

## 我が国の高齢者住宅の供給特性とヘルスケアリートの成長方策

2016年4月8日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第1部 主席研究員 馬場 高志

我が国では更なる高齢者および要介護者の増加が見込まれる中、ヘルスケアリートには、その成長を通じて優良な高齢者住宅の供給促進が期待されているが、上場から期が浅いこともあり、その成長は期待ほどには進んでいない。その要因の一つに、高齢者住宅のテナントであり介護サービス等を提供するオペレーターの意向を反映し、その多くが個人所有物件となっており、これらの物件とヘルスケアリートの投資対象基準とがミスマッチしていることが挙げられる。

ヘルスケアリートの成長や、その結果として優良な高齢者住宅を供給するためには、①ヘルスケアリート主導の開発・取得、②更新投資を契機とした個人所有物件の取得、③開設初期段階での中小オペレーターへのアセットファイナンス、等の方策が望まれる。

### ヘルスケアリートの成長阻害要因

ヘルスケアリートは2015年7月に先行3銘柄が出揃い、新しい成長ステージに入っている。団塊世代の一部は既に70歳を超え今後の高齢者および要介護者の増加は確実な一方で、大都市圏を中心に高齢者住宅の不足は顕在化しつつあり、高齢者住宅を主要投資対象とするヘルスケアリート各社は、更なる成長(資産規模の拡大)を目指している。ところがヘルスケアリート各社のこれまでの運用実績を見ると、上場後の追加取得事例は限定的で、その後の成長は緩慢な状況にとどまっている。

この主な理由として、①投資適格性の高い物件が、各社のIPO・PO等を契機に、私募ファンド・リートをも巻き込む取得競争により価格が高騰していること(市場要因)、②信用力の高いテナント=オペレーターほどアセットファイナンスの必要性が低いこと(オペレーター要因)、そしてより構造的な問題として、③我が国の既存の高齢者住宅にヘルスケアリート各社の投資基準を満たす優良物件が少ないこと(不動産要因)、等が指摘されている。

本レポートではこのうち③の不動産要因に着目し、当社が最近とりまとめた金融庁委託調査(金融庁のウェブサイトへリンクします)[「海外におけるヘルスケアリートに関する調査研究」報告書](#)(2016年1月公表)やその他関連調査の結果を用いて、その実態を確認しつつ、解決方策の方向性を示した(なお詳細は同報告書を参照頂きたい)。

### 我が国の高齢者住宅の供給特性

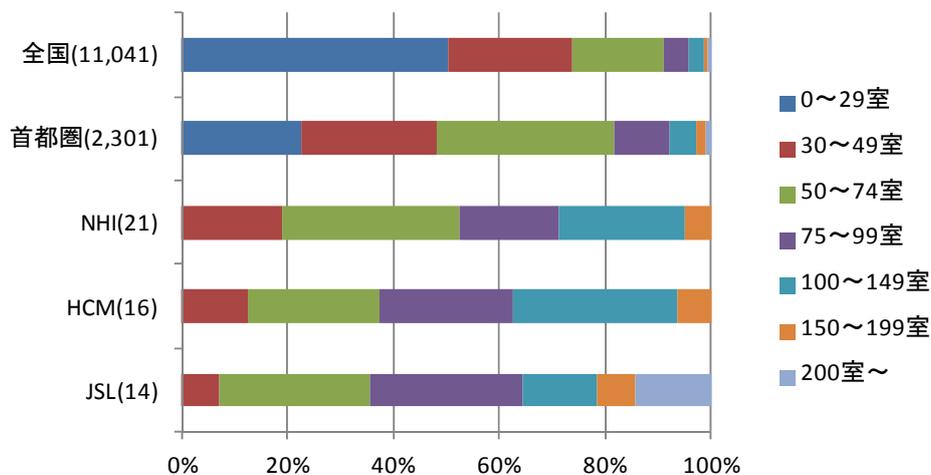
我が国では少子高齢化の進展と家族構成・居住形態の変化に伴い、子どもがいないもしくは子が遠方に住む高齢単身世帯および高齢夫婦世帯が増加している。そしてこれら高齢世帯が身体状況を悪化させ自宅での生活が困難となった際、その生活をサポートする住まいとして「高齢者住宅」の必要性が高まっている。こうした需要の増加を受け、政策的に供給される低所得者や重度要介護者向けの「特別養護老人ホーム」等に加え、民間資金により中間層以上を対象としたいわゆる「有料老人ホーム(介護付き、住宅型)」や「サービス付き高齢者向け住宅」、認知症高齢者を対象とした「グループホーム」等の高齢者住宅の供給が急増している。ヘルスケアリート各社の現時点でのポートフォリオも、そのほとんどをこれら高齢者住宅が占める状況にある。

