティブ投資の側面を有していることから、分散投資によるリスク低減効果を享受することが可能になる場合もある
デメリット	・通常の債券とは異なり、ソーシャルボンドに関するレポーティングや外部機関による評価に係る手間・コストが発生する可能性 ・発行条件が通常の債券と比較して必ずしも有利にならない傾向	・比較的新しい金融商品であるため、審査・モニタリングに関して手間・コストを要する可能性 ・投資したソーシャルプロジェクトの充当事業が当初の目的を満たせなかったり、何らかの問題が起きた場合、風評リスクを負いかねない

（出所）野村資本市場研究所

図表 11 世界のソーシャルボンドの発行状況



（注） ソーシャルボンドの発行額（2020年6月末時点）は、ブルームバーグによるソーシャルボンドの判定基準に基づく。米国地方債及び証券化商品を除く。ドル換算ベース。

（出所）ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

4. 公立病院や地域医療システムを資金使途としたソーシャルボンドの事例

1) スペインのマドリード州によるソーシャルボンド

スペインのマドリード州（首都・州都 マドリード）は、イベリア半島のほぼ中央に位置し、同国人口の約14%を占める約655万人（2018年）の人口を抱え、政治、金融、経済の中核としての地域を築いており、多くの多国籍企業が進出する国際都市となっている。

マドリード州は近年、（1）世界、欧州連合（EU）及びスペインの社会・環境目的に貢献、（2）SDGsの達成に貢献、（3）マドリード州民のために持続可能な成長を達成、を目的に、サステナブルファイナンスに関する取組みを強化している¹³。具体的には、2016年8月にソーシャルボンド、2017年4月に環境・社会的課題の解決等に資する事業を資金使途とする債券であるサステナビリティボンド、そして、2020年4月にはグリーンボンド、の発行を開始している。

同州のサステナブルファイナンスによる資金調達で注目されるのは、2020年5月に発行したソーシャルボンド（5,200万ユーロ、償還年限3年、私募形式）である¹⁴。同ソーシャルボンドは、マドリード州のサステナビリティボンド・フレームワークに沿って発行された。同フレームワークは、オランダの外部評価機関のサステイナリティクスより評価を取得しており¹⁵、6つの適格プロジェクトが掲げられている（図表12参照）。今般のソーシャルボンドの資金使途は、適格プロジェクトの1つである医療関連でも、特に新型コロナウイルス感染症問題を抱える地域医療制度の支援に充当される¹⁶。

¹³ Comunidad de Madrid, *Investor Presentation*, p.52.

¹⁴ “BME Admits A 52 Million-Euros Health And Social Bond From The Madrid Region,” *Mondo Visione*, 29 May 2020; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, MAPFRE, the Autonomous Community of Madrid and BBVA *Issue Spain’s First Social Bond against the Coronavirus*, 24 April 2020.

¹⁵ 同フレームワークは、グリーンボンド原則（GBP）、グリーンローン原則（GLP）、SBP及びサステナビリティボンド・ガイドライン（SBG）と適合しているとの評価を取得している。（Sustainalytics, *Second-Party Opinion: Comunidad de Madrid Sustainable Finance Framework*, 27 March 2020）

¹⁶ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, MAPFRE, the Autonomous Community of Madrid and BBVA *Issue Spain’s First Social Bond against the Coronavirus*, 24 April 2020; Comunidad de Madrid, *Investor Presentation*, p.78.

