

# ヘルスケアリートについて

平成27年9月2日



株式会社資本市場研究所きずな

## ヘルスケアリートへの期待

ヘルスケアリートへの期待が高まっている。政府の日本再興戦略-改定2015(平成27年6月30日)においても“ヘルスケアリートについて、関係省庁・業界団体等が連携し、ヘルスケア事業者向けの説明会を実施するなど、ヘルスケアリートの更なる普及・啓発に向けた取組を加速する“として、工程表にも今年度以降の取組み強化が挙げられている。

また取引制度も整備され、昨年11月には日本ヘルスケア投資法人(銘柄コード:3380)が最初のヘルスケアリートとして東京証券取引所に上場され、ヘルスケア&メディカルリート(同3455:本年3月上場)、ジャパン・シニアリビングリート(3460:7月上場)が続いている。

この政策期待の強いヘルスケアリートについて、改めて投資の視点から取り上げたい。

先ずヘルスケアリートの投資対象は、リートと同様に

不動産だか、国土交通省の「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」(平成26年6月27日、以下国土交通省ガイドライン)によりその対象は以下とされている。

- ・サービス付き高齢者向け住宅(高齢者の居住の安定確保に関する法律第5条)
- ・有料老人ホーム(老人福祉法第29条)
- ・認知症高齢者グループホーム(同法第5条の2第6項)

また、病院リートについても、国土交通省の「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」(平成27年6月26日、以下病院リートガイドライン)により次の様に規定されている。(※病院リートの上場は、現時点ではない)

- ・医療法第1条の5第1項に規定する病院(その一部を病院の用に供されている不動産を含む)

これらヘルスケアリートの対象不動産はそれだけで

キャッシュフローを生む訳ではなく、その不動産を利用して行うヘルスケア事業による収益が投資家への配当の源泉となる。つまり、投資家にとっては通常のリート以上にヘルスケア事業者の事業の在り方が重要となってくるが、当該事業の安定性などが見定めれば景気に左右されない長期の安定収益を期待することも出来る。

一方、ヘルスケア事業者にとって事業に必要な不動産の管理から切り離してヘルスケア事業を行うことが出来るので、事業者の経営基盤を強固にしたり、新規参入を促しやすくなることが期待されている。

ヘルスケア事業の利用者は、高齢者や病院利用者など今後の高齢化社会での増加が予想されている。これらを支える社会インフラとしてのヘルスケア施設に対して、個人の投資資金が入ってくることの意味は、国民の必要とする社会インフラを、個人の投資資金が支えていく構図となり、循環型社会が求める姿となる。その為にも、ヘルスケアリートの利用者が安心して利用できる施設の運営を事業者が行うこと、ヘルスケアリートに興味のある個人

投資家が、投資判断を行いやすい平易な情報開示、それぞれが重要な推進ポイントとなっている。リート全般を推進する国土交通省、ヘルスケア施設を監督する厚生労働省や地方公共団体、個人投資推進と投資家保護を進める金融庁や取引所、それぞれの期待は大きい。

# ヘルスケアリートとは何か

対象となる不動産

施設の運営者(オペレーター)

収益の源泉

国土交通省ガイドライン

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

施設を借りて入居者に  
サービスを提供するもの

家賃・敷金・  
サービス提供  
の対価

病院リートガイドライン

病院不動産

病院を開設し運営する者  
(医療機関)

利用者の診療  
報酬

※注記: 制限について本稿第三章を参考に

## リートとの相違点と投資のポイント

ヘルスケアリートも一般のリートと同様に、保有する不動産の賃貸料が投資家への配当となる。しかし、大きく異なるのは、オフィスや商業施設など一般のリー트의収益性（賃貸料）が景気動向に左右されやすいのに対して、ヘルスケアリートでは、この賃貸料がリートよりも安定していると見られていることだ。これは、ヘルスケア施設の利用者が、高齢者や病院利用者である為、日本の社会構造から今後も施設利用が安定的に増加していくと予想されているためだが、反対にインフレ時においても利用者層から考えて、容易に賃貸料を上げ難いということもある。また、ヘルスケア事業の社会性において、例えヘルスケア施設が将来売却されることとなっても、一定水準のサービスがオペレーターから利用者である高齢者等に提供される必要もある。