ところで実際にヘルスケアリート各社の保有物件をみると、いずれの銘柄も1件当たり居室数50室以上の中大

型物件が8割超(件数ベース)を占め、特に日本版 CCRC を念頭に置いたジャパン・シニアリビング投資法人では同9割超に達する。これに対し全国の高齢者住宅全体でそうした中大型物件は同3割弱、首都圏でも5割強にとどまっている(図表1)。

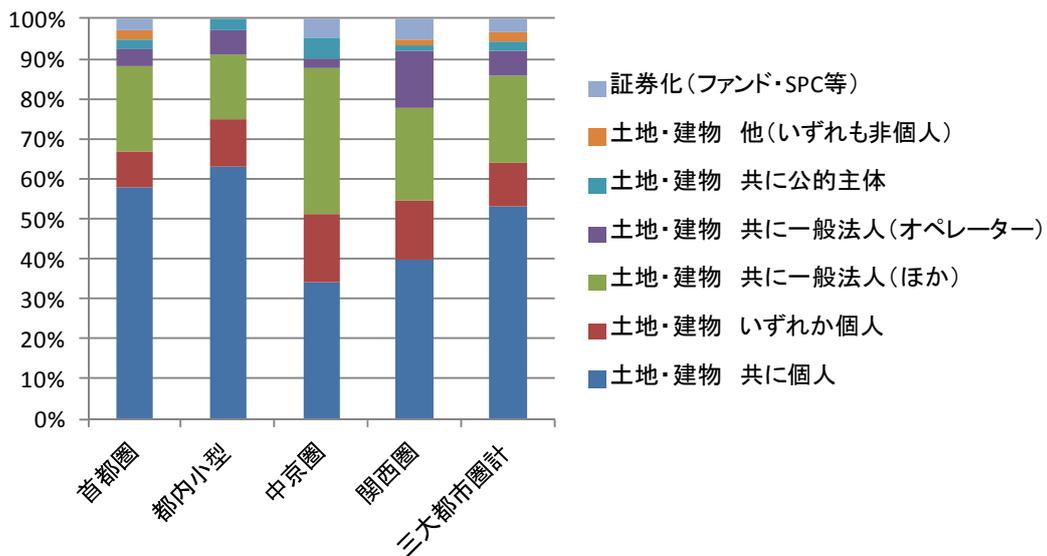
ヘルスケアリートは、その投資スキーム上の理由により、他のリートと同様に証券化コストや投資運用コストを吸収するため投資効率の高い大規模物件を志向しやすいが、それ以前の問題として、我が国の高齢者住宅には(一般の賃貸アパート等と同様に)個人が所有する物件が多く、資金的な制約から小型物件に偏っていることが指摘できる。実際、居室数上位オペレーター30社が運営する3大都市圏の中大型の高齢者住宅(2015年1月調査/居室数50室以上)でさえ、概ねその2/3は個人(資産管理会社含む)が全部または一部(土地のみ等)を所有する不動産である。特に高齢者住宅の不足が指摘される首都圏で個人所有物件の比率が高い(図表2)。

