

## 第9回不動産再生研究会議事概要

大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長 山内 章様並びに AIPヘルスケアジャパン合同会社 マネージング・ディレクター 安藤 滋様からご説明いただいた内容は以下のとおり。

### 1. 日本ヘルスケア投資法人と運用会社等の概要（資料 2～5 ページ）

日本初のヘルスケアリートである日本ヘルスケア投資法人は、私どもの大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社が資産運用会社（AM 会社）として運用を行っており、また、今回、ヘルスケア施設の運用に当たって、ヘルスケアの専門家たる AIP ヘルスケアジャパン合同会社がアドバイザーである。

ポートフォリオの概要としては 3 ページにあるが、有料老人ホーム 14 物件、取得簿価 132 億 8,000 万円でスタートした。上場リートの多くは数千億円の規模を持っている中で、規模としては非常に小さいが、世の中にとっては非常に重要な卵ということで、プロが選んだ資金調達案件「ディール・オブ・ザ・イヤー」（※注）も頂き、認めていただいたという認識をしている。130 億円でスタートしたが、まずは、このようなリートが世にできて、それを運用していくことを期待いただいているという認識を持っている。

※注：（日経ヴェリタス（2014 年 12 月 28 日号） 「プロが選んだディール・オブ・ザ・イヤー 2014」 IPO 部門第 3 位（J-REIT 第 1 位））

14 物件は、それぞれの施設のテナントであるオペレーター 7 社が、その施設を運営し、入居者のお相手をしている。オペレーターは、ニチイ学館、ワタミ、さわやか倶楽部、日本介護医療センター、チャーム・ケア・コーポレーション、スーパー・コートという大手の会社であり、このオペレーターの信用力とトラックレコードが極めて大事であるという認識のもとに、お付合いを始めている。今後、仕事を進めていく中で、もっと多くの信用できる仲間を増やしていく方向性で考えている。

14 物件は、福島、新潟、関東、関西、九州と日本全国に分散したポートフォリオになっており、多くの上場リートは東京に集中投資をするなか、このタイプのリートは、日本全国、高齢化が進んでいる中で、地方投資ができる数少ないリートであることも、大きなポイントである。三大都市圏、東京、関西、中部が 70%を占めているが、その他の都市も 30%を占めている。

種別は、当初は 100%有料老人ホームであるが、ヘルスケアリートと申し上げているとおり、今後はサービス付き高齢者住宅や病院への投資も考えていきたい。

私ども大和リアル・ヘルス・アセット・マネジメント株式会社の概要は 4 ページにあるが、大和証券オフィス投資法人として、預かり資産 4,000 億円のオフィスリートを上場運用しており、住宅については、主に年金から投資を頂いて、私募リートで住宅特化の投資・運用をしている。それからヘルスケア施設については、今回の日本ヘルスケア投資法人の運用をしている。大和証券グループとしては、広くお客様に金融資産を提供するという一方で、有価証券では大和投信等を運用しているが、

実物資産の運用については私どものチームで、主にはゴーイング・コンサーン、終わりのないコア型の運用を、リートを中心にやっており、60人ほどの体制でやっている。

私ども AIP ヘルスケアジャパン合同会社は、1999年に日本に拠点を持ち、その後、2001年からヘルスケア、主に病院・介護施設に焦点を当てた投資戦略を開始し、当初は欧米の資金でこういった病院あるいは介護施設への投資をしていた。2006年からは特に介護施設を中心に投資してきた。アメリカでは1980年代からヘルスケアリートがあり、日本の今後を考えた場合に有益だという判断のもと、私どもの会社でヘルスケアリートを日本で立ち上げようと考え、2012年10月、当時はまだヘルスケアリートとは何だという時期であったが、第一回ヘルスケアリート検討委員会でご説明させていただき、パートナーの選定を含め検討を重ねてきたところ、2013年の夏頃に大和証券グループのほうでも、ヘルスケアリート設立のための強いコミットメントがあることを確認し、その後の話し合いを経て、2013年の末にアドバイザー契約を結び、2014年3月に私募リート、2014年11月に今回の日本ヘルスケア投資法人の設立をみた。

AIP ヘルスケアジャパン合同会社としては、主にこのような病院と介護施設といったものに30件余り投資をしている。この分野では、特にオペレーターとのリレーションの構築であったり、この業態の投資とは何かということを理解することが必要なので、各種の団体で勉強会や講演活動をしながら進めている。現在だと日本ヘルスケア投資法人のアドバイザーとしての業務と、資料5ページの一番下の4にあるように、BTS(ビルド・トゥ・スーツ)型ファンドというちょっと聞き慣れない言葉だが、要は新規の開発をするためのファンドを運営している。

新規開発と言うと非常にリスクが高いと思われるが、こういった介護施設というのは、オペレーターがもともと要望を出して立地、仕様、設計、その全てを勘案した上でゼネコンとのやり取りも全部して、出来上がった形でまず土地を購入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であり、今、物流などで非常に一般的になっている方法である。私どもは、オペレーターその他上場企業の開発部長経験者、運営の責任者をやっていた者を数名、社員として昨年採用し、この分野の特化を図っている。

また、フィーダーファンドと呼ばれるもので、現時点ではこの日本ヘルスケア法人の組入れ対象物件とするにはなかなか難しいが、ある程度のバリュアアップなり投資基準に合った段階で、ブリッジ的にそちらに売却する前提でファンドとしての運用をしている。これも数年前までは、日本の機関投資家になかなか理解いただけなかったが、昨今はこういった入口の考え方が出てきたということで、主要生保、地銀、リース会社含め国内の名立たる投資家にお金を出していただいている。

## 2. 我が国のヘルスケア施設を取り巻く現状と課題（資料6ページ）

我が国のヘルスケアリートを取り巻く環境は、6ページ記載のとおり、高齢化の問題がある。65歳以上の方の人口割合が平成60年代には4割近くになることが確実であり、一人暮らしの方の割合もどんどん増えていく。老老介護すらままならない状況がある中で、どのような形で社会として支えていくかということが目の前の課題となっている。一つの解決策として、厚生労働省が考えているように在宅医療・介護を充実させるということもあるが、一人暮らしの方への対応ということであると、集合住宅や居宅型、老人ホームやサ高住という解決策も進展させていかねばならない。

### 3. 日本版ヘルスケアリートに向けた取組みと必要性（資料 7～8 ページ）

そういう中で、7 ページ記載のとおり、ヘルスケアリートも解決策の 1 つになると思っている。そのために、3 つのサイクルの好循環を形成することを目指している。

1 つ目のサイクルは、上場したこの投資法人に、先ほど話したオペレーターであるニチイ、ワタミ等が持っている案件を売却いただいて伸ばしていくサイクル（投資法人グロスサイクル）である。

2 つ目のサイクルは、オペレーターが、バランスシート内で保有している施設を売却した資金で、新たに自身が運用できるようなもの、新規でよいものを作っていく、それをまたリート等に売却するというサイクル（ヘルスケア市場アセットサイクル）である。

3 つ目は、大和・AIP チームのナレッジを、更に運用を伸ばしていくことによって積み上げて、より良い運用をしていくサイクル（運用会社ナレッジサイクル）である。日本ヘルスケア投資法人は、まだ第 1 号銘柄ではあるが、これから 2 号、3 号、いろいろな型が出てきて業界全体としてナレッジを高めていき、リートではいろいろな情報を公開しているので、それをセクター全体、業界全体で共有し伸ばしていく。そういうサイクルを回していこうと企図している。

