

第9回不動産再生研究会

ヘルスケアリートへの期待と課題

～日本初ヘルスケア施設特化型リート「日本ヘルスケア投資法人」の取組み

平成27年1月22日

大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社

AIPヘルスケアジャパン合同会社

1. 日本ヘルスケア投資法人と運用会社等の概要
 - ① 運用体制
 - ② ポートフォリオ概要
 - ③ 大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(運用会社)の事業概要
 - ④ AIPヘルスケアジャパン(アドバイザー)の事業概要
2. 我が国のヘルスケア施設を取り巻く現状と課題
3. 日本版ヘルスケアリートに向けた取組みと必要性
 - ① ヘルスケアリートを活用した社会貢献と社会インフラの拡充
 - ② アベノミクスを多角的にサポートするヘルスケアリート
4. 日本初ヘルスケア 施設特化型リートとしての差別化
 - ① ヘルスケアリートの仕組みと特性
 - ② 施設運営に関わる情報の入手とリート投資家への開示状況
 - ③ オペレーターとの賃貸借契約と運営のバックアップに関わる協定
 - ④ 投資主優待制度の概要
 - ⑤ 利益超過分配(出資払い戻し)の実施
 - ⑥ ポートフォリオ構築方針
5. ヘルスケアリート上場後の効果と影響
 - ① オペレーター(高齢者施設・住宅運営事業者)にとってのメリットと課題
 - ② リート投資家・金融機関や入居者・利用者を与える影響
 - ③ 日本の不動産市場(都市部・地方部)を与える影響
6. 更なる活性化に向けた課題と要望事項
(補) 病院向けガイドライン策定に関する議論

(参考) 国土交通省主催「ヘルスケアREIT検討委員会」第一回(2012年10月5日)資料

1. 日本ヘルスケア投資法人と運用会社等の概要

① 運用体制

充実したサポート体制と高い独立性
(オペレーターの運営参画なし)



1. 日本ヘルスケア投資法人と運用会社等の概要

② ポートフォリオ概要

有料老人ホーム **14** 物件

取得価格合計 **13,280** 百万円

オペレーター **7** 社




1. 日本ヘルスケア投資法人と運用会社等の概要

③ 大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(運用会社)の事業概要



[オフィス / Daiwa銀座ビル]



[住宅 / ドゥーエ学芸大学]



[ヘルスケア施設 / チャームスイート緑地公園]

大和リアルは、運用する投資法人を通じて、様々な流動化資産タイプへの投資と、資産価値の維持・向上に実績があります。

オフィス

(大和証券オフィス投資法人)

上場/非上場:	東証上場
投資対象資産:	オフィス
運用資産規模:	約4,001億円

住宅

(大和証券レジデンシャル・プライベート投資法人)

上場/非上場:	非上場
投資対象資産:	賃貸住宅
運用資産規模:	約610億円

ヘルスケア施設

(日本ヘルスケア投資法人)

上場/非上場:	東証上場
投資対象資産:	ヘルスケア施設
運用資産規模:	約133億

その他

(不動産私募ファンド、
ゴルフ場ビジネス trusts)

運用資産規模 (2014年12月末日時点)

④ AIPヘルスケアジャパン(アドバイザー)の事業概要

1. ヘルスケア投資業界での先駆者として社会貢献に注力

- 2001年よりヘルスケア分野(病院・介護施設)に焦点を当てた投資戦略を開始し、2008年以降、特に高齢者施設・住宅の不動産に特化した投資を継続している。
- 業界の先駆者として、高齢者施設・住宅事業者、金融機関、不動産業界関係者、行政当局等に対し、ヘルスケア投資業界の現状に関する普及活動を国内外において精力的に実施し、日本におけるヘルスケア施設特化型REITの組成を通じて、同業界に資金供給の多様化を果たす役割を担っている。
- 2014年8月にヘルスケア分野への取り組みを評価され、高齢者住宅経営者連絡協議会に加入(オペレーター以外で投資家として初)。

2. ヘルスケア分野への豊富な投資実績

- 病院再生案件(11案件)、高齢者施設・住宅(19施設)への投資実績等を通じ、ヘルスケア施設の運営実績が豊富なオペレーターとの良好な関係を構築。



3. 案件発掘やアセット・マネジメントにおける強み

- 良好な関係を構築しているオペレーター等から多数の物件情報の提供を受けており、10年超の取引実績に裏付けされた信頼関係により、多数のヘルスケア施設関連取引に関与。
- 勉強会や具体的案件の協働を通じて、ヘルスケア施設向けノンリコースローンを供与する金融機関と良好な関係を構築。
- 事業パートナーとなるオペレーターに対し、施設運営の強化や経営戦略に関わる助言を実施。
- オペレーター選定基準及び賃貸借契約の諸条件に関し、過去の投資・運用経験に基づき構築してきた独自の基準を有しており、ヘルスケア分野におけるアセットマネジメントの知見・ノウハウを有する。
- 介護施設運営業者でのマネジメント実務の経験を積んだ複数メンバーを含む専門家集団により構成。

