

## 上場に向け期待が高まるヘルスケアREIT

### 【ポイント】

1. ヘルスケアREIT第一号が、早ければ年内にも上場する見通しである。
2. ヘルスケア施設の供給促進に向け、政策面でのバックアップ体制が整備されつつある。
3. 投資家の支持を得るには、ヘルスケアREITが抱える課題の解消に加え、投資家にとっての利点を積極的に発信することが望まれる。

### 1. REIT市場とヘルスケアREIT

不動産市況の回復期待を背景に J-REIT（不動産投資信託）が堅調に推移している。2014年8月末時点で、東証 REIT 指数は年初来 8.8% 上昇しており、1.9% 下落した TOPIX（東証株価指数）を 10.7% アウトパフォームしている（図表 1）。前回、J-REIT 市場が好調なパフォーマンスを示した 2006 年後半～2007 年前半と今回の局面とでは何が異なるのだろうか。

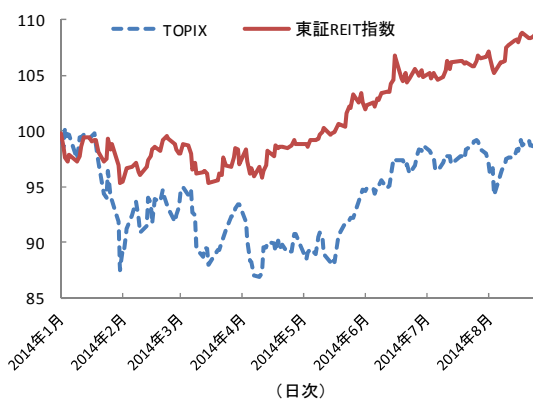
これまで主流だったオフィスビルや商業施設に加え、主に先進的物流施設に投資する物流特化型 REIT の相次ぐ新規上場や久しぶりのホテル特化型 REIT の登場など投資対象に広がりが見られる。また、直近ではヘルスケア施設特化型 REIT（以下、ヘルスケア REIT）の新規上場の計画が進行中であり、早ければ年内にも第一号が上場する見通しである。

世界最大の時価総額を誇る米国 REIT 市場では、ヘルスケア REIT が時価総額全体の 12% を占め、広く投資家に受け入れられている（図表 2）。日本においても、投資家の支持を集める存在になりうるのか、今後の課題を整理しておきたい。

### 2. 増加を続ける高齢者人口とヘルスケア施設

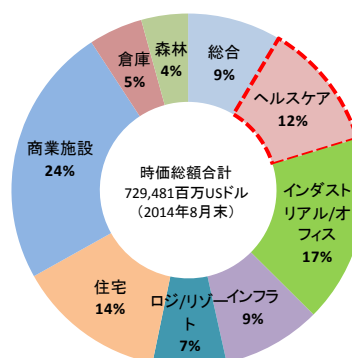
そもそもヘルスケア施設とは何か。一般的には、老人ホーム・ケアハウス・グループホーム・病院・医療モールなどを幅広く指すことが多いが、国土交通省は今後のヘルスケア REIT の活用を図る中で、「サービス付き高齢者住宅」と「有料老人ホーム」を重要な対象に指定している<sup>1</sup>。周知の通り、65 才以上の高齢者人口は増加の一途を辿ってい

