

第一回「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



ヘルスケア施設向け投資に関わるヒヤリング
(投資家代表として)

2012年10月5日
エイ・アイ・ピー・ジャパン合同会社
マネージング・ディレクター 安藤 滋

高齢者施設・住宅に特化する投資家としてのご説明（概要）

I. エイ・アイ・ピー・ジャパンの会社概要と投資戦略

1. 高齢者施設・住宅特化型の投資ファンド(国内外の戦略的機関投資家による出資)
2. 10年超にわたるヘルスケアアセットに対する「不動産現物マーケット」と「キャピタルマーケット」の架け橋の役割
3. 投資対象(不動産)としての病院に対する現状の認識

II. なぜ、これまで日本でヘルスケアREITが組成されなかったか？

1. 不動産流動化の対象物件の絶対的不足
2. リーマンショックを境とする投資選好の歴史的な推移
3. 国内の主要な機関投資家の投資スタンス
4. 「高齢者施設・住宅」及びJ-REIT固有の諸問題

III. 関係者のニーズの再確認と日本版ヘルスケアREITへの期待

1. 政府の高齢者福祉政策と「成長戦略」の一環としてのヘルスケア事業の重要性
2. 高齢者にとって「豊かな国民生活」の基盤となる、重要な機能としての「高齢者施設・住宅」の必要性
3. 介護事業者の経営戦略とオペレーション拡大のための課題
4. プロフェッショナルとしてのレンダー・(国内外)機関投資家による新たな融資・投資の対象セクターとしての期待
5. 長期安定的な金融商品を好む傾向にある個人投資家

IV. 日本版「ヘルスケアREIT」創設のための提言

1. 専門型「ヘルスケアREIT」を組成する国内有力会社の存在
2. 広範な機関投資家を呼び込むための環境作り
3. 高齢者層(高齢者予備軍)を中心とした個人投資家にとって魅力的な商品設計
4. J-REITの会計・税務面の整備(なぜシンガポールREITに向かうのかの本質論)