図表 12 マドリード州のサステナビリティボンド・フレームワークにおける適格プロジェクト（抜粋）

1. 手頃な価格の住宅
2. 教育
3. 医療
調達資金の使途：債券の調達資金は、マドリード住民に近代的かつ持続可能な公共医療サービス制度を提供することを目的としたプロジェクト（脆弱なグループを含むがこれに限定されない）に配分される。優先度の高い分野として、関連インフラの近代化、医療機器の改善・更新等が挙げられる。関連する支出には、次のものが含まれるが、これらに限定されない。
公衆衛生の予防と保護：マドリードの公共医療サービス制度を支援
(i) 公共医療サービス制度（病院、医療施設、精神保健施設等）に統合された施設・インフラの開発、維持及び近代化
(ii) 十分なサービスを受けていない地域や脆弱な人々への医療の提供
(iii) 医療機器の取得又は診断サービスの提供
(iv) 健康増進のための資金援助プログラム
(v) 薬物中毒の予防と治療のための資金調達活動
ハイインパクト医薬品
(i) 希少疾患（他の治療法がなく、市場で競争力のある価格の薬が提供されていない、生命を脅かす希少疾患に運命づけられている）患者への効果の高い医薬品の助成
4. 社会的包摂
5. 経済的包摂及び中小企業金融
6. 気候変動及び環境管理
（出所） Comunidad de Madrid, <i>Sustainability Bond Framework</i> , pp.1-6、より野村資本市場研究所作成

同ソーシャルボンドは、スペインの大手金融機関であるビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア（BBVA）のアレンジにより、同国の大手保険会社であるマフレ（Mapfre）が、資産運用会社（Mapfre Asset Management、マフレ AM）を通じて組成したファンド「Mapfre Compromiso Sanitario Fund」（マフレ医療コミットメント・ファンド）に入れられた¹⁷。同ファンドは、マドリード州のソーシャルボンドを原資産とし、3年満期で、マフレによる100万ユーロ近い追加拠出により3%のリターンが確保される仕組みとなっている。なお、同ファンドの特徴としては、管理、保管、市場へのブレースメント等の手数料を伴わない形となっている点があり、預託機関であるフランスの大手金融機関 BNP パリバは料金を免除している。各投資家の同ファンドの受益証券への投資額の上限は5万ユーロとなっている。マフレ AM は、マフレ医療コミットメント・ファンドについて、新型コロナウイルス感染症危機に直面した医療関連プロジェクトが必要とする資金ニーズと、顧客である投資家の貯蓄ニーズを合致させることを目的として組成したと説明している。

マドリード州によるソーシャルボンドは私募形式であったが、引受先のマフレ AM によるマフレ医療コミットメント・ファンドの組成を通じて、より幅広い投資家等のステークホルダーにマドリード州の取組みを周知し、共感を得ることにつながったと言える。

マドリード州の場合、約4年間に渡ってサステナブルファイナンスによる資金調達を実施する中で、資金使途によってソーシャルボンド、サステナビリティボンド、グリーンボンドとラベル（名称）を適宜使い分け、同州による環境・社会関連課題解決に向けたコミットメントを投資家等のステークホルダーに PR してきた。同時に、これまでの資金調達のトラックレコードも活かし、新型コロナウイルス感染問題を抱え

¹⁷ MAPFRE, *MAPFRE Launches a Mutual Fund to Finance the Purchase of Healthcare Equipment*.

る地域医療制度の支援に向けたソーシャルボンドを機動的に発行することが可能になったと言える。スペインの代表的な州の1つの取組みは、同国の他の州や行政機関にとっても参考になり得ると考えられる。

2) ベルギーのワロン地域によるソーシャルボンド

ベルギーのワロン地域は、同国の連邦構成主体である3つの地域の1つで、同国南部に位置する。人口は、同国人口の約3割に当たる約364万人（2019年）で、かつては石炭の産地であったことから鉄鋼産業が中心だったが、近年は化学・製薬、金属、電気機械等も同地域の主要産業となっている。

ワロン地域は、サステナブルファイナンスによる資金調達として、2019年4月及び2020年4月にサステナビリティボンドを起債していたが、2020年6月に新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンド（10億ユーロ、償還年限30年）を通常債（10億ユーロ、償還年限5年）と共に、デュアル・トランシェで発行した。

