

# 高齢者施設・病院等の

# 不動産評価

## 不動産鑑定士からみたヘルスケアアセット

大和不動産鑑定(株)  
ヘルスケアチーム  
**柳原秀彦**  
(不動産鑑定士)

第1回

### ヘルスケアアセットの市況

有料老人ホームや病院など「ヘルスケアアセット」の流動化が活発だ。ここでは、不動産の経済価値(価格・賃料)に関する専門家でもある不動産鑑定士を多数擁する大和不动产鑑定(株)で、ヘルスケア分野に精通するプロフェッショナルに、ヘルスケアアセットの特徴や動向、ヘルスケアREIT創設の動きなどを網羅的に解説いただく。

#### 超高齢社会におけるヘルスケアアセットの供給促進

高齢者施設・病院などの、いわゆる「ヘルスケアアセット」は、ホテルや商業施設と同様に、事業者の事業運営能力がその不動産の価値に影響する不動産であるため、「オペレーショナルアセット」の一種といわれている(図表1)。

ヘルスケアアセットは、オフィスビルやレジデンス(共同住宅)と比べて専門的な運営ノウハウが必要とされ、特有のリスクを有していることから、不動産投資ではこれまで、オフィスビルやレジデンスの脇役とみられてきた。しかしながら、わが国は世界でも類をみない速度で高齢

化が進んでおり、高齢者施設や有料老人ホーム、病院などのヘルスケアアセットの供給促進が喫緊の問題となっている。この問題を不動産鑑定士や一級建築士の立場から考えると、資金調達の手段でもある不動産証券化の仕組みや、それに伴う不動産鑑定評価の考え方、建物リスクの見方などを、医療・介護関係者に対して説明し、理解を深めていくことが、ヘルスケアアセットの供給促進につながると考え、筆を執った次第である。

#### 活況呈す不動産マーケット

不動産マーケットが活況だ。図表2をご覧ください。2012年12月26日

に安倍晋三政権が発足した際の東証REIT指数(東京証券取引所に上場しているREIT全銘柄を対象とした時価総額加重型の指数。03年3月31日の終値の時価総額を1000として指数化)は約1100だった。デフレ脱却を目指した経済政策「アベノミクス」の意図と市場の思惑が合致したのか、同指数は一時1700前後まで上昇し、急騰した観をみせていたが、その後落ち着きを取り戻し、政権発足後約半年が経った今年7月25日時点の同指数は1371.24(+24.7%)となっている。

その間(13年第1四半期・1~3月)、J-REIT市場では、年初から新規上場や公募増資が相次いで発表され、各銘柄が1~3月の四半期で市場から調達した金額は342.2億円に上り、四半期ベースの調達額としては過去最高となった。また、新規上場と増資を合わせた件数13件(新規上場2件、増資11件)は四半期ベースでは過去最多件数となっている。

#### 投資信託・ファンドによる売買件数の増加

このように好調なマーケット環境を背景として、ヘルスケアREIT(不動産投資信託)創設の機運も高まっている。国土交通省では、ヘルスケアREITの設立に向け、有識者で構成される「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化

■図表1 各アセットの収入変動性と運営者依存度

	オペレーショナルアセット		レジデンス		
	医療	ホテル	介護付有料老人ホーム	サービス付き高齢者向け住宅	レジデンス
収入変動性	大	大	小	小	小
運営者依存度	大	中	中	中(小)	小

■図表2 TOPIX(一部総合)と東証REIT指数の推移



手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」を設置し、昨年10月からヘルスケアアセットを証券化するための議論を重ねている。

