

金融庁委託調査

海外におけるヘルスケアリートに関する調査研究報告書

平成 27 年 12 月



三井住友トラスト基礎研究所

目次

I 米国および諸外国におけるヘルスケアリートの状況	2
1. 海外主要国のヘルスケアリートの概要	2
1-1 世界の上場ヘルスケアリートの市場規模	2
1-2 世界のヘルスケアリートの投資対象	4
(1) 海外投資の動向	
(2) 北米(米国・カナダ)・欧州(英国)のヘルスケアリートの投資対象	
(3) アジア・オセアニアのヘルスケアリートの投資対象	
1-3 各国の高齢化率および社会保障制度	6
2. 米国ヘルスケアリートの状況	10
2-1 米国ヘルスケア施設市場とヘルスケアリートの概要・変遷	10
(1) 米国の高齢化状況と高齢者住宅・施設に対する需要	
(2) 米国の社会保障制度、高齢者住宅に関連する法制度	
(3) 米国における高齢者住宅・施設の分類と施設供給	
(4) 米国における高齢者住宅・施設の所有状況(オーナー)	
(5) 米国における高齢者住宅・施設の供給主体(オペレーター)	
(6) 米国における高齢者住宅・施設の歴史とリートの関わり	
2-2 米国リート市場とヘルスケアリートの概要・変遷	26
(1) 米国リート市場の歴史と成長要因	
(2) 米国リート市場におけるヘルスケアセクターの位置づけ	
(3) 米国ヘルスケアリート市場の歴史と成長要因	
(4) 米国におけるリートとヘルスケアリートの M&A の歴史	
(5) 米国リート市場における税制改正	
(6) 上位 3 リートによる RIDEA パートナーシップの活用例	
(7) 米国ヘルスケアリートの投資対象	
(8) 上位 3 リート(Welltower、Ventas、HCP)の概要	
2-3 米国におけるヘルスケアリート普及の背景と課題	48
(1) 米国のヘルスケアリート普及の背景	
(2) 米国のヘルスケアリートの課題	

Ⅱ 日本の状況	53
1. 日本のリート市場とヘルスケアリートの概要	53
1-1 日本のリート市場におけるヘルスケアセクターの誕生	53
2. 日本のヘルスケアリートを取り巻く環境①高齢者施設	54
2-1 高齢者住宅市場の現状	54
(1) 高齢者住宅の入居者属性	
(2) 潜在需要の見通し	
(3) 世帯属性別の高齢者住宅志向	
(4) 高齢者住宅の整備状況	
(5) 高齢者住宅市場の見通し	
2-2 高齢者住宅の所有者特性	58
2-3 高齢者住宅の供給特性とヘルスケアリートの位置付け	60
(1) 高齢者住宅の地域・タイプ別構成	
(2) 介護付き有料老人ホームの1施設当たり居室数	
(3) 介護付き有料老人ホームの開設年	
(4) 介護付き有料老人ホームの月額費用	
3. 日本のヘルスケアリートを取り巻く環境②オペレーター	63
3-1 高齢者住宅のオペレーター特性とヘルスケアリートの位置付け	63
(1) オペレーターの分布	
(2) オペレーターの運営力(入居率)	
(3) 入居率に影響するオペレーター属性	
(4) Jリートの投資対象オペレーター	
3-2 オペレーターのリート認識	67
(1) アンケート調査の目的	
(2) 調査の内容	
(3) 調査対象	
(4) 実施方法	
(5) アンケート調査の結果	

Ⅲ 日本におけるヘルスケアリート普及のために	79
1. ヘルスケアリートを取り巻く諸課題の整理	79
1-1 需要に関する課題	80
(1) 需要の変化	
(2) サービス評価の難しさ	
1-2 供給(事業運営)に関する課題	81
(1) 運営コスト増大に対するオペレーターの懸念	
(2) 運営情報流出と経営関与に対するオペレーターの懸念	
(3) 個人所有物件で適切な更新投資がなされにくい懸念	
1-3 供給(投資保有)に関する課題	83
(1) リートの投資適格物件不足	
(2) 個人所有物件は売却されづらい	
(3) リートは開発物件を直接取得できない	
(4) リート保有物件のオペレーターは居室数上位が中心	
2. 米国からの示唆	85
2-1 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の多様化	85
2-2 成長戦略と運用資産の多様化	86
2-3 オペレーターとの協働・サポート	87
2-4 リートによる情報開示	87
2-5 トラックレコードの蓄積	88
3. 日本のヘルスケアリート普及のために	89
3-1 投資対象の多様化と良質なヘルスケア施設の供給	90
(1) 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の開発・取得	
(2) 高齢者住宅・施設の開発・取得に携わるプレイヤーの多様化	
(3) 個人所有物件の取得と更新投資	
3-2 リートとオペレーターとの協働関係強化	92
(1) 長期的な協働関係のもとでの懸念払拭と信頼関係の構築	
(2) 新規開設・開発物件等の不動産取得による支援	
(3) 中小オペレーターへの事業運営支援	
(4) オペレーターの M&A に伴うオフバランスニーズの汲み取り	
(5) 高齢者住宅・施設業界におけるベンチマークの提供	

【巻末資料】

（資料１）用語集	94
（資料２）アンケート質問票兼回答票（サンプル）	97

本レポートにおける定義

リート(REIT)とは、Real Estate Investment Trust(不動産投資信託)の略で、多くの投資家から資金を集めて不動産を購入し、その賃貸収入や売却益を投資家に分配する金融商品。オフィスビル、商業施設、賃貸住宅、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設等の様々な不動産に投資している。リート制度は、1960年にアメリカで生まれた制度で、現在世界に約30カ国でリートが上場している。本レポートで、リートとは特段断りのない場合を除き、上場リート(上場不動産投資信託)を指す。

日本におけるヘルスケアリートとは、ヘルスケア施設(高齢者の居住の安定確保に関する法律(平成13年法律第26号)第5条に規定する「サービス付き高齢者向け住宅」、老人福祉法(昭和38年法律第133号)第29条に規定する「有料老人ホーム」、同法第5条の2第6項に基づく「認知症高齢者グループホーム」及び医療法(昭和23年法律第205号)第1条の5第1項に規定する病院の用に供されている不動産(その一部を病院の用に供されている不動産を含む))等を主たる投資対象とする上場リートをいう。

海外のヘルスケアリートとは、米国においては NAREIT(全米不動産投信協会)によるセクター分類に基づく構成銘柄、その他の国では各リートの投資方針や保有資産構成等をもとにヘルスケア特化型と当社が判断した上場リートを集計している。

