

「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用

及び安定利用の確保に関する検討委員会」

取りまとめ

2013年3月

目次

頁

「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」委員名簿.....	- 2 -
はじめに	- 3 -
1. 検討委員会設置の背景と目的	- 5 -
1. 1 ヘルスケア施設に関する我が国の資金調達現状.....	- 5 -
1. 2 ヘルスケア施設に関する外国の証券化の事例.....	- 8 -
1. 3 検討委員会設置の目的.....	- 9 -
2. ヘルスケア施設とその証券化の現状	- 11 -
2. 1 サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム及び病院施設の現状.....	- 11 -
2. 2 ヘルスケア施設の規模.....	- 13 -
2. 3 ヘルスケア施設の耐震化の現状.....	- 14 -
2. 4 ヘルスケア施設の証券化の実例.....	- 14 -
2. 5 海外のヘルスケアリートについて～米国を中心に.....	- 16 -
3. ヘルスケアリート活用の論点	- 19 -
3. 1 ヘルスケアリートの特性.....	- 19 -
3. 2 ヘルスケアリートの関係者.....	- 20 -
3. 3 関係者にとっての論点.....	- 22 -
(1) 利用者にとっての論点.....	- 22 -
(2) オペレータにとっての論点.....	- 23 -
(3) 投資家にとっての論点.....	- 23 -
4. ヘルスケアリートの方向性	- 25 -
4. 1 普及啓発の実施.....	- 25 -
4. 2 ヘルスケアリートが留意すべき事項.....	- 26 -
(1) オペレータのモニタリング体制の拡充.....	- 26 -
(2) 賃貸借契約における合理的な条件設定.....	- 26 -
(3) リートによる適切なデューディリジェンスと内外への情報開示の実施.....	- 26 -
4. 3 オペレータの外部評価の充実.....	- 27 -
4. 4 ヘルスケア施設を核とした地域活性化.....	- 28 -
おわりに	- 29 -
不動産投資に関する用語集 (50 音順)	- 30 -

(参考資料)

「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用 及び安定利用の確保に関する検討委員会」委員名簿

座長 委員	川北 英隆	京都大学大学院経営管理研究部教授
	池田 敏史子	NPO法人 シニアライフ情報センター 代表理事
	市井 達夫	一般社団法人不動産証券化協会事務局長
	岩本 隆博	株式会社メッセージ 執行役員経営企画部長
	上田 泰三	社団法人生命保険協会財務企画部会長
	小野田 道	株式会社ベネッセスタイルケア
		開発基盤本部不動産開発部長
	金井 俊雄	アーンスト・アンド・ヤング・アドバイザリー株式会社
		シニア・マネージャー
	菅間 博	社会医療法人博愛会理事長
	栗原 美津枝	株式会社日本政策投資銀行医療・生活室長
	齋藤 理	弁護士 長島・大野・常松法律事務所パートナー
		大和ハウス工業株式会社
	正田 克成	集合住宅事業推進部 営業統括部 高齢者住宅グループ グループ長
辻本 了章	SGホールディングス株式会社経営企画部国際企画ユニット長	
藤村 隆	株式会社新生銀行ヘルスケアファイナンス部 部長	
	国際医療福祉総合研究所長	
武藤 正樹	国際医療福祉大学大学院教授	
	企業年金連合会年金運用部不動産担当部長	
オブザーバー	石川 卓弥	国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課長
	坂本 努	国土交通省住宅局安心居住推進課長
	深澤 典宏	厚生労働省老健局高齢者支援課長
	三村 淳	金融庁監督局証券課長
	宮坂 祐介	国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課
		不動産投資市場整備室長

(敬称略・五十音順)

はじめに

団塊の世代が高齢者となり高齢者人口が急増するなかで、人はどこでどのように老い、どこで終末期を迎えるべきか、様々な観点から論議が行われている。また、家族のありようの変化から、高齢者の単身・夫婦のみ世帯が増えており、高齢者の住まいや、介護サービス・医療サービスの供給体制についても、従来とは異なる取組みが必要とされ、さまざまな面から見直されている。

こうしたなか、本検討委員会は、「ヘルスケア施設」とよばれる不動産の中でも、高齢者を入居・利用の対象とした賃貸住宅、有料老人ホーム、病院等の不動産を対象として、その取得や開発等に必要な資金の新たな調達方法について、金融面を中心とした様々な角度から検討を行うこととした。これらに関する従来の資金調達方法は、施設の運営者または地主が不足資金を銀行等からの借りで調達するのが一般的であった。本検討委員会では、この方法以外に、「ヘルスケアリート」という我が国にはまだ存在しない投資主体をつくり、広く資金を集めてヘルスケア施設に投資する仕組みを利用できないか、検討した。

ヘルスケアリートというのは、リートという方法を用いた不動産証券化手法のひとつである。

不動産証券化手法というのは、簡単にいえば、投資家等が不動産の取得と管理のみを目的とした専門の会社や機関（SPCやSPV）を設立し、投資対象である不動産から収益を受け取る権利を購入したり、投資対象である不動産を直接保有したうえで、当該不動産から得られる収益を裏付けとした証券を発行し、この証券を投資家が購入することで、間接的に不動産に投資できる仕組みのことである¹。投資対象の不動産が大規模なものであっても、証券の発行により投資単位が小口化するなど、多くの資金を集めやすいメリットがある。

不動産証券化手法の形態、規模及び目的は様々であり、限られた投資家が比較的小規模かつ単独の不動産に投資するもの（私募ファンドが代表的）もあれば、リートのように一般の投資家も参加し、多くの不動産を投資対象として長期安定的に運用し、発行された証券が金融商品取引所に上場され、流通しているものもある。

¹具体的には、不動産を信託譲渡することによりその所有権を信託銀行等に移転し、不動産収益等を得ることができる「信託受益権」を合同会社に移転させる仕組み（いわゆる GK-TK スキーム）、不動産を現物のまま特定目的会社に移転させる仕組み（いわゆる TMK スキーム）などがあり、「不動産の流動化」とも呼ばれる。また、現物の不動産を対象とする不動産特定共同事業法には SPC を活用する仕組みがなかったが、SPC に不動産（現物）を移転させる仕組みを追加する法改正案が第 183 回国会に提出される見込みである。

こうした不動産証券化の手法は、リーマンショック²後、投資家が急減して廃れたようにみられたが、最近、再び活用され始めた。しかしながら、私募ファンドにおいては投資家との間で予め設定された投資期間内に投資回収を行うことが必要であり、いったんSPCに売却された物件が5年程度で再び売却されるケースもあるなど不安定な要素が指摘され、この面からも、リートを活用したヘルスケアリートの設立が期待されている。なぜならば、ヘルスケアリートは不動産証券化手法の中でも、投資信託及び投資法人に関する法律³に基づき、最も透明性が高く、施設の長期保有が可能な手法だからである。

また、リートは多額の資金調達ができることから大規模なヘルスケア投資が可能となる。実際、米国には健康なうちから住み、重介護になっても移転せずに暮らし続けられるCCRC⁴という高齢者住居・施設群があるが、当該施設においてもヘルスケアリートが活用されている。我が国では、施設運営者や地主個人が自ら事業を計画し、資金調達を図ることが多いことから、事業主の事業企画力の範囲内での施設を考えざるを得ないが、この事業においてヘルスケアリートができれば、高齢者向け施設に対する資金調達の多様化による新たな発想も期待できよう。

海外では、米国をはじめ、カナダ、シンガポール、英国、オーストラリア、マレーシアなどにすでにヘルスケアリートが存在している。どのようにすれば我が国においても設立やその活用が可能となるのか、本検討委員会は、4回にわたり検討会を開催して実情把握と検討を行った。

次ページ以下は、その成果であり、ヘルスケアリートの設立によりどのようなことが改善されるのか、どのような課題が想定され、その解決方法としてどのような方向性が考えられるのか、記述している。

² リーマンショックとは、2008年9月15日に米国の投資銀行であるリーマン・ブラザーズの破綻を引き金に世界的金融危機（世界同時不況）が起こったこと。サブプライムローン等新しい金融手法に対して批判が起こったことでも知られる。

³ リートは、「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づき設立される法人であり、政府の監督に服するとともに、税制上の特別措置により施設の取得資金が集めやすい特徴がある。また、他の証券化手法と異なり、通常の事業法人と同様の永続性がある。（参考資料P1参照）

リートが主として不動産に投資する場合は、必ず国土交通大臣の取引一任代理等の認可を受けた資産運用会社に資産の運用を委託しなければならない。（参考資料P2,3参照）

リートには投資対象をオフィスに限定したオフィス特化型、住宅に限定した住宅特化型等が存在し、ここでいうヘルスケアリートは投資対象をヘルスケア施設に特化したものを指す。

⁴ CCRC (Continuing Care Retirement Community)：高齢者向け住居・施設の一種。健常者用、軽介護者用、重介護者用、認知症患者用の各施設を同じ敷地又は同じ建物に集約し、居住者が移転や更なるコスト負担がなく、安心して暮らし続けることができる高齢者コミュニティ。

