

日医総研ワーキングペーパー

「ヘルスケアリート」の導入に関する考察

—医療・介護への投資マネー参入の問題点(投資論・制度論的分析)—

NO. 338

2015年3月31日

日本医師会総合政策研究機構

石尾 勝

「ヘルスケアリート」の導入に関する考察

—医療・介護への投資マネー参入の問題点(投資論・制度論的分析)—

日本医師会総合政策研究機構 石尾 勝

キーワード

- ◆不動産証券化 ◆資金調達 ◆オペレーショナルアセット ◆施設運営と事業経営の不可分性
- ◆期待リターン ◆投資収益・分配金 ◆制度リスク ◆非営利性・公益性 ◆社会貢献ファンド

ポイント

- ◇リートは不動産証券化手法を用いて、不動産のキャッシュフローをできるだけ多く分配金として投資家に還元するための、利益追求を目的とした「投資ファンド」であり、「金融商品」である。
- ◇ヘルスケア施設の供給促進が求められる中、ヘルスケア施設に投資するリートがアベノミクスの成長戦略としてとりあげられ、国土交通省を中心に導入促進策が進められている。
- ◇ヘルスケアリートの導入推進は投資側の意向を踏まえたものであり、医療・介護側が望んだものとは言えない。
- ◇ヘルスケア施設(特に病院)は、「施設運営と事業経営の不可分性」等のため、一般の不動産には無いコストやリスクがあり、投資対象としてみて簡単なものではない。
- ◇施設のオペレーター側にとって、リート活用のメリットは小さく、デメリットが大きい。賃貸コストは自己所有に比べ割高で、介護施設の利用者の利益が損なわれる恐れも大きい。様々な形で経営を縛られ、収益至上主義的な経営を要求される懸念がある。資金調達のメリットは限定的で(特に病院の場合)、リートを積極的に利用する必要性は無い。
- ◇投資側のヘルスケア分野への理解には認識不足や不適切な考え方が少なくない。
- ◇投資側の期待リターンは現実の収益性に比べ過大であり、診療報酬等の「制度」リスクと収益への影響の認識が不足している可能性がある。
- ◇皆保険や非営利性(特に病院)を土台とした我が国で、米国のような高いリターンが安定的に得られると考えるのは誤りである。制度・価値観等が異なる米国は「先行指標」にはならない。
- ◇公的保険財源(公的保険料・税)が「投資収益化」し、医療法人制度とも相反する懸念もある。
- ◇我が国のヘルスケア分野への投資ビジネス参入は好ましいものではなく、ヘルスケアリートは、オペレーターや施設利用者に十分配慮した制限的な運営が求められる。特に病院に関しては、「非営利性」が損なわれないよう、リートへの強い歯止めが必要である。

(提言)

(1)病院に投資するリートの位置付け

◇病院に投資するリートは、病院の非営利性等を踏まえ、社会貢献型ファンドと規定する。

◇リートの活動の適切な監視等のため、病院に投資するリートは100%病院だけに投資するものとし、ファンドの登録等も、一般不動産に投資するリートと区別する。

◇投資家への分配金について、上限規制を設けることも検討すべき。

(2)情報開示の徹底と厚生労働省や医療介護関係者の監視

◇病院に投資するリートには、一般リートよりもさらに徹底した情報開示を義務付け、ファンドの設立や病院の売買の内容等を厚生労働省へ届け出ることとする。

◇地域医療への影響を鑑み、地域の医療関係者、患者・住民、行政当局のチェックが可能となるように、リート側が必要な情報開示を行うものとする。

(3)利用者・患者の利益保護と適切な施設運営の確保、経営介入の防止

◇賃貸借契約等に関して、ガイドライン等で、以下の様な点を規定する(以下は例示)。

- ・賃貸料の長期安定の確認と何らかの制限(例えば上限)
- ・コベナント等の事前協議の義務化と厚労省への提出
- ・利益目的での医療サービス等の内容の変更や他施設との集約や統廃合等の禁止
- ・オペレーターの意向を最大限に尊重した修繕や改築等の実行
- ・転売やオペレーター交代に関する規制、等

目次

はじめに(本稿の目的・構成)	5
第一部:リートの仕組みとヘルスケアへの参入	
1. リートとはなにか	8
1-1. リートの定義	8
1-2. リートの機能・構造・運営	9
1-3. 投資ファンド・金融商品としてのリートの特徴	13
1-4. 「ヘルスケアリート」導入に関する政策推進とその旗振り役	16
2. ヘルスケアリーの概要	18
2-1. ヘルスケア施設・ヘルスケアリーの定義	18
2-2. リートのヘルスケア施設への投資状況	19
2-3. 居住系介護施設と病院の特徴と差異	21
第二部:ヘルスケアリーの特徴とメリット・デメリットの指摘	
3. ヘルスケアリーの特徴とその問題点	26
3-1. 一般的な不動産とヘルスケア施設の違い	26
3-2. 「オペレーショナルアセット」としての特徴	28
3-3. 「オペレーショナルアセット」性に由来する投資コストやリスク	31
4. 「ヘルスケアリー」導入による投資側のビジネスメリット	32
4-1. 投資側から見た「ヘルスケアリー」によるビジネス拡大メリット	32
4-2. 投資メリットに隠された「資金」の本質	34
5. 病院(オペレーター)側におけるメリット・デメリット	36
5-1. 病院オペレーター側にとってのメリット	36
5-2. 病院オペレーター側にとってのデメリット	38

第三部：投資論的分析等によるヘルスケアリートの問題点

6. リートの投資リターンの分析	40
6-1. リートの実績利回りとイールドギャップ	40
6-2. リートの投資不動産に対する期待リターン	44
7. ヘルスケア施設(事業)の実際の収益性	49
7-1. 介護事業の収益性(「介護事業経営実態調査」の収支差率)	49
7-2. 民間大手3社の介護関連事業の収益性分析	50
8. ヘルスケア施設に対する投資側の認識や考え方の問題点	53
8-1. 投資側の3つの問題点	53
8-2. 公的保険財源の「投資収益化」と医療制度への相反	57

まとめ(得られたインプリケーションと提言)

得られたインプリケーション等	60
提言	61
おわりに	63

補論・参考文献

(補論1) リートの運営・ガバナンスに関する法令や規制の体系	66
(補論2) 「ヘルスケアリート」の導入促進に関する政策の流れと概要	68
(補論3) 上場ヘルスケアリートの概要(2015年3月末現在の状況)	70
(補論4) 高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン	74
(補論5) 高齢者向け住宅の賃貸利回りの推計	75
(補論6) 住居系施設のオペレーターや利用者のメリット・デメリットの考察	76
(補論7) 投資側にとってのヘルスケアリートの課題やデメリット	79
参考文献	80

はじめに(本稿の目的・構成)

少子高齢化が進み、地域医療・介護の連携体制の構築が図られる中、介護や医療関連の「ヘルスケア施設¹」の供給促進が政策的に求められている。

このような状況の中、いわゆる「ヘルスケアリート¹」に関して、アベノミクスの成長戦略の一環としてとりあげられ、国土交通省を中心に導入促進策が進められている²。

社会保障の観点から見て、高齢者向け住宅や医療施設等へのニーズの高まりに対する適切な対応や供給体制の整備は当然のことである。

しかし、その文脈の中で出てきた「ヘルスケアリート」に関しては、投資側の視点に基づく論理を重視した議論が多くみられ、医療・介護の経営や制度を揺るがしかねない恐れもある。

以上のような問題意識に基づき、既にヘルスケアリートの活動に関するガイドラインの制定やヘルスケアリート上場等の動きが進みつつあるところではあるが、ヘルスケアリートの導入についての整理と分析を行うこととする。

本稿の目的は次の通りである。

- ・介護・医療分野にとってあまりなじみの無い「リート」に関して、その仕組みや本質を確認し、メリット・デメリットを現実的・客観的に考察する。
- ・ヘルスケアリート導入に対する投資側の認識や考え方について、幾つかの実証データ等に基づき、投資論および制度論から検討し、問題点を指摘する。
- ・得られたインプリケーションを踏まえ、若干の提言を行う。

¹ ヘルスケア施設及びそれに特化した「ヘルスケアリート」の定義等については第2章を参照。

² 2014年6月に、国土交通省から、居住系介護施設等に関しては『高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン』が既に公表されており、現在、病院を対象とするガイドラインが策定されつつある(2015年3月末現在未公表)。

得られたインプリケーションとして、

ヘルスケアリートの導入は、医療・介護施設側のニーズに基づくものではない上、医療・介護施設側にとっての利用メリットはあまり無く、デメリットが大きいこと、投資対象としても、特殊性等が強く、収益性は高くなく、決して適した対象でないこと、

仮に、介護・医療施設へ投資する場合は、医療や介護の特性や社会的位置付け等を踏まえ、施設利用者や事業者側に十分配慮した運営が求められること、

特に、病院に関しては、リートが野放図に参入して「公益性」や「非営利性」が損なわれないよう、行動を抑制し、監視する仕組みが必要であること、

等を述べ、以上を踏まえて、

- (1) 病院に投資するリートは、医療の公益性・非営利性を踏まえて、一般リートとは区別し、「社会貢献型ファンド」と位置づけ、規定する。
- (2) 情報開示の徹底と厚生労働省や地域の医療・介護関係者の監視を可能にする。
- (3) 利用者・患者の利益と適切な施設運営の確保、経営介入の防止等に規定する。

等を提言する。

※本稿での意見に渡る部分は筆者の個人的見解であり、間違い等は全て筆者の責任である。

第一部

リートの仕組みとヘルスケア分野への参入について

1. リートとはなにか

1-1. リートの定義

リートとは、Real Estate Investment Trust (不動産投資信託)の略称で、不動産を運用対象とした投資信託商品である。

不動産証券化の手法を利用して、投資資産からのキャッシュフローを安定的に獲得するために組成された運用体で「投資ファンド」の一種である。

不動産証券化手法とは、以下の様な内容を行うものである。

- ・投資家が不動産の取得と管理のみを目的とした専門組織（SPC等）を設立し、
- ・投資対象である不動産を直接保有する、あるいは、不動産からの収益を受け取る権利（信託受益証券等）を購入する等の投資手法により、
- ・当該不動産から得られる収益を裏付けとした証券を発行し、
- ・この証券を投資家が購入することで、間接的に不動産に投資できる。

不動産証券化の意義は、簡単に言えば、(資産)所有と(事業)経営の分離（資産のオフバランス化）にある。

我が国においては、2000年11月の「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下、投信法という。）の改正により、リートが法的に認められ、活動が始まった。

リートは、不動産証券化手法によるファンドの中でも、投資信託及び投資法人に関する法律に基づいており、制度的に透明性が高いとされている。

現在、同法に基づき組成／設立され、東京証券取引所に上場しているリートは51銘柄である（2015年3月末現在）。

これらを称して「Jリート」と呼んでいる（JはJAPANの頭文字である）。

上場しないリートも存在するが、それらは私募リートと呼ばれる³。私募リートについては公開情報が少なく、実態が把握しづらく、区別して取り扱われている。

通常、「リート」と言った場合には上場Jリートを指すことが多い。

³ 公募とは不特定多数の者を対象とし、私募とは適格機関投資家（金融商品取引法に規定するいわゆる「プロ」の投資家）もしくは50人未満の少数者を対象として勧誘を行うことを言う。私募は機関投資家や大口投資家などの限られた投資家を対象にし、投資に関する知識や経験が豊富であると考えられるので、公募と比べると運用やディスクロージャーの規定に緩やかな部分がある。

1-2. リートの機能・構造・運営

通常、単純に「リート」と言った場合、投信法による「不動産投資法人」のことを指している。

その実態は「投資ファンド」であって、投資家から見れば、他の投資信託や株式、債券などと並んで、金融商品の一つである。

「不動産投資法人」自体は組織としては株式会社ではないが、株式会社と同様の機能や形態を有している。

「不動産投資法人」は、株式会社で言う「株式」に当たる「投資口」を発行し、資金を資本市場から調達する。

「投資口」は金融商品取引法における「有価証券」であり、投資家は、株式と同様に、「投資口」の売買を通じて、リートに投資することになる。

リート(不動産投資法人)の機能は、以下のように整理できる

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">① 投資家（公募の場合、不特定多数）から資金を集めて、② 不動産への直接投資や不動産を裏付けとした受益証券等へ分散投資を行い、③ 主として、購入した物件からの賃料収入（<u>インカムゲイン</u>）を源泉とする収益から運営等に係る諸費用を控除して得た利益を、④ 投資家に対して分配金（株式の配当金に相当する）として分配する。 |
|---|

場合によっては、物件売却益（キャピタルゲイン）が収益に加わることもあるが、収益の大宗は、投資不動産が継続的に生み出すキャッシュフローからなる「安定したインカムゲイン」による。

要するに、リートは、安定したインカムゲイン収益を、長期的にできるだけ多く、投資家へ還元することを基本とした仕組みになっている。

リートは、金融機関から融資を受けたり、株式会社でいう「社債」に当たる「投資法人債」を発行したりして、資金調達をすることもできる。

その場合、投資法人口に対する出資金の他に、負債を抱えることになる。

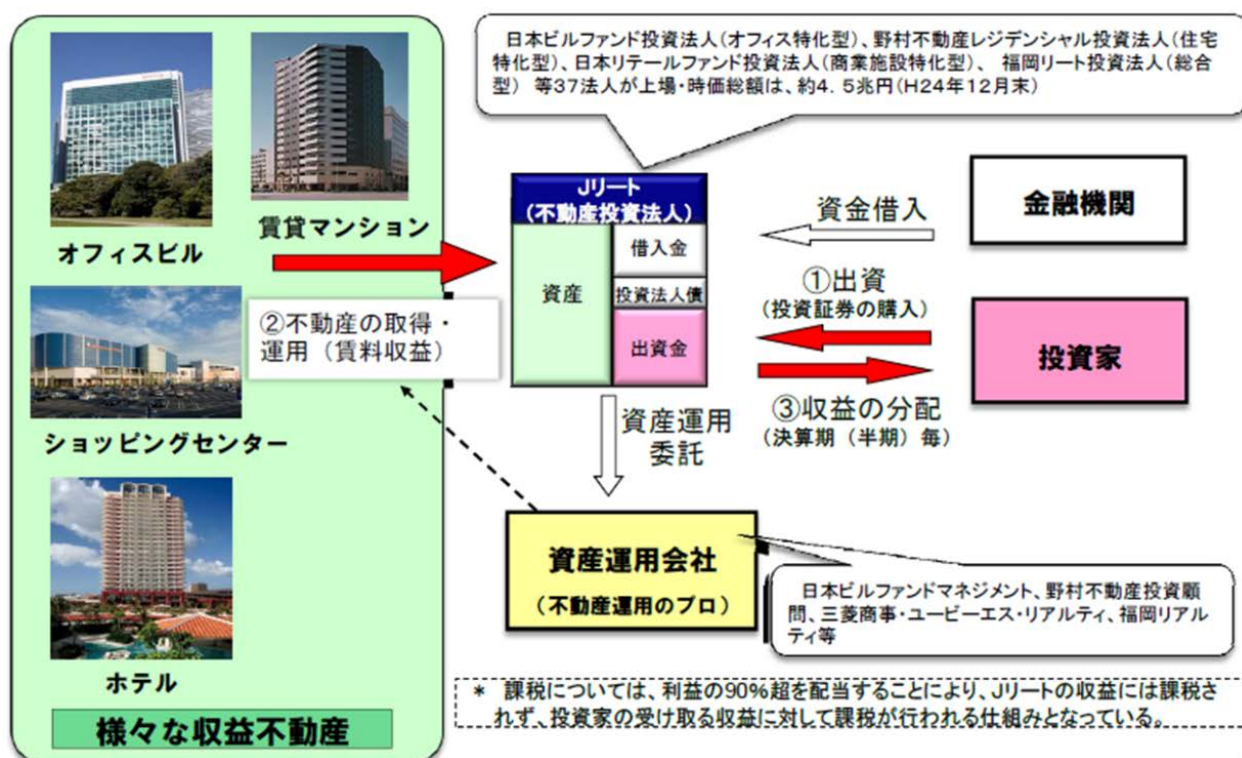
このことによって、収益面では負債による「レバレッジ効果⁴」が働くので、1口当たりの収益を拡大することができる。

一方で、負債はリート運営のリスク要因となるので、その大きさ等を適切に管理する必要があり、投資家にとっても、リートに投資する際に考慮すべき要因となる。

リートが投資対象とする不動産には、オフィスビル、住宅（賃貸マンション）、商業施設（ショッピングセンター等）、物流施設（倉庫等）、ホテル等がある。

そこに今般、新たな中核として、ヘルスケア施設を加えようとする政策的な動きが進行している。

図表1: リートの基本的構造



(出所) 日本ビルファンド投資法人HP

⁴ レバレッジ効果とは、負債を利用することによって、資本利益率が高まること。投資利回りより低い利率の借入金を利用することで資本利益率を高めることができる。しかし、借入金を増やせば増やすほど、経営状況次第では将来元利金を返済できなくなる等の財務リスクも高まる。

リートの運営に関しては、独特な特徴として、次のようなことが挙げられる。

リートは、法律上、従業員の利用が禁止されている（投信法第 63 条第 2 項）。

また、運用等の実質的な業務を自らが行うことも禁止されており、①資産運用の業務は「運用会社」、②資産保管の業務は「資産保管会社」、③一般事務は「事務受託会社」に、それぞれ委託される。（補論 1 参照）。

これらの中で重要な役割を果たすのは資産運用会社であり、不動産の選定や管理、資金調達等、リート運営の重要業務のほとんどを実質的に実行している。

① 資産運用会社（投信法第 2 条 19）

投資する不動産の選定を行い、不動産をどのような条件で賃貸するか、売買するか等の戦略を決定する。

不動産の価値を維持するための修繕計画を立案し、実行する。

財務戦略を立案し、必要な資金調達を行う。

② 資産保管会社（投信法第 2 条 20）

保有している不動産などの資産の管理を行う。

通常、信託銀行が資産保管会社になる。

③ 事務受託会社（投信法第 2 条 21）

会計に関する事務、納税に関する事務、投資法人債に関する事務などを行う。

それぞれの業務ごとにさらに個別に専門の会社が選ばれる場合がある。

また、資産運用会社には、通常、資本系列のつながる親会社が存在しており、リート運営において、この親会社が運営の実質的なスポンサーの役割を果たしている。

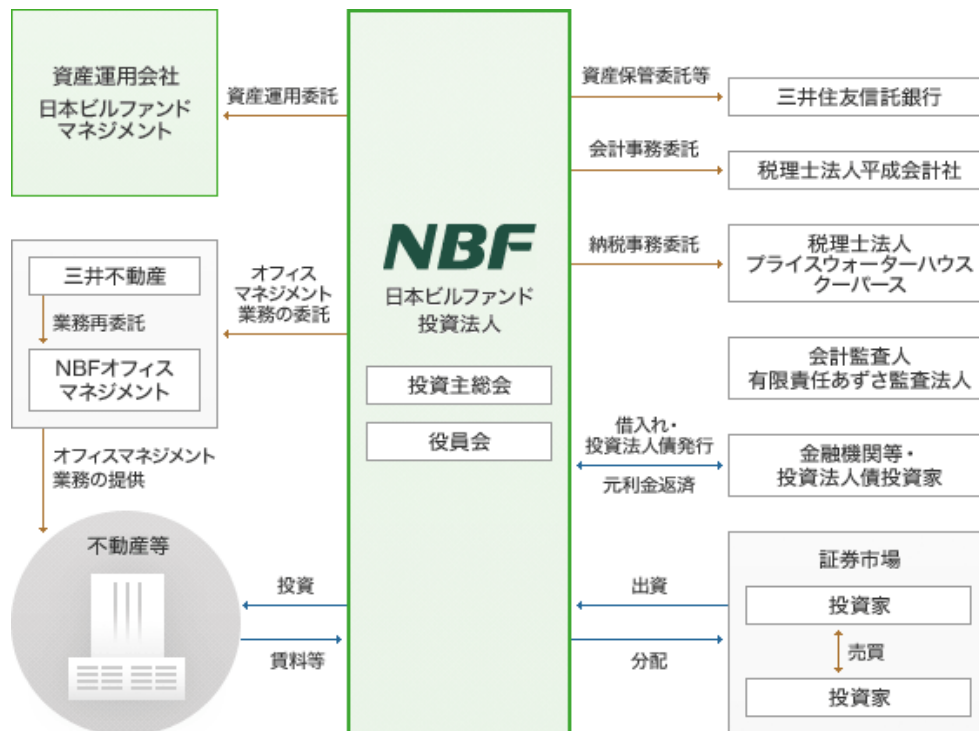
資産運用会社および親会社は、通常、不動産会社、証券会社、銀行またはそれらの関連会社等である場合がほとんどで、彼らが主体となって、「不動産投資法人」を設立し、事実上、一体となってリートを運営していく。