I 米国および諸外国におけるヘルスケアリートの状況

1 海外主要国のヘルスケアリートの概要

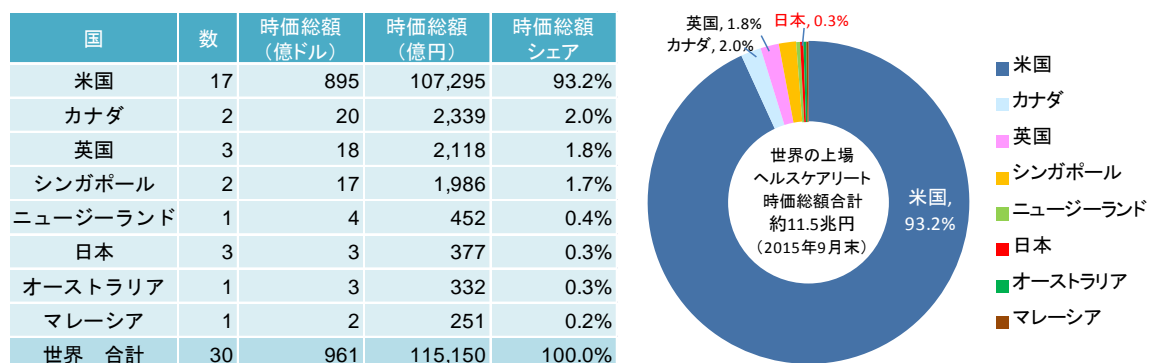
1-1 世界の上場ヘルスケアリートの市場規模

2015 年 9 月末時点で、世界の上場ヘルスケアリート(ヘルスケア特化型リート)は米国を筆頭に、カナダ、英国、シンガポール、ニュージーランド、日本、オーストラリア、マレーシアの 8 カ国で 30 銘柄が上場しており、その市場規模(時価総額)は合計 961 億ドル(約 11.5 兆円)にのぼる(図表 1-1-1)。

中でも最大の米国は、世界全体の 9 割超という圧倒的なシェアを誇り、最も歴史が長い。米国では、NAREIT(全米不動産投資信託協会)のセクター分類において、ヘルスケアリートが単独のセクターとして扱われている。各国のリート市場で、正式なヘルスケアセクターが存在するのは米国のみで、その他の国は銘柄数も少なく、ヘルスケアリートが独立したセクターとして取り扱われることは稀である。ただし、日本においては、ヘルスケア特化型リートの組成前に政府や業界で議論がなされ、ヘルスケア特化型リートの定義に一定の合意があるため、ヘルスケアリートは特定されている。

米国のヘルスケアリートは 17 銘柄で、時価総額は合計 895 億ドル(約 10.7 兆円)である(2015 年 9 月末)。このうち、時価総額上位 3 リート(Welltower、Ventas、HCP)はいずれも 2 兆円を超える大型リートであり、いずれも世界のリート指数として代表的な S&P グローバルリート指数構成銘柄の上位 10 位以内にも入っている。

図表 1-1-1 世界の上場ヘルスケアリート:所在国別の銘柄数、時価総額シェア(世界のヘルスケアリートに占める割合)



出所)NAREIT(全米不動産投資信託協会)、各証券取引所資料、各リート開示資料、Bloomberg 等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 2015 年 9 月末時点。円建ての時価総額は各国の為替レートで円換算したもの

注)2.米国は NAREIT(全米不動産投資信託協会)の分類に基づく。その他の国は各リートの投資方針や保有資産構成等をもとにヘルスケア特化型と当社が判断した上場リートを集計

米国のヘルスケア時価総額上位3リートは、米国のヘルスケアリートの7割弱を占める寡占的な市場となっているが、時価総額4位のリートも8,000億円弱、5～10位も2,000億円超、11～14位でも1,000億円超となっており、他国との比較では時価総額下位でも規模は十分大きい。これは、米国のヘルスケアリートが長い歴史の中で、合併や業界再編を通じて大型化してきたことが背景にある。

図表 1-1-2 世界の上場ヘルスケアリート一覧

国	規模 順位	リート名称	略称	取引所	時価総額 (億ドル)	時価総額 (億円)	時価総額 シェア
米国	1	Welltower, Inc.	HCN	NYSE	238	28,567	24.8%
	2	Ventas, Inc.	VTR	NYSE	186	22,346	19.4%
	3	HCP, Inc.	HCP	NYSE	172	20,657	17.9%
	4	Omega Healthcare Investors, Inc.	OHI	NYSE	65	7,793	6.8%
	5	Senior Housing Properties Trust	SNH	NYSE	38	4,610	4.0%
	6	Healthcare Trust of America, Inc. Class A	HTA	NYSE	31	3,733	3.2%
	7	Care Capital Properties, Inc.	CCP	NYSE	28	3,303	2.9%
	8	Medical Properties Trust, Inc.	MPW	NYSE	26	3,151	2.7%
	9	Healthcare Realty Trust Incorporated	HR	NYSE	25	2,991	2.6%
	10	National Health Investors, Inc.	NHI	NYSE	22	2,589	2.2%
	11	LTC Properties, Inc.	LTC	NYSE	15	1,820	1.6%
	12	Sabra Health Care REIT, Inc.	SBRA	NASDAQ	15	1,810	1.6%
	13	Physicians Realty Trust	DOC	NYSE	11	1,291	1.1%
	14	New Senior Investment Group Inc	SNR	NYSE	9	1,085	0.9%
	15	Universal Health Realty Income Trust	UHT	NYSE	6	749	0.7%
	16	CareTrust REIT Inc	CTRE	NASDAQ	5	655	0.6%
	17	Community Healthcare Trust, Inc.	CHCT	NYSE	1	145	0.1%
米国 17銘柄合計					895	107,295	93.2%
カナダ	1	Chartwell Retirement Residences Real Estate Investment Trust	CSH	TSX	16	1,927	1.7%
	2	NorthWest Healthcare Properties Real Estate Investment Trust	NWH	TSX	3	411	0.4%
	カナダ 2銘柄合計				20	2,339	2.0%
英国	1	Assura Plc	AGR	LSE	8	1,009	0.9%
	2	Primary Health Properties Plc	PHP	LSE	7	818	0.7%
	3	Target Healthcare REIT	THRL	LSE	2	291	0.3%
	英国 3銘柄合計				18	2,118	1.8%
シンガポール	1	Parkway Life REIT	PREIT	SGX	10	1,173	1.0%
	2	First Real Estate Investment Trust	FIRT	SGX	7	813	0.7%
	シンガポール 2銘柄合計				17	1,986	1.7%
ニュージーランド	1	Vital Healthcare Property Trust	VHP	NZSX	4	452	0.4%
	ニュージーランド 1銘柄合計				4	452	0.4%
日本	1	ジャパン・シニアリビング投資法人	3460	TSE	1	130	0.1%
	2	ヘルスケア&メディカル投資法人	3455	TSE	1	125	0.1%
	3	日本ヘルスケア投資法人	3308	TSE	1	121	0.1%
	日本 3銘柄合計				3	377	0.3%
オーストラリア	1	Generation Healthcare REIT	GHC	ASX	3	332	0.3%
	オーストラリア 1銘柄合計				3	332	0.3%
マレーシア	1	Al-Aqar Healthcare REIT	AQAR	KLSE	2	251	0.2%
	マレーシア 1銘柄合計				2	251	0.2%
世界	30銘柄合計				961	115,150	100.0%

出所) NAREIT(全米不動産投信協会)、各証券取引所資料、各リート開示資料、Bloomberg 等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2015 年 9 月末時点。時価総額は各国の為替レートで円換算し、各国の時価総額降順で記載している