その為、一般のリートと違いヘルスケア施設の利用者保護が行政や関係者に強く意識されている。一方では投資商品としての投資家保護があり、この2つの保護を両立させていくのがヘルスケアリート拡大の為のポイントと

なっている。国土交通省及び投信協会のそれぞれのガイドラインもその主旨から作成されているが、その概要は、以下の様なことをヘルスケア施設の資産運用会社（実質的な運営者）に求めている。

### 【国土交通省ガイドライン】

◇資産運用会社が整備すべき組織体制＝ヘルスケア施設への投資・融資・デューデリジェンス・不動産鑑定評価・オペレーション・介護サービス提供等について、以下の体制を整える。

- ・一定の経験を有する重要な使用人の配置
- ・外部専門家からの助言
- ・投資委員会（資産の取得・売却・運営管理に関する事項などを決定する）への外部専門家の配置

◇ヘルスケア施設の取引に関して留意すべき事項＝ヘルスケア施設を円滑に取引する為に、資産運用会社は以下に対応すること。

- ・オペレーターとの信頼関係の構築及び運営状況の把握

- ・不動産証券化協会のガイドラインに沿ったオペレーターからの情報収集、取引所ルールに沿った投資家への情報提供

- ・ヘルスケアリートの仕事を利用者にも周知すること

- ・利用者の安心感を確保する為、施設の状況や利用料及び契約内容等について、関係法令や行政指導に適合していることを確認すること

- ・利用者の安心感を確保する為、オペレーターに対して前記内容が適切に運営を行う旨を表明させること

【投信協会ガイドライン】(ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関するガイドライン)

- ◇ヘルスケア施設への投資に際して、オペレーターから必要な情報を得るにあたっての、オペレーターの実情等を勘案した対応(退去者の施設退去事由、入居者獲得状況、介護提供の状況、入居者の満足向上に向けた取組などの情報収集の為、オペレーターに対する支援を行うことなど)

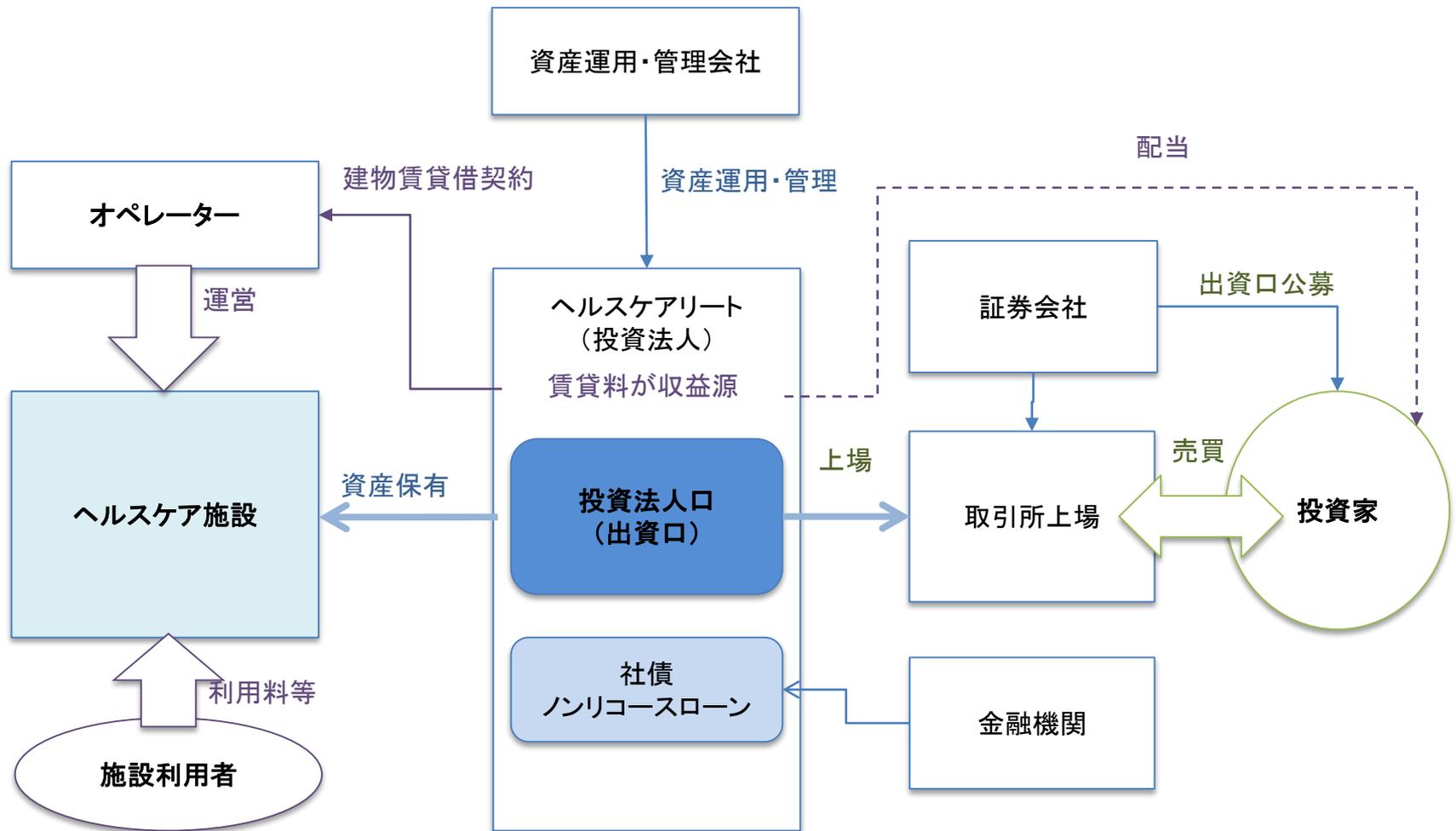
- ◇ヘルスケア施設が不動産投信等の投資対象となることで、施設利用者に不安を惹起することがないようにする