従って、不動産投資法人の信用力は親会社の信用力に依存することとなり、親会社の財務内容や経営状況が不動産投資法人の資金調達の条件を左右する。

以上から、「リート」と言った場合に、第一義的には「不動産投資法人」を指すが、リートに係る様々な機能や活動のあり方等を論じる場合には、資産運用会社や親会社も含めた広い概念として、「リート」をイメージする必要がある。

また、資産運用会社以外にも多くの関係者が関与し、リート（投資法人）が得た賃料から報酬等を得ることに留意する必要がある。

図表3：Jリークの運営に係る関係者（日本ビルマネジメント投資法人の事例）



（出所）日本ビルファンド投資法人HP

投資対象となる不動産1件当たりの規模は、運用の効率性等の観点から、取得価額でみて、最低でも10億円程度、通常は数十億円とされており、それなりに大きな不動産物件でないとリークの投資対象にはなりにくい。

実際、上場リートがポートフォリオに組み入れている投資不動産の1物件当たりの規模は、平均で約40億円である（不動産証券化協会の調査データ等による）。大きいものでは、評価額が数百億円超のオフィスビルに投資している場合もある。

参考までに、Jリートに関する基礎データは次の通りである（2015年3月末現在）。

上場数：51 ファンド

運用総資産額（取得価額ベース）：約12兆8500億円

1ファンド当たり平均資産規模：約2500億円

1ファンド当たり平均保有物件数：約57件

1物件当たり平均資産規模：約45億円

1-3. 投資ファンド・金融商品としてのリートの特徴

(1) 「金融商品」としての位置付けとその有利性

上記のような仕組みで運営されるリーートの「投資口」の、「金融商品」としての位置付けとメリットについては、主に以下の点あげられる。

① 流動性の円滑な確保の実現（証券化とその証券の上場）

不動産は、株式や債券等と比べると、流動性が低く、取引価格も不透明な部分があり、扱いにくい面がある。

このため、通常の不動産投資の場合、随時、投資先不動産の売却を行う、または設定に応じて不動産を購入するといったことは一般的に困難である。

しかし、リートは、通常、証券取引所に上場しており、「投資口」が取引所を通して、日々売買されている。

従って、投資家は、随時、市場価格で「投資口」を購入・転売できる。

つまり、リートは上場により高い流動性が確保される。ここが一般の不動産投資ファンド等と異なる点の一つで、上場リートは上場株式に類似した金融商品となる。

② 分配金への課税面の優遇（導管性による法人税免除）

リートでは、運用の結果として得られた収益は、投資家に対して「分配金」として支払われる（株式会社の配当金に相当する）。リーートの多くは年2回決算を行う⁵。

分配金に関して重要なことは、同様の不動産事業を行う株式会社の利益配分とは異なり、収益の90%以上を配当する等の税法上の一定の要件を満たせば、支払分配金の損金算入が認められ、投資法人段階での法人税が非課税となるメリットがある（法人税が免除されるための導管性要件と呼ばれている）。

従って、運営上、利益のほとんどは投資家に分配されることになり、株式からの配当と比べて、相対的に高い分配金が期待できる⁶。

⁵ 年1回決算のリートもある。

⁶ 投資家の受取分配金に対しては、個人投資家の場合、株式配当金と同様の源泉分離課税である。2014年1月1日以降、税率：20.315%となっている。

しかし、投資法人の分配金は株式配当と違って所得税制上の配当控除は利用できない。

図表2:リート(投資法人口)と事業会社(普通株式)との利益分配の違い



(出所) 不動産証券化協会資料

ここまで見てきたように、リートは安定的な不動産の賃貸事業に特化しているの
で、一般の不動産会社の業績等に比べると、そのキャッシュフロー（収益）は相対
的に安定している。

また、「導管性要件」を満たしていれば（原則として満たすことが必須である）、
利益をほぼ 100%投資家に分配するので、投資家から見れば、優れた投資ビークル
であり、メリットは大きい⁷。

ここで重要なことは、リートが所有し賃貸する場合は、一般の不動産会社が所有
する物件を単に賃貸する場合と比べて、リートは背後に資本市場を通してリターン
を要求する投資家が控えているという点である。

不動産会社の賃貸なら、収益結果はその不動産会社としてのものとなるが（投資
家への利益配当も任意）、リートの場合は「導管体」であり、できるだけ高い分配
金の投資家への提供が使命である。

⁷ ただし、ポートフォリオに組み入れている物件の質・量の優劣やその入替え等にみられる運用の
巧拙により、ファンドの価値評価が異なってくる点に注意が必要である。

(2)リートの仕組みに内在する財務的なリスク

当然ではあるが、リートには良い点ばかりではなく、その仕組みには投資する上でのリスクも内在している。

リスクの大きな1つはファンドの財務構造にある。

リートには「導管性による法人税免除 ⇒分配金の相対的高さ」というメリットの裏側として、得た利益のほぼ全てを分配金として「投資口」を持つ投資家に払い出してしまうので、「内部留保が乏しい」という構造的問題が存在している。

このため、金融危機の発生等により金融・不動産市場の流動性が枯渇した場合には、新規調達や借換え等の資金繰りが極めて難しくなるという財務面の脆弱性が内在している。

通常、リートは総資本額の半分前後を、投資口による出資金以外に借入金（負債）で賄っている。

そこで、例えば、負債のリファイナンスにあたり、新たな資金の借換えや保有物件の売却などが難しい場合には、内部留保だけでは返済資金を確保できずに、リファイナンスのリスクが顕在化することになる⁸。

それでも、リートは安定的な不動産賃貸事業のみを行うファンドであり、通常は、バックについているスポンサー（親会社）の信用力から、資金繰りに関して特段の懸念が持たれることはあまり無い。

しかし、米国サブプライムローンを端緒にした世界的な金融危機の中で、スポンサーの信用度があまり高くない一部のJリートにおいて、リファイナンスのリスクが極度に高まり、投資家の信認が大きく損なわれる事態が発生した⁹。

このように、金融・不動産市場の流動性が枯渇した場合に資金調達ができなくなるという財務の脆弱性を持ちあわせている点に十分留意しておく必要がある。

これはリートの事業運営上のリスクであると同時に、リートの投資口という「金融商品」に投資する場合の投資リスクでもある。

⁸ 細かく言えば、キャッシュフロー上の内部留保の一部として、減価償却費と資本的支出との差額があるが、それほど大きくない。

⁹ 2008年10月に、ニューシティ・レジデンス投資法人が、上場Jリートとして初めて、民事再生法の適用を申請する事態となった。

1-4. 「ヘルスケアリート」導入に関する政策推進とその旗振り役

なぜ、「ヘルスケアリート」の導入に関する促進策が、昨年度来、政策課題の土俵に急速に上がってきたのだろうか。

その流れ・背景について、簡単に確認しておきたい。

超高齢化に伴い、社会保障分野において、医療・介護のシームレスな連携による地域包括ケアシステムの構築が重要な政策課題となっていることは言を俟たない。

その一環として、高齢者を対象にした住居や医療・介護・生活支援サービス等の提供を目的とする施設の質・量、両面での充実が政策的に求められている。

例えば、政府の「住生活基本計画」（平成23年3月）では、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を、2020年に3～5%にまで引き上げる政策目標が掲げられている（国土交通省推計等によれば、現在は約1%にとどまっていると見られる）。

平成23年10月には、「サ高住」制度が創設され、その供給促進のための補助金や税制などの諸施策が実施されている。

ヘルスケア施設の整備・拡充に関する政策に関しては、当然のことだが以前から、「社会保障の充実」の流れの中で上記のような対応があった。

しかし、昨今、特にアベノミクスが登場してからの政策的な動きには、従来の流れとは異質な観点からのものが前面に出てきたのである。

それは、ヘルスケアを成長分野と位置づけ、「産業政策」的な観点から当該分野への投資やビジネスの拡充を促そうというもので、「ヘルスケアリート」に関する政策対応もこの文脈の中で位置づけられている。

簡単に言えば、不動産投資の仕組みである「リート」により、投資マネーを集め、ヘルスケア施設の整備・拡充を図ろうとするものである。

それによる政策効果としては、ヘルスケア施設の建設等をファイナンス面から促進するとともに施設の購入者・所有者となることにより、ヘルスケア施設の供給が進み、地域経済、雇用等の拡大に貢献することができる、とされている。

この動きに関する政策当局の一連の報告書等を見ても、そのほとんどが、医療・介護分野に投資マネーを入れることを狙いとして、ヘルスケアリートに係る制度等の速やかな整備を主張している（補論2参照）。

ここで留意すべきことは、これらの政策的な主張が、医療・介護の世界から出てきたものではなく、投資側の視点や意向を反映したものという点である。

このことは、「ヘルスケアリート」の導入政策の旗振り役となっている官庁からも見てとれる。

介護・医療施設の供給促進という政策的文脈でありながら、医療・介護行政を所管する厚生労働省は、導入を積極的に打ち出していない。

「ヘルスケアリート」の推進官庁は、国土交通省を中心に、金融庁、その奥に、経済産業省・首相官邸が存在する構図になっている。

さらに踏み込んで言えば、ヘルスケア施設の整備をビジネスチャンスと捉える不動産・建設業界や投資ビジネスの拡大を図る金融業界が背後に控えている。

ヘルスケアリートの導入に関する政策がこうした偏った構図で進められてきている点には留意が必要である。

参考までに、国土交通省「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」(2012/10/5～2013/3/6))において、意見陳述・資料提出を行った組織を見ると、投資ビジネス側の事業体だけであり、ヘルスケア施設側の運営者や利用者等が入っていない。

(国土交通省の検討委員会で意見陳述・資料提出を行った組織)

- ・野村不動産投資顧問株式会社 (不動産投資顧問業)
- ・ケネディクス株式会社 (不動産投資顧問業)
- ・エイ・アイ・ピー・ジャパン合同会社 (投資ビジネス業)
- ・野村ヘルスケア・サポート&アドバイザリー株式会社 (コンサルタント業)
- ・ヘルスケア マネジメント パートナーズ株式会社 (コンサルタント業)

この章の考察を簡単にまとめると、以下のとおりである。

- ・「リート」(不動産投資法人)は不動産証券化の手法を用いた投資ファンドで、不動産が生み出したキャッシュフローを投資家に流す「導管体」である。
- ・できるだけ高い分配金を投資マネーに還元することが使命である。
- ・施設運営に関する「リート」の意義は、「(施設)所有と経営の分離」にある。
- ・ヘルスケアへの投資対象の拡大は、医療・介護側のニーズによるものではなく、投資ビジネス側によって推進されている。

2. ヘルスケアリートの概要

2-1. ヘルスケア施設・ヘルスケアリートの定義

ヘルスケア施設と呼ばれるものは、主に以下のようなものがある。

医療系：病院、診療所（医療モール形態を含む）

介護系：サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム、介護老人福祉施設等

保健系：スポーツジム等

このうち、今般、ヘルスケアリートの対象として論議になっているのは、医療系と介護系の施設についてである。

ただ、それら全ての施設がリートの対象になるわけではなく、主たる対象は、病院、サービス付き高齢者向け住宅（以下、サ高住と呼ぶ）、有料老人ホームである¹⁰。

また、その中でも、運営主体（開設者）によって、証券化の可能性は異なる。病院でリートの対象となっているのは、医療法人の施設である。

図表4: 主な医療・介護施設の運営主体

	運営主体(開設者)			
	株式会社	医療法人	社会福祉法人	地方自治体等
病院		○	○	○
医療モール		○	○	○
サ高住	○	○	○	○
有料老人ホーム	○	○	○	○
グループホーム	○	○	○	○
介護老人保健施設		○	○	○
介護老人福祉施設			○	○

(出所) 厚生労働省・国土交通省資料より筆者作成

ヘルスケアリートについては、東京証券取引所は、運用総資産に占めるヘルスケア施設の割合が50%を超えるものを「ヘルスケアリート」としている。

本稿では、考察を円滑にするため、特に断らない限り、投資割合により区分せず、ヘルスケア施設に投資する一般リートも含め、便宜上「ヘルスケアリート」とする。

¹⁰ 上記であげた施設や業態以外でも、認知症高齢者グループホームや医療モールは既にリートによる投資実績がわずかだが存在し、今般の導入政策の議論でも投資対象の中に入っている。

2-2. リートのヘルスケア施設への投資状況

基本的に運用資産を全て「ヘルスケア施設」に投資する「リート」として、(東京証券取引所の定義にも当てはまる「ヘルスケアリート」として)、2014年11月に、日本ヘルスケア投資法人(2014年3月に運用開始)が初めて東京証券取引所に上場、第2号として、ヘルスケア&メディカル投資法人が3月19日に上場した(上場ヘルスケアリートは、2015年3月末時点でこの2ファンドである¹¹⁾。

一方、既存の上場Jリートで、既に投資資産の一部として、ヘルスケア施設を組み入れているものもある。

ちなみに、国土交通省の調べでは、2013年度3月末時点で、上場Jリート(2013年3月末時点で44社)のうち8社が、何らかのヘルスケア施設を組み入れていた。

組み入れている施設は介護付有料老人ホームが大半であり、他に1~2件程度、サ高住やグループホーム、医療モールが組み入れられており、病院は無かった。

図表5: 既存上場リートに既に保有されているヘルスケア施設

投資法人名	物件名	所在地	賃貸可能戸数	取得価格(百万円)	建築時期	用途
スターツプロシード投資法人	グループホームたのしい家 大正	大阪府大阪市	-	158	2007年	認知症高齢者グループホーム
ヒューリックリート投資法人	アリア松原	東京都世田谷区	96	3,244	2005年	介護付有料老人ホーム
	トラストガーデン用賀の杜	東京都世田谷区	123	5,390	2005年	介護付有料老人ホーム
	トラストガーデン桜新町	東京都世田谷区	84	2,850	2005年	介護付有料老人ホーム
	トラストガーデン杉並宮前	東京都杉並区	100	2,760	2005年	介護付有料老人ホーム
大和ハウス・レジデンシャル投資法人	アーバンリビング稲毛	千葉県千葉市	100	930	2008年	介護付有料老人ホーム
アドバンス・レジデンス投資法人	ココファン日吉	神奈川県横浜市	85	1,050	2010年	サービス付き高齢者向け住宅
	ライフ&シニアハウス港北2	神奈川県横浜市	78	1,670	2003年	介護付有料老人ホーム
オリックス不動産投資法人	グッドタイムリビング新浦安	千葉県浦安市	74	1,550	2006年	介護付有料老人ホーム
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	ニチイホームたまプラーザ	神奈川県川崎市	底地のみ	960	1992年	介護付有料老人ホーム
日本ビルファンド投資法人	四谷メディカルビル	東京都新宿区	-	8,800	2004年	メディカルモール、治療専門医療機関等
野村不動産オフィスファンド投資法人	セコムメディカルビル	東京都千代田区	-	11,500	2005年	都市型有床クリニック
合計(ヘルスケア施設)				40,862		
上場J-REIT全体				11,778,800		
上場J-REIT全体に占めるヘルスケア施設の比率				0.35%		

平成25年度に取得

(出所) 国土交通省資料

(注) 平成26年3月時点の情報であり、その後、変化している可能性がある。

¹¹ 日本ヘルスケア投資法人は大和証券系で、運用会社は100%子会社の大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社。ヘルスケア&メディカル投資法人は三井住友銀行系で、運用会社はシップヘルスケアHD、NECキャピタルソリューション、三井住友銀行等で構成。

参考までに、ヘルスケア施設の取引状況について見ると、2013年度において、Jリートの物件取得総額は約1兆9000億円だったが、そのうち、ヘルスケア施設は7件、取得額は約160億円で、全体の1%弱であった。

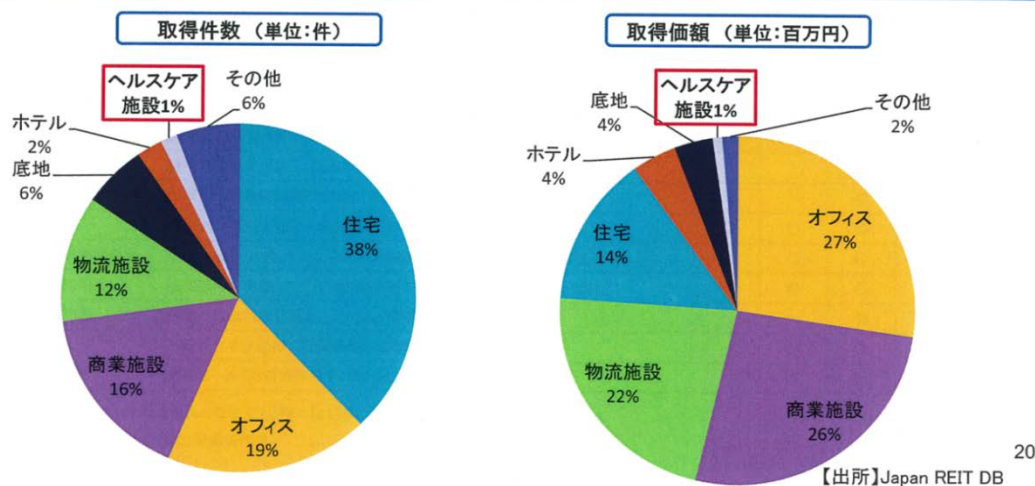
残高状況は、2013年1月時点でJリート全体に占めるヘルスケア施設の割合は0.31%であった（取得価額ベース）。

その後の追加取得や新規上場した日本ヘルスケア投資法人とヘルスケア&メディカル投資法人の資産を加えても、全体の1~2%程度にとどまると思われる¹²。

以上のように、足元ではリートのヘルスケア施設への投資実績はかなり小さい。これは、これまで「リート」がヘルスケア施設に投資する環境が必ずしも整っていなかったためでもあり、逆に言えば、今後、政策的な後押しによる整備が進めば、ヘルスケア施設がリートに組み込まれていく余地が大きいとも言えるわけであり、十分な注意が必要であろう。

図表6:ヘルスケア施設を組み入れているJリート(平成26年3月末現在)

- 平成25年度中のJリートによる取得価額約19,000億円のうち、オフィスが約5,100億円、商業施設が約4,900億円、物流施設が約4,200億円で、これらの用途が取得の中心。
- 同時期におけるヘルスケア施設の取得件数は7件、取得価額は約160億円で、ともに全体の1%に留まる。



(出所) 国土交通省資料

(注) 平成26年3月末時点の情報であり、その後、変化している可能性がある。

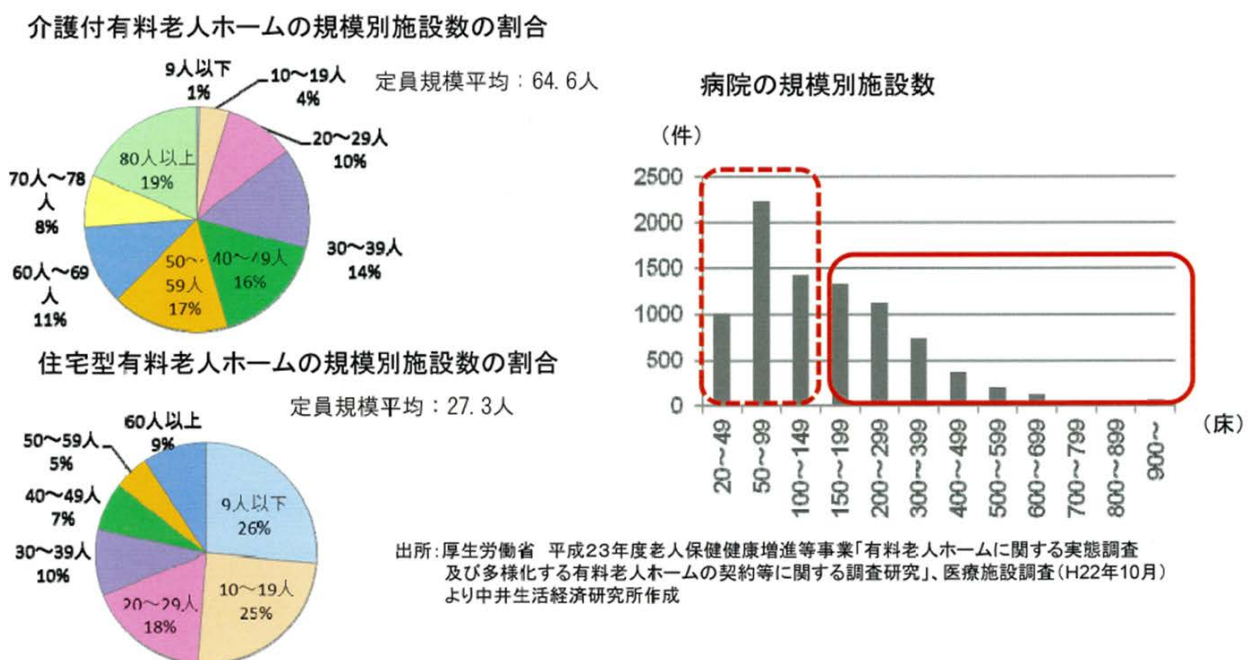
¹² 上場 Jリート以外の私募リートについては正確にはわからないが、国土交通省の資料によれば2014年3月末で1法人の記載があり、直近では、住友商事が新たに私募リートを開始したとの報道がある（日経新聞2015年1月9日朝刊）。

