

# 月刊シニアビジネスマーケット

超高齢社会のライフスタイルをデベロップする経営情報誌

SENIOR BUSINESS MARKET

2015  
October  
no.135

10

【特集】

【有料老人ホーム】

【サ高住】

データ&ランキング  
2015

【特別企画】

ヘルスケア REITで  
広がる開発スキーム

# ヘルスケアREITで 広がる 開発スキーム

世界に類を見ないわが国の超高齢社会に対応すべく、高齢者住宅や病院施設を投資対象とし、その安定的供給を資金面からサポートする「ヘルスケアREIT」が誕生、昨年11月から今夏にかけて3つの投資法人が上場を果たしたことで、業界各社の関心が高まっている。

これまで高齢者住宅・施設の開発は、地主の不動産有効活用の側面が強かったが、ヘルスケアREITの創設により開発スキームの選択肢がふえたことは、オペレーターにとっても好材料。REITがもつ物件開発力を活かし、個人オーナーではリスクが大きくこれまで手掛けられなかった都市部での大型案件や複合開発など、開発バリエーションの広がりも期待されている。

一方で、「盛り上がっているのは銀行や投資家など金融サイドだけ」との声もあり、一部を除き多くのオペレーターには、「短期の転売」「経営・運営への介入」「情報開示」などを理由とする金融アレルギーが根強いことも事実。オペレーターの理解が得られなければ、このマーケットは画餅に終わるだろう。

そこで本特集では、オペレーターやヘルスケアREITビギナー向けに、ヘルスケアREITの仕組みをわかりやすく解説するとともに、上場した3法人の資産運用会社やスポンサー企業に、ヘルスケアREITの役割と意義、それぞれの強みなどを聞いた。

また、上場REITにとどまらず、私募ファンドなどを活用した資金調達手法で高齢者住宅の供給エンジンを担わんとする意欲的な取組みも紹介。証券化・流動化手法の活用のメリットを探り出す。

# 介護市場を取り巻く不動産証券化の潮流とヘルスケアREITの可能性

昨年から今年にかけて、3つの投資法人が上場されたヘルスケアREIT。

急速な高齢化に直面するわが国で、高齢者施設・住宅の供給促進を担う救世主となるのか。

介護事業のマーケット変化とヘルスケアREITの概略、活用のチェックポイントなどについて解説する。

これからの10年間で激増する  
首都圏の後期高齢者

国立社会保障人口問題研究所の日本の将来推計人口によると、2010年から25年までの15年間で、75歳以上高齢者の増加数は759・2万人。増加数が最も多いのは東京都で、10年の123・4万人から25年には197・7万人へと74・3万人増加する。増加率が最も高いのは埼玉県で10年58・9万人から25年117・7万人へと倍増する。団塊世代が後期高齢者の年齢を迎える25年までのこれからの10年は、とくに都市部での高齢者数が激増することが示されている。

しかし、現状ではその需要に高齢者

住宅や医療施設の供給が追い付いていない。14年3月に公表された厚生労働省の調査によると、特別養護老人ホームの待機者数は実に52万4000人、そのうち在宅での待機者が約26万人であるから、在宅で生活を維持するのが困難で、施設入居の緊急性の高い高齢者が約26万人も存在することになる。

日本では、これからの少子高齢化マーケットへ対応するビジネスモデルとして、03年に三井不動産㈱や、野村證券㈱といった日本を代表する不動産証券会社が、「ヘルスケアアセット」の証券化に取り組みはじめた。その後、リーマン・ショックを迎えるまでの約7年間で、大手企業系列の私募ファンドとそれに続く独立系私募ファンドで、

介護不動産、病院不動産の流動化が実施され、それぞれに1000億円を超える規模にまで証券化が進んだ。

超高齢社会を背景に、社会インフラでもあるヘルスケア施設の必要性が高まっているが、社会保障費の増加は顕著で、社会保険収入とのギャップは拡大し続けている。

整理と普及に向けた取組みが進められてきた。

14年6月には高齢者向け住宅のヘルスケアREITのガイドラインが公表され、今年7月には、病院不動産を対象とするヘルスケアREITのガイドラインも公表され、高齢者住宅・施設に次いで、病院不動産もREITでの取得対象となった。

これらのガイドラインでは、ヘルスケアREITがヘルスケア施設を取得する際に整備すべき組織体制や、資産運用会社が取引に際して留意すべき事項などが示されている。ヘルスケア施設では「一定の経験を有する重要な使用人など、ヘルスケア施設の事業特性を十分に理解している者を配置または



デロイトトーマツファイナンシャル

アドバイザリー合同会社

ライフサイエンス&ヘルスケア

アドバイザー

細見 真司

Hosomi Shinya

関与させること」、病院施設では「一定の経験などにより病院の事業特殊性などを十分に理解し、病院関係者と調整を行うことができる専門的な能力を有する者が関与すること」などを資産運用会社に求めた。

これを受けて、14年11月には日本初のヘルスケア施設特化型REITとなる「日本ヘルスケア投資法人」が新規上場を果たし、今年3月の「ヘルスケア&メディカル投資法人」、7月の「ジャパン・シニアリビング投資法人」とこれまでに3つのヘルスケアREITが上場を果たしている。

3つのヘルスケアREITの上場を機に、投資家からは新たな投資先として期待を一身に集めるようになり、シニアレジデンスの証券化マーケットは、こうした環境整備により拡大しようとしている。

**ヘルスケアREITの役割と  
シニアマーケットへの貢献**

00年の介護保険制度から15年が経過し、オペレーターが事業歴を重ねていくのと同時に、築年数が20年を超える施設も多く存在し、不動産としての古さから、最新の設備を採り入れた近隣の競合施設に対しての優位性を失った

ことで、入居一時金や月額利用料を下げる施設も出てきている。また、古い施設の入居促進を図るべく、不動産としての古さをオペレーションの差別化で補うために、24時間看護師を配置するなどして、介護度の重い入居者を受け入れることで稼働率を維持・向上させようとする施設も出てきている。

さらに20年を超えてくると、外壁の傷みや雨漏り、空調機や給湯機器等の更新等、建物・設備の修繕や更新が必要となってくる。そこで貸主である個人地主に建物修繕を依頼する場合に、契約書で修繕費用の分担が明記されていないために、オペレーター負担となってしまうケースもある。

今後は、オペレーションのコスト見直しだけでは限界があるため、施設不動産の所有コスト、賃貸コストを見直し、施設維持に関わる費用や、老朽化施設については、大規模修繕または建て直しも含めた不動産コストの見直しが必要となる。今後、新規施設の開設方法（資金調達方法）の多様化なくしては、近代的な介護事業運営は困難になつてくる。

これまでは、オペレーターの資金調達能力にかかわらず施設開設が可能になる個人地主の土地有効活用で施設展

開を進めてきたが、ここに来て、施設の貸主としての個人地主に頼った施設開発の将来的なリスクが明らかになってきた。

そこで地主に代わる安定家主としてヘルスケアREITが登場した。ヘルスケアREITは、こういった施設不動産の供給を上場マーケットが支えていくもので、REITが不動産のプロとして施設不動産に起因する不動産リスクを引き受けマネジメントしていく。オペレーターは施設運営のプロとして、施設運営に起因する運営リスクを引き受けオペレーションしていく。お互いに本来取るべきリスクに限定して引き受けていくことで、個人地主にはない、施設不動産の長期的、安定的な管理運営が可能となっていくことが期待されている。

不動産のプロが運営するというその仕組み上、ヘルスケアREITには、オペレーターにとって個人地主の貸主に比べて不利になることは少ないと考えられるが、「高齢者が住む施設を投资方対象にしてもよいのか」という考え方から、オペレーター側に不安や抵抗感があるのも事実である。

今後も地主の土地有効活用による施設開設は進むと思われるが、個人地主

の存在しない都市部では、ヘルスケアREITの活用がより必要となるだろう。

**介護は量から質  
他施設との競争の時代へ**

オペレーターがおかれている環境は、今年4月以降の介護報酬の減額改定を受け大きく変化してきている。また、13年に発表された社会保障制度改革国民会議のなかで、いままでの病院完結型の医療から地域全体で治し支える地域完結型の医療への転換が示され、中重度の要介護状態にある高齢者の在宅での生活限界を高めていく方針が厚生労働省より示されており、訪問系のサービスの充実により在宅での重度対応が可能になってきている。

15年3月期の大手施設系介護事業者の決算をみると、昨今の人材確保の困難さによる人件費の増加から「増収減益」の傾向が読み取れる。

競争の激しい都市部では、在宅での重度対応が進んでいることもあり、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅（サ高住）ともに、開設から満室稼働に至るまでの期間が以前よりも長期間化する傾向も表われはじめている。

いままでのように、開設すれば入居してもらえた時代から、選ばれる施設へと需要と供給のバランスの変化がみられるはじめている。

戦前世代の高齢者とは明らかに生活スタイルが異なり、生活の質を求める団塊の世代が後期高齢者となるこれからの10年間、これまでの施設側からの一方的なプロダクトアウトの出店戦略では、選ばれる施設となるのはむしろ難しい時代に入ってくる。

つまり、高齢者（団塊の世代）が本当に求めている施設を開設していく、利用者目線のマーケットインの新規開設戦略が必要となる。団塊世代の求めるニーズとはなんなのか、エリアの高齢者が好む生活スタイルや、所得層にあったクオリティを確保するための施設設計等のマーケット調査が必要となる。この点でも、REITの機能を活用することができる。REITに不動産の専門家としての機能を發揮してもらい、稼働率を上げるための営業戦略、不動産としての魅力ある商品設計、ホスピタリティのあるレイアウト手法、安心できる不動産管理体制等の機能が期待されている。

今後は、アメリカのヘルスケアREITのように、資産運営会社には

不動産サポートに加え、資金調達支援、運営サポート、事業再編のサポート等の機能も期待される。日本でも高齢者のニーズを把握し、マーケットが真に求める施設の開発を進めるために、REITとオペレーターの協業が進んでいくことが期待される。

### 投資家とオペレーター 求められるパートナーシップ

ヘルスケア施設が生み出すキャッシュフローの源泉は、オペレーターの介護事業であるため、REITにとつては、そのオペレーターの運営能力を見極める必要がある。キャッシュフローもビジネスモデルによって変動する特徴があるために、高齢者施設の投資にも施設タイプのポートフォリオ戦略を採り入れる必要が出てきた。したがって、投資対象として、介護事業のビジネスモデルの適性を見極めることが必要となり、運営事業のモニタリングを通じて、介護の事業特性と運営状況を正確に把握できる専門家の配置が必要となっている。

オペレーターにとつても、今年4月からの介護報酬の減額改定によるマーケット環境の変化で、競争原理、介護サービスの生産性と質の確保、資金調

達能力、不動産管理能力といった多様な能力がこれまで以上に求められるようになってきている。

そのため、投資家（資金面）、オペレーター（運営面）の双方が、強力なパートナーシップにより、協業していくことが、マーケットの拡大と質の確保につながっていく。

### ヘルスケアREITが用いる 不動産証券化とは

介護施設（有料老人ホーム・サ高住）の証券化スキーム

ヘルスケアREITやファンドによる不動産証券化スキームの仕組みは、地主に代わって、ヘルスケアREITという投資法人が不動産を所有し、オペレーターに建物を一括で賃貸する。投資法人は、不動産取得資金を銀行からの融資と、上場マーケットで投資法人（株式）を証券会社経由で発行して、資金を調達する。そして、この投資法人が所有する資産を資産運用会社が運営する（図表1）。

ヘルスケアREITの「ガイドライン」とは、この資産運用会社が宅地建物業法上の取引一任代理等の認可を取得する場合には、満たすべき要件のことをいう。

### ヘルスケアREITを 利用するメリット

#### (1) オペレーターのメリット

可能になる

多くのオペレーターは、地主が所有する土地の有効活用によって地主が建設した施設不動産を賃借しているが、地主の資金調達能力から規模の小さいものに限定される。ここに、ヘルスケアREITという上場投資法人が不動産供給をサポートすることで、上場マーケットの投資家から資金調達することが可能となり、オペレーターは大規模な施設や、都市の中心部への新規開設等、多様な施設の供給が可能となる。

