



ヘルスケアREIT 上場3社 今後の思惑

医療・介護施設流動化
市場成長が停滞する理由

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]

「社会インフラとしてのヘルスケア施設の供給を促進する」という理念の下で、2014年、2015年とヘルスケアリート3社が上場して、2年近くが経過した。

上場を機に流動性が高まることで、高齢者向け施設の整備が加速すると期待される中、各社が決算説明会資料で投資戦

略を描いているが、開示されている物件取得状況や物件供給のパイプラインの状況からは、新しいアセットタイプとしてのキャブレート感や将来のマーケット規模や外部成長のイメージが明確ではなく、投資家が今後の投資戦略を描けるだけのトラックレコードが示されていない状況

が続いている。そこで、現況を分析しながら、投資対象としてのヘルスケアアセットの流動化が進まない原因は、どこにあるのかを検証した。

ヘルスケアリートの
「現状」と「課題」

専門リート3社の現状

今後の課題



ヘルスケアリート各社の概略

	日本ヘルスケア投資法人	ヘルスケア&メディカル投資法人	ジャパン・シニアリビング投資法人
上場日	2014/11/5	2015/3/19	2015/7/29
公募価格	150,000	110,000	190,000
初値	222,000	170,000	170,000
出資総額(百万)	10,349	12,714	15,532
1口出資額	138,663	105,507	183,265
投資口数	74,632	120,500	84,750
NAV	198,329	115,076	196,339
2016年初来高値	198,900	114,700	167,500
2016年初来安値	163,100	93,600	125,000

2017年1月11日値

投資口価格	177,100	105,900	143,800
NAV倍率	0.89	0.92	0.73
配当利回り	4.63%	4.41%	4.87%
時価総額(百万)	13,217	12,761	12,187

上場後の各社 外部成長の状況は？

3社が上場後に取得した物件は、日本ヘルスケア投資法人が7物件で約53億円、ヘルスケア&メディカル投資法人は現状では2物件で約13億円であるが、1月12日付けで公募による新投資口発行を発表し、本年2月及び3月に合計6物件で約134億円の物件取得を予定している。ジャパンシニアリビング投資法人は、上場後の物件取得はないが、老人保健施設6物件で約120億円の優先交渉権を取得し、2019年3月までの物件取得を目指している。ここに来て、スポンサーサイドのウェアハウジングファンドでの購入や優先交渉権を取得してた物件のリートへの組み入れが進み始めており、徐々にマーケットへの外部成長を示し始めている。

日本ヘルスケア投資法人に続き、ヘルスケア&メディカル投資法人も公募増資を行ったが、現状は、投資口価格の停滞により2社が公募価格を下回っており、公募増資のタイミングが難しく、積極的な新規物件取得が難しい状況が続いている。投資口価格低下→公募増資困難→物件購入困難→外部成長示せない→投資口価格低下の悪循環からの早期の脱却が期待される。投資口価格の停滞により時価総額も減少傾向となり、3社合わせた時価総額は現状では400億円に満たない。NAV（net asset value）倍率も低下しており、新しいアセットタイプとしての魅力がマーケットに訴求されていない状況が窺える。このようなヘルスケアリートの実状は、介護アセット独特のリスクにより、上場前に想定された以下のような課題の解決へ向けて、未だ道半ばであることを物語っている。

内部成長むずかしい特性 外部成長戦略の明確化が必要

当初の課題は、介護系アセットの場合、高齢者が入居しているために、建物のリニューアル工事等によって内部成長を示すことが困難なため、リートとしての外部成長戦略を明確にして投資家の支持を得る必要があるという点。オペレーターの事業歴が浅く、投資適格性のある信用力の高いオペレーターが少ない。

また、日本の施設系介護事業は、2000年の介護保険導入以降に参入してきた事業会社が多いために、事業歴が浅く、信用力が低い傾向があり、投資適格性のある信用力の高いオペレーターが限定的である。

供給は地主の有活主体 自社所有の物件少ない

マーケットに存在する既存の介護系アセットのホルダーは、個人地主が大半であり、相続税対策目的の所有のため、マーケットに案件として出てこない。地主案件に頼った施設開発を進めてきたオペレーターが自社所有しているケースが少なく、セール&リースバックによるアセットの取得が非常に限定的である。アメリカのヘルスケアリートのように、多拠点展開するオペレーターが所有するアセットを一気に流動化するような大規模案件がマーケットにほとんど存在しない。

