

019

FEATURE

いよいよ上場が目前、オペレーターと共に成長を目指せ

ヘルスケアREITがもたらす 不動産ビジネスの地殻変動

020

OVERVIEW

ヘルスケアREITの現状と展望

オペレーターとの二人三脚が必須 ヘルスケア投資の市場環境とチャンス・課題

——松田淳氏[KPMGヘルスケアジャパン]に聞く

027

VIEWPOINT

ヘルスケアREITオペレーターへのラブコール

ヘルスケア特化型REITが描く 高齢者住宅・施設の近未来

030

シニア施設オペレーターのREITの関心度

期待と懸念が交錯 有力オペレーターはヘルスケアREITに何を望むのか

PM 編集部

032

CASESTUDY

有力オペレーターのヘルスケアREIT戦略

資金調達の多様化を通じた成長に意欲 場合によっては自社REITの組成も視野に

学研ココファンホールディングス

033

REITとの共存共栄を図るには 入居者重視のスタンスを貫くことが重要

ランドネックス

034

VIEWPOINT

オペレーションのリスクとコントロール

投資する前に知っておきたい 介護施設事業のオペレーションリスクの見方

中村健太郎[キャピタルメディカ]

039

オペレーターの評価手法

ヘルスケア施設におけるオペレーター・デューデリジェンス 「サービス評価」の必要性和手法について

谷口仁宏[評価基準研究所]

044

ANOTHERVIEW

病院不動産のREIT組入れはどう組むか

ガイドライン策定に向けた論議スタート どうなるヘルスケアREITの病院投資

細見真司[デロイト・トーマツ ファイナンシャルアドバイザー]

ガイドライン策定への議論スタート どうなるヘルスケアREITの病院投資

細見真司 [デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー]

ヘルスケア REIT に病院を組入れるための投資方針づくりがこの秋スタートする。不動産と医療、金融がまたがる分野だけに、関連当局の意図や思惑が絡み合い、周囲はガイドラインづくりの基本や検討の大筋を理解することすらむずかしい状況だ。本稿では、デロイト トーマツ FA でヘルスケアセクターを担当する細見氏に、今後検討されるガイドラインについて基本からひも解いて解説いただいた。

高齢者向け住宅と病院では REIT 活用の目的が異なる

国土交通省が2013年3月に公表した「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」の取りまとめにおいて、委員会設置の背景について以下のように記載されている。

①高齢者向け住宅

高齢化の進展に伴い、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームといった高齢者向け住宅は、一層の供給、つまり量が求められている。

②病院

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。

委員会の取りまとめでは、高齢者向け住宅は「量の供給」、病院は「質の向上」が証券化を利用した施設供給の背景となっている。

また、国土交通省が進めるヘルスケアREITのガイドライン策定は、

「高齢者向け住宅」と「病院等」とで、それぞれ異なる閣議決定を受けて推進している。

高齢者向け住宅に関しては、「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、高齢者向け住宅等の取得・運用に関するガイドラインの整備、普及啓発等を行う」(日本再興戦略会議：平成25年6月14日閣議決定)を受けたもので、病院に関しては、「今後、病床機能分化に対応するための施設改修費用、耐震化費用等病院の資金調達ニーズを満たすため、病院を対象とするヘルスケアリートの普及を視野に入れた取組みを進める必要がある。このため、病院(自治体病院を含む)を対象とするヘルスケアリートの活用について、ガイドラインの策定等の環境整備を平成26年度中に行う」(産業競争力の強化に関する実行計画：平成26年1月24日閣議決定)を受けたものだ。

同じ「ヘルスケア施設」といっても、高齢者向け住宅と病院では、証券化手法を活用する場合の背景や目的に大きな相違がある。

高齢者向け住宅は「これから拡大していくマーケットをREIT市場で支える事」がREIT活用の目的であり、病院は「既存建物の耐震化、老朽化による建替えといった病院インフラの強靱化推進」がREIT活用の目的となっている。

病院流動化の経緯と現状 流動化ニーズは未知数な部分も

日本において、病院の流動化案件は未公表のものを含めて約30事例が確認されている。

J-REITが保有している物件は、日本ビルファンド投資法人が保有する「四谷メディカルビル」、野村不動産オフィスファンド投資法人が保有する「セコムメディカルビル」の2物件。その他は私募ファンドが保有し、すでに病院側が買戻しをしてエグジットされたものも含め、総額では1,000億円程度の規模がマーケットで流動化されている。そのほとんどは、リーマンショック前に実行されたものである。高齢者向け住宅についても1,500億円程度の規模が