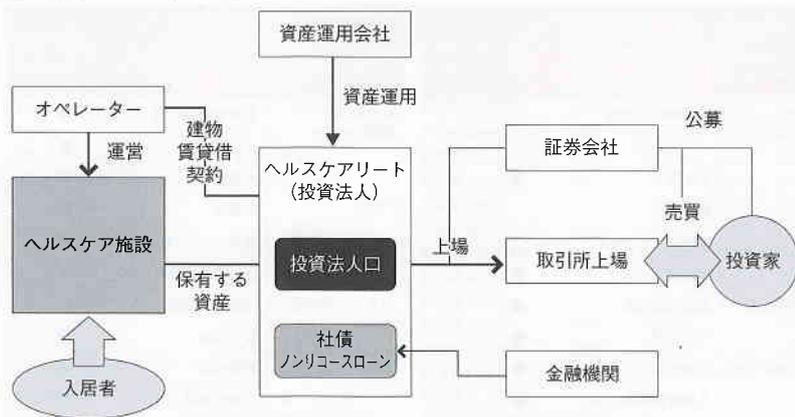
#### (2) 事業の拡大や効率化を促進する

ヘルスケアREITとのパートナーシップを構築していくことで、オペレーターにとつては、地主の土地有効活用のように地主の取引銀行の融資判断等を待つような時間軸を必要とせず、ヘルスケアREITの運用方針に則って計画的でタイムリーな施設開設が可能になる。

#### (3) 不動産保有リスクの回避、所有と運営の分離による運営への特化

オペレーターの本業は介護事業であ

■図表1 ヘルスケアREITのスキーム



④長期にわたる安定的な不動産管理  
 になる。  
 ④長期にわたる安定的な不動産管理になる。オペレーション上の運営リスクを取ることは当然であるが、本業と直接的に關係のない不動産保有リスク（不動産価格の下落リスク）を取ることは本業以外に起因するリスクとなり、できれば避けたい。その場合に、ヘルスケアREITに不動産を所有してもらい、所有と運営を分離することで、本来の運営事業に経営資源を集中できることになる。

ヘルスケアREITは、不動産の長期保有が目的であるため、終身利用が前提となるヘルスケア施設の利用者に安心感を担保できる。また、個人地主の場合と異なり、資産運用会社が計画的に建物の長期修繕、保守点検等を行ない、その費用もリザーブしているため、必要な時に機動的な不動産管理が実現される。

**(2) 利用者のメリット**  
 ヘルスケアREITは、公開市場から資金調達を行なうため、投資家に対する十分な情報開示が義務付けられている。そのことから、ヘルスケア施設の経営状況やサービスの状況等を公開情報として確認できるようになり、投信法や宅建業法等に基づき、許認可権をもつ行政庁の指導監督下におかれることになり、結果的にオペレーターの運営管理能力の向上や運営の透明性確保につながる。

**(3) 投資家のメリット**  
 猛スピードで進む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なかで、マーケット環境の変化を受けにくいヘルスケア事業のキャッシュフローの安定性から、投資対象としての魅力は大きい。また、高齢者住宅・施設は社会的イ

ンフラと位置付けられていることから、社会的意義の高い投資となる。

ヘルスケアREITへの情報公開について

オペレーター

ヘルスケアREITの場合、新たな利害関係者として投資家の存在があり、投資家保護の観点から、施設を自己所有あるいは地主から調達した場合に比べて、情報開示のレベルが高くなる可能性があり、そのための事務的負担がふえることが考えられる。そのことからREIT側は、図表2にまとめた厚生労働省等が設置する介護サービス情報公表システム等を利用し、公開情報では得られない情報に絞って、オペレーターへ情報提供を求めめる努力が必要である。

上場ヘルスケアREIT 3社の特徴

(1) 日本ヘルスケア投資法人

2014年10月1日、大和証券グループをスポンサー、大和リアルエステート・アセットマネジメントを資産運用会社として上場承認された、日本初のヘルスケアREIT。同年11月5日上場。オペレーターの事業特性の掌握

については、AIPヘルスケアジャパン合同会社がアドバイザーとしてサポートしている。

取得物件の特徴

平均築年数が6・5年と築年数の浅い物件が多い。取得価格の平均額は約9億円で小規模のものが多く。オペレーターは8社のうち5社が上場企業系列であり、比較的信用力の高いオペレーター物件を組み入れることで投資家にもわかりやすい物件構成となっている（図表3）。

(2) ヘルスケア&メディカル投資法人

スポンサーは㈱三井住友銀行、シッ プヘルスケアホールディングス㈱、ファンド運営事業を行なうNECキャピタルソリューション㈱等。三井住友銀行が商業銀行として、ヘルスケアのインフラ投資に積極的に関わる姿勢を表明している。

オペレーターの事業特性の掌握については、介護医療事業を行なうシッ プヘルスケアホールディングスが中心となっており行なっている。

取得物件の特徴

ボンセジュールシリーズは、インビ シブル投資法人から一括で5物件を取得。14年10月には、関連するサポーター会社にて、香港系の私募ファンドで

■図表2 オペレーターの情報開示項目（一般公開情報、施設側提供情報）

特定施設、グループホーム [介護サービス情報公表システム(厚労省)] http://www.kaigokensaku.jp/		一般公開情報		サービス付き高齢者向け住宅 [サービス付き高齢者向け住宅 情報提供システム] https://www.satsuki-jutaku.jp/		一般公開情報		住宅型有料老人ホーム (情報公表システム なし)		施設側提供情報	
施設概要、提供サービス	重要事項説明書	情報公表状況	施設ホームページ	施設概要、提供サービス	重要事項説明書	情報公表状況	施設ホームページ	施設概要、提供サービス	重要事項説明書	情報公表状況	施設ホームページ
施設概要、提供サービス	重要事項説明書	●	○	施設概要、提供サービス	重要事項説明書	●	○	施設概要、提供サービス	重要事項説明書	●	○
	パンフレット	●	○		パンフレット	●	○		パンフレット	●	○
	平面図	●	○		平面図	●	○		平面図	●	○
	設備等	○			設備等	○			設備等	○	
	提供サービス概要	○			提供サービス概要	○			提供サービス概要	○	
	契約書類の雛形	●			契約書類の雛形	●			契約書類の雛形	●	
収支状況の把握	施設運営収支	●		収支状況の把握	施設運営収支	●		収支状況の把握	施設運営収支	●	
	収支明細	●			収支明細	●			収支明細	●	
入居者営業の状況	営業体制	●		入居者営業の状況	営業体制	●		入居者営業の状況	営業体制	●	
	入居者獲得ルート	●			入居者獲得ルート	●			入居者獲得ルート	●	
	紹介拠点リスト	●			紹介拠点リスト	●			紹介拠点リスト	●	
入居者属性の把握	入居日	●		入居者属性の把握	入居日	●		入居者属性の把握	入居日	●	
	年齢、性別	●	○		年齢、性別	●	○		年齢、性別	●	○
	要介護度	●	○		要介護度	●	○		要介護度	●	○
職員体制の把握	職種別職員数	○		職員体制の把握	職種別職員数	○		職員体制の把握	職種別職員数	●	
	資格取得者数	○			資格取得者数	○			資格取得者数	○	
	常勤・パート人数	○			常勤・パート人数	○			常勤・パート人数	●	
	離職率	○			離職率	○			離職率		
介護提供状況	介護サービス提供体制	○		介護提供状況	外部介護サービス提供体制	○		介護提供状況	94%	●	
	苦情受理体制	○			苦情受理体制	○			苦情受理体制	●	
	運営懇談会開催状況	○			運営懇談会開催状況				運営懇談会開催状況	●	
コンプライアンス状況	行政監査の資料	●		コンプライアンス状況	内部監査の体制及び資料	●		コンプライアンス状況	行政監査の資料	●	
	内部監査の体制及び資料	●			内部監査の体制及び資料				内部監査の体制及び資料	●	
企業情報	財務諸表	●		企業情報	財務諸表	●		企業情報	財務諸表	●	
	資本構成	●			資本構成	●			資本構成	●	
	役員構成	●			役員構成	●			役員構成	●	

あるオライオン・パートナーズ・ジャパン合同会社から、有料老人ホーム22物件を取得し、REITの適格性のある物件をREITに組み入れている。また、スポンサーであるシップヘルスケアからも、物件を取得している。

ポートフォリオで取得したボンセジュールシリーズの築年数が古いことから、平均築年数は13・6年となっている（図表4）。

**(3) ジャパン・シニアリビング投資法人**

主要スポンサーは、ケネディクス(株)、(株)長谷工コーポレーション、(株)新生銀行ほか合計6社で構成。高齢者施設を70%以上、医療施設を30%以下組み入れる方針だが、上場時のポートフォリオは有料老人ホーム等の高齢者施設のみ。ORE (Operator Real Estate) 戦略と称して、オペレーターとパートナーシップを築き、物件取得や開発を通じてともに成長する戦略を打ち出す。

**取得物件の特徴**

スポンサーである新生銀行が中心となつて組成していた「ヘルスケアインフラファンド」シリーズで証券化していた物件と、ケネディクスが独自で開発も含めて取得していた物件が中心である。

平均築年数は約10年、平均取得価格

は約20億円と大型物件の割合が多い。また、オペレーター11社中、上場系は5社であり、小規模な介護事業者も含まれている（図表5）。

**今後の証券化の活用に向けて**

15年はヘルスケアREITが本格的に運用を開始したことで、ヘルスケア不動産への投資を目的とした不動産証券化時代の本格的な幕開けを迎えた。ヘルスケア不動産のマーケットが拡大し、不動産としての流動性が高まったことから、その価値が見直され、現状で取引されている売買価格も上昇しはじめている。金融機関も不動産関連のファンドも、融資対象、投資対象としてのヘルスケア不動産に注目している。オペレーターとしても、積極的に活用していく環境が整ってきている。

そこで、実際の活用事例と証券化のパートナーを選ぶ際の視点をまとめてみた。

**(1) 活用事例**

**① セール&リースバック**

所有する施設不動産をREITに売却し、バランスシートを軽くする。REITとは建物賃貸借契約を締結し、賃料を支払って運営を継続する。

■図表3 日本ヘルスケア投資法人のポートフォリオ一覧

オペレーター	物件名称	所在地	取得価格 (百万円)	敷地面積	鑑定 cap	建築 時期	全貸賃 面積	居室 数
ニチイ学館	ニチイケアセンター福島大森	福島県福島市	265	1,437.96	6.3%	2007	1964.68	52
ワタミの介護	レストヴィラ広島光が丘	広島県広島市	960	3,132.99	5.8%	2005	4133.82	80
ワタミの介護	レストヴィラ相模原中央	神奈川県相模原市	1,170	1,296.55	5.5%	2008	3732.95	80
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	大阪府豊中市	1,950	2,790.49	5.4%	2006	5329.73	128
さわやか倶楽部	さわやか海響館	福岡県北九州市	630	1,350.04	5.9%	2003	2694.42	65
さわやか倶楽部	さわやか鳴水館	福岡県北九州市	590	3,367.71	5.9%	2005	4553.67	87
さわやか倶楽部	さわやかはーとらいふ西京極	京都府京都市	750	1,222.07	5.6%	2007	2459.19	84
日本介護医療センター	ヴェルジェ牧方	大阪府枚方市	950	1,465.08	6.0%	2007	2925.2	104
ワタミの介護	レストヴィラ笠山公園	神奈川県横浜市長	1,839	2,953.29	5.3%	2011	4265.88	104
シダー	ラ・ナンカあらこがわ	愛知県名古屋市中	1,279	1,829.07	5.6%	2008	3590.4	100
さわやか倶楽部	さわやか日の出館	新潟県新潟市	773	2,050.49	5.6%	2007	2674.37	50
さわやか倶楽部	さわやかリバーサイド栗の木	新潟県新潟市	266	783.22	5.8%	2009	1349.39	32
さわやか倶楽部	さわやか大倉参番館	福岡県北九州市	289	750.59	5.8%	2011	1411.78	50
スーパー・コート	スーパー・コートJR奈良駅前	奈良県奈良市	1,569	1,513.86	5.5%	2009	5057.07	155
ウイズネット	みんなの家大宮吉野町	埼玉県さいたま市	740	877.00	5.4%	2012	1800.03	33
ウイズネット	みんなの家中央区円阿弥	埼玉県さいたま市	838	1,271.50	5.3%	2014	1963.03	51
			14,593		5.7%		49,906	1,255