1. 検討委員会設置の背景と目的

1. 1 ヘルスケア施設に関する我が国の資金調達の現状

シニア向け住宅や医療用施設、つまり、高齢者を入居・利用の対象とした賃貸住宅、介護施設、病院等の、いわゆるヘルスケア施設について、その質、量両面での充実が近年の重要な課題となっている。

高齢化の進展に伴い、サービス付き高齢者向け住宅(参考資料 P5～P7 参照)や有料老人ホーム(参考資料 P8, 9 参照)といったシニア向け住宅は、一層の供給、つまり量が求められている。

一方、病院をはじめとする医療用施設は、今後の量的な増加は必要ないものの、建物の老朽化や、耐震構造等の面で、改築、建替えによる質の向上が求められている。シニア向け住宅と医療施設を合わせて「ヘルスケア施設」と定義するならば、問題の所在は必ずしも同一ではないものの、質、量の両面で解決すべき課題を有すると言える。

政府の「住生活基本計画」(平成 23 年 3 月)においては、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を、2020 年に 3～5%とする目標が掲げられている。このような状況の中、平成 23 年 10 月に「サービス付き高齢者向け住宅」制度が創設された。現在、その供給促進のため、補助金、税制などの施策が実施されている。

一方の医療用施設は、昭和 40 年代～50 年代の建設ラッシュ時に作られたものが多く、老朽化が進んだものが増えており、特に耐震化が課題とされている。

新規開発や改築、建替えによってヘルスケア施設の質的、量的改善を図る場合、土地取得価格や建設費用等、必要資金は多額に上ることとなるが、従来、病院を中心とするヘルスケア施設は、その必要資金を収益や自己資本によって賄い、不足分は不動産等の担保提供などにより金融機関からの間接金融で補う手法が一般的であった。これに対し、株式会社の形態をとる一般企業のうち、株式上場企業では、資金使途、調達のタイミングや調達の規模等によって、金融機関からの間接金融の他に、株式や社債等を発行する直接金融も併用し、より柔軟な資金調達が可能になっている。

一般企業と比較すると、一部の上場介護事業者等を除けば、ヘルスケア施設事業者にとって、施設開発に必要な資金の調達手段は限られており、事業者の収益力や財務状況の変化、さらには事業者の収益力や財務状況とは必ずしも関係のない取引金融機関の融資スタンス等が変化することにより、結果的にヘルスケア施設の整備に支障をきたすこともあり、ヘルスケア施設事業者の資金調達は、その確実性も規模も限定的にならざるを得ない状況であった。

そのような中、近年、ヘルスケア施設の運営事業者のうち、一般企業のような株式会社ではない医療機関でも、債券発行を行ったり、比較的大規模な医療機関や有料老人ホーム等の事業者が、保有不動産の証券化という手法を活用して資金調達をする事例が見られ始めた。つまり、ヘルスケア施設事業者の資金調達活動が多様化し始めた。

このうち、これまでにヘルスケア施設の不動産証券化の事例としては、投資家等が、特別目的会社（SPC）と呼ばれる、不動産の取得と管理のみを目的とした専門の会社を設立し、他方、ヘルスケア施設の運営事業者が保有する不動産を SPC に売却することによって売却代金を得る、つまり資金調達を行うことを主目的として実施されたとみられるものが多い。

上記の不動産証券化のケースにおいては、ヘルスケア施設の運営事業者から不動産を買い取る SPC に投資家が出資を行うが、当該投資家（出資者）は、不動産買入資金が必要な SPC に出資する代わりに、SPC が投資した不動産が生み出す収益のうち一定部分を得るという仕組みで、出資の対価としての配当および残余財産の分配を得る。

このようなケースでは、ヘルスケア施設の運営事業者が売却する不動産は、運営のために不可欠な事業用資産であるため、この仕組みをヘルスケア施設の運営事業者側からみると、いわゆる「セール&リースバック」（売却した後に改めて賃借する）という形態となり、投資家側からみると、ヘルスケア施設の運営事業者が支払う不動産の賃借料（リース料）が投資家への配当原資となる。

従って、ヘルスケア施設の運営事業者が行う不動産の証券化は、施設の運営を継続しながら、当該施設の不動産を SPC に売却することによって資金調達ができ、当該資金を他の資産への新規投資や運転資金等に充てることができるメリットがある。

一方、投資家にとってみると、ヘルスケア施設の運営事業者のリース料支払能力にかなり依拠した投資であり、一般的な不動産投資に比べると、当該不動産の賃借人となるヘルスケア施設の運営事業者の信用リスクに着目した投資ということができる。

ただし、これまでに実施されたこのような証券化の事例は、ヘルスケア施設の運営事業者に対する元々の融資元である金融機関等が、仕組み全体をアレンジしているものが多く、SPC への出資も担っているものもあるようである。

投資家にとってみると、投資対象の不動産の価値や受取配当の予想金額等に基づいて、当初想定している投資期間と期待収益等を目論んでいるわけだが、一旦投資を実施した後、想定していた投資期間の範囲内で不動産を売却（又は証券を売却）するに当たり、購入を希望する別の投資家が現れなければ、ヘルスケア施設の運営事業者は事実上、売却した資産を買戻さなければならなくな

る可能性がある。

従って、ヘルスケア施設に関する不動産投資市場が拡充されなければ、最終的には、ヘルスケア施設の運営事業者が自ら不動産を買い戻す可能性が高くなる。

証券化案件の終期に、この買い戻し代金をもって出資金を回収するのだとすれば、従来行われてきた金融機関からのヘルスケア施設の運営事業者への融資と、資金調達の構造は大きく変わるものではなく、資金調達手段の拡大や調達金額を劇的に増やすことにはならないという指摘がされている。

また、投資家にとっては、運営事業者が買い戻せない場合において投資回収できないリスクを負うことから、投資回収リスクが高い分証券化コストが割高に設定されるという指摘がなされている。

【運営事業者の施設利用形態の比較】

	運営事業者の施設利用形態	物件所有者(資金調達者)	借借人	資金調達方法	物件規模	物件賃貸借期間
①	地主の土地有効活用により建設した物件を運営事業者に賃貸している場合	地主	運営事業者	地主が金融機関からの借入で建設	小さい傾向	20年以上になることが多い
②	運営事業者が自ら保有している場合	運営事業者	—	運営事業者が金融機関からの借入(コーポレートローン)で建設	さまざま	—
③	ハウスメーカー等が保有している物件を運営事業者に賃貸している場合	ハウスメーカー等	運営事業者	ハウスメーカーが金融機関からの借入(コーポレートローン)で建設	さまざま	20年以上になることが多い
④	私募ファンドが物件を取得し、運営事業者に賃貸している場合	SPC (特別目的会社)	運営事業者	SPCが物件の購入代金を金融機関からの借入(ノンリコースローン※1)や主に機関投資家からの出資で調達	さまざま	20年以上になることが多い (既存の賃貸借契約があれば、その契約期間を引き継ぐ)
⑤	リートが物件を取得し、運営事業者に賃貸している場合	投資法人	運営事業者	リートが、金融機関からの借入、投資法人債の発行、機関投資家及び一般投資家からの出資で調達	さまざま	

※1ノンリコースローンは用語集参照のこと、

【私募ファンドとリートとの比較】※2

	事業期間	情報開示の有無	金融商品取引所への上場
④	原則として有期(5年位)	あり(投資家に)	非上場
⑤	制限なし	あり(広く一般に) ※3	上場※3

※2証券化スキームの詳細比較については別添資料P4参照

※3私募リートの場合は必須ではない。

1. 2 ヘルスケア施設に関する外国の証券化の事例

一方で、米国に目を転じると、ヘルスケア施設を専門に投資する、「ヘルスケアリート」が存在する。

リートとは“Real Estate Investment Trust”の略称である“REIT”であり、直訳すると「不動産投資信託」となる。リートは、米国において、税制上の優遇措置の適用を受ける主体として認められたものであり、当初は信託等の形態を前提としていたが、その後会社形態によるものも認められ、現在では会社形態のものが主流となっている。日本のリートも投資法人という法人形態を利用している。会社ないし法人の形態をとる場合、厳密に言えば Investment Trust ではないが、慣行上、こうした形態のものも含めてリートと呼ばれている。

日本におけるリートの仕組みは、不動産投資専門の法人（不動産投資法人）が不動産投資証券を発行し、これを投資家に売却することによって、不動産投資のための資金を得て不動産を購入・保有するというものである。また、不動産投資法人は、外部金融機関からの融資や社債の発行により資金調達をすることもできる。

リートには投資家保護の観点から情報開示が義務付けられていて、例えば、一定の場合において新たな不動産投資を行う際は、第三者である不動産鑑定士が実施した不動産鑑定価格を開示する等の規定があり、リートの運用の健全性を高めることに寄与している。

不動産投資法人は、不動産から得られるリース料等の収入から、不動産管理や資金運用管理に関する報酬を控除したうえで、当該資金を不動産投資証券の保有者に配当したり、調達した融資等を返済したりするもので、投資の基本的な構造は前述の証券化と同様の性質のものである。