日本版ヘルスケアリートは、8 ページ記載のとおり、アベノミクスを多角的にサポートするという役割も担っている。

政府の閣議決定で 2013 年あるいは 2014 年の日本再興戦略及び健康・医療戦略という中に、「健康寿命」の延伸や健康長寿社会の実現に資する個別の推進施策として、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た高齢者向け住宅及び病院の取得・運用に関するガイドラインの整備と、普及啓発の策定等を行うとうたわれている。この対応の一つとして、昨年 6 月に、高齢者向け住宅に関するガイドラインを国土交通省に作成いただき、病院に関するガイドラインも近々策定される予定であると聞いている。

その背景には、3 つの課題があり、1 つ目の超高齢社会への対応は先ほどの話のとおり、今後、施設の量と質の両方を確保・拡充しなければいけない。2 つ目は財政の健全化への対応で、激増している社会保障費のうち、介護・医療費は 2012 年時点では 44 兆円であったが、2025 年では 74 兆円まで膨らんでしまうと予測され、こういった部分で民間資金の活用をどう図っていけるかということがある。ヘルスケアの分野では、団塊の世代のほぼ全員が後期高齢期を迎え、高齢者対応が最大限必要になってくる 2025 年が一つの焦点になっており、2025 年問題と言われており、質と量、ニーズに合ったものをどう提案できるかを議論していくこととなる。3 つ目は 1,600 兆円と言われている個人資産の活用で、ヘルスケアリートが「ミドルリスク・ミドルリターン」であること、投資主優待制度があること等が、個人資産活用の選択肢となるのではないかと考えている。

政策としての高齢者向け住宅の拡充については、数年前から国土交通省が掲げており、2005 年に 0.9%であった高齢者人口に対する住宅の供給率を、2020 年までに 3%～5%にすると設定している。2012 年時点では約 1.65%(約 51 万人)にすぎないが、これを 2020 年の段階で 58 万人から 130 万人、約 100 万人の高齢者向け住宅の新規供給が必要という前提を置いている。

病院については、現在、自治体病院も含めて全国に約 8,500 程度あるが、病院に対して所有資産を切り離して、運営に専念するという選択肢も提供する必要があるということで、今、議論している。

病院について議論している理由は、病院は非常に公共性の高いものであり、いわゆる建築基準法や

耐震改修促進法等のハード面の遵法性を遵守しなければならず、遵法性に優先順位を高く置いているリートに非常に馴染むのではないかということである。また、医療法人にとっては財務の健全化、あるいは資金調達時の理事長等の個人の連帯保証を外したいというニーズもあり、リートは銀行以外からの資金調達の手法ともなる。私も前職のときに、資産としては 20 億円ぐらいの九州の病院での資金調達においてオフバランス化をした実績もある。現在でも既にファンドあるいは某投資家の中では、民間レベルでの病院の取引も行われている。

海外のヘルスケアリート市場の発達に学ぶ教訓としては、米国では 1980 年代にヘルスケアリートが出現したと言われているが、その規模は、先日の日経新聞記事では直近の 14 年間で時価総額は約 24 倍に増加している。2014 年 12 月末時点では 16 銘柄上場していて、時価総額は約 10 兆円であり、日本の J-REIT 全体の時価総額とほぼ同じである。

ヘルスケアリートは、アメリカの REIT 市場の約 12%を占めるまでに発展してきたが、過去の経緯を見ると最初の 20 年ぐらいは、時価総額 1 兆円いくかいかないかで全く発達していなかった。そのなかで、まず、オペレーターがこういう金融の手法であったり、情報開示の考え方を深く学び、能力の高いオペレーターが数社存在してきたこと、それと同時に、リートの運用会社も地道にこの業界の知識、ノウハウ、考え方、制度を学び、貢献にコミットした結果として、ここ数年で数倍になったということであると思う。日本でも、2014 年 11 月が上場第 1 号なので、これから 2025 年に向けてどういう形で発展していくかが目下の課題になっている。

病院に関しては、アメリカでもヘルスケアリート市場全体としての投資総額の 1 割に満たないが、病院特化型の小さいリートもあり、また、いわゆる急性期と言われている老人病類似のものでない先進的医療を供給する所に近い施設も実際に組み入れられている。

日本のヘルスケアのマーケットを考えたとき、シンガポールの市場も見習わなければいけないが、パークウェイライフリートというのがあり、これが 5、6 年前から積極的に日本の高齢者施設・住宅に投資して病院も現在検討していると聞いている。1 月現在、全保有物件 40 件のうち 36 物件が日本のヘルスケア施設で、鑑定評価 1,400 億円のうちの約 3 割の 400 億円は日本のアセットで占めている。物件数の割に金額が小さいのは、残りの 4 物件がシンガポール中心の病院で、かなり金額が大きいためである。そこをかなり低いキャップレートで購入し、利回り調整のために、日本の投資家が全く付かなかった高齢者施設に大体 7%、8%の NY のキャップレートで購入して帳尻を合わせた。これはどういうことかと言うと、日本の税金を含めた社会保障費等を分析したオペレーターが受ける収益の中の賃料の支払いがシンガポールのほうに回って、その配当のメリットの一部をシンガポールの投資家が受けている状態が、昨年までずっと続いていたというのが現状である。

#### 4. 日本版ヘルスケア施設特化型リートとしての差別化（資料 9～14 ページ）

日本版ヘルスケア施設特化型リートの具体的な内容として、9 ページにヘルスケアリートの仕組みと特性を記載しているが、単純に申し上げると他のリートと基本的に変らない。リートが土地建物を所有し賃貸する。例えば、住宅リートであれば、賃貸する相手がエンドの入居者であり、また、オフィスリートであれば、1 つのビルに 100 テナントといったことになるが、ヘルスケアリートは、例えばヘルスケア施設運用会社であるオペレーターが一括借りをするので、稼働率は 100%となる。ただ

し、テナントは一法人のみだが、その裏に数十名の入居者の方がいらっしゃるという仕組みになっている。リート若しくは私どもが直接入居募集をするとか、日々のオペレーションに立ち入ることはなかなか難しいし、制度設計上もそういうことを意図しているものではない。そこで大事になってくるのが、第一にオペレーターであり、また、モニタリング、確認といったところである。どのような状況で現場を運営しているかをデータ等も確認しながらやっていくことが極めて大事である。

10 ページは、本リートとしての開示の内容である。リートは、投資家に透明性を持って何に投資をしていて、その投資をしている不動産がどのような状況かを、はっきり分からせるところでスタートし、かつ、その状況が評価されて今のマーケットにつながっていると認識している。

ヘルスケアリートが立ち上がったら、オペレーターに賃貸しておしまいというわけにいかないの、国土交通省主催の検討委員会からスタートし、今回第 1 号を立ち上げるに当たり、その前にガイドラインを作っていたら、開示の内容等も東証等と詰めて、なるべく分かりやすく作り上げたのが、この内容である。100 点満点かは分からないが、現状で精いっぱいやった中での開示である。

ドーナツチャートで示した開示内容を説明すると、平均要介護度は 2.3 で、自立の方も一部いらっしゃる。このような要介護度の方が入居されている。この状況は直接投資家の配当に結び付くことではないが、この内容をよく分かって投資していただきたいということで、オペレーターから内容を聞き、今後もモニタリングを続け、開示を続けていこうと思っている。平均 2.3 というのは、大体、老人ホームの中間的な数字だと認識している。

