

# 「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」 取りまとめ 骨子(案)

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 事務局

1. 検討背景・目的
2. ヘルスケア施設における証券化の現状
  2. 1ヘルスケア施設の規模
  2. 2ヘルスケア施設の耐震化の現状
  2. 3有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅及び病院の現状
  2. 4ヘルスケア施設の証券化の実例
  2. 5米国のヘルスケアリートの現状
3. ヘルスケア施設における証券化の論点
  3. 1証券化のメリット・デメリット
  3. 2ヘルスケアリートの関係者
  3. 3関係者の論点
    - (1)利用者にとっての論点
    - (2)オペレータにとって論点
    - (3)投資家にとって論点
4. ヘルスケア施設における証券化の対応の方向性
  - (1)普及啓発の強化
  - (2)ヘルスケアリートが留意すべき事項
  - (3)ヘルスケアリートから運営を任されるオペレータの評価の充実
  - (4)地域活性化

# 1. 検討背景・目的

高齢者人口増等を背景に、ヘルスケア施設（サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム、病院等）の供給や改修等の促進が重要な課題となっている。



現在の施設は地主の土地有効活用、不動産会社や施設運営者の自己所有物件が主なものとなっている状況であるが、ヘルスケア施設の供給・改修等の促進には他の手法についても検討する必要がある。



## 証券化の活用事例

一部ではあるが、民間事業者が開発したヘルスケア施設をSPC等の証券化ビークルに売却して資金を回収するケースや、施設運営者が施設の不動産部分をSPC等に売却して資金を調達し、リースバックを受けて運営を続けるケースが見られるようになっている。証券化手法は資金調達手法の一つとして、ヘルスケア施設の供給に関し、その活用が期待されている。

# 1. 検討背景

## ヘルスケアリートへの期待

アメリカやシンガポールには、ヘルスケア施設の不動産部分を専門に長期保有し、施設経営の透明性に寄与するヘルスケアリートが数多く存在し、その賃貸収益を広く投資家に分配し、その市場規模は拡大している。

我が国にはヘルスケアリートは存在しないが、今後、ヘルスケア施設の証券化を通じた供給拡大に向けて、ヘルスケア施設の最終的な売却先、長期保有者としての役割を担うヘルスケアリートの設立啓発に向けた環境整備について検討を行うことは有益である。

一方で、

## 証券化への不安

通常、SPCは物件を長期保有することは予定されておらず、証券化されたヘルスケア施設は、原所有者に買い戻されない限り、別の者に売却され、介護・医療関係者、施設利用者、地域住民等の不安につながるとの指摘がある。

# 1. 検討背景

そのため、



ヘルスケアリートの設立に向けた環境整備を検討

施設の長期保有、情報開示による施設経営の透明性、厳格な管理体制、資金収集力などが優れているヘルスケアリートの設立啓発に向けた環境整備について、施設の安定利用の確保、地域に与える影響などについても十分配慮しながら、介護、医療、不動産、金融など幅広い関係者の参加の下、検討を行った。

「ヘルスケア施設」について明確な定義は存在しないが、本検討委員会では、さしあたり、これまでの証券化実績やニーズ等を踏まえ、①サービス付き高齢者向け住宅、②有料老人ホームならびに、③病院※を対象としている。

※病院の証券化については、我が国の医療制度を踏まえ、慎重に検討を進める必要があると考えられるものの、実際には、現在までに約20件程度の証券化事例が確認されている。

## 2. ヘルスケア施設における証券化の現状

### 2. 1ヘルスケア施設の規模

証券化されている住宅やオフィスと比べ、全体的な規模は小さい。また、有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅については、地主の有効活用案件が多い。

### 2. 2ヘルスケア施設の耐震化の現状

有料老人ホーム等の施設の耐震化率は、介護保険導入以降に建設されたものが大部分で、当初より耐震構造での建設が図られていたため90%台と高い。

病院は、耐震化が建築基準法で義務付けられる以前に建設された建物が多く存在し、結果的に耐震化率は低水準にとどまっているものと考えられる。

## 2. ヘルスケア施設における証券化の現状

### 2. 3サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム及び病院の現状

今後の急速な高齢者人口増加に対して医療・介護の基本政策は、病院の平均在院日数を短縮化してベッド数は削減の方向、介護施設は増加させるものの必要数を抑制し、在宅介護への移行を積極的に行っていく方針である。すなわち、「医療」から「介護」へ、介護も「施設」から「住宅」へという動きで、この体制整備のため「サービス付き高齢者向け住宅」が創設されたものである。