このリートも不動産の証券化ではあるものの、私募ファンドのような証券化と比較すると、1)投資に終期がないため、基本的には買戻しを想定しておく必要がない、2)上場リートの場合、その投資口が株式と同様に金融商品取引所で売買が行われており、広く流通していることから、幅広い投資家の資金を集められる、といった優位な点が存在する。（詳細は3. 1参照）

投資信託という名称から、通常の投資信託のようなものと誤認されがちであるが、実際には、上場リートの場合はその投資口が市場で自由に取引され、投資期限も存在せず、上場企業株式に近い性質を持っている。

米国には10を超えるヘルスケアリートが上場しており、トップ3のヘルスケアリートは、株式市場における時価総額が1兆円を超えており、ヘルスケア施設の資金調達に多大に貢献していると言える。

また、規模面では米国に劣るものの、カナダ、シンガポール、英国、オース

トラリア、ニュージーランド、マレーシアにも、合計で10程度のヘルスケアリートが確認されている。

1. 3 検討委員会設置の目的

日本においては、リートがヘルスケア施設に投資した実績はあるものの、ヘルスケア施設に特化して投資するヘルスケアリートは存在しない。

しかし、ヘルスケアリートは金融機関からの融資の代替手段として普及しつつある、既存の証券化と比べて一定のメリットが存在するため、我が国で求められているヘルスケア施設の質的、量的向上に対して、ヘルスケアリートがどう貢献するかについて、検討を行うことは有益と思われる。

その一方で、従来型のヘルスケア施設運営においては存在しなかった、ヘルスケアリートやヘルスケアリートを対象とする投資家の登場が、ヘルスケア施設運営者や利用者に対してなんらかの不利益を与えないかという懸念点についても、慎重に検討を進めてゆく必要がある。

また、ヘルスケアリートの介在により、利用者の利便性や提供されるサービスの低下を招くことのないような仕組みや工夫が必要である。

本検討委員会は、我が国におけるヘルスケア施設の供給需要に対し、ヘルスケアリートが生み出すメリットと課題を整理し、上記観点に基づいて、適切な資金調達の仕事づくりのために、ヘルスケアリートをどのように活用し、また、推進していくべきであるかについて、いわばヘルスケアリートの設立啓発に向けた環境整備の方向性をとりまとめることを目的としている。

なお、一般的な「ヘルスケア施設」の定義は明確ではないが、本検討委員会では、供給増加や質的向上という社会的なニーズに伴う重要性の大きさやこれまでの証券化の実例という観点から、①サービス付き高齢者向け住宅、②有料老人ホームならびに、③病院⁵を検討の対象とした。

⁵ 病院の証券化については、我が国の医療制度を踏まえ、慎重に検討を進める必要があると考えられるものの、実際には、現在までに約20～30件程度の証券化事例が確認されている。

主要ヘルスケア施設の種類の証券化の概況

施設名	特徴等	主に運営している法人				証券化の事例
		株式会社	医療法人	社会福祉法人	その他地方公共団体等	
フィットネスセンター	室内運動施設・プール等で健康増進のための運動を行うもの	◎	○			○
サービス付き高齢者向け住宅	バリアフリー構造で、安否確認等のサービスが付いた高齢者向け賃貸住宅	◎	○	○	○	○
有料老人ホーム	食事、介護、家事、健康管理のいずれかのサービスを提供する高齢者向け施設	◎	○	○	○	○
養護老人ホーム	精神等に障害があり、生活が困難な低所得者等が入居			◎	◎	×
軽費老人ホーム(A型、B型)	低所得や親族関係等の制約から自治体助成を受けて入居			◎	◎	×
ケアハウス	比較的介護度が軽い人を対象とした軽費老人ホーム(C型)	○	○	◎	◎	×
グループホーム	認知症対応型共同生活介護(居宅施設)	◎	○	◎	○	×
小規模多機能型居宅介護	「通い・泊り・訪問」サービスを24時間提供する地域密着型(居宅施設)	◎	○	○	○	○
介護老人保健施設	在宅復帰を目指して介護・機能訓練等を提供する施設。略称「老健」		◎	○	○	○
介護老人福祉施設	一般的には特別養護老人ホーム(特養)と呼ばれる			◎	○	×
病院	一般的な中小規模の民間病院、地域中核病院等		◎	○	◎	○
医療モール	医療モール(診療所等がテナントとして複合施設に入居するもの)		◎	○	○	○

(注)◎印は、主に運営している法人のなかでも、特に数が多いことを示す

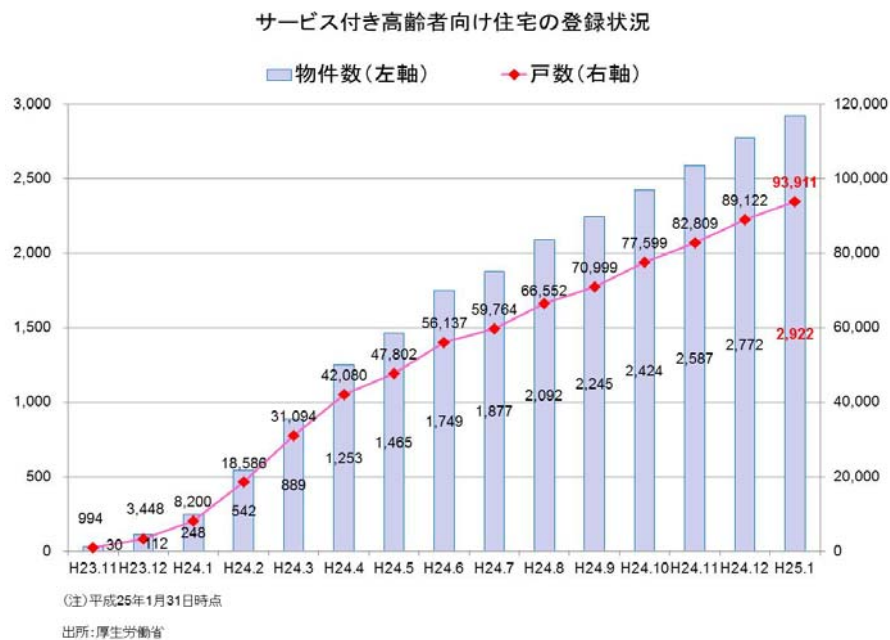
出所：公開情報等から中井生活経済研究所作成

2. ヘルスケア施設とその証券化の現状

2. 1 サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム及び病院施設の現状

高齢化が急速に進展し、特に高齢者の単身者世帯、夫婦世帯の急増が見込まれる中で、高齢者が必要な介護・医療を受けながら暮らすことのできる住宅を確保することは極めて重要である。しかしながら日本では、高齢者人口に対する高齢者向け住まいの割合が欧米に比べて低い水準にとどまることから、高齢者の居住の安定を確保するため、一定の登録基準を満たす高齢者向けの住宅を、「サービス付き高齢者向け住宅」として登録する国土交通省・厚生労働省の共管制度が創設され、平成23年10月20日に登録が開始された。なお、現在、サービス付き高齢者向け住宅の供給を促進するため、補助・税制・融資による支援が行われている。

次のグラフにみるように、導入より僅か1年3ヶ月で、サービス付き高齢者向け住宅の登録戸数は9万3千超へと急速に増加した。



また、平成10年からの、病院、有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅の増減を比較してみると、病院は8%減少して8,567施設、有料老人ホームは26倍に増設されて病院に匹敵する7,563施設、そしてサービス付き高齢者向け住宅は平成23年11月から、わずか1年で有料老人ホーム数の3割強の施設数が登録されていることが分かる。

各施設の増減

	H10年	H24年	増減数
病院	9,333	8,567	▲766
有料老人ホーム	288	7,563	7,275
サービス付き高齢者向け住宅	0	2,587	2,587

(注) H24年の施設数は、病院は6月末概数、有料老人ホームは7月1日現在届出数、サービス付き高齢者向け住宅は11月末登録数

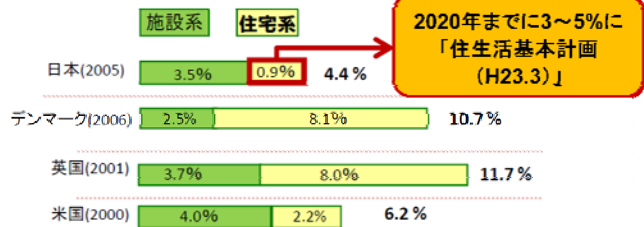
出所：厚生労働省資料より中井生活経済研究所作成

こうした施設の増減から、医療から介護へ、介護も施設から在宅へという傾向が見てとれる。

高齢者単身・夫婦世帯の増加

2010年から2020年の10年間で、
 高齢者人口：
 約2,900万人→約3,600万人
 高齢者単身・夫婦世帯：
 約1,000万世帯→1,245万世帯

全高齢者における介護施設・高齢者住宅等の定員数の割合



出所：国土交通省資料より中井生活経済研究所作成

高齢化問題の本源は、単なる高齢者人口の増加ではなく、高齢者の暮らし方の変化にあると考えられる。つまり、子供との同居が減少し、高齢者単身世帯、高齢者夫婦のみ世帯は増加し、高齢者世帯全体の6割にも達している。子供による介護はもはや期待できない状況と言える。