2-3. 居住系介護施設と病院の特徴と差異

確認になるが、リートの投資対象として望ましいのは、制度的に投資が可能で、相対的に高いリターン（投資家が期待するリターン）が長期的に安定して得られ、かつ、規模が一定程度大きい不動産である。

従って、医療・介護施設全てが投資可能となるわけではないし、また、規模の面でリートの投資に値するものは、これまでのところ、あまり多くないと思われる¹³。

図表7：ヘルスケア施設の規模別分布



(出所) 国土交通省「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」第一回資料（2012/10/5）

今般の「ヘルスケアリート」導入に関する政策対応で、中核的な投資対象とされているのは、サ高住・有料老人ホーム・病院の3施設であるが、これらの特徴を、リートが投資対象とする場合の視点を踏まえてまとめると、次の通りとなる。

¹³ 例えば、社会福祉法人が所有する介護老人福祉施設は、制度により、事業主体と施設保有者は同一であることが求められるので、不動産証券化の対象外となる。

既存上場リートの1物件当たり平均資産規模は約45億円、P12のデータ参照。

(居住系介護施設と病院の主な特徴)

① サ高住(サービス付き高齢者向け住宅)

- ・土台としての機能は高齢者向け「賃貸住宅」である。
- ・医療や介護サービスは基本的に「外付け」で提供される。
- ・施設運営や事業経営の専門性・特殊性はあまり高くない。
- ・規模は相対的に大きめのものが多い。
- ・利用者との間は賃貸借契約であり、不動産投資に最も馴染む形態である。
- ・主な収益源は入居者の家賃で、それに付加サービス収入が加わる。
- ・市場化されており、法制度上、営利法人でも事業が可能である。
- ・既存のリートにポートフォリオの一部として組み込まれた事例がある。

② 有料老人ホーム(介護付、住宅型)

- ・介護サービス等はビルトインされているものと外付けのものがある。
- ・施設運営や事業経営の専門性・特殊性はある程度高い。
- ・入居者等の利用者は施設運営者に利用料を払う。
- ・主な収益源は入居者の施設利用料で、それに付加サービス収入が加わる。
- ・制度として「市場化」されており、営利法人でも事業が可能である。
- ・既存のリートにポートフォリオの一部として組み込まれた事例がある。

③ 病院

- ・医療提供体制の中核を担う施設であり、「住居」としての機能は本来持っていない。
- ・施設運営や事業経営の専門性・特殊性が高い。
- ・診療報酬が収益の主な源泉で、キャッシュフローは比較的安定している。
- ・規模にはバラツキがあるが、かなり大きな規模のものも存在する。
- ・非営利原則であり、現行の制度上、営利法人の事業参入は認められない。
- ・既存のリートに病院が組み入れられた事例は未だ無い。

以上のように、サ高住や有料老人ホームのような居住系介護施設と病院では、その特徴にかなり大きな差異がある。

サ高住や有料老人ホーム等の居住系介護施設においては、事業運営が「市場化」され、営利企業による経営も広く認められている。

誤解を恐れずに言えば、これらは一般不動産のマンション等と共通する面を有しており（特に高齢者向け住宅にはその傾向が強い）、病院に比べ、リートに比較的馴染みやすい要素があると言える。

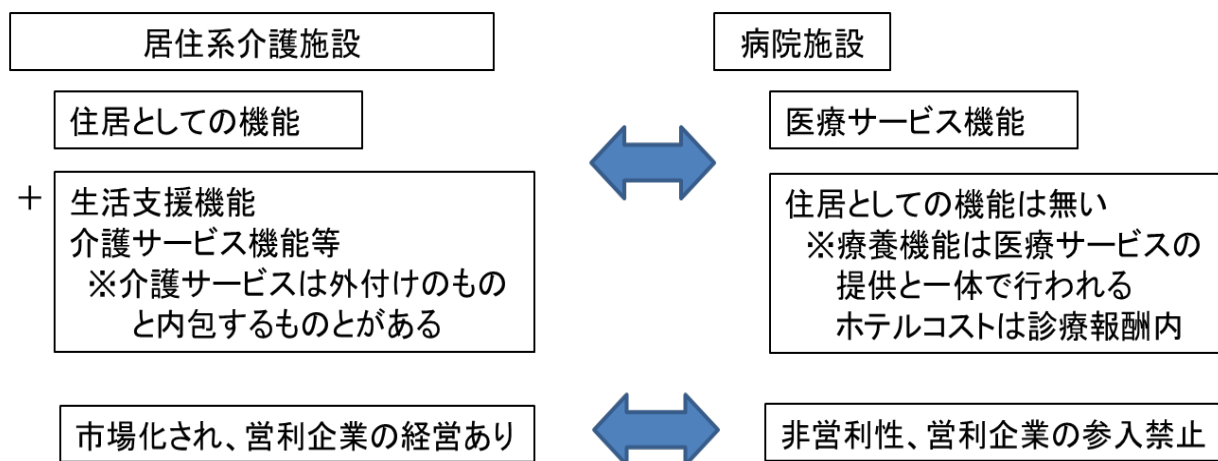
一方、病院は、医療提供体制の中核的施設であり、「非営利性」の原則が貫かれており、営利企業の参入は認められていない。

従って、「ヘルスケアリート」の投資対象として見た場合にも、居住系介護施設と病院では、異なった評価や取扱いになってくる。

今般のヘルスケアリートの整備に関する政策対応でも、住居系施設と病院を切り離して検討が行われ、前者については、既に「高齢者向け住居系施設のリート運営のためのガイドライン」が作成されている（平成26年6月27日公表）。

（本稿でも、必要に応じて、居住系介護施設と病院を分けて考察していく）

図表8: 居住系介護施設と病院の特性の違い(イメージ)



(出所) 筆者作成

(参考)居住系介護施設と病院の収益に係る経営要素等の違い

投資の視点から、高齢者向けの居住系介護施設と病院について、収益に係る経営要素の違いについて並べてみると、概ね以下のようになろう。

図表9:居住系介護施設と病院の収益に係る経営要素の違い

	居住系介護施設	病院
売上構成要素	介護関連サービス 生活支援等のサービス 不動産要素(家賃・施設利用料等)	医療保険収入が大宗 ・ホテルコストは暗黙裡に診療報酬(入院費等)に含まれていると解釈される
売上決定要因	$R = f$ (入居者数×一人当り費用(単価)) ・入居者の介護度、提供する介護サービスによって単価異なる ・売上収入の内訳 介護サービスの介護保険報酬 介護サービスの自己負担 生活支援サービスへの支払 不動産要素(家賃等)への支払	$R = f$ (患者数、患者属性、診療内容、提供する機能、効率等) ・売上収入の内訳 診療サービスの介護保険報酬 診療サービスの自己負担 不動産要素による部分は小さい(差額ベッド代程度) アメニティへの支払
コスト構造	固定費的要素が相対的に大きい ・不動産要素が相対的に大きい ・それ以外では人件費が大きい(介護職員の配置状況等)	固定費+変動費的要素が大きい ・不動産要素は少ない ・人件費(医師・看護師等)大 ・診療内容による医療材料費の動きも大きい(変動費要素)
設備投資構造	住居部分の不動産割合が大きい 高額な設備機器等の追加投資は比較的少ない 建物の修繕・増改築が一定程度発生	建物(病棟等)への投資大きい 医療機器等の設置ニーズによる投資需要もある 建物の修繕・増改築が一定程度発生

(出所) 厚生労働省、国土交通省、その他資料等を基に筆者作成

第二部

ヘルスケアリートの特徴と メリット・デメリットの指摘

3. ヘルスケアリートの特性とその問題点

ここでは、「ヘルスケアリート」の特性とその問題点を浮き彫りにするため、一般的な不動産とヘルスケア施設の違いを踏まえ、賃貸借関係をベースに整理する。

3-1. 一般的な不動産とヘルスケア施設の違い

リートが、一般的なオフィスビルやマンション等ではなく、ヘルスケア施設に投資する場合であっても、リート自体の基本的な構造・仕組みに違いはない。

しかしながら、投資した不動産に関する賃貸借関係について、一般的な不動産とヘルスケア施設ではかなり異なった面がある。

この差異は、基本的にヘルスケア施設における事業の特性からくるものである。

リートにおける投資した不動産の賃貸借関係をみると、「不動産投資法人」が、入居するエンドテナント（例えば、オフィスビルであれば企業、商業施設であればスーパーマーケット等）と、直接、賃貸借契約を締結することは少ない。

通常の場合、プロパティマネジメント会社（以下、PM会社と呼ぶ）が間に入り、「不動産投資法人」とマスターリース契約による一括賃貸契約を締結する。

PM会社はサブリース契約をエンドテナントと締結し、家賃を受け取り、それを元に、マスターリース契約に基づく賃貸料を「不動産投資法人」に支払う。

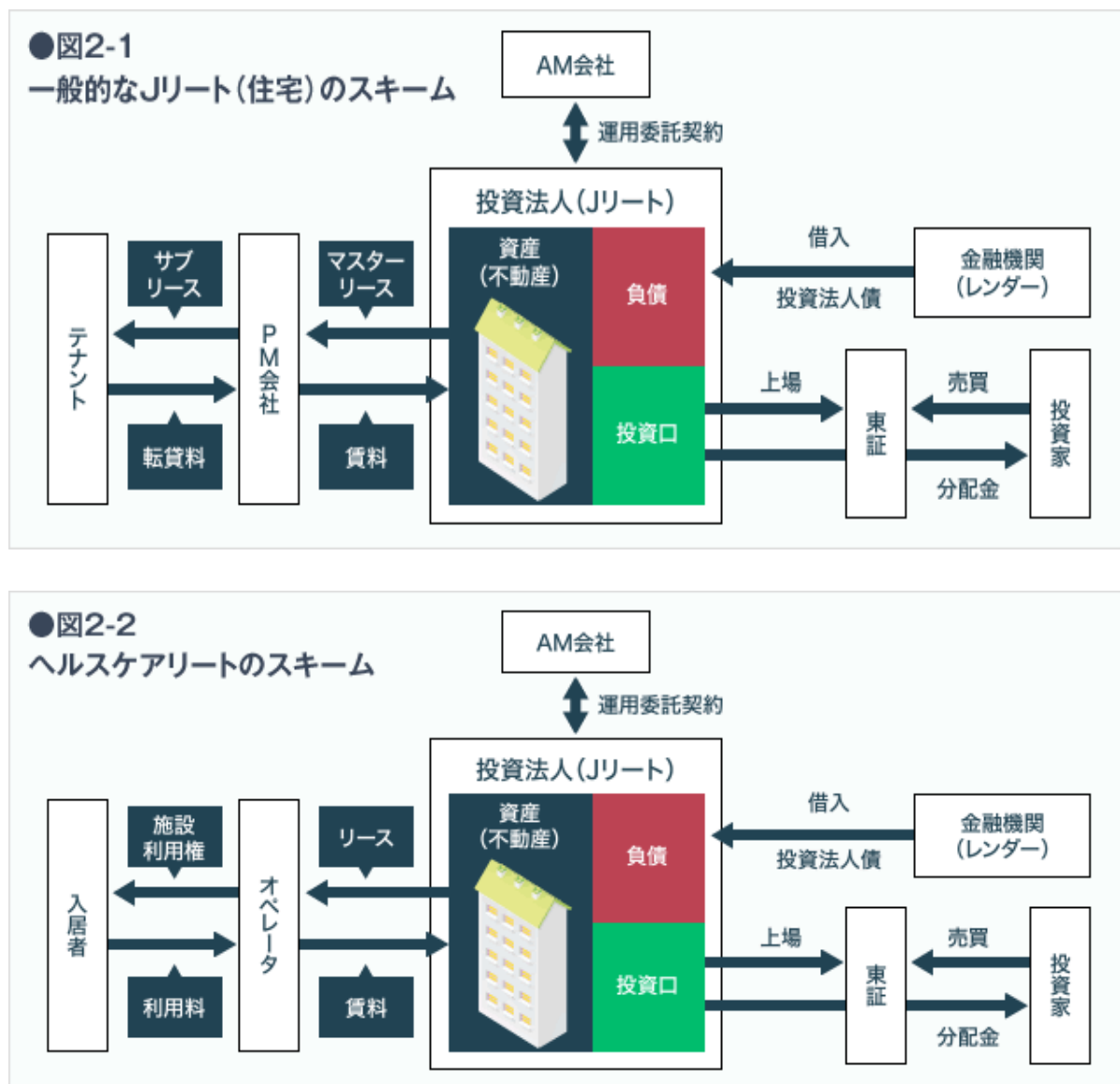
PM会社の主な業務は、エンドテナントとの事務処理や建物の修繕等、通常的な不動産の保全・管理であり、テナントの事業経営そのものには基本的に関係しない。

しかし、ヘルスケア施設の場合には、病院を考えればわかるように、施設運営とそこで行われている事業が密接に結びついており、運営に専門的ノウハウを要する。

従って、ヘルスケア施設の場合には、「不動産投資法人」との賃貸借契約は、PM会社ではなく、ヘルスケア施設を自ら運営し、介護・医療サービス等を提供する事業者（以下、オペレーターと呼ぶ）になる。

要するに、ヘルスケア施設が賃貸不動産となる場合、オペレーター（介護施設の運営者や病院経営者等）が、直接、リートと賃貸借契約を結ぶ立場になる点が、オフィスビルやマンション等の他の不動産とは、大きく異なる点である。

図表 10: 一般的な不動産リートとヘルスケア施設の貸借契約関係の違い



(出所) 東京証券取引所HP

(注) ヘルスケアリートのスキームにおけるオペレーターは、介護事業者や病院経営者等である。

3-2. 「オペレーショナルアセット」としての特徴

一般に、当該不動産がある特定の事業に特化して利用されることによって、収益が確保されるタイプの不動産のことは、オペレーショナルアセットと呼ばれる。

オペレーショナルアセットの特徴は、次のとおりである

- ① 当該不動産とそこで営まれる事業が機能的に密接な関係性を持っている。
従って、そこから発生するキャッシュフローは、当該不動産を使って事業を営むオペレーターの経営やあり方により大きく依存することになる。
- ② 一般的な賃貸不動産に比べて取扱いが難しい。
不動産（施設）運営面で特別なノウハウや専門性が必要となる。
- ③ 当該不動産に特定の事業のための機能や仕組みがビルトインされているので、
特殊性、個別性が強く、他の用途への転用や異なる事業分野への転売が難しい。

以上のように、オペレーショナルアセットは、物件の管理運営の「標準化」が容易で、かつ進んでいるオフィスビル等とは異なる特徴を持った不動産である。

簡単に言えば、オペレーショナルアセットの本質は、『施設運営と事業経営の不可分性』にある。

リートが投資する不動産には、先に見たように、オフィスビル、住宅（マンション）、商業施設、物流施設、ホテル等、一般的な賃貸不動産から特殊性・専門性が強く内在するものまで、様々である。

リートが投資対象とする様々な不動産について、「オペレーショナルアセット」性の観点で整理すると、以下のようなだろう。

- ・オフィスビルやマンションはオーソドックスな賃貸不動産である
- ・商業施設や物流施設はオペレーショナルアセット的要素もあり、中間的な存在と言える。
- ・ホテルやヘルスケア施設はオペレーショナルアセットと考えられる¹⁴。

¹⁴ 厳密に言えば、ヘルスケア施設の中でも、サ高住と有料老人ホームと病院ではその特性等の度合いが異なるが、ここでは便宜上、一括りにした。

(参考)ヘルスケア施設以外の不動産の「オペレーショナルアセット」性の考察

オフィスビルは、極めて一般的でオーソドックスな賃貸不動産と言え、リートによる運用に最も馴染み易い。

実際、我が国で最初の上場リートは、2001年9月上場のオフィスビル特化型の日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステート投資法人であった。

賃貸料に関しては、施設のオペレーションよりも、主にマクロの景気や地域の不動産市況等に左右される面が大きい。

住宅については、**大規模な賃貸マンション**は、プロパティマネジメントの手法はオフィスビルや商業施設とはやや異なるものの、賃貸料については、人々の住居としての性質から、むしろ相対的に安定して獲得することができる。

リートにおいても、オフィスビルや商業施設と並ぶ投資対象として、当初からポートフォリオの一部として組み入れられていたが、住宅特化型リートの上場は、2005年7月、積水ハウス・S I・レジデンシャル投資法人が最初である。

商業施設については、規模の大きなものは、オフィスビルとともに有効な投資対象であるが、商業施設特有のテナントの内容や施設の構造等において、オフィスビルとは違い、「オペレーショナルアセット」的な要素が多分に入ってくる。

商業施設特化型の上場はオフィスビル特化型より少し遅れ、2002年3月に、日本リートファンド投資法人(三菱商事系)が全体で3番目の上場リートとなった。

倉庫等の**物流施設**は、オペレーション面で物流施設独特の専門的な機能等が加わるので、やはり「オペレーショナルアセット」的な要素が多分に入ってくる。

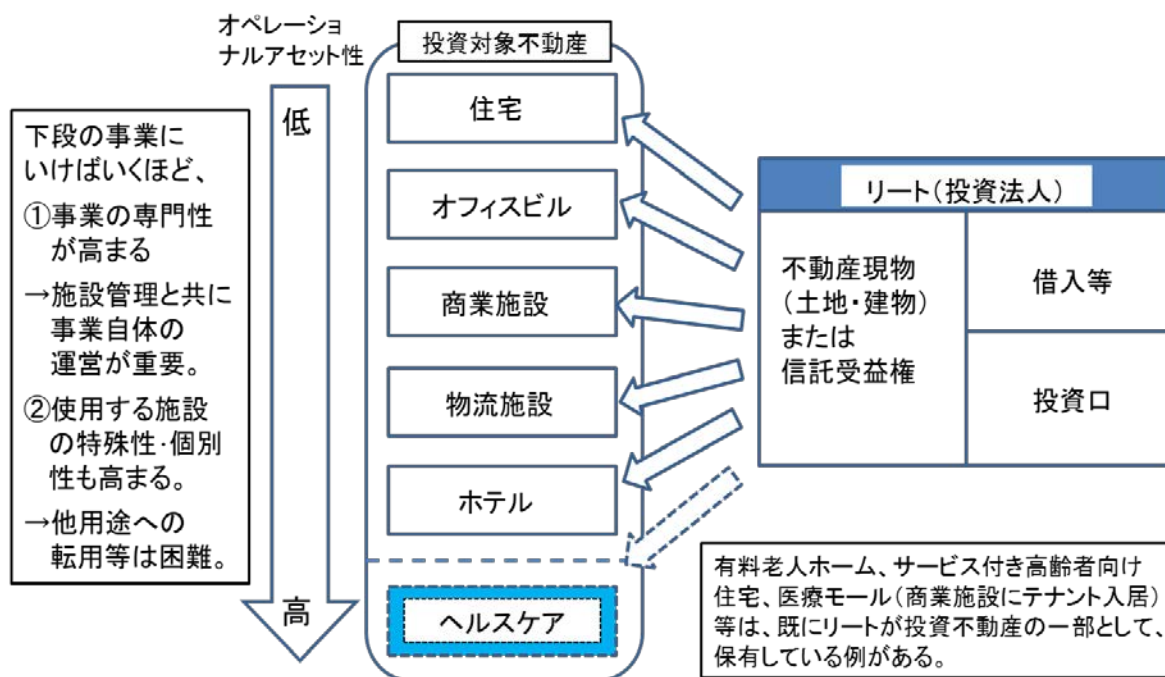
また、リートの対象となるような適当な候補物件が比較的限られることから、オフィスビルや商業施設に比べ、投資がやや遅れ、物流施設特化型の最初の上場は、2005年5月の日本ロジスティックスファンド投資法人の上場である。

ホテルになると、その不動産自体を使ったサービスを利用者に提供し、不動産と一体となった事業を行うため、専門のオペレーションが必要となり、病院等の施設と同様、まさにオペレーショナルアセットとしての位置づけになってくる。

これは、高齢者介護施設や病院等のヘルスケア施設と同様の事業運営である。

以上の考察に基づき、リートの対象不動産を「オペレーショナルアセット」性の大小に沿って並べると、下の図のようになる。

図表 11:リートの対象不動産の「オペレーショナルアセット」性の大小(イメージ)



(出所) 筆者作成

「オペレーショナルアセット」の特性を考慮すると、ヘルスケアリートに関する基本的な問題点が浮かびあがってくる。

不動産証券化手法を用いた「リート」による投資(借手から見れば資金調達)は、「所有と利用(経営)の分離」に意義があった。

ところが、投資対象不動産がオペレーショナルアセットの場合は、オペレーショナルアセットには「施設運営と事業経営の不可分性」の特性があるので、そこに相克が生じてくる。