流動化されているが、やはりリーマンショック前に組成されたものが大半である。

2007年当時に国内大手の証券会社や商社を中心に、オフィスビルや商業施設、ホテルなどJ-REITに組入れられてきたものとは違う“次なる資産タイプ”として、ヘルスケアアセットが注目され投資対象として流動化されていった。しかしリーマンショックを機に投資マインドは後退し、REITやファンドが選好するアセットクラスとしてのヘルスケア施設の位置付けは、出発点に回帰した。その後の不動産市場の回復、特に東証REIT指数が1,000を超え始めた12年の秋ごろから再び注目されはじめた。

アメリカのヘルスケアREITに組み込まれた病院についてみると「メディカルオフィス」と言われる複数の医療事業者がテナントとして入居した医療モールは全体の約19%。また日本の病院に当たる、急性期医療病院とリハビリ病院は7%である。制度リスクがない自由診療が中心のアメリカでも、病院への投資比率は低いということがわかる。

日本の場合は国民皆保険制度が導入され、病院収入の約9割が入院及び外来の診療報酬で構成されるという制度リスクにさらされる状況のなか、投資対象としての的確性がどの程度担保され、今後どの程度の流動化ニーズがあるかは、まだ未知数である。

ガイドライン策定に向けた課題 厚労省、医療関係者との合意が必須

高齢者向け住宅については、2012年度から2年間をかけて作成された、「高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に関わるガイドライン」が2014年6月に国土交通省から公表された。

このガイドラインによれば、対象となるヘルスケアアセットは、①サービス付き高齢者向け住宅、②有料老人ホーム、③認知症グループホーム、の3類型であり、まだ病院は対象となっておらず、「今年度、別途検討を行った上で、整備すべき組織体制等を取りまとめ、別途掲示する予定である」と記載されている。

病院の事業特性や病院不動産の特殊性から、高齢者向け住宅のガイドラインとは別に、「病院を対象とするヘルスケアリートの活用のガイドライン」が策定されることになっている。前述した「産業競争力の強化に関する実行計画」において、26年度中に病院（自治体病院を含む）を対象とするガイドラインの策定等の環境を整備することになっており、今年度下期から、ガイドライン策定に関わる有識者委員会等を開催、来年度以降にガイドラインが策定され公表されるものと思われる。

高齢者向け住宅の場合は民間事業者が中心のビジネスとなるが、病院施設の流動化となると、医療法人に対する指導監督権限を持つ、厚生労働省のスタンスが極めて重要になるだろう。

国土交通省のREIT活用の目的は、病院の耐震化率が2013年時点で64.2%と、住宅（2008年時点で約79%）や公立の小中学校（2014年時点で92.5%）に比べて対策が遅れていることから、施設の耐震化などによる病院インフラの強靱化である。

一方、厚生労働省のREIT活用においては社会保障制度の推進の観点からの、医療法人のガバナンス調整と、病院利用者である入院患者の保護が最優先となる。病院建設資金については医療福祉機構の制度融資も整備していることから、あくまで病院の資金調達を選択肢を増やすためのREIT活用という捉え方になる。厚生労働省にとってはREITを活用することで、診療報酬が賃料支払い原資に充てられ、公的資金が賃料という形で投資家の配当原資となっていくことに抵抗感があるかもしれない。当然、ガイドラインを検討する前に、そもそも病院を投資対象にする事に関する正当性について、関係者間での一定の合意形成が必要になってくる。

今後、国土交通省側ではガイドライン策定に向けて、病院施設の事業特性、病院不動産の特殊性を明らかにし、証券化の投資対象として耐えられるだけの情報開示、デューデリジェンスの取組みを検討することになる。

情報開示に必要な項目

機能や診療科目ごとの基準が必要

投資を実行するための情報開示に必要な項目としては、当該施設の情報と、医療法人全体の情報に分けることが考えられる。

施設単体

- ①事業収支がわかる資料
(施設収支報告書等)

②医療状況がわかる資料

(診療科目別の患者単価、患者数、紹介率等)

③人的資源の状況がわかる資料

(有資格者数、人員配置等)

④施設・設備状況がわかる資料

(固定資産台帳、機器稼働率等)

⑤医療監視の検査結果報告書、

指摘事項、改善報告

⑥院内の事故報告書

法人全体

①財務状況がわかる資料(医療法人決算報告書等)

②医療経営状況がわかる資料

(施設毎の患者単価、患者数推移)