ワロン地域にとって初となるソーシャルボンドは、サステナビリティボンド・フレームワークに沿って発行された。同フレームワークは、欧州の外部評価機関のヴィジオ・アイリスより評価を取得しており¹⁸、環境関連で7分野、社会関連で4分野が掲げられている（図表13参照）。2020年6月に起債されたソーシャルボンドの資金使途は、（1）社会経済の発展とエンパワーメントの分野の一環として、社会経済危機の緩和を目的とした例外的かつ一時的補償手当を対象となる人々に支給、（2）不可欠な公共サービスと基本的な公共インフラへのアクセスの分野の一環として、医療及びソーシャル分野への支援、とされた¹⁹。

ワロン地域では、新型コロナウイルス感染拡大に伴い、9億ユーロの歳出拡大及び6億ユーロの歳入減少が見込まれ、15億ユーロの資金調達ニーズが発生したため、2020年3月に資金調達を計画した²⁰。同地域では、海外に向けても投資家向け広報（IR）活動を積極的に実施し、当初発行予定額の15億ユーロに対して約37億ユーロの投資需要を獲得し、20億ユーロに増額して発行された。デュアル・トランシェは、韓国の投資家、デンマークのソーシャルボンドに特化したファンド、ヘッジファンド等を含む約170の投資家が購入した。なお、20億ユーロはワロン地域にとって歴史上最大規模の調達となった。

ワロン地域の場合、サステナブルファイナンスによる資金調達に関する取組みは1年強であったものの、ソーシャルボンドを含めたデュアル・トランシェでの起債は、IR活動の積極的な実施も背景に、同地域の投資家層の拡大にもつながる意義のあるものとなった。

¹⁸ 同フレームワークは、サステナビリティボンド・ガイドライン（SBG）と適合しているとの評価を取得している。（Vigeo Eiris, *Second Party Opinion on the Sustainability of the Walloon Region's Sustainable Bond Framework*, 30 March 2020）

¹⁹ Région Wallonne, *Investor Presentation*, May 2020, p.25.

²⁰ “La Dette Wallonne Plébiscitée par les Investisseurs,” *L’Echo*, 6 June 2020.

図表 13 ワロン地域のサステナビリティボンド・フレームワークにおける適格分野（抜粋）

環境関連	社会関連
・ 再生可能エネルギー ・ 省エネ・低炭素建築 ・ 持続可能なモビリティ ・ 公害防止管理 ・ 持続可能な食料と消費 ・ 資源、土地、生物多様性の保護を含む。持続可能な水管理、土壌浄化、気候変動への適応	・ 教育・雇用促進 ・ <u>社会経済の発展とエンパワーメント</u> ・ 手頃な価格の住宅 ・ <u>不可欠な公共サービスと基本的な公共インフラへのアクセス</u>

(注) 下線は、2020年6月に起債した新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンドの資金使途となった適格分野。

(出所) Région Wallonne, *La Région Wallonne Sustainability Bond Framework*, April 2019, p.3; Région Wallonne, *Investor Presentation*, May 2020, p.25、より野村資本市場研究所作成

3) SFIL グループによるソーシャルボンド

SFIL は、フランスの地方公共団体に長期資金を提供することを目的として、2013年2月に設立された政府系機関である。SFIL の出資構成は、フランス共和国（75%）、預金供託公庫（Caisse des Dépôts et Consignations、CDC、20%）及びバンク・ポスタル（La Banque Postale、5%）となっている²¹。同機関は、2015年以降、フランス共和国によって保証された大規模輸出契約のリファイナンス・プラットフォームとしても機能している。SFIL は、出資者であるバンク・ポスタルと密接に協力し、地方政府や公的病院向け貸付を行っており、同分野向け貸付では20～25%の市場シェアを有している²²。

