

資料 2

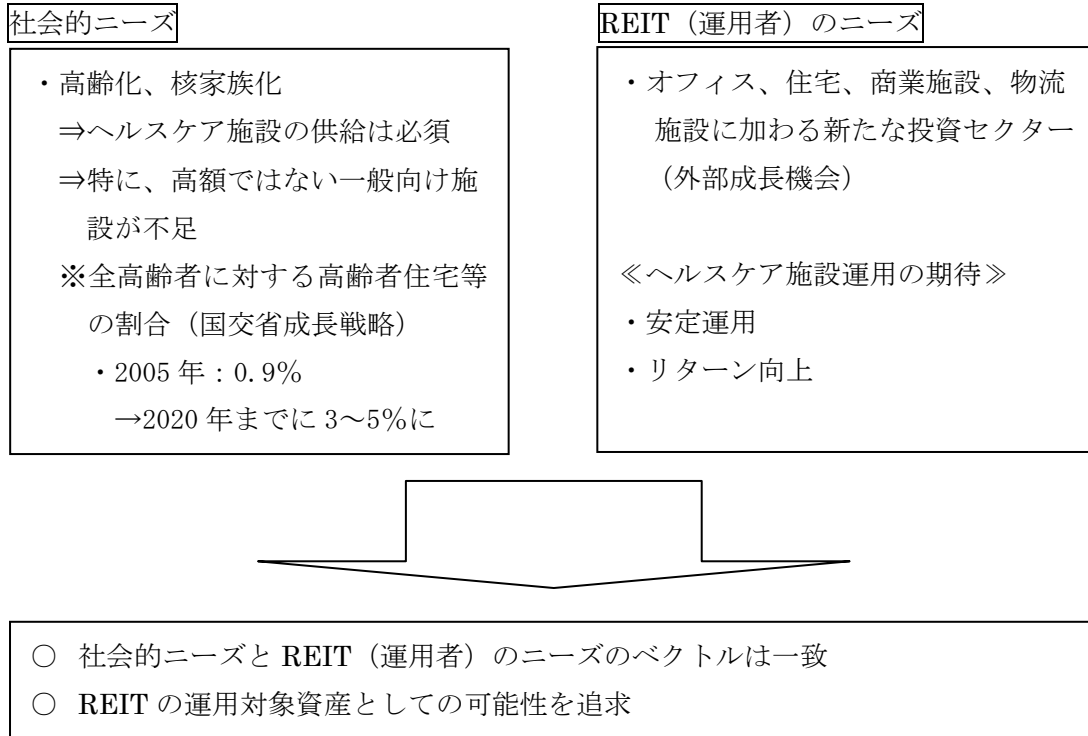
第 1 回「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」資料