入居者の性別は男性が 1/4、女性が 3/4 で女性が多い。年齢は 85 歳以上が約 6 割を占めている。こういう状況も、投資家にイメージを持って投資いただきたいところである。

右側のドーナツチャートは経営的な内容である。賃料負担力が平均 1.7 倍というのは、オペレーターがどれだけ健全に利益をあげているかの指標である。老人ホームで利益をあげるとはけしからんという方もいるが、長く運営いただくには、健全に利益を出していただけるかが極めて重要である。

賃料負担力とは、施設単体での営業利益に減価償却費と賃料を足し戻した数字に年間賃料で割り戻した数字である。すなわち、この数字が 1.0 だと賃料を払ったら儲けがないことを意味する。US-REIT などでも 1.2 あると合格ラインで、1.7 あるということは余裕を持って利益を出していただけていると思う。賃貸負担力が 2 倍以上のテナントもあり、一生懸命企業努力で利益を出していることは良いことだと思うが、見方によっては儲け過ぎているという批判に曝されるリスクもある。そのため、オペレーターからは開示は勘弁してくれと言われ、東証等からは投資商品として開示をせよと言われる中、1 年近く折衝をやった中で、100 点満点ではないが、精いっぱい開示できた内容だと思う。

介護報酬割合の平均については 50%となっているが、この数字はオペレーターの総収入のうち、介護保険の収入が占めている割合であり、残りの割合は入居者から入ってくる入居費用、サービス料である。介護保険報酬が収入の約半分を占めるため、ヘルスケアリートでは、介護保険制度の変更がリスクである。先般も、数パーセント下げるとの話があったが、国の財政を長々期で考えたときに、介護保険報酬がどの程度変化するのか投資家からも注目されている。平均的な老人ホームが 60%弱と聞いているので、50%というのはそれよりは低い。50%自体は大きい、それでも老人ホーム全体の平均よりは少ない状況である。

入居一時金償却収入割合は平均 5.7%となっている。入居者の支払いについては 2 つあって、入居一時金を払うのと、毎月のサービスについての支払いがある。高額帯の施設であると入居一時金が

5,000万円というのものもある。入居一時金は施設やタイプによって違うが、大概5年ぐらいで売上計上、償却利益計上をしていく。入居一時金償却収入割合とは、この入居一時金が売上計上される割合が何パーセントかということである。5.7%という割合は極めて少ない。今回スタートしている施設は大衆型が多く、入居一時金のない案件も多くあり、入居一時金が一番高い施設でも700万円ぐらいであり、一般の方が貯金と年金程度で払える大衆型を集めるとこのぐらいの割合になる。

地域別は先ほど説明したとおりである。

建物の築年数は、平均6.5年である。リートは建物をずっと保有して運用するのが基本的な姿勢であるので、なるべく築浅物件のほうがいいわけであるが、今回は6.5年で、築浅の物件を中心に保有し、これから数十年運用していくということである。

タイプについては有料老人ホーム100%である。このような開示を今後も決算毎に行い、投資家に安心していただく商品にしたい。

11 ページはオペレーターとの契約の内容についてである。リートは長期で建物を保有し、かつ、オペレーターを変更することはほぼ想定していない。契約期間も長期安定契約で、残存期限は20年前後ある。当初、30年契約といった案件もベースになり、残り20年程度も残っていて、そのうち例えば10年は完全固定といった契約になっており、賃料収入は極めて安定しているという話を投資家にはできる。また、固定賃料比率は100%で全てが固定賃料である。入居者の稼働率が変わったからといってオペレーターと約束した賃料は変わらないし、変わらないような状況で進めている。

基本的には信用力のあるオペレーターとのお付き合いでスタートしているが、万々が一、オペレーターが破綻した場合でも、入居者はお守りしなければいけないわけで、1食の食事も欠かすわけにいかないため、今回、お付き合いをするオペレーター7社とはバックアップの協定書を締結した。万一、A社に問題があった場合はB、C、D、Eのオペレーターと話をし、すぐにバックアップしてもらった協定で、もちろん条件等については協議にはなるが、これもたくさんのオペレーターと同時に付き合うリートだからこそできることである。

12 ページは投資主優待制度の概要である。星野リートなど複数のリートが既に投資主優待を行っており、ホテルの宿泊優待券等を提供している。本リートとしても投資主優待を展開したいと考えているが、上場しているリートの経費でやることは非常に難しく、できないという状況であるため、このサービスをテナントたるオペレーターに提供してもらうことにしている。内容は、オペレーターによって中身が違って来るが、居室料の割引、入居一時金の割引、体験入居(食事付)無料券というような内容である。それぞれのオペレーターにとっても入居促進となる、マーケティングのプラスになるということで了解いただき、コストはかかるがオペレーターにとってもプラスになる内容を揃えていただいた。

この投資法人の最初の決算はまだ閉めていないが、かなりの方が個人投資家になっていると思われる。上場当初から、個人の方から、この投資主優待の具体的内容と、いつから使えるかを教えてくれるという問い合わせをかなりいただいている。あと1、2か月後ぐらいでちゃんとした内容を開示していくつもりであり、かつ、4月に決算を締めてから使用できるということだが、投資家の多くの方もお金を持っていらっしゃるシニアが多く、将来的に御自身、御両親、御親戚が、老人ホームへの入居を考えると、このようなリートがオーケーと言った施設に入ってもらいたい。かつ、こういうサ

ービスがあるのだったら投資の配当ももらえるので良いというシナジー効果が極めて高く見込める種類のリートだと思っており、こういうサービスをより充実させていきたい。内容的には、入居一時金の数パーセントという形になったとしても、もし本当に入居したらほとんど投資額の元が取れるようなものになるので、そのあたりも数か月なり開示すると、一定のインパクトを持って好意的に迎え入れられるのではないかと思う。

1点補足すると、リートに組み入れられた14物件に入居する者だけに適用されるわけではない。最終的にはオペレーターとの個別の話し合いによることになるが、同オペレーターの運営する全施設を対象になるケースも複数社あり、結構利用範囲が広い。今後詰めるのは、投資主の他、親とかおじさんとかどこまでを範囲対象とするか、どういう形でそれをチェックするのかということで、その辺の細かいところは実際に使う可能性のある5月、6月ぐらいまでに詰めていく状況であるが、問い合わせ内容から判断すると、この部分は期待いただいているという感じを受けている。

13ページは、利益超過分配の実施についてである。リートではPLベース、損益計算書を出した後の純利益を配当するのが基本的な形であり、純利益を計算する際、費用として建物の減価償却費を差し引く。

当リートでは地方の物件もあるため、土地建物の割合のうち建物の割合が高い。地方は土地が安く、建物建築費は全国で変わらないので減価償却費の割合が多い。将来的な必要な修繕のための減価償却費相当額は配当しないというのが基本的な姿勢ではあるが、運営に関わる修繕支出は、テナントであるオペレーター負担となっているのが通常なので、リートとしての修繕支出は他のアセットクラスに比べて限られている。そのため配当しないで現金を貯め込むのではなく、一定程度投資家に分配することを考えている。上場したとき大体5%ぐらいで回ると投資家には説明しているが、そのうちの1%分が減価償却費の一部を分配に回した利益超過配当で、純利益部分は4%という形で11月に上場した。

14ページは、投資のポートフォリオ構築方針である。当リートでは三大都市圏以外の地方都市への投資ができるということで、50%以下ながら、中核都市部への投資も考えていきたい。施設タイプは、有料老人ホームやサ高住など住宅系以外の医療施設で、病院等についても考えている。