このため、オペレーショナルアセットである不動産に投資する場合には、他の不動産への投資にはないコストやリスクが生じることになる。

オペレーショナルアセットは、投資側にとっても決して簡単な投資対象ではない。

3-3. 「オペレーショナルアセット」性に由来する投資コストやリスク

不動産投資先がオペレーショナルアセットである場合には、一般的な賃貸不動産と比べて、次のような特有の投資コストやリスクが生じる。

- ① 一般的な賃貸不動産に比べ、不動産を利用するオペレーターの専門的な事業リスクが、より直接的に不動産所有者側の投資収益に影響する。

従って、モニタリング等による事業内容のチェックが重要になってくる。

例えば、

- ・当該分野の専門家等をアドバイザーとして雇う
- ・施設に投資する際に、一般の賃貸不動産に比べてより綿密な調査（デューデリジェンス¹⁵）を行う

等の必要が生じ、その分の「コスト」がかかる。

- ② 施設や事業の専門性・特殊性のため、外部者が当該施設や事業内容の評価や将来見通しを適切に行うのは難しい面があり、評価の不確実性が高くなる。それは当該不動産に投資する上での追加的な「リスク」となる。

上記から出てくる理論的帰結として、投資側は追加的なコストやリスクに見合うだけのリターンを必要とすることになる。

加えて、図表3からもわかるように、リートは、仕組み上、多くの関係者が運営に関与しており、それぞれに業務フィーを支払う必要がある。

従って、施設を自己所有する場合にかかるコスト（借入金利負担＋減価償却費等）に比べて、店子としてリートに支払う場合の賃借料は割高になる可能性が高い。

要するに、「ヘルスケアリート」においては、理屈上、上記要因等も加えた高いリターンを確保するため、割高な賃貸料が要求されることになると考えられる。

この点に関連して、第6章で、ヘルスケア施設の収益性や投資リターンについて、改めて分析を行う。

¹⁵ デューデリジェンスとは、不動産取引の際に、対象企業（オペレーター）の価値を正確に把握するため、財務内容や保有資産の価値を不動産鑑定士や公認会計士等の専門家が細かく分析、査定する手続きである。オペレーターはその事業や資産内容について徹底的に調べられることになる。

4. 「ヘルスケアリート」導入による投資側のビジネスメリット

前章で見たように、ヘルスケア施設はオペレーショナルアセットであり、オフィスビル等と比べて管理運営が難しく、賃貸不動産としては扱いにくい面がある。

にもかかわらず、ヘルスケア施設がリートの対象にとりあげられるのは、投資側にとって、それを上回るビジネス拡大のメリットがあるためだと考えられる。

投資側の視点でみた「ヘルスケアリート」の導入のメリットについて、国土交通省の検討委員会資料等での彼らの主張を基にまとめると、以下のようになる。

4-1. 投資側から見た「ヘルスケアリート」によるビジネス拡大メリット

① 不動産の流動化・証券化やリートの投資に適合している。

ヘルスケア事業は景気や不動産市況に左右されることが少なく、対象不動産（施設等）の利用ニーズが安定的に存在している。

また、収入も診療報酬の仕組み等により、比較的安定しているので、着実なキャッシュフローが得られるので、不動産の流動化・証券化に適合している。長期的に安定収益の確保を第一とするリートにとって適した投資対象である。

② Jリーートの主たる分野の一つとして、Jリート市場の拡大を実現できる。

Jリートは、これまで、オフィスビル、住宅、商業施設、物流施設、ホテルと主たる投資対象を拡大し、成長してきたが、これらの分野ではファンド数も増え、既に全国の優良物件の多くが組み入れられている。

リート市場が全体として拡大するには、新たな投資分野を開拓し、投資マネーのニーズに答える必要がある。ヘルスケア分野はその格好の対象になる。

③ 投資家にとっては、選択肢が増え、投資メリットがある。

新たな分野に投資する金融商品が開発されれば、投資家にとって、投資対象が多様化し、投資リスク分散の選択肢が増える。

④ 超高齢化の進展と政策の後押しにより着実な成長が期待できる。

超高齢化に対応するための制度や政策に守られている上、先にも述べた、アベノミクス・成長戦略でのヘルスケアリートに関する推進策の影響も大きい。

⑤ 銀行等のビジネス戦略上も好都合な存在である。

やや実務的になるが、地方銀行等が、医療・介護分野で融資や出資ビジネスを進めていく上で、施設の転売・譲渡先として、リートが存在してくれば、貸付金や出資金回収の「出口戦略」を円滑かつ有効に行う上で、都合が良い。

これらのポイントは、投資側の観点から見て、大きな意義があるかもしれない。しかし、繰り返しになるが、これらは投資する側の論理から出されたものである。

筆者が見る限り、オペレーターや施設利用者側から進んで、「ヘルスケアリート」の導入について、積極的な提言や要求が行われたことはない。

4-2. 投資メリットに隠された「資金」の本質

国民への医療・介護サービスの供給に関して、ヘルスケア施設、中でも、高齢者向けの介護や住居系施設の拡大は不可避である。

また、病院については、老朽化した病棟の建替えや耐震化工事¹⁶の投資ニーズは潜在的なものも含めて大きいものがあると言われている。

そうした業務拡大や投資には大きな資金が必要となろう。

加えて、施設を取得・拡大する場合、事業運営者や地主個人の自己資金以外の不足資金を金融機関から調達するのが一般的であるが、その際には、理事長等の個人の連帯保証や担保を求められる等の問題があることも指摘される場所である。

リートにはこうした課題に対応できる利点があるとされている。

- ・ 大きな額の資金調達が可能であり、理事長個人の連帯保証や担保等も必要ない。
- ・ 不動産はオフバランス化され、借入金返済等のコストや財務リスクが減る。
- ・ 不動産の保全・管理から解放され、本来業務（医療の提供等）に集中できる。

確かに、大規模な投資のための資金調達という面で、リートが選択肢の一つとなり得る可能性自体を必ずしも全面的に否定するものではない（リート活用のメリットに対する考察については、5-1を参照）。

しかし、ここで問題なのは、ヘルスケア施設に投下される「資金」の本質である。リートは「資本」の論理で利益追求する「資金」であることを認識する必要がある。

ヘルスケア事業は、国民の生命や健康な生活を守る「社会インフラ」としての機能を発揮し、地域において長期的・安定的に事業継続していくことが求められる。

特に、「非営利性」を土台とする病院においては、リートの資金の性格の問題点は強調されなければならない。

（この点については、日医総研ワーキングペーパー NO.195「医療機関の安定的・持続的存続のための施設整備資金調達に関する研究」でも指摘している）

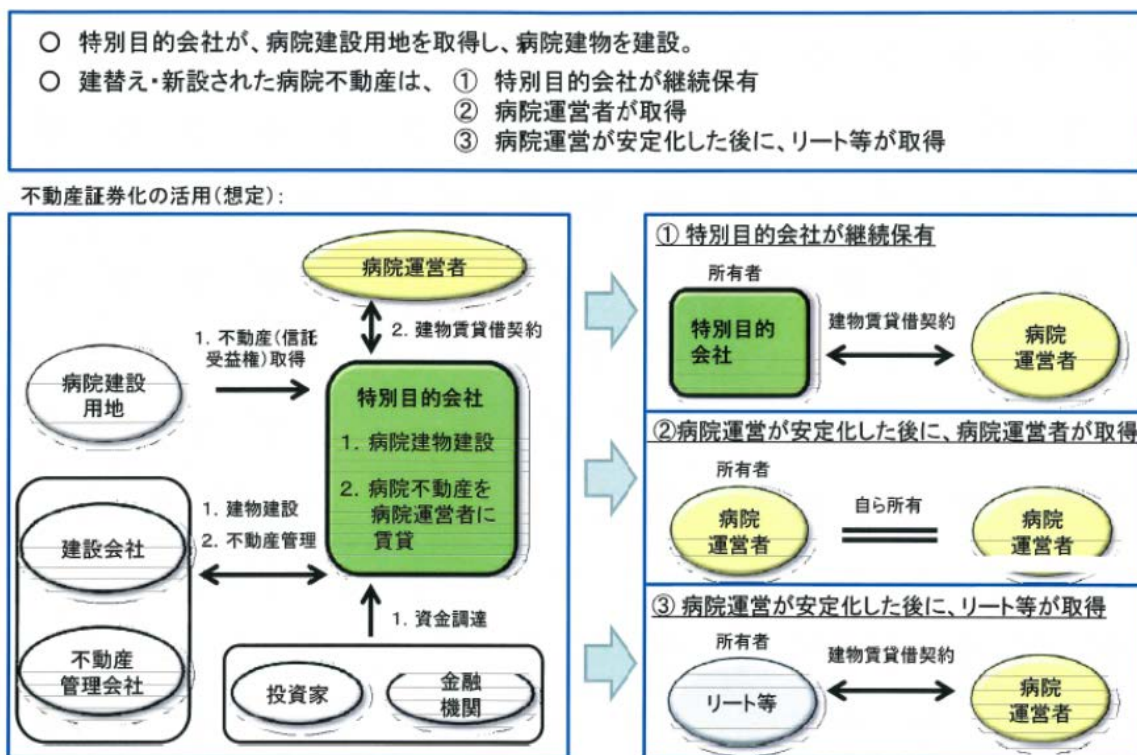
¹⁶ 例えば、病院の耐震化については、厚生労働省「病院の耐震改修状況調査の結果」（平成26年3月28日発表）等を参照。なお、リートの投資対象となり得るような大病院の耐震化はかなり進んでいると思われ、どこまで投資対象として意義があるか、疑問である。

(参考)銀行等の融資ビジネスの「出口」戦略とリートの活用

4-1の⑤の「銀行等のビジネス戦略上も好都合な存在である」に関しては、例えば、病院の建替えの場合、そのための資金のファイナンスに関して、融資を行う銀行等が負う資金回収リスクを軽減するため、「出口」戦略として、不動産証券化の手法を活用して、流動化した債権をリート等に譲渡し、施設を転売するということが考えられる。

実は、このスキームのアイデアは国土交通省の検討委員会で活用事例として紹介されている。

図表 12: 病院の建替え等のファイナンスに関する不動産証券化の活用(イメージ)



(出所) 第2回 病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会資料

5. オペレーター(病院)側のメリット・デメリットについての評価

ここでは、医療・介護施設のオペレーター側にとってのメリット・デメリット、特に、病院にとってのメリット・デメリットについて、検討する¹⁷。

なお、居住系介護施設については、業態にもよるが市場化されており、営利法人による運営も多く、病院とは特性が異なること、また、既に活用に係るガイドラインが策定済であること等から、本稿では補論として論じた（補論4、5参照）。

5-1. 病院オペレーターにとってのメリット

病院オペレーター(開設者等)のメリットは、

- ・資金調達の多様化による利便性（病棟建替えや耐震化工事の資金需要対応）
 - ・不動産所有の財務コストや関連するリスク負担からの軽減
 - ・財務的な資金制約等をあまり受けない形での事業展開の可能性
- 等があげられている。

しかし、通常の場合、メリットの意義や実効性はあまり無いと考えられる。

確かに、第4章で触れたような資金調達面での利便性は考えられるが、病院の投資に対する制度面の支援¹⁸や取り巻く金融情勢を鑑みれば、資金面で特に重大な支障が生じているわけではないと思われ、多くのデメリットも合わせて考えれば、積極的にリートに頼る必要性はほとんど無いと思われる。

資金調達のメリットを享受するニーズがあるのは、病院のチェーン展開を図る事業者、または経営難で不動産の売却等を余儀なくされる施設に限られるであろう。

ところが、後者の場合についてみると、経営が悪化して収益があがらない病院を、リート側が積極的に投資対象とすることは考えられない。

なぜなら、そもそも、リートは、収益が高く継続的に安定したキャッシュフロー（インカムゲイン）が得られる優良不動産を投資対象とするからである。

また、前者のようなリートの活用は、例えば、地域の医療提供体制の適正な展開との調和等の面からみても、決して好ましいものではない。

¹⁷ 第5章の考察には、国土交通省検討委員会資料の他、明治安田生活福祉研究所「医療法人等の提携・連携の推進に関する調査研究報告」（2014年3月）を参考にさせていただいた。

¹⁸ 独立行政法人医療福祉機構が病院等の増改築や耐震化向けの融資を行っている。

次に、不動産所有の財務コストや関連するリスク負担からの解放に関して言えば、建物・機械・土地等の固定資産を所有しないことによる事業経営へのメリットは、通常の病院にはあまり無いどころか、かえって不都合であると考えられる。

一般的な企業経営では、事業に対する需要予測や競争力等の評価が困難なので、資金が固定される投資には高い事業リスクが存在する。

そのため、資金の固定化回避のメリットは大きいものがある。

一方、医療の需要は景気で大きく左右されないし、公的保険で支えられている。また、診療報酬制度により、他の事業者との価格競争は基本的に無い。

従って、病院の場合、資金の固定化に伴う事業リスクは一般企業ほど高くない。

また、「固定費の変動費化」効果も、病院においては意味が無いと考えられる¹⁹。

施設をオフバランスにすれば、所有に伴う固定費（投資に要した借入金の金利や減価償却費）は無くなり、（その代わりに）変動費である賃貸料が発生する。

もし、事業をやめれば、借入金なら残る恐れがあるが、賃貸料は消える。

事業の進出・撤退が自由な一般の産業においては、この効果は大きいものがある。

一方、病院は、地域における供給責任、サービスの継続的安定供給という使命を課せられている。ひとたび病院を開設すれば、安易な撤退は出来ない。

従って、病院の場合、賃貸料は実質固定費となるどころか足枷にさえなり得る²⁰。

さらに、不動産の保全や維持管理に関する費用や手間から解放され、本来の業務（医療サービスの提供）に専念できることもメリットの一つとしてあげられている。

しかし、これも病院においては大きなメリットとは考えられない。

施設を自ら適切に管理運営することで質の高い医療を提供できるのであり（施設運営と事業経営の不可分性）、リートによる「所有と経営の分離」はむしろ桎梏となる。

本来、制度的にも、医療法人制度の下で、病院は自己所有による永続的な運営が原則であることを指摘しておく（この問題については8-2で考察する）。

¹⁹ 明治安田生活福祉研究所「医療法人等の提携・連携の推進に関する調査研究報告」（2014年3月）の論述を参照。

²⁰ 自己所有する場合、賃貸料に相当する固定費は主に借入金利と減価償却費であるが（厳密には、この他に固定資産税、修繕費等の諸費用が加わる）、業績が低迷した場合、自己所有であれば、金利支払は必ずしなければならないが、減価償却費はキャッシュ流出しないので、財務的なバッファーとすることができる。一方、賃貸料の場合には、支払を止めるわけにはいかないのである。

5-2. 病院オペレーター側にとってのデメリット

デメリットは、以下に述べるように、病院経営にとって影響が大きく、問題である。

- ① 第3章でみたように、賃借は自己所有に比べコストは、理屈上、割高になる。
一方、病院におけるホテルフィーは診療報酬に含まれるため（差額ベッド代はあるが）、居住系介護施設と異なり、賃貸料を患者に転嫁可能な仕組みではないので、病院側が割高な賃貸料を基本的に全て経営の中で賄うことになる。
- ② 賃貸料の場合、その部分は市場リスクに晒される。
本来、不動産の賃貸料は市場によって決まる。施設を賃貸化すれば、市場次第で賃貸料が上昇するリスクを伴う。しかし、自己所有であれば、このリスクは無い。
- ③ 建物の修繕や設備投資等が病院の現場の意向通りに実行されない恐れがある。
なぜなら、自己所有と異なり、リートに施設に関する決定権があるからである。
リートが施設側の意向に応じるか否かは、運営現場の状況もさることながら、その時の経済や不動産市場の動向等によって左右される面が強いと考えられる。これを防ぐには、病院側が必要とした時には修繕や設備投資等を遅滞なく行うことを契約等に盛り込んでおく必要があろう²¹。
- ④ リートは「投資家保護」を最優先し、キャッシュフローの獲得を確実にするための仕組みをオペレーターに要求するので、経営が束縛されることになる。
例えば、日々の経営において収益の進捗状況等のモニタリングが行われ、さらに、設備投資の事前承認や一定以上の経営水準の確保等が契約等に盛り込まれる。モニタリング等においては、詳細な経営情報の提供を求められる可能性がある。交代用のバックアップオペレーターが用意される場合は、同業他社に施設運営や事業経営の内部情報を提供しなければならなくなる恐れもある。

要するに、リートは様々な形で病院施設を縛り、経営介入することもあり得る²²。

病院は、「利益」の最大化ではなく、国民の生命と健康を守るという「ミッション」の最大化を目指すものであるが、リートによって、このあり方が損なわれかねない。
従って、経営介入を可能な限り防止するための措置が必要となろう。

²¹ 地球温暖化対策を病院施設も求められているが、リート所有では対応が疎かになる恐れがある。

²² リート本体からの圧力でなくとも、リート関連会社が、医事や給食・清掃等の委託業務を通して、病院オペレーションに影響を与えることが考えられる。

第三部

投資論的分析等によるヘルスケアリートの問題点

6. リートの投資リターンの分析

本稿の後半では、リーートの投資リターンに関して、幾つかの分析と考察を行い、ヘルスケア施設への投資に関する彼らの認識・対応の問題点を指摘する。

リートは「投資ファンド」であり、その目的は投資収益の追求である。その目的において、リートが投資対象不動産に期待するリターンはどの程度なのだろうか。

また、ヘルスケア施設はリーートの投資対象として適しているというが、果たして、投資側が期待するリターンに見合うだけの収益を得られる不動産なのだろうか。

上記の論点を中心に確認していく。

6-1. リートの実績利回りとイールドギャップ

第1章で見たように、リートは、不動産に投資し、賃料等として得た収益を「分配金」として、「投資口」を保有する投資家に分配することを目的としている。

従って、リートに投資した投資家が期待するのは、まず「分配金」である。

もちろん、「投資口」自体の価格変動によるキャピタルゲインもあり得るので、実際はそれも含めたトータルリターンを享受することになるが、ここでは、リートが不動産からのキャッシュフロー・インカムを主たる収益の源泉としていることを踏まえ、投資におけるインカムゲイン利回りを中心に分析する²³。

リーートのリターンに関する指標としては、大きく言って、次の2つがある²⁴。

- ・ リートが投資不動産から得る投資収益利回り（←不動産投資としての利回り）
- ・ リートに投資した投資家が得る分配金利回り（←金融商品としての利回り）

以下では、まず、これらに関する実績データに基づき、リーートの投資の実績リターンについて把握する。

²³ 本来、投資では、「リターン」もさることながら、「リスク」への対応が重要であり、投資対象の「リスク」を評価し、「リスク」をコントロールしつつ、「リスク」に見合った「リターン」を得ることが肝要である。しかし、本稿は投資理論的な「リスク」分析を行うことが主旨でないので、「リターン」の大きさ等に焦点を当てて議論を進める。

²⁴ リートの仕組み上、前者の方がより根源的である。

(1)NOI利回り

リートが保有不動産から得る投資利回りとしての基本的指標に、物件への投資額（取得価額）に対する**NOI利回り**がある。

NOI（Net Operating Income）は、不動産の賃料収入等から得られる収益から、不動産の管理運営費用を控除した事業損益で、賃貸事業損益＋減価償却費である。NOI利回りは、期間収益としてNOIを用いて物件取得価格で割った数値で、リート等の不動産投資の収益率を測る基本的指標で、**キャップレート**と呼ばれる。

ニッセイ基礎研究所の分析²⁵では、リーマンショック前の2001年から2004年のデータになるが、JリーートのNOIキャップレート（NOIを用いた取得時鑑定の間接還元利回り）を用途別・地域別に調べている。その概要は次のとおりである。

- ・オフィスビルについては、平均的に見て、東京都心が6%前後、都心以外の東京圏が6%半ば、その他圏が7%前後で、全体では6%台前半であった。
- ・住宅については、同じく平均で見て、東京都心が5%台半ば、都心以外の東京圏が6%前後、その他圏が6%台後半で、全体では6%弱であった。
- ・商業施設については、一本化された数字となって、他との比較は難しいが、平均して6%弱であった。
- ・用途・地域を合わせた全体でみると、この間、利回りは低下傾向にあったが、トータルなNOIキャップレートの実績は、ほぼ6%台で推移していた。

投資利回りは、その時々々の景気や不動産市況、政策等の影響を受けて、予想ベースだけでなく実績も変動するので、注意が必要である。

例えば、リーマンショック後の1～2年間ほどは金融・資本市場は非常時モードとなり、冷静で適正な評価や取引が行われたとは言い難い面があった。この時期の利回り等の数字には異常値的な要素が大きいのので、注意して見る必要がある。