「ヘルスケア施設への投資検討の考え方」

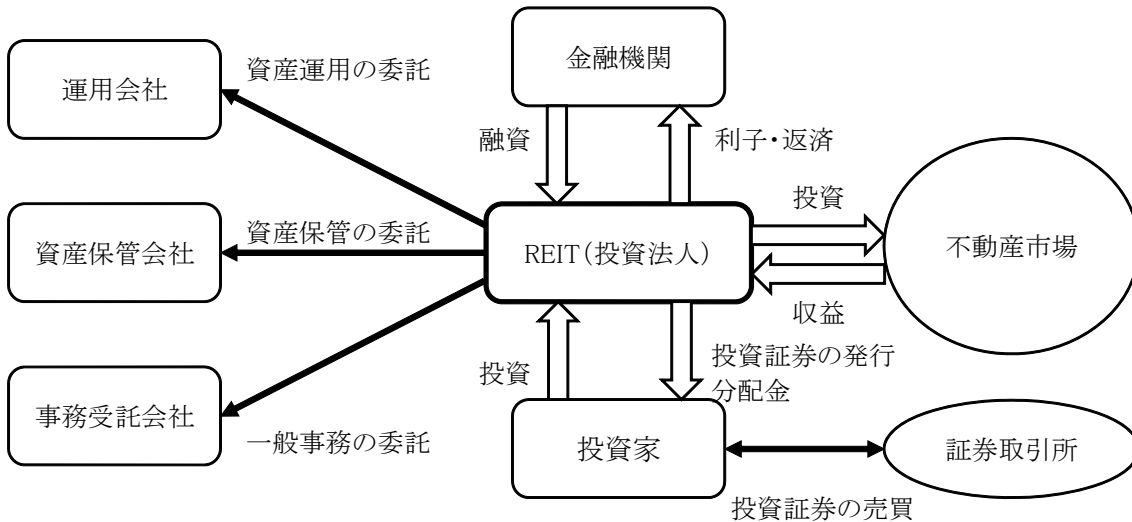
平成 2 4 年 1 0 月 5 日

野村不動産投資顧問株式会社

1. 総論



<REITの仕組み>



<不動産 REIT の特徴・メリット>

- ① 小口投資…一般的に不動産投資は数億円単位となるが、REIT なら数十万円程度から投資が可能
- ② 安定利回り…現在の上場 REIT の利回りは5%程度であり、分配金も安定しているものが多い
- ③ 流動性…REIT が上場することで、不動産投資に流動性を付与
(35銘柄が上場、時価総額 3.7兆円)

2. ヘルスケア施設の分類

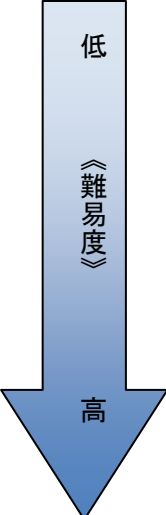
(1) 一般的な分類

	分類	代表的な施設
1	医療	病院、診療所（医療モール）、老人保健施設
2	介護	サ付高齢者向け住宅、有料老人ホーム、特別養護老人ホーム
3	保育	幼稚園、保育所（保育園）、託児所
4	保健	スポーツジム

(2) 投資不動産としての分類（例）

《視点》

- ・民間（営利法人）で事業が可能か
- ・施設の特異性、利用者との契約形態等

	施設	分類事由	
	1	診療所（医療モール）、保育所・託児所、スポーツジム	投資不動産の「テナント」として、既に事例あり
	2	サービス付き高齢者向け住宅	民間（営利法人）で事業が可能 最終利用者との契約が賃貸借契約 施設の特異性がそれほど高くない
	3	有料老人ホーム 認知症高齢者グループホーム	民間（営利法人）で事業が可能 最終利用者との契約が賃貸借契約でない 施設の特異性がやや高い
4	病院、老人保健施設、特別養護老人ホーム、幼稚園	民間（営利法人）では事業ができない 施設の特異性が高い	

※1→4の順で、投資の難易度が高くなると考えられる

- 上記の表「1」の施設は、既に投資実績有り
- サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホームへの投資について、優先的に可能性を検討

3. 投資資産としての評価ポイント

(1) サービス付き高齢者向け住宅 (vs 賃貸マンション)

※評価：主に賃貸マンションとの比較において、A=優れる B=やや劣る C=劣る

項目	①評価	②投資資産として望ましい内容	
		③サービス付き高齢者向け住宅の特性・評価	
		④運用上の考え方、対応策	
1 収益性	① (A)	②収益性は高い方が望ましい	
		③対象資産としての特殊性から、期待収益は高くなる	
		④期待収益を達成できるものに投資 【REIT 事例】賃貸マンション：概ね 5.0～6.0% (←プラス α を追求)	
2 収益安定性	① A	②収益が安定している方が望ましい	
		③事業者による長期賃貸借契約が基本となり、収益の安定が期待できる	
		④REIT など、安定運用を志向するファンドに適性がある	
3 流動性	①C→B	②流動性が高い (売却し易い) 方が望ましい	
		③ (今のところ) 買い手は限定的で、流動性は劣る →今後、売買事例が活発化すれば、流動性向上が期待できる	
		④有期限のファンド (資産売却により終了) ではなく、ゴーイングコンサーンである REIT の投資であれば、デメリットは軽減できる	
4 資産価格の安定性	① B	②資産価格が安定している方が望ましい	
		③資産価格の維持/向上について、オペレーション巧拙の依存度が高いと考えられる	
		④オペレーターによる投資案件の選別、バックアップ・オペレーターの確保によるオペレーションリスクの軽減が必要	
5 代替性	① B	②他のオペレーターでも事業継続が可能な物件が望ましい	
		③オペレーターが破たんした場合においても、用途の転換は困難であり、代替オペレーターの招聘により事業を継続することが必要	
		④投資開始時より、バックアップ・オペレーターの契約を確保する。 敷金・入居一時金の保全措置を講じる	
6 事業の安定性・永続性	① B	②オペレーターの事業が、安定していることが望ましい	
		③当該事業に関わる制度変更/法令改正等により、オペレーターの事業採算が悪化したり、入居者の需要が減退したりするリスクが存在する	
		④ (介護事業に関わる制度等の簡素化と安定化は、投資活動にプラス)	

