

「投資対象としてのシニア用施設」

不動産鑑定士補 小林 克明

現在、投資用不動産として証券化の対象となっているのは、オフィスビル、商業ビル、レジデンシャル、最近では物流施設、ホテルなどであるが、今後確実に需要が増え市場の拡大が期待されている分野としてシニアビジネス（高齢者住宅等）がある。

高齢者住宅等の種類

高齢者住宅等は建設行政と福祉行政が入り乱れており、種類も多く複雑であるため、主なものの分類と概要を説明する。

施設例\概要など	施設概要	対象者
ケアハウス	低額な料金で家庭環境、住宅事情等の理由により居宅において生活することが困難な老人を入所させ、日常生活上必要な便宜を供与し、老人が健康で明るい生活を送れるようにしたもの。	単身高齢者、夫婦のみ世帯（60歳以上）。 60歳以上の、独立して生活するには不安な高齢者。
認知症高齢者グループホーム	認知症状態にある高齢者が、5～9人程度の少人数で、家庭的な雰囲気の中で認知症の進行と穏やかに付き合いながら生活するもの。	要介護度1以上の認知症高齢者。共同生活をおくるのに支障がない者。
有料老人ホーム	常時10人以上の老人を入居させ、食事の提供その他日常生活に必要な便宜を提供する民間施設。 (人数要件や提供サービス要件の見直しが行われている。)	概ね60歳以上の高齢者で、将来の介護に対する不安を持つ者から常時介護が必要な者まで、自らの選択で多様なニーズを満たそうとする者。
シニア住宅	高齢者住宅財団が認定した、バリアフリー化された緊急時対応サービスがあり、フロントサービスと食事提供が可能な高齢者住宅。当初は機構、公社物件であったが、今は一般名称。	自立が可能な高齢者単身世帯（60歳以上）。 高齢者夫婦世帯（夫婦のいずれか一方が60歳以上）。

高齢者向け優良賃貸住宅	高齢者の身体機能に対応した設計、設備を備え、緊急時に対応したサービスがある民間賃貸住宅。事業者の判断により住宅機能が中心の軽装備型から、各種生活支援サービス付帯型まで様々な形態が可能。	入居時に自立した日常生活を営むことが出来る高齢者単身、夫婦のみ世帯（60歳以上）。
シルバーハウジング（シルバーピア）	高齢者の生活特性に配慮したバリアフリー化された公営住宅等と生活相談員（ライフサポートアドバイザー）による日常生活支援サービスとの提供を併せて行う高齢者世帯向け住宅。	日常生活可能な高齢者単身世帯（60歳以上）、高齢者のみからなる世帯、又は高齢者夫婦世帯。
高齢者円滑入居賃貸住宅	「高齢者の入居を拒まない賃貸住宅」として、都道府県知事または都道府県の指定登録機関に登録された住宅。	不特定多数。
特別養護老人ホーム（介護老人福祉施設）	65歳以上のものであって、身体上又は精神上著しい障害があるために常時の介護を必要とするよう介護者に対して、日常生活上必要なサービスを提供する施設。	要介護度1以上の該当者。
養護老人ホーム	身体上、精神上又は環境上の理由及び経済的な理由により居宅での生活が困難な者を入所させ、日常生活上必要なサービスを提供する施設。	65歳以上の高齢者。
軽費老人ホーム（A型）	身寄りのない者及び家庭の事情等により、家族との同居が困難な者を低額な料金で利用させる施設。	60歳以上の身寄りのない者、家族と同居が困難な者。
軽費老人ホーム（B型）	家庭環境、住宅事情等の理由により居宅において生活することが困難な者を低額な料金で利用させる施設。なお、自炊ができない程度の健康状態にある者は除く。	60歳以上の自炊が出来る程度の健康な者。

これらの内、民間が建築可能な高齢者住宅は、有料老人ホーム、シニア住宅、グループリビング、認知症高齢者グループホームである。ただ、アセットファイナンスによる資金調達が可能なものは、主に有料老人ホームであるといえる。