### 2. 4ヘルスケア施設の証券化の実例

国内のヘルスケア施設の証券化は、非公表の私募ファンドにより行われている場合が多いため、網羅的な実績把握は困難となっているが、一定数の実例は存在している。

そのほとんどがシニア向け住宅を対象としているが、病院の証券化についても、公表されているもの、未公表のものも含めると全体では20～30の証券化事例があると推計される。

### 2. 5米国のヘルスケアリートの現状

リートは様々な国で普及しているものの、ヘルスケア専門の「ヘルスケアリート」という点では米国の市場規模が大きく、米国内のヘルスケアリート時価総額は全リート時価総額の約12%強(エクイティリートに占める割合は13%)を占めるまでに成長している。ただし、米国のヘルスケアリートの歴史は古いものの、普及には時間を要し、急成長を遂げたのは直近10年間である。

# 3. ヘルスケア施設における証券化の論点

## 3.1 証券化のメリット・デメリット

ヘルスケア施設の証券化については、一般論として、以下のようなメリット・デメリットが考えられる。

### メリット

- ・民間資金を活用したヘルスケア施設の供給拡大、多様化等が促進
- ・ヘルスケア施設の所有と運営が分離されることによる施設運営の安定化
- ・良質なヘルスケア・サービス提供による不動産の価値形成
- ・ヘルスケア施設不動産の市場が形成されることによる、資産流動性の向上

### 特にリートの特長として

- ・不動産の長期保有が可能
- ・投資家が求める情報開示により施設の経営やサービス状況等、施設経営の透明化を確保
- ・特定の投資家だけでなく、広く一般の投資家から資金を呼び込むことが可能

### 3. ヘルスケア施設における証券化の論点

#### デメリット

- ・施設運営者の管理面での負担増加
- ・施設利用者の利益より投資家の利益を優先する可能性
- ・ヘルスケア施設特有の事業リスク
- ・契約解除等を行った際の関係者のレピテーションリスク



誰にとってのデメリット、メリットなのか、より具体的に分析をする必要がある

# 3. ヘルスケア施設における証券化の論点

ヘルスケア施設の利用者が安心して利用でき、オペレータは、ヘルスケアリートから運営を任されることで評価が高まり、また、投資家は、安定的な投資収益を確保できるようにすることが求められるが、施設利用者、オペレータ、投資家それぞれに関して、論点があると考えられる。

## 3.2 ヘルスケアリートの関係者

ヘルスケア施設の証券化の関係者は多岐にわたり、その関係者によって、課題も異なることから、関係者を以下のように大きく3つに分けて、課題を整理する。

- ①**利用者**: シニア向け住宅入居者、介護施設入居者ならびに、病院利用者、いわゆる、一般消費者
- ②**オペレータ**: 介護・医療事業者等。ヘルスケア施設(不動産)の賃借人
- ③**投資家**: 出資や融資を行う資金提供者や証券化事業を運営する主体(アセットマネージャー等)

## 3.3 各関係者にとっての論点

### (1) 利用者にとっての論点

一般に、ヘルスケア施設の利用者は、オペレータが破綻などし、事業が継続されないなどの場合においては、退去を余儀なくされる可能性もある。この点、ヘルスケアリートは、一般の事業法人と同様に、期限の定めのない法人として施設の長期保有が可能であることから、仮にこのような場合でも、ヘルスケアリートが別のオペレータを確保することにより、利用者の継続入居の可能性が高くなり、また、同種の多くの施設を保有する専門的な貸主として、オペレータの財務状況等をチェックするなどにより、施設運営の安定性や利用者の満足度を引き上げる可能性もある。また、ヘルスケアリートは、投信法、宅建業法等に基づき、政府の監督に服することとなる。

一方で、ヘルスケアリートに投資する投資家の意向や運用会社の運用方針によっては、施設の利用者にとって以下のような不安が発生することも予想される。

- ① オペレータが破綻した場合やヘルスケアリートが施設を売却したときに、必ずしも運営の継続が図られず、利用者は施設の継続利用ができなくなるのではないか。
- ② コストを抑えるために、サービス水準の低いオペレータに変更されるのではないか。
- ③ 投資家やヘルスケアリートからの求めに応じ、利用者が支払う賃料が急に引き上げられるのではないか。
- ④ 入居一時金が、投資家に配当されてしまうのではないか。

これらの不安は、必ずしも証券化固有の課題とは言い切れないものの、ヘルスケアリートの創設を考えるにあたっては、これらの不安が払拭できるような、環境整備を行う必要があるのではないか。