(参考資料) 米国及びシンガポールにおけるヘルスケアREITについて

1. エイ・アイ・ピー・ジャパンの会社概要と投資戦略

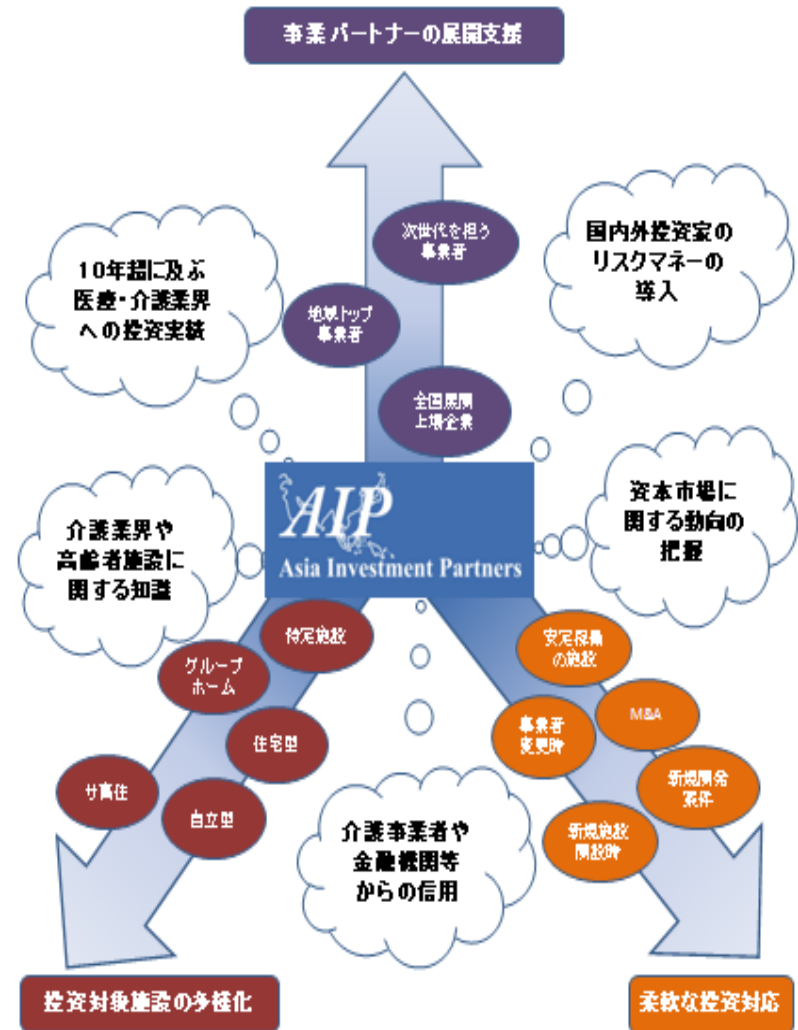
1. 日本拠点設立当初より、社会的貢献度の高い意義ある投資を志向

- a. 2001年よりヘルスケア分野(病院・介護)に焦点を当てた投資戦略を実施。病院再生で10数件の実績を積むも、病院施設への投資は現状対象外。
- b. 2008年以降、高齢者施設への投資を強化し、国内の優良介護オペレーターの運営する高齢者施設10数件(合計1,000室超)の投資を実行済。
- c. 2010年に第4号ファンドの運用を完了し、現在、高齢者施設・住宅に特化した第5号ファンド(国内の戦略的投資家の出資も受入)の運用中

2. 高齢者施設の「不動産マーケット」と「キャピタルマーケット」の架け橋の役割

- a. 2年以内に予定される国内外の「ヘルスケアREIT」の共同設立に向け準備中
- b. 高齢者施設・住宅向け投資の先駆者として、マーケットを拡大する方向で個別案件の投資を検討中
 - ① 取引する介護運営会社の選別と拡大
 - ② 特定施設のみならず、住宅型・サ高住等への投資対象の拡大
 - ③ オペレーター変更・M&A案件及び新規開発型案件への取り組み

商号	エイ・アイ・ピー・ジャパン合同会社
親会社	アジア・インベストメント・パートナーズ・インク (所在地: 米国コロラド州デンバー)
設立	1998年
代表	エイ・バリー・ハーシュフェルド・ジュニア
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
その他	金融商品取引業(投資助言・代理業)登録 一般社団法人日本投資顧問業協会加入 宅地建物取引業者(東京都)



II. なぜ、これまで日本でヘルスケアREITが組成されなかったか？

1. **そもそも不動産流動化の対象物件のボリュームが極めて少ない**
 - a. 介護保険制度が開始された2000年当時より「地主の有効活用案件」として(地主が銀行借入をした上)建物を建築し、オペレーターに一括賃貸するという形式で発展したため、第三者(デベロッパーやファンド)が関与する余地が少ない。
 - b. 大手オペレーターの施設の約8割は「有活案件」と推察される上、その他の施設もオペレーターのバランスシートで保有する形態が多くを占めており、開発や投資のプロである第三者が介在するケースはまれであった。
 - c. 一案件あたりの投資金額が小さく、AUMを重視する投資ファンドからみると「手間のかかる小粒のアセット」との理解。
2. **リーマンショックにより、選好するアセットクラスが出发点に回帰してしまった歴史的経緯**
 - a. 2007年当時に、国内の大手商社・証券会社を中心に、REITの次のアセットクラスとして、ヘルスケア施設が注目されたが、2008年のリーマンショックを契機に、投資対象として外され、その再検討まで数年かかることとなった。
 - b. 2008年前後に、富裕者層向け、自立型、大規模施設も志向する大手オペレーター2社の経営破綻により、金融機関や投資家が大きな損失を被ることとなり、より注意を要するアセットクラスとの評価になってしまった。
3. **国内投資家の投資対象のアセットクラスとして、これまで劣後していたという現実**
 - a. オフィスビル中心主義の存在(マネジメント層はビル開発・投資中心で、別のアセットクラスには手を出したくない意識)。
 - b. 日本を代表する大手不動産会社が(リーマンショック以降)本格的な進出まで決断できず。
 - c. ここ4年間で投資しているのは、外資系のファンドやREITの3社のみ(但し、2011年末より国内組も徐々に参入)。
 - d. 独立系投資ファンドへの出資は(AIJ問題等の影響にて)より慎重になってしまった。
 - e. 投資対象を高齢者施設・住宅に特化する(または戦略的に注力する)ことなしでは投資マーケットが拡大しない。
4. **「投資としての高齢者施設・住宅」の不動産及びJ-REIT固有の諸問題**
 - a. 高齢者施設に係る事業特性の理解が難しいこと(用途転換困難・入居一時金問題・介護報酬への依存等)。
 - b. 社会的な弱者をエンドユーザーとすることに起因するレピュテーションリスクの指摘。
 - c. オペレーターとの賃料体系(原則として長期固定であるため、CF上のバリューアップの余地が極めて限定的)。
 - d. J-REITにおいては、建物の減価償却費相当分を配当として分配できないという自主規制ルールが存在。
 - e. 高齢者施設の不動産鑑定の手法が、不動産鑑定士の中で、まだ広く確立していないこと。
 - f. これまで介護事業者が概して個別施設の運営収支に関する情報開示に慎重であったこと。