図表 1. 東証REIT指数とTOPIXのパフォーマンス



(資料) QUICKより富国生命作成  
(備考) 2013年12月末の指数値を100として作成

図表 2. FTSE NAREIT All Equity REITs 指数の構成比



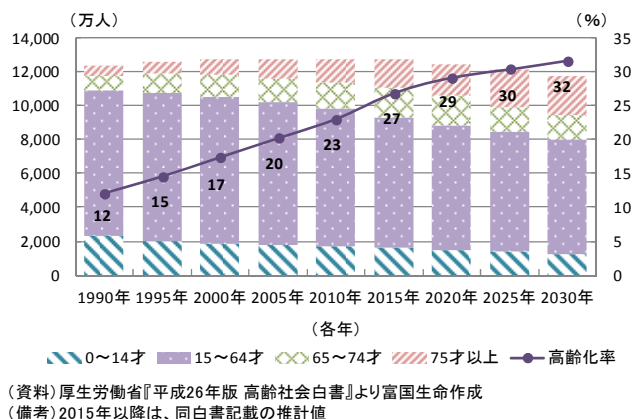
(資料) FTSE NAREIT FACTSHEETより富国生命作成

<sup>1</sup> 国土交通省『ヘルスケアリートの活用に係るガイドライン』（2014年6月）

る。2010年に総人口に占める割合が23%だった高齢者は、2030年には3割を超える水準まで拡大する見込みである（図表3）。また、政府は介護制度のサステナビリティのため、『病院・施設から地域・在宅へ』と方針転換を発表した<sup>2</sup>。

このような状況下、高齢者の居住施設確保に向け、サービス付き高齢者住宅や有料老人ホームが注目を集めている。特に、サービス付き高齢者住宅は、国土交通省が2020年までに60万戸を整備する目標を掲げ<sup>3</sup>、建設・改修に対する補助金や税制の優遇、融資面での支援策などを打ち出している。ヘルスケア施設の供給促進に向けた政策的なバックアップ体制が整いつつあると言えよう。

図表3. 高齢化の推移と将来推計



### 3. ヘルスケアREITの抱えるリスクと課題

ヘルスケアREITは、ヘルスケア施設に対する旺盛な需要を背景に市場の拡大が期待できる一方、課題も多い。

まず、物件価格の動向である。複数の新規上場案件が同時進行しているために、一部で物件獲得競争が激しさを増している。例えば、既存の上場REITが首都圏に保有するヘルスケア施設を見ると、東京都に立地する物件の還元利回り（不動産が生み出す収益を不動産価格で割って算出する利回り指標）が、昨年9月から今年4月までの8ヵ月で0.5%も低下（物件価格は上昇）している（図表4）。REITの代表的な投資対象であるオフィスビルの還元利回りが同期間で0.1%程度の低下に留まっていることを考えれば、価格の高騰ぶりが見て取れる。

図表4. 既存上場企業REITの首都圏ヘルスケア施設

(単位: 億円)

資産種別	所在地	時点	鑑定評価額	還元利回り	時点	鑑定評価額	還元利回り	利回り変動
有料老人ホーム	東京都	2013年9月	33	5.7%	2014年4月	36	5.2%	-0.5%
有料老人ホーム	東京都	2013年9月	29	5.9%	2014年4月	31	5.4%	-0.5%
有料老人ホーム	東京都	2013年9月	28	5.9%	2014年4月	30	5.4%	-0.5%
有料老人ホーム	東京都	2013年9月	54	6.0%	2014年4月	59	5.5%	-0.5%
サービス付き高齢者住宅	神奈川県	2013年7月	11	5.9%	2014年1月	11	5.9%	0.0%
有料老人ホーム	神奈川県	2013年7月	17	6.8%	2014年1月	17	6.6%	-0.2%
有料老人ホーム	千葉県	2013年8月	17	6.4%	2014年2月	17	6.3%	-0.1%
有料老人ホーム	千葉県	2013年8月	10	6.9%	2014年2月	10	6.8%	-0.1%

(資料) REIT各社の決算資料より富国生命作成

物件価格の上昇は、REITの利回り低下に直結し、投資

対象としての魅力が薄れる要因となる。価格上昇が今後も継続するのか、地域的な広がりを見せるのか、十分に注意しておく必要がある。

二点目は、介護保険制度の改定リスクである。テナントとなる施設オペレーターは、程度の差はあっても、介護保険制度からの給付で収入の一部が賄われている。つまり、介護保険制度改定による給付減額は、オペレーターの収益悪化を招き、それが賃料減額、退去リスクを高め、REITの利回り低下に繋がる。そういった事態を回避するには、給付依存度が相対的に低いハイエンドのヘルスケア施設の組み入れを増やすことなどが対策として考えられる。