以上の課題から、既存アセットの案件パイプラインの構築には限界があることは想定されており、地主案件にかかわるホルダーとして、オペレーターとのパートナーシップを構築し、リートのスポン

サー中心の開発型による外部成長戦略を進めていくことが今最も必要な施策と思われる。

ヘルスケアリート 上場効果は大きい

ヘルスケアリートが上場したことで、開発型案件に取り組む際にエグジットストーリーを描くことが可能になり、オペレーターとのパートナーシップによる開発型ファンドの取組みが可能になったことはヘルスケアアセット投資を大きく拡大する機会となった。ヘルスケアリートの存在は、オペレーターにとって、新規施設を開発段階から投資家に依頼することが可能になった点で、具体的にリートとのパートナーシップによる施設開発を検討できる環境が整ってきている。

開発型案件への取り組み

リートが直接的に開発案件を扱うことはできないため、スポンサー側で開発リスクを調整してオペレーターとの開発型の案件パイプラインを構築し、出資先のヘルスケアリートとの協業による外部成長戦略支援をアピールして、マーケットの期待に沿ったIR戦略を進めていく事で状況は大きく転換すると思われる。

人口動態の変化による高齢者数の増加は止めようもなく、2025年には団塊の世代が75歳の後期高齢者となり、特に都市部では高齢者数は激増し、都市部ほどヘルスケアアセットの整備は遅れている。国内でのヘルスケアアセットの潜在力は非常に高いものがあり、投資対象とした場合の日本の介護事業独特の課題を解決していくことで、他のアセットタイプにない外部成長を示していくことは十分に可能と思われる。



ヘルスケア資産の証券化 停滞状況とその要因

既存案件の場合の要因

▶ 投資適格性のある物件が減少

ヘルスケアリートが保有する53物件の1物件当たりの平均取得価格は約13億円、平均の居室数は90室であり、リートが購入可能な投資適格性のある物件は、一定の規模が必要となる。そのため、リーマンショック前に証券化された投資適格物件が概ねリートをはじめとする投資家に購入されており、マーケットで購入可能な投資適格性のある物件が減少している。

▶ キャップレートの低下による価格高騰

投資適格性のある物件が少ないことから、最近のヘルスケアリート取得時のキャップレートが5%を切るところまで下がっており、投資対象とした場合の利回りが合わないため購入のタイミングが非常にむずかしくなっている。

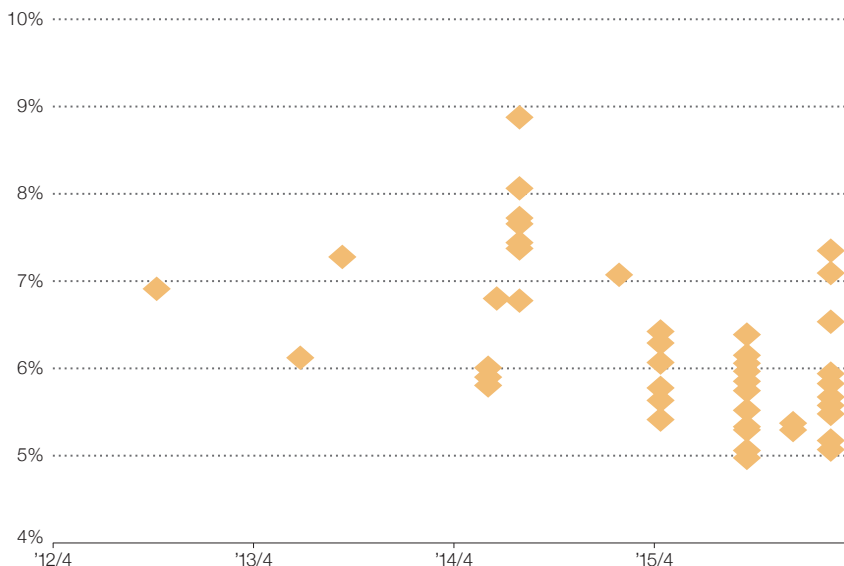
開発案件の場合の要因

▶ 投資適格性が担保できる上位オペレーターの新規施設開設のスピードが落ちている。

トップオペレーター2社が大手の資本傘下となり、この数年間は事業の再生期間と捉えられていることから、新規施設開設を見合わせている影響等で、2011年から続いていた新規開設ラッシュが落ち着きはじめ、開発案件が減少している。