III. 関係者のニーズの再確認と日本版ヘルスケアREITへの期待

1. 行政サイドの期待と検討すべき課題

- a. 今後の高齢者人口の増加に対応した高齢者施設・住宅の供給促進の必要性
- b. 高齢者施設・住宅の安定利用の確保(賃料の急激な引き上げ防止・一時入居金の保全等の諸問題の解決)
- c. 厳しい財源の中で、民間資金を有効活用することの重要性
- d. 医療と介護の緊密な連携が重要視される中、病院隣接地での高齢者施設の設置に注目浴びる
- e. 政府の成長戦略の対象となる業界の一つとして、雇用の促進の観点からも地域活性化のために重要な課題

2. 急増する(入居者・賃借人としての)高齢者への対応

- a. 「施設から在宅へ」の流れはありつつも、高まる高齢者施設・住宅の必要性(特に東日本大震災後の意識の変化)
- b. (要介護度・保有資産・家族構成等の点で)多様化する個人に対応した高齢者施設・住宅の品揃えが急務
- c. 安心して入居できる信頼感をもった介護事業者の選別(破綻リスクの回避・事業継続のスキームの確保)

3. オペレーションを拡大したい介護事業者の経営戦略と課題

- a. 今後20年間の日本の将来像を見据え、高齢者事業を拡大すべきという経営戦略あり
- b. “Japanese Kaigo”を海外に展開する潜在的な可能性大(ミドルクラスの介護施設のオペレーションは世界一との評価)
- c. 好立地の発掘と資金調達の手法の多様化(特に施設の改修や耐震工事の実施)が課題
- d. (短期的な売買が予定されない)安定的な継続保有の主体の確立が急務

4. 「成長分野」への融資を拡大したいレンダーと新たな投資対象を見出したい(国内外)機関投資家

- a. メガバンクや地域金融機関において、「成長分野」の一つである医療・介護分野向け融資拡大の使命感あり
- b. ヘルスケアREITが出来れば(最終出口も明確になるので)出資や融資も本格的に実施したいとの意見多い
- c. 金融機関内にて一旦同分野への標準的な融資手法が確立すれば、恒常的な案件の持ち込みが予想される
- d. 分散投資の観点から、投資対象の多様化を指向する国内投資家
- e. 日本の高齢者施設・住宅は、海外の投資家から見て「投資戦略で成功するストーリー」としても説得的なアセットクラス

5. 低リスクで安定的な投資対象を渴望する個人投資家

- a. 個人の貯蓄商品の対象として一定の地位を確保したREITにおいて、親近感のあるヘルスケア施設に特化し、利回りの安定した金融商品が出来れば、投資を検討したいという個人投資家は多いと考えられる