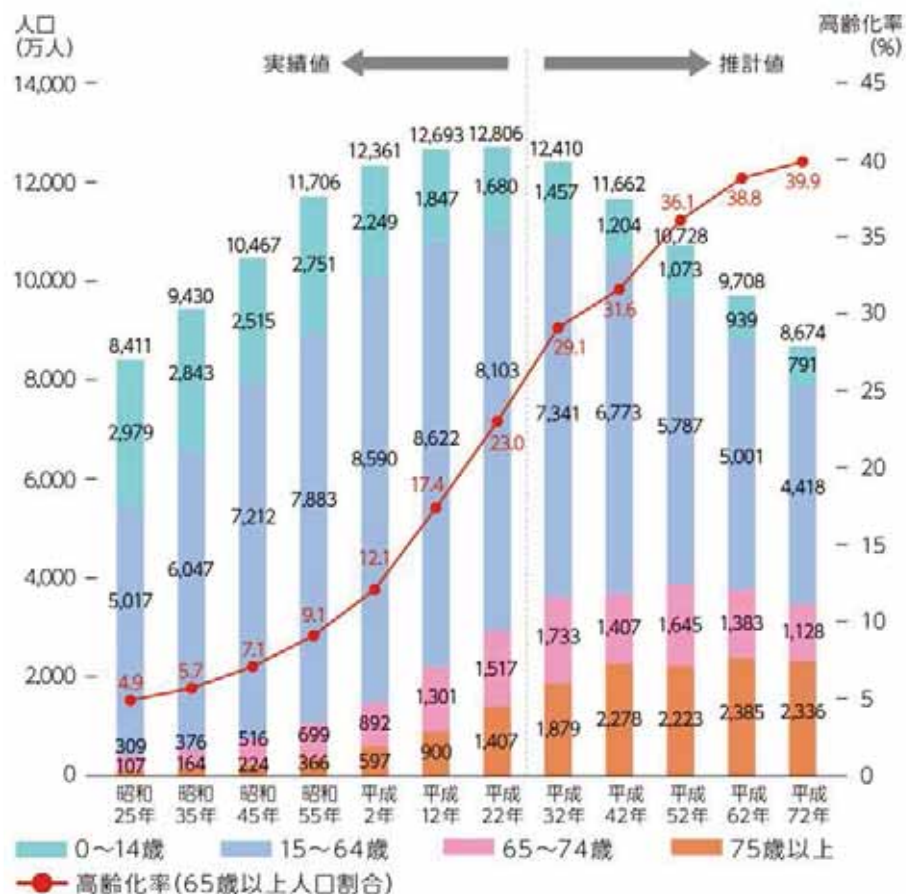
4. 同投資法人の外部成長に資する私募ファンドの運営

- BTS(ビルド・トゥ・スーツ)型ファンド
 - オペレーターの要望に沿った立地・仕様に基づき設計完成した上で賃貸するというオーダーメイド型の専用施設を開発する手法。
- バリューアップ型投資(フィーダーファンド)
 - 現状リートの投資基準に合わないが、バリューアップ後に安定稼働が期待できる施設を一定期間保有し、バリューアップを実施。