その結果、シニア向け施設は供給が需要にまったく追いつかない状況が続いている。介護老人福祉施設への入所待ちは、平成21年12月の集計によると、42万人に達するものと想定されている。住宅系の具体的な数値目標を高齢者人口から割り出したものが上表である。2020年(平成32年)に、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を3~5%まで引き上げることとしている。この目標の達成に向け、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームなどの供給の促進が期待されている。

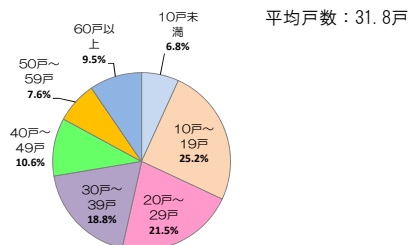
2. 2 ヘルスケア施設の規模

ヘルスケア施設について、施設種類毎の規模別分布についてみてみよう。

(1) サービス付き高齢者向け住宅

右のグラフから、サービス付き高齢者向け住宅の施設規模は、10～19戸、20～29戸、30～39戸が中心であり、平均戸数は31.8戸とその規模は比較的小さいことが分かる。介護付き有料老人ホームと比較すると、全体的に小規模であり、30戸未満の施設がほぼ半数を占めるものの、100戸以上の大規模施設も存在する。

サービス付き高齢者向け住宅の規模別施設数の割合



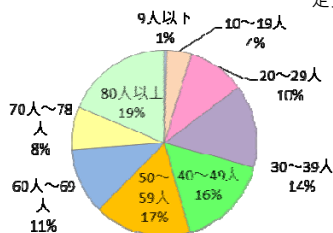
出所：厚生労働省

(2) 有料老人ホーム

以下のグラフは、二種類の有料老人ホーム、介護付と住宅型の規模別施設数分布を示したものである。介護付有料老人ホームは8割方が80人未満であり、そのうち30～39人規模、40～49人規模、50～59人規模の老人ホームも多いものの、定員規模の平均は64.6人と一定の規模を有する。一方で住宅型は10～19人、9人未満規模の老人ホームが過半数を占め、定員規模も平均27.3人と比較的小規模と言える。

介護付有料老人ホームの規模別施設数の割合

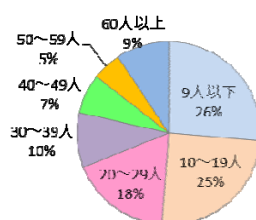
定員規模平均：64.6人



出所：厚生労働省

住宅型有料老人ホームの規模別施設数の割合

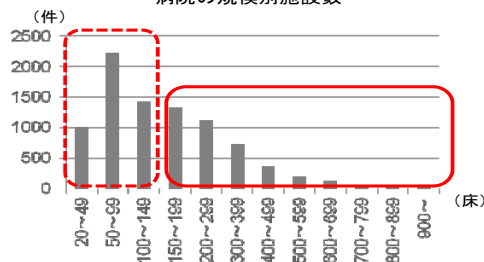
定員規模平均：27.3人



(3) 病院

病院の規模別分布を表した右のグラフを見ると、50～99床の小規模病院が圧倒的に多く、次いで100～149床、150～199床が一般的な病院規模となっており、500床を超える大規模病院は少ないことが分かる。

病院の規模別施設数



出所：医療施設調査(H22.10)より中井生活経済研究所作成

2. 3 ヘルスケア施設の耐震化の現状

ヘルスケア施設の耐震性能についてみてみると、有料老人ホーム等と比較して、病院の耐震化率が低いことが分かる。

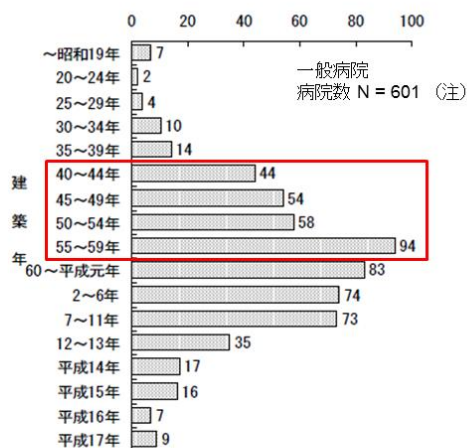
病院・介護施設の耐震化率

施設種別	施設数 (注)	耐震化率 (平成22年)
病院	8,670	56.7%
特別養護老人ホーム	8,068	91.6%
軽費老人ホーム	2,082	93.2%
介護老人保健施設	3,695	97.7%
有料老人ホーム	4,555	93.9%

(注) 病院は8670施設のうち回答のあった8541施設から算出された耐震化率、特別養護老人ホーム～有料老人ホームは全棟数(棟数からH22年以降廃止予定を差し引いたもの)

出所: 厚生労働省「病院の耐震改修状況調査」、「社会福祉施設等の耐震化に関する調査」より中井生活経済研究所作成

建築年別病院数



(注) 全国の病院のうち601施設を対象とした調査結果

出所: 厚生労働省「第15回医療経済実態調査(医療機関等調査)報告」(平成17年6月)

有料老人ホーム等の施設の耐震化率が90%台と高いのは、介護保険導入以降(平成12年以降)に建設され、「新耐震基準」に適合するものが大部分であるためであろう。一方、病院は、建築基準法により新耐震基準への適合が義務付けられる以前(昭和56年以前)に建設された建物が多く存在し、結果的に耐震化率は低水準にとどまっているものと考えられる。したがって、病院数は、今後は増加が見込まれていないものの、耐震化の観点で建替え需要が存在する。

2. 4 ヘルスケア施設の証券化の実例

国内のヘルスケア施設の証券化実績のうち、金融機関がアレンジした私募ファンド形態によって行われているものについては、情報開示がなされていない。そのため、網羅的な実績把握は困難であるが、ヒヤリングや新聞報道等によれば、一定数の実績があり、その投資対象資産の大半は有料老人ホームやシニア向け住宅となっているようである。また、病院を対象とした証券化については、不動産証券化協会会員を対象としたアンケートでは6件(資産額は不明)の実績が確認されており、新聞報道等を基に、現在までの証券化実績総数は20～30件とみられる。

同アンケートによれば、以下のとおり11法人が運用する上場リート及び私募ファンドにおいて、20ファンドから83物件、総額1,782億円の投資実績が

あった。内訳は物件数では介護付有料老人ホームが圧倒的に多いが、資産額では医療モール・医療オフィスが半数近くを占めた。

アンケート調査によるヘルスケア施設への投資状況

施設種類		物件数 (件)	資産総額 (億円)
シニア住宅	高齢者住宅	2	18.5
	サービス付き高齢者向け住宅	1	37.0
	健康型有料老人ホーム	1	50.0
	住宅型有料老人ホーム	8	47.0
	介護付有料老人ホーム	57	701.9
介護施設	地域密着型サービス施設	0	0.0
	軽費老人ホーム	0	0.0
	介護老人保健施設	1	NA
	介護老人福祉施設	0	0.0
病院等	リハビリ、療養、精神病院	1	NA
	中小規模の急性期病院等	1	NA
	一般的な総合病院	1	NA
	地域中核病院	3	75.0
	医療モール・医療オフィス	7	853.0
合 計		83	1782.4

(注)調査基準日2012年9月末

出所:国土交通省「ヘルスケア施設供給促進のための証券化手法の活用及び安定利用の確保に関するアンケート調査」より中井生活経済研究所作成

一方、日本においてはヘルスケアリートそのものは存在しないものの、Jリーートの公表データによると日本のヘルスケア施設への投資については一定の実績があることが確認されている。

Jリートが保有するヘルスケア施設は以下のとおり12物件、291億円である。したがって、シンガポールのパークウェイライフが保有する278億円を合算すれば、アンケート調査との多少の重複はあるとしても、国内外リート等からの日本のヘルスケア施設への投資実績は2,300億円前後に上ることがわかる。