③ガバナンス状況がわかる資料

(組織図、役員一覧等)

④内部監査報告書

具体的なガイドラインの策定に当たっての課題としては、以下の内容が考えられる。

ガイドライン策定の上での課題

①診療報酬の改定リスクの分析及びヘッジ手法

②診療科目別のプロジェクション分析手法

③医療法人のゴーイングコンサーンの定量分析手法

④医療法人の運営上のバックアップ機能の確保

⑤病院不動産の特殊性とライフサイクルコストの分析

高齢者向け住宅とは異なり、病院の場合は、病院機能(急性期、慢性

期等)、診療科目によってキャッシュフローの特性が異なるため、病院機能、診療科目ごとにマトリックスを作成して、項目別のデューデリジェンス基準、モニタリング基準が必要になると思われる。

今後の展望

先進医療への対応ニーズも取り込め

病院の事業特性を考えると、高齢者向け住宅よりも証券化難易度は高いと思われる。

ただし、見方を変えれば介護事業と比較しても医療事業は参入障壁がさらに高く、地域の基幹病院であれば必要不可欠なインフラとして事業歴も長く、安定したトラックレコードを保ち、一般の民間企業と比べてもゴーイングコンサーンが強いと、安定したキャッシュフローが見込まれる。

病院は高齢者向け住宅に比べ施設規模が大きい。国内に存在する病院は約8,000あり1病院あたりの評価が平均約30億円とすれば、病院建替えの不動産マーケットは約24兆円となる。国内の企業不動産の規模490兆円には及ばないが、新しい投資アセットタイプとしては、高齢者向け住宅に続いてREIT活用の選択肢となる。

また、REITが最終“大家”となれば、投資のエグジットストーリーを描くことができ、流動性が高まることが期待できる。病院不動産の流動性が高まることで、銀行融資の担保評価にも影響を与えて、医療法人の資金調達にアセットベースでの新たな選択肢

が創出されていくことも期待できる。

アジアに目を向けてみると、インド、シンガポール、マレーシアなどの病院は、その経営主体においてアメリカやヨーロッパ資本が筆頭株主となり、先端医療を提供するための新規設備投資を繰り返しながら、中東や中国からもメディカルツーリズムの形で患者を誘致している。

国内でも、厚生労働省では医療法人のホールディング化制度が議論されており、マネジメントとオペレーションの分離が図られようとしている。

経済産業省では医療・介護産業のライフイノベーションを推進するために2011年7月にヘルスケア産業課を設置し、アジアでも最高のクオリティを持つ日本の医療・介護のオペレーションのアジア進出を支援しており、日本の医療もグローバルスタンダードが取り入れられ始めている。

また、パブリックペイでの医療サービスとプライベートペイでの医療サービスの混合診療が認められるようになると、自由診療のマーケットが拡大し、先端医療専門の新しい医療技術を使った自由診療中心の新しいタイプの病院の誕生も期待できる。

病床再編の流れの中では、新規の病床取得が制限されていることから、病床に代わるものとして、慢性期医療を中心に外来専門の診療所と高齢者向け住宅を合築した医療法人としての新しいモデルでの事業拡大も進んでいる。また、都市部では専門性を高めて他の診療所との差別化を図る、高度医療専門のブティック型クリニックも増えてきてい



J-REITでも、既にメディカルオフィスビルへの投資実績がある

る。関西方面では、神戸ポートアイランドの医療集積地区において、SPCのスキームを使って、医療関連事業会社が高度先端医療病院の建設資金に出資をする形の、戦略的な病院投資も始まっている。

病院施設の耐震化も喫緊の課題ではあるが、一方で日本の医療のグローバル化が促進されていく事で、国内での医療イノベーションの流れは一気に進み、医療界にも新しい資金ニーズが創出されることとなる。

ヘルスケアREITが病院投資の先陣を切って、良質なキャピタルマネーを医療界に供給するための環境整備と制度整備を進めていく事には、大きな意義がある。

PM



細見真司

ライフサイエンス&
ヘルスケア
アドバイザー

医療法人やコンサルティングファームにて病院、介護事業者の事業再編・全国展開・ヘルスケア新規参入支援を担当。2006年に新生銀行に入行し、国内銀行初の介護施設の不動産流動化等を実施。その後、ヘルスケアファイナンス部を創設しヘルスケアリート立上げに参画。2014年にデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーにて執務を開始し、主に、ヘルスケアアセットの証券化アドバイザー、ヘルスケアセクター向けの資金調達支援、M&A支援、新規事業化支援等の活動を行っている。