## 5. ヘルスケアリート上場後の効果と影響（資料15～17ページ）

上場の効果として、オペレーターからメリットと認識いただいている点の1つ目は、施設が安定的かつ継続的に長期保有されることであり、建物の適正な維持管理ができるということである。

2つ目は、私どものヘルスケアリート以外にも同様のリートが2社ほどできる予定があり、いわゆる最終出口としてリートという保有主体が確立したことで、金融機関がこういった介護施設に関しての融資を検討しやすくなった。先ほど話した開発用のファンドもリートの出口があって、リスクリターンに見合うものであれば資金を出してもいいという判断が出てきている。

3つ目は、既に話したように、リートの持っている物件は良いものであるという評価の向上である。リートに組み入れることを想定した物件は、例えば信託銀行や東証やベンダーといった多数の方からいろいろなチェックが入って精査もし、キャッシュフローの安定性だけでなく、オペレーター、会社自体の信用力も見据えた上で入れている。そのため、一般的に施設がリートに入っていると云ったら、これは非常に良いものだと思ってもらえるということで、結果としては良質な高齢者住宅の促進に役

立つのではないかと思う。

4つ目は、先ほどの投資主優待とも結び付くが、オペレーターの入居者募集活動にも寄与するのではないかということで、我々の目論見書の中でも保有施設を紹介しているし、ウェブサイトでもページが飛ぶような形になっている。投資主優待制度もあるということで、保有者としては稼働率が高いままを維持できていることは不動産としての価値の向上でもあるということで、入居者促進のための営業活動にも役立っていると思う。

5つ目としては、リートではリザーブ（必要な範囲内で修繕を行うだけでなく、バリューアップするための資金）を一定程度積んでいるので、例えば、稼働率が落ちてきた際など、入口が暗いから入口を明るくできるような提案ができ、物件としてのバリューアップ的なアプローチもできる。これは個人の地主が建てたものでは多分厳しいであろうと思っており、そういったことでオペレーターの理解も深めていけるのがメリットである。

一方、オペレーターに与える影響としてよく挙げられるのが、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である。物件購入時や定期的な情報開示としても色々な資料を出してもらおうが、少なくとも地主さんには一切そんなものは出していなかったというところから入るので、その負担の増加が出てくるというのが1つ目である。但し、こうした情報は既存の社内資料をそのまま活用するなど事務負担が増えないように最大限努力することでオペレーターの理解を得ている。

2つ目は内部情報で、個別施設の収益に関する情報を頂くということで秘匿性が求められる。これに関しては、大和証券グループとAIPヘルスケアという一切オペレーターの色がないことで、その辺の中立性ということで評価いただいていると思っている。

3つ目は建物の賃貸借契約とか、入居者の入居契約の諸条件に何か影響が出るのではないかということだが、我々もマーケットスタンダード、介護施設としての特性、あるいは借地借家法を始めとした法的な解釈をしっかりと考えながらやっているもので、特段、問題はないと思っている。

リート投資家や金融機関への効果・影響としては、昨年11月の日本ヘルスケア投資法人に続き、今、2社のヘルスケアリートが上場準備中と言われており、1社目は三井住友銀行とヘルスケア事業を行っているシップヘルスケアホールディングスのグループ、2社目はケネディックス・新生銀行を中心に数社で出資しているグループである。現時点では、三井住友銀行のほうがこの3月までに上場を目指し、ケネディックス・新生銀行は2015年度の早いタイミングで上場を目指すと言われており、我々からすると、アメリカのヘルスケアリート16社のように、複数あって初めてマーケットとして拡大すると思っているので応援している。

このようにヘルスケアの投資市場は拡充され、流動性が確保されつつあり、メガバンクを初めとした金融機関が前向きに投融資を検討してくれるステージとなった。数年前までは、地主の有効活用案件の8割強は、地主が介護施設を建てて一括して貸すというだけで終わっており、建築にお金を出すのも地元の信金と地銀だけでメガバンクは一切できなかった。私も某メガバンクの本部に数度となく出向き勉強会をやったが、総論は賛成でも論になると出席されていた審査担当の方が、「これはテナントの追出しもできないし、競売もかけられないし、処分価値がゼロであるので担保価値はゼロですよね」と平気で3年前まで言っていた。地銀も3年ほど前までは、建築する施設の評価というより、建築主である地主が何千万、何億の資金がある、あるいは他にも土地を持っているので、介護施

設は添え担保でいいということで貸していた。しかし現在は、大手の信託銀行の中には介護施設向け貸出を拡大するための専門チームを作り、有活の提案をやるぐらいになったというのが効果の 1 つ目である。

リートに対する融資も、リートはコーポレートの貸出しということもあり、みんな積極的にやっただけにしているが、私募ファンド等へのノンリコースローンについても、3 年ほど前までは、融資する機関は銀行 2 行ぐらいとリース会社 1、2 社であったのが、今は積極的にやっただけになった。ひいては、リーマンショック直後はまず無理だろうと言われていた、いわゆる新規開発型の投融資もできるようになった。2003 年、2004 年あたりに大手不動産会社から転職した人から、今度は物流をやると言われて、何で物流をやるとか当時私は思った覚えがあるが、今は物流施設のマーケットがヒートアップしていることから、我々は 10 年遅れか 7~8 年遅れか分からないが、高齢者施設もマーケットとして今後、より見込まれるのではないかと思う。

個人の投資家層にとっては、この分野がマーケットとして成長することは誰が考えても分かるし、介護施設ということで比較的親近感があるので、予想以上にこういうリートに期待感を持っている。先ほどの投資主制度の充実にも期待していて、数年前のセミナーの際、比較的高齢の方が手を挙げて、「自分が投資して、その介護施設に入る仕組みができないのか」と言われたことがあり、「リートとかができると可能でしょう」と答えたことがあるが、今正にそういったものが出来上がっている。

実際に IPO（新規公開株）の日本ヘルスケア投資法人でも 50 歳以上が約 79%、70 歳以上が 27% で、高齢者の投資が多かった。今後は特にアセットサイズを拡大し、国内外の投資家にも一層投資してもらおうとして、山内社長も力強く「3 年後に 1,000 億円」と言っている。そういう意味で、より成長を続けていきたいと思っている。

海外の投資家は非常に勘所がいいというか、今後、日本は世界の中で一番高齢化社会が進み、マーケットが拡大するが、ヘルスケアリートみたいな専門的なものがなく、なかなかそこにはお金が流れて行かないと話すので、そういうものこそ自分たちがやればいい。社会貢献もできるし、ある程度の収益も上げられるということで、ちょっと話すだけで、翌週から会社としてのデューデリジェンスに入っただけ、ヨーロッパあるいはアメリカの投資家を入れていただいていたという状況が存在した。日本の投資家からも、メガバンク系のノンバンク 1 社のみならず 4 年ほど前からファンドへの出資をもらったが、他はどちらかと言うとヘルスケアはいろいろリスクもあるし、他もやっていないからよく分からないと、なかなか入れていただけなかった。そういう状況を考えても、海外の方こそ日本のヘルスケアリートに特に注目しているが、現時点ではまだアセットサイズが小さく、グローバルオフリングの機会もないので、サイズ拡大を目指すことで、一層グローバルにも羽ばたくのではないかと思っている。

ヘルスケア施設の入居者・利用者等については、まず、効果・影響について話す前に、国土交通省が昨年 6 月に高齢者住宅向けガイドラインを明記していただいているので、まずは、オペレーターとの信頼関係を構築し、入居者・利用者への安心感を確保できるよう、オペレーターの全面的な協力のもと、リート等に関して実際の書面や直接出向き、情報の告知に努めている。