米国以外では7カ国で13銘柄が上場している(時価総額の合計7,855億円、世界全体の6.8%)。このうち上位3カ国は、カナダ、英国、シンガポールで、カナダは2銘柄で時価総額合計2,339億円、英国は3銘柄で合計2,118億円、シンガポールは2銘柄で合計1,986億円となっており、米国よりは小規模だが、これらの国にも1,000億円超のリートが上場している。また、ニュージーランド、オーストラリア、マレーシアにもヘルスケアリートが1銘柄ずつ上場しているが、いずれも500億円以下の規模にとどまる。昨年第1号が上場したばかりの日本は、3銘柄で時価総額計377億円(世界全体の0.3%)に止まっている(すべて2015年9月末時点)。

1-2 世界のヘルスケアリートの投資対象

(1) 海外投資の動向

世界のヘルスケアリートの上場市場(取引所)は8カ国だが、上場している自国内のみに投資しているリートと、自国に加えて海外投資を行っているリートがある。英国、日本、オーストラリアのリートは自国のみ、米国、カナダ、シンガポール、ニュージーランド、マレーシアでは自国に加えて海外のヘルスケア施設も保有している。このため、世界の上場ヘルスケアリートの投資先は、米国、カナダ、メキシコ、ブラジル、英国、ドイツ、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、インドネシア、マレーシア、日本、韓国の13カ国にわたっている(図表1-1-3)。

ヘルスケアリートの海外投資先は、米国のリートがカナダ、英国、メキシコ、ドイツの4カ国、カナダのリートがブラジル、ドイツ、オーストラリア、ニュージーランドの4カ国、シンガポールのリートがインドネシア、マレーシア、日本、韓国の4カ国、マレーシアのリートがインドネシア、オーストラリアの2カ国、ニュージーランドのリートがオーストラリアに投資している。

海外投資をしている事情や背景はリートにより異なる。米国とカナダのリートは関連が深く、過去、カナダのリートを米国のリートが買収した事例が複数回あるほか、カナダの高齢者住宅を米国のリートとカナダのオペレーターが共同取得した例もある。米国の上位ヘルスケアリートは米国での経験を生かして、今後の発展余地が大きいカナダの高齢者住宅市場を、カナダのオペレーターと協働して発展させようとしている。このほか、カナダのリートがニュージーランドのヘルスケアリートを子会社としてオーストラリアやニュージーランドに投資している例もある。また、シンガポールのリートは、リートのスポンサーが海外(マレーシア、インドネシアなど)で運営している病院を保有している。

(2) 北米(米国・カナダ)・欧州(英国)のヘルスケアリートの投資対象

米国のヘルスケアリートは様々なヘルスケア施設に投資しており、高齢者住宅・施設のほか、医療系施設(メディカルオフィスビル、病院)、ライフサイエンス(生命科学産業施設)、その他ヘルスケア資産に投資している。個別の米国リートによる投資戦略は、大きく分けて、分散投

資型と集中投資型の二つがある。大手3リートは、高齢者住宅を中心として高齢者施設、医療系施設、その他、多様なヘルスケア施設に分散投資を行っている(分散投資型)。一方、その他のリートは、各タイプ(高齢者住宅、高齢者施設、医療系施設など)に特化して集中投資を行っている(集中投資型)。

カナダのヘルスケアリートは、高齢者住宅・施設に投資するリートと、医療系施設(メディカルオフィスビル、病院)に投資するリートの2銘柄が存在する。

欧州のヘルスケアリートは英国のみで、英国には医療系施設(プライマリーケア、メディカル/ヘルスケアセンター)に投資するリート2銘柄と、高齢者住宅・施設(ケアホーム)に投資するリート1銘柄が存在する。なお、フランスにおいては、ヘルスケア施設特化型ではないが、ヘルスケア施設(クリニック、ナーシングホーム等)をリートが保有している事例が存在する。

図表 1-1-3 世界の上場ヘルスケアリートの投資対象 (海外投資事例、保有資産タイプ)

国	数	リート名称	時価総額 (億円)	海外投資事例	高齢者住宅・施設		医療関連施設		その他
					高齢者 住宅	高齢者 施設	メディカ ルオフィ ス	病院	
米国	1	Welltower, Inc.	28,567	イギリス、カナダ	●	●	●	●	●
	2	Ventas, Inc.	22,346	カナダ、イギリス	●	●	●	●	●
	3	HCP, Inc.	20,657	イギリス、メキシコ	●	●	●	●	●
	4	Omega Healthcare Investors, Inc.	7,793	イギリス	●	●			
	5	Senior Housing Properties Trust	4,610	—	●	●	●		●
	6	Healthcare Trust of America, Inc. Class A	3,733	—		●	●	●	
	7	Care Capital Properties, Inc.	3,303	—	●	●		●	
	8	Medical Properties Trust, Inc.	3,151	ドイツ、イギリス				●	●
	9	Healthcare Realty Trust Incorporated	2,991	—			●	●	●
	10	National Health Investors, Inc.	2,589	—	●	●	●	●	●
	11	LTC Properties, Inc.	1,820	—	●	●			●
	12	Sabra Health Care REIT, Inc.	1,810	カナダ	●	●		●	
	13	Physicians Realty Trust	1,291	—			●	●	
	14	New Senior Investment Group Inc	1,085	—	●				
	15	Universal Health Realty Income Trust	749	—			●	●	●
	16	CareTrust REIT Inc	655	—	●	●			
	17	Community Healthcare Trust, Inc.	145	—			●	●	
カナダ	1	Chartwell Retirement Residences REIT	1,927	—	●	●			
	2	NorthWest Healthcare Properties REIT	411	ブラジル、ドイツ、オーストラリ			●	●	
英国	1	Assura Plc	1,009	—			●		
	2	Primary Health Properties Plc	818	—			●		
	3	Target Healthcare REIT	291	—	●				
シンガポール	1	Parkway Life REIT	1,173	マレーシア、日本	●	●	●	●	
	2	First REIT	813	インドネシア、韓国		●		●	
ニュージーランド	1	Vital Healthcare Property Trust	452	オーストラリア			●		
日本	1	ジャパン・シニアリビング投資法人	130	—	●	●			
	2	ヘルスケア&メディカル投資法人	125	—	●	●			
	3	日本ヘルスケア投資法人	121	—	●	●			
オーストラリア	1	Generation Healthcare REIT	332	—		●	●	●	●
マレーシア	1	Al-Aqar Healthcare REIT	251	インドネシア、オーストラリア	●		●	●	●

出所)NAREIT、各証券取引所資料、各リート開示資料、Bloomberg 等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1.構成銘柄は2015年9月末時点。時価総額は各国の為替レートで円換算。各国の時価総額降順で記載

注)2.保有物件は直近の各リート開示資料をもとに作成。施設タイプの最終判断は三井住友トラスト基礎研究所に基づく

(3) アジア・オセアニアのヘルスケアリートの投資対象

オセアニア(オーストラリア、ニュージーランド)や東南アジア(シンガポール、マレーシア)では、投資件数としては高齢者住宅・施設(日本の有料老人ホームを含む)が多いが、投資割合は医療系施設(メディカルセンター、プライマリーケア、病院、看護大学ほか)が高い。