(2) 介護付有料老人ホーム (vs 賃貸マンション)

※評価：主に賃貸マンションとの比較において、A=優れる B=やや劣る C=劣る

項目	①評価	②投資資産として望ましい内容	
		③介護付有料老人ホームの特性・評価	
		④運用上の考え方、対応策	
1 収益性	① (A)	②収益性は高い方が望ましい	
		③対象資産としての特殊性から、期待収益は高くなる	
		④期待収益を達成できるものに投資 【REIT 事例】 賃貸マンション：概ね 5.0～6.0% (←プラス α を追求)	
2 収益安定性	① A	②収益が安定している方が望ましい	
		③事業者による長期賃貸借契約が基本となり、収益の安定が期待できる	
		④REIT など、安定運用を志向するファンドに適性がある	
3 流動性	① C	②流動性が高い (売却し易い) 方が望ましい	
		③ (今のところ) 買い手は限定的で、流動性は劣る	
		④有期限のファンド (資産売却により終了) ではなく、ゴーイングコンサーンである REIT の投資であれば、デメリットは軽減できる	
4 資産価格の安定性	① C	②資産価格が安定している方が望ましい	
		③資産価格の維持/向上について、オペレーション巧拙の依存度がかなり高いと考えられる	
		④オペレーターによる投資案件の選別、バックアップ・オペレーターの確保によるオペレーションリスクの軽減	
5 代替性	① C	②他のオペレーターでも事業継続が可能な物件が望ましい	
		③オペレーターが破たんした場合においても、用途の転換は困難であり、代替オペレーターの招聘により事業を継続することが必要。 入居一時金の保全措置が無い場合、代替オペレーターの招聘が難しい	
		④投資開始時より、バックアップ・オペレーターの契約を確保する。 敷金・入居一時金の保全措置を講じる	
6 事業の安定性・永続性	① B	②オペレーターの事業が、安定していることが望ましい	
		③当該事業に関わる制度変更/法令改正等により、オペレーターの事業採算が悪化したり、入居者の需要が減退したりするリスクが存在する	
		④ (介護事業に関わる制度等の簡素化と安定化は、投資活動にプラス)	

サービス付き高齢者住宅と介護付き有料老人ホームとの比較において、有料老人ホームの方がよりオペレーションへの依存度が高く、投資分析の難易度も高いと考えられる

(3) 賃貸マンション・サ高住・有料老人ホームの開発コストに対する収益力比較

1) シミュレーション例 (その1)

～東京近郊物件 (都心より電車で30分圏内の駅。駅から徒歩10分以内)

①モデル物件取得価格 (積算価格)

土地面積	(坪)	300	容積率	(%)	200
土地単価	(千円・坪)	990	延床面積	(坪)	720
土地代金	(千円)	297,000	建築単価	(千円・坪)	750
			建物代金	(千円)	540,000
			諸費用	(千円)	83,700
			物件開発費用合計	(千円)	920,700
			利益率	(%)	10
			物件売買代金	(千円)	1,012,770

=開発コスト

②タイプ別想定利回り (対開発コスト)

i) 賃貸マンション

専有/延床面積比率	(%)	80	稼働率	(%)	95
専有面積	(坪)	576	月額賃料(稼働率反映)	(千円)	6,061
1戸当り面積	(坪)	6.5	経費率	(%)	20
総戸数	(戸数)	89	月額経費	(千円)	1,212
1戸当り賃料	(千円)	72	月額NOI	(千円)	4,849
月額賃料	(千円)	6,380	年額NOI	(千円)	58,188
			利回り	(%)	5.8