SFIL の貸付の原資は、同機関の子会社である CAFFIL によるカバードボンドを通じて調達されている。カバードボンドとは、金融機関が保有する貸付債権を担保として発行される債券であり、信用力の高い住宅ローンや地方公共団体向け債権などを担保として発行される²³。CAFFIL のカバードボンドは、フランスの公的セクター向け貸付が CAFFIL の貸借対照表上に維持され、投資家は発行体が支払不能になった場合、これらの資産に直接訴求する権利を有する仕組みとなっている²⁴。CAFFIL は、短期資金は2015年以降、コマーシャルペーパーで、長期資金は2016年以降、ベンチマーク債（カバードボンド）の定期発行を通じて調達している。

²¹ なお、フランス共和国と CDC は2018年11月、フランス共和国の持ち分を CDC に譲渡するための交渉を開始したものの、SFIL の経済的基盤を保護するという同国のコミットメントの程度に影響を与えるものではない。（Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *The French Agency Supporting Local Investment and Export: SFIL Group Social Note Framework*, January 2019, p.4）

²² Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *The French Agency Supporting Local Investment and Export: SFIL Group Social Note Framework*, January 2019, pp.4-5.

²³ カバードボンドの詳細は、林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」『資本市場クォーターリー』第11巻第4号（2008年春号）、105-126頁、を参照されたい。

²⁴ フランスのカバードボンド（オブリガシオン・フォンシエール、Obligations Foncières）の場合、担保資産は貸出及び債券発行等に機能を限定された金融機関としてのステータスを有する子会社である特別目的事業体（Sociétés de Crédit Foncier、SCF）に移され、オリジネーターでない組織が担保資産を保有するスキームが採用されている。このスキームの下で、オリジネーターが破綻した際には、SCF がオリジネーターの破産手続きから除外されることを通じて、SCF がオリジネーターの破産手続きから除外されることにより、SCF が有する担保資産を原資とした償還が維持され、投資家保護が図られる仕組みとなっている。（日本政策投資銀行カバード・ボンド研究会「カバード・ボンド研究会 とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」2011年7月、17頁）

SFIL は 2018 年 10 月に国際連合のグローバル・コンパクト（UNGC）に署名したことも契機に、サステナブルファイナンスに取り組むこととなった²⁵。CAFFIL は、2019 年 2 月よりカバードボンド形式のソーシャルボンド（以下、ソーシャル・カバードボンド）の発行に取り組んでいる²⁶。同債券は、ソーシャルボンド・フレームワークに基づき発行されたが、同フレームワークは、サステナリティクスより評価を取得しており²⁷、資金使途については、「医療関連貸付ポートフォリオ」の全部又は一部の資金調達（借り換えを含む）と記されている（図表 14 参照）。

図表 14 CAFFIL のソーシャルボンド・フレームワークにおける資金使途（抜粋）

ソーシャルボンド発行の正味手取額に相当する金額は、以下に定義する「医療関連貸付ポートフォリオ」の全部又は一部の資金調達及び／又は借り換えに使用される

「医療関連貸付ポートフォリオ」は、2013 年以降 SFIL グループによって開始された全ての既存及び将来の公的病院貸付で構成され、公衆衛生法典においてフランス法によって定義されたフランスの公的病院政策に従い、以下を含む公的病院セクターが担う分野に貢献するものである

- ・ 所得、社会的又は財政的地位にかかわらず、全住民に対し、いつでも並びに全ての医学的及び外科的専門分野に対し、全ての診断上及び治療上の可能性（希な疾患又は極めて高価な複雑かつ長期の治療を含む）について公衆衛生サービスを提供
- ・ 治療を継続的に改善し、新しい治療法を開発するための研究
- ・ 医師、助産師、薬剤師、歯科医師、保健師、看護師等の研修