高齢者住宅・施設は、日本、シンガポール、オーストラリア、マレーシアの 4 カ国の上場リートが、日本、シンガポール、オーストラリアの 3 カ国に所在する物件を保有している。日本では、J リート以外にシンガポールのリートが日本の有料老人ホーム(デイケア、グループホーム、長期滞在型シニア宿泊施設を含む)を多数保有している。シンガポールでは、シンガポールのリートが自国内でナーシングホームを保有している。オーストラリアでは、オーストラリアやマレーシアのリートが高齢者施設(高齢者ケア施設、リタイアメントビレッジ)を保有している。

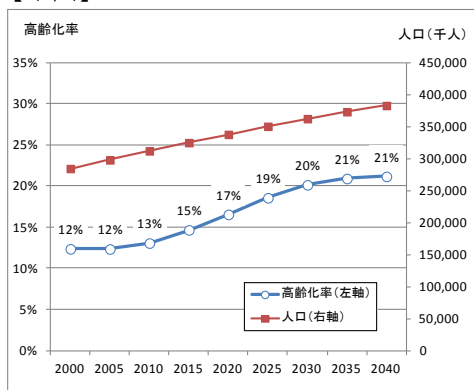
医療系施設は、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、マレーシアの 4 カ国の上場リートが、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、インドネシア、マレーシア、韓国の 6 カ国に所在する物件を保有している。病院は、ニュージーランドを除く 5 カ国で保有事例がある。オーストラリアやニュージーランドでは、メディカルオフィスビル、プライマリーケア、メディカルセンターなど、マレーシアでは、メディカルセンター、看護大学などもみられる。

1-3 各国の高齢化率および社会保障制度

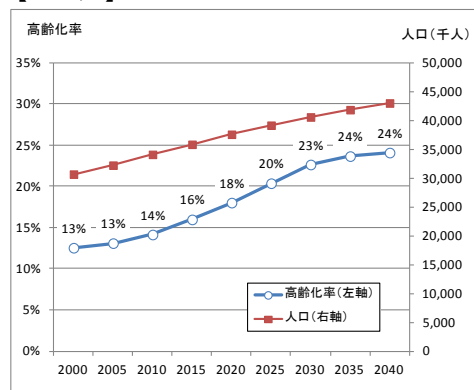
対象としている 8 カ国においては日本を除いて人口増加が続く見通しである(図表 1-1-4)。足元の 2015 年の高齢化率(総人口に占める 65 歳以上人口の割合)を比較すると、マレーシアとシンガポールが低い水準にあり、それぞれ 6%と 11%である。米国、カナダ、英国、ニュージーランド、オーストラリアは概ね 10%台半ばの水準にあり中間のグループである。日本だけは 26%と高い水準にある。ただ、20 年後の 2035 年の水準を見ると、日本が 32%と更に高水準となるとともに、11%と低いマレーシアを除く他の 6 カ国も 20%台の水準に達しており、現在の日本と近い状況になる見通しである。

図表 1-1-4 各国の高齢化率と人口の推移

【米国】

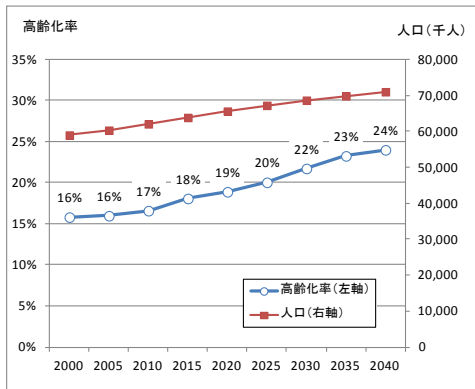


【カナダ】

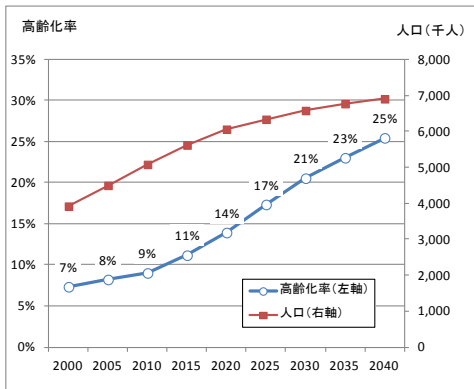


(次ページへ続く)

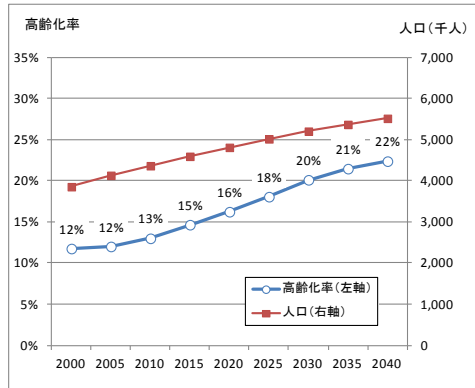
【英国】



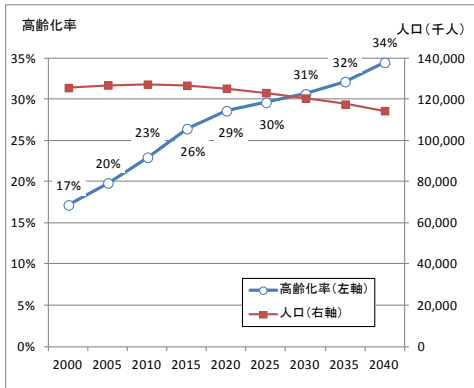
【シンガポール】



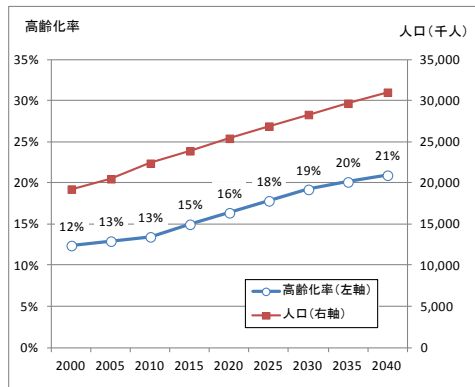
【ニュージーランド】



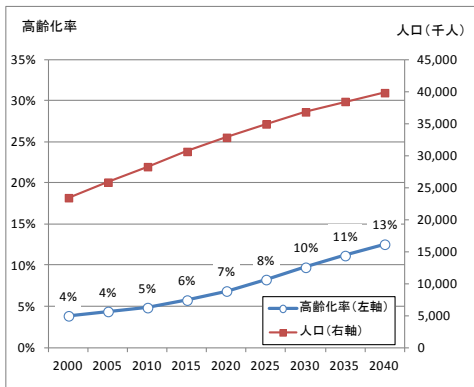
【日本】



【オーストラリア】



【マレーシア】



出所)国際連合 "World Population Prospects"(2012 年推計、中位推計)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注)高齢化率は総人口に占める 65 歳以上人口の割合

図表 1-1-5 は各国の社会保障制度を比較したものである。制度が税金で維持されているのか、それとも保険制度となっているのか。国民全体を対象としているのか、それとも低所得者に対する公的扶助の考え方が強いのか。社会福祉型の制度なのか、自己責任型の制度なのか。国によってまちまちである。ただ、ヘルスケアリットが保有している高齢者施設はプライベートペイ(公的扶助に依存しない自己負担)のものが多くなっており、社会保障制度が手厚いからといって、リットの市場規模が大きいという関係は見られない。