Jリーートのヘルスケア施設への投資状況

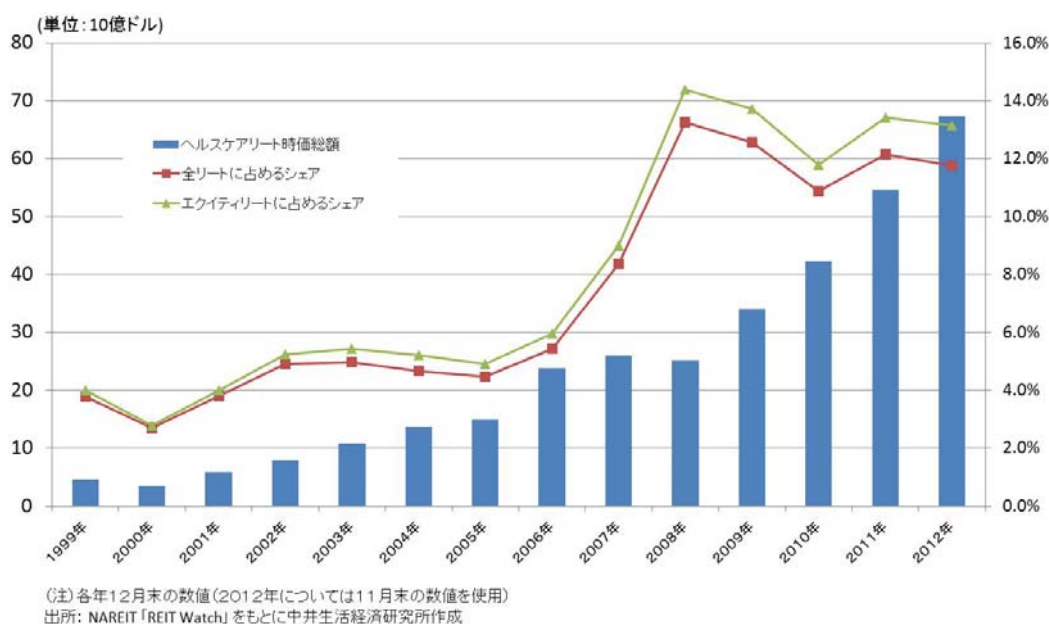
投資法人名	物件名	所在地	賃貸可能 戸数	取得価格 (百万円)	建築時期	用途
アドバンス・レジデンス	ライフ&シニアハウス港北2	神奈川県横浜市	78	1,670	2003年	介護付有料老人ホーム
インヴィンシブル	ボンセジュール千歳船橋	東京都世田谷区	42	685	1988年	介護付有料老人ホーム
	ボンセジュール四つ木	東京都葛飾区	62	652	1989年	介護付有料老人ホーム
	ボンセジュール日野	東京都日野市	56	574	1990年	介護付有料老人ホーム
	ボンセジュール武蔵新城	神奈川県川崎市	46	486	1985年	介護付有料老人ホーム
	ボンセジュール小牧	愛知県小牧市	123	1,050	1991年	住宅型有料老人ホーム
	ボンセジュール秦野渋沢	神奈川県秦野市	100	681	1991年	介護付有料老人ホーム
	ボンセジュール伊丹	兵庫県伊丹市	62	480	1989年	住宅型有料老人ホーム
オリックス不動産	グッドタイムリビング新浦安	千葉県浦安市	74	1,550	2006年	介護付有料老人ホーム
ケネディクス・レジデンシャル	ニチイホームたまブラザー	神奈川県川崎市	底地のみ	960	1992年	介護付有料老人ホーム
日本ビルファンド	四谷メディカルビル	東京都新宿区		8,800	2004年	メディカルモール、治験専門医療機関等
野村不動産オフィスファンド	セコムメディカルビル	東京都千代田区		11,500	2005年	都市型有床クリニック
合 計 (ヘルスケア施設)				29,088		
J-REIT全体				9,294,498		
J-REIT全体に占めるヘルスケア施設の比率				0.31%		

出所:各REITポートフォリオ資料から中井生活経済研究所作成(2013年1月25日調査)

2. 5 海外のヘルスケアリートについて～米国を中心に

ヘルスケア施設を主たる投資先とする「ヘルスケアリート」の市場規模は、米国が圧倒的に大きいものの、米国外でも大規模ヘルスケアリートが登場しつつある。米国ヘルスケアリートはここ10年で著しい成長を遂げ、時価総額は全リートの12%に達している。

ヘルスケアリートの時価総額推移



(1) 米国の主要ヘルスケアリート11社

米国の主要ヘルスケアリート11社⁶のうち、HCP、Ventas、Health Care REITの最大手3リートは時価総額が1兆4,000億円から1兆9,000億円と、圧倒的な規模である。最大手3リートの対象資産別の配分は、細部において各々特徴はあるものの、シニア住宅、高度看護施設、医療用ビルが重要な投資先であり、病院への配分は小さい。

⁶ NAREITによるHealthcare REITインデックスを構成する11銘柄である。米国の広義の上場ヘルスケアリートという観点では、Healthcare Trust of Americaも含むべきであるが、NAREITの区分ではIndustrial/Officeに分類されるため、ここでは除外した。さらに、小規模ヘルスケアリートであるCare Investment TrustもNAREIT Healthcare REITインデックスには含まれていないため、割愛した。

米国のヘルスケアリート主要 11 社の概要

REIT名	HCP	Ventas	Health Care REIT	Senior Housing Properties Trust	Omega Healthcare Investors	Healthcare Realty Trust	Medical Properties Trust	National Health Investors	LTC Properties	Sabra Health Care REIT	Universal Health Realty Income Trust	Total
証券コード	HCP	VTR	HCN	SNH	OHI	HR	MPW	NHI	LTC	SBRA	UHT	
時価総額 (US\$億) 2013.1.21	210.1	194.3	161.1	43.3	28.5	21.8	17.5	17.1	11.1	8.8	6.7	720.5
投資残高 (US\$億) 2012.9.30	181.7	184.8	166.0	50.9	30.5	28.5	22.8	6.0	8.5	8.6	3.6	692.0

<対象資産別アロケーション(金額ベース)>

	HCP	VTR	HCN	SNH	OHI	HR	MPW	NHI	LTC	SBRA	UHT	Total
シニアハウジング	32.3%	62.0%	51.7%	60.4%	1.6%	0.0%	0.0%	38.3%	44.0%	10.4%	0.0%	43.0%
シニアハウジング - NNN	28.2%	30.6%	29.6%	60.4%	1.6%	0.0%	0.0%	38.3%	44.0%	10.4%	0.0%	28.2%
シニアハウジング - RIDEA	4.1%	31.4%	22.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%
メディカルオフィスビルディング (MOBs)	14.0%	18.2%	19.7%	30.6%	0.0%	84.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	54.0%	19.3%
スキッドナーシングファシリティー (SNFs)	31.2%	16.2%	21.2%	4.1%	97.3%	0.0%	0.0%	52.1%	54.0%	82.5%	0.0%	24.3%
ライフサイエンス	18.4%	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%
病院	4.0%	2.6%	5.5%	1.5%	1.1%	13.5%	90.4%	8.0%	0.0%	7.1%	44.0%	7.1%
その他	0.0%	1.0%	0.0%	3.5%	0.0%	2.4%	8.9%	0.9%	2.0%	0.0%	2.0%	1.0%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注)OHIは、金額ベースの対象資産別アロケーション情報の入手が不可能のため、ベッド数割合数値で代用

出所：NAREIT、ライター及び各リートのIR情報を基に中井生活経済研究所作成

米国ヘルスケアリート市場の急成長を可能とした重要な要因の一つに、ヘルスケアリートからヘルスケア施設の運営を委託されるオペレータ業が確立されていることが挙げられる。とは言え、リート側は特定のオペレータ⁷に過度に依存することなく、価格交渉力の面で不利にならないよう、委託先オペレータの分散が図られている。オペレータ分散を可能とするだけの、能力の高いオペレータが多数存在することは、米国のヘルスケアリート市場の急成長の土台となったと考えられる。

米国主要オペレータ企業の概要

オペレータ名	コード	時価総額 (US\$ 億)	事業
Brookdale Senior Living	BKD	34.9	シニア住宅の保有・運営
Community Health Systems	CYH	35.8	病院運営
Tenet Healthcare Corp	THC	41.5	救急病院等の保有・運営
LifePoint Hospitals	LPNT	21.4	非都市部の救急病院経営
Health Management Associates	HMA	26.6	非都市部の救急病院等経営
Emeritus Corp	ESC	12.7	シニア住宅の運営
Vanguard Health Systems	VHS	11.3	ヘルスケア事業全般の運営
National HealthCare Corp	NHC	6.6	長期ヘルスケアセンター運営
Kindred Healthcare	KND	5.7	ヘルスケア事業全般の運営
Capital Senior Living Corp	CSU	6.0	シニア住宅の運営
LHC Group Inc.	LHCG	3.7	各種病院の運営
U.S. Physical Therapy Inc	USPH	3.0	外来向け病院の運営
Five Star Quality Care	FVE	2.9	シニア住宅の運営

(注)時価総額は2013年2月12日時点

出所：各リート及び各社のIR資料より中井生活経済研究所作成

⁷ 不動産投資において、不動産を賃借して実際に運営する事業者のことを、一般的に「オペレータ」と呼ぶ。

(2) 米国以外のヘルスケアリート

「ヘルスケア施設を主たる投資対象とする」という条件を満たすもので確認出来たものは、次の9リートである。

米国以外の主要ヘルスケアリート

リート名	国	時価総額 (億円)
Chartwell Retirement Residences	カナダ	1,757
Parkway Life Real Estate Investment Trust	シンガポール	1,067
First Real Estate Investment Trust	シンガポール	543
NorthWest Healthcare Properties Real Estate Investment Trust	カナダ	481
Primary Health Properties PLC	英国	406
Vital Healthcare Property Trust	ニュージーランド	299
Al-Aqar Healthcare Real Estate Investment Trust	マレーシア	271
Northwest International Healthcare Properties Real Estate Investment Trust	カナダ	90
Generation Healthcare REIT	オーストラリア	73