しかし、平常時における平均的なキャップレートは概ね上記の分析結果の水準と大きく変わらないと考えられる。

²⁵ 竹内一雅「J-REITにおける不動産投資利回りの動向」（ニッセイ基礎研究所 REPORT 2005.4）

(2)分配金利回り

次に、投資額（時価）に対する分配金の利回りに関して確認する。

分配金利回りの算出は、基本的に分子の分配金を分母の投資額で割って求める。分子を次期分配金とするか直近の実績値とするか、分母を投資元本（簿価）とするか市場評価額（時価）とするかで、いくつか考えられるが、ここでは、株式における銘柄の評価で通常用いられているのと同じ計算手法によって、次期分配金÷市場評価額（時価）による利回りについて考察する。

リーマンショック後の非常時モードから概ね正常化したと思われる 2010 年以降を見ると、2012 年頃までは、分配金利回りは 4～6 %前後で推移していたが、安倍政権が発足した 2012 年末から、アベノミクス・日銀の異次元緩和政策を受けて、Jリート投資口価格が大きく上昇し、投資額（時価）に対する分配金の利回りは 3 %程度まで低下してきている。

図表 13: Jリーートの予想分配金利回りの推移



(出所) JAPAN-REIT.COM H P

(3)イールドギャップ

リスク資産（株式、社債等）の評価においては、安全資産とされる「国債」を基準に、そのリスクやリターンを比較分析することが基本になる。

特に、リートのようなインカムゲインが中心の利回り型「金融商品」の場合には、そのインカム利回りと国債利回りとの差を評価することが重要になる。

この両者の利回り格差のことを、イールドギャップと呼ぶ。

一般に、内外の政治経済や金融・資本市場が順調で、市場がリスクに対し積極的になっている時期は、リスク資産がより買われるので、イールドギャップは縮小し、逆に、市場でリスク回避の動きが強まる時は、安全資産である国債に資金が向かい、リスク資産は売られて、イールドギャップは拡大する。

上場Jリート全体のインカム利回りの代表的指標と考えられる東証リート指数配当利回りと10年物国債利回りの間のイールドギャップの過去の推移をみると、不動産ミニバブルだった2007年頃は1%程度まで縮小し、リーマンショック後のリスク回避局面ではJリートが大幅に売られ、7%程度まで上昇する等、その時々
の景気や不動産市況等の影響で上下しているが、概ね2~4%で推移している。

イールドギャップは、投資家が国債に比べてその分高い利回りを求めていることを表しているが、リーートの標準的なイールドギャップは3%台と考えられる。

図表 14: Jリートインカム利回りと国債利回り等との比較



6-2. リートの投資不動産に対する期待リターン

以上のような実績を勘案しつつ、リートが、投資物件に対して期待しているリターンの水準はどの程度なのか、考えてみたい。

これについては、日本不動産研究所が実施している「不動産投資家調査」の中で、用途別・地域別に不動産投資業界のプレイヤーの期待リターンが調査されているので、それを確認することにする。

(不動産投資家調査)

- ・ 毎年4月と10月に実施される。
- ・ その内容は、期待利回りを中心として投資スタンスや今後の賃料見通し等を調査するものである（必ずしも実際の取引に基づく調査ではない）。
- ・ 調査対象は、不動産投資に係わるアセットマネージャー（不動産投資顧問業者等）、アレンジャー、デベロッパー、生命保険、商業銀行・レンダー、投資銀行、年金基金、不動産賃貸業等、網羅的で、リートを実質的に運営する資産運用会社も対象に入っている。（2014年10月調査では総数238社、回収160社）
- ・ 地域は、東京以外に、大阪、名古屋、札幌、仙台、福岡等の地方の中核都市。
- ・ 用途は、オフィスビル、賃貸マンション、商業店舗、物流施設、ホテル。
（リーートの主たる投資対象と重なっている）

ここでは、投資家の不動産投資に対する期待利回りについて、東京地区を中心に、アベノミクスの前後を含む過去3年間の推移を見てみた。

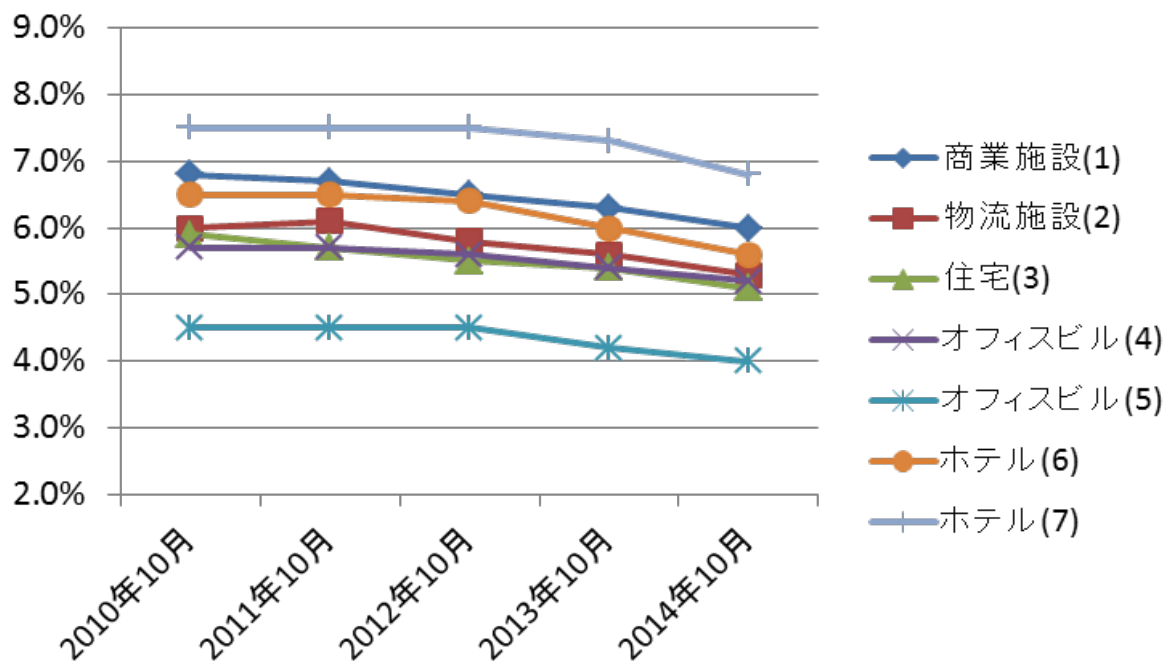
なお、ホテルに関しては、「オペレーショナルアセット」的性質が強く、リーートの対象として、他とはかなり異なる面があるので、参考までに札幌を加えた。

その結果をみると、全体として、アベノミクス・日銀の異次元金融緩和の影響で、期待利回りの水準もやや低下傾向にあることがわかる。

用途別には、我が国の中心地で、最も賃貸借市場や投資需要に厚みがある、丸の内・大手町地区のオフィスビルへの期待利回りが最も低く、4%台前半である。賃貸マンションは5%台、物流施設はそれよりやや高く、商業施設は6%台である。

ホテルについては、東京都心は6%程度であるが、札幌は投資家の期待利回りが高く、最近まで7%台で推移していた。これは、札幌はビジネスだけでなく、リゾート需要的な要素が加わる点も影響していると思われる。

図表 15: リート等が対象とする不動産投資に対する期待リターン(東京地区)



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」のデータにより筆者作成

(注) 横軸は調査時点

- (1) 郊外型ショッピングセンター (都心から1時間程度)
- (2) 倉庫 (江東地区)
- (3) ファミリー向けマンション (城南地区)
- (4) オフィス/上野周辺 (東京でキャップレートが最も高い)
- (5) オフィス/丸の内大手町 (東京でキャップレートが最も低い)
- (6) ホテル (東京)
- (7) ホテル (札幌)

ヘルスケア施設以外の不動産に対するリターンについてまとめると、以下のとおりである。

不動産の種類にもよるが、

- ・実績リターン (NO I 利回り) は、**6%前後**
- ・期待リターンは、**4~8%の間**

一方、ヘルスケア施設に対する投資側の期待リターンはどの程度に考えられているのだろうか。次にそれについて確認してみたい。

ヘルスケア施設を投資対象とした場合の期待リターンについては、そもそも外部からの投資実績自体が少ない分野であり、これに関する調査や分析はほとんど無い。

その中で考察の対象となるデータとして、国土交通省の『平成 24 年度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』で行ったアンケート調査の結果がある。

これは、我が国の不動産投資に関わる主な事業者に対して、ヘルスケア施設に対する投資状況、投資を検討したい施設、期待利回り等を聞いたものである。

(同アンケート調査の概要)

- ・調査対象：不動産証券化協会正会員、賛助会員 139 社
仲介専門者を除く不動産業、投資法人資産運用業、不動産投資顧問業、総合商社、ハウスメーカー、鉄道事業者他
- ・有効回答：62 社（回収率 44.6%）
内訳：不動産業 16 社・投資法人資産運用業 23 社・不動産投資顧問業 17 社・総合商社 3 社・ハウスメーカー 1 社・鉄道事業者 1 社・その他 1 社
- ・調査基準日：2012 年 9 月末日

その中で、ヘルスケア施設に対する期待リターン（平均値）は以下のとおりである。

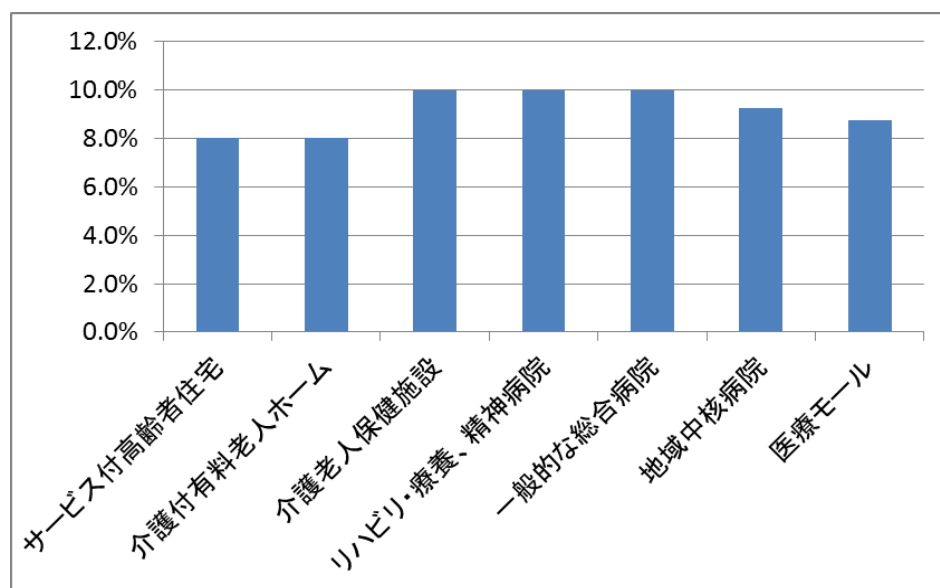
- ・サービス付き高齢者向け住宅や介護付有料老人ホーム **8%**
- ・地域の中核病院 **9%**
- ・リハビリ・療養や精神病院、一般的な総合病院 **10%**

これらの数字からわかることは、

- ・前節で確認した、オフィスビルやマンション等の一般の収益型不動産に対する期待リターンと比べて、さらに高い水準である。
- ・病院に対する期待リターンが「市場化」されている介護施設よりも高くなっている。

果たして、これらは現実的で妥当な内容と言えるのであろうか。

図表 16: ヘルスケア施設に投資した場合の期待リターン



(出所)「平成 24 年度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」第 2 回資料より筆者作成

不動産投資業者等の外部の投資家のヘルスケア施設への期待リターンが、他の一般不動産より高めになっている理由については、次のようなことが考えられる。

- ① 第 3 章でみたように、ヘルスケア施設への投資は、オペレーターに要求する賃貸利回りが割高になる可能性があり、それを反映している。
- ② 外部の投資家は、医療や介護の制度や事業構造等についての適切な認識や理解が不十分で、そのため、他の分野よりも高い収益を継続的に実現することが比較的容易にできると考えている可能性があり、それを反映している。

しかし、これらはいずれも、投資マネー側の都合や論理から来るものであって、ヘルスケア施設側にとっては受け入れがたいものである。

少なくとも、「非営利性」が貫かれている病院の期待リターンが「市場化」されている介護施設よりも高いのは、明らかに非現実的である。

そこで、「市場化」されている介護事業（施設）の実際の収益性を確認することで、投資側の期待リターンの大きさについての客観的な評価を試みることにする。

ちなみに、投資家が投資を検討したいヘルスケア施設としては、有料老人ホームやサ高住等の居住系介護施設が多く、続いて、医療モール・医療オフィス、さらに、病院（地域中核病院、一般的な総合病院）となっている。

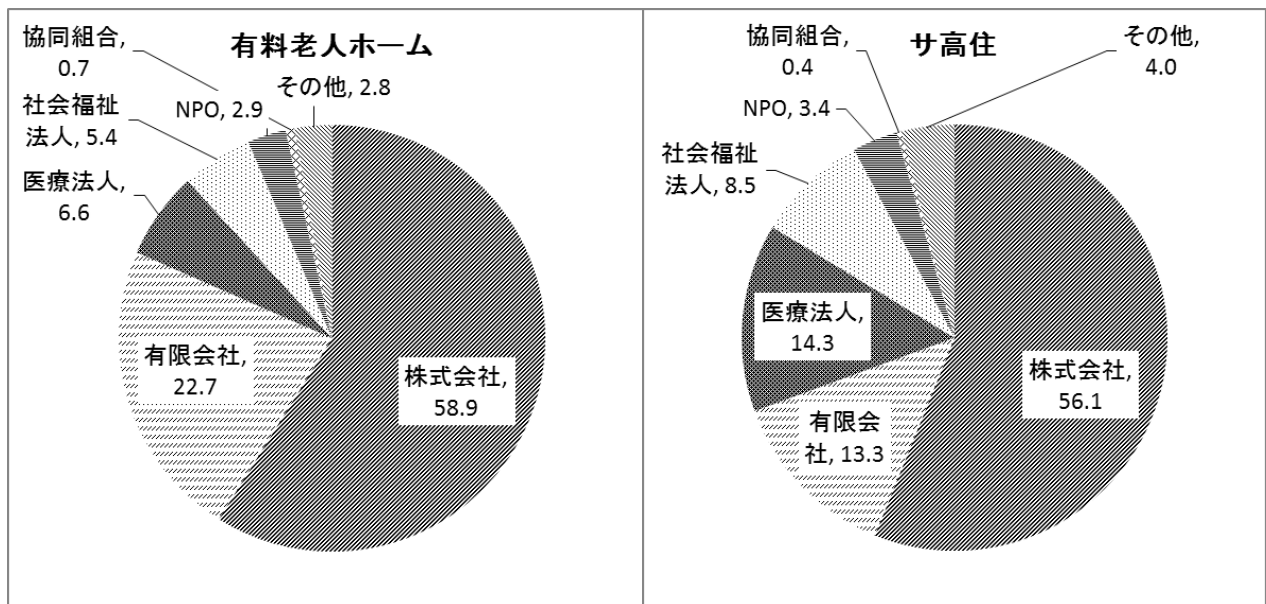
図表 17: 今後投資を検討したいヘルスケア施設

大区分	小区分	回答数	62
シニア向け住宅	高齢者住宅	12	19.4%
	サービス付き高齢者向け住宅	12	19.4%
	健康型有料老人ホーム	6	9.7%
	住宅型有料老人ホーム	9	14.5%
	介護付有料老人ホーム	13	21.0%
介護施設	地域密着型サービス施設	1	1.6%
	軽費老人ホーム	1	1.6%
	介護老人保健施設	3	4.8%
	介護老人福祉施設	2	3.2%
病院等	リハビリ、療養、精神病院	2	3.2%
	中小規模の急性期病院等	2	3.2%
	一般的な総合病院	4	6.5%
	地域中核病院	5	8.1%
	医療モール・医療オフィス	8	12.9%
特になし		10	16.1%

（出所）『ヘルスケア施設供給促進のための証券化手法の活用及び安定利用の確保に関するアンケート調査』結果概要（速報版）（2012年12月）

また、介護事業を行う事業体は、株式会社等の営利法人が過半数を占めている。

図表 18: 介護事業を行う事業体の法人等種別割合



（出所）社団法人全国有料老人ホーム協会「平成24年制度改正後の有料老人ホームに関する実態調査及び契約等に関する調査研究報告書」

（出所）国土交通省「サービス付き高齢者向け住宅の現状と分析」（平成25年3月末）

7. ヘルスケア施設(事業)の実際の収益性

7-1. 介護事業の収益性(「介護事業経営実態調査」の収支差率)

ここでは、事業が「市場化」され、その意味では「利益追求」が行われている面がある介護事業に焦点をあて、その収益性について、近年の実績を確認する。

介護事業は、公的機関から株式会社まで多様な法人により運営されており、データの公表にも限りがあることから、経営的な分析を包括的に行うのは困難である。

こうした中で、厚生労働省が行っている『介護事業経営実態調査』の中の項目に、「収支差率」があるが、これは概ね、粗い事業利益率に相当すると考えられる。

そこで、住居系施設の介護事業について、「収支差率」の値を確認してみたい。

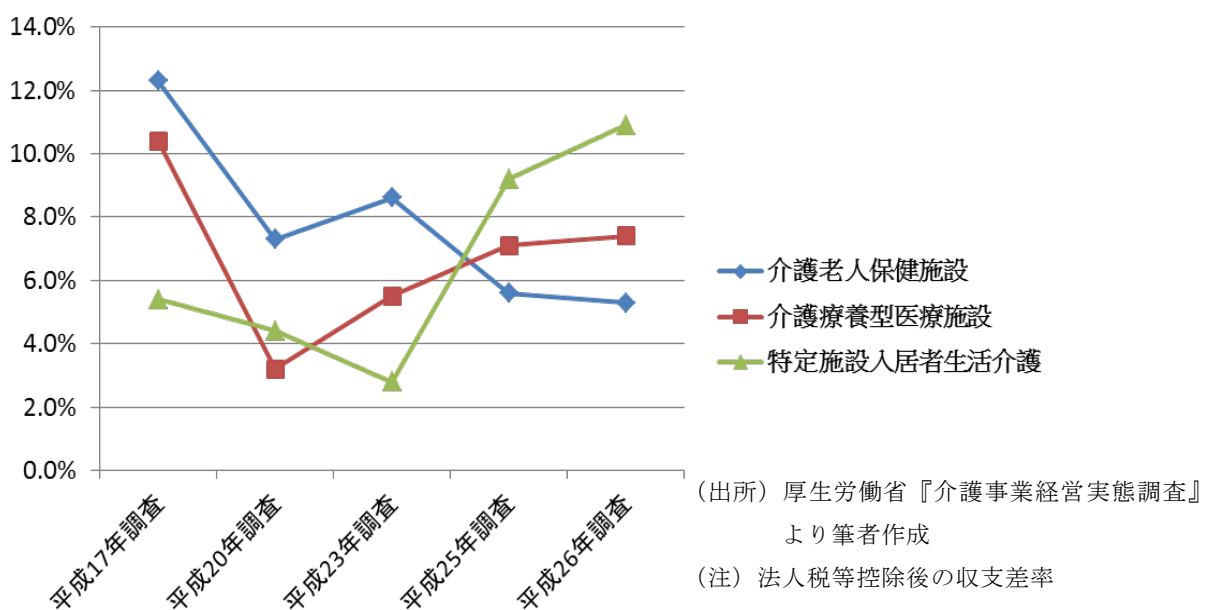
有料老人ホームの施設運営に係るものとして、「特定施設入居者生活介護事業」(有料老人ホーム等で行われる介護事業)がある。

その「収支差率」は、以前はかなり低かったが、最近は10%前後に上昇している。

これには、経営努力もさることながら、介護職員の待遇改善等のための介護報酬引上げ政策も影響しているのではないかと考えられている。

介護療養型医療施設事業(療養型の病院に係る)についてみると、やはり、過去の変動が大きいが、近年は7%台の収支差率となっている。

図表 19: リートの対象となる介護事業の「収支差率」



7-2. 民間大手3社の介護関連事業の収益性分析

介護事業に参入している民間会社のうち、大手上場会社については、決算報告書から介護事業部門の利益率について分析することが可能である。

これは介護業界全体をカバーするものではないが、市場化され収益追求が行われている介護事業の代表的な指標の一つとしてみる事ができる。

ここでは、上場大手3社のワタミ、ベネッセ、ニチイ学館について、セグメント会計情報として、事業部門別の損益状況等が開示されているので、それを利用した。

具体的には、リートが投資における指標としているリターン（物件投資額に対する収益率）に呼応するデータとして、介護ビジネスが創生期から安定拡大期に入ったと思われる平成19年度から25年度までの過去7年間について、当該部門の投下資産に対する事業から得られた利益の比率を推定した²⁶。