2. 我が国のヘルスケア施設を取り巻く現状と課題

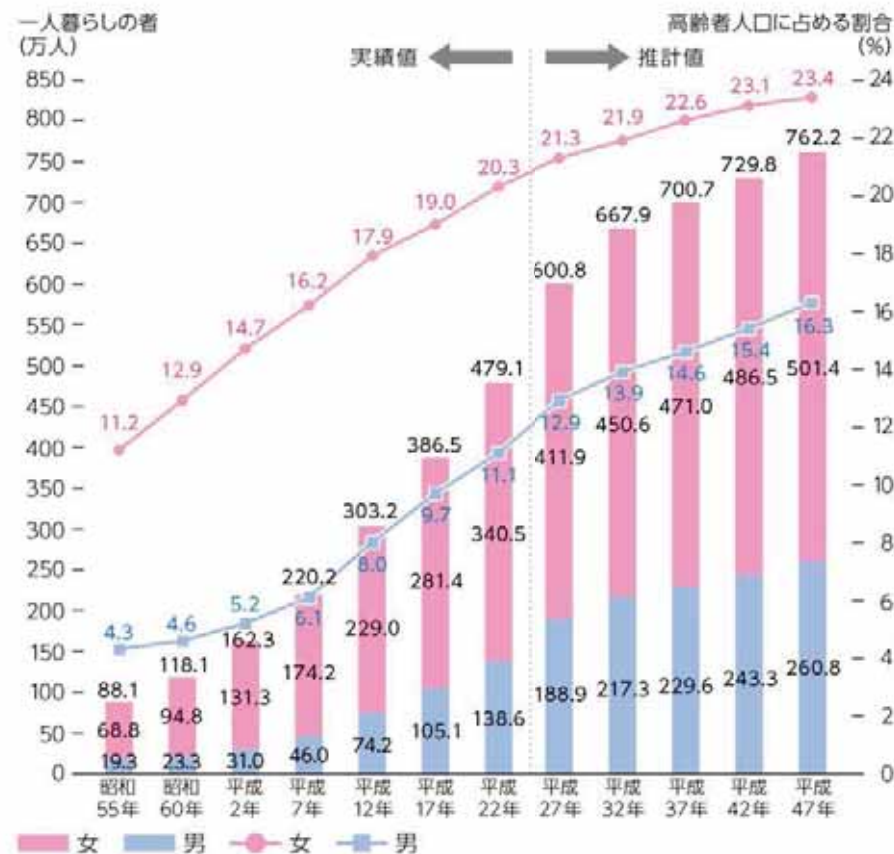
高齢者人口の増加と 高齢者施設・住宅の絶対的な不足

年齢別国内人口動態



(出所)内閣府「平成26年版高齢社会白書」

高齢者の一人暮らし人口及び比率の推移

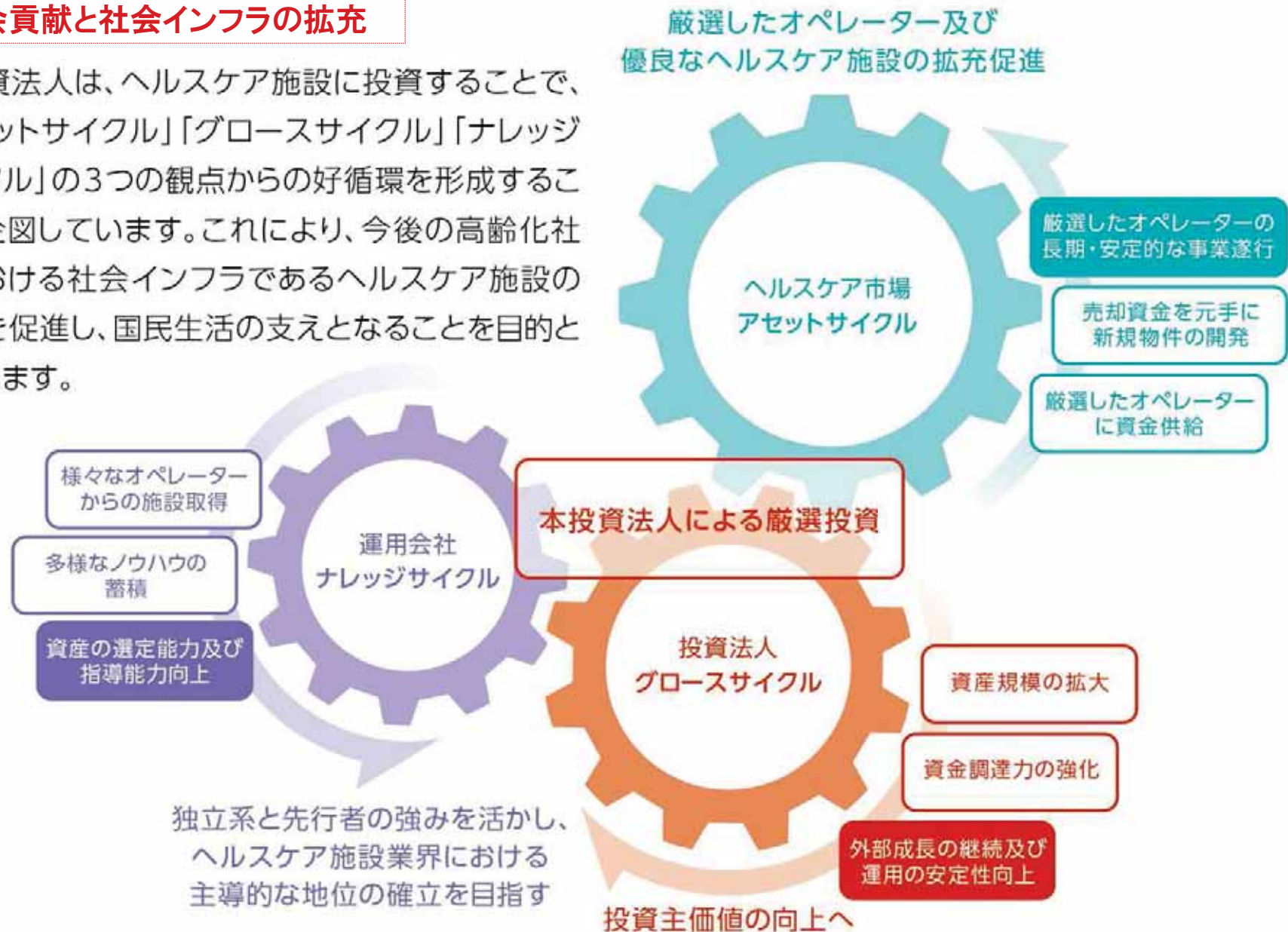


(出所)内閣府「平成26年版高齢社会白書」

3. 日本版ヘルスケアリートに向けた取組みと必要性①

ヘルスケアリートを活用した 社会貢献と社会インフラの拡充

本投資法人は、ヘルスケア施設に投資することで、「アセットサイクル」「グロースサイクル」「ナレッジサイクル」の3つの観点からの好循環を形成することを企図しています。これにより、今後の高齢化社会における社会インフラであるヘルスケア施設の拡充を促進し、国民生活の支えとなることを目的としています。



3. 日本版ヘルスケアリートに向けた取組みと必要性②

アベノミクスを多角的にサポートするヘルスケアリート

1. a.日本再興戦略(2013/6、2014/6閣議決定)及びb.健康・医療戦略(2014/7閣議決定)における具体策の表明

- 下記の各論点においてヘルスケアリートの活用が盛り込まれる。
 - a. 国民の「健康寿命」の延伸： 病気やけがをしても、良質な医療・介護へのアクセスにより、早く社会に復帰できる社会
 - b. 健康長寿社会の形成に資する施策： 高齢者等が安心して健康に暮らせる住宅・まちづくり・交通の実現
- 具体的に推進する施策
 - 民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリートの活用に向け、高齢者向け住宅及び病院(自治体病院を含む)等の取得・運用に関するガイドラインの整備(平成26年度中)、普及啓発等策定等を行う。
- 担当大臣： 内閣総理大臣(内閣府特命担当大臣(金融)、国土交通大臣)

2. 日本を取り巻く状況と日本版ヘルスケア施設特化型リートの必要性

- 日本の現在の3つの課題を同時に解決する選択肢となりうる「ヘルスケアリート」
 - 超高齢社会への対応： 高齢者施設・住宅及び病院について、量と質を確保・拡充する。
 - 財政健全化への対応： 激増する社会保障費を削減する一助とするため、民間資金の活用を図る。
 - 1600兆円の個人資産の活用： 長期に安定した「ミドルリスク・ミドルリターン」の金融商品。投資主優待制度への強い興味あり。
- 政策としての高齢者向け住宅の拡充(国土交通省)
 - 2005年に0.9%であった高齢者人口に対する高齢者向け住宅の充足率を2020年までに3~5%とすると設定している。
 - 2012年に約1.65%(約51万人)にすぎない状況下、2020年までに約58万人~130万人分の高齢者向け住宅の新規供給が必要。
- 全国の約8500病院(自治体病院含む)についても、所有資産を切り離し、運営に専念するという選択肢を提供する必要あり。
 - ハード面からの質の確保： 公共性の高い病院は、建築基準法や耐震改修促進法等の遵法性を順守しなければならない。
 - (金融機関借入以外での)資金調達を必要とする医療法人あり： 財務健全化や理事長等の個人の連帯保証を外したいニーズあり。

3. 海外のヘルスケアリート市場の発達に学ぶ教訓

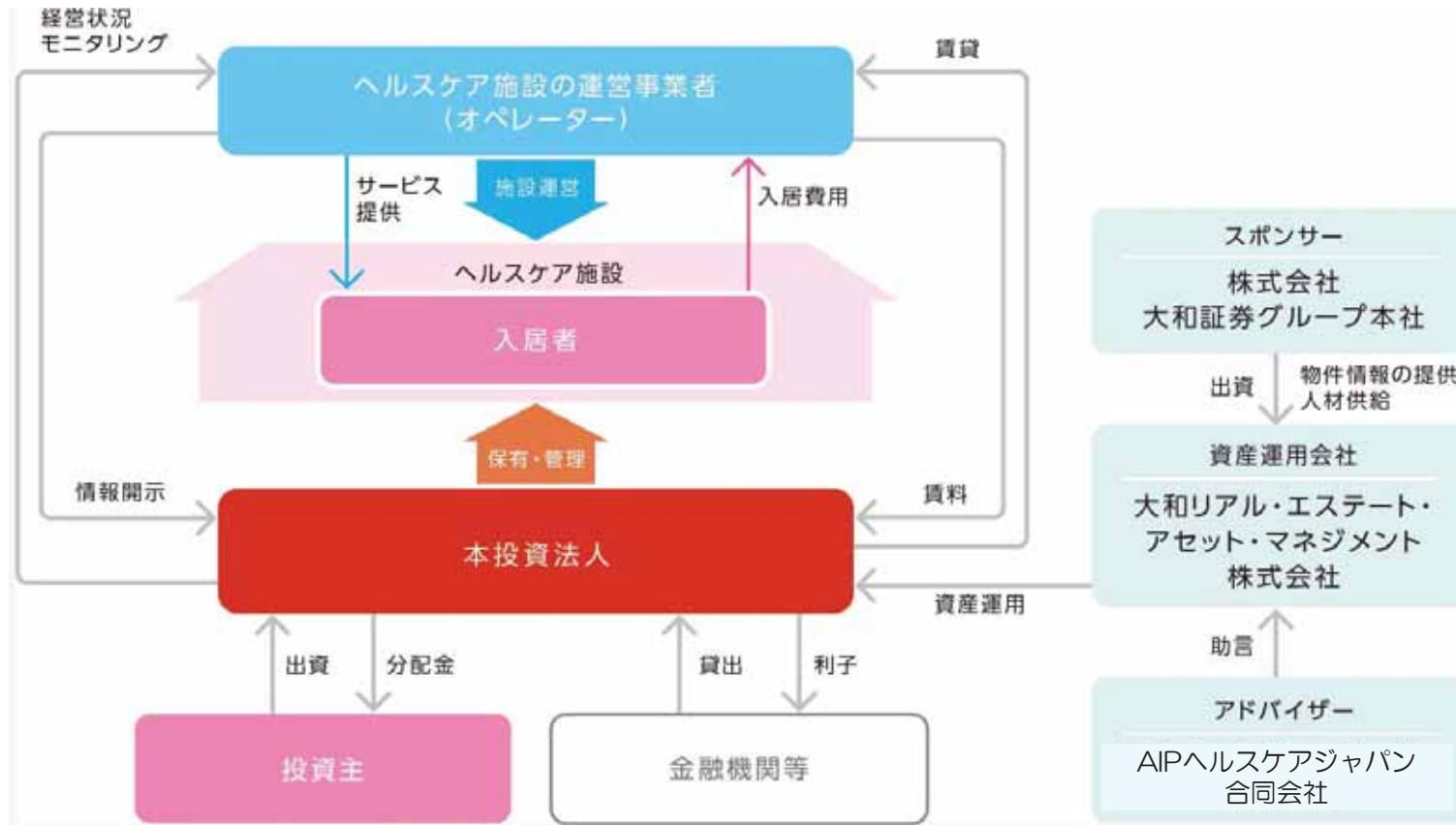
- 米国で1980年代に出現したヘルスケアリートが、直近14年間に時価総額で24倍に拡大
 - 現在16銘柄が上場し、時価総額約10兆円と米国REIT市場の約12%を占めるまでに発展した(2014年12月時点)。
 - 金融面を含めた能力の高いオペレーターが多数存在する一方、ヘルスケア業界への貢献に強くコミットし、努力するAM会社が存在した。
 - 病院(急性期病院に近い機能を有するもの)は米国ヘルスケアリート市場の現在の投資総額の一割にみえないが、病院特化型リートもある。
- シンガポールでは、パークウェイライフリードが2008年当時より積極的に日本の高齢者施設・住宅(病院も投資検討中)に投資している。
 - 全保有資産の40物件のうち36物件が日本のヘルスケア施設(鑑定評価額1,350億円中の約3割の385億円を日本のアセットで占める。)
 - 日本の社会保障費等を源泉とした安定的な賃料の収受による配当金のメリットの一部をシンガポール市場の投資家が受けている状態。