「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」という打ち出し方が、現時点では成功しているのではないかと思っている。理由として、リートという形で事業者の破綻リスクをモニ

タリングしながら、あるいは選定という形で極小化しつつ、万々が一のとときの事業継続のスキームもしっかり確保していることが、ひとつあるのではないかと思っている。介護施設の 8 割を占める地主スキームだと、事業者の破綻といった場合に対応するのは難しく、お手上げ状態になっていることから、こういった仕組みをしっかりとした組織のもとでできるというのは非常によかったと思う。ただし、「ヘルスケアアセット・バブル」が起きると、この辺の評価が急落する恐れがあるので、今後、どういう評価を受けるかが非常に重要である。

入居者・利用者等に対する効果・影響としては、リートに組み入れている施設として、ハード面の遵法性であったり、必要に応じて修繕されるというメリットをしっかりと認識してもらえるようにしていきたい。また、開発に絡んでこういった開発のお金が出てきて、より地域的にも広域でそれぞれのニーズに合った品揃えで施設・住宅が増えていくと、量的な拡大が可能となり、結果的に高齢者の方のメリットにもなると思う。

補足だが、一般的に標準的な介護施設をオープンすると、非常勤のスタッフを含め大体 100 名近くの雇用を創出すると言われており、雇用創出の機会も地方創生の一助となり得る。昨今の新聞では、厚生労働省で言うと 2025 年度までに 250 万人の介護職員が必要だとして、現状 180 万人ぐらいであり、220 万人ぐらいまでは確保でき、あと 30 万人不足だという記事も載っていた。こういった介護業界への人の流れも必要ではないかと思っている。

不動産市場に与える影響については、直接的な影響というより今後予想されることについて、17 ページに記載している。

国内の大手不動産、デベロッパーが行う一定の規模以上の開発プロジェクトでは必ずオフィスやレジといったものと同時に、病院、高齢者施設、保育施設を設置することが最低限必要になってきて、今後は、大手デベロッパーやハウズビルダー等を中心として、違った特色を持ったヘルスケアリートが再来年以降に現れてくる可能性があるかと思っている。

都市部においては、どうしても採算性が高い分譲マンションが建築される場合が多いが、今後は、土地の所有者の意向でヘルスケア施設が供給されていく可能性が出てくるのではないかと。例えば閉鎖学校跡地で自治体が所有している土地であったり、UR 等が管理している老朽化した団地などを、高齢者住宅に変えていくプロジェクトが増えていくのではないかと思っている。

昨今、東京都でも発表があったが、日本版 CCRC (Continuing Care Retirement Community) のシステムの可能性を検討する余地ができた。これは老後のまだ健康なときに入居し、老化の進行に従って必要となるサービスを継続的に受け続け、人生最後のときまで過ごす高齢者のための生活共同体であり、医療・介護・生活支援サービスを持つ複合施設と、こういった高齢者住宅を整備して、後で話す「地域包括ケアシステム」の機能を果たす。都心ではワンプレース型の米国型のはなかなか厳しく、ネットワーク的な CCRC が現実的かかと思っている。また、保育施設も併設する仕組みも増えてくると思う。

地方においては、地方創生の 1 つとして「ヘルスケア施設を核とした地域活性化」を目指す方向性がある。これは昨年 6 月に施行された地域医療・介護総合確保推進法に基づくものである。10 年ぐらい前からコンセプトはあるが、「地域包括ケアシステム」があり、住み慣れた所で安心して住み続けられるよう、医療、介護、予防、住まいを有機的かつ一体的に提供する仕組みである。これは中

学校の学区ぐらいのエリアを基本として、大体 30 分以内でサービスを提供できる単位を作っていくというものである。分譲マンション、オフィスなどの再有効活用には適さないものにおいても、こういったオペレーターの意向で検討が可能となり、不動産取引の活発化も図られると思う。アメリカの「カレッジリンク型 CCRC」のような可能性もある。

ヘルスケアリートの対象として、地域にどこまで拡大できるかを念頭におき、ポートフォリオの対応を考えている。ある一定の人口が今後見込まれる所がいいが、どのくらいの人口で考えるかも、今後のポイントである。

## 6. 更なる活性化に向けた課題と要望事項（資料 18 ページ）

18 ページは、更なる活性化に向けた課題と要望事項である。

1 つ目は、既存の高齢者施設・住宅投資マーケットが非常に小さいため、今後、こういったものをどう拡大していくかが課題のひとつと考えている。高齢者施設・住宅全体としての不動産市場の規模は、150 万室、5 兆円と言われているが、流動化している高齢者施設の割合は大体 3~4%、ここ数年間で 2,000 億円ぐらい、大体 1 万 2,000 室ぐらいが流動化しているというレポートがある。

オペレーターは全国で 7,000 社ぐらいあり、年に 800 社ぐらい参入しているため、トップ 50 を集めてもシェアは全体の 3 割ぐらい、トップ 10 でもシェアは全体の 17%と分散しているが、これから合従連衡が進んでくると思う。どういうオペレーターと付き合うかが非常に重要であるが、信用力が高いオペレーターだと、売却以外の有効活用案件を優先的に持ち込まれたり、あるいは銀行から安い金利で借り入れられるので、売却する必要はないなどの理由でなかなか流動化が進まない。現に、ここ 5~6 年の流動化の経緯を見ると、業界 6 位~50 位ぐらいで大体 6 割近くを占めている。トップ 1 位から 5 位は、保有施設の数パーセントぐらいしか売買の対象になっていないこともあり、先ほどの情報開示についても、大手オペレーターの中には情報開示に消極的な会社もあつたりし、実際にこういった流動化に一番積極的なのは、業界 5、6 位から 50 位ぐらいのオペレーターのところである。リートに組み入れる施設のエリアをどこまで広げて、オペレーターをどうするのかは大きな課題である。

病院アセットをどう考えるのかも非常に大きな課題である。病院数は大まかに言うと 8000 病院ぐらいあって、1 件当たり 30 億円とすると大体 24、25 兆円ぐらいになり、3、4%流動化するだけで 1 兆円近くの流動化が見込め、リートに組み入れられれば、マーケット拡大の余地は十分にある。

2 つ目は、新規の開発案件をどれだけ取り込めるかである。我々もオペレーター出身で開発部長であった者を中心に、1 年間に 100 件以上の持ち込み案件から選りすぐって数件の詰めの段階で話をしているが、都市部の単純な売却案件では、分譲マンション事業の採算性が高く、取得価格が高いため、負けてしまい取得できない可能性が高い。そのため、分譲マンションとは違った高齢者にベストな案件をどうやって発掘できるか。あるいは採算性のみではない案件をどう発掘できるかが課題である。あとは建築費が高騰しているので、採算をとれるかはオペレーターの賃料、ひいては施設の運営手法によって大きく変わってくる。ただ、2015 年度に東京都が、「東京都官民連携福祉貢献ファンド」として、確か来年度に 50 億円ぐらいの出資の枠ができ、都は、こういったもので「呼び水的役割」を果たしていくと言っている。

オペレーターの拡大も課題で、これも新規開発だといろいろな論点が出てくるので、信頼関係のな

いオペレーターとはできない。新規の開発で言うと、国土交通省が5年間で100万人分の高齢者住宅を供給していこうとすると、ざっくり考えて大体10兆円ぐらいの資産が必要になり、そのうちの4~5%の流動化が図られると、最低でも大体4,000億円、5,000億円ぐらいのマーケットが、この5年間で出てくるのではないかと思う。