(注)時価総額は2013年2月11日時点、当日の為替相場で円換算

出所:各REITのIR資料より中井生活経済研究所作成

最大手のカナダのChartwell Retirement ResidencesとシンガポールのParkway Life Real Estate Investment Trustは時価総額が1,000億円超と、米国最大手の1兆円超には及ばないものの、その他の米国のヘルスケアリートと比較してさほど遜色のない規模にあると言える。それ以外の7リートも、うち5リートは時価総額が数百億円規模に達し、一定規模のヘルスケア施設への分散投資が可能な規模を有すると言って良い。

このように、米国以外でも、日本を除く他のいくつかの国においても、ヘルスケアリート市場は成長しつつあると言える。

3. ヘルスケアリート活用の論点

3. 1 ヘルスケアリートの特性

一般的に、ヘルスケアリートには、以下のような特性がある。

(1) 民間資金を直接活用した多様なヘルスケア施設の供給の促進

地主の土地有効活用等に対する金融機関等からの間接金融による資金調達手法と比べ、不動産の収益性に立脚した不動産投資市場の投資家から資金調達することにより、規模の大きなものなど多様な施設の供給が可能となる。

(2) ヘルスケア施設の所有と運営の分離

ヘルスケアリートが施設の所有、維持管理を専門的に行うことにより、オペレータは施設の運営に専念できる。また、オペレータは、所有と運営が分離されることで、自らの資金調達力にかかわらず機動的な運営事業の展開が可能となる。

(3) ヘルスケア施設にかかる不動産市場の形成

ヘルスケア施設の不動産は、ヘルスケア施設以外への転用が困難である等の理由により、一般的には流動性が低いと言われているが、ヘルスケア施設を取得するヘルスケアリートが登場することにより、ヘルスケア施設にかかる不動産市場が形成され、その流動性が高まる。

(4) 不動産の長期安定保有

ヘルスケアリートは、一般の企業と同様に存続期間の定めのない法人として施設の長期保有が可能であるため、ヘルスケア施設の安定的な利用に資する。また、施設の新設の場合、不動産の投資回収期間は長期にわたるため、オペレータにとって施設立ち上げ時の不動産開発や保有コスト負担は事業リスク要因の一つとなるが、リートによって長期安定的に不動産が供給されることにより、オペレータの経営安定化に寄与する。我が国では今後更なるオペレータの成長が期待されるため、こうした事業者の初期的な負担能力の軽減に資する。

(5) 施設経営の透明化の確保

ヘルスケアリートは、公開市場から資金調達を行い、ヘルスケア施設からの賃料収入を投資家に配分する。そのため、ヘルスケアリートは投資家に対する十分な情報開示が不可欠となる。既存のリートにおいても、投資家保護の観点から情報開示が義務付けられ、運用の健全性が担保されているが、ヘルスケアリートから投資家に対して、ヘルスケア施設の経営、サービスの状況等に関する情報開示の充実が期待できるため、結果的にヘル

スケア施設・オペレータの運営管理能力の向上や、運営の透明化につながる。

(6) 資金調達手段及び運用手段の多様化

金融機関の融資等の間接金融や通常の証券化手法では、金融機関や一部の機関投資家からの資金調達に限定されるのに対し、上場ヘルスケアリートは、公開市場から資金調達が可能となり、資金調達手段の多様化が図られる。

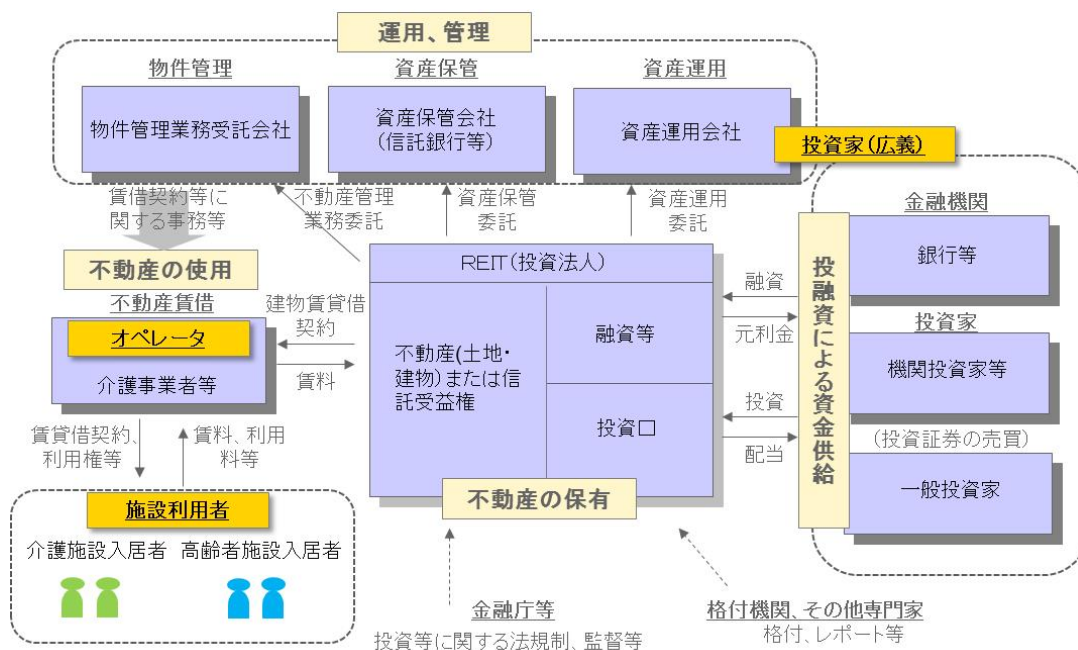
一方で、証券化の場合に限らず、そもそもヘルスケア施設の特性としては、介護保険制度などの制度改正による事業リスク、建物設備・構造の特殊性等により転用が難しいというヘルスケア施設特有の物件リスク、契約解除等を行った際の契約関係者のレピュテーションリスク等が指摘されている。

また、ヘルスケア施設は、オフィス用不動産や住宅用不動産等と異なり、必ずしも立地条件が最大の付加価値ではなく、提供するヘルスケア・サービスとその事業収益によって不動産価値が決まることから、オフィス用不動産や住宅用不動産等の市場としては厳しい地域等においても、ヘルスケア施設の整備が可能である。

ヘルスケアリートの活用については、こうしたヘルスケア施設特有のリスクや特性も踏まえつつ、課題や論点をより具体的に分析する必要がある。

3. 2 ヘルスケアリートの関係者

ヘルスケア施設の証券化の関係者は多岐にわたり、その関係者によって課題も異なることから、ここでは関係者を以下のように大きく3つに分けて、3.3で課題や論点を整理することとする。



(1) 利用者

第一に、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームの入居者、病院入院患者など、いわゆる「ヘルスケア施設の利用者」、いわば一般消費者である。

(2) オペレータ

第二に、介護・医療事業者であって、リートが施設所有者であり賃貸人であるのに対し、ヘルスケア施設の借借人である。

(3) 投資家（広義）

第三に、リートを組成・運用する主体である資産運用会社（アセットマネージャー⁸）とリートに資金を提供する投資家が挙げられる。

一般には、「投資家」は、リートに出融資を行う銀行、年金、生命保険会社等の機関投資家や個人投資家を指すが、(1)と(2)との関係をわかりやすくするために単純化し、3. ではリートの運用・管理者であるアセットマネージャー等を含め、一括して投資家と定義する⁹。

⁸ アセットマネージャーは、新たにリートに組み入れるヘルスケア施設の購入判断、既存保有施設の運営状況の把握や、必要に応じた保有施設の売却等を行う。

⁹ 厳密には、融資を行う者（レンダー、デット投資家）と出資を行う者（エクイティ投資家）もそれぞれ性格が異なる投資家であり、それぞれにとっての投資に対しての着眼点は異なる。

3. 3 関係者にとっての論点

ヘルスケア施設の利用者が安心して利用でき、オペレータは、ヘルスケアリートから運営を任されることで評価が高まり、また、投資家は、安定的な投資収益を確保できるようにすることが求められるが、施設利用者、オペレータ、投資家それぞれに関して、以下のような論点があると考えられる。

(1) 利用者にとっての論点

一般に、ヘルスケア施設の利用者は、オペレータが破綻などし、事業が継続されないなどの場合においては、退去を余儀なくされる可能性もある。これに対して、ヘルスケアリートは、一般の事業法人と同様に、存続期間の定めのない法人として施設の長期保有が可能であることから、仮にこのような場合でも、ヘルスケアリートが別のオペレータを確保することにより、利用者の継続入居の可能性が高くなるとともに、同種の多くの施設を保有する専門的な貸主として、オペレータの財務状況等をチェックするなどにより、施設運営の安定性や利用者の満足度を引き上げる可能性がある。また、ヘルスケアリートは、投資家保護の観点から投信法や購入者等の利益の保護等の観点から宅建業法等に基づき、政府の監督に服することとなっているため、利用者の安心にもつながることも考えられる。さらに、ヘルスケアリートが、施設規模よりもむしろオペレータの運営能力や運営の透明性などに注目して取得する場合には、福祉への強い思いを持つ市民団体や小規模事業者などの資金調達にもプラスの効果をもたらされることが期待される。