フランスの法律では、特に公的病院が脆弱な人々を支援することを求めている

- ・ 公立病院はフランスの医療政策の重要な手段である。当該政策の主要目的の 1 つとして、社会的な不平等、ジェンダー不平等及び地域的不平等を削減することが挙げられる（公衆衛生法典 L 1411-1 条）
- ・ 公立病院には、必要な医療を各人が利用できるようにし、医療への継続的なアクセスを提供する使命がある（同 L 1110-1 条）。医療を受けるためのいかなる差別も明示的に禁止されている（同 L 1110 条-3）
- ・ 困難な状況にある人々（高齢者、貧困者、路上生活者等）を対象とした医療・社会サービスの提供。医療保険が適用されない場合、これらのサービスは無料で提供される。フランスの国民皆保険制度では、公的病院での治療に現金の前払いが必要ないため、困難な状況にある人々の医療へのアクセスが保証される。さらに、公的病院は、公共サービスへの完全なアクセスを確保するための行政的な支援と支援を提供している（同 L 6111-1-1 条）
- ・ 最も孤立した地域を含むフランスの全地域にわたる医療サービスの提供（同 L 6112-2 条）

（出所）Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *The French Agency Supporting Local Investment and Export: SFIL Group Social Note Framework*, January 2019, pp.5-6、より
野村資本市場研究所作成

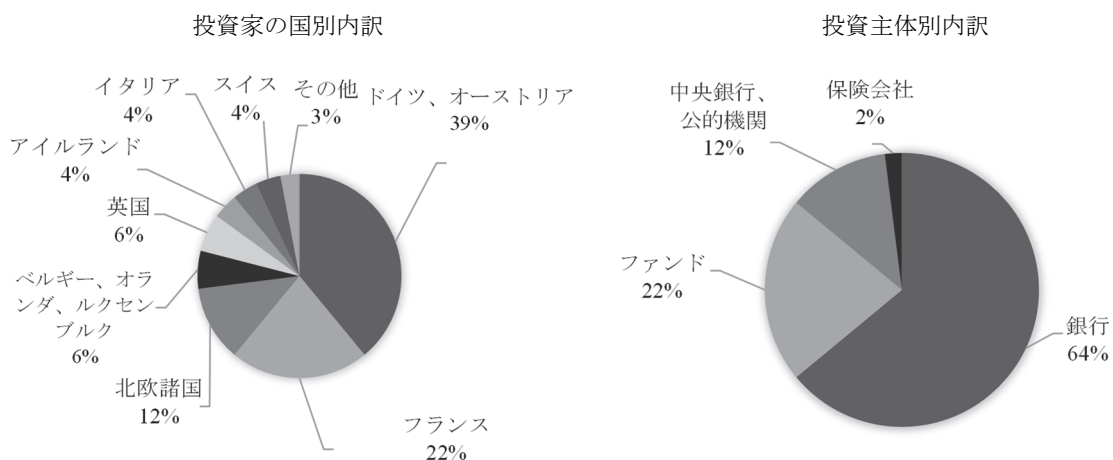
²⁵ 国際連合（国連）グローバル・コンパクト（United Nations Global Compact、UNGC）とは、1999 年の世界経済フォーラム（ダボス会議）の席上でコフィー・アナン国連事務総長（当時）が提唱したイニシアチブである。各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取り組みである。UNGC では、4 つの分野（人権の保護、不当な労働の排除、環境への対応、腐敗の防止）に関わる 10 の原則が掲げられている

²⁶ Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *Resounding Success of SFIL's First Social Bond Issue, Exclusively Dedicated to Public Hospital Financing*, 13 February 2019.

²⁷ 同フレームワークは、SBP と適合しているとの評価を取得している。（Sustainalytics, *Second-Party Opinion: SFIL Group Social Bond*, July 2018）

CAFFIL のソーシャル・カバードボンドの中で注目されるのは、2020 年 4 月に条件決定した新型コロナウイルス感染症関連のソーシャル・カバードボンド（10 億ユーロ、償還年限 5 年）である²⁸。本起債は、欧州の金融機関が発行する初の新型コロナウイルス感染症関連のカバードボンドとして注目を集めたこともあり²⁹、発行予定額に対して幅広い投資家層から、約 4.5 倍の投資需要が寄せられ、表面利率は 0.01%と CAFFIL がそれまでに発行したカバードボンドの中でも最も低い水準となった（図表 15 参照）。なお、CAFFIL のカバードボンドは、欧州中央銀行（ECB）の公的部門買入プログラム（PSPP）及びカバードボンド買入プログラム（CBPP）の対象となっており、需給環境の安定性の維持にも寄与していると言える³⁰。