図表 1-1-5 各国の社会保障制度①

	年金制度	医療制度	高齢者福祉
米国	老齢・遺族・障害年金(社会保障年金(Social Security))と呼ばれ、広く国民一般をカバーしている。被用者や自営業者の大部分を対象とし、社会保障税(Social Security Tax)を10年以上納めた者に対し、年金を支給する社会保障制度。現役世代が納付する社会保障税によって高齢者に対する年金給付を行うとともに、高齢化による将来の支出増加に備え、毎年の社会保障税などの歳入が歳出額を上回る分を社会保障年金信託基金(OASDI Trust Fund)に積み立てている。2014年現在の給付開始年齢は66歳。公的年金たる社会保障年金に上乗せされるものとして、企業年金が多様な発展を見せている。	公的医療保険制度としては、高齢者及び障害者に対するメディケア(Medicare)及び一定の条件を満たす低所得者に対する公的扶助であるメディケイド(Medicaid)がある。現役世代の医療保障は民間医療保険を中心に行われており、企業の福利厚生の一環として事業主の負担を得て団体加入する場合も多い。医療制度改革法の成立により、2014年から個人に対し医療保険に加入することが原則義務化された。	日本のような公的な介護保障制度は存在しないため、医療の範疇に入る一部の介護サービス(Skilled Nursing Homes等)がメディケアでカバーされるに過ぎず、介護費用を負担するために資産を使い尽くして自己負担できなくなった場合に初めて、メディケイドがカバーすることになる。高齢者介護サービスは、民間部門(特に営利企業)の果たしている役割が大きい。
カナダ	カナダの年金制度は一般的に三本柱で構成されている。第一の柱は連邦政府が運営する税方式の老齢所得保障制度(Old Age Security: OAS)、第二の柱は連邦政府と州政府が共管で運営する所得比例及び社会保険方式のカナダ年金制度(Canada Pension Plan: CPP)(ケベック州においてはケベック年金制度(Quebec Pension Plan: QPP)、第三の柱は企業年金や個人年金の私的年金である。公的年金の給付水準が低いため、中高所得者層にとっては老後の重要な収入源の役割を果たしている。	医療サービスは、全国民を対象に、コアとされる医療については患者の自己負担が一切なく、すべてを税財源で公的に負担するシステムとして運営されている。この国民医療制度はメディケア(Medicare)と呼ばれる。しかし、処方箋の代金、歯科、眼科、リハビリ、介護費等については、カナダ保健法で解釈される公的医療保険の対象とはされず、私費での支払いが原則となる。	高齢者医療及び福祉についても州政府の所管であるが、高齢者が利用する施設収容型継続ケアにおける病院と居住型ケアの役割や分担に関する連邦レベルでの統一した基準は存在しない。また、高齢者介護に係る公的医療保険の対象も限られているのが現状である。2010年現在、全国で2,136の居住型ケア施設(215,313床)が報告されており、これらの施設への入所率は全国平均で、65-74歳の高齢者の1.4%、75歳以上の12%である。
英国	公的年金である基礎年金及び国家第二年金(2016年に基礎年金と国家第二年金は統合予定)、それを補完するものとして、低所得の高齢者向け年金クレジット(Pension Credit)の他、各種企業年金などの私的年金などにより、高齢期の所得の確保が図られる構造となっている。こうした退職年金の他、雇用及び生活支援手当、遺族関連給付、求職者手当等を総合的に行う全住民を対象とした国民保険(National Insurance)に一元化されている。国民保険の保険料は、被用者については被用者と事業主が負担する。	医療に関しては、国民保険制度とは別に、税金を財源とする1948年に創設された国営の国民保健サービス(NHS)として全住民を対象に原則無料で提供されている。外来処方箋については一処方当たり定額負担、歯科治療については3種類の定額負担が設けられている。なお、高齢者、低所得者、妊婦等については免除があり、薬剤については免除者が多い。	保健医療サービスと福祉サービスの提供主体が制度的に異なるため、全体として両者間の連携が悪く、社会的入院が待機期間を長期化させている等の批判があった。介護施設(Nursing Home)の料金は、滞在費、個人ケア費用、看護費用に分類されている。このうち、看護師による看護費用は2003年からNHSが施設での看護費用を負担することとなり、要介護度に応じてNHSから施設に支払われることになった。

出所)厚生労働省「海外情勢報告」、厚生労働省編「厚生労働白書」、各国日本大使館ホームページ、その他各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 1-1-5 各国の社会保障制度②

	年金制度	医療制度	高齢者福祉
シンガポール	国による貯蓄スキームを提供することを目的としたCentral Provident Fund (中央積立基金) (CPF)を骨格にして運営されている。賦課方式ではなく、給与額の一定割合を使用者及び労働者が労働者個人の口座に積み立て、その積立金が退職口座(労働者の老後の生活資金)、医療口座(医療費支払いのため)、普通口座(住宅購入のため)に分けられ、管理される仕組み。年金制度は年金支給期間が20年間のMinimum Sum Schemeと、生涯にわたって支給されるCPF LIFEの2つのスキームがある。	入院や手術等に係る医療費は、CPFの医療口座(メディセーブ)から支払われる。ただし、風邪などの一般外来診療や外来処方については、原則、自己負担する。メディセーブではカバーできない高額又は長期にわたる医療費は、政府提供の医療保険であるメディシールド(MediShield)でカバーされる。低所得者用のセーフティネットとしてメディファンドによる医療費支援制度もある。	高齢期の障害に備えて、エルダーシールド(ElderShield)と呼ばれる介護保険制度がある。40歳以上のCPF加入者は自発的に辞退しない限り、エルダーシールドに加入し、65歳になるまで保険料を個人の医療口座から支払う。被保険者は障害認定を受けると給付を受けることができる。子供による高齢者の介護を推奨するため、多世代の家族が同居する場合、税金を控除する制度がある他、60歳以上の自活できない両親の扶養について、その子供に月々の生活費の拠出を義務づける法律がある。
ニュージーランド	税を財源とするニュージーランド老齢年金(New Zealand Superannuation)と、労使が共同で掛け金を拠出する任意の退職貯蓄制度であるキウィセイバー(KiwiSaver)がある。老齢年金は10年以上の居住要件さえ満たせば、65歳以上の者は全員、一律の年金を受け取ることができる。	税を財源とし、イギリスの国民保健制度に極めて近い制度で、一般的な症状の場合は一般開業医(ホームドクター: GP)で受診し、一般開業医の紹介により専門機関につなげる仕組みである。一般開業医の診察や薬剤処方には負担が必要だが、検査、公立病院での外来・入院は患者負担はない。	高齢者福祉も医療分野に含められている。通常はまずホームドクターを受診し、介護が必要となった場合は、①公立の病院、②私立の病院(介護専門医療施設)やレストホーム(老人ホーム)、リタイアメントビレッジ、③自宅介護を受ける、といった選択肢がある。介護費用に関して政府補助を受ける場合は、公的な査定を受ける必要がある。
日本	現役世代が保険料を支払い、その保険料を財源として高齢者世代に年金を給付する賦課方式による世代間扶養の仕組みとなっている。公的年金は2階建てであり、国民が共通に加入する国民年金(基礎年金)があり、サラリーマンなどの被用者は、2階部分として厚生年金または共済年金にも加入する。また、任意加入の制度として国民年金基金や厚生年金基金がある。	全ての国民に医療サービスを提供するためのもので、国民は公的保険に強制加入して、保険料を納付する義務があり、一定割合の自己負担で医療を受けることができる。	2000年から実施されている介護保険制度によって、介護が必要となった場合に1割の利用者負担で、介護サービス事業者の提供する在宅や施設での介護サービスを受けることができる。保険料は所得水準によって決まり、40歳以上65歳未満の医療保険加入者の保険料は、医療保険の保険料と一括して徴収され、65歳以上の高齢者の保険料は原則として公的年金から天引きされる。
オーストラリア	税を財源とする社会保障制度のAge Pension(老齢年金)と、保険料を財源とする退職年金保障制度(Superannuation(退職年金))がある。Age Pension(老齢年金)は生活保護的色彩の強い年金で、Superannuation(退職年金)は退職後の生活のための積立で、雇用者が被雇用者のためにスーパー運用基金(Super Fund)に支払う。	医療保険制度ではなく、税財源のメディケア(Medicare)制度により医療費の一部を負担する仕組みとなっている。国民全般を対象とした医療保障制度で、国費による医療費の一定割合の支給(メディケア給付)と、公立病院の入院費用の全額公費負担を2本の柱としている。さらに民間の保険部門が公共の制度を補完している。	主に連邦政府からの補助金により運営される「介護施設ケア」サービスと、連邦と州政府の共同事業である地域・在宅サービス事業(Home and Community Care Program: HACC)におけるホームヘルプ、訪問介護、給食、デイサービス等さまざまな地域・在宅ケアサービスが提供されている。1985年のHACC制度導入以降、在宅ケアに舵が切られている。
マレーシア	民間被用者を主な対象とする退職給付制度(従業員積立年金; EPF)と公務員を対象とする年金制度がある。自営業者や家事手伝い、外国人労働者等についてはEPFへの加入が任意となっており、我が国のような国民皆年金の仕組みになっていない。	公平な医療アクセスの実現を大目標に掲げている。我が国のような公的な医療保険制度は存在しないが、公立の医療サービスについては、連邦政府予算からの支出があるため患者の自己負担は少ない。	政府の高齢者福祉施策はあくまで低所得者に向けたもので、高齢者全体をカバーするものではない。生計を得る手段がなく、介護する家族を欠く高齢者に対して月額300リンギの高齢者手当が支給されている(2014年時点)など。