4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

① ヘルスケアリートの仕組みと特性

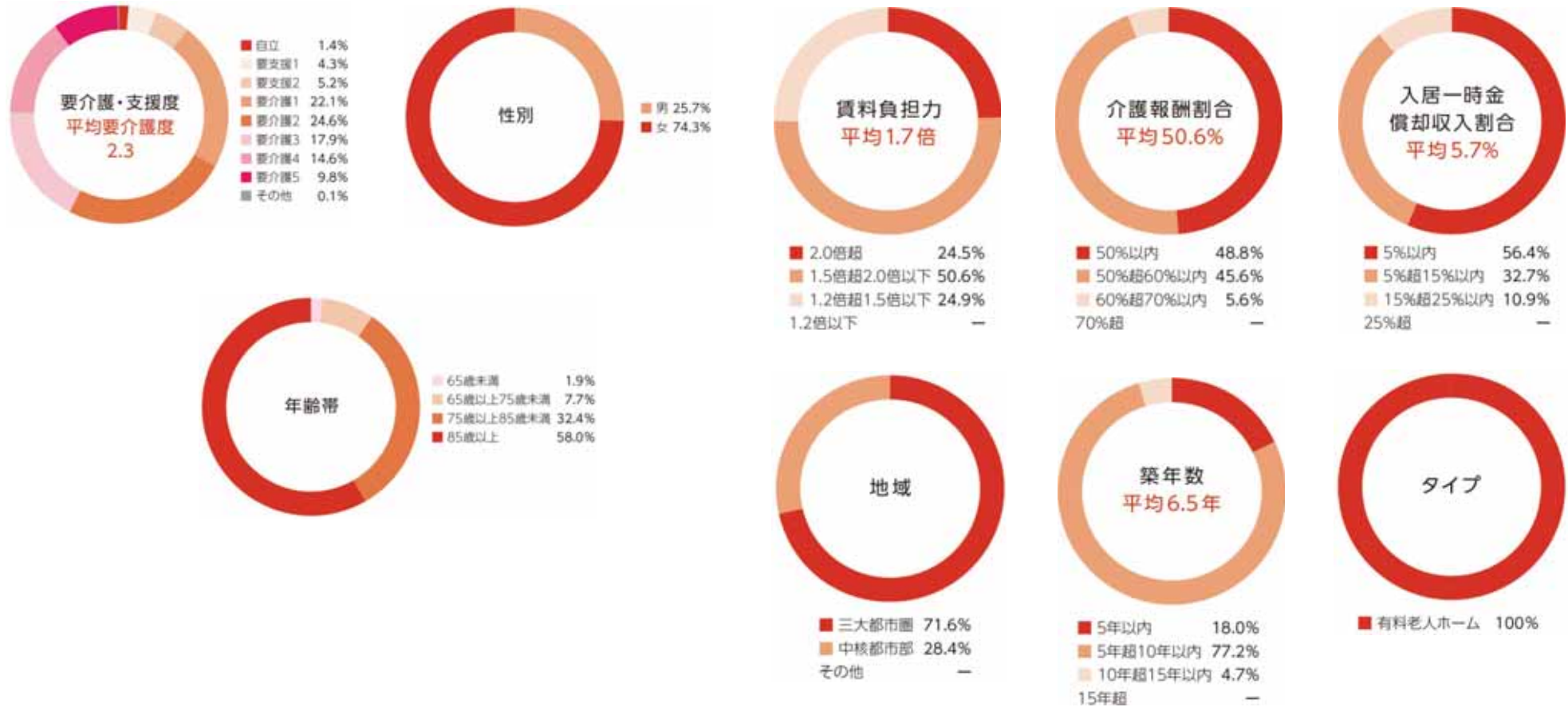
ヘルスケアリートは、入居者に対しては有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅等の高齢者施設・住宅等を提供する一方で、オペレーターに対しては、事業用資産の賃貸を行い、その賃料はあくまでも賃借人であるオペレーターから受領する仕組みとなっており、ヘルスケアリートの保有するヘルスケア施設は運営型施設としての特性を有しています。