一方で、ヘルスケアリートに投資する投資家の意向や資産運用会社の運用方針によっては、施設の利用者にとって以下のような不安が発生することが予想される。

- ① ヘルスケアリートが施設を売却した時にオペレータの変更もありえることから、契約・サービス内容が変わるのではないかと不安。
- ② これまでのヘルスケア施設と比べた場合、当事者が多くなることから、さまざまなコストが加算され賃料やサービス利用料などがそもそも高めになるのではないかと不安。
- ③ 投資家の求めに応じ、ヘルスケアリートがオペレータの支払う賃料の値上げを決定した場合、その結果として利用者が支払う賃料や利用料が急に引き上げられたりサービス低下が起こったりするのではないかと不安。

これらの不安は、必ずしも証券化固有の課題とは言い切れないものの、

ヘルスケアリートの創設を考えるにあたり、これらの不安が利用者にとって必要以上の不安につながってしまう状況があるとすれば、それを払拭できるような環境整備を行う必要がある。

(2) オペレータにとっての論点

オペレータの判断次第ではあるが、ヘルスケア施設をヘルスケアリートに売却すれば、他の事業展開等のための資金調達を行い、かつ、リースバックという形で事業を継続することも可能であり、また、施設管理については専門的にヘルスケア施設を保有する貸主に委ね、本業に専念できるというメリットも考えられる。また、ヘルスケアリートから運営を任されることで、その信用力が評価されるという副次的効果も考えられる。

さらに、ヘルスケアリートができれば、一定の要件を満たした施設が買取りの対象となるため、有力な買取先ができることにより、ヘルスケア施設自体の供給も進むことが期待される。

一方で、ヘルスケア施設を賃貸している貸主や、ヘルスケア施設を自ら保有しているオペレータが物件をヘルスケアリートに売却する場合においては、オペレータにおいて、例えば、以下のような懸念が指摘されている。

- ① 自社保有物件を売却した場合、施設の所有と運営が分離されることにより、建物の改築等の設備投資が自由にできなくおそれがあるのではないかと。求められるべき情報が標準化されていない中で、過度な情報提供を求められる懸念
- ② ヘルスケアリートから契約解除や賃料値上げを迫られる懸念
- ③ 既存のリートで活用されている制度であるバックアップオペレータ¹⁰を事前に用意する場合、同業他社に内部情報を提供しなければならなくなる懸念

(3) 投資家にとっての論点

高齢化の進展に合わせ、ヘルスケア施設供給のための資金需要が増加する一方、これに関心を示す投資側の需要は相当あると考えられ、特に数多くのヘルスケア施設を長期的に保有し、制度的にも安定しているヘルスケアリートの投資対象としての魅力は大きいと考えられる。

しかしながら、米国等と異なり、我が国にヘルスケアリートが未だ創設されていないことから明らかなように、実際の投資にあたっては以下のような理由から躊躇が見られるとの指摘がある。

¹⁰オペレータによる当該施設の運営の継続が困難となった場合に、後継の賃借人として当該施設の運営を行う代替オペレータまたはその候補を意味する。

- ① 投資家が求める期待利回りと物件利回り（オペレータが支払う賃料／物件取得価格）との間にギャップがある。
- ② オペレータの財務状況や施設の事業収支等にかかる情報開示制度等が十分に整備されていないことから、投資対象の選定において必要な情報を入手することが困難な状況があり、投資に踏み切れない。
- ③ オペレータの信用力の問題や、施設の事業収支等の情報開示を行うことを躊躇するオペレータもいること、そもそも不動産市場の投資家が求める経営管理や情報開示に対応できるオペレータが未だ多くないことから、ヘルスケアリートが保有するヘルスケア施設を運営できるオペレータの数が限定されてしまい、投資案件が検討の俎上に上らない。
- ④ 以下に挙げるような、他の投資資産と異なるヘルスケア施設の特徴を踏まえた事業リスク評価（デューディリジェンス）を行う必要があるが、投資リスクの評価が難しく、またその手法も確立されていない。
 - ・オペレータの運営能力や事業収支に対する評価手法が確立していないため、事業リスクとして見られ投資家の求める利回りが更に高くなり、加えて評価コスト（デューディリジェンス費用）も高い。
 - ・賃料収入に大きな影響を与える介護保険等の将来的な制度改正リスク。
 - ・入居一時金の存在¹¹。
 - ・利用者が高齢者であるため契約解除等を行った際に評判が毀損するリスク（レピュテーションリスク）等。
- ⑤ 他の投資対象施設に比べて、小規模な物件が多く、投資対象になりやすい大規模な物件が不足している。
- ⑥ 特別な設備基準、用途変更が困難である等特殊な不動産であるため、オフィスや一般住宅等に比べて流動性が低い。

¹¹入居一時金の存在とその保全が独特の問題と認識されている一方、ヘルスケアリートの普及している米国では入居一時金は存在しており、保全措置もないことから、これ自体は事業リスクにならないとの指摘もある。

4. ヘルスケアリートの方向性

どのようなヘルスケア施設を選好するかについては、利用者の立場か投資家の立場かによってその基準の細部は異なるものの、提供するヘルスケア・サービスの質が高い水準にあり、同時に施設が安定的に収益を上げていることなど、両者の立場には共通点も多いと考えられる。そのため、利用者と投資家の双方から高い評価を得ることがヘルスケアリートの活用において重要であろう。

また、オペレータも外部から高評価を得て利益をあげつつ、従業員に健全な勤務環境を提供することが重要である。

ヘルスケア施設の証券化について、現時点においては、3. 3に挙げたような課題や不安が指摘されている。この中には必ずしもヘルスケアリート固有の課題ではないものも含まれているが、施設の長期保有などのヘルスケアリートのメリットを活かすことで、こうした課題の解決や解消につながる部分もあると考えられる。

特に病院については、医療制度自体が外国と異なることから単純な国際比較は避けるべきであり、民間病院と公立病院との経営の相違などを踏まえ、その証券化は慎重に検討をしていくべきとの意見や、投資家側からも他のヘルスケア施設に比べて証券化自体の難易度が高いのではないかとの指摘もある。一方で、病院の事業体の財務内容、資金調達力はさまざまであり、それらを考慮しつつ病院の建替え等を適切に進めることが重要であることを踏まえると、事業評価力のある投資家（資産運用管理者や金融機関等を含む）を前提に、ヘルスケアリートを含めた証券化手法を活用していくことも考えられる。

ヘルスケアリートの創設に向けた環境整備の対応の方向性としては、以下の事項が考えられる。

4. 1 普及啓発の実施

ヘルスケアリートについては未だ一般に認知されていないこともあり、その仕組みやメリット等について、わかりやすく説明し、理解を求めていくことが期待される。

特に、利用者にはヘルスケアリートが取得・運用する施設の安定・継続的な利用等に対する懸念があるため、リートは、施設を長期にわたり、安定的かつ適切に維持管理を行いながら保有するものであることや、ヘルスケア施設に投資するという投資方針に基づき運営がされており、施設転用の可能性は小さいこと等を説明するなど、利用者の不安を払拭するための取組みが必要と考えられる。

4. 2 ヘルスケアリートが留意すべき事項

ヘルスケアリートがヘルスケア施設を取得・運用しようとする場合に、より安定的かつ適切な事業運営や投資家¹²保護が図られる観点から、留意すべき事項として、例えば以下の点が考えられる。

(1) オペレータのモニタリング体制の拡充

平素からオペレータの事業運営のモニタリングの充実に努めるとともに、賃貸借契約を解除・解約し、オペレータを交代させることができる要件を賃貸借契約において明確化し、また、万が一の場合におけるオペレータの交代手続を事前に確認しておくことで、当該物件の長期事業継続の蓋然性が高まり、利用者の安定利用の確保、賃料収入の安定性の確保に資すると考えられる¹³。

(2) 賃貸借契約における合理的な条件設定

利用者にとっては、ヘルスケアリートの都合によりサービス水準の低いオペレータに変更される等の不安、賃借人であるオペレータにとっては、ヘルスケアリートから一方的に契約を解除されるのではないかという不安、建物の改築等の設備投資が自由に出来なくなるのではないかといった不安が指摘されている。一方、賃貸人であるヘルスケアリートにとっては、安定的な賃料収入の確保等の観点から問題のあるオペレータとの契約を解除しにくいのではないかという不安が指摘されている。

以上のような関係者の不安を払拭するためには、オペレータとヘルスケアリートとの間で締結される賃貸借契約において、提供されるサービス、建物の改修等の内容や賃貸借契約の解除・解約の条件などを明確にしておくことが有効と考えられる。

(3) リートによる適切なデューディリジェンスと内外への情報開示の実施

賃料収入の安定性はオペレータの事業状況に左右される部分もあるため、オペレータの財務内容や経営状態の悪化は大きな問題であることから、ヘルスケアリートがヘルスケア施設に投資・運用をしようとする場合、あるいは運用資産の管理を行う場合、ヘルスケアリートは、当該ヘルスケア施設や施