ヘルスケアREIT創設の機運を高めているのは国だけではない。市場も敏感

■図表3 2013年1月以降のヘルスケアアセット売買一覧

取引時期	物件名	場所	買主	売主	価格	居室数	運営者
1 3月	さわやか桜式番館	秋田県秋田市	特定目的会社ヘルスケア・インフラファンド秋田	さわやか倶楽部	820,000,000円	92室	さわやか倶楽部
2 4月	ココファン日吉	横浜市港北区	アドバンス・レジデンス投資法人	学研ココファンホールディングス	1,050,000,000円	85室	学研ココファンホールディングス
3 4月	ココファンあすみが丘	千葉市緑区	S.O.W. アセットファイナンス㈱運営のファンド	学研ココファンホールディングス	—	92室	学研ココファンホールディングス
4 5月	光ハイツ・ヴェラス石山	札幌市南区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	637,800,000円	119室	光ハイツ・ヴェラス
5 5月	光ハイツ・ヴェラス月寒公園	札幌市豊平区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	480,640,000円	57室	光ハイツ・ヴェラス
6 5月	光ハイツ・ヴェラス藤野	札幌市南区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	1,049,135,000円	144室	光ハイツ・ヴェラス
7 5月	光ハイツ・ヴェラス琴似	札幌市西区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	3,518,660,000円	281室	光ハイツ・ヴェラス
8 5月	光ハイツ・ヴェラス真駒内公園	札幌市南区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	2,527,515,000円	157室	光ハイツ・ヴェラス
9 5月	光ハイツ・ヴェラス山の手	札幌市西区	IHC Japan First 特定目的会社	光ハイツ・ヴェラス	651,700,000円	59室	光ハイツ・ヴェラス
10 5月	レストヴィラ西船橋	千葉県船橋市	千葉県内の法人	青山財産ネットワークス	850,000,000円	70室	ワタミの介護
11 5月	ウェルビア市川	千葉県市川市	日本シニア住宅リース	SPC (特別目的会社)	3,000,000,000円 (2棟合計の推定)	215室	メッセージ
12 5月	グリーン東京	東京都羽村市	日本シニア住宅リース	SPC (特別目的会社)	—	151室	メッセージ
13 6月	アーバンリビング稲毛	千葉県稲毛区	大和ハウス・レジデンシャル投資法人	大和ハウス工業	930,000,000円	100室	日本ライフデザイン
14 7月	エスペラル城東	大阪市城東区	ヒューリック	—	—	286室	グリーンライフ

出典：日経不動産マーケット情報、各社HP等に基づく

に反応している。今年1月以降に売買されたヘルスケアアセット(有料老人ホーム・サービス付き高齢者向け住宅)のうち、公表されている売買を、一覧表にまとめてみた(図表3)。

公表されている売買のみにつき、すべての売買が網羅できているわけではない

という前提で上記の一覧を概観してみると、直近半年で行なわれたヘルスケアアセットの売買は、売買当事者のいずれかが投資法人(投資信託)や特定目的会社(ファンド)ということが特徴的である。

また、売買ではないので記載はしていないが、新生銀行(東京都中央区)では今年4月、有料老人ホーム13物件を運用資産とす

すIHC Japan First 特定目的会社に対し、96億円のノンリコースローンを提供したと発表している。新生銀行は2年後に資産総額1000億円規模のヘルスケアREITを立ち上げる計画で、ヘルスケアアセットを運用資産とするファンドへの融資を積極化している。

さらに、今年末から来年を目標にJRE ITへの上場を目指しているヒューリック(株)(東京都中央区)は、12年10月に「トラストガーデン用賀の杜」(東京都世田谷区)等4棟の有料老人ホームを取得して

おり、立ち上げるREITではオフィスビル、商業施設、賃貸マンションとともに、有料老人ホームも運用資産に組み込む予定とのことである。

### 投資家が求める

#### 長期安定金融商品

このようにヘルスケアアセットが投資信託、あるいはファンドによって売買されている背景には、「利回りを確保できる金融商品がほしい」という投資家ニーズがあると考えられる。

新生銀行が12年12月に証券会社と共同で組成した、神戸市の有料老人ホームを運用資産とする個人投資家向けの私募ファンドは、個人投資家向けの優先出資枠約5億5000万円、予定分配率は年率3.5%とのことであったが、証券会社が想定していたよりも早く、250人前後の個人投資家に売り切れたという。

有料老人ホームなどのヘルスケアアセットを運用不動産とする投資信託やファンドのメリットとしては、賃料収入の安定性があげられよう。有料老人ホームは、一般的にオーナーと運営者(オペレーター)が固定賃料で長期の賃貸借契約を締結することから、契約期間中の賃料の変動リスクが小さく、賃料改定の機会も他のアセットに比べると少ない。

また、運営者(オペレーター)に一括し

て賃貸することから、ワンルームマンションのように賃借人が多数存在することもなく、稼働率(入居率)は常に100%に近く、経年による稼働率の低下を心配する必要もない。このような「長期安定的」という特性が、投資家に受け入れられたようだ。

なお、新生銀行は今後も有料老人ホームを運用資産とする個人投資家向けの私募ファンドを組成する計画とのことである。

### 柳原秀彦 (やなぎはら ひでひこ)

大和不動産鑑定(株) 東京本社 鑑定・証券化部所属 不動産鑑定士 ヘルスケアチーム サブリーダー。2008年大和不動産鑑定(株)入社後、オフィス、レジデンス、ホテル、ゴルフ場等、幅広い分野の鑑定評価業務に従事する。11年からヘルスケアチームに所属し、証券化、M&A、担保評価、賃料減額請求の際の賃料評価等、さまざまな評価目的に対応したヘルスケアアセットの鑑定評価を行っており、日本全国で多数の評価実績がある。