IV. 日本版「ヘルスケアREIT」創設のための提言

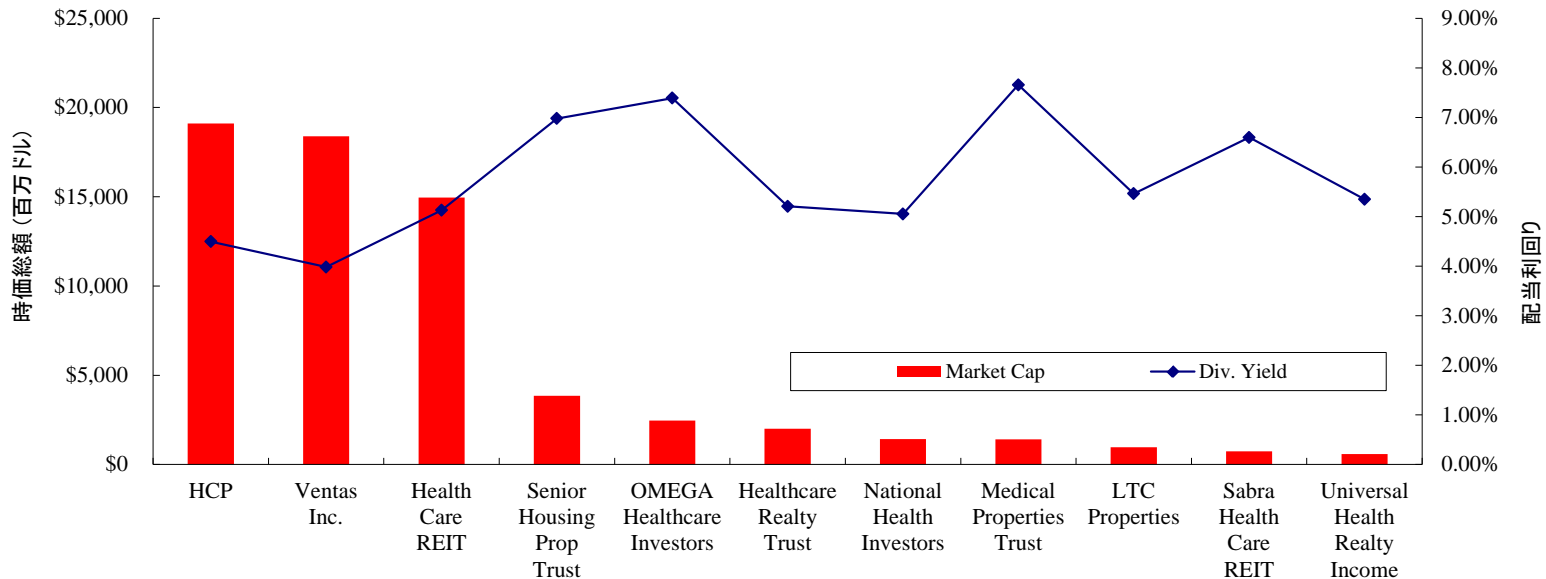
1. **国内の有力大手企業の中から、「ヘルスケア施設の特化した」REITを組成することの必要性を認識し、強いリーダーシップを持って、マーケットを創造していく会社が出現すること**
 - a. 第一号が重要。実際の上場まで2年程度は最低かかる。これまで2年ほどの「様子見」期間が経過したという現状認識。
 - b. 現在稼働中の施設のみならず、新規開発した施設も投資対象とすることでマーケットの拡大を目指す。
2. **国内金融機関・年金基金・生保・公的セクター等が投資しやすい環境作りをすること**
 - a. 米国と同様に、「社会投資ファンド(LIHTC)」等の社会的な有用性の高いファンドへの一定規模の出資義務を金融機関に課すなどの試みも選択肢の一つ。(但し、あくまでも市場規律を充足した形が前提となる。)
 - b. 日銀によるREITの購入に際し、社会貢献度合いを銘柄選定の一つの要素とするなどして、市場へインパクトを与える。
 - c. オフィスビルを始めとした他のREITの時価総額と比べると小さいが、その特殊性を勘案して評価を与える姿勢が必要。
3. **高齢者層(高齢者予備軍)にとって魅力的な商品設計を目指すこと**
 - a. 「ヘルスケアREITが保有する施設のオペレーターは信用力が高い」という評価を得られるように、物件の選定を厳しくし、介護事業者にとっても個人入居者見込客の獲得に直結するとして、REITを有効に利用するという意識をもってもらう。
 - b. REIT施設オペレーターとの協議・連携の上、一定金額以上のREIT保有者に対しては、入居に際しての一部サービスや相互の施設間での住み替えの際の優先的な取扱いなど付帯メリットを取れるような仕組みの可能性も検討する。
4. **J-REIT固有の会計・税務面の実務上の阻害要因を可能な限り整備すること**
 - a. 投資ポートフォリオ全体のうち地方の物件の割合が比較的に大きいことが予想されるヘルスケア施設では(土地対比)建物の割合が大きいため、建物の減価償却相当額を「配当」として投資家に分配できないことが、購入価格に大きく影響を受けることになる。(結果として、当該阻害要因のないシンガポールREITが優位に立つこととなっている。)
 - b. 税務と会計の不一致により、不測の課税が発生するリスクを回避する仕組みが必要となる。