介護保険前

介護保険施行前の介護サービスは、措置制度下であり、特別養護老人ホーム、老人保険施設、療養型病床群等の施設サービスと、在宅介護サービスがある。行政サービスとして位置づけられていたため、利用者負担はかなり抑えたものであった。そのため、要介護者の家族は、日々の介護疲れから解消され、かつ費用負担の軽い施設への入所を希望する人が多かった。ただ施設を作るのに、補助金を出すため、施設数を増やすことにより、行政機関の財政状況は悪化するという構造にある。そのことから、希望者全員が入所するだけの施設は作ることが出来ない。待機者が増加、し、例えば東京都では平均で2～4年待ちとなっていた。

一方、介護保険以前にも、民間の有料老人ホームは存在していたが、殆どの有料老人ホームでは、多額の入居金が必要であり、さらに、介護が必要になったときも、全額自己負担でサービスを購入する必要があった。そのため、限られた人しか選択できないものであった。

このような背景も後押ししてか、2000年には介護保険が施行され、有料老人ホームも介護保険サービスの一つとして加えられた。

介護保険サービス一覧表

施設サービス	在宅サービス
介護老人福祉施設 (特別養護老人ホーム)	訪問介護 (ホームヘルプ)
介護老人保健施設 (老人保健施設)	訪問看護
介護療養型医療施設	訪問リハビリテーション
	訪問入浴介護
	居宅療養管理指導
	通所介護(デイサービス)
	通所リハビリテーション(デイケア)
	短期入所生活介護 (福祉施設のショートステイ) (医療施設のショートステイ)
	福祉用具の貸与
	認知症対応型共同生活介護 (グループホーム)
	特定施設入所者生活介護 (有料老人ホーム等)

介護保険後

介護保険が施行されると、有料老人ホームは、介護保険サービスの一つとして位置づけられ、入居者は今まで受けていたサービス利用料が、全額負担から一割負担になったことにより、需要が顕在化した。

供給側も、介護保険施行を機に、ビジネスチャンスと考える新規参入組みが多くなり有料老人ホームは増加していった。

有料老人ホームが増加した背景には、介護保険施行のほかに、資金調達方法の多様化も挙げられる。

介護保険施行前の有料老人ホーム事業スキームは、自前で土地・建物を調達する、または借地上に自前の建物を建てる「自己保有タイプ」又は、遊休地や企業の手放した社員寮を改修し、土地・建物を一括賃借する「賃借タイプ」が多かった。そして、これら二つのタイプの資金調達方法は、企業の資産と、企業の信用力によるコーポレートローンが活用されていた。そのため、企業体力のある大手企業でないと現実的に困難であったが、「賃借タイプ」は「自己保有タイプ」に比べ、初期投資が少なくすむため、企業信用力が劣っていても、経営者個人の資産を担保に資金調達可能であった。

ただ前述の通り、介護保険の施行以後、新たなビジネスチャンスを求めて、大手・中小、新興企業など、様々な事業者が有料老人ホーム事業に参入するようになり、初期投資を抑え、入居一時金を下げた商品が多くなってくると、従来のコーポレートローンだけでは事業者の多様な資金ニーズを十分に満たすことが出来なくなっていった。また、金融プレーヤー側も新たなビジネスチャンスとして、アセットファイナンスを有料老人ホーム事業に導入する動きが出てきた。

有料老人ホームの証券化

不動産証券化手法には 資産運用型証券化、 資産流動化型証券化、 資産購入型証券化型等あるが、現在行われている有料老人ホームの証券化手法には 資産運用型証券化、 資産流動化型証券化の二つの手法である。

資産運用型証券化

資産運用型証券化は、多数の投資家から資金を集め、それを一括して合同運用するファンドを組成し、投資の専門家が専門的判断のもとに不動産に投資・運用してその利益を分配することを目的として仕組みが構築される。

複数の不動産を対象にし、また不動産の入れ替えも可能となるものである。

すなわち、SPV が金融機関等からノンリコースローンを活用し資金調達を行う。調達した資金で有料老人ホームを取得し、介護事業者にホームを長期賃貸するというものである。

資産流動化型証券化

資産流動化型不動産証券化は、有料老人ホーム事業者が SPC（特定目的会社）等のビークルに有料老人ホームを譲渡し、そのビークルが投資家に証券を発行して資金調達することを目的として仕組みが構築される。