また、国が主導する地域包括ケアの取り組みが大きなベクトルとなり、施設サービスから在宅サービスの展開へと各社

J-REITによるシニア物件取得時のキャップレート



がリソースを移し始めている。

タムラプランニングのデータでも、2016年の新規施設開設数は、2015年の半分近くまで減少している

▶ 介護保険制度の施行から16年経過し、地域での必要な施設整備が進んだ。特定施設の整備が完了し、サービス付き高齢者住宅の整備が進んだため、地域ごとの民間高齢者住宅の整備状況が進捗した。エリアによっては、施設入居が見込まれる高齢者数を上回る整備が進み、サービス付き高齢者向け住宅の競合激化で既存の特定施設にまで稼働率の悪化の影響が出ている。

▶ 建築単価の上昇による開発案件のスタック

建築単価の上昇により、建築費が上がる中、オペレーターの賃料負担力には限界があるので、利回りが合にくい。そのため、土地購入価格からのコストコントロールによって建築費を抑

え、オペレーターとの賃料目線を合わせる必要があり、案件化のハードルが上がっている。

①ヘルスケアアセットを投資対象とする際の実務上のハードル

▶ 不動産のクオリティとオペレーターの信用力の両方に投資適格性が必要。

不動産としては築年数が浅く立地が良くても、マスターレシーとしてのオペレーターのクレジットやレピテーションに投資適格性がない場合は、購入できない。オペレーターとしてのクレジットが高くて、不動産デューデリジェンスに耐えられない築年数のものは購入できない。両方の投資適格性が意外と合にくい特徴がある。

▶ 既存案件については、証券化前提での購入のハードルが高い。

地主所有案件や不動産会社所有案件の場合、物件取得時に将来の証券化を前提としていないため、マーケット

に出てきても既存の契約条件に証券化に必要な条項が盛り込まれていない事と、甲乙負担についても曖昧なものが多いので、マスターリース契約の変更について、オペレーターと協議が必要となるが、オペレーターにとってはオーナーチェンジだけなので、契約内容変更に応じる義務はなく、一般的にはオペレーター側に契約書条項についての知見がある担当者がいないため、投資対象としての物件購入は難しくなる。

②病院アセットの証券化の可能性と課題

▶多くの病院が建替え時期を迎えている。

耐震性の観点から1970年代に建築された病院が建替え時期を迎え、大きな資金ニーズが発生しており、銀行借入以外の資金調達手段としてのヘルスケアリートの活用には、今後、大きな可能性がある。

病院アセットの可能性と課題

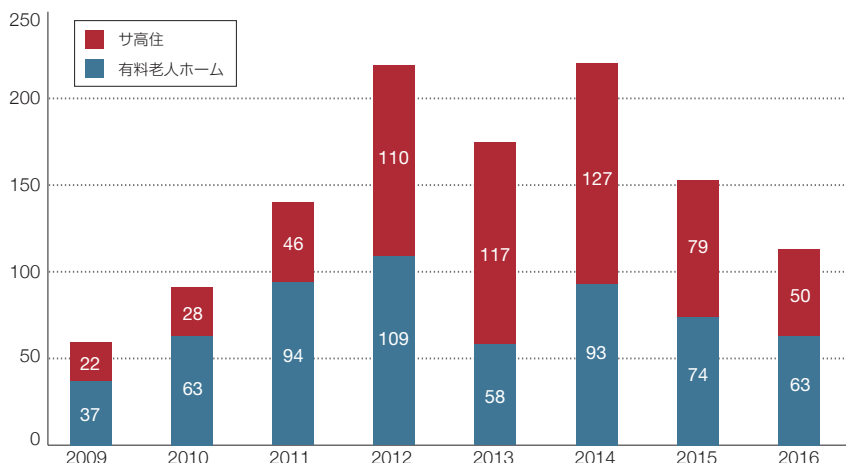
▶病院側の流動化ニーズ

銀行が長期低利息で融資している状況下では、キャッシュフロー上の流動化メリットを訴求しにくいと、信用力がありメインバンクがサポートしている医療法人では、新しい資金調達手法としての流動化を選択するケースは限定的となる。