■図表4 ヘルスケア&メディカル投資法人のポートフォリオ一覧

オペレーター	物件名称	所在地	取得価格 (百万円)	敷地面積	鑑定 cap	建築 時期	全貸賃 面積	居室 数
グリーンライフ	アクアマリン西宮浜	兵庫県西宮市	1,950	2,587.93	6.1%	2007	5,157.26	90
ベネッセスタイルケア	ボンセジュール千歳船橋	東京都世田谷区	824	1,020.92	5.9%	1988	2,342.17	42
ベネッセスタイルケア	ボンセジュール日野	東京都日野市	724	2,211.28	6.0%	1990	1,984.17	56
ベネッセスタイルケア	ボンセジュール武蔵新城	神奈川県川崎市	582	1,233.49	6.2%	1985	1,710.43	46
ベネッセスタイルケア	ボンセジュール秦野渡沢	神奈川県秦野市	728	2,588.04	6.4%	1991	3,435.79	100
ベネッセスタイルケア	メディカルホーム ボンセジュール小牧	愛知県小牧市	1,270	8,229.85	7.3%	1991	8,858.49	123
アズパートナーズ	アズハイム光が丘	東京都練馬区	1,385	2,868.46	5.5%	2006	3,628.60	83
アズパートナーズ	アズハイム文京白山	東京都文京区	1,430	540.29	5.0%	2007	2,494.78	50
ワタミの介護	レストヴィラ町田小野路	東京都町田市	3,580	7,404.13	5.3%	2007	7,720.17	163
ワタミの介護	レストヴィラあざみ野	神奈川県横浜市中	3,050	2,748.64	5.2%	2004	5,789.25	145
さわやか倶楽部	さわやか立花館	福岡県福岡市	1,520	3,359.66	6.2%	2005	5,652.94	104
さわやか倶楽部	さわやか和布刈館	福岡県北九州市	1,380	3,758.26	6.3%	2005	4,720.46	95
さわやか倶楽部	さわやか田川館	福岡県田川市	390	4,300.90	6.6%	2006	2,366.20	60
JAPANライフデザイン	グッドタイムホーム不動前	東京都品川区	1,740	1,206.60	5.2%	1992	3,400.20	61
メッセージ	Cアミーノ淡路駅前	大阪府大阪市	1,930	1,251.26	5.9%	2009	5,658.53	137
メッセージ	Cアミーノ神戸上沢	兵庫県神戸市	1,200	743.22	5.9%	2009	3,626.25	85
			23,683		5.9%		68,546	1,440

■図表5 ジャパン・シニアリビング投資法人のポートフォリオ一覧

オペレーター	物件名称	所在地	取得価格 (百万円)	敷地面積	鑑定 cap	建築 時期	全貸賃 面積	居室 数
エヌエムライフ	ジョイステージ八王子	東京都八王子市	3,675	21,071.80	5.7%	1995	13,812.27	229
ニチイケアパレス	ニチイホームたまプラーザ	神奈川県川崎市	2,500	3,635.89	6.0%	1992	8,208.65	160
ニチイケアパレス	ニチイホーム中野南台	東京都中野区	1,740	1,926.51	5.2%	1992	3,339.00	83
コミュニティネット	ゆいま〜る聖ヶ丘	東京都多摩市	1,175	2,204.82	5.1%	2011	4,385.53	71
長谷川介護サービス	イリーゼ蒲田・悠生苑	東京都大田区	1,100	1,194.80	5.1%	2007	2,086.40	48
ユニマットそよ風	アクティビティ館	滋賀県大津市	6,940	21,911.15	6.3%	1987	39,649.84	384
ワタミの介護	レストヴィラ神戸垂水	兵庫県神戸市	1,900	5,281.65	5.5%	2010	4,493.35	100
ベネッセスタイルケア	グランダム門戸厄神	兵庫県西宮市	1,180	5,066.27	5.2%	2014	3,307.44	62
エクセレントケアシステム	エクセレント西宮	兵庫県西宮市	750	4,486.99	6.6%	2010	2,685.48	67
ノテ福祉会	天	北海道札幌市	2,285	1,746.75	7.3%	2007	6,473.60	85
長谷川介護サービス	イリーゼ西岡	北海道札幌市	800	3,203.79	5.8%	2014	3,140.27	83
さわやか倶楽部	さわやか桜子番館	秋田県秋田市	960	1,983.23	6.1%	2011	3,628.51	92
長谷川介護サービス	アルファ恵庭駅西口再開発ビル	北海道恵庭市	1,600	3,939.14	5.9%	2015	5,343.33	73
シルバータウン	グランヒルズおがわらこ	青森県上北郡	1,360	6,442.91	7.6%	2007	4,180.28	103
			27,965		6.0%		104,734	1,640

② 施設の新規開設、古い施設の建替えの相談  
 REITそのものは不動産開発機能をもたず、REITの資産運営会社とのスポンサーシップにより、新規開設、既存施設の建替えを進めていく。  
 ③ これまで困難であった地価の高い都

市部での出店  
 地主の場合、地価の高い地域での土地有効活用では採算が合わないためむずかしいが、不動産開発機能をもつREITの資産運用会社と組んで、戦略的に都市部での新規施設開設が可能になる。

④ 中長期的な新規開設の相談  
 オペレーターの年間施設開設計画に合わせて、REITとの協業により計画的な施設開設が可能となる。  
 (2) オペレーターからみた、ヘルスケアREIT、不動産ファンドを選ぶ際の視点

ヘルスケアREIT、不動産ファンド、それぞれに特徴がある、その特徴に合わせて利用していく。  
 ① REITの資産運営会社の株主構成（スポンサー）をみて、介護事業への理解度を測る。  
 ② 新規施設の開発案件への取組み体制を確認して、機動的な新規施設開設のためのパートナーシップが築けるかどうかを判断する。  
 ③ ヘルスケアREITに求められる介護事業の事業特性理解のための体制を確認して、賃借人兼オペレーターとして、REITとの間でパートナーシップが築けるかどうかを判断する。できれば、資産運用会社のなかで介護事業の評価体制が内製化されていることが望ましい。

細見 真司 (ほそみ・しんじ)  
 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REITの立上げに参画。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なっている。  
 公益社団法人 日本医業経営コンサルタント協会 認定登録 医業経営コンサルタント

※本文の意見や見解に関わる部分は私見であり、所属する法人等の意見ではありません。

## 「ヘルスケアREIT——上場3法人に聞く」

# 高い独立性と充実したサポート体制で、

# ヘルスケア施設の供給促進を図る国内第1号のヘルスケアREIT

日本ヘルスケア投資法人／大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)

超高齢社会において、社会インフラであるヘルスケア施設の供給促進を基本理念とする日本初のヘルスケア施設特化型リート「日本ヘルスケア投資法人」。

同法人の資産運用会社である大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)についてレポートする。

### 国内初のヘルスケアREITとして 昨年11月に上場

大手証券会社である大和証券グループの大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)(以下、大和リアル)が運用する、国内初となるヘルスケア施設特化型REIT「日本ヘルスケア投資法人」が2014年11月5日、東証J-REIT市場に公開した。

上場時の資産規模は14物件・132億8000万円で、全物件が有料老人ホームとなっている。

大和リアルは、大和証券グループの不動産アセットマネジメント・ビジネスを

担う不動産運用会社で、日本ヘルスケア投資法人のほかに大和証券オフィス法人、大和証券レジデンシャル・プライベート投資法人の資産運用会社としての実績をもつ。

同法人の特徴として、他のヘルスケアREITと異なるのが大和証券グループ本社がスポンサーとなり、大和リアルとヘルスケア施設投資に豊富な実績を有するAIPヘルスケアアジアパン合同会社がアドバイザリー契約を結んでいる点で、特定の介護事業者グループの参画がないため、高い独立性を有しており、幅広いオペレーターとの協力関係の構築を目指していることがあげられる。

同社の投資企画部長 福島寿雄氏は「一般的な不動産の概念を当てはめにくいのがヘルスケア施設の特徴です。提供されるサービス内容と価格のバランスなどを総合的に判断していくほかありませんが、当社は高齢者のニーズや流動性を踏まえて一般層向けの介護型を中心に運用して

いく方針です。もともと、入居者はオーナーの顔ぶれではなく対象エリア内のオペレーターで入居先を比較検討しますから、ヘルスケア施設の主役はあくまでソフトを提供するオペレーターと捉えています。REITは不動産運用のプロとして、縁の下からオペレーターを支える役割。ハード面から入居者の安心・安全を確保していくのが使命だと考えています」。

上場時の組入れ資産のオペレーターは7社で、さわやか倶楽部、シダー、スパー・コート、チャーム・ケア・コーポレーション、ニチイ学館、日本介護医療センター、ワタミの介護など、すでにファンド物件の運営経験がある事業者が名を連ねている。

### 50〜80室前後の既存施設を中心に 新規開発施設の取得も目指す

投資案件の課題として、シニア施設においてはファンド・REITの投資に適

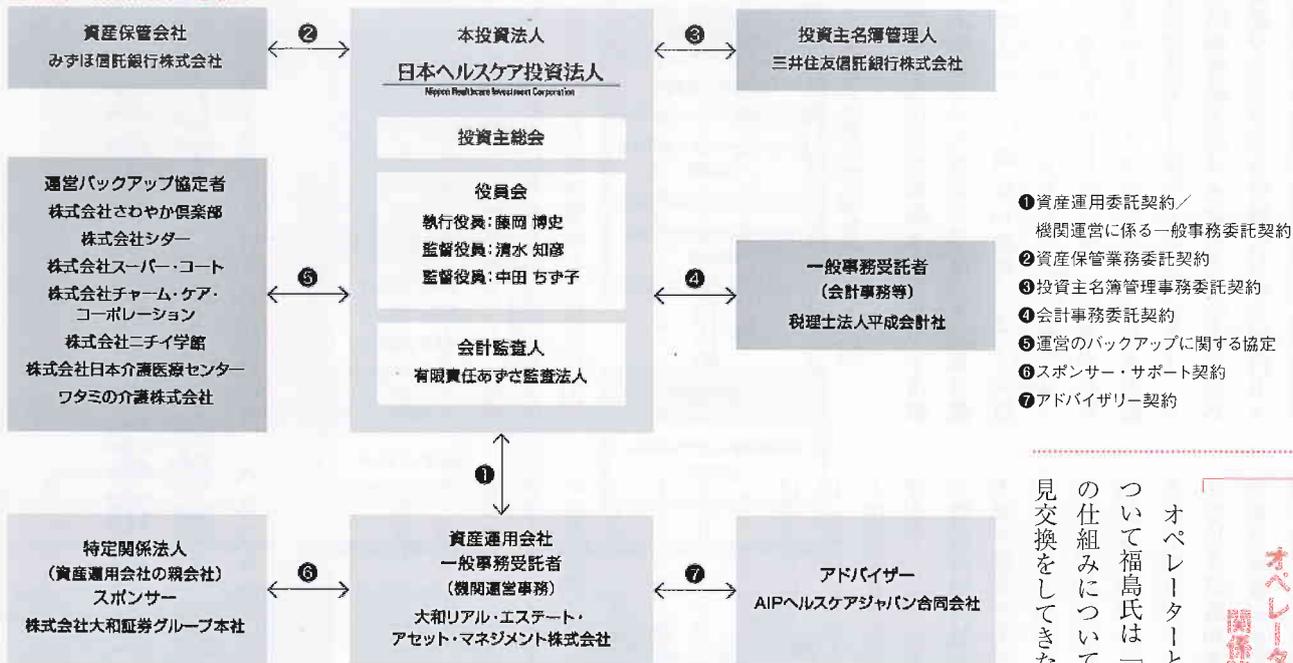
したクオリティ、資産規模の施設数が多いことがあげられる。これは新規物件をはじめとする開発案件の多くが地主による土地活用として行なわれる事業であるため、施設規模がある程度大きさに限られてしまうケースが多いためだ。さらにはファンド・REITへの理解の浸透も途上であることから、協力を好まない大手オペレーターも存在する。また他のヘルスケアREITとの物件取得競争の過熱が予想されるなど、運用にあたってはクリアすべき課題も多い。