ii) サービス付き高齢者住宅

専有/延床面積比率	(%)	65	オペレーター賃料負担率	(%)	80
専有面積	(坪)	468	オペレーター支払賃料	(千円)	5,074
1戸当り面積	(坪)	7.6	経費率	(%)	10
総戸数	(戸数)	62	月額経費	(千円)	507
1戸当り賃料	(千円)	103	月額NOI	(千円)	4,567
月額賃料	(千円)	6,343	年額NOI	(千円)	54,800
			利回り	(%)	5.4

iii) 有料老人ホーム

専有/延床面積比率	(%)	50	オペレーター賃料負担率	(%)	70
専有面積	(坪)	360	オペレーター支払賃料	(千円)	6,207
1戸当り面積	(坪)	5.4	経費率	(%)	10
総戸数	(戸数)	67	月額経費	(千円)	621
1戸当り賃料	(千円)	133	月額NOI	(千円)	5,586
月額賃料	(千円)	8,867	年額NOI	(千円)	67,032
			利回り	(%)	6.6

2) シミュレーション例 (その2)

～東京郊外物件 (都心より電車で1時間程度の駅。駅から徒歩15分程度)

①モデル物件取得価格 (積算価格)

土地面積	(坪)	300	容積率	(%)	200
土地単価	(千円・坪)	496	延床面積	(坪)	720
土地代金	(千円)	148,800	建築単価	(千円・坪)	750
			建物代金	(千円)	540,000
			諸費用	(千円)	68,880
			物件開発費用合計	(千円)	757,680
			利益率	(%)	10
			物件売買代金	(千円)	833,448

=開発コスト

②タイプ別想定利回り (対開発コスト)

i) 賃貸マンション

専有/延床面積比率	(%)	80	稼働率	(%)	95
専有面積	(坪)	576	月額賃料(稼働率反映)	(千円)	5,388
1戸当り面積	(坪)	6.5	経費率	(%)	20
総戸数	(戸数)	89	月額経費	(千円)	1,078
1戸当り賃料	(千円)	64	月額NOI	(千円)	4,310
月額賃料	(千円)	5,671	年額NOI	(千円)	51,723
			利回り	(%)	6.2

ii) サービス付き高齢者住宅

専有/延床面積比率	(%)	65	オペレーター賃料負担率	(%)	80
専有面積	(坪)	468	オペレーター支払賃料	(千円)	4,976
1戸当り面積	(坪)	7.6	経費率	(%)	10
総戸数	(戸数)	62	月額経費	(千円)	498
1戸当り賃料	(千円)	101	月額NOI	(千円)	4,478
月額賃料	(千円)	6,219	年額NOI	(千円)	53,736
			利回り	(%)	6.4

iii) 有料老人ホーム

専有/延床面積比率	(%)	50	オペレーター賃料負担率	(%)	70
専有面積	(坪)	360	オペレーター支払賃料	(千円)	6,207
1戸当り面積	(坪)	5.4	経費率	(%)	10
総戸数	(戸数)	67	月額経費	(千円)	621
1戸当り賃料	(千円)	133	月額NOI	(千円)	5,586
月額賃料	(千円)	8,867	年額NOI	(千円)	67,032
			利回り	(%)	8.0

4. 検討課題（その1）～投資主体選定の考え方

(1) 私募ファンドか、REITか

	私募ファンド	REIT
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ・規模：【50】～【500】億円 ・5年～10年の有期限である ・機動的なファンド設定が可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・規模【500】～【5,000】億円 ・無期限である ・長期的視点でファンド設定
検討のポイント	<ul style="list-style-type: none"> ・有期限のため、ファンド終了時に資産売却が必要 	<ul style="list-style-type: none"> ・無期限のため、原則的に取得資産の長期保有を行う
方向性	ヘルスケア資産は長期安定的に収入を得られる一方、(今のところ)流動性に劣ると考えられるため、長期保有を前提としたREITを投資主体とする方が好ましいと考えられる	