なお、この7年間は、介護報酬の改定が平成21年度、24年度の2回あり、18年度改定の影響も含め、3度の報酬改定の影響が業績に反映していると考えられる。

3社の介護事業は範囲・内容が異なっており、単純な横並び比較はできないが、結果を見ると、ベネッセ以外の2社は事業からの収益変動がかなり大きい。

ベネッセの利益率は5～6%で安定的に推移している。ワタミは6～10%と相対的に高く、ニチイ学館は数年前の赤字から回復し、直近は10%前後に達している。

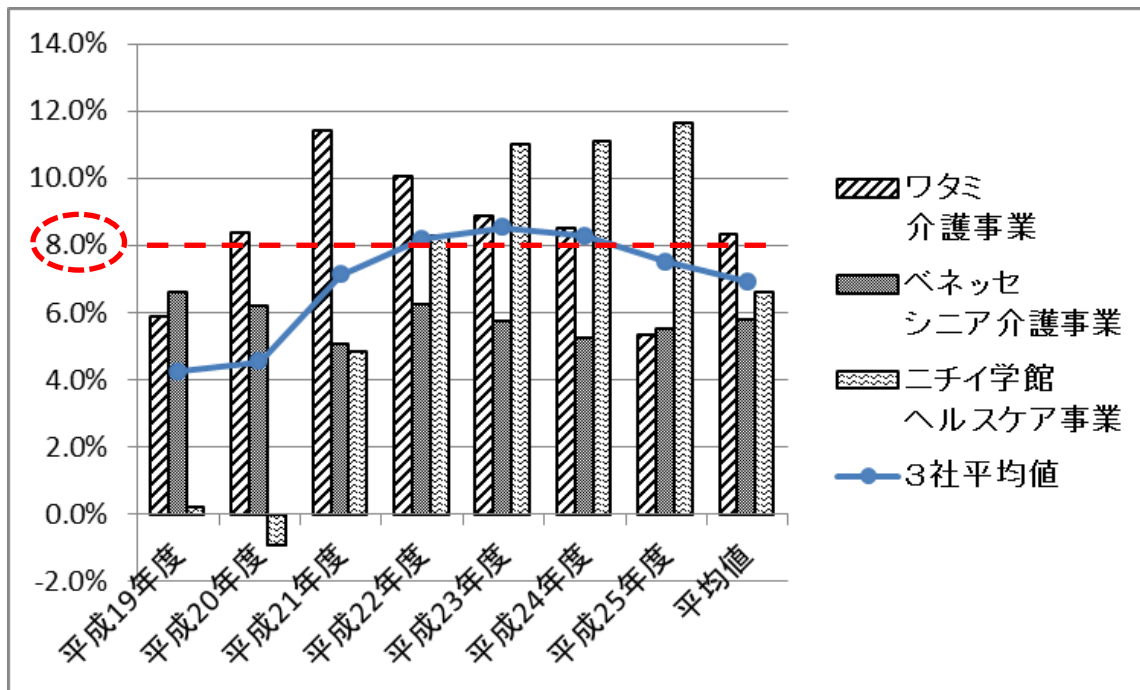
平均して、7%程度が近年の民間大手会社の介護事業の資産利益率と考えられる。

また、介護事業部門を一つの独立した法人とみなした場合の当該部門の純利益率について、実効法人税率の実績値を用いて法人税負担や全社費用等を按分して控除した数値をラフに推定すると、その半分弱の3～4%程度になる。

ここで確認できたことは、利益追求する大手株式会社の介護事業であっても、グロスの営業利益段階の投下資産利益率でみて平均して7%程度しかなく、バラツキも大きく、利益を安定的に計上できているとは言えない、ということである。

²⁶ 事業の利益は会社全体に係る費用や法人税等を按分・控除していない数値であり、その分高めであることに留意すべきである。また、分母の投下資産の簿価・時価評価の問題は捨象している。

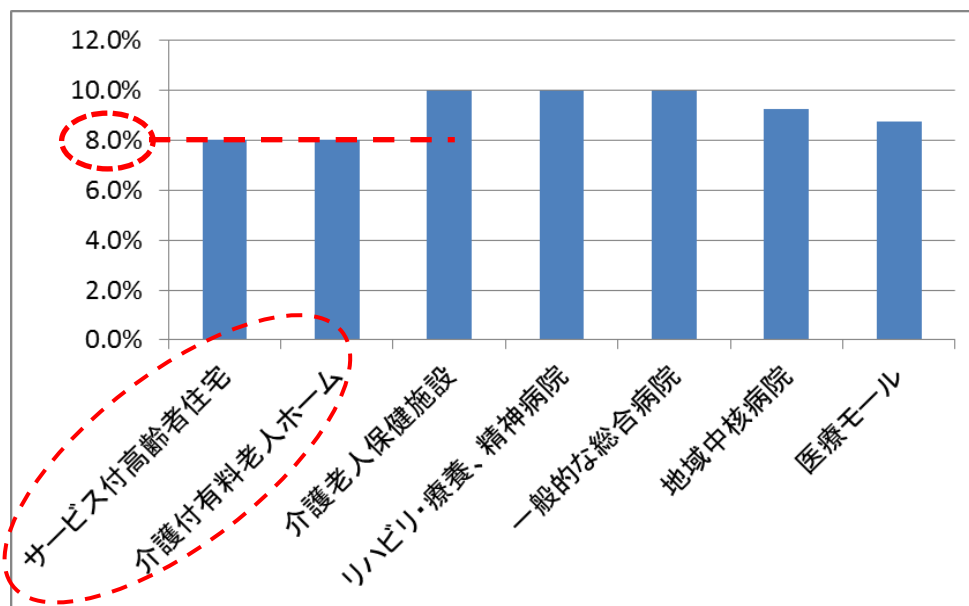
図表 20: 民間大手3社の介護関連事業部門の投下資産利益率の推移(グラフ)



(出所) 各社決算短信の各年度決算セグメント情報より筆者作成

(上)介護事業の資産利益率実績 (全社費用や法人税等は配賦控除されていない)
 (下)投資家の介護事業等からの期待リターン

図表 21: ヘルスケア施設に投資した場合の期待リターン(図表 16 の再掲)



(出所) 「平成 24 年度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」第 2 回資料より筆者作成

図表 22: 民間大手3社の介護関連事業部門の売上、利益等の推移(表)

		平成 19年度	平成 20年度	平成 21年度	平成 22年度	平成 23年度	平成 24年度	平成 25年度	平均
3社平均	利益率	4.2%	4.5%	7.1%	8.2%	8.5%	8.3%	7.5%	6.9%
ワタミ 介護事業	総資産	22,668	24,510	24,827	38,437	55,698	63,984	67,859	
	利益	1,332	2,052	2,838	3,869	4,935	5,438	3,631	
	利益率	5.9%	8.4%	11.4%	10.1%	8.9%	8.5%	5.4%	8.4%
ベネッセ シニア介 護事業	総資産	40,200	42,589	59,192	65,461	81,220	93,302	105,954	
	利益	2,663	2,635	3,009	4,078	4,668	4,897	5,869	
	利益率	6.6%	6.2%	5.1%	6.2%	5.7%	5.2%	5.5%	5.8%
ニチイ学館 ヘルスケ ア事業	総資産	82,272	80,646	73,972	78,603	92,149	98,018	107,849	
	利益	191	-758	3,587	6,500	10,142	10,890	12,549	
	利益率	0.2%	-0.9%	4.8%	8.3%	11.0%	11.1%	11.6%	6.6%

(出所) 各社決算短信の各年度決算のセグメント情報より筆者作成。利益率は筆者計算。
各事業の利益は会社全体に係る費用や法人税等を按分・控除していない数値。

図表 23: 民間大手3社の介護事業部門の内容

ワタミ 介護事業	有料老人ホームの運営、訪問介護事業及び居宅介護支援事業
ベネッセ シニア介護事業	入所介護サービス事業（高齢者向け生活ホーム運営）、在宅介護サービス事業、介護研修事業、看護師及び介護職の人材紹介事業等
ニチイ学館 ヘルスケア事業	介護保険制度下での在宅系介護サービス（居宅介護支援サービス・訪問介護サービス・訪問入浴サービス・訪問看護サービス・通所介護サービス等）、居住系介護サービス（特定施設入居者生活介護サービス、認知症対応型共同生活介護サービス等の運営）、福祉用具の販売・レンタル、障害福祉サービス、企業内・直営保育所の運営等

(出所) 各社決算短信の平成25年度決算のセグメント会計情報より筆者作成。

8. ヘルスケア施設に対する投資側の認識や考え方の問題点

ここまでの分析で、ヘルスケア事業や施設に対する投資側の認識や考え方には、看過できない問題があることがわかった。

以下では、投資側の認識や考え方の問題点とそうした問題点の原因を考察する。

8-1. 投資側の3つの問題点

(1)ヘルスケア施設に対する過大な期待リターン

第7章で示唆されたように、介護事業の実際の収益性と比べ、投資側が得られると考えている期待リターンの方が高い。これは、投資側が期待リターンを過大に見ているためと思われる²⁷。

もし、投資側が、ヘルスケア施設に一般の不動産よりも高いリターンを期待し、それを実現しようとするれば、オペレーターに対して、事業の効率性だけを追求する収益至上主義的経営を強いることになりかねない。

確かに、必ずしも効率的な施設運営が行われていないケースもあるかもしれない。その場合は経営の改善を促し、収益を向上できる可能性もあるだろう。

しかし、そもそも、事業を着実に展開していくには、再生産のため最低限の内部留保が必要であり、キャッシュフローを全て外部に流出させるわけにはいかない。

投資の視点だけが前面に出て、オペレーターによる適切な経営が歪められ、利用者の利益が損なわれるようなことがあってはならない。

実際のリターンの引上げよりも期待リターンの引下げをまず考えるべきである。

投資側は、ヘルスケア事業の特性を踏まえて、無理のない賃貸料とオペレーターの主体的な施設運営を是とし、控えめなリターンを良とする運営を行うべきである。

²⁷ 外部投資家を得るリターンの源泉は賃料であるが、賃料は財務上の費用であり、一方、事業利益は事業収入から賃料等の費用を差し引いた残りの剰余部分であり、両者の数字は位置づけが異なるので、単純に比較することはできない。

不動産所有の有無によって減価償却費や借入金利率の額も変化するので、財務的に見れば、リート向け賃料の無い時の事業利益よりもリートが入った時の賃料の方が大きくなる場合もあり得る。しかし、リートが入らない状態（賃料支払の無い状態）で得られる事業利益より、リートが入って賃料が発生し、その賃料の方が当初の事業利益より大きいということになれば、賃料が内部留保されるべき利益に取って代わることになり、健全な経営とは言えない。

(2)ヘルスケア事業の「制度」リスクへの認識不足

次に言えることは、ヘルスケア事業における「制度」リスクへの認識不足である。

第7章の分析では、ヘルスケア事業の収益変動がかなり大きいことも見てとれた。

もし、証券業や非鉄等の素材産業であれば、景気や市況等の変動により、利益の大幅な変動は普通に見られるが、医療や介護はその事業構造等から言って、景気や市況等の影響をそれほど大きく受けるとは考えにくい。

介護・医療の事業収益の変動要因の大きな部分は、制度面にあると言える。

すなわち、保険点数の改定や政策的な制度改正が行われる度に、その影響を事業経営面で少なからず受けてきた結果が、収益の変動に現れている。

利益率の変動から、直接的な計量はできないが、施設運営における制度や政策変更リスクをうかがい知ることができる。これを本稿では「制度」リスクと呼ぶ。

ちなみに、2015年介護報酬改定は、全体で▲2.27%、在宅▲1.42%、施設▲0.85%に決定されたが、その施設運営/事業経営への影響が懸念される。

医療においてもリスクは大きく、過去の診療報酬本体の改定でも、2002年▲1.3%、2004年ゼロ、2006年▲1.36%と続き、医療崩壊が懸念される状況に陥った時もある。

この「制度」リスクは、医療・介護の事業経営上、最も重要な要素の1つだが、基本的に外生変数であり、外部の投資家がコントロールできるものではない。

事業分野が「制度」に基づくことは、メリットと同時に大きなリスクも存在する。

投資側がこの「制度」リスクの大きさをしっかり認識できているのか疑問である。

ヘルスケア施設（事業）への投資の見方に関しては、次のことが言えよう。

- ・ 投資家のヘルスケア事業への認識が甘い。
- ・ 投資家の期待リターンは、実績から見て高すぎる。その実現は困難。
- ・ コントロール困難な「制度」リスクと収益変動を過小評価している懸念がある。

これらは、ヘルスケア施設へ投資する場合に認識すべき重要なポイントである。医療・介護分野は、実際には、安定して高収益が得られる分野では決してない。

もし、リート側が、事業の特殊性や制度への理解が不十分なまま、ヘルスケア施設へ高いリターンを期待しているのなら、認識の改善を促す必要があるだろう。

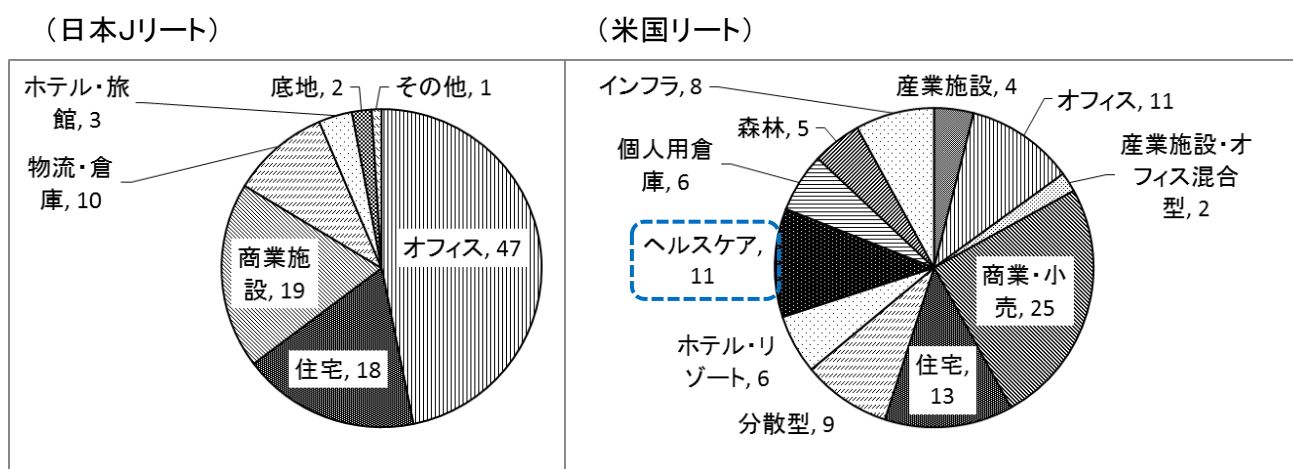
(3)米国等の海外ヘルスケアリートを先行指標とする非合理性

「ヘルスケアリート」導入の議論の中で、投資側から主張されるサポートデータとして、米国等の「ヘルスケアリート」の発展の度合いに言及していることも多い。

例えば、米国のリートについてみると、平成26年3月末での投資不動産のうち、ヘルスケア施設は全体の10%超を占めている。また、上場リート202銘柄中14銘柄がいわゆる「ヘルスケアリート」であった（国土交通省資料より）。

確かに、米国ではヘルスケアが他分野と並んでリートの中核の一つを占めている。

図表 24: 米国と日本のリートの投資不動産の用途別割合の比較



(出所) 国土交通省作成資料データより筆者作成。

- ・日本Jリートは用途別投資比率(2014年3月末時価)
- ・米国リートは用途別銘柄の時価総額比率(2014年3月末時点)

しかし、米国の状況と日本の状況を単純に比較するのは全く合理的ではない。それは、両者の制度・社会システムや文化や価値観等が異なっているからである。

よく指摘されるように、米国は医療分野にも市場原理が浸透している。

オバマ政権の下での医療保険制度改革で、ようやく国民全体への医療保険の拡充が行われようとしているが、政府の介入主義を嫌う歴史・伝統があることもあって、反対も根強く、いまだにスムーズに実施できていない。

また、米国では介護施設だけでなく、病院も株式会社経営によるチェーン展開が少なくない。なお、米国では株式会社形態の病院は全体の13%程度である²⁸。

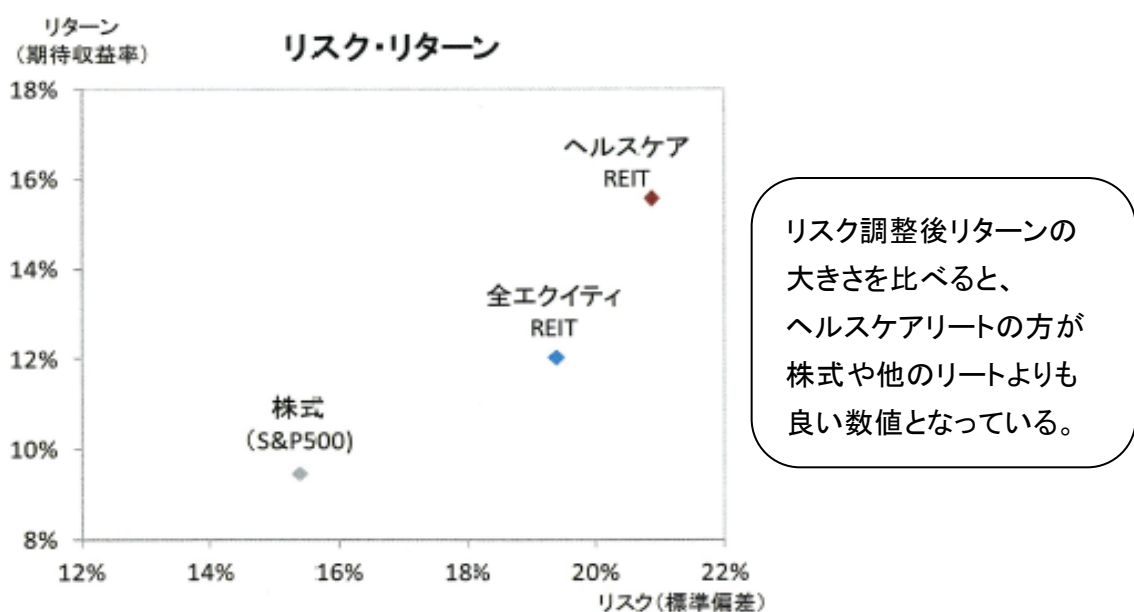
²⁸ 松山幸弘「医療サプライチェーン改革に関する一考察」(Economic Review 2004.7)

以上のような状況から、米国では、ヘルスケア分野も他の産業と同様に取り扱われても、さほどおかしくない。

リートにおいても、ヘルスケア施設は他の分野と同じように利益追求が可能な不動産の1つとして認識されていると考えられる。

ちなみに、米国のヘルスケアリートの収益性（リターン/リスク特性）は、長期的な実績で見て、株式や他のリートよりも高いとの調査分析もある²⁹。

図表 25: 米国でのヘルスケアリートの株式・他のリートとのリターン実績の比較



(出所) 風岡茜「海外のヘルスケア REIT 概観」(三井住友トラスト基礎研究所 REPORT 2013. 4. 15)

ヘルスケアリートの導入促進にあたっては、こうした両者の間にある制度や政策の根本的な相違をしっかりと認識しておく必要がある。

米国ではヘルスケアリートがかなりの程度、存在感を示しているからと言って、日本でもその状況を実現すべきであるという安易な論理で、ヘルスケアリートの導入を議論することは説得性に欠ける。

そもそも、社会保障制度については、米国は日本が見習うべき存在ではないし、リートについても、ここで指摘した点からみて、米国は「先行指標」にはならない。

²⁹ 風岡茜「海外のヘルスケア REIT 概観」(三井住友トラスト基礎研究所 REPORT 2013. 4. 15)