図表1. 高齢者住宅の居室数別構成比(件数ベース)



出所)タムラプランニング&オペレーティング資料および各投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成  
 注)NHI:日本ヘルスケア投資法人、HCM:ヘルスケア&メディカル投資法人、JSL:ジャパン・シニアリビング投資法人

図表2. 居室数上位30社が運営する高齢者住宅の所有者構成(件数ベース)



出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

注1)居室数:有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、グループホームの合計

注2)公的主体:自治体、医療法人、社会福祉法人、宗教法人、学校法人、UR、公社等

注3)個人には、資産管理会社含む

注4)オペレーターにはグループ会社含む 注5)小型:居室数20~49室

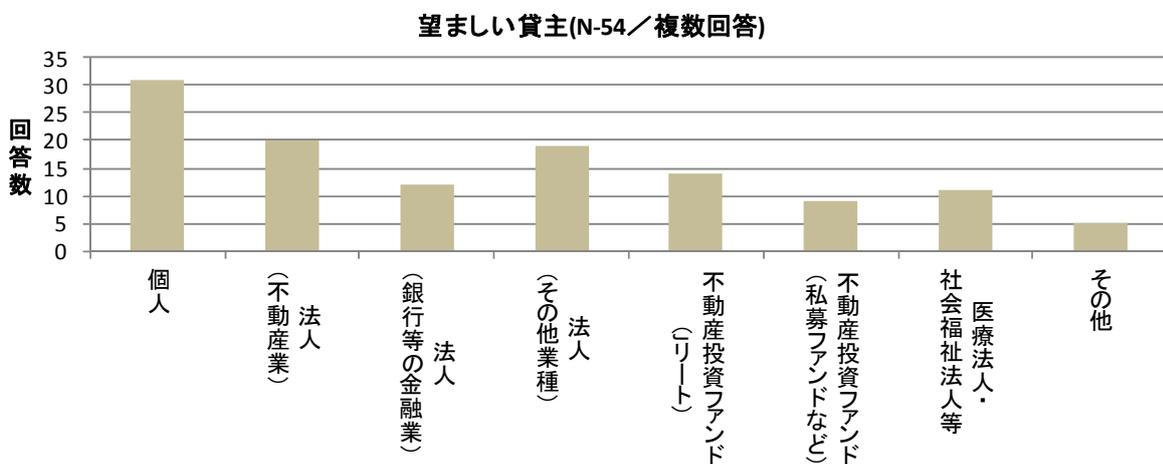
## 個人所有物件志向の背景

ところで、オペレーターに対するアンケート調査結果(2015年8月実施)をみると、彼らが高齢者住宅を賃借する場合の望ましい貸主(複数回答)では「個人」が最も多くなっている。前述した高齢者住宅の所有者構成は、オペレーター意向を反映したものとも言える(図表3)。

オペレーターが個人所有物件の賃借を希望する理由としては、主に賃借時の経済条件(賃料等)が挙げられる。相続時の節税対策を高齢者住宅保有の主な目的とする個人所有物件は、一般的に賃料が相場より低く抑えられており、借主であるオペレーターは不動産コストを削減できる。なお特に居室数上位50~150位の中堅オペレーターでこうした個人所有物件志向が強く、150~300位の中小オペレーターでは法人所有物件の支持がやや高い。個人は借主を選定する際、事業の競争力よりも企業の信用力(賃料の安定性+事業の継続性)や知名度を優先しやすく、一方中堅オペレーターは法人が保有する大規模な土地よりも、需要が見込みやすい住宅地に近く不動産コストの低い個人所有物件を志向する。一方中小オペレーターはその裏返しとして個人から賃借することが容易ではないため、同オペレーターを支援する地域企業(グループ会社含む)等の法人所有物件や、賃借ではなく地域金融機関からの融資を用いた開発+自社所有物件を志向しやすい。