(2) 総合型REITか、特化型REITか

	総合型REIT	特化型REIT
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ・規模：【1,000】～【5,000】億円 ・オフィス、商業施設等、多様な不動産の一部として投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・規模【500】～【1,000】億円 ・ヘルスケア資産に特化して投資
検討のポイント	<ul style="list-style-type: none"> ・既存REITへの追加資産として、投資案件に応じて、徐々に資産を増やしていくことが可能 ・借入金の調達容易 	<ul style="list-style-type: none"> ・一定規模の投資案件が必要 ・継続的なエクイティファイナンスが必要 ・借入金の調達条件に懸念
方向性	総合型REITによる一定シェアでの投資及び特化型REITの設立、何れも可能。既上場の総合型REITによる投資が、投資実現への近道。	

(3) 上場REITか、非上場REITか

	上場REIT	非上場REIT
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ・不特定多数の投資家を対象 ・株価変動はマーケット動向に影響を受けやすい ・マーケット環境により、資本調達が左右される 	<ul style="list-style-type: none"> ・特定のプロ投資家を対象 ・株価変動はマーケット動向に影響を受けにくい ・投資家ニーズがあれば、安定した資本調達が可能
検討のポイント	<ul style="list-style-type: none"> ・市場変動にディフェンシブなヘルスケア資産の特性が活きる ・CSRの観点を広くアピールできる ・高齢者の個人投資を取込みやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ・CSRの観点を特定の投資家にアピールすることが可能 ・投資口解約時に物件売却を想定することが必要
方向性	上場・非上場REITともに、投資実現可能性は高いが、ディフェンシブ特性の発揮、個人マネーの取込みの点では、上場REITに優位	

5. 検討課題（その2）～投資ガイドラインの考え方

(1) 住居系 REIT の投資ガイドライン（主要部分一例）

	項目	内容
1	用途	主として居住用施設であること
2	立地	三大都市圏のほか、全国主要都市に立地していること ミクロエリアにおいて、賃貸需要の安定性が見込めること
3	投資規模	1 物件あたりの投資金額が、全体の 30%以下となること
4	耐震性	新耐震基準に適合、または同水準以上であること
5	テナント構成	分散が図られていること 一括賃貸物件については、賃貸相手先法人の信用力、退去後のテナント誘致の見込み等を勘案
6	権利関係	土地建物の所有権を原則とする。 (区分所有、借地権等については、個別判断)
7	環境・土壌等	建物について有害物質の使用等に関する問題が無いこと 土壌汚染のおそれがないこと

(2) サ高住・有料老人ホームの投資ガイドラインの考え方（例）

項目	総合型 REIT	特化型 REIT
①立地/エリア	賃貸マンション立地に準ずる ～全国主要都市、駅徒歩圏	当該施設の安定した需要が見込める立地～駅徒歩圏でなくとも可
②投資規模	【上限】1 物件あたりの投資金額が、全体の 30%以下となること 【下限】1 物件あたりの投資金額が、【5】～【10】億円	
③テナント構成 (オペレーター)	大手（上場企業）、若しくは中堅企業（運営施設数【10】ヶ所以上） で原則バックアップ・オペレーター契約が確保できているもの	
④期待リターン	賃貸マンション+ α （ α = 【0.5】%～【1.0】%）を期待	当初、他の資産タイプに比べて高いリターンを期待されるが、その後は独自目線を形成
⑤その他	上記住居系 REIT の投資ガイドラインと同等	

- 総合型 REIT：新規投資資産には、既存ポートフォリオへの「プラス効果」を期待するため、投資の考え方も既存の延長線となり易く、期待リターンも「既存+ α 」を求める
- 特化型 REIT：独自の投資目線を設定することが可能。マーケットの評価を得ることにより、投資目線も進化（物流施設 REIT の例）

以上

- **ご留意事項**

- ・この資料は、「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」における一般的な情報提供を目的としたものであり、一切の金融商品の取引の申し込みまたは勧誘を意図したものではありません。
- ・この資料に記載されている情報は当社が信頼する情報に依拠しておりますが、その内容の正確性、完全性、合理性および妥当性について当社は何らの表明、言明または保証を行うものではなく、資料記載の情報の不正確性または不完全性等について、一切の責任を負いません。また、資料に記載されている内容については、予告なしに変更されることがございます。

- **連絡先**

野村不動産投資顧問株式会社

事業内容	投資運用業
登録・免許等	金融商品取引業者登録
登録番号	関東財務局長（金商）第 374 号
加入協会	社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
電話番号	03-3365-8508
担当	投資運用企画室 大見（おおみ）