有料老人ホームについては、一般的にオペレーターが運営しやすい規模とされる、50〜80室前後の施設を中心に取得している。なお、それ以外の規模についても都市部などの人口密集地において100室以上の大型施設の取得や、同一オペレーターによってドミナント的に一括運営されている施設については、50室を下回る小規模な施設の取得も行なっている。



大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株) 投資企画部長 福島寿雄氏

別図 投資法人の仕組み



- ① 資産運用委託契約 / 機関運営に係る一般事務委託契約
- ② 資産保管業務委託契約
- ③ 投資主名簿管理事務委託契約
- ④ 会計事務委託契約
- ⑤ 運営のバックアップに関する協定
- ⑥ スポンサー・サポート契約
- ⑦ アドバイザー契約

オペレーターとの関係を深め  
関係強化を図る

オペレーターとのリレーション構築について福島氏は「本投資法人やREITの仕組みについて、しっかりと説明し意見交換をしてきたことで、オペレーター



チャームスイート緑地公園(大阪府豊中市)



レストヴィラ衣笠山公園(神奈川県横須賀市)

側のいわゆる「金融アレルギー」も低減しつつあります。組入れ物件のバリエーション(価値評価)を行なうなかで、「銀行借入れ時と提出資料がほとんど変わらない」と好意的に受け止めていただけた。オペレーターが想定よりも多かった。これは不動産関連企業をもたない大和証券グループが運用会社であることから、比較的情報を提供しやすいという面もあるのではないのでしょうか」と話す。

さらに「オーナーの立場からみると、ヘルスケア施設はオペレーターごとにハード、とくに共用部のつくりこみが異なっていることがよくわかります。食事を自前で調理して提供する場合と外注するケース、また食堂を中心とするラウンジと機能回復訓練を兼ねているものなど、それぞれの得意分野が色濃く反映されています。付言すれば、廊下の貼り紙の数から、入居者みなでレクリエーションするか、それぞれの過ごし方を尊重するかに至るまで、施設ごとに雰囲気もがらりと変わるため、ハード・ソフト両面の観点からオペレーターの個性のようなものもみておくこ

とが必要だと感じています。」(福島氏) オペレーターの交替についても「物件の取得時に財務状況などの精査やその後のモニタリング調査を通じ、何か問題が生じればすぐに協議できる体制を整えています。しかし、ヘルスケアREIT誕生以降、やがて明確になるかもしれないオペレーター間の優勝劣敗、それに起因する合従連衡の増加を想定すると、オペレーターの個性を理解することは重要なことだと考えています。オペレーターが気軽に相談できるよきパートナーを目指していきます」と福島氏。

長期的な成長にはオペレーターやデベロッパー各社の協力が不可欠であり、今後も密接な連携を続けていくという。

※本稿は『月刊プロパティマネジメント』No.170とNo.173における取材原稿を元に制作いたしました。

法人概要	
投資法人名	日本ヘルスケア投資法人
代表	執行役員 藤岡 博史
資産運用会社	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)
会社概要	
会社名	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)
所在地	東京都中央区銀座6-2-1
設立	2004年10月
代表	代表取締役社長 山内 章
資本金	2億円
株主	(株)大和証券グループ本社
アドバイザー	AIPヘルスケアジャパン合同会社

「ヘルスケアREIT——上場3法人に聞く」

## ヘルスケア業界と資本市場をつなぐパイプ役を果たし、安心して生活できる社会の実現を目指す

ヘルスケア&メディカル投資法人／ヘルスケアアセットマネジメント(株)

ヘルスケア&メディカル投資法人は、「介護」「医療」「健康」をキーワードとするヘルスケア施設へ継続的に投資し、長期的かつ安定的に保有することで、ヘルスケア施設の適切な維持管理および新たな供給促進を図る。

同法人の資産運用会社であるヘルスケアアセットマネジメント(株)に同法人の理念と今後の展開についてお聞きした。

### 施設の拡充、サービス向上のために 業界と資本市場をつなぐ役割

今年3月19日に東証J-REIT市場に上場した「ヘルスケア&メディカル投資法人」は、現在16物件・236億8300万円(取得価格ベース)のヘルスケア施設を保有している。14物件が有料老人ホーム、2物件がサービス付き高齢者向け住宅(サ高住)となっている。

同投資法人のメインスポンサーは、不動産ファイナンス分野において国内トップクラスの実績を有する三井住友銀行、

有料老人ホーム等の豊富な運営実績をもち、病院の新築・移転などに関するコンサルティングも手掛けるシップヘルスケアホールディングス、企業、債権、資産の事業領域において、投融资や各種アドバイザー業務等を展開するリサ・パートナーズを子会社を持つNECキャピタルソリューションと、「金融」「介護・医療」「ファンド運営」のそれぞれの分野におけるプロによって構成される。その理念に「国民一人ひとりが安心して生き生きと生活できる社会の実現を目指す」を掲げる。

資産運用会社であるヘルスケアアセットマネジメント(株)代表取締役社長の吉岡靖二氏は「ヘルスケア施設は、身近なアセットである一方で、行政指導の管理下にあるなど、わかりにくい印象があり、これまでファイナンスの対象としてあまりなじみがありませんでした。重要な社会インフラであるヘルスケア施設の整備・拡充と、介護・医療サービスの質の

向上を促すために、資本市場の資金を有効に活用していただけるよう、業界と資本市場をつなぐパイプの役割を果たしたい」と社会的意義を語る。

### 膨大な顧客網をもち 介護事業に精通していることが強み

一般的にオペレーターがヘルスケアREITを活用するメリットとして、個人の土地の有効活用や銀行からの借入れに依存するのではなく、新たに資本市場という資金調達手段が加わったこと、またその結果、開設のスピードアップや、より大型の施設の出店が可能になる点があげられる。取締役資産運用部長の赤松利起氏は「当法人はスポンサーとの間のサポート契約に基づき、顧客の紹介、各種アドバイスなどさまざまなサポートを得ることができます。これらを、物件取得、投資戦略、資金計画の検討などに活用できることが強みです」と説明する。また運営という観点では、オペレータ



ヘルスケアアセット  
マネジメント(株)  
代表取締役社長  
吉岡靖二氏

ーが不動産関連の管理から解放され、本来業務である施設運営やサービス向上などに経営資源を振り向けることができる点もメリット。しかしそれにはオペレーターとREITとの信頼関係が重要なポイントとなる。「介護・医療業界で多彩な事業を展開しているシップヘルスケアホールディングスがスポンサーとして参画していることにより、オペレーターとのコミュニケーションのベースとなる業界の専門的な知識や事業経営の経験値から蓄積されたノウハウなどによって、強固な信頼関係を築くことができています」(吉岡氏)と自負する。土地の有効活用を考える地主に対して、信頼のおけるオペレーターを紹介することもできる。一方で、ファンドとREITの違いなど不動産の流動化、証券化の仕組みについて、オペレーター側にはまだ十分な理解が進んでいないことも感じているという。「REITはファンドとは異なり、長期保有が前提となっています。またわ

別図 投資法人の仕組み



(イ) 資産運用委託契約 (ロ) 資産保管委託契約 (ハ) 投資主名簿等管理事務委託契約 (ニ) 一般事務委託契約 (ホ) スポンサーサポート契約



Oアミーユ淡路駅前(大阪市東淀川区)



ボンセジュール日野(東京都日野市)

**入居者にもオペレーターにも  
投資家にも安心なブランドを提供**

入居者やその家族の多くは、施設を選  
択する際に、費用に対する設備やサービ

れわれが『大家』としてハード面の維持  
管理や修繕を行なうので、オペレータ  
の方は本業に集中していただける仕組み  
であることを丁寧に説明しています(赤  
松氏)という。

入居者の多くは、施設を選  
択する際に、費用に対する設備やサービ  
スの充実度、オペレーターの運営実績や  
評判を重要視する一方で、意外と見過ご  
されがちなのは事業としての安定性だろ  
う。赤松氏は「介護報酬への依存度は、  
施設の利用料のうち、地域の地価、すな  
わち家賃部分や、その施設がどういう入  
居者を対象としているのかによるので、  
それで施設の善し悪しを判断することは  
できないと考えています。また高級で手  
厚いサービスが提供される高額な施設で

あっても、コストとのバランスがよくな  
ければ、長期的に安定した経営ができる  
とはいえません。入居者の要介護度等の  
状態やニーズ、医療連携、地域特性など  
も含め、いろいろ物差しがあるなかで、  
一般の方が総合的によい施設を見極める  
のは非常にむずかしい」と指摘する。  
それに対して、長期保有が前提の  
REITは、ソフトもハードも、またコス  
トとのバランスも中長期的にみたらうえ  
で、一定水準以上のものを選ぶため、入  
居者やその家族にとって安心な施設であ  
るといえる。またそれはオペレーターに  
とつてもアピールポイントとなり、投資  
家にとつても安心な物件となるわけだ。  
吉岡氏は「高齢社会となり、これから  
はますます介護は身近なものとなってい  
ます。そのなかで高齢者施設が果たす社  
会的責任・役割も大きくなってきます。  
本投資法人が保持する施設が業界におけ  
るよい施設としてのスタンダードを示せ  
るのではないかと考えています。入居者  
にもオペレーターにも、投資家にも安心  
・安全なブランドの提供を目指します」と  
語る。

法人概要	
法人名	ヘルスケア&メディカル投資法人
代表	執行役員 吉岡 靖二
資産運用会社	ヘルスケアアセットマネジメント(株)
会社概要	
会社名	ヘルスケアアセットマネジメント(株)
代表	代表取締役社長 吉岡 靖二
所在地	東京都千代田区大手町 2-6-2
設立	2013年11月
資本金	1億5,000万円
株主	シップヘルスケアホールディングス(株) / NECキャピタルソリューション(株) / 三井住友銀行 / 三井住友ファイナンス&リース(株) / SMBCフレンド証券(株) / 陽栄 / 銀泉(株) / 神戸土地建物(株) / 室町建物(株)

イーをもち、地域ニーズにマッチした介  
護サービスを長期的に提供できるオペレ  
ーターは、大手ばかりではありません。  
経営状況やサービス内容を見極めて、中  
小も含め、さまざまなオペレーターとの  
お付き合いを広げたい(赤松氏)とする。  
「ヘルスケアREITの主役は、オペレ  
ーターであり、入居者であり、投資家で  
す。当社では立場を十分理解するととも  
に、それぞれがこれまでに培った知見を  
共有し活用することで最大の効果を発揮  
することができるのが強みです」と吉岡  
氏。  
現在保有している有料老人ホーム、サ  
高住に加え、新規の開発案件や病院等の  
医療関連施設など、多様な投資機会を検  
討していく考えだ。

「ヘルスケアREIT——上場3法人に聞く」

## 日本版CCRCも組み入れ、施設タイプ、オペレーターなどバランスよく投資する

ジャパン・シニアリビング投資法人／ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株

ジャパン・シニアリビング投資法人は、「オペレーターとのパートナーシップによる成長戦略」「国の政策や社会のニーズと歩調を合わせた成長戦略」を打ち出し、成長と社会貢献の両立を目指す。

同法人の資産運用会社であるジャパン・シニアリビング・パートナーズ㈱に、今後の展開をお聞きした。

### 施設タイプ、規模、オペレーター、地域を分散させる方針

ジャパン・シニアリビング投資法人は、ケネディクス（出資比率60%）、長谷工コーポレーション（同20%）、新生銀行、三菱UFJ信託銀行、LIXIL、損保ジャパン日本興亜の6社をスポンサーとし、今年7月29日に東証J-REIT市場に上場した。現在14物件・279億6500万円（取得価格）を保有し、有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅などのシニアリビング施設に70%以上、病院をはじめとするメディカル施設