3つ目の課題としては、日本ヘルスケア投資法人での取り組みが、オペレーター、投資主等からどのような評価を受け、第2、第3と続くヘルスケアリートで、どう発展させていくのかである。

4つ目の課題は、ヘルスケア特化型リートは他のリートと違い、オペレーター、高齢者施設・住宅の事業者あるいは医療法人など、いかにそういう人たちの理解を得て共同できるかが成功の鍵であり、そのためには、いかに資産運用会社サイドが、こういったヘルスケア事業の運営、あるいは医療・介護の制度などの事業特性を理解した上で対応できるかがキーと思っており、日夜、この辺のメリット、デメリットの説明をしている。

ただ、昨年6月以降はヘルスケアバブルのような感じで、より良い案件のキャップレートが下がる部分ではいいが、それに引きずられて本来だったら対象にならないようなものまで、ほぼ同じような価格で売買されている現実があり、危惧している。何かが起きたときにヘルスケアアセットは投資対象として危ない、だから触わらないのだと思われると、2009年、2010年にまた戻ってしまうのも問題であるし、オペレーター業界から見ると、ヘルスケアリートといった資本市場の論理に頼ったのが誤りだったという評価をされることを一番危惧している。

#### (補) 病院向けガイドライン策定に関する議論 (資料19ページ)

19ページの病院向けガイドラインについては、本来、ここで話すべきものではないが、我々から見ると病院というのはリートとして組み入れ・拡大していける余地があり、病院によっては非常に重要ではないかということでとりあげた。今月末もまた検討委員会が行われ、来月の中旬にパブリックコメントで3月末までに策定すると聞いている。ここ数か月、非公開でやっているため、全然状況が分からないが、1回目、2回目の傍聴からは、医療関係者が非営利性とか実質経営介入といったことで、何で病院をリートに入れるのだと強硬な反対があり、事前の規制や手続きを厳しくしすぎることで、実質的にJ-REITで売買されることができない形になってしまうことを危惧する。実際、シンガポールのリートでも、あるいは海外のファンドでも病院の売買は行われているわけで、リートにだけよりきつい規制をかけるのはいかなものかなと思う。

20ページ以降は、2年半前に話したものなので何かの参考に見ていただければと思う。

22ページは、2012年当時、国土交通省主催の委員会での「ヘルスケアREIT」創設のための提言の中で、国内の有力大手企業の中から、「ヘルスケア施設に特化した」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が一番重要だとの提言がされたが、その数か月後に大和証券グループがその意思を強く持っていたことで、今がある。こういったリーダーシップを持った会社が出なければできなかったかなと思うし、第1号が重要で、実際の上場に2年程度かかった中で、提言のとおり実現できたことは感慨深い。

## 質疑応答

Q：ヘルスケアリートが今までのリートと違うと思うのは、マーケットの分野が医療・介護といった国の財政支出の一角を担って出現したリートであるということである。今までのリートはそういう面がほとんどなかったことから、非常に特異だと感じる。また、医療・介護施設がますます増えていくという意味では非常に有望なマーケットであると思う。

2つ質問があるが、1つは、介護施設というのは恐らく社会事業家みたいな方がおやりになっており、また、病院では医師が経営を行う場合も結構多いと思うが、経営のプロではないので、リートに組み入れられることにより、病院や介護施設が経営のプロに委ねられるメリットがある。先ほど、病院がリートに対し消極的だという話があったが、リートが果たすそういった施設経営のレベルアップというメリットをうまくPRできれば、施設側も受け入れやすいと考えるがどうか。

もう1つは、リートとオペレーターの取り分はどのくらいの割合か。言いにくいと思うが、取り分がある程度分かると、オペレーターも売却しやすいという場合もあるかと思うがどうか。

A：おっしゃるとおりで、経営のプロではない社会事業家的な方が多く、難しい部分がある。そのため、最初のステップとしては、オペレーターの中でも上場しており、私どもと同様なガバナンスを持って話ができ、契約書をちゃんと詰めてやっていける人たちの有料老人ホームから、まずはスタートしている。

今後の対象である病院に関しては、正に我々が説明を尽くすしかない。不動産の管理から開放されることや、一番大きいのは理事長が融資の個人保証をしている場合、個人保証も大体相続されたりするが、これが完全に外れることが、メリットを感じていただける一番大きいきっかけだったりする。それ他にもメリットはあるが、現時点では、医療制度は非営利性なので資本市場の論理とは反すとか、実際何かする際に、資産運用会社等に問合せをしなければいけないというのは医者主体性が損なわれて、実質、経営介入ではないかという話になりがちである。そこは、単にモニターしているだけであり、別に問題ないという話とかをしっかりと説明して理解を得ていくしかない。

大元の思想が違う方に、しっかりと説明して理解を頂くという作業が必要であり、老人ホームでも同様で、売手と買手で決まっている場合だとしても、受け入れるしかないといった上から目線でいくと、きつとうまくいかない。

2点目の質問であるリートとオペレーターの取り分とについては、明確に決めており、リートは固定の賃料をとにかく何十年いただくというところだけで線を引きたいと思っている。有料老人ホームがうまくいったから取り分を10%アップするとか、病院で患者がたくさん増えたからといった変動の取り分は、全くいただかないのがベースだと思っている。多分、ほかのヘルスケアリートもそうなると思うし、当局の指導もそういう方向だと認識している。初めに賃料をどれだけ払いますかという握りがほとんど全てで、あとは健全にやっておられるかを確認させていただく。私どもは投資家に安心していただかなければならないので、確認内容を加工して開示するだけであり、これを介入と言われると非常にしんどい。

取り分の話は、具体的にはオペレーターと締結している建物賃貸借契約での賃料の改定の条項によるが、我々も借地借家法、あるいは民法上の適正賃料の考え方はしっかり熟知しているし、厚生労働省が出している老人ホーム設置の基準の実務指針の中に、長期にわたって賃料が安定して決まっていることという規定もある。ホテルのように収益に連動して取り分が上下するというのは、結

構認められるのが難しい形に現状なっている。

アメリカのヘルスケアリートはちょっと違い、そもそもアメリカのヘルスケアリートは外部のオペレーターを入れないことも可能な点に特徴があり、収益がある程度リートのほうでも得られるような仕組みが可能になっているが、日本のヘルスケアリートのアセットの場合、基本は固定であり、無論ハイパーインフレとか何かあったときには、両者の合意に基づいて変えることはあるが、そこは上下しない商品で、そういうディフェンシブ銘柄として御理解いただけてきた。

Q：病院向けガイドラインの策定の話があったが、医療関係者の否定的な見解や反論というのは、正に有料老人ホームをヘルスケアリートでやろうとしたときと同じ話で、メリットを説明することで、恐らく病院でも、始めれば「やってよかった」となると思うし、また、リートに向けた病院施設のみがリートに入れればいい。リートの活用が資金調達が多様化につながって、いろいろな選択肢ができることは国民経済にとって利益を生むことだと思う。