## 3.3 各関係者にとっての論点

### (2) オペレータにとっての論点

ヘルスケア施設を賃貸している貸主や、ヘルスケア施設を自ら保有しているオペレータが物件をヘルスケアリートに売却する場合には、オペレータにおいて、例えば、以下のような不安が指摘されている。

- ① 自社保有物件を売却した場合、施設の所有と運営とが分離されることにより、建物の改築等の設備投資が自由にできなくおそれがあるのではないかと。求められるべき情報が標準化されていない中で、過度な情報提供を求められるのではないかと。
- ② ヘルスケアリートから契約解除や賃料値上げを迫られることはないかと。
- ③ 仮にバックアップオペレータを事前に用意するとなると、同業他社に内部情報を提供しなければならなくなるのではないかと。

一方で、オペレータの判断次第ではあるが、もしヘルスケア施設をヘルスケアリートに売却すれば、他の事業展開等のための資金調達を行い、かつ、リースバックという形で事業を継続することも可能であり、また、施設管理については専門的にヘルスケア施設を保有する専門的な貸主に委ね、本業に専念できるというメリットも考えられるのではないかと。また、ヘルスケアリートから運営を任されることで、その信用力が評価されるのではないかと。

なお、ヘルスケアリートができれば、一定の要件を満たした施設が買取りの対象となるため、有力な買取先ができることにより、ヘルスケア施設自体の供給も進むのではないかと。

## 3.3 各関係者にとっての論点

### (3) 投資家にとっての論点

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一方、これに関心を示す投資側の需要は相当あると考えられ、特に数多くのヘルスケア施設を長期的に保有し、制度的にも安定しているヘルスケアリートへの投資対象としての魅力は大きいと考えられる。

しかしながら、米国等と異なり、我が国にヘルスケアリートが未だ創設されていないことから明らかなように、実際の投資にあたっては以下のような理由から躊躇が見られるとの指摘もある。

- ① 投資家が求める期待利回りと物件利回り(オペレータが支払う賃料/物件取得価格)との間にギャップがあるのではないか。
- ② オペレータの財務状況や施設の事業収支等にかかる情報開示制度が十分に整備されていないことから、投資対象の選定において必要な情報を入手することが困難なのではないか。
- ③ オペレータの信用力の問題や、施設の事業収支等の情報開示を行うことを躊躇するオペレータもいることから、ヘルスケアリートが保有するヘルスケア施設を運営できるオペレータの数が限定されているのではないか。

## 3.3 各関係者にとっての論点

- ④ 以下に挙げるような、他の投資資産と異なるヘルスケア施設の特徴を踏まえた事業リスク評価（デューディリジェンス）を行う必要があるが、投資リスクの評価が難しく、またその手法も確立されていないのではないか。
- ・オペレータの運営能力や事業収支に対する評価手法が確立しておらず、評価コストが高い
  - ・賃料収入に大きな影響を与える介護保険等の将来的な制度改正リスク
  - ・入居一時金の存在
  - ・利用者が高齢者であるため契約解除等を行った際に評判が毀損するリスク（レピュテーションリスク）等
- ⑤ 他の投資対象施設に比べて、小規模な物件が多く、投資対象になりやすい大規模な物件が不足しているのではないか。
- ⑥ 特別な設備基準、用途変更が困難である等特殊な不動産であるため、オフィスや一般住宅等に比べて流動性が低いのではないか。

## 4. ヘルスケア施設の証券化 対応の方向性

- どのようなヘルスケア施設を選好するかについては、ヘルスケア施設の安定した運営、ヘルスケア施設自体の性能など、利用者の立場と投資家の立場には共通点も多いと考えられ、利用者と投資家の両方から高評価を得ることがヘルスケア施設の証券化にあたって重要であると考えられる。
- ヘルスケア施設の証券化について、現時点においては、3. に挙げたような課題や不安が指摘されている。この中には必ずしも証券化固有の課題ではないものも含まれているが、施設の長期保有などのヘルスケアリートのメリットを活かすことで、こうした課題の解決や解消につながる部分もあると考えられる。
- なお、病院については、医療制度自体が外国と異なることから単純な国際比較は避けるべきであり、民間病院と公立病院との経営の相違などを踏まえ、その証券化は慎重に検討をしていくべきとの意見や、投資家側からも他のヘルスケア施設に比べて証券化の難易度が高いのではないかとの指摘もある。一方で、病院の建替えニーズ等も踏まえると、資金調達の一環として証券化手法が有効と認められる場合には、証券化手法を活用していくことも考えられる。