出所)厚生労働省「海外情勢報告」、厚生労働省編「厚生労働白書」、各国日本大使館ホームページ、その他各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2 米国ヘルスケアリートの状況

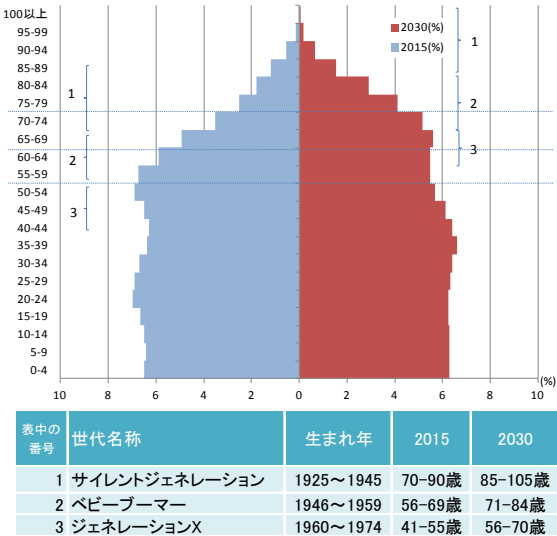
2-1 米国ヘルスケア施設市場とヘルスケアリートの概要・変遷

(1) 米国の高齢化状況と高齢者住宅・施設に対する需要

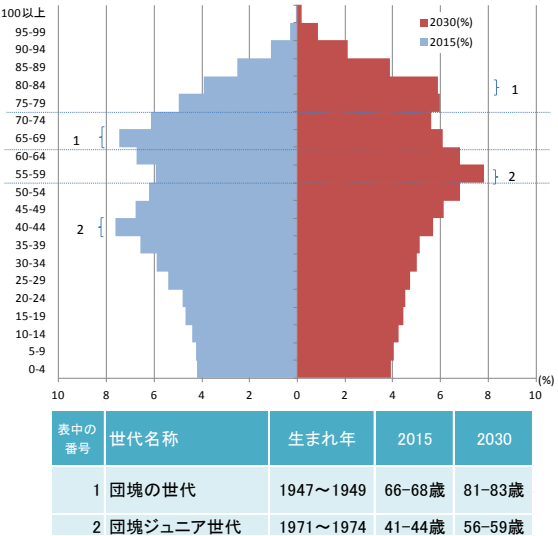
米国では、ベビーブーマー世代の最年長層が 2011 年に 65 歳を迎え、今後の高齢者人口（65 歳以上人口）の増加と高齢化率（総人口に占める 65 歳以上人口の割合）の上昇が見込まれている。米国では、2015 年から 2030 年にかけて、高齢者人口が 4,769 万人から 7,307 万人に増加（高齢化率は 15%から 20%に上昇）、後期高齢者人口（75 歳以上人口）は 2,019 万人から 3,406 万人に増加（後期高齢化率は 6%から 9%に上昇）する見込みである。

米国の高齢者住宅・施設の主な需要層は、現在は戦前世代のサイレントジェネレーション（1925～1945 年生まれ、2015 年現在 70～90 歳）が中心だが、今後はベビーブーマー世代（1946～1959 年生まれ）の需要が本格化する。一方、現在 56～69 歳のベビーブーマー世代は、2015 年にはアクティブシニア賃貸住宅（55 歳以上を対象）やインディペンデントリビング（自立高齢者賃貸住宅、65～75 歳が主な対象）の需要層だが、2030 年（71～84 歳）にはアシステッドリビング（軽度要介護者賃貸住宅、75 歳以上が主な対象）やスキルドナースング施設（重度要介護者施設）を実際に使い始める時期を迎える。このことから、米国ではベビーブーマー世代の高齢者住宅・施設への需要が拡大していると言われている。

図表 1-2-1 高齢化の現状と将来推計の日米比較
【米国】



【日本】



出所)国際連合 "World Population Prospects"(2012 年推計、中位推計)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
注)世代の定義は諸説あるが、ここではあくまで一例を採用

一方、先進国で高齢化が進んでいる日本では、2015 年から 2030 年にかけて、高齢者人口が 3,353 万人から 3,699 万人に増加（高齢化率は 26%から 31%に上昇）、後期高齢者人口は 1,629 万人から 2,287 万人に増加（後期高齢者率は 13%から 20%に上昇）する見込みである。