このように我が国の高齢者住宅に個人所有物件が多いことは、直接・間接にヘルスケアリートの成長阻害要因となっている。すなわち、①比較的小規模である(=投資効率が低い)、②相続目的が多く売却されにくい(=取得できない)、③低廉な経済条件(=CFが小さい/テナント誘致面で有利)、④上位・中堅オペレーターの誘致を志向(競合関係)、等の特性に加え、その裏返しとして、⑤ヘルスケアリートが取得しやすいオペレーター所有案件は中小オペレーターが多い、等の要素も加わり、ヘルスケアリートが(自らの投資基準に縛られているとは言え)既存の高齢者住宅を取得して資産規模を拡大(=成長)するのは容易ではない。

図表3. オペレーターが高齢者住宅を賃借する場合の望ましい貸主



出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成(金融庁「海外におけるヘルスケアリートに関する調査研究」より加筆修正)

## ヘルスケアリートの成長方策

ただしヘルスケアリート各社とも、こうした状況に手をこまねいているわけではなく、スポンサーを通じた開発案件への関与や、オペレーターを通じたセール&リースバックおよびオーナーチェンジ案件への取り組み等が模索されている。

以下では、こうした取り組みをさらに一歩進めるための追加的な視点を、前述の報告書から抜粋・明示した(なおヘルスケアリートによるオペレーターへの事業支援など不動産取得以外の方策については、同報告書本編「III-3. 日本のヘルスケアリート普及のために」を参照頂きたい)。

### ● ヘルスケアリート主導の開発・取得

日本では、高齢者住宅市場における需要の変化に伴い、都心部における大規模物件(日本版 CCRC 等)や、中間所得層でも入居可能な軽度要介護者や自立高齢者向けの高齢者住宅の供給が必要とされている。介護保険財政にも限界がある中で、このような需要の変化に即した高齢者住宅・施設を開発していくために、民間の資金調達手段としてヘルスケアリートの活用が期待される。具体的な方法としては、リートがスポンサーサポートを活用し、リートのスポンサーがブリッジファンド等を通じて開発物件を取得し、リートが安定稼働後に同物件を取得するなど、スポンサー等も含めたグループでの対応が必要とされる。

### ● 更新投資を契機とした個人所有物件の取得

高齢者住宅の過半を占める個人所有物件は、一般的に賃料が相場より低く抑えられており、建物や設備の更新投資が適切に行われず懸念がある。実際に、介護保険制度開始から15年が経過し、高齢者住宅の大規模修繕やそのための資金需要も徐々に顕在化してきており、更新投資の大きい高価格帯の施設や大規模施設等、費用捻出が困難な個人所有物件では売却事例も出てきている。こうした現状を踏まえ、ヘルスケアリートは多様なルートを通じて個人所有物件の情報収集を行い、投資適格な個人所有物件を積極的に発掘していくことが期待される。高齢化社会に不可欠な社会的インフラである高齢者住宅を適切に維持・管理していくために、ヘルスケアリートが個人所有物件の取得を通じた適切な設備投資を行うことが期待される。

### ● 開設初期段階での中小オペレーターへのアセットファイナンス

成長戦略志向のオペレーターは、成長を実現するための新規開設資金調達ニーズが高い。特に、信用力の低い成長段階の中小オペレーターは、リートへの物件売却(保有物件のオフバランス)等を通じた資金調達ニーズはあるが、事業規模(運営居室数・施設数)や信用力等の観点から現状ではリートとの取引関係がないオペレーターが多い。リートは、投資家保護の観点から基本的に安定稼働前の物件取得は行わないが、スポンサーのサポート(ブリッジファンド等)を活用するなどの工夫をした上であれば、これらを取得することが可能であり、ヘルスケアリート自身の成長が図れることができるとともに、開発・新設案件等を間接的ではあるが支援することができる。

## 【お問い合わせ】 投資調査第1部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。