8-2. 公的保険財源の「投資収益化」と医療制度への相反

ヘルスケア施設への投資の問題点として、最後に、公的保険財源の「投資収益化」を取り上げ、医療提供体制等の制度への相反懸念について指摘する。

(1)ヘルスケア事業における収益の源泉とその流れ

ヘルスケア事業では、利用者（入居者等）に様々なサービスを提供し、その対価が支払われることが収益の源泉になる。

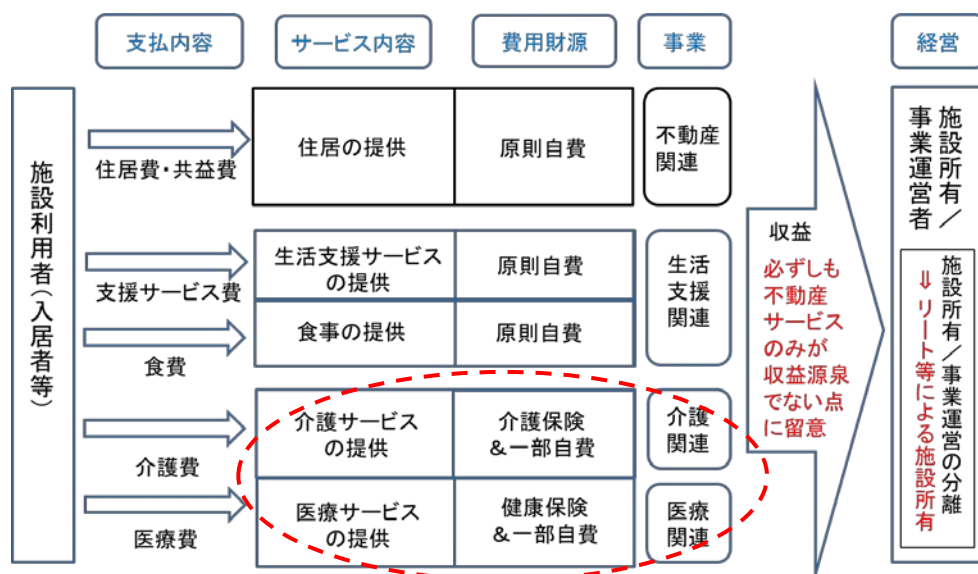
提供するサービスを機能的に分けると、次のようになる。

- ① 不動産サービス（住居の提供、※住居系施設の場合）
- ② 生活支援や食事等のサービス
- ③ 介護サービス
- ④ 医療サービス

各々のサービス提供に対する対価がオペレーター（施設運営者）の収益となる。

- ① 住居費・共益費
- ② 支援サービス費、食費等
- ③ 介護費
- ④ 医療費

図表 26:ヘルスケア施設の事業収益の流れ(イメージ)



(出所) 筆者作成

(2) 公的保険財源の「投資収益化」と医療制度への相反

ヘルスケア事業の収益の源泉については、以下の点がポイントとなる。

- ・我が国の場合、介護や医療サービスの対価は、利用者の一部自己負担はあるが、その大半は公的保険制度である介護保険や健康保険から支払われている。つまり、施設の種類によって差はあれども、施設運営の収益のかなりの部分は、国民の保険料や税金で賄われている。
- ・外部者が施設を買取り、所有者となった場合、これらの収益は賃貸料となって、外部に吸い上げられることになる。

ここでの問題は、リートが病院や介護施設を所有した場合には、公的保険である健康保険や介護保険の保険料や税金が「投資ファンド」の収益源となることである。

これは公的保険財源の「投資収益化」と言える。

さらによく考えてみれば、これは医療において参入を認めていない株式会社経営による、配当を通じたキャッシュフローの外部流出とほぼ同じ構図である点に留意しなければならない。

また、第5章で述べたが、医療法人制度と相反する恐れがある点も問題である³⁰。

医療法人制度は、「公益性」・「非営利性」を守りつつ、医業の健全な維持発展のための資本集積を目的として創設されたものである。

しかし、リートが病院を保有し、高いリターンを追求することになれば、医業経営において、本来、内部蓄積すべき部分（減価償却費＋利益）の多くが賃貸料という形で病院外に流出してしまうので、事業の再生産や拡大のための資本集積が行われなくなる恐れがある。

制度的に見れば、医療事業で蓄積した資金は医療に再投資する、という前提で成り立っている公的保険や診療報酬の仕組みが揺らぐことにもなりかねない。

国民の生命や健康な生活を守る医療・介護分野でこうしたことが生じるのは問題であり、そうした問題のある仕組みを政策として推進するのもまた問題と言えよう。

³⁰ 明治安田生活福祉研究所「医療法人等の提携・連携の推進に関する調査研究報告」（2014年3月）の論述を参照。

まとめ

(得られたインプリケーションと提言)

まとめ(得られたインプリケーションと提言)

本稿では、ヘルスケアリートの仕組みや本質を確認した後、メリット・デメリットについて考察し、投資側の認識や考え方の問題点をデータ等に基づき指摘した。得られたインプリケーション等をまとめると、以下のとおりである。

(得られたインプリケーション等)

- ① リートは「資本」の論理による利益追求が働く「資金」である。
ヘルスケアリートの導入政策の推進は投資側のニーズを踏まえたものであり、医療・介護側が望んだものとは言えない。
- ② ヘルスケア（特に医療）の「施設運営と事業経営の不可分性」等の特性のため、リートのヘルスケア施設への投資コスト等は高くなる。
- ③ オペレーターにとって、リートはメリットよりもデメリットが大きい。
リートへの賃貸料は割高となる可能性が高い。
経営が縛られ、適切な施設運営ができず、経営介入を受ける恐れもある。
資金調達面のメリットも限定的で、リートを積極的に利用する必要性は無い。
(介護・住居系施設の場合は、施設利用者の利益が損なわれる恐れも大きい)
- ④ 投資側のヘルスケア分野への認識や考え方には不足や不適切な面が少なくない。
投資家の期待リターンは現実の収益性に比べ過大である。
公的保険・診療報酬等の「制度」リスクへの認識が不足している可能性がある。
- ⑤ 皆保険や非営利性（特に病院）を土台とした我が国の仕組みで、米国のような高いリターンが安定的に得られると考えるのは誤りである。
我が国のヘルスケア事業の収益性は高くない。
- ⑥ 公的保険の財源（公的な保険料・税）が投資ビジネスの収益と化してしまい、医療法人制度等のわが国の医療制度とも相反する懸念がある。
- ⑦ ヘルスケアリートについては、医療や介護の特性を踏まえ、オペレーターや施設利用者に十分配慮した、制限的な運営が求められる。
特に、病院に関しては、「公益性」や「非営利性」が損なわれないよう、リート参入に対する厳しい歯止めの仕組みが必要である。

(提言)

本稿で分析・考察したことを踏まえ、病院に投資するリートに焦点を当て、リートによる投資を抑制し、営利主義的行動を防止する観点から、若干の提言を行う。

(1)病院に投資するリーートの位置付け－公益性の高い「社会貢献型ファンド」

我が国の医療の特性（公益性、非営利性、国民皆保険、医療法人制度等）に鑑み、病院に投資するリートは「社会貢献型ファンド」と位置づけ、高リターンを追わず、経営介入を行わない運営とする。

この位置付けを明確にし、リーートの行動を適切に監視できるようにする観点から、病院に投資するリートは、100%病院だけに投資するものとし、オフィスビル等の一般不動産に投資し、高収益を追求するリートが病院へ投資することを禁止する³¹。この実効性を確保するため、ファンドの登録等も一般リートと区別したものとする。

高リターンの追求を防止する措置として、投資家への分配金について、上限規制を設けること等も検討すべきである。

(2)情報開示の徹底と厚生労働省や地域の医療・介護関係者の監視

病院に投資するリートは、情報開示に問題がある「私募」リートを認めない。全て上場リートとし、一般リートよりもさらに徹底した情報開示を義務付ける。

病院に投資するリートは、厚生労働省に対しても、設立等を届け出し、関連会社も含めた経営内容の開示報告を行うとともに、病院の売買について事前にその内容を厚生労働省へ届け出ることとする。

地域医療への影響等を鑑み、地域の医療関係者（医療審議会等を含む）、患者・住民、行政当局等のチェックが可能となるように、情報開示をリートに行わせる³²。

上記の実現には、当然、法律改正等が必要となるが、検討すべき論点と考える。

³¹ 大型ビルや複合施設の一部に病院や医療モール等の医療施設がある場合、本稿提言の意図を貫徹する上では、一般リートは当該不動産の医療施設部分は所有できない、と整理すべきであろう。

³² 平成5年厚労省通知「医療機関の開設者の確認及び非営利性の確認について」で、医療法人等が実質的に医療機関の経営責任主体かどうか、営利を目的とするものかどうかの確認を、都道府県に求めている。問題がある場合には知事等が医療法に基づき業務改善命令等を行うことができる。

(3)利用者・患者の利益保護と適切な施設運営の確保、経営介入の防止、

実務的には、賃貸借契約等に関して、ガイドライン等で以下のような対応策を規定することが考えられる（以下は例示である）。

- ・ 賃貸料の長期安定の確認

改定における賃料引上げについては、何らかの制限（例えば上限）を規定する。

- ・ リースの経営介入の防止

例えば、コベナントの事前提示と協議を義務化し、厚労省への提出を規定する。

病院との賃貸借契約に非営利原則による施設運営の確保を盛り込む。

利益や経営効率を上げることを目的として、提供する内容の変更（救急をやめ、慢性期に特化する等）や他施設との集約や統廃合等を禁止する。

- ・ 必要な投資への自由度確保

適切なサービス提供のために病院の現場が必要とする場合は、オペレーターの意向を最大限、尊重して修繕や改築等を実行することを規定する。

- ・ 転売やオペレーター交代に関する規制

転売先や転売後の契約内容について、施設利用者・患者の不利益発生を防止する規定を設ける。

なお、リース本体自身が直接、経営に介入しなくても、グループ会社等を通じて、介入する可能性がある。

従って、ガイドライン等による規制の対象は、リース本体のみではなく、線引きが難しいが、関係会社を含めたグループ全体を対象にするのが望ましい³³。

³³ 関連会社の範囲については、金融商品取引法での規定を踏まえた実効的な取扱いが可能であろう。関連会社とは、一般に、出資・人事・資金・技術・取引などの関係によって、他のある会社から支配を受ける会社のうち、ある会社から見た子会社以外の会社のことをいう。

金融商品取引法の財務諸表等規則における関連会社の定義は、以下のとおりである。

- ・ 持株基準（形式基準）：親会社および子会社が20%以上の議決権を所有している会社
- ・ 支配力基準（実質基準）：子会社以外の会社の議決権を15%以上20%未満所有する場合でも、重要な契約の存在等により、財務・営業・事業の方針決定に重要な影響を継続的に与え得る場合。

(おわりに)

本来、ヘルスケア事業は、国民の健康や生活を守る「社会的共通資本」として、地域において長期的・安定的に事業を継続していくことが求められる。

その点から見ても、ヘルスケアリート導入に対する根本的な違和感は、高齢者、要介護者、入院患者の施設が投資対象になっている点にある。

サ高住や有料老人ホームは、施設利用者にとって、「かけがえの無い終の棲家」であるが、リートにとっては「多数ある投資対象の中の選択肢の一つ」でしかない。

また、病院は、非営利原則の下、「ミッション」の最大化を目指すのに対して、リートは「利益」の最大化を目的としている。

超高齢社会に備えた施設の整備・拡充を理由に、建設・不動産や投資業界が医療・介護分野をビジネス拡大の場とし、国民の生命や健康な生活を損なう恐れがあることは大きな問題であり、リートの導入はその危険を孕んでいると言わざるをえない。

国民皆保険の下にある社会保障分野、特に、医療の中核である病院を、投資ファンドの市場にしようという考えは政策的にも適切でないと考える。

繰り返しになるが、リートは低廉で安全な資金では決してない。その逆である。

医療や介護事業の資金調達には、公的融資等の利用を優先するのが本筋であろう。

もちろん、現状の資金調達に関する手段や仕組みが十分であるとは言い切れないのは否めず、そのことが投資側の都合によるリート導入の理由付けにもされていたという面もある。

こうしたことを踏まえ、医療・介護施設(特に病院について)の資金調達の多様化・円滑化については、本稿で残された課題として、今後の分析課題としたい。

(以上)

補論・参考文献

(補論1)リートの運営・ガバナンスに関する法令や規制の体系

リートの仕組みは、他の不動産流動化のスキームに比べて、情報開示のレベルや業務運営の透明性が高いことが優れている点の一つとされている。

そこで、リートに対する法規制について、その主な内容を簡単に整理しておく。

不動産投資法人は投信法によって設立される法人であり、その設立や活動は、投信法や金融商品取引法上の認可や登録等を通じて、金融当局の規制を受けている。

- **設立(投信法第 66 条～第 69 条)**

資産運用会社が設立企画人となり、投資法人を設立する。

- **登録(投信法第 187 条)**

投資法人が資産運用行為を行うためには内閣総理大臣の登録を受けることが必要である。

- **営業規制(投信法第 63 条)**

投資法人は資産の運用以外の行為を営業としてすることができない。

投資法人は本店以外の営業所を設け、又は使用人を雇用することができない。

- **運用資産に係る業務委託(投信法第 198 条)**

登録投資法人は、(国土交通大臣の取引一任代理等の認可を受けた) 資産運用会社にその資産の運用に係る業務を委託しなければならない。

- **資産保管に係る業務委託(投信法第 208 条)**

管理登録投資法人は、資産保管会社にその資産の保管に係る業務を委託しなければならない。

- **一般事務等に係る業務委託(投信法第 117 条)**

投資法人は、その資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務のうち、法令で定めるものを他の者に委託して行わせなければならない。

なお、不動産投資法人は不動産の売買や賃貸借を「業」として行うことになり、宅地建物取引業法の規制を受けるが、投信法の登録をした不動産投資法人は、国土交通大臣の免許を受けた宅建業者と見なされる(宅地建物取引業法第 77 条の 2)。

さらに、取引所に上場する場合には、取引所が規定し要求する財務面その他の諸条件を整えなければならない（有価証券上場規程第 1205 条）。

また、「リート」の実質的な運営を行う「資産運用会社」には次のような規制がかけられている。

・ **投資運用業の登録（金融商品取引法第 29 条）**

資産運用会社は、内閣総理大臣の登録を受けなければならない。
運用対象や方法を定めた「規約」を定め、財務局に登録する必要がある。

・ **宅建業法に規定する取引一任代理等の認可（宅建業法 50 条の 2）**

当該認可を受けることにより、投資法人等と行う取引についての代理・媒介契約に係る手続きが免除される。

・ **登録投資法人からの運用業務の委託（投信法第 199 条）**

資産運用会社は、登録投資法人が主として不動産に対する投資として運用することを目的とする場合、取引一任代理等の認可を受けている金融商品取引業者でなければならない。

さらに、リートの資産運用については、「資産運用会社」等による運用が適切かつ忠実になされる必要がある。

そこで、投資法人の関係者に対して、資産運用業務において重要な「忠実義務」及び「善管注意義務」に関する規定が関係法令に設けられている。

・ **投資法人に対する、執行役員及び監督役員の忠実義務及び善管注意義務（投信法第 97 条他）**

・ **同じく、資産運用会社の忠実義務及び善管注意義務（金商法第 42 条他）**

・ **同じく、一般事務受託者及び資産保管会社の、投資法人に対する忠実義務及び善管注意義務（投信法第 118 条他）**

上記のような諸規制は、リートの「透明性」や「信頼性」を高める効果があり、税制上の優遇措置等とともに、「投資ファンド」としての価値を高めていると言える。

(補論2)「ヘルスケアリート」の導入促進に関する政策の流れと概要

最近の「ヘルスケアリート」に関する政策展開について、検討委員会の報告書や政策文書等を概観し、その内容等について確認しておきたい。

まず、(アベノミクス以前からあった流れであるが) 国土交通省を中心にした「サービス付き高齢者向け住宅」の創設・拡充策の一環として、次のようなものがある。

① 国土交通省の「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」(平成 24 年 10 月～平成 25 年 3 月)報告書

平成 25 年 3 月の報告書では、以下のように述べている。

『ヘルスケアリートが我が国に創設されるためには、さまざまな懸念材料や課題はある。一方で、いったんヘルスケアリートが機能しはじめれば、その優れた特性から、ヘルスケア施設の量的供給だけでなく、高齢者が真に求めるヘルスケア施設の質的向上に役立つとみられる。

そして、それらのメリットは、ヘルスケアリートに関与する施設所有者や運営者(オペレーター)のみならず、最終的には施設を利用する入居者や患者、およびヘルスケアリートへ投資を行う一般投資家が受けとるものと考えられる。このように良質なヘルスケア施設の供給が民間資金の提供によって実現するヘルスケアリートのしくみは、急速に高齢化が進む我が国だからこそ、早期の導入が期待される。』

次に、「アベノミクス・成長戦略」において、介護・医療を「成長分野」として、ヘルスケアリートに係る政策の推進を述べたものとしては、次のようなものがある。

① 日本再興戦略(平成 25 年 6 月 14 日閣議決定)

『民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリートの活用に向け、高齢者向け住宅等の取得・運用に関するガイドラインの整備、普及啓発等（2014 年度中）』

② 産業競争力会議の医療・介護等分科会中間報告(平成 25 年 12 月 26 日)

『(3) 病院を対象とするヘルスケアリートの活用

日本再興戦略に基づき、ヘルスケアリートについては、既に高齢者向け住宅等を対象にガイドラインの作成準備等が進められているところであるが、今後、病床機能分化に対応するための施設改修費用、耐震化費用等、病院の資金調達ニーズを満たすため、病院を対象とするヘルスケアリートの普及を視野に入れた取組を進める必要がある。

このため、病院（自治体病院を含む）を対象とするヘルスケアリートの活用に関して、ガイドラインの策定等の環境整備を平成 26 年度中に行う。』

③ 日本再興戦略改訂 2014(平成 26 年 6 月 24 日閣議決定)

金融・資本市場の活性化の観点から新たに講ずべき具体的施策として、ヘルスケアリートについて言及している。

『内外の多様な資金調達・運用ニーズに対応するため、東証による上場インフラファンド市場の創設に必要な制度的手当てを年内に行うとともに、インフラファンドやヘルスケア REIT の組成に向けた環境整備を推進する。』

④ 健康・医療戦略(平成 26 年 7 月 22 日閣議決定)

『民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリートの活用に向け、高齢者向け住宅及び病院（自治体病院を含む）等の取得・運用に関するガイドラインの整備、普及啓発等を行う。』

(補論3) 上場ヘルスケアリートの概要(2015年3月末現在の状況)

(1) 日本ヘルスケアリート投資法人(日本ヘルスケアリート投資法人HPより)

・概要

投資法人名	日本ヘルスケア投資法人
代表者名	執行役員 藤岡 博史
所在地	東京都中央区銀座六丁目2番1号
決算期	4月末日、10月末日
資産運用会社	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント 株式会社
資産保管会社	みずほ信託銀行株式会社
一般事務受託者	三井住友信託銀行株式会社
会計監査人	有限責任あずさ監査法人
特定関係法人	(資産運用会社の親会社、スポンサー) 株式会社 大和証券グループ本社
アドバイザー	AIPヘルスケアジャパン合同会社

・仕組み



・ポートフォリオ一覧

オペレーター	物件名称	所在地	取得価格 (百万円) (注1)	比率 (%) (注2)	建築時期	居室数 (室) (注3)	全賃貸 面積 (㎡) (注4)
			▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼
株式会社 チャーム・ケア ・コーポレーション	チャームスイート 緑地公園	大阪府 豊中市	1,950	14.7	平成18年 9月20日	128	5,329.73
株式会社 スーパー・コート	スーパー・コート JR奈良駅前	奈良県 奈良市	1,569	11.8	平成21年 6月17日	155	5,057.07
ワタミの介護 株式会社	レストヴィラ 広島光が丘	広島県 広島市	960	7.2	平成17年 12月15日	80	4,133.82
	レストヴィラ 相模原中央	神奈川県 相模原市	1,170	8.8	平成20年 3月31日	80	3,732.95
	レストヴィラ 衣笠山公園	神奈川県 横須賀市	1,839	13.8	平成23年 3月3日	104	4,265.88
株式会社 さわやか倶楽部	さわやか 海苔館	福岡県 北九州市	630	4.7	平成15年 10月23日	65	2,694.42
	さわやか 噴水館	福岡県 北九州市	590	4.4	平成17年 3月25日	87	4,553.67
	さわやか はーとらいふ西京極	京都府 京都市	750	5.6	平成19年 8月6日	84	2,459.19
	さわやか 日の出館	新潟県 新潟市	773	5.8	平成19年 7月11日	50	2,674.37
	さわやか リバーサイド栗の木	新潟県 新潟市	266	2.0	平成21年 10月20日	33	1,349.39
	さわやか 大島参番館	福岡県 北九州市	289	2.2	平成23年 9月13日	50	1,411.78
株式会社 ニチイ学館	ニチイケアセンター 福島大森	福島県 福島市	265	2.0	平成19年 3月30日	52	1,964.68
株式会社 シダー	ラ・ナシカ あらごがわ	愛知県 名古屋市	1,279	9.6	平成20年 4月17日	100	3,590.40
株式会社 日本介護医療センター	ヴェルジェ 枚方	大阪府 枚方市	950	7.2	平成19年 2月26日	104	2,925.25
合計			13,280	100.0		1,172	46,142.60

