

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
平田重幸
(不動産鑑定士)

第5回

ヘルスケアアセットの収支の見方

前号まで、ヘルスケアアセットの不動産市況、評価に必要な基礎知識や必要資料、確認事項等の解説を行なった。今号からは具体的にヘルスケアアセットがどのように評価されるのか、複数回にわたって解説していく。まずは、ヘルスケアアセットである有料老人ホームや病院の不動産としての特性、その収支の概要をみていく。

事業用不動産とは？

事業用不動産（オペレーショナルアセット）とは、ホテル、商業施設、ゴルフ場など、そこで行なわれる事業者の事業運営能力、事業の内容がその不動産の価値に大きく影響する不動産をいう。

不動産の鑑定評価は、「土地・建物」の評価を行なうのが前提であるが、事業用不動産に係る価値の本質を見極めるためには、そこで行なわれている事業内容を把握する必要がある。

ヘルスケアアセットである介護施設や病院などは、まさしくその不動産で行なわれている介護事業、病院事業の運営（オ

ペレーション）の良否で不動産の価値が変わってくるため、経営者の視点で事業分析を行なう必要がある。

都心の不動産で、土地に価値がある場合や他用途の利用が考えられる場合には不動産自体の価値に近くなるが、田舎の介護施設、病院などは事業が行なわれることによってじめて事業に基づく不動産価値が生じてくるため、オペレーションの内容や事業者（オペレーター）は誰なのかということがとくに重要となる。

オペレーショナルアセットについては、このような特性から収益性が重視される傾向が強く、不動産についても収益還元法による収益価格が重視されるケースが多い。売買が行なわれている投資法人や、

ファンドの有料老人ホームの取得事例を見てみると、大部分がヘルスケア事業のキャッシュフローに基づく収益価格（収益性）で取得されているようである。

収益還元法とはどのような評価手法か？

収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在の価値の総和を求めることにより収益価格を求める手法である。収益還元法は、賃貸用不動産または賃貸以外の事業の用に供する不動産の価格を求める場合にとくに有効である。ヘルスケアアセットにおいては、オペレーターに一括賃貸されているような場合や介護事業、病院事業が行なわれている場合に有効である。

収益還元法には、二つの方法がある（図表1）。収益還元法の適用に当たっては、純収益と利回りの把握が必要であり、今回はまず、不動産に帰属する純収益（NCF：ネットキャッシュフロー）を求めるに当たって、ヘルスケアアセットにおける事業収支と不動産収支の概要を解説する。

事業収支と不動産収支

(1) 有料老人ホームのケース

介護付有料老人ホームの収支構造の概念は図表2のとおりであり、大きく事業収支の部分と不動産収支の部分に分かれ

■図表1 収益還元法の算定式

(直接還元法)一定期間の純収益を還元利回りによって還元する方法

$$P = \frac{a}{R}$$

P:収益価格 a:単年度純収益 R:還元利回り

(DCF法)連続する複数の期間に発生する純収益および復帰価格を、その発生時期に応じて現在価値に割引き、それぞれを合計する方法

$$P = \sum_{k=1}^n \frac{a_k}{(1+Y)^k} + \frac{P_R}{(1+Y)^n}$$

P:収益価格 a_k:毎期の純収益 Y:割引率 n:保有期間 P_R:復帰価格

ている。まず、事業収益部分は、有料老人ホームを運営することによる入居一時金償却額や月額利用料等収入（家賃・食費・管理費等）、介護保険収入などが挙げられる。事業収益から不動産関連経費以外の人件費や広告費、給食材料費、管理費、水道光熱費等の事業費用（減価償却費は計上しない）を控除してGOPを算出する。ここでいうGOPとは、不動産関連経費控除前の（償却前）営業利益であり、不動産賃料の原資となる性格を有している。GOPは経営帰属分と不動産帰属分とに分かれ、介護機器等の更新費相当額、運営者の適正な利益等を控除した残りが負担可能賃料相当額（＝有料老人ホーム賃料）となる。