本投資法人における各関係者の役割は以下のとおりです。



4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

② 施設運営に関わる情報の入手とリート投資家への開示状況



4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

③ オペレーターとの賃貸借契約と運営のバックアップに関わる協定

オペレーター	物件	残存賃貸借契約期間
スーパー・コート	スーパー・コートJR奈良駅前	24.7年
チャーム・ケア・コーポレーション	チャームスイート緑地公園	23.8年
さわやか倶楽部	さわやか海響館	19.4年
	さわやか鳴水館	19.4年
	さわやかはーとらいふ西京極	19.4年
	さわやか日の出館	20.1年
	さわやかリバーサイド栗の木	20.1年
	さわやか大畠参番館	20.1年
	ワタミの介護	レストヴィラ広島光が丘
ワタミの介護	レストヴィラ相模原中央	19.4年
	レストヴィラ衣笠山公園	19.9年
	ニチイ学館	ニチイケアセンター福島大森
日本介護医療センター	ヴェルジェ枚方	19.4年
シダー	ラ・ナシカあらこがわ	13.4年

長期的な賃貸借関係の構築

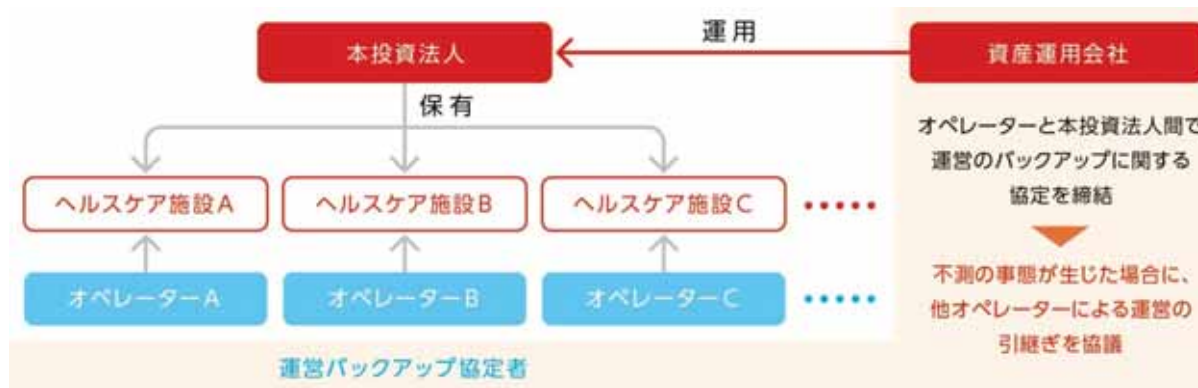
固定賃料契約による収入の安定化



10年以内 10%
 ■ 10年超20年以内 63.5%
 ■ 20年超 26.5%



固定賃料比率
100%



4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

④ 投資主優待制度の概要



株式会社さわやか倶楽部

居室料割引券

体験入居(食事付)
無料券

日帰り(昼食付)
施設見学無料券



株式会社シダー

体験入居無料券

日帰り(昼食付)施設見学無料券



株式会社
チャーム・ケア・コーポレーション

入居一時金割引券

体験入居無料券



株式会社ニチイ学館

COCO塾等の入会金・
受講料割引券

家事代行サービス割引券



ワタミの介護株式会社

初月利用料
割引券

入居一時金
割引券

日帰り(昼食付)
施設見学無料券



株式会社日本介護医療センター

体験入居(食事付)無料券

入居一時金割引券

4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

⑤ 利益超過分配(出資払い戻し)の実施

本投資法人が投資する施設は、資産全体の価値に占める建物の価格の割合がオフィスビル等と比較して相対的に高くなる傾向にあり、結果として高い減価償却費を計上することが見込まれます。

一方で、本投資法人が費用を負担する修繕は、賃貸借契約において躯体及び主要構造部分に限定されている施設もあることから、減価償却費に比べて設備更新等に要する費用は低額となる傾向があります。

こうした事情を斟酌し、本投資法人は、毎計算期間における減価償却費の40%を上限として、利益超過分配(出資の払戻し)を継続して実施する方針としています。



4. 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化

⑥ ポートフォリオ構築方針

各地域における投資の割合

地域区分	組入比率の目安
三大都市圏	50%以上
中核都市部	50%以下
その他	10%以下

各ヘルスケア施設における投資の割合

ヘルスケア施設タイプ区分		組入比率
高齢者施設・住宅	有料老人ホーム (介護付・健康型・住宅型)	60%以上
	サービス付き高齢者向け住宅	
	その他の高齢者施設・住宅	
医療施設		40%以下
その他		10%以下

5. ヘルスケアリート上場後の効果と影響

① オペレーター(高齢者施設・住宅運営事業者)にとってのメリットと課題

【メリット】

1. 高齢者施設・住宅の安定的かつ継続的な保有を可能とする主体の確立

専門的な知見を備えた運用会社によるヘルスケアリートの設立により、長期的な視野で安定的に保有し、建物の維持管理を適正に行うことが可能となる。

2. 民間資金の導入と新規施設開発に関わる資金調達手法の多様化

ヘルスケアリート上場により、個人を始めとして投資対象として広く認識されることになり、結果として、ヘルスケア業界に広く資金が流入することとなる。最終出口としての保有主体が確立したことにより、金融機関も高齢者施設・住宅に対して、融資を検討しやすくなるだけでなく、開発用ファンド等にも投資家を呼び込みやすくなり、新規施設の開発資金を出す仕組みが整う。

3. ヘルスケアリートの保有する高齢者施設・住宅に対する評価の向上

専門性を持った運用会社が、運営する介護事業者や対象施設の収益性を厳しく分析し判断した後に投資を実行するため、ヘルスケアリートが所有する施設については、(潜在的な入居候補者の目からも)より評価が高まるものと思われる。その結果として、良質な高齢者施設・住宅の促進に役立つものとする。

4. ヘルスケアリート保有施設に対する入居者募集活動に寄与

リートの目論見書等での保有施設の紹介に加え、投資主の優待制度の活用も可能となり、施設保有者として物件価値の向上の観点からも、入居者促進のための営業活動に資するような役割を担うことを目指す。

5. 良質な施設を維持するための適切な修繕やバリューアップの実施

建物所有者が個人の場合、資金面で必要な修繕を行うことができないケースも散見されるが、リザーブにより一定の資金を確保しているヘルスケアリートであれば、修繕のみならずバリューアップのための資金拠出も可能となる。

【課題】

1. デューデリジェンスや定期的な情報開示に伴う負担の増加
2. 内部情報(個別施設の収益に関する情報等)の秘匿性
3. 建物賃貸借契約及び入居契約の諸条件への影響