図表 15 CAFFIL が 2020 年 4 月に発行したソーシャル・カバードボンドの投資家構成



（出所） Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *Highly Successful Social Bond Transaction by SFIL Group in Support of French Public Hospital Investments*, 28 April 2020、より野村資本市場研究所作成

CAFFIL は、同起債について、今般のパンデミックの時期にフランスの公立病院への最初の貸し手としてフランスが称える献身的な医療スタッフと同じ位置に立てることを誇りに思うとの見解を公表している。欧州の主要なカバードボンド発行体である CAFFIL によるソーシャル・カバードボンドは、順調に消化されたこともあり、他のカバードボンド発行体にとっても参考になり得るものと言える。

²⁸ Société de Financement Local and La Caisse Française de Financement Local, *Highly Successful Social Bond Transaction by SFIL Group in Support of French Public Hospital Investments*, 28 April 2020.

²⁹ Société Générale, *Success of the First Covid-19 Covered Bond Issue in Support of French Public Hospitals*, 22 June 2020.

³⁰ 欧州中央銀行（European Central Bank、ECB）による公的部門買入プログラム（Public Sector Purchase Programme、PSPP）は 2015 年 3 月以降実施されているものであり、通常国債、物価連動国債、要件を満たした政府系機関債、地方債、ユーロ圏に所在する国際開発金融機関の債券が買入対象となっている。カバードボンド買入プログラム（Covered Bond Purchase Programme、CBPP）は、2009 年 7 月以降、数次にわたって実施されているものである。（European Central Bank, *Asset Purchase Programme*）

V 今後の注目点

本稿では、公立病院が経営の持続可能性を維持するための財源確保の一手段として、ソーシャルボンドを取り上げた。そして、スペインのマドリード州、ベルギーのワロン地域、フランスの地方金融公社の SFIL グループが公立病院や地域医療システムを資金使途としたソーシャルボンドを紹介した。日本の公立病院向けの財源調達で仮にソーシャルボンドを活用する場合、(1) 地方公共団体金融機構によるソーシャルボンド、(2) 共同発行市場公募地方債形式のソーシャルボンド、(3) 住民参加型市場公募地方債形式のソーシャルボンド、といった選択肢があり得る。

1 点目の地方公共団体金融機構は、地方公共団体に対して長期かつ低利の資金を融通し、資本市場からの資金調達に関して支援することを目的とした地方共同資金調達機関である。貸付先は地方公共団体のみとなっており、日本の地方公共団体にとって重要な資金の出し手として、地方公共団体の資金調達の安定化の面で大きく貢献している。そして、病院事業を含めた公営企業債、前述の特別減収対策企業債も貸付対象に含まれている。