ための施設利用者への情報提供等の対応(オペレーターとの協力により、施設が安定的に運営されていることやオペレーターに対するモニタリングの情報提供など)

- ◇ヘルスケア施設特有の事情についての投資家への開示(オペレーターの運営状況、介護保険への依存度、制度改正に関するリスク情報、入居者の状況、バックアップオペレーターの有無など)

なお、実際ヘルスケア事業を行うオペレーターは、上場企業のヘルスケア事業参入などあるものの、地元に着して介護事業などを行う小規模の事業者も多く、資産運用会社による支援や協力なども強く意識されている。

# ヘルスケアリート of 仕組み



## 病院リートについて

注目度が高い病院リートについては、当初国土交通省を中心とする関係者によるヘルスケアリート推進の中で検討が始まった。前章のヘルスケアリート以上に、オペレーター＝病院経営者の提供する医療サービスがリートに与える影響が大きく、また事業の根拠法となる医療法上の問題について、リート運営上の整理が必要だったので、ヘルスケアリートとは別にガイドラインが検討されていた。病院リートガイドラインは平成27年6月26日に国土交通省より公表され、7月1日より適用されている（※以前から病院不動産を運用資産として組み入れているリートへの適用は10月1日）。

病院リート推進には2つの背景があるが、1つ目はリート先進国である米国やカナダなどにおいてリート資産多様化（リート全体のポートフォリオ安定化の為の）の中で病院不動産への投資が伸びていること。2つ目は全国に8千以上ある病院施設の耐震化ニーズが強まっており、今後病院不動産への資金需要が高まることが予想されることが挙げられる。（国土交通省参考資料より、病院の耐震化率

64.2%（平成25年度調査）＜ヘルスケア施設90%台半ば）

その病院リートにおける投資対象の定義だが、医療法第1条の5第1項の規定による病院（医師又は歯科医師が医療又は歯科医療を行う場所であって、20床以上の病床を有するものとされている（それ以下は診療所））の不動産となっている。なお、複数の診療所や薬局が一つの建物に同居する「医療モール」については、東京都の施設で既に既発リートに組み入れられているものが3施設（昨年12月時点、国土交通省資料より）あるが、ガイドラインによる病院不動産ではない。また、医療法には医療行為の非営利性が謳われているので、病院リートを利用する医療機関に対してガイドライン上では次の様な指針を示している。

- ① 当該土地及び建物について、賃貸借登記をすること（病院に限り、設備は除かれる）
- ② 借料や契約期間等の賃貸契約が適正な条件でなされていること
- ③ 借料が医療機関の収入の一定割合でないこと