ヘルスケアリートに組み込む有料老人ホームを運営するオペレーター層を今後拡大することも課題の 1 つであるという点について、信用が高くあるいは実績があるオペレーター以外とも組んでいけばマーケットは広がると思うが、その場合、オペレーターのオペレーションをよくモニタリングしないと、施設単体では賃料負担力があって収益があがっても別の所に使ってしまうとか、特に入居一時金型の有料老人ホームの場合に入居一時金を使ってしまうといったことが、信用力の低いオペレーターの場合、出てくると思う。今後、このリートを成長・拡大させるとなった場合、どの程度モニタリングを厳しくやっていくのか。また、モニタリングの結果、何かおかしいことが判明した場合、運用会社としてある程度ステップインしたり、オペレーターチェンジをしないといけないのかもしれないが、これらを想定し何かスタディをされているのか。

A：モニタリングについては、先ほど説明したように施設単体での経営状態や入居一時金の保全や残高の確認はやっていこうと思っている。もう一つ、オペレーター会社全体としてどのような状況になっているかというモニタリングも、これはこれでやっていこうと思っている。上場会社はマーケットにちゃんと開示し、監査法人も入れているのでわかりやすいが、非上場会社でもいろいろなガバナンスと会計処理、資金管理をやっているかを確認するルールを作っている。ただし、どこまで入り込んで確認させていただけるかは、これからの課題になってくる。

今後、チャレンジ精神のある新しいオペレーターとも付き合って、マーケットを広げていくのは極めて大事である。このリートを、誠意を持って真面目に成長したいと考えているオペレーターをサポートする器にもしていきたいので、そういうオペレーターの場合には恐縮ながら更に入って行って、経営を手伝うようなつもりでやらせていただく。かつ、バックアップの仕組みについても、何か問題があったらすぐに変更できることを前提に、小さなオペレーターとお付き合いするという別契約をやる必要があると思っている。現状、今、契約締結している 7 社は、どれも大きな会社なので、ステップインをどういうふうに発動するかといった約定を賃貸借契約書に具体的に入れていない所はない。賃料不払いの際の条項は当然入れているが、その前段階では任意でモニタリングさせていただくレベルにしており、今の会社のレベルであれば信用してやっている。

評価ポイントは 3 点である。オペレーターとしての信用クレジット、賃料の負担力、あとは稼働率、この辺がキーになってくる。オペレーターとしての信用力等々で言うと、それぞれの会社で例えば上場しているか、規模はどうか、全ラインはどれだけか、遵法性の意識はどうか、そ

ういった幾つかの項目に関して数年前からマトリックスを作成しているが、ブラッシュアップして見直したりしながら、付き合うべきオペレーターを広げる方向で進めている。

稼働率については、投資 14 物件の中には、当初投資時点に比べ稼働率が落ちている施設もあったが、現状分析や何が問題で、今後どういう形でこれを増やしていくかといった手法に関する提案ミーティングを行い、この 1、2 か月徐々に増えてきている。ステップインするのがどうかと議論するよりも、一旦、オペレーターとして握手しているわけで、長い付き合いの中で、オペレーターにとっても貴重な提案であったりアドバイスであったり、入居促進の営業支援に及ぶものまで、我々に何ができるかを念頭に置いていきたいと思っている。私も銀行に 10 年いたが、証券化だとバックアップ的なものはこうだとか、手法がどうなっているかを強調しすぎるきらいがあり、逆にオペレーターは、それを前提にやるのは嫌だと思い、離れてしまう。

Q：今のポートフォリオの内容は 14 物件で 130 億円で老人ホームが主体だが、1 施設約 10 億円平均であり、外部成長していくためにはレジデンシャルのリートもそうだが、数を増やすことになる。先ほど、規模を 1,000 億円へ拡大という話が出たが、拡大する術はどんなものか。

A：3 年で 1,000 億円にするとっており、可能性はある。1,000 億円としたのは、リートとして一人前なのは 1,000 億円ということで、まずは埋没しないレベルにしたいということである。

既存の組み入れ施設は 1 棟 3 億円～20 億円というところなので、これからは、病院もそうだが開発案件に期待している。今までは個人の有効活用物件のため、借入余力で 20 億円借りられる人はほとんどおらず、規模は 3、4 億円にとどまっていたが、出口がリートであることを当初から表明して、例えば〇〇億円でこういう利回りであれば取得すると意向を表明して、安心して作ってもらえれば、大型のものもこれから増えてくると思う。今後 3 年で 1,000 億円になるとはちょっと思いにくいですが、後半で開発案件が出来上がり、3 年後に 1,000 億円になるような絵は描いていきたい。

現時点で、物件が特定でき、あとは先方に売るタイミングや、売買価格が合うタイミングを待つ案件だけでも大体 80 から 100 施設ぐらいはある。そのうち 1 社で 10 数施設を持っているオペレーターの案件も何件もあり、そういうのも全部含めると大体 1,300～1,500 億円ぐらい物件が特定しており、まずは、この既存のマーケット内で、我々リートとして何割取得できるかが 1 つである。

これまでの既存施設の投資案件としては、富裕者層で入居に数千万から 1 億かかるような富裕者層向けの大体 80 億といった案件もあったが、そういう案件は取得せず、我々の方針としては、よりリスクの低い案件ということで確実に堅いものをコツコツと溜めていった結果、今までは 10 数億規模が多かった。

今、新規の開発案件は、基本的に首都圏に限っており、かつ基本的には複合施設で、1、2 階が商業施設であったり、プラスアルファで薬局が入っていたりする物件の上の何階から何階という案件であり、1 案件あたり 30～70、80 億ぐらいなので、そういったものも何件か出てくると、規模が拡大していく。あとは病院等の施設についても議論をしていかなければいけない。

Q：アメリカではヘルスケアリートが出来てから、しばらく停滞していたという話があったが、今は規模が 10 兆円で、12%ぐらいまで一挙に伸びたということだが、その理由は何であったのか。

A：ヘルスケアリートができた段階では、まずオペレーターが、こういったリートとは何ぞやという

状況であったのと、資産運用会社も、まだ比較的不動産売買を中心にやっていた経緯もある。私が読んだ海外のレポートでは、十数年、コツコツと業者が勉強し続けて、ノウハウをお互いが持ち寄ったことが1つであり、また、アメリカの場合には、自前でオペレーターにも出資したりしており、オペレーターや他のヘルスケアリートを買収して資産を拡大するという動きもでてきたこともあると聞いている。そのため、マーケットとして結果的には20~30年ぐらいかかったということだが、日本の場合もそこは、これから10年ちょっとの間にきっと成長していくと思う。

Q：認知の期間と言うか、多少勉強する時間が必要だということか。

A：そのとおりである。また、海外との比較でよく言われるのは、日本は相続税評価額を借入れにより下げるといった有効活用案件が多い。この分野はハウスメーカー大手2社を中心に、平成元年からずっと引っ張ってマーケットを作ってきたが、個人が借りられるのは3、4億ぐらいが最大である。また、建築を全部ハウスメーカーに任せてしまうが、アメリカの場合、例えばゼネコンが言った工期が延びたり、予算オーバーしたりするリスクが高過ぎて、個人が丸投げするような業務としてはできず、プロフェッショナルな企業なりファンドでないとその分野に参入できない。そのため、個人のマーケットがなく、最初からプロフェッショナルが参入しているので、それなりの配当が求められたり、土地も広大なので大規模なもの等から発達してきた。そういった十数年の歴史みたいなものも影響するのではないかと思う。

Q（国交省）：ヘルスケアリートのガイドラインができ、ヘルスケアリートがこれから本格化するときに、リートに組み入れられたヘルスケア施設で、利用料が値上がったり、サービス水準が下がったとなると、ヘルスケアリートの評価がすごく落ちてしまうことを心配していたが、固定賃料であることの情報を開示していただき、基本的に賃料を一方的に上げることによるデメリットはないことが、投資家の方、一般の方が分かったこと、また、ヘルスケアリートは実際のものがないと説明するのはなかなか難しく、第1号として上場していただいたのは、我々もPRや説明もしやすく非常に有り難い。