に30%以下を投資方針とする。

同法人は投資対象として、施設タイプ、規模、オペレーター、地域を分散させる方針を打ち出していることが特徴だろう。

施設タイプについては、用途と提供サービスの種類、入居費用・利用料価格帯、介護報酬等への依存度の観点で分散させるとし、今後の需要を見越して、自立型施設も積極的に組み込む方針だ。また大手のみならず中堅クラスのオペレーターも積極的に起用し、規模に関しても、さまざまな規模の施設をバランスよく組み込んでいく考えを示している。

### 「新たなステージに入った」新規開発を支援するORE戦略

運用会社であるジャパン・シニアリビング・パートナーズ㈱の代表取締役社長藤村隆氏は、ヘルスケア施設の流動化の現状について「従来の流れの延長線の展開は終わり、新しいステージに入ったのではないか」という。

ヘルスケア施設の証券化自体は、10年ほど前から徐々にはじまり、一定の盛り上がりを見せた。リーマン・ショックによって鎮静化したのが、ヘルスケアREIT立ち上げに伴い、2年ほど前から再興している。「とくに昨年は、リーマン・ショック前後に施設を保有した、私募ファンドや外資系ファンドによる売却の動きが活発で、オーナーチェンジ案件が多くみられた。それも一段落した現在、REITをある程度理解しているオペレーターは、資金調達手段の1つとして冷静にみており、一方大多数のオペレーターは『よくわからない』という状況なのではないでしょうか」と藤村氏は分析する。

新たなステージにおいて、同法人の展開のポイントの1つとなるのが「ORE（Operator Real Estate）戦略」だ。オペレーターの新規開発を、同投資法人がビジネスパートナーとして、1から一緒に手掛けていくというもので、「これまでではオペ

レーターが自己保有している物件の流動化が中心だったが、今後はむしろ新規開発を支援するというマーケットが有望です」とみている。

この展開を支えるのは、同投資法人のスポンサーがもつ幅広いノウハウだ。「6社それぞれ、ヘルスケア施設の開発に関連する、金融、不動産、施設運営の情報やノウハウを本業としてもっている。このサポート力を活用していきます」。

また病院の流動化については、スケールメリットがあることによる投資効率、また地域の中核病院であれば事業の安定性という意味においても、投資対象としてのメリットがあるものの、「現状維持でいい病院に、REITのニーズはあまりないでしょう。後継者問題を抱えている病院、成長戦略を考えている病院には解決策となりうる」（藤村氏）という。第三者が事業承継するにあたっては多額の債務保証がネックになる場合があり、REITによって流動化するという選択



ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株  
代表取締役社長  
藤村 隆氏

別図 ORE戦略の概念図



ゆいまーる聖ヶ丘(東京都多摩市)

アクティバ琵琶(滋賀県大津市)

政策や社会のニーズに合う  
新たなタイプの施設に積極的

「日本版CCRCをはじめ、国の施策や同法人の成長戦略として特徴的なのが、」

「医療機器の導入やM&Aの原資など、成長のための投資が可能になるといえる。また、成長戦略を考えるならば、流動化によって生まれる余剰資金で、最新鋭の設備機器の導入やM&Aの原資など、成長のための投資が可能になるといえる。」

「社会のニーズと歩調を合わせて、それを具現化する新たなマーケットをつくっていく」ことだろう。

「日本版CCRC、団地再生、地域交流・多世代交流、地方創生、コンパクトシティなど、国や自治体は今後の方向性を示している。それを具体化し、実現する役割である民間事業者は、どう形にしたらいかがわからない。」「実現に不可欠な3つの要素、①ビジネスモデル、②事業

採算性、③資金調達について、具体的なイメージがつかめていないのが現状で、国や自治体が掲げる政策と、実現の間にはまだまだギャップがあります。新しいニーズに適合した施設を開発するために、ギャップを埋め、行政とオペレーターを結びつける存在として関与したいと考えています」という。

「展開を進めるにあたり、「世の中の方角性をリードしている国や自治体の考えを詳しく理解することが重要」と、行政との密なコミュニケーションを図る一方で、新たなモデルを担う事業者については、とくに地方においては、地元との連携を重視する。自治体を中心に地元のステークホルダーと連携し、オペレーターも含めて、極力地元資源を活用。地元にも不足している資源は同投資法人やスポンサーのネットワークを活かして誘致するというのが基本的な考えだ。」

「現在、3〜4物件の計画や建設が進んでいる。日本版CCRCなど、国や自治体の政策に沿った新たなタイプの開発についても、すでに複数の自治体や事業者と検討を進めているところだ。」

「透明性、公正性などが担保され、かつ長期保有によりオーナーチェンジの不安定さもありません。そういうREITならではの利点を十分理解していただければ、ビジネスパートナーとして信頼していただけるのではないのでしょうか。われ

<b>法人概要</b>	
法人名	ジャパン・シニアリビング投資法人
代表	執行役員 奥田 かつ枝
資産運用会社	ジャパン・シニアリビング・パートナーズ(株)
保有資産	介護付き有料老人ホーム(9施設)、住宅型有料老人ホーム(4施設)、サービス付き高齢者向け住宅(1施設)
<b>会社概要</b>	
会社名	ジャパン・シニアリビング・パートナーズ(株)
所在地	東京都港区新橋 2-2-9
代表	代表取締役社長 藤村 隆
設立	2014年4月
資本金	2億円
株主	ケネディクス(株) / (株)長谷工コーポレーション / (株)新生銀行 / 三菱UFJ信託銀行(株) / (株)LIXILグループ / 損害保険ジャパン日本興亜(株)

「われは施設タイプやオペレーター、規模など、バランスよく取り組んでいきたいと考えているので、中堅のオペレーターにも、『知恵袋』として活用いただければ」(藤村氏)。

同時に、オペレーターからも入居者や利用者の生のニーズ、どこまで利用者が費用負担できるのかなど、現実の姿を吸収したいと考えている。「それを国や自治体に対して、政策提言として落とし込んでいくことも可能と考えています。国や自治体と事業者の間で、橋渡しの役割を果たしながら、今後の社会のニーズに合った施設の実現を支援していきます」と藤村氏は語った。

# ヘルスケアREIT創設を機に 都心の大規模複合開発に着手

AIPヘルスケアアジアパン合同会社

AIPヘルスケアアジアパン合同会社（以下、AIP）は、2001年より国内でのヘルスケア施設への投資を開始するなど、ヘルスケア投資業界の先駆的存在である。国内でのヘルスケアREIT創設にも尽力するなど、わが国のヘルスケア施設投資を牽引してきた同社に、これからの事業戦略などについて伺った。

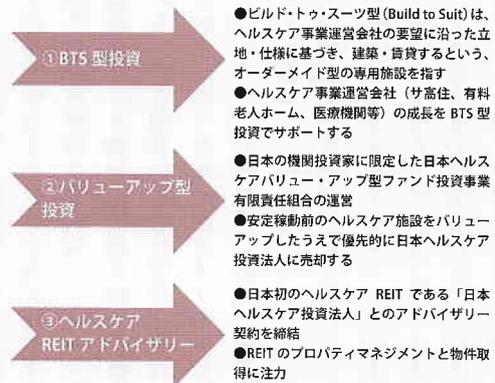
## 「都心」大規模「複合」開発を可能とするBTS型投資

AIPは、01年に病院資産を中心としたヘルスケア施設関連の投資活動を開始。08年には高齢者施設・住宅の投資もスタートし、現在までに病院再生案件11件、高齢者施設・住宅19棟の計30件の投資実績をもつ。過去の投資・運用経験に基づいた、ヘルスケア分野における数多くの知見・ノウハウを有することはもとより、実績に裏付けられたオペレーターとの信頼関係、さらにヘルスケア施設向けのノンリコースローン（特定の事業を対象にした融資）を供与する金融機関とも良好な関係を構築する。

現在の主力事業は3つ（図表1）あり、その1つがBTS（ビルド・トゥ・スーツ）と呼ばれる開発型投資だ。これはヘルスケア事業運営会社（オペレーター）の要望に沿った立地や仕様に基づき、建築・賃貸するというオーダーメイド型の投資で、AIPが事業用地の取得から設計・建築施設の保有までを請け負い、オペレーターに賃貸するというもの。

「ヘルスケア施設の9割は、個人地主の不動産有効活用のため開発されてきた。投資規模は5億〜10億円といったところで、50室の介護付をつくったらそれでおしまい、開発バリエーションが広がらないという課題がありました。都市部で高齢者住宅が足りないという現在の状況も、個人の地主が少ないという面が大きいのと思われます。一方、このBTS型投資は、開発対象として『都心』『大規模』『複合』のプロジェクトに適していると考えています。これまで個人地主では手掛けれなかった規模の開発案件により、オペレーターの選択肢が広がっていくことが期待できます」と同社代表のA.バリー・ハーシュフェルド、Jr.

■図表1 AIPヘルスケアアジアパンの事業内容



氏は語る。

すでにその1号案件も公表されている。東京都中央区の「勝どき駅前複合ビル計画」（図表2）がそれだ。都営大江戸線「勝どき」駅より徒歩1分の位置に、介護付有料老人ホームと薬局、クリニックモール、スーパーなどで構成する大型プロジェクトで、総費用は約70億円。有料老人ホームのオペレーターは(株)ニチケアパレスに決定。今年10月に着工され、17年5月の開設を予定している。開設後は安定稼働に乗せたくて、同社がアドバイザーを務める日本ヘルスケア投資法人への売却も視野に入れる。

「他の投資会社であれば、立地や規模を考慮すればオフィスやマンションという、

■図表2 勝どき駅前複合ビル計画の概要

所在地	東京都中央区勝どき3-509
交通	都営大江戸線「勝どき」駅より徒歩1分
敷地面積	1,543.09㎡ (466.78坪)
延床面積	7,676.74㎡ (2,322.21坪)
構造・規模	鉄筋コンクリート造・地上9階建て 4～9階 介護付有料老人ホーム (100室) (株)ニチケアパレス)
フロア構成	3階 薬局+クリニックモール 2階 物販+スーパーのバックヤード 1階 大手のスーパーマーケット
賃借人	(株)ニチケアパレス、スーパー、クリニック等
プロジェクト費用	約70億円
開設予定	2017年5月



勝どき駅前複合ビル計画の完成パース

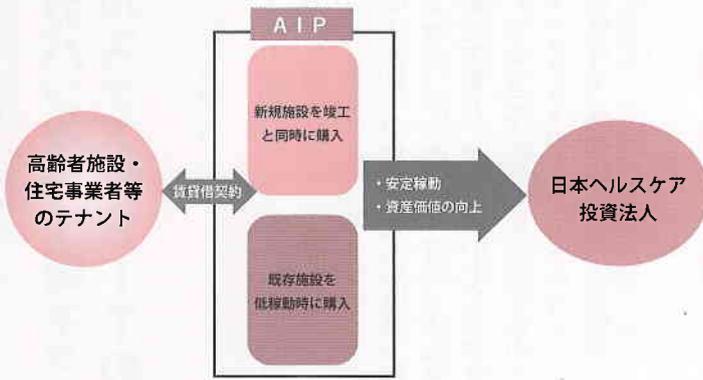


マネージング・ディレクター  
安藤 滋氏



代表  
A.バリー・  
ハーシュフェルド、Jr.氏

図表3 日本ヘルスケアバリュースケア・アップ型ファンドのスキーム



今回とは異なる選択肢も十分ありうるわけです。しかし、ヘルスケア特化型の投資会社である当社の場合、良質なヘルスケア施設の供給が唯一最大のミッションですから、当初からヘルスケア施設ありきでプロジェクトを推進できる点は、大きな強みの一つといえるでしょう」（バリー氏）。

もちろん、勝ちどきのような組合せだけではなく、一般マンションと有料老人ホームを組み合わせた大規模な面開発もBTS型投資では想定しており、また、介護付有料老人ホーム（特定施設）だけ

10数年の投資実績を活かし  
ヘルスケアREIT創設を後方から支援

2つめの主力事業は、「バリュースケア型投資」。同社では大和証券グループ本社や東京スター銀行などの、日本の機関投資家に出資者を限定したヘルスケア施設特化型の「日本ヘルスケアバリュースケア・アップ型ファンド」を14年に設立し運用している（図表3）。同ファンドでは、低稼働施設、あるいは新規施設を竣工と同時にAIPが購入。修繕や財務改善を行なうことにより、安定稼働および資産価