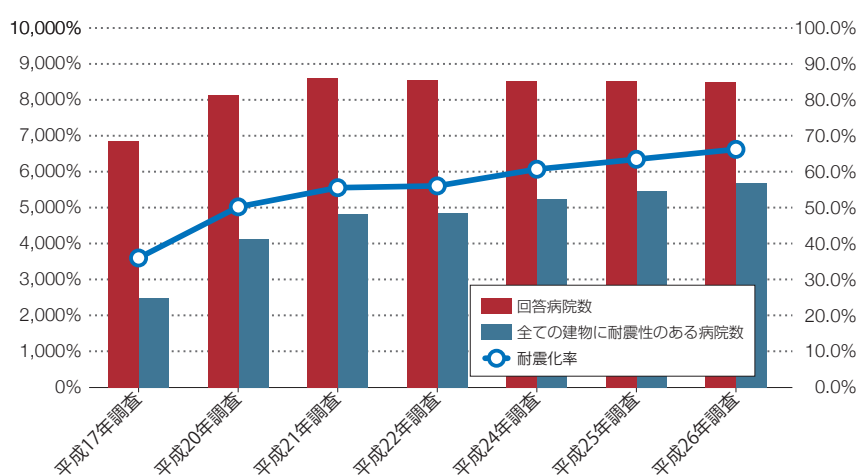
今までの病院流動化案件の傾向をみても、メインバンクから再生目線で病院のオフバランスを提案され、エグジットを病院の買戻しとしたスキームで、再生案件として信用力の低い法人がターゲットであった。病院の場合、地元のメインバンクの支援体制が構築されているので、信用力と流動化ニーズはマッチしにくいのが現状である。

検討物件があっても、セール&リースバックの場合、病院の築年数が古い案

上位10社の新規開設数推移



病院不動産、耐震化率の推移



件が多く、急性期病院の場合には所属する医師のスキルで外来患者の集患力が属人的となり、キャッシュフローが医師のスキルに依存してしまうなど、流動化のハードルが高いのが実情である。

また、病院をリートで購入する場合には、国土交通省の病院ヘルスケアリート活用ガイドラインに沿って、購入決定前の物件デューデリジェンスの段階で、購入に当たっての契約条件について、医療法への抵触の可能性を確認する必要がある。

さらに、非営利性の高い医療法人が運営する病院の投資上の取組みのハードルとして、地域医療を担う医療法人に対して、賃料不払い時のキックアウトが事実上不可能であり、オペレーターチェンジによる将来キャッシュフローの毀損要因のヘッジ手法が限られる。

▶投資対象としての病院アセットの可能性

病院不動産の流動化が難しい中でも、老人保健施設は、介護保険以降に多く建設されたことから築年数の浅い物件が多く、在宅復帰を基本とするため家族が来訪するために交通アクセスのよい場所が多く、医療法人が運営するために規模の大きな物件が多く投資対象としての不動産としてのクオリティは非常に高い。ジャパンシニアリビング投資法人がスポンサーが組成した老人保健施設6物件の優先交渉権を取得した事例でも、6物件で120億円、平均築年数は10年である。

急性期病院は、医師の質に頼る部分が多く、慢性期病院は、築年数の古いものが多いため、病院アセットの流動化の可能性があるのは、オペレーショ

ンへの医師の関与が少なく、医師の属人的なリスクが少ない老人保健施設が検討できる。今後は、医療法人への新規開設、既存物件のセール&リースバックの働きかけしだい、新しい投資対象となる可能性がある。

③ヘルスケアセクターの潜在力

▶介護業界のM&Aが進み、大手資本の傘下で産業化が進んでいる。

上場企業の中期経営計画にもヘルスケアセクターへの取組が盛り込まれるようになってきており、一昨年から続く大手資本の介護事業会社買収の動向が、今後の介護セクターの大きな将来性を物語っている。大手資本傘下で、内部管理体制、リスク管理体制等のガバナンスが強化されることでレピテーションリスクをコントロールすることが可能になり、国内の成熟産業としての位置づけられるようになる事が期待される。

▶また、オペレーションのIT化計画も進んでおり、ヘルパー依存のオペレーションから、ICTを取り入れたシステムマッチなオペレーションへ転換することで、オペレーションの生産性が上がることも期待されている。