(2) 米国の社会保障制度、高齢者住宅に関連する法制度

① 年金制度：ソーシャルセキュリティ法による老齢・遺族・障害者年金

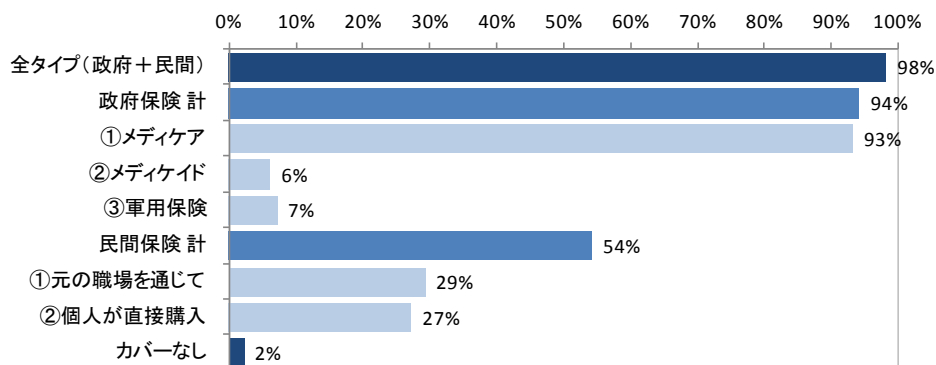
米国の公的年金制度として、ソーシャルセキュリティ法 (Social Security Act of 1935) がある (1935 年成立)。ソーシャルセキュリティは、退職した高齢者、遺族、障害者に対して給付金 (老齢・遺族・障害者年金 (OASDI: Old-Age, Survivors, and Disability Insurance)) を支払う包括的な社会保障制度である。

退職年金については 62 歳から減額給付が開始され、66～67 歳 (出生年により受給開始時期が異なる) からは全額給付される。社会保障局によれば、米国の 65 歳以上高齢者のうち 10 人に 9 人が退職年金の受給者となっており、給付金は高齢者の収入の 39% に相当する。2015 年 6 月時点の受給者は 3,950 万人 (給付総計 530 億ドル)、1 人当たり月平均受給額 1,335 ドルとなっている。運営は現役世代が支払う社会保障税が現在の高齢者に支払われる賦課方式によるが、ベビーブーマー世代の退職に伴う受給者増加 (負担者割合低下) が課題となっている。

② 医療保険制度：公的医療保険 (メディケア・メディケイド) と民間保険

米国の公的医療保険制度としては、1965 年のソーシャルセキュリティ法改正により成立したメディケア・メディケイドがある。メディケアは 65 歳以上の高齢者や障害者などに対する制度で、メディケイドは一定の要件を満たす低所得者に対する制度である。

図表 1-2-2 米国における 65 歳以上の高齢者に対する医療保険のタイプ別カバレッジ (2013 年)



出所) 米国保健福祉省の高齢者局 (Administration on Aging) とコミュニティ生活局 (Administration for Community Living) による「米国高齢者属性 2014 (A Profile of Older Americans: 2014)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 引用元は米国統計局「人口動態調査・年間社会経済付録 (Current Population Survey (CPS) Annual Social and Economic (ASEC) Supplement)」 「米国の医療保険 2013 (Health Insurance in the United States: 2013)」。

注) 2. 対象は施設に収容されていない (non-institutionalized) 65 歳以上の高齢者。なお、同一人物が一つ以上のカテゴリーに分類されることもある

保健福祉省によれば、米国の 65 歳以上高齢者は、政府保険と民間保険を総合して全体の 98%が何らかの医療保険に入っている(図表 1-2-2)。政府保険への加入割合は 94%で、メディケアは高齢者の 93%をカバーしているが、メディケイドは対象が低所得者に限られるため 6%に止まる。一方、民間保険への加入割合は 54%で、元の職場の雇用主を通じた加入割合が 29%、個人が直接購入した加入割合が 27%となっている。

このように、米国の公的医療保険は国民皆保険制度ではなく、対象が高齢者、障害者、低所得者に限定されているが、政府が個人に干渉しない自己責任の原則に加えて、戦後、職場を通じた医療保障(民間保険)が拡大したことがその一因となっている。

③ 介護保険制度:公的保障(メディケア・メディケイド)、民間介護

米国には日本のような公的介護保険制度が存在しないが、一部の専門的介護(スキルドナーシングケア)に関しては、公的医療制度であるメディケア(高齢者向け)とメディケイド(低所得者向け)が適用される。しかし、その内容は限定的なものであり、日本よりも家族介護や自己負担によるところが大きいため、米国では民間企業(特に営利企業)による介護サービスが果たす役割が大きい。

メディケアで介護費用の給付が受けられるのは、医療の範疇に入る一部のサービスのみで、医療の範疇に入らないサービスや給付上限を上回る場合は給付が受けられない。例えば、介護施設に入所した場合、専門的介護(スキルドナーシングケア)を必要とする状態で、100 日間以下(給付期間)についてはメディケアの給付を受けることができるが、これらの要件を満たさない場合は自己負担となる。しかし、介護施設入居が長期化し、自己負担が過度な経済的負担となり、資産を使い果たしてしまった場合には、低所得者に対する医療を保障するメディケイドの給付を受けることとなる。

一方、要介護者は、介護に加えて医療サービスを必要とする場合が多いことから、要介護者に包括的なサービスを効率的に提供しようという動きが出てきている。代表的なものとしては、民間の非営利団体が運営している PACE という高齢者のための包括的ケアプログラム(Program of All inclusive Care for Elderly)がある。

④ 高齢者専用コミュニティ建設の法的根拠:HOPA

米国には、人種・性別・出生国・宗教・年齢・障害の有無等を理由に住宅の売買や賃貸(入居)を拒否または制限することを禁止する「公正な住宅法(Fair Housing Act of 1968)」という法律がある。

この法律の年齢制限に関連して、1980 年代にアリゾナ州の高齢者コミュニティである「サンシティ」などの年齢制限付コミュニティや、年齢制限付 CCRC(終身介護コミュニティ)などの高齢者専用住宅団地建設の合法性が問題となった。

そこで、高齢者のための住宅法 HOPA(The Housing for Older Person Act of 1995)という補足的な法律ができ、居住世帯の 8 割以上が年齢 55 歳以上であり 18 歳未満の未成年の居住者がいない高齢者施設や団地の建設が許可され、CCRC(終身介護コミュニティ)や 55+コミュニティ(55 歳以上の高齢者コミュニティ)が合法化された。

⑤ 低所得者向け制度：住宅建設、家賃補助制度、LIHTC プログラム

低所得者向けの住宅建設及び家賃補助制度として、「住宅コミュニティ開発法」のセクション 8 がある(1974 年成立)。低所得者向けの住宅建設ではあるが、プロジェクト型の補助を利用すれば高齢者対象の住宅建設も可能である。ただし、低所得者向け家賃補助制度は、政府による歳出強制削減政策の影響を受けやすいというデメリットがある。

また、低所得者向け住宅建設助成制度として、1986 年税改革法(Tax Reform Act of 1986)による低所得者向け住宅税控除(Low-Income Housing Tax Credits、以下 LIHTC)がある。LIHTC は、低所得者向け住宅開発プロジェクトに出資する民間資金に対して連邦政府が与える租税優遇措置で、基準を満たす減価償却資産に対し一定の割合で 10 年間の税額控除を認めるものである。連邦政府にとっては税収減となるものの、助成金として支出するよりは税額控除の方が効率的といえる。