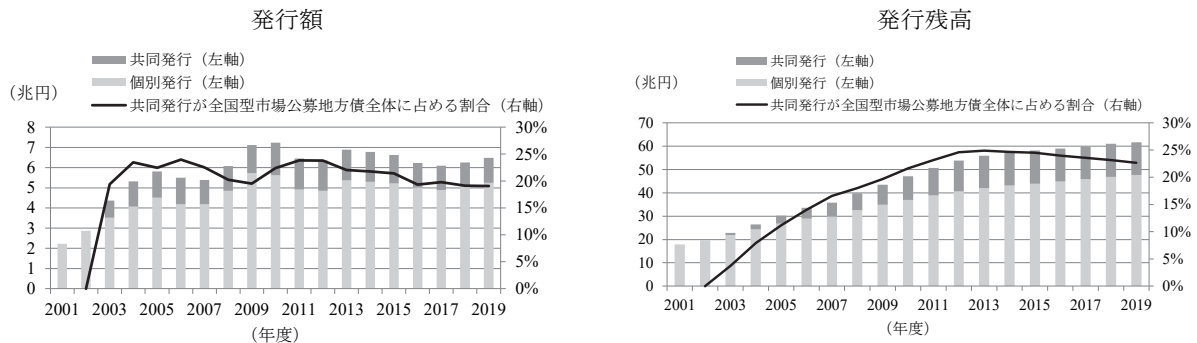
地方公共団体金融機構の場合、(1) 貸付を通じて支援している地方公共団体の SDGs に関連する施策について、世界に情報発信し、その取組みを促進、(2) 資本市場（特に国外債市場）における環境・社会・ガバナンス（ESG）投資への関心の高まりを踏まえ、投資家需要に応えるとともに、投資家層の拡大を図る、といった目的により、下水道事業を資金使途としたグリーンボンド（5 億ユーロ、償還年限 7 年）を 2020 年 2 月に発行しており、発行予定額に対して約 8 倍の投資需要を捕捉した³¹。そのような経緯もあり、同機構には、SDGs 債の起債や IR 関連のノウハウも蓄積されていると解釈される。フランスにおける地方共同資金調達機関である SFIL グループが取り組んだソーシャル・カバードボンドの事例を踏まえると、地方公共団体金融機構にとっても資金調達手段の選択肢の 1 つとして、ソーシャルボンドは十分あり得ると考えられる。

2 点目の共同発行市場公募地方債は、全国型市場公募地方債を発行する地方公共団体が共同して地方財政法第 5 条の 7 に基づき発行する地方債で、2003 年度から毎月発行されており、2020 年度については、36 団体が参加している³²。地方債市場では、最大の発行額を誇る銘柄で、ベンチマーク債としての機能を発揮してきた（図表 16 参照）。

³¹ 馬内雄大「地方公共団体金融機構によるグリーンボンドの発行について」『公営企業』第 51 巻第 12 号、地方財務協会、2020 年 3 月、27-28 頁。

³² 共同発行地方債にはこのほか、共同発行方式を採用している住民参加型市場公募地方債や、1962～1965 年度にかけて大阪府と大阪市が共同発行方式で発行した政府保証外債がある。

図表 16 共同発行市場公募地方債発行額及び発行残高推移



(出所) 地方債協会『地方債月報』及び『地方債』各号、より野村資本市場研究所作成

共同発行市場公募地方債は、参加団体にとって、(1) 発行コストの低減（発行ロットの大型化を通じた流動性の向上や、連帯債務方式での発行や流動性補完措置としてのファンドの設置を通じた信用リスクの低減及び優れた商品性の実現）、(2) 市場評価に対するセーフティネットの形成（個別の地方公共団体にネガティブな影響が起きた場合でも、セーフティネット機能を果たし、安定調達の一助になること）といったメリットがある。

共同発行市場公募地方債は、創設後 17 年を経過しているが、今後も地方債市場のベンチマーク銘柄としての位置付けを担い、地方公共団体にとって安定的な資金調達ツールかつ投資家にとって魅力的な投資対象であり続けるためには、商品性の向上・拡充が求められる。その観点から、病院事業を資金使途とした、共同発行市場公募地方債形式のソーシャルボンドの発行も選択肢として考え得る。ただし、ソーシャルボンド発行に当たってフレームワークの作成や外部評価の取得等、通常の共同発行市場公募地方債に比してコストや手間を要する可能性があることや、2020 年 7 月末時点で SDGs 債を発行した経験のある参加団体が存在しないこと³³等を踏まえると、参加団体のコンセンサスを得るのに時間を要する可能性があると考えられる。

