

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6回

有料老人ホーム・高齢者施設の収益還元法

前月号では、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とその収支の概要をみてきた。今月号では、有料老人ホーム・高齢者施設の鑑定評価額がどのように決められていくのかを解説する。

事業運営の良否が
鑑定評価額に影響する？

前月号でもふれたが、ヘルスケアアセットは事業用不動産（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）の一種であり、介護事業、病院事業等についても、その不動産で行なわれている事業の運営の良否で不動産の価値が変わってくる。

ヘルスケアアセット等のオペレーショナルアセットを購入しようとしている不動産需要者（買主）は、一般的に収益性を重視して不動産取引を行なう傾向が強

く、鑑定評価においても、主として収益性の観点から鑑定評価額へアプローチする収益還元法による収益価格が重視されるケースが多い。

収益還元法とは、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り、収益還元法には「直接還元法」と「DCF法」の2つの方法がある。JIREITやファンド等が不動産投資の対象とするような不動産を評価する場合には、2つの評価手法を適用して、調整のうえ収益価格を求めることとなるが、ここでは「直接還元法」にスポットを当て、なぜ事業の運営の良否で不動産の価値が変わってくるかを解

説していきたい。

どうすれば収益価格は上昇する？

直接還元法による収益価格を求める際の基本式は図表1の通りであり、1期間の純収益を還元利回りで除すことにより収益価格を求めることができる。

直接還元法による収益価格（P）は、1期間の純収益（a）と還元利回り（R）の割り算によって求められる。したがって、分子を大きくする（1期間の純収益（a）を上昇させる）か、分母を小さくする（還元利回り（R）を低下させる）ことにより、収益価格（P）は上昇することとなる。

1期間の純収益を上昇させるには

介護事業を行なっている運営事業者が有料老人ホーム（土地・建物）を所有している場合で、そのホームをJIREITやファンド等に売却し、運営事業者が買主から当該ホームを賃貸する（セールスアンドリースバック）際の評価を例にして考えてみる。

まず、1期間の純収益をどのように求めるのかを改めて考えてみたい。1期間の純収益（a）を求める際の概念図は図表2の通りであり、1期間の純収益（a）を求める手順をまとめると図表3の2つの式に集約される。

■図表1 直接還元法の基本式

（直接還元法）1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: 1期間の純収益 R: 還元利回り

②の通り、1期間の純収益（a）を上昇させるには、賃料を最大化させて、不動産費用を最小化すればいいことになるが、有料老人ホームや高齢者施設は、介護事業者に建物およびその敷地全体（建物と駐車場等を含む土地全体）を賃貸することが一般的である。一棟全体を賃貸する場合は、そもそも建物の維持管理費や水道光熱費等は賃借人が負担することとなり、不動産費用はオフィスやレジデンス（賃貸マンション）等と比べると低額になることから、コストカットが可能な幅は極めて限定的となる。

よって、有料老人ホーム・高齢者施設の鑑定評価では、図表3の①で当該施設の理論的な負担可能賃料を査定し、いか

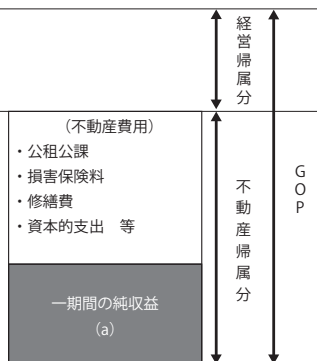
■図表 2 有料老人ホームの収支構造

(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 ・その他の費用 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
	(不動産収益) ・負担可能賃料 ＝有料老人ホーム等の賃料

■図表 3 有料老人ホーム等の賃料と純収益の求め方

①有料老人ホーム・高齢者施設の賃料
＝事業収益－事業費用－介護機器等の更新費
相当額・運営者の適正な利益等

②一期間の純収益 (a)
＝有料老人ホーム等の賃料－不動産費用



還元利回り(R)を低下させるには

に高い賃料で賃貸借契約を締結できるかが、一期間の純収益(a)を上下させる大きな構成要素となるのがわかる。このことから、J-REITやファンド等の投資家は、事業収益を最大化させて、事業費用を最小化する効率的な運営を継続的に行なうことができる介護事業者を選考することとなる。

還元利回りは、将来の収益に影響を与える要因の変動予測と、その予測に伴う不確実性により構成される率であり、理論的には10年物国債等のリスクフリーレートに、不動産としての個別性（投資対象としての危険性、非流動性、管理の困難性等のリスクプレミアム）、予測に伴う不確実性を加算して求めることとなる。

還元利回りは「将来の収益を変動させるリスク」と考えることもできることから、一般の金融資産等と同様に、「ハイリスク・ハイリターン」「ローリスク・ローリターン」の関係が成り立つ。

還元利回りを上下させる要因としては、下記の2つが考えられる。

- ①投資期間中の純収益の安定性
- ②投資期間満了時の売却価格の安定性

J-REITとファンドの想定投資期間は異なる（J-REITの投資は長期を想定している）が、①は「賃借人（介護事

業者）が、賃貸借契約によって約定された賃料を安定的に支払うことは可能か」ということとほぼ同義である。安定的で効率的な運営を継続し、賃料の支払いを滞らせることがないと判断される運営が可能ならば、投資期間中の純収益の安定性は高まり、還元利回りを低下させる要因となる。

②は、①も関連するが、不動産としてのポテンシャル（賃貸マンション等への用途変更可能性、更地としての価値等）も大きく関係する。

今後の還元利回り(R)は

実務的には、主として類似の不動産の取引利回りとの比較により求められることから、還元利回りは取引利回りと密接な関連を有する。2013年10月号でも述べたように、J-REIT組入れ資産の還元利回り（償却前のネットキャッシュフロー÷価格）の水準は、比較的都市近郊の立地で5・9～7・0%、地方圏では、6・7～7・6%となっている。

しかしながら、昨今ヘルスケアリート創設の機運が高まっており、市場も過熱してきている。上場日が2月7日に決まったヒューリックリート投資法人は、ヒューリック株（東京都中央区）がスポンサーとなって組成した総合型REITであるが、「次世代アセット」として有料老

人ホーム等を20%程度組み入れるとしている。組み入れられるホームはすでに公表されており、「アリア松原」「トラストガーデン用賀の杜」「トラストガーデン桜新町」（以上東京都世田谷区）、「トラストガーデン杉並宮前」（東京都杉並区）の4物件が組み入れられる予定である。4物件の購入価格、取引利回りや還元利回りは、今後の不動産取引において参考となり、指標となると考えられることから、上場時の公表資料に注目したい。

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)に入社後、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。