(注1) 「取得価格」には、消費税、地方消費税及び取得に要した諸費用を含めずに記載しています。

(注2) 「比率」は、取得価格総額に対する各取得価格の比率を小数第2位を四捨五入して記載しています。

(注3) 「居室数」は、オペレーターから提供を受けた有料老人ホームにかかる重要事項説明書に表示された数値を記載しています。

(注4) 「全賃貸面積」は、エンドテナントとの間で実際に賃貸借契約又は転賃借契約が締結され賃貸が行われている面積の合計を記載しています。

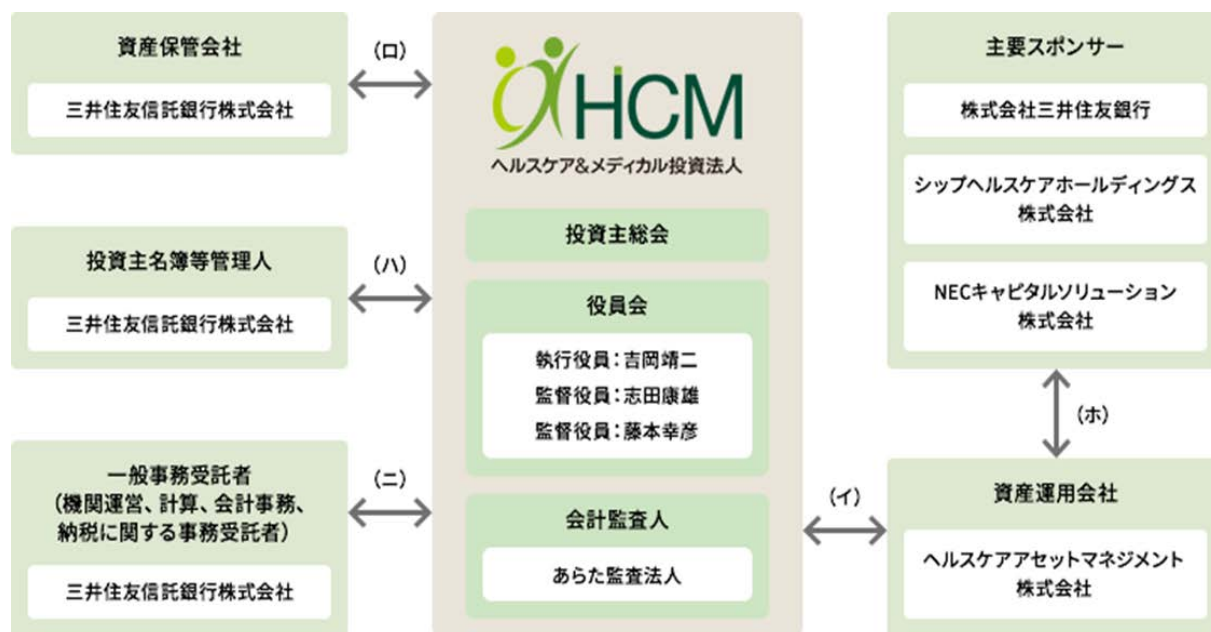
(出所) 日本ヘルスケアリート投資法人 HP

(2)ヘルスケア &メディカル投資法人(ヘルスケア&メディカル投資法人HPより)

・概要

投資法人名	ヘルスケア&メディカル投資法人
代表者名	執行役員 吉岡 靖二
所在地	東京都千代田区大手町二丁目6番2号
決算期	1月、7月
資産運用会社	ヘルスケアアセットマネジメント株式会社
資産保管会社	三井住友信託銀行株式会社
一般事務受託者	三井住友信託銀行株式会社
会計監査人	あらた監査法人
特定関係法人	(資産運用会社の親会社、スポンサー) 株式会社三井住友銀行 シップヘルスケアホールディングス 株式会社 NECキャピタルソリューション 株式会社

・仕組み



(イ) 資産運用委託契約 (ロ) 資産保管委託契約 (ハ) 投資主名簿等管理事務委託契約 (ニ) 一般事務委託契約 (ホ) スポンサーサポート契約

・ポートフォリオ一覧

オペレータ	物件 番号	物件名称	所在地	建築 時期	取得 価格 (百万円)	比率 (%)	総賃貸 可能面積 (㎡)	テナ ント 数 (件)
グリーンライフ 株式会社	有老-1	アクアマリーン西宮浜	兵庫県 西宮市	平成19年 5月18日	1,950	8.2	5,157.26	2
株式会社 ベネッセ スタイルケア	有老-2	ボンセジュール千歳船橋	東京都 世田谷区	昭和63年 3月8日	824	3.5	2,342.17	1
	有老-3	ボンセジュール日野	東京都 日野市	平成2年 5月2日	724	3.1	1,984.17	1
	有老-4	ボンセジュール武蔵新城	神奈川県 川崎市	昭和60年 2月21日	582	2.5	1,710.43	1
	有老-5	ボンセジュール秦野洗沢	神奈川県 秦野市	平成3年 7月17日	728	3.1	3,435.79	1
	有老-6	メディカルホームボンセ ジュール小牧	愛知県 小牧市	平成3年 3月13日	1,270	5.4	8,858.49	1
	株式会社 アズパートナーズ	有老-7	アズハイム光が丘	東京都 練馬区	平成18年 3月6日	1,385	5.8	3,628.60
有老-8		アズハイム文京白山	東京都 文京区	平成19年 2月27日	1,430	6.0	2,494.78	2
ワタミの介護 株式会社	有老-9	レストヴィラ町田小野路	東京都 町田市	平成19年 10月29日	3,580	15.1	7,720.17	1
	有老-10	レストヴィラあざみ野	神奈川県 横浜市	平成16年 3月1日	3,050	12.9	5,789.25	1
株式会社 さわやか倶楽部	有老-11	さわやか立花館	福岡県 福岡市	平成17年 10月31日	1,520	6.4	5,652.94	1
	有老-12	さわやか和布刈館	福岡県 北九州市	平成17年 11月15日	1,380	5.8	4,720.46	1
	有老-13	さわやか田川館	福岡県 田川市	平成18年 1月20日	390	1.6	2,366.20	1
株式会社 JAPAN ライフデザイン	有老-14	グッドタイムホーム不動 前	東京都 品川区	平成4年 3月18日	1,740	7.3	3,400.20	1
株式会社 メッセージ	サ高住-1	Cアミーユ淡路駅前	大阪府 大阪市	平成21年 6月12日	1,930	8.1	5,658.53	1
	サ高住-2	Cアミーユ神戸上沢	兵庫県 神戸市	平成21年 6月11日	1,200	5.1	3,626.25	1
合計					23,683	100.0	68,545.69	18

(出所) ヘルスケア&メディカル投資法人 HP

(補論4) 高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン

サ高住等の住居系施設に対するリートの投資については、既に先行して、「高齢者向け住居系施設のリート運営のためのガイドライン」(平成26年6月27日公表)が作成されている。

その内容を見ると、リート側が整えるべき組織体制(認可要件)や取引に際して利用者やオペレーターに配慮すべき留意事項等を示してはいるが、あくまで努力項目であり、全体として、総花的な題目の列挙になっている印象は否めない。

一方、病院を主な投資対象としたリートに関するガイドラインの制定は、国土交通省の主導の下で、2015年3月末公表の予定である。

図表 27: 高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン

<p>1. 目的</p> <p>○ 高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドラインは、<u>宅地建物取引業法(昭和27年法律第176号)第50条の2等に基づく取引一任代理等の認可申請等に際して整備すべき組織体制を示すとともに、ヘルスケア施設の取引に際し留意すべき事項を示す</u>ことを目的としている。</p>	
<p>2. 概要</p> <p>○ <u>対象施設</u></p> <p>サービス付き高齢者向け住宅 有料老人ホーム 認知症高齢者グループホーム</p> <p>※なお、病院については、平成26年度中に別途検討の上、ガイドラインを策定予定。</p> <p>○ <u>適用時期</u></p> <p>平成26年7月1日 (現にヘルスケア施設を運用対象としている資産運用会社は平成26年10月1日、当該資産運用会社が新たなヘルスケア施設の取得を行う場合はその取得の日)</p> <p>○ <u>資産運用会社が整備すべき組織体制(認可要件)</u></p> <p>次のいずれかにより、ヘルスケア施設の事業特性を十分に理解している者を配置又は関与させること。</p> <p>a. 一定の経験を有する重要な使用人の配置 b. 外部専門家からの助言 c. 投資委員会等への外部専門家の配置 等</p>	<p>○ <u>ヘルスケア施設の取引に際し留意すべき事項</u></p> <p>◇利用者への配慮事項</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ヘルスケアリートの仕組みの周知 ・ヘルスケア施設の適切な運営に係る関係法令や通知等の確認、及び行政指導等への対応確保 <p>◇その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握 ・情報の収集及び開示 <p>○ <u>取引一任代理等の認可申請等における業務方法書への記載事項</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ◇利用者の安心感の確保 ◇ヘルスケア施設の取引等への専門家等の関与方法

(出所) 平成26年度高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会

(補論5)高齢者向け住宅の賃貸利回りの推計

ヘルスケアリートで投資対象の中核とされているサービス付き高齢者向け住宅については、制度ができてまだ日も浅く、経営内容を包括的に把握できるデータは整っていない。

サービス付き高齢者向け住宅の機能の土台は、高齢者向けの「賃貸住宅」である。従って、通常の「賃貸住宅」に対する不投資の分析手法を土台部分に適用して、モデル的にコストや収益を計算して、基本的な損益を把握することができる。

ここでは、高齢者向け住宅について、新生銀行：藤村隆氏の分析（東京大学公共政策大学院主催公開フォーラム資料「医療介護と連携した住まいの整備とその課題」2011年10月21日）をベースにして、賃貸利回りを推定してみたい。

藤村氏は、事業運営者（オペレーター）が支払可能な賃料を、東京23区で毎月8,000円前後/坪（延床面積ベース）、地方都市で毎月4,000円台/坪と想定している。

以下では、藤村氏の賃料想定を基に、筆者修正を加え、算出した。

(1) 東京23区内の要介護者向け高齢者住宅（居室25㎡）の場合

- ・事業運営者が支払い可能な賃貸料：年間約10万円/坪①
- ・物件としての建設（取得）コスト：約200万円/坪②
（内訳）建物建設費：約75万円/坪、土地取得費：約125万円/坪
- ・賃貸利回り（投資コスト＝建設（取得コスト）として①/②）：約5%

(2) 地方都市の要介護者向け高齢者住宅（居室25㎡）の場合

- ・事業運営者が支払い可能な賃貸料：年間約5.5万円/坪③
- ・物件としての建設（取得）コスト：約90万円/坪④
（内訳）建物建設費：約75万円/坪、土地取得費：約15万円/坪
- ・賃貸利回り（③/④）：約6%

ラフな推計だが、事業運営者からの賃料を基にした投資利回りは6%前後となる。これだけでは先に見た投資家の期待リターン（8%程度）には届かない。

なお、利回りを上げるには、家賃を上げ、介護サービス等の収益を多く確保することが考えられるが、年金収入に頼る高齢者への家賃引上げは好ましくないし、限界がある。むしろ、投資家の期待リターンの見直し（引下げ）が必要だろう。

(補論6)住居系施設のオペレーターや利用者のメリット・デメリットの考察

居住系介護施設の施設利用者やオペレーターにとってのヘルスケアリートのメリット・デメリットについて、考察する。

(1)施設利用者にとってのメリットとデメリット

施設利用者にとってメリットとされているのは、主に、施設の供給拡大、信頼できるサービス提供に関するものである。

高齢者の増加が続き、高齢者向け施設の量的拡大の必要性が強まるとともに、自らの状況に合った優良な施設を選択したいというニーズも高まっていく。

こうした中、リートを通じた資金調達によって施設建設が容易となるので、施設の供給量が増大し、ニーズに合った施設の選択肢も増える、とされている。

さらに、リートが所有者になれば、オペレーターの経営に対してモニタリング等を行うので、施設運営の安定性や入居者の満足度を引き上げることができ、サービスの質が確保される、とも言われている。

確かに、政策による推進策もあり、供給の量的拡大にはプラスかもしれない。

しかし、投資家の目線による利害と利用者目線による利害は異なるので、投資家のチェックが実際にどこまで利用者にとって有益となるかは不透明である。

逆に、リートの経営介入によって、施設運営が歪められ、利用者の選択肢や利便性がむしろ損なわれる懸念があり、必ずしもメリットとは言えないと考えられる。

一方、デメリットとしては、家賃や利用料の長期安定や長期継続入居の保証が損なわれる可能性があり、より現実的で、利用者へのインパクトは大きいと思われる。

第一に、リートが所有する施設では家賃や利用料が高めになる恐れがある。

オペレーターが施設を自己所有した場合に比べ、賃貸料が上昇する可能性が高く、その大半は、家賃や入居料の引上げによって、利用者にコストが転嫁されるだろう。

もし、賃貸料アップ→家賃への転嫁の傾向が強まれば、利用者が引上げに耐えきれなくなって、当該施設を退去せざるを得ない状況になることも考えられる。

その結果、リートが所有する施設は、高所得者向けの施設ばかりになりかねない。これは利用者の選択肢を狭め、供給増大効果を相殺してしまう。

さらに問題は、長期の継続入居が必ずしも保証されない恐れがあることである。施設利用者にとっては、サ高住や有料老人ホームは「かけがえの無い終の棲家」である可能性が高く、入居料の安定と共に長期の継続的な入居が重要である。

一方、リートにとっては、資産価値の維持や投資収益の向上が目的であり、当該施設は「多数ある投資対象の中の選択肢の一つ」でしかない。

従って、リーートの運用方針によっては、以下のような問題の発生が予想される。

より良い投資対象物件の出現や投資基準となる経営指標の悪化等の理由により、リート側の意向で、転売やオペレーターの変更等が行われる恐れがある。

転売された場合、それまでとは同じ内容での運営が行われない可能性もあり、その場合には入居者が継続して利用できなくなる事態も生じ得る。

コスト抑制のため、サービス水準の低いオペレーターと交代となる可能性も高い。加えて、転売やオペレーターの変更を契機に、オペレーターに対する賃貸料や施設利用者の家賃・入居料の上げが行われることが十分考えられる。

このように、施設利用者にとっては、費用が上昇して生計が圧迫される一方、サービスが低下する恐れや生活の場が脅かされる可能性もある。もし、生じた場合のデメリットの影響は大きい。

(2)オペレーターにとってのメリットとデメリット

住居系施設のオペレーターにとってのメリットは、主に財務面で、資金調達の多様化、財務コスト等の解消とそれによる経営の自由度の拡大、等が言われている。

まず、資金調達の多様化による利便性向上があげられる。

- ・リートであれば、かなり大きな額の資金調達が可能であり、理事長個人の連帯保証や担保等も必要ないので、有効に利用できる。
- ・不動産は、財務上、オフバランス化され、所有のための借入金が無くなるので、関連コスト（借入金利、固定資産税等）が消え、財務リスクが低下する。
- ・不動産の保全管理業務は基本的にリート側が行うので、その負担から解放され、本来の業務に集中できることも利点とされる。
- ・資金制約をあまり受けない形で、次の事業展開が可能となる。

確かに、サ高住等の住居系施設の場合には、住宅不動産的な要素も大きく、また、民間ビジネスとしての事業展開もなされているので、それなりの意義はあるだろう。

しかし、メリットを上回る経営上のデメリットが考えられる。

第一に、リートに支払う賃貸料は割高になる可能性が高い。

そのかなりの部分は施設利用者に転嫁（家賃や利用料等の引上げ等）されるであろうが、一部はオペレーター負担にならざるをえず、収益を圧迫する恐れがある。

より大きな問題は、自己保有の場合と異なり、建物の修繕や設備の設置等がリートの判断で決まるので、適切な時期や内容の投資が困難になる恐れがある点である。

リートが施設側の意向に応じるか否かは、運営現場の状況もさることながら、その時の経済や不動産市場の動向等によって左右される面が強いと考えられる。

また、モニタリング等において、過度な情報の提供を求められる可能性がある上、賃貸借契約やコベナンツ³⁴の内容次第では、経営がかなり束縛されることになる。

場合によっては、コベナンツ違反や転売で契約解除を迫られる可能性もある。

さらに、交代用のバックアップオペレーター³⁵が用意される場合は、同業他社に施設運営や事業経営の内部情報を提供しなければならなくなる恐れもある。

このように、経営上で少なからぬデメリットを被る恐れがあることに十分留意しておかなければならない。

³⁴ コベナンツとは、特約・制限条項のことで、予め設定した条件に該当する事態となった場合、契約解除や条件変更等の効力が発生するもので、融資取引において通常見られる。投資家保護の立場から、事業の倒産、収益力の低下、資産価値の目減り等の回避を目的に、オペレーターの事業の制限、定められた各種経営指標の維持向上の義務等が盛り込まれる可能性がある。

³⁵ バックアップオペレーターとは、現在実働中のオペレーターに賃貸料不払いや倒産その他の一定の事由が生じた場合に、これに代わって、物件を賃借し、その運営に当たる予備の事業者のこと。

(補論7) 投資側にとってのヘルスケアリート課題やデメリット

投資家側にとっても、ヘルスケアリートにおいてメリットのみがあるのではなく、(本稿で考察した問題点等と表裏一体のものであるが)、課題やデメリットが存在している。以下で簡単に整理しておく。

- ・ 事業リスクの評価を適切に行う必要があるが、他の不動産と特性が異なるため、オペレーター的能力や事業収支の評価手法が確立していない等、評価が難しい。
- ・ 特別な設備仕様や使用基準があり、用途変更が困難であり、オフィスビルや住宅等に比べると、流動性が低い。
- ・ 賃貸契約が原則として長期固定となることが予想され、他の一般的な不動産に比べて、収益追求のための余地が相対的に小さい。
- ・ 収益に直接影響する要因として、公的保険制度や介護報酬・診療報酬改定等の制度リスクがある(第8章参照)。
- ・ そもそも、比較的小規模な施設が多く、投資に適した大型物件が少ない等、投資基準を満たす対象は少ない。
- ・ (特に住居系施設の場合) 賃貸料引上げやオペレーター交代等によって、高齢者の生活等に悪影響を与えた場合に、ファンドの信頼や評判が毀損する恐れがある。

このため、彼ら(投資家側)の目線による、ヘルスケア施設の経営情報の開示や施設に関する専門家の利用等、投資促進に向けた実務的提言がなされている。

例えば、「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会」中間取りまとめ(2013年12月)では、ヘルスケア施設側の情報開示のあり方等について、多く要求している。

【参考文献】

国土交通省 平成 24 年度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(2012/10/5～2013/3/6)

国土交通省 平成 26 年度 高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会資料(2014/4/25～2014/6/9)

国土交通省 平成 26 年度 病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会(2014/9/26～2015/1/30)

首相官邸 日本再興戦略(平成 25 年 6 月 14 日閣議決定)

首相官邸 産業競争力会議の医療・介護等分科会中間報告(平成 25 年 12 月 26 日)

首相官邸 日本再興戦略改訂 2014(平成 26 年 6 月 24 日閣議決定)

首相官邸 健康・医療戦略(平成 26 年 7 月 22 日閣議決定)

東京証券取引所 HP REIT スクエア <http://www.tse.or.jp/rules/reit/index.html>

不動産証券化協会 HP <http://www.ares.or.jp/index.html>

日本ヘルスケアリート投資人 HP
<http://www.nippon-healthcare.co.jp/index.html>

ヘルスケア&メディカル投資法人 HP
<http://www.hcm3455.co.jp/index.html>

J-REIT.jp HP <http://j-reit.jp/>

JAPAN-REIT.COM HP <http://www.japan-reit.com/>

日医総研ワーキングペーパー NO.195(2009 年 5 月)
「医療機関の安定的・持続的存続のための施設整備資金調達に関する研究」

明治安田生活福祉研究所(2014 年 3 月)
「医療法人等の提携・連携の推進に関する調査研究報告」

竹内一雅 「J-REIT における不動産投資利回りの動向」(ニッセイ基礎研究所 REPORT, 2005 年 4 月)

日本不動産研究所 「不動産投資家調査」(2010 年 10 月～2014 年 10 月)

全国有料老人ホーム協会 「平成 24 年制度改正後の有料老人ホームに関する実態調査及び契約等に関する調査研究報告書」(平成 25 年 3 月)

国土交通省 「サービス付き高齢者向け住宅の現状と分析」(平成 25 年 3 月)

厚生労働省 「介護事業経営実態調査」(平成 17 年調査～平成 24 年調査)

ワタミ、ベネッセ、ニチイ学館 各社決算短信 (平成 19 年度～平成 25 年度)

松山幸弘 「医療サプライチェーン改革に関する一考察」(Economic Review 2004. 7)

風岡茜 「海外のヘルスケア REIT 概観」(三井住友トラスト基礎研究所 REPORT、2013. 4. 15)

厚生労働省 通知 「医療機関の開設者の確認及び非営利性の確認について」
(平成 5 年 2 月 3 日、平成 24 年 3 月 30 日最終改正)

投資信託及び投資法人に関する法律 (昭和二十六年六月四日法律第百九十八号)
<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S26/S26H0198.html>

宅地建物取引業法 (昭和二十七年六月十日法律第百七十六号)
<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S27/S27H0176.html>

金融商品取引法 (昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)
<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S23/S23H0025.html>