■図表3 病院の収支構造

(事業収益)	(事業費用)	
・入院診療収益 ・室料差額収益 ・外来診療収益 ・保健予防活動収益 ・その他の収入 等	・材料費 ・給与費 ・委託費 ・設備関係費 ・研究研修費 ・経費 等	
	・医療機器等更新支出 ・運営上のリスクバッファー ・(運営者の適正利益)	経営帰属分
	(不動産収益) ・負担可能賃料 =病院賃料	
	(不動産費用) ・公租公課 ・損害保険料 ・修繕費 ・資本的支出 等	不動産帰属分
	(不動産NCF) 収益還元法に おける純収益	GOP

■図表2 有料老人ホームの収支構造

(事業収益)	(事業費用)	
・入居一時金償却額 ・月額利用料等収入 (家賃・食費・管理費等) ・介護保険収入 ・その他の収入 等	・人件費 ・広告費 ・リース料 ・給食材料費 ・管理費、水道光熱費 ・その他の収入 等	
	・介護機器等更新支出 ・運営上のリスクバッファー ・運営者の適正利益	経営帰属分
	(不動産収益) ・負担可能賃料 =老人ホーム賃料	
	(不動産費用) ・公租公課 ・損害保険料 ・修繕費 ・資本的支出 等	不動産帰属分
	(不動産NCF) 収益還元法に おける純収益	GOP

当該賃料相当額が、不動産収益となり、公租公課、損害保険料、修繕費、資本的支出等の不動産関連費用を控除して不動産NCF(図表2の網かけ部分)が算出される。

なお、実際にオペレーターへの賃貸借

契約が存する場合には、現行賃料が把握した負担可能賃料相当額と比較して負担可能かどうか(事業によって賃料が支払可能かどうか)検証のうえ、当該賃料収入に基づく不動産NCFを査定する。

■図表4 各アセットの収入変動性と運営者依存度

	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

(2) 病院のケース

一般病院の収支の基本構造は図表3のとおりであり、事業収支の部分と不動産収支の部分とに分かれているのは有料老人ホームと同様である。まず、事業収益部分は、病院を運営することによる入院診療収益や室料差額

収益、外来診療収益などが挙げられる。事業収益から不動産関連経費以外の材料費、給与費や委託費、経費等の事業費用を控除してGOPを算出する(GOPは前記有料老人ホームと同様、不動産関連経費控除前の「償却前」営業利益)。

GOPは経営帰属分と不動産帰属分とに分かれ、医療機器等の更新費相当額、運営上のリスクバッファー等を控除した残りが負担可能賃料相当額(=病院賃料)となる。

当該賃料相当額が、不動産収益となり、不動産関連費用を控除して不動産NCF(図表3の網かけ部分)が算出される。なお、病院については、オペレーターである医療法人等が不動産を所有している場合がほとんどで、賃貸借契約が存するケースは稀である。

収入変動性と運営者依存度

大まかな事業収支と不動産収支の流れを見てきたが、有料老人ホーム、病院ともに、事業収支は不動産収支、最終的に不動産NCFに関連しており、収入の大元である事業収支によって不動産NCFが左右されることがわかる。

事業収支については、オペレーターの運営の良否によるところが大きく、各アセットの収入変動性と運営者依存度は、図表4のとおりである。病院(医療)に

については、人件費などの固定費が高いため、病床稼働率や診療報酬の改定などで収入の変動性が大きく、運営者への依存度が高い。

有料老人ホームについては、月額利用料等収入については一部家賃相当部分が含まれており、不動産としての要素も存するが、病院ほどではないものの比較的人件費比率が高く、入居一時金の取扱いも含めてオペレーターの力量が問われるアセットである。

平田重幸

(ひらた しげゆき)

大和不動産鑑定(株) 東京本社 鑑定・証券化部所属ヘルスケアチーム チームリーダー 不動産鑑定士 不動産証券化マスター。2003年大和不動産鑑定(株)入社後、担保評価、公共用地の売買のための評価、マンション、ホテル、商業施設、ゴルフ場等の種々の鑑定評価等に従事する。大手証券会社への出向中には、証券化スキームによる流動化、M&A、CREに係る評価等を経験。現在は、J-REITに係る不動産の評価を中心に行っている。