## 4. ヘルスケア施設の証券化 対応の方向性

ヘルスケアリートの創設に向けた環境整備の対応の方向性としては、以下の事項が考えられる。

### (1) 普及啓発の強化

赤字は対応する3. 3の論点

ヘルスケア施設の証券化については未だ一般に認知されていないこともあり、ヘルスケアリートの仕組みやメリット等について、わかりやすく説明し、理解を求めていくことが期待される。

特に、利用者にはヘルスケアリートが取得・運用する施設の安定・継続的な利用等に対する懸念があるため、リートは施設を長期にわたり、安定的かつ適切に維持管理を行いながら保有するものであることや、ヘルスケア施設に投資するという投資方針に基づき運営がされており、施設転用の可能性は小さいこと等を説明するなど、利用者の不安を払拭するための取組が必要ではないか。

3. 3(1)①～④、(3)①、④、⑥

### (2) ヘルスケアリートが留意すべき事項

ヘルスケアリートがヘルスケア施設を取得・運用しようとする場合に、より安定的かつ適切な事業運営や投資家保護が図られる観点から、留意すべき事項として、例えば以下の点が考えられる。

- ① 利用者の安定利用の確保、賃料収入の安定性の確保等のためには、平素からオペレータの事業運営のモニタリングの充実に努めるとともに、万が一の場合におけるオペレータ交代手続きの確認等を行っておくべきではないか。

3. 3(1)①、(3)④

## 4. ヘルスケア施設の証券化 対応の方向性

### (2) ヘルスケアリートが留意すべき事項

- ② 利用者にとっては、ヘルスケアリートの都合によりサービス水準の低いオペレータに変更される等の不安、賃借人であるオペレータにとっては、ヘルスケアリートから一方的に契約を解除されるのではないかという不安、建物の改築等の設備投資が自由に出来なくなるのではないかといった不安が指摘されている。一方、賃貸人であるヘルスケアリートにとっては、安定的な賃料収入の確保等の観点から問題のあるオペレータと契約解除しにくくならないかという不安が指摘されている。

以上のような関係者の不安を払拭するためには、オペレータとヘルスケアリートとの間で締結される賃貸借契約において、提供されるサービス、建物の改修等の内容や賃貸借契約の解除・解約の条件などを明確にしておくべきではないか。

3. 3(1)①、②(2)①、②

- ③ 賃料収入はオペレータの事業収支に大きく左右されるため、オペレータの財務内容や経営悪化は大きな問題であることから、ヘルスケアリートがヘルスケア施設を取得・運用しようとする場合に、ヘルスケアリートは、オペレータの施設の事業収支等についての分析や、信用性の調査、入居一時金の未償却部分の保全状況の確認を行うなど十分なデューデリジェンスを行うべきではないか。

デューデリジェンスを行う前提として、現状、投資対象の選定において入手することが困難である特に重要な情報(オペレータの財務状況、施設の事業収支、物件内容等)について、ヘルスケアリートが入手できるようにすることが必要ではないか。

その上で、特に重要な情報については、ヘルスケアリートから投資家に適切に開示することも必要ではないか。

3. 3(1)④、(2)①、③、(3)②、④

## 4. ヘルスケア施設の証券化 対応の方向性

### (3) ヘルスケアリートから運営を任されるオペレータの評価の充実

ヘルスケアリートが、ヘルスケア施設を取得・運用しようとする場合にオペレータを適切に評価することが重要であることは云うまでもないが、現在のところ、オペレータの一般的な評価の仕組みがないところである。

ヘルスケアリートが運営を任せるオペレータを選択するにあたって、一般的な評価の仕組み等があれば、ヘルスケアリートや投資家だけではなく、利用者にとっても有用ではないか。

3. 3(3)①～③

### (4) 地域活性化

地域包括ケアを中心としたまちづくり、例えばサービス付き高齢者向け住宅を中核とした、サービス展開や、その地域に応じたようなサービス提供を行うなど地域活性化につながるような取組が期待される。

例えば、米国のヘルスケアリートにおいては、投資対象にCCRC(※)があり、地域包括ケアやまちづくりに貢献している。

3. 3(3)⑤

※CCRC(Continuing Care Retirement Community): 高齢者向け住居・施設の種類。健常者用、軽介護者用、重介護者用、認知症患者用の各施設を同じ敷地又は同じ建物に集約し、居住者が移転や更なるコスト負担がなく、安心して暮らし続けることができる高齢者コミュニティ。