

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11回

オペレーターから見た不動産証券化

前月号までは、主にヘルスケアアセット(有料老人ホーム、病院等)の鑑定評価額がどのように決められていくか、評価されるポイントはどこかといった点を解説してきたが、今月号では施設のオペレーター(運営者)からみた不動産証券化について解説したい。

不動産の証券化とは

不動産に投資するには、これまで一定規模の資金が必要となる。とくに都心部の不動産に投資しようとする、数十億円の資金が必要となり、必然的に投資できるプレイヤーは限定的となる。この特性により、かつての日本の不動産市場は、流動性が低く、閉鎖的であると指摘されることが多かった。

この解決策として考えられたのが、J-REITなどでおなじみになっている「不動産の証券化」である。

不動産の証券化とは、不動産市場と、金融・資本市場を結びつける「仕掛け」

である(別図)。この仕掛けを、所有者目線で捉えると、自己が所有する不動産を、投資ビークル(SPV: Special Purpose Vehicle)へ売却し、その売却代金により「資金調達を行なう仕組み」ということになる。

一方で、投資家目線で捉えると、不動産が生み出す収益を受け取る権利を、証券や出資持分等の金融商品へと加工し、投資家が不動産に対して「投資をしやすくする仕組み」ということになる。

不動産を証券化して権利を細分化することにより、金融と不動産が融合することとなり、さまざまなバックグラウンドをもつ市場参加者が不動産市場に参入し、不動産の流動性は飛躍的に高まった。

証券化のメリット

高齢者施設・病院を証券化するメリットとしては、オフバランスによる財務効果、投資効率の向上、ノンリコースローン(特定の事業から発生するキャッシュフローのみを返済原資とする融資)の活用による資金調達等があるが、とくにメリットが大きいのが、管理するためにノウハウが必要な不動産をオフバランスすることにより、本業の経営に資金を集中させ、競争力を高めることができる点にあると考えられる。

また、不動産開発資金の調達を目的とした証券化(開発型不動産証券化)により、通常の融資(会社への融資)や増資といった手法に頼らず、施設の新築または増改築の資金を金融市場から調達することもできる。

他業種における証券化の状況

高齢者施設・病院等の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、高齢者施設・病院等はオペレーショナルアセットの一種ということになるが、同じオペレーショナルアセットでは、ホテルや商業施設が先行して証券化が積極的に行なわ

■別図 不動産証券化のイメージ



国土交通省ホームページより抜粋

れている。

2001年9月に2つの投資法人で創設されたJ・REITだが、今年6月現在で44の投資法人が上場している。

そのなかで、日本初のホテル特化型投資法人として06年2月に、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人が、同年6月には、日本ホテルファンド投資法人がホテル特化型投資法人として上場した。両投資法人は12年4月に合併し、ジャパン・ホテル・リゾート投資法人に商号変更している。

その後は市況の低迷もあり、オペレーショナルアセットに特化した投資法人の上場はなかったが、13年7月には、星野リゾート・リート投資法人が上場し、公募価格（5万1000円）を11・8%上回る5万7000円の初値を付けた。調達予定資金97億円および借入金70億円で、ホテル6棟（取得額計150億円）を取得し、運用を開始している。

同じ13年11月には、流通最大手のイオンを母体とするイオンリート投資法人が上場し、公募価格（10万5000円）を9・5%上回る11万5000円の初値を付けた。上場により投資家から集めた資金や銀行からの借入金を投入し、イオングループのショッピングセンターや経済成長の見込めるマレーシアの商業施設など計17物件を1589億円で取得している。いままで、商業施設を投資対象としてい

る投資法人や商業施設に特化した投資法人は存在していたものの、小売業運営会社のREIT参入ははじめてである。

不動産証券化による影響

一般に、同業他社のM&Aや、積極的な新規出店・新規開設といった拡大戦略を採ると、バランスシート上の負債割合が上昇する。不動産をバランスシート上で保有している場合に負債割合が大きくなると、株式市場では増資が懸念され、株式の希薄化を見越して株価が低下する可能性がある。

その解決策の一つとして考えられるのが、不動産証券化の活用である。これにより、不動産を投資法人に売却して負債を圧縮する一方で、新たな資金調達手段を得ることができ、持続的な国内外への拡大戦略が可能となる。

しかしながら、オペレーターによる不動産証券化の懸念材料がないわけではない。投資法人のスポンサーと賃料を払うテナントが同じケースでは、投資法人とスポンサー、テナント間の独立性が問われ、利益相反になるのではといった声もある。

ヘルスケアアセットの今後

有料老人ホームのほか、サービス付き

高齢者向け住宅や病院といったヘルスケアアセットに特化した日本版ヘルスケアリート創設に向けて国土交通省が動いており、14年1月には日本初のヘルスケアリートが創設された。このほか、数社がヘルスケアリート創設への動きを見せているほか、既存の投資家も高齢者施設・住宅への投資に関心を高めており、高齢者向け施設・住宅の取得競争が過熱傾向にある。一方で、リーマン・ショック後の不動産市況が低迷していた時期から物件を保有していた投資法人が高齢者施設を売却する等、高齢者向け施設・住宅の売買が多数見られるようになってきている。

有料老人ホーム市場では、介護保険の財源問題等による特定施設の「総量規制」や、不動産市況の回復による建築コスト高騰等の影響により、新規開設よりもM&Aによる事業規模拡大の動きが活発になっている。これまで、有料老人ホームの事業者は、施設を設置するための不動産調達手段として「自社所有」あるいは建設協力金の支出を伴う「地主の土地活用」といった手法に依存してきたが、近年は事業者間の競争激化によってマーケットシェア拡大の必要性が高まり、資金需要が高まってきたため、事業会社の株式市場への上場や証券化等の不動産金融を用いた事業展開等が注目されてきている。

今後は不動産の「所有」と事業の「運営」の分離が加速し、有料老人ホームの価値がその収益性に基づき評価・売買されることにより、投資商品として一定の流動性を得ていくことが期待される。



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)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。