(参考資料) 米国におけるヘルスケアREIT

証券コード	銘柄	時価総額 (百万ドル)	配当利回り
HCP	HCP	\$19,105	4.50%
VTR	Ventas Inc.	18,387	3.98%
HCN	Health Care REIT	14,956	5.13%
SNH	Senior Housing Prop Trust	3,844	6.98%
OHI	OMEGA Healthcare Investors	2,470	7.39%
HR	Healthcare Realty Trust	2,010	5.21%
NHI	National Health Investors	1,432	5.05%
MPW	Medical Properties Trust	1,417	7.66%
LTC	LTC Properties	970	5.46%
SBRA	Sabra Health Care REIT	741	6.60%
UHT	Universal Health Realty Income	583	5.35%
Top 3		\$52,448	4.54%
Total		65,915	5.75%

- 米国のヘルスケアREITは、現在11銘柄が上場。全11銘柄の時価総額合計は約659億ドル(約5.1兆円)であり、US-REIT時価総額約33.9兆円のうちの15.1%を占める。
- 時価総額、配当利回りは銘柄によって大きな差があるが、概ね時価総額の大きな銘柄が評価されている傾向あり。
- 上位3銘柄配当利回り単純平均は4.54%

米国のヘルスケアREITの時価総額と配当利回り



(参考資料) シンガポールにおけるヘルスケアREIT①

- シンガポールに上場しているParkway Life REITは、時価総額約762億円であり、NOI Cap Rateで4.98%で取引されている。
- 当該REITは日本の介護施設32物件を279億円で購入しており、購入時のNOI Cap Rateは7.6%と推計される。

PL	63.45 JPY/SGD	
	In SGD M ACTUAL 09/30/12	In JPY M ACTUAL 09/30/12
Gross revenue	93.6	5,939.2
Propety expenses	-7.9	-498.5
NOI	85.7	5,440.7

IMPLIED DATA CALCULATION

Market Cap	1,200.9	76,198.9
less Net Asset	-896.4	-56,878.8
Variance	304.5	19,320.1
add RE BV	1,418.6	90,012.4
Implied MTM RE	1,723.1	109,332.5

IMPLIED NOI CAP RATE	4.98%	4.98%
-----------------------------	--------------	--------------

ACQUISITION NOI CAP RATES OF JAPANESE SENIOR HOUSING PORTFOLIO

Total Japanese senior housing portfolio NOI	33.4	2,117.5
Total Japanese senior housing portfolio purchase price	439.6	27,895.0
Japanese senior housing portfolio acquisition NOI cap rate	7.6%	7.6%