② リート投資家・金融機関や入居者・利用者に与える影響

1. リート投資家や金融機関への影響

- 日本ヘルスケア投資法人に続き、2社のヘルスケアリートが上場を準備中(SMBC・シップケアG、ケネディックス・新生銀行G)
 - 日本においてもヘルスケア投資市場が拡充され、流動性が確保される環境が整いつつあることから、メガバンクを始めとした金融機関が前向きに投融資を検討できるステージとなった。(cf. 2000年代後半の物流施設向け投融資)
 - 地主の有効活用案件への建築資金向け融資
 - ヘルスケアリートへの融資
 - 私募ファンド等へのノンリコースローン
 - 新規開発型(BTS型)投資への投融資
- 個人の投資家層は、ヘルスケア施設マーケットの成長性を見据え、親近感のあるアセットクラスへの投資を予想以上に渴望。特に、投資主優待制度の充実に期待している投資家が多い。
 - 日本ヘルスケア投資法人IPO時の口数ベースでの個人の年齢別割合～50歳以上79%、70歳以上27%
- 但し、外部成長(アセットサイズの拡大)を目指すことにより、(国内外の)機関投資家にも一層投資してもらうことが今後の課題。
 - 日本ヘルスケア投資法人として「3年後に1,000億円」の資産規模を目指す。

2. ヘルスケア施設の入居者・利用者等への影響

- オペレーターとの信頼関係の構築と入居者・利用者への安心感の確保は、高齢者住宅向けガイドライン(2014/6)にも明記
 - 日本ヘルスケア投資法人としても、賃借人であるオペレーターの協力のもと、情報告知などに努めている。
- 「ヘルスケアリートで保有している施設は安心して入居できる」という打ち出し方に現時点では成功しているのではないかと。
 - 介護事業者の破綻リスクの極小化・事業継続のスキームの確保。
 - 但し、「ヘルスケアアセット・バブル」が起きると評価が急落する虞あり。
 - 近い将来に組み込まれることが想定される「病院アセット」において、各方面からどういう評価を受けるかが重要。
- 公共性のある施設において、不動産ハード面の遵法性が確保され、必要に応じて修繕も確実に実施され、また一層利用しやすくなる費用をかけてもらえる場合もあるというメリットも利用者に認識されるように努めたい。
- ヘルスケア投資マーケットが成熟化し、新規施設建設の投融資のための資金が十分に供与されることになると、結果として、地域的にも広域において、多様化する高齢者個人に対応した高齢者施設・住宅の品揃えや量的な拡大が可能となりうる。
- 一般的に、標準的な介護施設を新規にオープンすると(非常勤の介護職員等を含めると)一施設当たり総計で100名近くの雇用を創出すると言われている。他の業界に比し、雇用創出の機会も大きく地方創生の一助となりうる。

③ 日本の不動産市場(都市部・地方部)に与える影響

1. 高齢者の絶対的な人数に対し、高齢者施設・住宅が不足しているのは都市部

- 国内の大手デベロッパーの間でも、ある一定規模以上の開発プロジェクトには、高齢者施設・住宅や病院を設置することが最低限必要になってくるであろう。
 - もはやヘルスケア施設は限定的な開発対象のアセットクラスではなく、その取組みが避けられないものとなりうる。
 - 将来的には(現在上場・上場準備中の)3社とは異なった特色をもったヘルスケアリートが出現する可能性あり。
- 採算性の高い分譲マンションのみ純増するのではなく、現在の土地所有者の意向により、ヘルスケア施設が供給されていく可能性あり。
 - 自治体所有の土地(閉鎖した学校跡地含む)、UR都市機構が管理する老朽化団地など
- 日本版CCRC(Continuing Care Retirement Community)のシステムの可能性を検討する余地あり。
 - 老後のまだ健康な間に入居し、老化の進行に伴って必要となるヘルスケアサービスを継続的に受け続け、人生最期の時までを過ごす高齢者のための生活共同体。
 - 医療・介護・生活支援サービスの機能をもつ複合施設と自立型、支援型、介護型高齢者住宅を整備し、地域包括ケアシステムの機能を満たしていくことを期待する。
 - 都心部では、「ネットワーク型CCRC」が現実的な選択肢か。
- 都市部に絶対的に不足する保育施設も併設する取組みも増えてくるであろう。

2. 現在政府で推進する地方創生の一環として、「ヘルスケア施設を核とした地域活性化」を目指す方向性あり

- 地域医療介護総合確保推進法に掲げられた「地域包括ケアシステム」の構築の一端を担う。
 - 住み慣れた地域で安心して暮らし続けられるよう、医療、介護、予防、住まい、生活支援サービスを切れ目なく有機的かつ一体的に提供する仕組み。
- 分譲マンションやオフィスビルに適さない土地であっても、オペレーターの意向次第では、不動産の最有効活用として高齢者施設・住宅の建設が検討可能となり、当該地域周辺にて不動産取引の活性化が図られることもみられるであろう。
- 自治体の強い支援があれば、郊外型の日本版CCRCの導入が可能となり、地域活性化のモデルケースともなりうる。
 - 米国の「カレッジリンク型CCRC」では、広いキャンパス内に高齢者向け住宅や各種施設が点在するコミュニティーを組成
(例) スタンフォード大学と提携した「Classic Residence by Hyatt in Palo Alto」(カリフォルニア州パロアルト、9万㎡、500人収容)
ダートマス大学と提携した「Kendal at Hanover」(ニューハンプシャー州ハノーバー、26万㎡、400人収容)
 - 街に複合施設が複数でき、その近くに高齢者住宅及びネットワークを作ると同時に、自宅でケアが可能な高齢者には、複合施設から往診、訪問看護、訪問介護を提供できるようになれば、街ごとCCRCにすることも可能となりえる。
- ヘルスケアリートの投資対象として、地域的にどこまで拡大できるかが鍵となる。
 - 但し、不動産価値にも依拠せざるをえないため、一定の限界も存在することも事実。

1. 既存の高齢者施設・住宅投資マーケットが小さいため、投資対象となるヘルスケア施設の拡大を要検討

- 現状は三大都市圏を中心とした中核都市部など人口の多い地域を主な対象としているが、どこまで広げることができるか。
- 組み入れ可能なオペレーターの範囲を(その信用力と規模・成長性・安定性等を勘案の上)どこまで広げるか。
- 特に、社会的なニーズもあり、投資金額も大きい病院アセットの組み入れができるかどうかは大きな課題。
 - 現在検討中の病院向けガイドラインの策定に関する要望事項として次ページ参照。

2. マーケットのニーズに応えうる新規施設の開発案件にどれだけ取り組めるか。

- 土地の売却案件では、特に都心部にて、採算性の観点から分譲マンション建築のための購入価格に劣後してしまう現実。
 - 採算性のみでない(または高齢者施設・住宅建築条件付きの)土地売却・有効活用案件をいかに発掘できるかが重要。
 - 建築費の高騰による採算性の悪化が顕著であるが、建築費の今後の動向が大きな課題。
- 新規開発案件においては、マーケットのニーズが多岐であるのに限定的な投資家しか現状存在しないため、その確保が最大の課題。
 - 2015年度の「東京都官民連携福祉貢献ファンド」による出資の「呼び水的役割」を期待。
- 新規開発案件で取引できる信頼感のあるオペレーターの数の拡大も課題の一つ。