2012年の10月に提言していただいた中身で、我々のほうでなかなか取組めなかったものもあるが、利益超過分配については投信部会のルールも変わり、減価償却の6割を上限として分配していいという整理になっているので、その範囲での対応ができるようになったと思う。税会不一致も平成27年度の税制改正大綱で解消する措置をすることになったので、優良な物件を取得していただき、かなり踏み込んで成長していただけたと思う。

A：国土交通省が前向きに積極的に対応していただいているので、くれぐれも1号目としてまず事故を起こさず、投資家の信頼を裏切らぬよう、配当も含め、気を付けてやっていきたい。サイズは1,000億円に早くしたいと気持ちはあるが、万々が一、成長しなくとも今の配当は継続できるので、入居者やオペレーター等に迷惑はかけない。その最低限は守ったうえで、成長していきたい。

このリート市場を十数年見ていると、これからオフィス、レジ、商業施設、ホテル等のアセットクラスの実績が積み上がり、次にはヘルスケアリートだという時期が2007年にあったが、リーマンショックが起きて、またオフィスから始まって、ヘルスケア施設に関してマーケットの信認を回復するのに5年超かかった。その状況を体験すると、マイナスに振れたときに戻るのは非常に大変で、今でもコムショックと言われていて、何かあると、オペレーターが悪いことをしているのではないかという意識で見られてしまうことがあり、歴史に学びつつ、しっかりとした目線と考

え方を持ってやるべきだとすごく感じている。

リートの規模が130億でもできるということについては、例えば星野リゾートも最初の第1号、IPO時に150億ぐらいでやり、これだけ小さいものでもできるのだという1つの実績を作った。利益超過配当も6割までできるとしていただいたことと、GLPが実際にやり始めたのが大きく、4年前には500億ないと上場できないとか、利益超過配当ができないから、プライスが出ないから、全てパークウェイホールディングスに負けてしまうみたいな時期が実はあったが、そういったものを1件1件、きめ細かくマーケットを見ながら潰していった結果として、昨年11月の上場となった。国土交通省からは、本当に指導いただき、非常に我々にとっても有り難い。病院についても、必ずや成功するものを来期以降、入れていき、きっと「2015年に、ああいったガイドラインでよかった」と言える時期が来るのではないかと考えている。

Q：2つ質問がある。1つは、リートに組み入れられた施設に入居することが、組み入れられていない施設に入居するのと比較し、入居者から見て魅力的に見える点はどのようなことがあるのか。また、バックアップ等のリートの仕組みは、入居者にもわかってもらえているのか。

もう1つの質問は、先ほどの話のとおり、オペレーターの賃料は長期に亘り固定賃料で、オペレーターの収入も入居者の年金や既に保有する資産だけから払われる固定収入と思うが、例えば、全般に物価が上がるとかインフレで上がるとかで、固定でない費用が大きく動いた場合に、どんな仕組みでヘッジできるのか。

A：リートへの組み入れの有無を、入居者から認識いただいているかという正直申し上げて難しい。以前、住宅リートの運用をしていた中で、老人ホームを1件購入した。そのとき、当局からもリートを認知させるよう指導があったので、入居者に施設の食堂に集まっていただき、仕組みやオーナーが代わることの説明を始めた。詳細も話そうと思い信託受益権の話をし出すと、みんな何のことだか分からないという感じになってしまった。

しかし、上場していて、施設をずっと保有していくというところまではお分かりいただけたことと、同席された入居者の後見人には当然認識いただき、その施設は、非上場のオペレーター保有の案件であったので、「それはよかったね」と思っていた。以前、入居一時金はオペレーター預かりなので、そのリスクは残るが、土地建物が上場リートになってよかったと後見人の方には理解いただいてよかった。

差別化をリートがちゃんとやっている案件で、建物の修繕も前向きにやり、オペレーターのモニタリングもやるので、安心であるというふうにするのがこれからの課題である。投資主優待もそのため、今、投資をしていただき、投資主優待をもらう人が、「俺もこれに入ってみようか」という時代がいつか来ると考えている。

入居者自身は、もしかすると認識はないかもしれないが、我々の側から見ると、リートの取組を1年間やるなかで、十数施設で1,800万円ぐらいかけ修繕を行った。そこは本当に細かいERや遵法性の確保ということで、ちょっと見てもあまり変わらないように見えるが、カーテンが防犯の規定から見てどうかとか、壁の色がどうかなど、すごく細かいところまでしっかり見て、防犯上・防災上の問題などをクリアしたものもあるので、入居者がどれだけ認識しているか分からないが、少なくともオペレーターは、ここまでやってくれたんだと認識していただいた。稼働率が下がった施設では、リートのコストで暗かった入口を明るくするとかのバリューアップの提案も今後する予定

で、そういうものが実際に起きたりすると、入居者にも多少分かっていただけと思う。

2点目は、オペレーターは収入がほぼ固定で、賃料も固定で、他の費用が大幅に変動したら大変ではないかとの質問であるが、一番動くのは稼働率であり、そこは本当に頑張っって一定の稼働率を守っていかなければならない。次が人件費や消費増税を中心にしたインフレリスクである。

オペレーターのコストとしては、賃料よりも先に人件費、次に食費等、その次が賃料という順番である。今は特に人材難でもあり人件費は上がりつつあり、圧迫要因になってくる可能性はある。そうすると、現入居者は終身入居なので変えられないが、それ以降の入居者は値上げということもインフレの環境であれば考えることになると思う。費用増加に対する対応は、オペレーターとして事業リスクを負担するということでもあるが、我々もそれぞれの施設とか実際の入居条件に基づき、入居率何パーセントが損益分岐点かを強く認識しながらの提案なりをして、一定以上の賃料負担力を維持することが、我々の任務であると考えている。

また、2015年度、介護報酬が2.27%下がること決定しており、2月になると、どういう施設が厳しくなって、どういう施設がより厚くなるかが見えてくる。こういうものも読み解きながら、介護報酬が2.27%に下がったときの全施設の賃料負担力について行うシミュレーションもノウハウの1つであり、報酬の値下げも所有者としては覚悟していかなければいけない。

Q:コンパクトシティという局面になった場合、公有地等の有効活用として学校の統廃合などに伴い、条件付の売却とかPFIが増えてくる結果、今後、毛色の違ったリートも出てくると思うが、そういうマーケットの拡大と毛色の違ったリートについて、もう少し教えてほしい。

A:我々の第1号リートに続く後続の2社は、ほぼ同じような戦略で、賃料負担力もしっかりある安定的な施設を買っていきこうということであるが、違う毛色でと言うと、大手デベロッパーが、広大な土地でオフィスとかレジ、学校とか病院など総合的なものをつくる中で、従来は、高齢者施設のところは全部丸投げしてしまっって、あまり関与していなかった。しかし、今後、高齢者施設は全体のプロジェクトの中で絶対的に勘案し、かつ、一定部分は作らなければいけなくなるので、出来上がって安定稼働した暁には、リートに入れるというような動きや、大手デベロッパーと大手オペレーターの両社が組んで、1件単位で大きいものを考えるというパターンがあってもいいかもしれないし、もしかしたら病院専門のもので出てもいいかもしれない。そういった毛色の違ったリートが、十何年やれば出てくるのではないかと思う。

以 上