¹² ここでは、機関投資家や個人投資家といった資金の出し手としての、狭義の投資家。

¹³ 例えば、「サービス付高齢者向け住宅」については、高齢者の居住の安定確保に関する法律上、入居者に住宅の賃貸等を行い、状況把握サービス等の提供を行う者が登録可能である。そのため、オペレータ交代の場合は、登録事項の変更等の所定の手続を行う必要が生じ得る。

設運営を担当するオペレータについて、収益状況の分析や、信用度の確認、入居一時金の未償却部分の保全状況、利用者保護の観点に沿った社内規程の有無の確認を行うなど、十分なデューディリジェンスを行い、投資後もオペレータや施設のモニタリングを適切に行うべきであろう。

また、上記の観点からデューディリジェンスやモニタリングを行うためには、現状、投資対象の選定において入手することが困難である特に重要な情報（オペレータの財務状況、施設の事業収支、物件内容等）について、オペレータからヘルスケアリートが入手できるような環境を整備することが前提となろう。その上で、必要な情報については、ヘルスケアリートから投資家に適切に開示することも重要である。これらを通じてヘルスケアリートが投資家に認知され、発展していくことにつながるようになる。

ヘルスケアリートに対して、年金や生命保険等の機関投資家による長期的な投資や海外投資家からの投資が可能となるためには、ヘルスケア施設に対する投資市場規模の拡大やトラックレコード（収益実績の履歴）の充実が重要であり、これらに資するヘルスケアリートの開示情報の標準化や高度化が望まれる。

なお、投資家が必要とする情報は、施設の利用者にとっても有用であると考えられることから、投資家だけでなく利用者への開示についても推進されることが望ましい。

開示情報の充実は、オペレータの適正な評価につながり、ひいては利用者、オペレータ、投資家間の情報の非対称性による摩擦を小さくすることが期待される。

4. 3 オペレータの外部評価の充実

ヘルスケアリートが、ヘルスケア施設を取得・運用しようとする場合にオペレータを適切に評価することが重要であることは前述の通りであるが、現在のところ、福祉、介護サービスに対する第三者評価は一部にあるものの、投資家のオペレータに対する一般的な評価の仕組みは存在しない。そのため、オペレータの運営能力や事業収支について評価する場合に、その評価コストが高くなってしまいうことに加え、投資家が評価しきれないオペレータの事業リスクが残るため投資家の求める利回りが高くなり、オペレータと投資家との間の期待利回りに乖離が生じるおそれもある。

オペレータに関する一般的な評価項目については、評価基準等を含め慎重な検討を要するが、ヘルスケアリートが創設されていく過程の中で、ヘルスケアリートから運営を任されるオペレータの評価が蓄積され、評価の目線が収斂し

ていき、評価の仕組み等ができあがってくることは、ヘルスケアリートや投資家だけではなく、利用者にとっても有用と考えられる。

4. 4 ヘルスケア施設を核とした地域活性化

地域包括ケアは、住み慣れた地域で安心して暮し続けられるよう、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である。

地域包括ケアを念頭においたまちづくり、例えばサービス付き高齢者向け住宅を中核とした介護、福祉、医療等のサービス展開や、その地域に応じたサービス提供を行うなど、地域活性化につながるような取組みが期待される。

例えば、米国のヘルスケアリートにおいては、投資対象にCCRCがあり、地域包括ケアやまちづくりに貢献している。

当該地域における保健・医療・介護・福祉の関係者が連携してサービスを提供するためには、ヘルスケア施設が適切かつ安定的に運営され、その中核となって機能していくことが重要なポイントになると考えられる。

ヘルスケア施設側からみれば、当該施設が事業継続していくためには、必要数の利用者を長期安定的に確保することが必要であるが、地域包括ケアの概念に基づいた地域内連携によって利用者が確保されれば経営の安定化につながるため、地域包括ケアへの参画は、ヘルスケア施設にとって有効なマーケティング戦略となり得る。

ヘルスケアリートが投資対象を選定するうえで、このようなマーケティング戦略を理解し、施設を供給していけば、当該施設の運営を通じて、地域の活性化に資することができると考えられる。

おわりに

これまで述べてきたように、ヘルスケアリートが我が国に創設されるためには、さまざまな懸念材料や課題はある。一方で、いったんヘルスケアリートが機能しはじめれば、その優れた特性から、ヘルスケア施設の量的供給だけではなく、高齢者が真に求めるヘルスケア施設の質的向上に役立つとみられる。そして、それらのメリットは、ヘルスケアリートに関与する施設所有者や運営者（オペレータ）のみならず、最終的には施設を利用する入居者や患者、およびヘルスケアリートへ投資を行う一般投資家が受け取るものと考えられる。このように良質なヘルスケア施設の供給が民間資金の提供によって実現するヘルスケアリートのしくみは、急速に高齢化が進む我が国だからこそ、早期の導入が期待される。

本検討委員会の検討結果が、我が国初のヘルスケアリートを生み出し、高齢者のための良質なヘルスケア施設の供給促進に役立つことを期待する。

不動産投資に関する用語集（50音順） ※本取りまとめにおける意味

【アセットマネージャー（資産運用会社）】

新たにリートに組み入れるヘルスケア施設の購入判断、既存保有施設の運営状況の把握や、必要に応じた保有施設の売却判断等を行う者。登録投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者。

【機関投資家】

一般投資家以外の資産運用のプロの投資家。生命保険会社、信託銀行、投資信託、企業年金基金、農林系金融機関、損害保険会社等。

【資産金融と企業金融】

資産金融は、対象となる資産の資産価値と収益性を裏付けとした証券発行や融資のこと。企業金融は、企業信用力を裏付けとした証券発行や融資のこと。

【資産の流動化】

不動産や貸出債権等の資産の所有者が、その資産を他の保有資産から区分し、その資産の価値やその資産が生み出す収益を裏付けとして資金調達を行うこと。

【私募ファンド】

特定又は少数の機関投資家等から資金を募る不動産投資ファンド。合同会社と匿名組合を利用する形態、特定目的会社を利用する形態などがある。資金調達は借入れ、社債の発行、出資等により行う。

【私募リート】

非上場のリート（不動産投資法人）の略称。

【Jリート】

日本で上場しているリート（不動産投資法人）の略称。

【出口戦略】

不動産証券化期間の終了時において、投資家や金融機関等に対する元本等の償還財源を確保する方法についての考え方。借換え（リファイナンス）や対象不動産の売却等の方法がある。

【デューデリジェンス】

不動産取引に先立って、土地建物の状況、環境、権利関係、賃貸状況、環境、マーケット等を調査すること。弁護士、会計士、建築士、不動産鑑定士、コンサルタント等に委託する場合が多い。

【トラックレコード】

各リートの収益実績の履歴。

【ノンリコースローン】

non-recourse loan（非遡求型融資）のこと。融資の対象となる資産とそれが生み出すキャッシュフローのみを返済原資とし、貸主はそれ以外の資産（借主その他の者の資産）に対して遡求することができない点がこの融資の特徴である。

【バックアップオペレータ】

オペレータによる当該施設の運営の継続が困難となった場合に、後継の賃借人として当該施設の運営を行う代替オペレータまたはその候補。

【不動産証券化手法】

不動産の取得と管理のみを目的とした専門の会社や機関（SPC もしくは SPV）を設立し、かつかかる SPC や SPV 投資対象である不動産を取得・保有させ、かつ当該不動産から得られる収益を裏付けとした証券を発行させ、かかる証券を投資家が購入することにより、投資家が間接的に不動産に投資することを可能とする仕組み。

具体的には、不動産を信託譲渡することによりその所有権を信託銀行等に移転し、不動産収益等を得ることができる「信託受益権」を合同会社に移転させる仕組み（いわゆる GK-TK スキーム）、不動産を現物のまま特定目的会社に移転させる仕組み（いわゆる TMK スキーム）などがあり、「不動産の流動化」とも呼ばれる。リートもかかる不動産証券化手法のひとつである。

また、不動産証券化手法の一つであり、現物の不動産を対象とする不動産特定共同事業法には SPC を活用する仕組みがなかったが、SPC に不動産（現物）を移転させる仕組みを追加する法改正案が第 183 回国会に提出される見込みである。

【リート】

「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づき設立される法人であり、政府の監督に服するとともに、税制上の特別措置により施設の取得資金が集めやすい特徴がある。また、他の不動産証券化手法と異なり、通常の事業法人と同様の永続性がある。（別添資料 P1 参照）

リートが主として不動産に投資する場合は、必ず国土交通大臣の取引一任代理等の認

可を受けた資産運用会社に資産の運用を委託しなければならない。(別添資料 P2,3 参照)

リートには投資対象をオフィスに限定したオフィス特化型、住宅に限定した住宅特化型等が存在し、ヘルスケアリートとは投資対象をヘルスケア施設に特化したリートを指す。

【リーマンショック】

2008年9月15日に米国の投資銀行であるリーマン・ブラザーズの破綻を引き金に世界的金融危機(世界同時不況)が起こったこと。サブプライムローン等新しい金融手法に対して批判が起こったことでも知られる。

【レピュテーションリスク】

企業などの組織のレピュテーション(評判)が毀損し、経営に悪影響が生じるリスク。