値を向上させたうえで優先的に日本ヘルスケア投資法人に売却するというもの。こちらにも介護付有料老人ホームだけでなく、住宅型、サ高住など施設タイプにかかわらず200億円の資産規模を目指している。

3つめが昨年11月に東京証券取引所に上場した「日本ヘルスケア投資法人」のアドバイザー業務である。同投資法人は今年上場された2つのヘルスケアREITとは異なり、スポンサーに介護事業オペレーターのない「オペレーター中立型」の投資法人であるという特徴をもつ。AIPでは、投資運用会社である大和リアル・エステイト・アセット・マネジメント(株)と13年12月にアドバイザー契約を締結。海外のヘルスケアREITの成長過程などもつぶさに観察してきた同社の知見を踏まえ、数年前から国土交通省にヘルスケアREIT創設のための検討委員会設置をはたらかけるなど、国内初のヘルスケア特化型REIT創設を後方から支援してきた。

アドバイザー業務の主な役割は、①ヘルスケア施設に関する投資案件の発掘、情報提供、②オペレーターとの各種交渉の補助および支援等のアドバイザー業務の提供、④投資対象資産に係る市場調査・分析等の各種助言の4つで、スポンサーにオペレーター企業が存在しないば

ん、同社のもつアセットマネジメントのノウハウや物件発掘力、ネットワークがいかに発揮されている。

同社マネージング・ディレクターの安藤滋氏は、「オペレーターのヘルスケアREITに対する認識を深め、どうメリットを感じてもらえるかが、普及・拡大の最大のポイントです。オペレーターが首を縦に振らなければディールは成立しません。いまは限られた大手オペレーター数社だけが高い関心をもっていますが、これが中小事業者や新規参入事業者にまで広がることで、良質な高齢者住宅の供給というヘルスケアREIT本来の目的が達せられる。そのための啓蒙も当社に課されたミッションです」と、その役割を自任する。

会社概要	
会社名	AIPヘルスケアアジア合同会社
所在地	東京都港区虎ノ門4-3-1 城山トラストタワー 33階
設立	1988年12月
株主	エイ・アイ・ピー・ジャパン・エルエルシー (アジア・インベスト・パートナーズ・インク 100%子会社)
代表者	代表 A.バリー・ハーシュフェルド氏
従業員数	12人

## メガバンクの全国ネットワークを武器にヘルスケアREITの「信頼」を担保

(株)三井住友銀行

2015年3月に東証J-REIT市場に上場した、ヘルスケア&メディカル投資法人の主要スポンサーとして名を連ねる(株)三井住友銀行。国内メガバンクの一角をなし、不動産ファイナンスの分野において国内トップクラスの実績をもつ同行が、シニア市場のインフラ整備推進に本格参入を果たした。

需要の拡大にいち早く着目し  
第一線の「金融」の力が参画

同行がシニア市場に着目したのは5年ほど前。当初は地主による土地の有効活用への融資が主体だったが、融資対象となる高齢者住宅・施設の規模拡大の必要性から、資金調達における新しい手段としてREITに注目。立上げ準備に2年をかけ、ヘルスケア&メディカル投資法人(以下、HCM)の主要スポンサーとして参画、同法人は15年3月、東京証券取引所に上場した。

メガバンクのなかでもいち早くシニア市場に進出した背景について、投資銀行部門 ファイナンシャル・ソリューション

ン営業部グループ長の上遠野宏氏は、「たとえば厚生労働省による調査によれば、特別養護老人ホームの入所待機者は少なくとも約52万人という現実があり、高齢者住宅・施設は圧倒的に足りない」と認識しています」と話す。

一方で、「複数のテナントや入居者を見込める商業ビルやオフィスビル、レジデンスなどのアセットとは異なり、高齢者住宅・施設のテナントはオペレーター1人(1社)です。しかも住居であれば賃料相場さえ間違えなければオペレーターそのものは比較的むずかしくはありませんが、高齢者住宅・施設の場合はオペレーションが命となります。そのためオペレーターの信用度や能力が重要であるという特性があります」とその特異性を語る。

顧客基盤を武器に  
オペレーターと投資家をつなぐ

同行の具体的なサポート内容としては、①ファイナンスに関するアドバイス、②HCMに関して興味のある顧客の紹介、

③人材の提供、を掲げる。

全国規模の顧客基盤を強みとする同行だが、上遠野氏は「われわれはレンダー(金融機関)ですの、自ら不動産情報を提供することはありません。あくまでも黒子としてヘルスケアREITに興味のあるお客さまをHCMにお引き合わせするのが役割の1つです。そしてもう1つが、お客さまへの財務提案として不動産の流動化をご提案する際に、お客さまの要望によりHCMをご紹介することもあります」と説明する。

人材の提供については、「HCMの執行役員であり、HCMの資産運用会社であるヘルスケアアセットマネジメント(株)代表取締役社長の吉岡靖二氏は当行のOBであり、現状でも複数の社員が当行から出向するなど、人材面でも万全のサポート体制を敷いています」とネットワークの強さを強調している。

今年の7月にヘルスケアREIT上場3社が出揃ったことにより、オペレーターサイドの考え方も確実に変わりつつある。実際、「三井住友銀行がスポンサーに入っているREITであることを説明するだけで抵抗感は減っている様子」とのこと、メガバンクがスポンサーになっていることによる信頼感や安心感是非常に大きいといえよう。「一度丁寧に話ができればREITに対する不安は払拭できると思います」と自信をみせる。

日本版CCRCを視野に  
開発型物件にも注力

投資家サイドとしても、今後、高齢者住宅・施設への期待は確実に高まっている。人口ピラミッドの推移をみれば、将来的に高齢者住宅・施設が不動産として優良な投資案件になると考えているとのこと。

HCMでは、今後は開発物件にも注力していく方針で、「1物件、5億円以上を目安に、介護付有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅のほか、病院、医療モールなども視野に入れ、ゆくゆくは日本版CCRCのような大規模施設にも挑戦できれば」と考えている。

また、「当行の顧客基盤を活かし、全国のおペレーターとも積極的におつきあいすることで、HCM本体の資産規模拡大を図っていきます」と意気込む。

### 会社概要

会社名	(株)三井住友銀行
所在地	東京都千代田区丸の内1-1-2
設立	1996年6月
資本金	1兆7,709億円
代表	頭取最高執行役員 國部 毅
従業員数	2万6,416人

「ヘルスケアREIT関連企業レポート／スポンサー」

## 入居者満足の最大化にプライオリティをおき オペレーターとのパイプ役を努める

ケネデイクス(株)

今年7月に上場を果たした「ジャパン・シニアリビング投資法人」の資産運用会社である、ジャパン・シニアリビング・パートナーズ(株)の筆頭スポンサーであるケネデイクス(株)。同社のこれまでのヘルスケア分野との関わりやREITで果たす役割について、同社代表取締役社長の宮島大祐氏に伺った。

**10年前よりヘルスケア施設を開発・投資  
オペレーターが運営に専念できる環境を**

ケネデイクスは現在、オフィスや住宅、商業施設など、合計7つのREITを運用している。高齢者住宅の開発・投資事業については、2005年より開始。将来的なREITやファンドなどへの売却を視野に、最大で29物件、資産規模にして約370億円に及ぶ投資・運用を行なっていたが、リーマン・ショックによる不動産市況の低迷も重なり、マーケットは次第に収縮していった。そのなかでも同社では、シンガポールのヘルスケアREITから国内ヘルスケア施設のアセットマネジメントを継続して受託するな

ど、ヘルスケア分野への関与が途切れることはなかった。

その後、高齢者住宅の供給促進のための新たな資金調達の仕事みづくりが国交省、金融庁で議論されるようになり、ヘルスケアREIT創設の機運が高まってきた。

「団塊世代が後期高齢者になる25年に向けて、ヘルスケア施設が足りなくなるといえるのは確実ですが、一方で開発には多くの労力と資金が必要です。建築コストの高騰や介護労働力不足が社会問題化している状況で、オペレーターが運営に専念できるよう、物件開発・保有面でのサポートができればと考えました。幸い、オペレーターとのREITやファンドに対する理解も、05年当時に比べ深まってきていると感じましたので、当社としては今回の上場を機に、ヘルスケア分野への第2ステージの幕が開けたと捉えています」(宮島氏)と語るとともに、REITの登場により、金融機関の融資姿勢が積極的になってきたことも大きな変化と指摘する。

**オペレーターとの二人三脚で  
入居者満足を最大化させる**

筆頭スポンサーとして同社では、資産運用会社としての知見と、これまでのヘルスケア施設開発の実績を活かした、REITとオペレーターとの強力なパイプ役として、さらに同社の専門チームによる物件発掘などの役割も担っていく。

「オフィスや住宅などに比べ、ヘルスケアREITは、オペレーターが介在するぶん、テナント(入居者)の声が伝わりにくいという特性があります。ジャパン・シニアリビング投資法人では、『オペレーターとの協業』を基本方針としていますので、オペレーター企業とのリレーションの深耕も当社の役割であると認識しています」(宮島氏)。

オペレーターとの関係を深めることで、入居者の声を吸い上げ、入居者満足の最大化につなげる。「入居者のための快適な住まいづくり」のためにREITとして何が必要かを逆算して組み立てていく。「オペレーターとの協業」という基本方針にはそうした思いが込められている。

また、近隣型ショッピングセンター敷地内での自立向けサ高住の開発や、一般住宅との合築・併設サ高住など、複数のREITを運用するケネデイクスならではの新たなスタイルの開発にも意欲的だ。また、「当社は不動産運用を本業とす



代表取締役社長  
宮島 大祐氏

る会社ですから、よりオペレーターに近い立ち位置でサポートができることが強みの1つです」(宮島氏)と、他の2つのヘルスケアREITとの違いを強調する。REITにおけるポートフォリオも、オペレーターブランドや実績に拘泥せず、地域特性やスタッフの質など「不動産の基本」に則った物件重視のスタンスで、オペレーターとの二人三脚による質の高いサービス提供が、最終的な投資家利益につながると考えている。

会社概要	
会社名	ケネデイクス(株)
所在地	東京都中央区日本橋兜町6-5 KDX日本橋兜町ビル
設立	1995年4月
資本金	402億3,736万5,809円(2015年6月末現在)
代表者	代表取締役社長 宮島 大祐
従業員数	連結294人(2015年6月末現在)
事業内容	不動産開発・投資事業、不動産ファンドの運営

## 私募ファンド「ココファンド」を組成 質の高い高齢者住宅流動化のスタンダードモデルをつくる

（株）学研ココファンホールディングス

サ高住運営大手の（株）学研ココファンをグループにもつ（株）学研ココファンホールディングス（学研ココファンHD）は、今年6月、（株）玄海キャピタルマネジメント、環境不動産普及促進機構、（株）日本政策投資銀行の4法人等で私募ファンド「ココファンド」を組成し、学研ココファンHDが保有していた物件の流動化を実施した。

3つのヘルスケアREIT上場で高齢者住宅の流動化への機運が高まるなか、サ高住オペレーターとして私募ファンドを組成した狙いと背景について、学研ココファンHD 代表取締役社長の小早川仁氏に伺った。

### 正しい評価と適正利回りで 良質な住宅供給のエンジンに

ココファンドのスキームは、別図のとおり、レンダーである金融機関からの融資とファンドのコンセプトに賛同する限られた投資家からの出資を受け、学研ココファンHDより取得したサ高住などの高齢者住宅を保有するもの。上場していないぶん、投資家が限定されるのがヘル

スケアREITとの大きな違いといえる。オペレーターでもある学研ココファングループでは、保有するサ高住をファンドに売却することで、運営は継続しながら、バランスシートを改善でき、かつ新たな資金調達手法の確立が可能となる。ココファンドは学研ココファングループにとって開発推進力を高める役割を担っていくことになる。