▶国が推進する地域包括ケアの方針を受けて、地域で基幹となる介護施設を中心に、介護保険に頼らない在宅系のシニア向けサービスの展開も始まっている。

オペレーターが大手資本傘下となることで、信用力が上がり、今まで以上に投資対象になるオペレーターが広がることは、ヘルスケアアセットの今後の投資戦略の策定に関して明確な指標となる。介護セクターのビジネス範囲は、非常に裾野が広く、投資対象としての新しいマーケット創出機会にも恵まれており、他のセクターにないビジネスとしての潜在力が確認できる。

▶オペレーターによるアジアへの介護事業進出が本格化

国で検討が進んでいた「アジア健康構想」（アジア地域への地域包括ケアシステムの構築や日本の民間事業者等の進出促進等の相互互惠的なアプローチによる取組）が、昨年の7月に予算化が決まり、アジア地域に展開する介護事業者の様々な支援策が打ち出されている。

すでに多くの日本のオペレーターが中国、アジアに進出しているが、オペレーターのアジア進出を政府がサポートすることで、アジア各国で日本発のJ-CAREを取り入れた本格的な事業参加が期待される。アジアでの施設開発が進んでいくことで、将来的には、アジアのヘルスケアアセットを投資対象として、更なるマーケット拡大が期待される。

④ヘルスケアアセット投資の転換点を迎えている

ヘルスケアセクターの将来的なビジネスとしての潜在力は、現時点でのヘルスケアリートのパフォーマンスだけでは、判断できない。ヘルスケアセクターの将来性に裏付けされた投資機会は、国内の介護セクターの産業化の進展によって、大きな転換点を迎えると思われる。

▶高齢者施設リートから、シニアレジデンスリートへの転換

ヘルスケアリートが取得したヘルスケアアセットは、ほとんどが要介護者向けのアセットであり、アメリカのヘルスケアリートで分類される「ナーシングホーム」という単独カテゴリー中心にポートフォリオが構成されているのが現状である。

日本老年学会は高齢者の定義を75歳以上とするように提言しており、現在の高齢者は10～20年前に比べ5～10歳若返った状態にあるという。今後は同じヘルスケアアセットでもリタイアメント後の自立高齢者向けのシニアレジデ

ンマーケットが期待される。

オペレーター側でも、2018年の介護報酬と診療報酬の改定によって、ドラスティックなマイナス改定が予測されることから、介護報酬に頼らない「介護保険外サービス」の商品開発を急いでいる。介護事業のオペレーションリスクを取る、要介護者向け施設投資という社会問題解決型の投資スキームから、高齢期のライフスタイルを提案するような自立高齢者向けのアセットタイプにも対象を広げて、投資家サイドでも制度リスクをヘッジできるような、ヘルスケアアセットのポートフォリオ戦略を組み込んだ投資戦略が今後の課題となる。

また、今後進んでいくヘルスケアアセットのグローバル投資マーケットを見据えた上で、国内外投資のグランドデザインを描き、アジアへ投資対象を拡大することも検討課題になると思われる。



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
合同会社
ライフサイエンス
ヘルスケア
アドバイザー

医療法人にて事務長、社会福祉法人にて施設長を務め、法人の地域包括ケアに関わる新規事業の展開、社会福祉法人の新規設立等のプロジェクトを推進。2003年より国内独立系のコンサルティング会社の医療事業部にて、医療法人・介護事業者向けの事業再編、全国事業展開等の支援等を行なう。06年新生銀行に入行し、不動産ファイナンス部にてヘルスケアアセットのストラクチャードファイナンス、バリュエーション、キャッシュフロー分析の手法をプロダクトする。日本の銀行として初の有料老人ホームの不動産流動化を行ない、その後約20件のSPCに対しノンリコースローンを提供する。10年にはヘルスケアファイナンス部を創設してヘルスケアセクター向けのアセットファイナンス、コーポレートファイナンスを推進し、J-REITでのヘルスケアリート立上げに参画する。14年より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、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新規事業化支援、資金調達支援、M&A支援、アジア進出支援、事業再編、事業再生等の活動を行なっている。公益社団法人 日本医療経営コンサルタント協会 認定登録 医療経営コンサルタント