3. 日本ヘルスケア投資法人で取り組んだ試みがどう評価を受けていくか。

- 日本初ヘルスケア施設特化型リートとしてスタンダードを提示した下記取組みに関し、どのような評価を受け続けられるかが課題。
 - オペレーターから入手した運営情報の開示の内容
 - 利益超過分配
 - 投資主優待制度
 - バックアップオペレーターの仕組み

4. オペレーター(高齢者施設・住宅運営事業者や医療法人等)にいかに理解を得て、協働できるかが成功の鍵

- まずはヘルスケアリートで保有する場合のメリットとデメリットを十分に理解してもらうことが先決。
 - P15に記載された各項目を時間をかけて説明し、疑問点に丁寧に答える姿勢が必要。
- 過去10年間の不動産取引マーケットを勘案すると、昨年春以降は「ヘルスケアバブル」の状況とも言えるかもしれない。今後の取組み次第では、2008年のリーマンショック当時の二の舞になる可能性もある。
 - 「ヘルスケア施設は投資対象としては危ない」とか「やはりヘルスケアリートなどという資本市場の論理に頼ったのが誤りだった」などの評価を受けたくないよう、対象施設の選定とリスクリターンの適正水準に関して、一層の注意が必要であろう。

2014年9月より国土交通省が開催する「病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会」にて議論されているガイドラインに関し、2015年2月中旬のパブリックコメントを経て、3月末までに策定する予定となっている。近時非公開の検討委員会において、医療関係者の見解はそもそも否定的で、リート運営上実務的に保有することが困難となるハードルを課す可能性のある議論が進んでいると聞く。医療法人とリート関係者の十分な信頼関係の構築と利用者への配慮を踏まえるべき点は当然であるが、通常の不動産取引の実務からかけ離れたガイドラインにならないように要望する。

1. 医療関係者による現状の否定的な見解の主な論拠は下記の通り。

- 医療法人制度の目的(非営利性・資本集積)に反する～内部蓄積部分を病院外に流出する結果となる(資本集積の放棄)。
- 賃借料をリートに支払うため、(銀行借り入れによる)自己所有の場合に比べてコスト高となり、かつ(賃借料の)市場リスクにさらされる。
- 実質経営介入の可能性～リートのコベナントを背景としたモニタリングにより医療経営における医師の主体性が喪失される虞あり。
- 最後の安全弁の放棄～何が起るかわからない経営で、資産を所有していれば備える道が残せる。その万が一の備えを放棄してしまう。

(注) 厚生労働省はヘルスケアリートの活用自体には賛同しているものと思われるが、本件に関する見解は現時点においては定かではない。

2. ヘルスケアリートの運用会社の立場からの肯定的な見解の背景となる考え方は次の通り。

- アベノミクス「日本再興戦略」の中で「ヘルスケアリート市場の整備」を表明しているが、その発展による超高齢社会への対応を担っていきたい。
- 資金調達の一手法を提案しているにすぎず、個別の法人に必要なに応じて判断いただく話で、むしろヘルスケア業界に貢献したいと思っている。
- 米国のヘルスケアリートの歴史も参考にすべきで、医療法人の資金ニーズ・財政の逼迫・金融機関の健全性確保の観点からも必要である。
- Jリート規制の有無に関わらず、国内外の投資家(海外リートも含む)による民衆の売買取引は既に行われているし、今後も増えていくだろう。
- 公共性の高い病院の不動産ハード面の適法性の確保や(潤沢な資金を背景とした)必要な修繕の実行など、病院にとって多くのメリットがある。

3. 国土交通省によるガイドライン(2015年3月)についての弊社の意見

- 高齢者施設・住宅のケースと同様に「病院の事業特性を十分に理解している者の配置や助言を得られる組織体制の整備」は必要であろう。
- 厚生労働省との連携は必須だと思うが、その実務的な義務化手法次第では実質的にヘルスケアリートでの病院取引が厳しい結果となりうる。
(例)厚生労働省等行政機関への賃貸借契約の内容の要事前承認・地域医師会の関与義務・限定的にしか許容されない運営モニタリング
- 病院からの情報開示や投資にあたってのデューデリジェンスやモニタリングの方法については、個別の関係当事者の裁量に任せるべきでありガイドライン等で詳細に示すべきではない。

I. なぜ、これまで日本でヘルスケアREITが組成されなかったか？

1. **そもそも不動産流動化の対象物件のボリュームが極めて少ない**
 - a. 介護保険制度が開始された2000年当時より「地主の有効活用案件」として(地主が銀行借入をした上)建物を建築し、オペレーターに一括賃貸するという形式で発展したため、第三者(デベロッパーやファンド)が関与する余地が少ない。
 - b. 大手オペレーターの施設の約8割は「有活案件」と推察される上、その他の施設もオペレーターのバランスシートで保有する形態が多くを占めており、開発や投資のプロである第三者が介在するケースはまれであった。
 - c. 一案件あたりの投資金額が小さく、AUMを重視する投資ファンドからみると「手間のかかる小粒のアセット」との理解。
2. **リーマンショックにより、選好するアセットクラスが出发点に回帰してしまった歴史的経緯**
 - a. 2007年当時に、国内の大手商社・証券会社を中心に、REITの次のアセットクラスとして、ヘルスケア施設が注目されたが、2008年のリーマンショックを契機に、投資対象として外され、その再検討まで数年かかることとなった。
 - b. 2008年前後に、富裕者層向け、自立型、大規模施設も志向する大手オペレーター2社の経営破綻により、金融機関や投資家が大きな損失を被ることとなり、より注意を要するアセットクラスとの評価になってしまった。
3. **国内投資家の投資対象のアセットクラスとして、これまで劣後していたという現実**
 - a. オフィスビル中心主義の存在(マネジメント層はビル開発・投資中心で、別のアセットクラスには手を出したくない意識)。
 - b. 日本を代表する大手不動産会社が(リーマンショック以降)本格的な進出まで決断できず。
 - c. ここ4年間で投資しているのは、外資系のファンドやREITの3社のみ(但し、2011年末より国内組も徐々に参入)。
 - d. 独立系投資ファンドへの出資は(AIJ問題等の影響にて)より慎重になってしまった。
 - e. 投資対象を高齢者施設・住宅に特化する(または戦略的に注力する)ことなしでは投資マーケットが拡大しない。
4. **「投資としての高齢者施設・住宅」の不動産及びJ-REIT固有の諸問題**
 - a. 高齢者施設に係る事業特性の理解が難しいこと(用途転換困難・入居一時金問題・介護報酬への依存等)。
 - b. 社会的な弱者をエンドユーザーとすることに起因するレピュテーションリスクの指摘。
 - c. オペレーターとの賃料体系(原則として長期固定であるため、CF上のバリューアップの余地が極めて限定的)。
 - d. J-REITにおいては、建物の減価償却費相当分を配当として分配できないという自主規制ルールが存在。
 - e. 高齢者施設の不動産鑑定の手法が、不動産鑑定士の中で、まだ広く確立していないこと。
 - f. これまで介護事業者が概して個別施設の運営収支に関する情報開示に慎重であったこと。