特定の不動産を証券化することを目的とし、原則として対象不動産の入れ替えはできないというものである。

このような手法を活用することにより、各事業者は少ない資金で多施設展開が可能となり、有料老人ホームは急激に増加している。

有料老人ホームの投資対象としての注意事項

運営事業者側は、アセットファイナンス導入により、資金調達が多様化することで、事業に参入しやすくなったが、金融プレーヤー側からは、新たな市場の開拓への期待は大きいものの、有料老人ホームは一般の不動産と比べ、以下のようなリスクが存在しているため、注意が必要である。

運營業者や方法によりリスクは大きい

オフィスビルや、賃貸マンションは、不動産本来の持つ優位性で、収益が決定される要素が大きいですが、有料老人ホームは、運營業者の質により入居者率が大きく異なる。

ただ一方で、入居率の高い、質の良いサービスを提供することにより、入居者の回転率が悪くなり、収益性が悪くなるという、リスクも存する。

事業の長期性によるリスクがある

有料老人ホームは住まいであるため、短期間で事業を終えることが出来ない。また、入居者のため、有料老人ホームの廃止とか他への転用はできない。

シングルテナントリスク

有料老人ホームは、オフィスビルなどと異なり全てのホームでシングルテナントである。そのため、運營業者が倒産等した場合代替テナントの確保はマルチテナントの場合と異なり困難である。

制度上リスク

介護保険が施行されて、6年目になるが、厚生労働省も手探りで始めたものであるため、制度の方向性が変化することが十分考えられ、そのような場合には施設側も事業の方向性を大きく転換しなければならないという可能性がある。

経営情報の不透明性

証券化のためには、今まで不透明な点が多かった有料老人ホーム事業も、情報開示

が求められる。ただ、市場環境の検証手段として、まだ基礎的データが不足しており、有料老人ホーム事業と運営事業者の信用を補完する手立てがない。今後、有料老人ホーム事業への投資環境の整備が急がれている。

証券化の事例

有料老人ホームを投資対象とした場合、前述のような様々なリスクがあるが、実際に、証券化された事例をいくつか挙げる。

三井不動産、オリックスグループおよび複数の機関投資家の匿名組合出資により、東京都・神奈川県・兵庫県の有料老人ホームを所有した不動産私募ファンド「ホスピタリティ・レジデンスファンド」が2005年4月に運用を開始した。同ファンドの特徴としては、運営事業者のデューデリジェンス 代替オペレーター制度 AMによる運営事業者のモニタリングなど、運営事業者の経営や、キャッシュフローの安定化に対する二重三重の予防策を導入しているという。

都市デザインシステムが社員寮等をコンバージョンし、介護事業者にマスターリースするスキームで、千葉市の幕張の有料老人ホームをファンドに組み込んだという。

エルシーピー投資法人がマンション・事務所・商業施設とともに有料老人ホームを加えるポートフォリオでJ-REITの上場を目指している。

おわりに

有料老人ホーム業界は、介護保険がスタートした2000年に初めて形成期を迎えたといっても、いまだ未成熟な業界である。そのため、一般不動産と比べ、未知なるリスクが潜んでおり、証券化された事例はまだ多くない。配当利回りにしても、現在のJ-REITの予想配当利回りも、2%後半から4%後半であるのに対し、事例で掲げたエルシーピー投資法人は5%程度である。また、私募ファンドのホスピタリティ・レジデンスファンドは6~8%であり、他の私募ファンドとそれほど変わらない。先に掲げた事例はある程度リスクは回避されているといえども、予想配当利回りを見るだけだと、有料老人ホームの証券化は、一般不動産の証券化に比べリスクは高いと考えられる。ただ、今後有料老人ホームの数が増えてくるに従い、情報公開や基本情報が整備されてくるものと思われることから、今後ますます高齢化が進むことにより、当然に市場の成長は続くものと思われ、有料老人ホームは有望な投資対象になりうることは間違いない。

参考文献・引用文献：

月刊不動産鑑定 2005年11月号

月刊プロパティマネジメント 2004年10月号

月刊RMJ2005年6月号

Asahi Shimbun Weekly AERA2004年1月19日号