特に③によりリート投資家の期待は、医療機関が行う医療行為による収益の拡大よりは安定性を望む方向に比重が強まりそうだ。

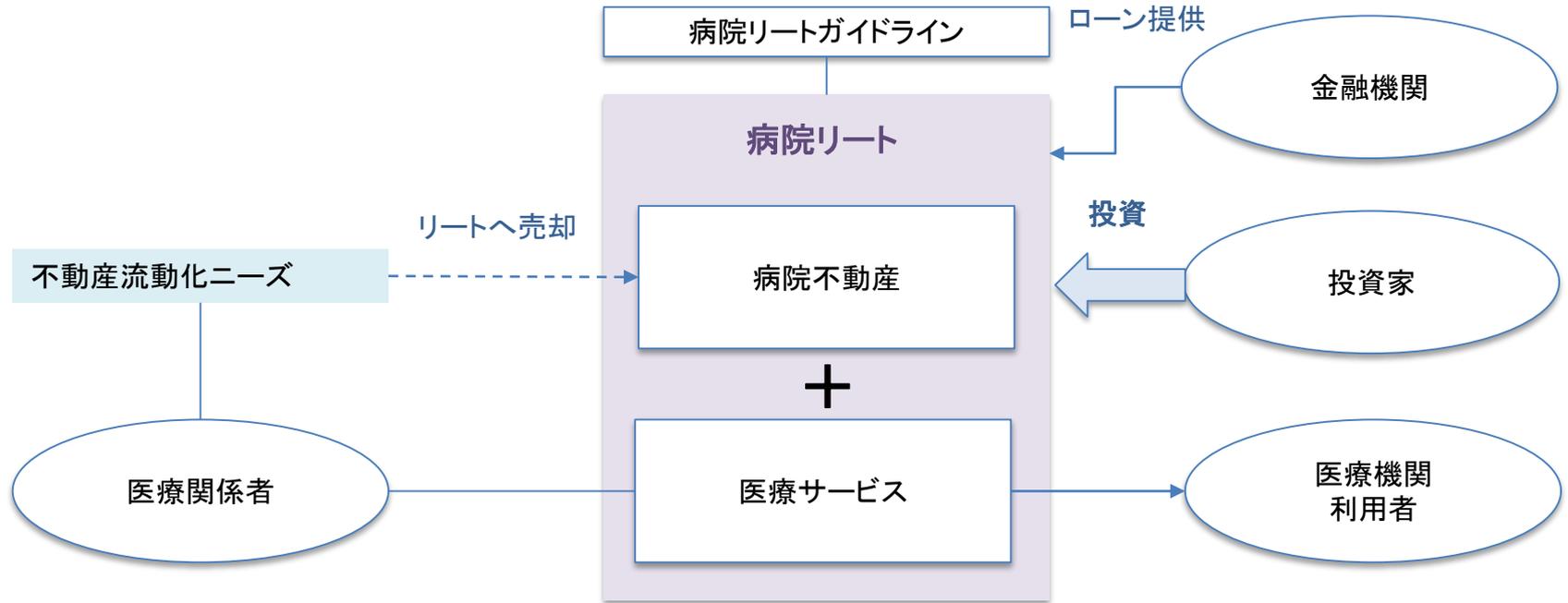
今後、病院リートガイドラインに沿って病院不動産の流動化が進むことが予想され、私募リート・公募リート（取引所に上場されるヘルスケアリートへの病院不動産の組み入れ及び専門の病院リート）がそれぞれ増加していくと見られる。例えば、耐震補強工事が必要な病院建物がある場合、これを保有する医療機関は一旦病院リートに売却し、病院リートは補強工事若しくは建て替えを行った後で医療機関に貸すということが想定される。医療機関にとっては、病院不動産資産を現金化し、また建物の耐震化対応やメンテナンスからも解放されるので、経営資源を医療行為に集中させていく事ができる。なお、医療機関と病院リートが賃貸借契約を結ぶときに、安定的な病院経営を望む病院リート側は、医療機関にたいして賃貸の為の特約条件（コベナンツ）を要求してくることも考えられる。これらの病院リート側の要求が、医療法上問題ないかについて確認する必要がある。この為、病院リートを推進する国土交通省が主体となって、リートなどが医療法上の確認を行うため