II. 関係者のニーズの再確認と日本版ヘルスケアREITへの期待

1. 行政サイドの期待と検討すべき課題

- a. 今後の高齢者人口の増加に対応した高齢者施設・住宅の供給促進の必要性
- b. 高齢者施設・住宅の安定利用の確保(賃料の急激な引き上げ防止・一時入居金の保全等の諸問題の解決)
- c. 厳しい財源の中で、民間資金を有効活用することの重要性
- d. 医療と介護の緊密な連携が重要視される中、病院隣接地での高齢者施設の設置に注目浴びる
- e. 政府の成長戦略の対象となる業界の一つとして、雇用の促進の観点からも地域活性化のために重要な課題

2. 急増する(入居者・賃借人としての)高齢者への対応

- a. 「施設から在宅へ」の流れはありつつも、高まる高齢者施設・住宅の必要性(特に東日本大震災後の意識の変化)
- b. (要介護度・保有資産・家族構成等の点で)多様化する個人に対応した高齢者施設・住宅の品揃えが急務
- c. 安心して入居できる信頼感をもった介護事業者の選別(破綻リスクの回避・事業継続のスキームの確保)

3. オペレーションを拡大したい介護事業者の経営戦略と課題

- a. 今後20年間の日本の将来像を見据え、高齢者事業を拡大すべきという経営戦略あり
- b. “Japanese Kaigo”を海外に展開する潜在的な可能性大(ミドルクラスの介護施設のオペレーションは世界一との評価)
- c. 好立地の発掘と資金調達の手法の多様化(特に施設の改修や耐震工事の実施)が課題
- d. (短期的な売買が予定されない)安定的な継続保有の主体の確立が急務

4. 「成長分野」への融資を拡大したいレンダーと新たな投資対象を見出したい(国内外)機関投資家

- a. メガバンクや地域金融機関において、「成長分野」の一つである医療・介護分野向け融資拡大の使命感あり
- b. ヘルスケアREITが出来れば(最終出口も明確になるので)出資や融資も本格的に実施したいとの意見多い
- c. 金融機関内にて一旦同分野への標準的な融資手法が確立すれば、恒常的な案件の持ち込みが予想される
- d. 分散投資の観点から、投資対象の多様化を指向する国内投資家
- e. 日本の高齢者施設・住宅は、海外の投資家から見て「投資戦略で成功するストーリー」としても説得的なアセットクラス

5. 低リスクで安定的な投資対象を渴望する個人投資家

- a. 個人の貯蓄商品の対象として一定の地位を確保したREITにおいて、親近感のあるヘルスケア施設に特化し、利回りの安定した金融商品が出来れば、投資を検討したいという個人投資家は多いと考えられる

III. 日本版「ヘルスケアREIT」創設のための提言

1. **国内の有力大手企業の中から、「ヘルスケア施設の特化した」REITを組成することの必要性を認識し、強いリーダーシップを持って、マーケットを創造していく会社が出現すること**
 - a. 第一号が重要。実際の上場まで2年程度は最低かかる。これまで2年ほどの「様子見」期間が経過したという現状認識。
 - b. 現在稼働中の施設のみならず、新規開発した施設も投資対象とすることでマーケットの拡大を目指す。

2. **国内金融機関・年金基金・生保・公的セクター等が投資しやすい環境作りをすること**
 - a. 米国と同様に、「社会投資ファンド(LIHTC)」等の社会的な有用性の高いファンドへの一定規模の出資義務を金融機関に課すなどの試みも選択肢の一つ。(但し、あくまでも市場規律を充足した形が前提となる。)
 - b. 日銀によるREITの購入に際し、社会貢献度合いを銘柄選定の一つの要素とするなどして、市場へインパクトを与える。
 - c. オフィスビルを始めとした他のREITの時価総額と比べると小さいが、その特殊性を勘案して評価を与える姿勢が必要。

3. **高齢者層(高齢者予備軍)にとって魅力的な商品設計を目指すこと**
 - a. 「ヘルスケアREITが保有する施設のオペレーターは信用力が高い」という評価を得られるように、物件の選定を厳しくし、介護事業者にとっても個人入居者見込客の獲得に直結するとして、REITを有効に利用するという意識をもってもらう。
 - b. REIT施設オペレーターとの協議・連携の上、一定金額以上のREIT保有者に対しては、入居に際しての一部サービスや相互の施設間での住み替えの際の優先的な取扱いなど付帯メリットを取れるような仕組みの可能性も検討する。

4. **J-REIT固有の会計・税務面の実務上の障害要因を可能な限り整備すること**
 - a. 投資ポートフォリオ全体のうち地方の物件の割合が比較的に大きいことが予想されるヘルスケア施設では(土地対比)建物の割合が大きいため、建物の減価償却相当額を「配当」として投資家に分配できないことが、購入価格に大きく影響を受けることになる。(結果として、当該障害要因のないシンガポールREITが優位に立つこととなっている。)
 - b. 税務と会計の不一致により、不測の課税が発生するリスクを回避する仕組みが必要となる。

留意事項

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の商品についての募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。

本資料で提供している情報は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律、及びこれらに関連する政令、内閣府令、規則、並びに東京証券取引所上場規則その他関係諸規則で要請されたものではありません。また、かかる法令・諸規則等に基づき作成された開示書類または資産運用報告において記載を求められるものと同一ではありません。

本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、現時点で入手可能な情報を基にした一定の条件及び判断によるもので、かかる記述は未知のリスク及び不確実性が内在しております。従って、記載された将来に関する情報は、特定の投資法人の将来における業績、財務内容等を保証するものではなく、実際の結果は、かかる将来に関する情報の記述により明示的または黙示的に示される将来における業績、財務内容等と大きく異なる場合があります。

本資料で提供している情報に関しては、万全を期しておりますが、その情報の正確性及び安全性を保証するものではありません。また、予告なしに内容が変更または廃止される場合がございますので、予めご了承ください。

弊社の事前の承諾なしに本資料に掲載されている内容の複製・転用を行わないようお願い申し上げます。