「当社が展開するサ高住は、オーナーからのマスターリースが主流ですが、年間2カ所程度は自ら建て主になって開発しているものがあります。この自社保有物件は、概して地主の不動産有効活用の方針にはなじまない100戸を超える大型案件が中心で、サ高住以外のさまざまな付帯機能をもつことから、建築費も15億円以上というケースが多い。これをすべて金融機関からの融資で調達すると上場している企業グループとしても、ROA（総資本利益率）への影響が懸念されるところがあります」と、大型の自社保有物件のオフバランス化がファンド組成の大きな動機になっていると語る。

続けて小早川氏は、「では、『ヘルスケア

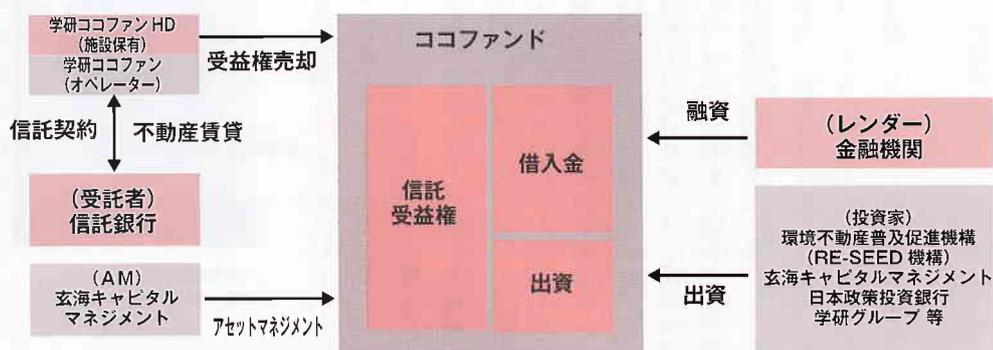
AREITを使えばいい』ということになると思いますが、ヘルスケアAREITには課題が多いという点も、ファンド組成の1つの要因になっています」という。

小早川氏の考えるヘルスケアAREITの課題とは何か。まずは金融機関主導ゆえの物件を評価する側のスキル不足を挙げる。そして、スキル不足に起因する、投資サイドによる要求利回りの高騰。高齢者住宅は収益性が不安定と金融機関が評価すれば、投資家は当然、リスクを負うぶん、高い利回りを求めることになる。そして、投資家からの高い要求利回りによって、建物の賃貸料が高くなるため、政府が最も供給を促進したい（REITを活用してもらいたい）とする、月額利用料10万〜20万円のミドルクラスの高齢者住宅の、REITやファンドへの売却がむずかしくなる、と指摘する。

こうした課題を踏まえ、ココファンドでは、学研ココファングループが運営する、質の高い高齢者住宅のみを厳選して組み入れる方針だ。質の高い住宅、つまり長期に安定して収益力を維持できるといふことになれば、リスクが低く評価されることから、要求利回りを低く抑えられ、ミドルクラスの高齢者住宅が流動化しやすくなる、というシナリオだ。

「目指すところは、関アジィファンドです。大分市の佐賀関で獲れたアジはタグが付いたブランド品として高値で取引さ

別図 ココファンドの事業スキーム



代表取締役社長  
小早川 仁氏

れます。ココファンDに入っている物件も同様に、20年、30年と地域に愛される本場に質の高い「優良物件」だけを組み入れ、それが介護施設流動化のデファクトスタンダード（標準）になれば、より良質な高齢者住宅の供給が促進され、業界全体のレベルアップにつながっていくと信じています」（小早川氏）。

**質の高い高齢者住宅をオペレーターの与信にかかわらず流動化**

ココファンDの強みの1つに、デベロッパ機能をもった学研ココファンHDが中心になって立ち上げたファンDであることがあげられる。通常、デベロッパとオペレーターが組んで開発したものをREITやファンDに売却する際、デベロッパはそこで多額の利益を得ようとする。1つのプロジェクトにはデベロッパ、オペレーター以外にも、ゼネコンや設計会社、コンサルなど無数の利害関係者があり、ビジネスのセオリーとして、ファンDやREITへの売却額にはそれぞれの利益が上乘せされることになる。

「学研ココファングループのコア事業は、あくまでサ高住のオペレーションですから、ファンDやREITへの売却で利益を得ようというつもりはありません。さらにいえば、昨年10月に㈱シスカアがグループインしたことで、高齢者住宅の設

計機能も事業ドメインに加わりました。これにより、一般的な開発プロジェクトに比べ利害関係者も少なくなり、より市場価値に近い金額でファンDに売却することが可能になるわけです。よって、出資者の安全性が担保され、低い利回りでもお金を集められることになりまし」と、今後の開発型案件では、よりココファンDの優位性が発揮されると小早川氏はみている。

現在、ココファンDに組み入れられているのは、2014年11月に学研ココファンHDが医療法人気象会より取得した「ココファン桜川」（大阪市浪速区1-8-8）と、「ココファン城東」（大阪市城東区・205戸）の2物件。資産規模は30億円程度だが、これ以外の自社保有物件についても、流動化の可能性を見据える。

施設類型もサ高住に特化するのではなく、有料老人ホームなども対象としていく方針。今後数年で100億円程度の資産規模を目指していくという。

出口戦略は、5年後をめどにヘルスケアREITや私募REITを立ち上げ、アセットを移す予定だが、学研ココファンHDにより受益権買い戻しなどの選択肢も視野に入れる。

最後に、オペレーターとして、現在のヘルスケアREITをどうみているかについて聞いた。

「実際に盛り上がっているのは金融サイ

ドだけです。私もヘルスケアREITに関する講演を全国各地で行ないましたが、出席しているのは買う側、組成する側、資金を入れる側、つまり、投資家や金融関係者ばかりでオペレーターの姿はほとんど見かけられません。国ぐるみで後押しが行なわれているヘルスケアREITですが、一部を除き大多数のオペレーターが置き去りにされてしまっている印象があります」とする。

オペレーターの関心が高まらない要因について、小早川氏は以下の4点を指摘する。まず、「福祉」の意識が勝ちすぎているオペレーターが多く、「騙されている」「福祉を食い物にしている」というファンDやヘルスケアREITに対する抵抗感をあげる。これに関しては、投資家や運用会社が説明責任をしっかりとっていないということも指摘する。

2つめが現在の金融市況。金融機関から低利で調達できることから、オペレーターに保有資産をオフバランス化（売却）するニーズがないこと。とくに大手オペレーターに顕著な傾向という。

3つめは情報開示の問題。当該物件のみならず運営ノウハウなどのコーポレート情報までの情報開示が求められること。そして、開示した情報がREITを通じてバックアップオペレーターに流れてしまふ。これも大手ほどいやがる傾向が強いという。

最後は本場に資金を必要としている人とREITが望む物件とのミスマッチ。質の高い高齢者住宅を運営する地方の中小企業が、新たなサ高住の開発資金捻出のため、既存物件をヘルスケアREITに売却しようと思っても、企業としての与信が低いためにREITが関心をもたないという点だ。良質な住宅供給促進がヘルスケアREIT本来の目的のはずだが、現状は企業としての与信評価が取得判断に占める割合が大きく、純粹に物件収益力を評価する仕組みになっていないという。

本場に質の高い高齢者住宅であれば、オペレーターの与信にかかわらず流動化できなければならない、というのが小早川氏の考え。その役割を果たしていくことがココファンD最大のミッションでもある。

会社概要	
会社名	㈱学研ココファンホールディングス
所在地	東京都品川区西五反田2-11-8
設立	2004年7月
資本金	9,000万円
代表者	代表取締役社長 小早川 仁
従業員数	2,700人（グループ全体）
事業内容	・学研ココファングループの各事業会社の株式保有・監理 ・グループ各社の事業計画立案と管理部門のシェアードサービス

# 「シニアアセット開発型ファンド」の組成で、 1000億円規模目指す

株 玄海キャピタルマネジメント

（株）玄海キャピタルマネジメント（GCM）は、2006年に設立されて以来、ファンド運営、アセットマネジメント、不動産アドバイザーなどを主要事業として、受託資産残高約2392億円（15年6月末現在）のポートフォリオを構築するまでに事業を拡大してきた。近年は高齢者増とくに要介護高齢者増と共に伴うシニアアセットの増大をにらみ、新たな「シニアアセット開発型ファンド」の組成に向けた事業展開で攻勢を強めている。

## 不動産価値より 「社会的インフラ」価値を重視

GCMとヘルスケア事業との関わりは、14年3月にシンガポールの不動産運用会社「イージーヘルスケア・トラスト・マネジメント」に出資し、同社の「イージー・トラスト・ファンド」を共同運用したことがきっかけ。投資対象は医療・介護施設、高齢者住宅などで、人口の高齢化によるヘルスケア施設の増加と流動化へのニーズが高まっていた。シンガポールのほか、オーストラリアにおける事業

展開も進めており、将来的には、医療事業との融合やアジア諸国への進出を目指し、戦略を構築する構えだ（図表1）。

日本での展開について、同社新規事業部長の文智勇（ムン・ジョン）氏は、「日本のヘルスケアマーケットにおける課題は、高齢者数の増加ではなく、それに伴う要介護者数の増加にあります。03～13年の10年間で要介護者数は56%も増加して565万人となり、75歳以上は66%もふえています。要介護者数は、ピークとなる50年までに13年対比で37.5%増、778万人までふえると予想しています」と、シニアビジネスに取り組み基本的視点述べる。「しかし、現状は受け皿となるべき施設が圧倒的に少ない。特養は財政難から新規開発が抑制され、大きく伸びる余地は少ない。そこで、私たちは50年に向けて民間セクターによる有料老人ホーム（介護付、住宅型）、サービスタ付き高齢者向け住宅（サ高住）の開発がさらにふえるとみています」とし、ここにファンド組成を拡充する価値があると強調する。

ちなみに文氏は、香港のファンドキャ

■図表1 GCMのヘルスケアビジネスに関する将来戦略



ピタルで日本のシニアアセットを投資対象とするマネジメント経験を経て、昨年まで三井物産(株)系列企業のヘルスケアREIT立上げチームの統括リーダーを務めていた。「07年ごろから、日本のヘルスケアビジネスを研究してきた」という業界のエキスパート。今年1月、GCMのシニアファンド事業の統括責任者に就任。「シニアアセットは、不動産ではなく、社会的インフラである」が持論。資産価値がいかに高い施設であれ、社会的インフラに真に社会に求められているか否かで価値を判断すべきだと強調



新規事業部長  
文 智勇氏

する。

「いま65歳以上の高齢者は約3000万人ですが、実際に困っているのは要介護者とその家族を含めた約600万人。一方、入れる施設（有料老人ホーム、サ高住、介護保険3施設等）は、現在約180万室。これを600万人で割ると、供給率は3割。残り7割の方々が在宅でたいへんな思いをされている」と話す。この在宅の高齢者をいかにケアするか、必要となるのは「高齢者向け住宅＋介護サービス（看取りも必須）であり、『不動産的価値』としての視点ではなく、『社会的ニーズ』として捉えることで施設としての価値がみえてきます」と文氏。

## シニアアセット独自の デューデリジエンス手法を駆使

同社の日本のシニアアセットへの投資根拠は、①日本で唯一、50年まで成長するマーケット、②売上げは公費（介護保険）のバックアップがある、③世界一高い個人貯蓄資産、④シニアアセットへの強いニーズ（独居高齢者増等）、⑤ヘルスケア

■図表2 GCMのシニアアセットのデューデリジェンスの流れ



一般的な不動産デューデリジェンス（以下DD、I+IV）に加え、M&A独自の過程が必要になる。  
 II. エア分析：十分な母数の介護等級認定者が対象アセットのあるエリアに住んでいるか？  
 III. バックアップ分析：親会社のビジネスモデル・健全性の検証等  
 IV. アセット収益性 / オペレーション分析：アセット単体で収益性、オペレーションの質の検証等  
 V. 出口戦略：アセットの存続性を含め、実際の不動産価値（清算価値）を分析する。  
 VII. バックアップオペレーター分析：OPの業績悪化・破綻を想定し、ビジネスモデルが近いバックアップを確保する。