三点目は、稼働率や物件収支などの投資家への十分な情報開示が挙げられる。既存の上場REITでは、ポートフォリオに占めるヘルスケア施設の割合が低く、REITの利回

<sup>2</sup> 社会保障制度改革国民会議『社会保障制度改革国民会議 報告書』（2013年8月）

<sup>3</sup> 2014年7月末の登録戸数は15万4,292戸（サービス付き高齢者向け住宅情報提供システム）

りに与える影響は相対的に小さかった。しかし、ヘルスケア施設に特化した REIT では、上述した制度改定リスクもあることから、物件毎の収支だけでなく、オペレーターの事業収支などにも細かく目配りする必要がある。

また、ヘルスケア施設は、オフィスビルや商業施設など他の資産と比較して 1 物件あたりの規模が小さい。上場当初の組み入れ資産規模は数百億円程度のものが半数以上を占める見込みであり、流動性も低くなると予想される。流動性が低いというのに、保有物件に関する情報開示が不十分なものとなれば、投資へのハードルが一段と高いものになってしまうだろう。

最後に、施設利用者に関わる課題である。有料老人ホームの入居者が、入居する際に重視したことの中で、「ホームの経営状況や事業者の信頼性」が第 2 位に挙げられている。また、入居後もっと説明・情報提供が欲しかったことの第 1 位も同項目である。「ホームが提供するサービスの内容」と並び、施設利用者が施設の経営状況にも高い関心を示していることが伺える（図表 5）。

図表 5. 有料老人ホーム入居者が重視する項目

入居する際に重視したこと		入居後もっと説明・情報提供が欲しかったこと		
項目	割合	項目	割合	
第1位	ホームの立地や周辺環境	54.9%	ホームの経営状況や事業者の信頼性	18.0%
第2位	ホームの経営状況や事業者の信頼性	54.5%	ホームが提供するサービス(食事・健康・管理・介護など)の内容	16.3%
第3位	ホームが提供するサービス(食事・健康・管理・介護など)の内容	53.7%	ホームと協力医療機関との関係や協力内容	12.5%
第4位	自分の専用居室、共用施設などの建物	53.2%	介護・看護師などの職員体制(職員数)や保有資格	10.9%
第5位	職員の人柄や対応	50.2%	入居時や入居後にかかる費用、または概算の総額	10.8%

(資料)社団法人全国有料老人ホーム協会『多様化する有料老人ホームに関する実態調査報告及び利用者等に関する調査報告』(2010年3月)より富国生命作成

REIT が利回り向上を優先して、オペレーターに賃料増額を要求することも想定される。オペレーターが入居者の利用料を値上げしたり、提供するサービスの内容や質を落としたりしたら、利用者の不満が高まり、施設運営にも支障をきたすことになる。利用者が安心して暮らせるような環境を担保する仕組み作りも必要ではないだろうか。

#### 4. 投資家層の拡大に向けて

これまでは、高齢者の増加という良好なファンダメンタルズを背景に、ヘルスケア施設の需要面にのみ注目が集まっていたが、ヘルスケア REIT の新規上場を目前に控え、前述したような課題の解決に取り組むと同時に、投資家にとってのヘルスケア REIT に投資する利点を積極的に発信する段階に入ったと考える。

今後の成長余地が大きいヘルスケア施設の供給拡大に資するには、施設の保有者となる REIT が、必要に応じてスムーズに資金調達できる環境整備が必要である。そのためには、ヘルスケア REIT を軌道に乗せ、投資家に受け入れられることが前提となる。

投資家に対する認知度を高め、幅広い支持を得るためには、投資家にとってのヘルスケア REIT の利点、つまり、REIT 投資において銘柄選択の幅が広がり、分散投資によるリスク低減手段が多様化すること、高齢化社会にも貢献できる公益性の高い投資先の一つであることなどを分かり易く丁寧に説明していくことが望まれる。

投資家層が広がり、多様な資金を呼び込むことができれば、他の REIT 同様、開発した物件を REIT に売却して、開発資金を早期に回収、その資金を原資に次の物件を開発するという好循環が動き出す。これにより、ヘルスケア施設の新規供給に弾みがつき、物件取引量の増加とともに、還元利回りの過度な低下にも歯止めがかかろう。

施設利用者、オペレーター、投資家など全てのステークホルダーが、そのメリットを最大限に享受できるヘルスケア REIT の上場に向けた今後の取り組みに期待したい。

(株式会社グループ 水垣 寛人)