資料: 2012年第二四半期の数字を基に計算

Parkway Life REIT

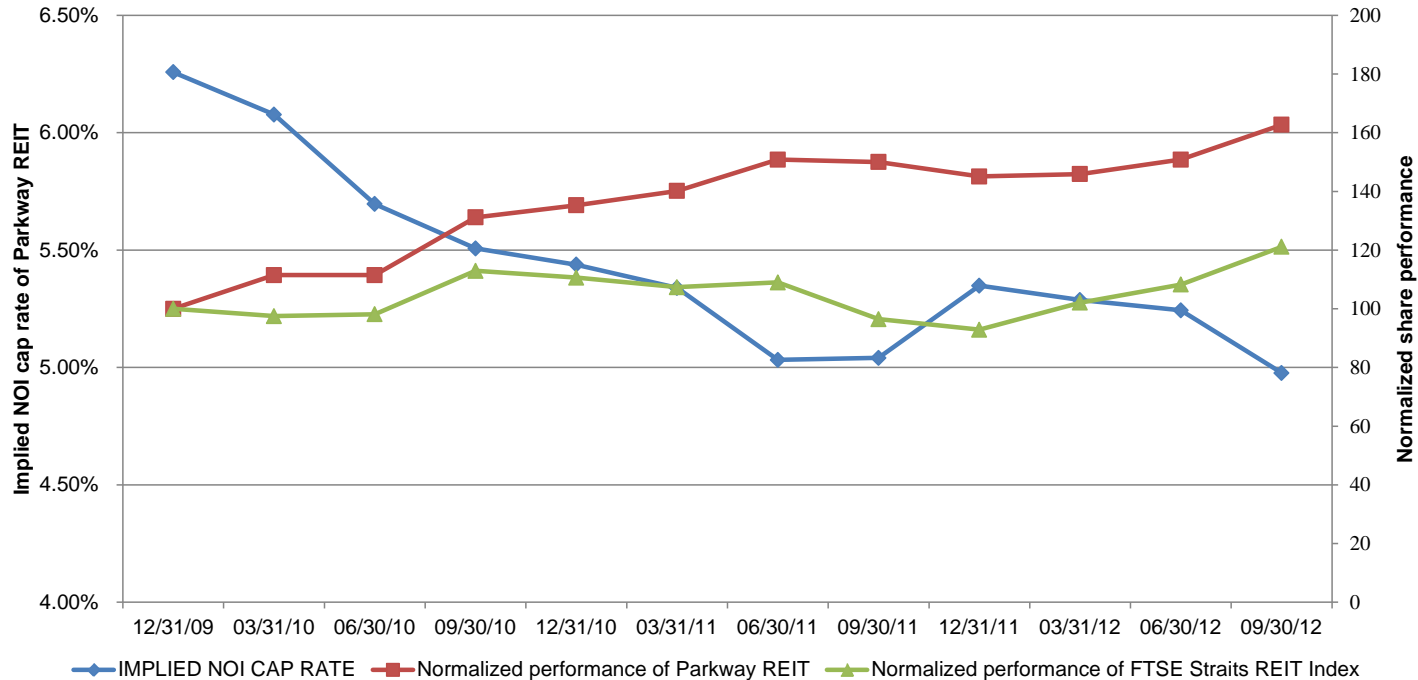
ヘルスケア分野に特化したシンガポール上場のREITである。当リートはアジアパシフィック地域に特化しており、シンガポールおよび日本での投資がメインとなっている。

現在保有する37物件(物件総額約1,083億円)のうち、日本における介護施設は32物件、約297億円。

2012年3月、日本の介護施設ポートフォリオへの投資後に、当面は日本への投資は控えることを発表。

(参考資料) シンガポールにおけるヘルスケアREIT②

Parkway REIT Implied NOI Cap Rate and Performance Relative to REIT Index



- シンガポールに上場しているヘルスケアREITとして、他にFirst REITがある。保有物件総額は約463億円でヘルスケア施設10物件から構成される。同施設はインドネシア・シンガポール・韓国の主要都市に存在する(日本への投資実績なし)。
- ほかに、インドの病院を中心に投資するReligare Health Trust(保有物件総額約495億円。但し、Business Trustによる)ともう一社が現在上場に向けて準備中であるが、両社とも日本のヘルスケアアセットに関して積極的に投資対象として検討中である。