具体的には、GCM独自のデューデリジェンス（DD）にある（図表2）。一般的な不動産DD（I、II）に加え、ヘルスケア独自の過程（III、IV、V）を重視する。

さらにGCM独自のインフラ分析をベースとしたアンダーライティング手法（不動産評価手法ではなく、シニアアセット独自の評価手法）を駆使したアセット保有体制を構築していることなど、金融・不動産・事業コンサルなど、さまざまな視点からマーケットを捉えている。

REITの専門投資法人が相次いで登場されるなど流動性が高い、等々だ。それでは、高齢者向け住宅・施設ならばなんでもポートフォリオに組み入れてよいかといえ、そうではない。介護サービスが充実していない住宅・居室数49室以下の小規模住宅・施設は基本的に対象外とする。「日本のマーケットの特徴として、約4000社を数えるオペレーターのうち、7割以上が居室数49室以下で運営していますが、49室以下の物件にREITが投資する可能性は低い」とい

う。残る30%が対象となるが、今後、対象マーケットは拡大の一途をたどるとみる。文氏によれば、有料老人ホーム、サ高住の居室数は、「保守的ケースで想定した場合、13年の約46.2万室から、50年には80%増の83.2万室になると予想されます」という。市場規模も、「現在の約6兆円が、25年には8兆5000億円、50年には10兆円マーケットが形成されると予想しています」とのこと。

エリア分析は、半径5km圏の競合施設の有無（有がベスト）、十分な母数の要介護高齢者が対象エリアに居住しているか、当該地自治体の財政分析まで行なう。オペレーター分析は、運営企業と母体企業の財務・ビジネスモデル分析、健全性等を検証する。アセット収益性 / オペレーション分析は、アセット単体の収益性や運営の質を検証。出口戦略は、アセットの存続性を含め、不動産価値や清算価値の分析を行なう。バックアップオペレーター分析は、オペレーターの業績悪化・破綻を想定し、バックアップ手法を確保する、という流れだ。

とくに重要なのは、社会的信用を担保するバックアップオペレーターで、GCMは徹底したサポートを行なう。「私たちの目的は、地域に必要なヘルスケアのインフラ施設を供給し、末永く運営してアセットの存在意義を高めていくことです」と文氏。「オペレーターと私たちはともに繁栄し、共存することが基本です」と考える。有料老人ホームは稼働率65%、サ高住80%を採算分岐点とするため、開設後1年間はオペレーターの負担を軽くするなどの対策を講じ、連携して発展することを事業の基礎に置く。

したがって投資対象は、「既存施設の流動化にも取り組みますが、メインは資金供給して立ち上げる開発型の案件」とし、オペレーター約4000社のうち、

会社概要	
会社名	㈱玄海キャピタルマネジメント
本社所在地	福岡市中央区大名2-4-22 新日本ビル3階
東京オフィス	東京都千代田区丸の内2-2-1 岸本ビルディング10階
設立	2006年5月
代表者	代表取締役 松尾正俊
従業員数	25人（2015年6月現在）
業務内容	ファンド運営、アセットマネジメント、 不動産アドバイザー、不動産仲介ほか
受託資産残高	2,392億円（2015年6月末現在）

## 市民ファンドと地銀融資を活用した 地産地消の証券化スキームで高齢者住宅を開発

(株)輝 / フィンテックグローバル(株)

北海道内でサービス付き高齢者向け住宅（サ高住）など、20棟を展開する(株)輝は、道内の地方銀行からの融資と市民ファンドを活用した、ご当地ファンドによるサ高住開発にチャレンジしている。その狙いを代表取締役 狩野美香子氏と、ファンド組成をサポートしたフィンテックグローバル(株)に聞いた。

### 高齢者住宅開発の 新たな一手として活用

(株)輝は2002年に狩野氏により設立され、昨年2月に外食大手の(株)ゼンシヨールホールディングスが、株式の100%を取得し子会社化。店舗開発力や運営力、人材育成ノウハウなどグループシナジーを活かした事業展開を進めている。

これまでの事業開発について狩野氏は「運営中の物件についてはオーナー様からの建物の賃借がメイン。当社の本業は介護サービスですから、自社で不動産を保有してビジネスをすることは基本的にはありません。とくに、ビジネスにはスピード感が大切です。大きな借入れや不

動産の保有はリスクも大きく機動力が低下するため、行なってきたませんでした」という。今回の市民ファンドを活用した開発は、自社のノウハウを最大限に活かせる立地で、スピード感をもって事業に取り組めるため、同社の事業戦略にもマッチしているといえそうだ。

取組みのきっかけは、昨年9月に、ミサワホーム北海道(株)が賃貸管理を行ない、同社が生活支援サービスと居宅介護支援事業所をテナント入居にて運営する高齢者向け住宅「アルファレジデンス学園前」（札幌市豊平区・10階建て・45戸）で、同物件のオーナーからフィンテックグローバルがアレンジしたファンドが、所有権を買い取った経緯があったという。

「ファンドは10億円以上の大型物件でなければ組成できないと聞いていましたが、その案件ではフィンテックさんが小回りを利かせて対応されました。市民ファンドを活用して物件を取得したということにも非常に興味をもちました」（狩野氏）。同案件を縁に、両社による具体的な打合せが進み、1年足らずの短期間で今回のチャレンジに至ったのだという。

### オペレーターサイドの メリット確保が事業成功のカギ

プロジェクトは、札幌市西区山の手地区にて進行中。現在は更地で、9月にファンドによる土地取得が完了したばかりだ。サ高住60戸にクリニック、調剤薬局、コンビニ、学習塾などを複合開発する予定だという。サ高住の居室タイプは27〜36㎡で、家賃・生活支援費・食費・介護保険の自己負担分を含め、総額11万円程度からというリーズナブルな価格設定が売りだ。2015年11月に着工し、16年9月の完成を予定している。

開発型のファンドであるため、市民ファンドの運用期間も1年間と短い。開発後に運用型のファンドへとリファイナンスを予定している。

札幌市内で、高齢者住宅の開発適地となると、オーナーの要求利回りは10%前後が一般的だが、「フィンテックさんのスキームでは、もっとよい条件での契約ができる」と聞いて驚きました。また、ファンドだから特別やりにくいということとはなく、フィンテックさんとの信頼関係のなかでプロジェクトを進めていくという点では、地主さんがオーナーの場合と大きな違いはないというのが実感です。ファンドからファンドへと建物が転売されますが、仮に転売されたとしても、運営



フィンテックグローバルがアレンジしたファンドが、所有権をもつ「アルファレジデンス学園前」



フィンテック グローバル(株) 投資銀行本部 第二営業部 バイス プレジデント 景山淳一氏

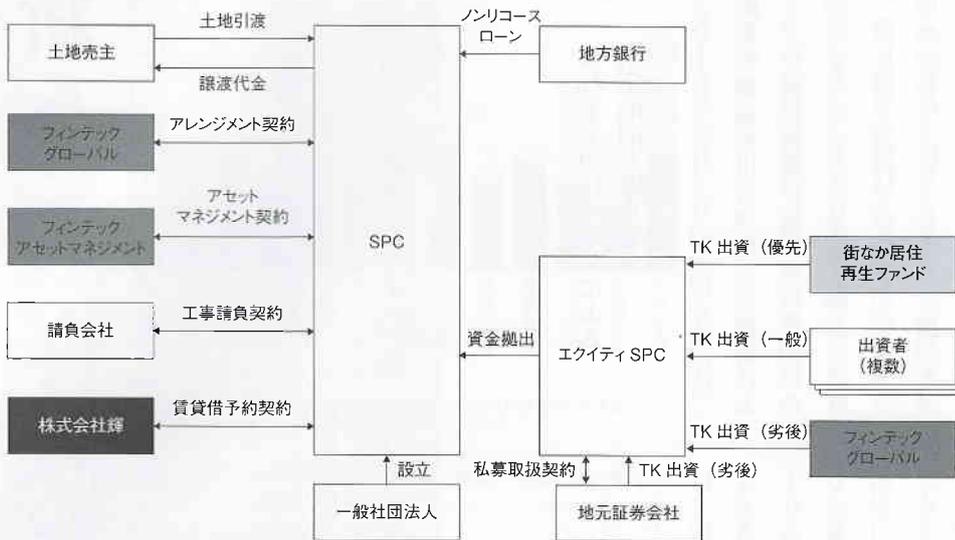


フィンテック グローバル(株) 投資銀行本部 第二営業部長 上田彰利氏



(株)輝 代表取締役 狩野美香子氏

■別図 札幌市西区山の手で進行中の開発型ファンドのスキーム図



に直接影響が出ることはない」と聞いています」と狩野氏。  
同スキームを構築した、フィンテックグローバル(株)投資銀行本部バイスプレジデントの景山淳一氏は「不動産オーナーの遊休地活用のように、土地ありき、利回りありきでは、結果的にオペレーターに運営に支障がでてしまうケースがあり

ます。逆に、同スキームの場合は、オペレーターが自信をもって運営できる立場で、希望するビジネスモデルを組み立てられるか、という考え方がスタートラインです。条件が合わなければ、別の立地で検討するだけです。事業の継続性を考えると、オペレーターが運営をしやすい利回り設定というのは大事なことで、よ

いサービズレベルを維持しながら長く運営を続けていたことが、結果的には投資家の利益にもつながります」と、オペレーターのメリットをいかに確保するかを、事業成功のポイントとしてあげる。  
また「とくに昨今は金融機関からの借入れ環境が良好なだけに、レバレッジのかけ方によって、出資者にも十分な配当を出すことができます。さらに、二重課税の回避や、倒産隔離などファンドとして備えるべき要件はすべて押さえてあります」(同社投資銀行本部第二営業部長上田彰利氏)と万全のサポート体制をアピールする。輝としては、今後の開発は未定としているが、条件が合えば今後も同様のスキームを活用していきたい考えだ。

「ご当地ファンド」として  
全国規模での活用を提案

ファンド組成のストラクチャーについては、既存物件を買い取った「アルファレジデンス学園前」の場合は、市民ファンドと金融機関からの融資で。今回のような開発型の案件については、加えて公益社団法人全国市街地再開発協会が運営する「街なか居住再生ファンド」もスキームに組み込んでいく(別図)。

今回の案件では、ファイナンスを札幌市に本店を置く地方銀行が担当。地方銀行と取り組んだのは「長期的に地域を支える施設を整備する」という点を理解していただき、条件面でもご協力いただいた(景山氏)からだという。

また、出資者である市民ファンドは、こちらも札幌市に本社を置く証券会社が、自社の顧客に向け出資者を募り約2・6億円を集めた。フィン

会社概要	
会社名	輝
所在地	札幌市西区八軒6条西9-1-37
代表	代表取締役 狩野 美香子
設立	2002年4月1日
資本金	300万円(2015年8月31日現在)
従業員数	285人(2015年3月現在)
事業内容	訪問介護、通所介護、食事提供サービス 居宅介護支援、小売業

含めると総額で10億円を超えるという。なお、フィンテックでは輝との取組みを含め、札幌市内の4物件(いずれも高齢者住宅)で、同様のスキームを活用した開発・運用を進めているという。

「今後は札幌市だけでなくとどまらず、このスキームを全国へと広げていきたいと考えています。組成したファンドを束ねて、大型のファンドにすることもできますし、出口としてヘルスケアREITがあるのも安心感があります」(上田氏)。

地域の社会資源を地域の資金で整備し、地域に縁が深いオペレーターが運営する。オペレーターの成長が物件の価値を高め、地域の価値向上にもつながる。ご当地づくしの取組みだからこそ、地域にとって最も望ましい好循環を生む仕組みだ。高齢者住宅以外の用途も含めて、今後の取組みがますます注目される。

会社概要	
名称	フィンテックグローバル(株)
所在地	東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズオフィス19階
代表	代表取締役社長 玉井信光
設立	1994年12月7日
資本金	45億4,813万8,528円(2015年8月31日現在)
従業員数	109人(連結2015年6月現在)
事業内容	金融サービス事業(投資銀行業務、企業投資、アセットマネジメント業務)不動産事業(福利厚生サービス事業、一戸建住宅販売、不動産仲介、不動産鑑定事業)公共財関連事業(金融技術を活用した財務ソリューション、公会計導入コンサルティング・パッケージソフト販売、特別目的会社を活用した公民連携)