の以下の体制を整える。

◇問い合わせ者→国土交通省→厚生労働省→都道府県等（含む都道府県医療審議会）→厚生労働省→国土交通省→問い合わせ者

一方病院リートにとって病院経営の安定性を測る為のモニタリングを行う必要があるが、病院経営に介入することなく、運営状況の性格な把握に努め、投資家に伝えていくという課題もある。

# 病院リートの概略



## ヘルスケアリート推進で何が変わるのか

ヘルスケアリートは、ヘルスケア施設(不動産)の流動化(金融商品化)でヘルスケア事業者から不動産を切り離す効果が最も大きい。その為、ヘルスケア事業者は資金負担が減じ、経営資源をヘルスケア事業に集中することが出来る。この事はヘルスケア事業を立ち上げる時にも利用でき、当初の設備投資負担をリート側に頼ることも可能だ。この様な利用は、今後優良なヘルスケア事業者がチェーン化など事業拡大する際に使われていくことが想定されるが、投資家にとっても次の様なヘルスケア事業への段階的投資も可能となるメリットもある。

- A) ヘルスケア施設開発段階(私募のヘルスケアリート組成) = 機関投資家若しくは少人数の一般投資家(金商法上は事業ファンド扱いなので、保有者が500名未満)
- B) ヘルスケア施設運営段階(再び私募のヘルスケアリート組成し上記から乗換え) = 上記と同じ
- C) ヘルスケア施設運営拡大段階(私募のヘルスケアリートを集約し、上場ヘルスケアリート組成) = 機関投資家及び一般投資家(ヘルスケアリート施設の利用者及び

## その関係者を含む)

昨年11月に上場された日本ヘルスケア投資法人では、参加しているヘルスケア事業者7社中6社が投資主優待制度を導入していて、リート保有者に対して自社が運営する施設の割引や無料体験券を提供している。つまり、リートとしては投資家の利用者化も狙っている訳だが、利用者及び利用者の家族などにとっても投資家的視点をもって事業者サービスを見直すことが出来る。利用者による利用と投資の相乗効果で、ヘルスケア事業者が経営基盤を強化させながらヘルスケアサービスの質も向上させていくのが理想だろう。

一方、ヘルスケア関係者の一部からはリート側の事業への介入が過剰にならないかとの懸念も示されている。また、投資家へのヘルスケア事業者の情報開示によって、他の事業者との競争上の不利益に関する事業者の不安も示される場合もある。しかし反面で、リート側のデューデリジェンス(事業精査)を通り、またリートによるモニタリングを受けることで、投資家のみならず利用者にとっても、事業者による質の高いヘルスケアサービスを受ける可能性

が高まる。優秀な企業がより大きく事業を拡大し、競争力の劣るものは撤退してくという市場原理が働くことは、社会的ニーズが強く拡大も予想されるヘルスケア事業全体にとってはプラスとなるだろう。

以上に様に、ヘルスケアリークの推進がヘルスケア事業に及ぼす影響は非常に大きいのだが、投資の視点からは、いくつかの留意すべき事項もある。その中で最も重要なことはヘルスケア事業者(オリジネーター)に関する情報の取扱いだ。昨年の4月より、上場リートは金商法上のインサイダー取引規制の対象となっており、リートに係る投資判断に大きな影響を及ぼす情報もその対象となっている。上場ヘルスケアリートにおいても、次の項目が適時開示項目となり、その取扱いにはインサイダー情報としての管理が必要になっている。(取引所有価証券上場規定改定より、リークの営業収益が5%以上変動する次の場合)

- ・オペレーターの変更に伴い、利用者のサービス・契約内容が変わる場合

- ・ヘルスケア施設としての運営を止め、利用者の安定的な居住が困難となる恐れがある場合

- ・オペレーターの変更に伴い、利用者のサービス・契約内容が変わる場合

- ・社会保障制度の変更等で、ヘルスケア施設の運営に影響を及ぼす場合

また、これらの情報に接する会社関係者の範囲(金商法上)は、ヘルスケアリークの場合、一般の上場企業と比べて多く(多くの外部専門家が関与する為)になっている。

ヘルスケアリートにとって、適時・適正な情報提供を行っていくことで、利用者保護・投資家保護を両立させ、利用者・投資家が安定した事業継続への信頼を深める為の情報提供体制整備が求められている。

# ヘルスケアリート活用モデル