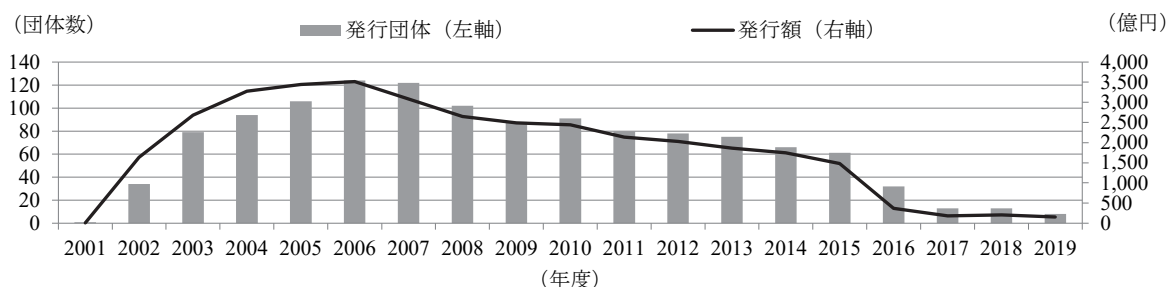
3 点目の住民参加型市場公募地方債は、地方債の個人消化及び公募化を通じて資金調達手段の多様化を図るとともに、住民の行政への参加意識の高揚を図るため、地域住民を主な対象として発行される証券形式の地方債である。住民参加型市場公募地方債は、他の地方債と同様に、地方財政法に照らし、適債性が認められる場合でなければ発行できない。しかし、その商品性に関しては、各地方公共団体が対象事業、販売対象者、発行年限、発行時期等を設定し、発行することは可能である。

住民参加型市場公募地方債は、2002 年 3 月に群馬県が「愛県債」を発行したのが始まりで、2006 年度までは発行団体及び発行額ともに増加傾向にあったが、その後は伸び悩んでいる（図表 17 参照）。そして、足元では、2016 年 2 月に日本銀行がマイナス金利を導入

³³ ただし、長野県は 2020 年 10 月にグリーンボンド（50 億円、償還年限 10 年）、神奈川県は 2020 年内にグリーンボンド（発行総額未定、償還年限 5 年）を発行予定である。（長野県「グリーンボンドを発行します」2020 年 8 月 5 日、神奈川県「令和 2 年度神奈川県市場公募債（グリーンボンド）の発行について」2020 年 3 月 31 日）

入したことにより、投資家にとって魅力のある商品性を維持できない等の理由により、起債を見送る団体が増加する傾向にある。2020年度については、18団体が合計191.5億円を発行予定となっている³⁴。

図表 17 住民参加型市場公募地方債の発行状況



(出所) 地方債協会『令和元年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書 地方債市場を巡る環境変化と安定的・効率的な資金調達の実現に向けて—銀行等引受債による調達を中心に—』2020年3月、15頁、より野村資本市場研究所作成

ただし、調達資金の対象となる公立病院は、多くの地域住民にとって身近なものと言える上、共感を得られやすい対象事業とも考えられる。また、上述の群馬県の「愛県債」は2001～2006年度まで県立病院施設整備のために発行されたほか³⁵、複数の発行体が病院関連で住民参加型市場公募地方債を起債した経緯がある。住民参加型市場公募地方債型ソーシャルボンドは、各団体の病院事業の取組みをPRし、地域のステークホルダーに理解を促すことにもつながるといったメリットも期待される。その意味では、低金利状況が続く難しい環境下ではあるものの、選択肢の1つとしてはあり得ると言える。

新型コロナウイルス感染症問題を通じて、改めて公立病院の地域経済社会における重要性が認識された。公立病院は経営の持続可能性を維持するために複数の課題を抱えているが、課題への対応と共に、国内外の事例も参照しながら、資金調達等の財源確保の工夫を重ねることが重要と言える。

³⁴ 総務省「令和2年度住民参加型市場公募地方債の発行予定」2020年4月8日。

³⁵ 群馬県では、住民参加型市場公募地方債について、県が積極的に取組む様々な事業に活用するため、2007年度から「ぐんま県民債」と名称変更した。（群馬県「ぐんま県民債Q&A」2011年3月1日）