低所得者向け住宅建設計画を州の住宅局に提出し(企画者は建設業者が福祉関係団体とパートナーシップを組む場合が多い)、審査に通れば税額控除が取得できるが、この税額控除の権利を投資家に移転することができる点が LIHTC の最大の特徴である。建設業者は自身が 10 年間税額控除を享受するのではなく、税額控除の権利を投資家(節税したい大企業や病院等)に売却し、その資金を建設資金に充当することができる。売却額は税額控除枠より上下する場合もあるが、建設費用が税額控除枠の売却資金で賄えない部分は通常の方法で資金調達する。この助成制度は、連邦政府による歳出強制削減政策の影響を受けない、政府の監督業務が簡便化されるなどのメリットがある。

(3) 米国における高齢者住宅・施設の分類と施設供給

米国における高齢者住宅・施設は、提供するサービスによって「高齢者住宅」、「スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)」、③「CCRC(終身介護コミュニティ)」の 3 類型がある(図表 1-2-3)。

「高齢者住宅」は、「シニアハウジング」または「シニアリビング」と呼ばれ、(1)アクティブシニア賃貸住宅、(2)インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)、(3)アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)の 3 種類がある。

また、「スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)」は、重度要介護高齢者に 24 時間体制で病院並みのスキルドナーシング(専門的介護。リハビリなどの短期治療と長期介護の両方を含む)を提供する施設。スキルドナーシング施設は「ナーシングケア」と呼ばれることもある。

「CCRC(終身介護コミュニティ)」は、Continuing Care Retirement Community の略で、同一敷地内でインディペンデントリビング、アシステッドリビング、スキルドナーシング施設の全てのサービスを提供する総合型のコミュニティである。

提供するサービスの種類でみると、インディペンデントリビングは清掃、洗濯、食事等のみで、アシステッドリビングはこれに介護サービスが加わり、メモリーケアは認知症ケアが加わり、重度要介護者施設(ナーシングケアまたはスキルドナーシング)は、これに専門的介護(短期急性期退院後のリハビリ治療、長期慢性介護の両方)が加わる(図表 1-2-4)。

図表 1-2-3 米国における高齢者住宅・施設の分類

施設区分	入居対象者	提供サービスの分類						
		不動産		サービス				
		住居	アクティビティ、娯楽	清掃、洗濯	食事	介護サービス	専門的介護 (スキルドナーシング)	
							短期急性期 後(回復期) リハビリ	長期慢性 介護
高齢者住宅	アクティブシニア賃貸住宅 Seniors Apartments	○	○					
	インディペンデントリビング (自立高齢者賃貸住宅) Independent Living (IL)	○	○	○	○			
	アシステッドリビング (軽度要介護者賃貸住宅) Assisted Living (AL)	○	○	○	○	○		
	スキルドナーシング施設(重度要介護者施設) Nursing Care(NC)	○	○	○	○	○	○	○
	CCRC(終身介護コミュニティ) Continuing Care Retirement Community	○	○	○	○	○	○	○

出所) National Investment Center(NIC) for Seniors Housing & Care、各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 英語表記は NIC による分類。スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)は、NIC の呼称では「ナーシングケア」

図表 1-2-4 米国における高齢者住宅・施設のケア分類別の各種指標(月額利用料、戸数、築年数、キャップレート)

施設タイプ	清掃、洗濯、 食事、社会化	介護サービス	認知症ケア	高度看護	月額利用料		戸数 (中央値)	築年数 (中央値)	キャップレート (中央値)
					平均(ドル)	平均(万円)			
インディペンデントリビング	○				2,765	29	168	23	7.0%
アシステッドリビング	○	○			4,159	44	73	16	8.3%
メモリーケア	○	○	○		5,732	60	46	14	—
ナーシングケア	○	○	○	○	8,432	89	120	36	11.5%

出所) National Investment Center(NIC) for Seniors Housing & Care をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2013 年末時点の推計値。ナーシングケアの平均月額賃料は、プライベートベ部分の平均(メディケア、メディケイド除く)

注) 2. 施設タイプの分類(カタカナ表記)は NIC による分類。スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)は、NIC の呼称では「ナーシングケア」。メモリーケア(認知症ケア)は、アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)とスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)の中間に存在する概念

月額利用料は、インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)が約 30 万円、アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)が約 45 万円、メモリーケア(認知症ケア)が 60 万円、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)が約 90 万円と、ケアの度合いに応じて高くなっている(図表 1-2-4)。

これらの供給状況を 2013 年末時点のストックで見ると、全米における高齢者住宅・施設は 22,695 施設(居室数計 294 万 6,500 室)存在する(図表 1-2-5)。ストックとしては、社会的必要性の高いスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)が占める割合が最も多く、全体の半数を占める。ケアセグメント別による居室数の内訳は、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)が 52%、インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)が 24%、アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)が 19%、メモリーケア(認知症ケア)が 5%となっている。また、これらを総合的に含む CCRC(終身介護コミュニティ)も全米に 1,970 施設(居室数計 63 万 4,000 室)存在している。

どの施設も 1960 年代頃から供給がなされているが、高齢者施設であるスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)は 1970 年代～1980 年代にかけて最も多く建設され、高齢者住宅であるアシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)やインディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)は 1980 年代後半から 1990 年代にかけて多く建設された。

図表 1-2-5 米国における高齢者住宅・施設の供給状況

物件タイプ別					ケアセグメント別			キャンパスタイプ別				
大部分を占める物件タイプ	施設数	同シェア	室/床数	同シェア	ケアセグメント	室/床数	同シェア	敷地タイプ	施設数	同シェア	室/床数	同シェア
インディペンデントリビング	4,060	18%	883,500	30%	インディペンデントリビング	716,000	24%	CCRC	1,970	9%	634,000	22%
アシステッドリビング	6,305	28%	507,500	17%	アシステッドリビング	558,500	19%	複合型	5,560	24%	684,500	23%
メモリーケア	1,060	5%	51,000	2%	メモリーケア	145,000	5%	単独	15,165	67%	1,628,000	55%
ナーシングケア	11,270	50%	1,504,500	51%	ナーシングケア	1,527,000	52%					
合計	22,695	100%	2,946,500	100%	合計	2,946,500	100%	合計	22,695	100%	2,946,500	100%

出所) National Investment Center(NIC) for Seniors Housing & Care をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2013 年末時点の推計値。過年度との比較はできない。対象は、25 室/床数以上の物件で、エリアは全米 99 都市

注) 2. スキルドナーシング施設は、NIC の呼称では「ナーシングケア」。ナーシングケアは室数ではなく床(ベッド)数。

注) 3. 左表は「大部分を占める物件タイプ別」、中央の表は「ケアセグメント別」。ケアセグメント

リートによる運用状況を見ると、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)は 1970 年の第 1 号上場当初から運用されており、最も歴史が長い。また、高齢者住宅(リートによる呼称は主にシニアハウジング、シニアリビング)は現在リートの最も主要な投資対象となっており、多くのリートが 1990 年代以降、インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)とアシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)の取得を進めてきた。一方、CCRC(終身介護コミュニティ)については、リートによる保有事例もあるが、リートの対象とならないような非営利団体が運営している物件や、一種の居住権買取式タイプの物件もあり、保有件数はさほど多くない。

① 高齢者住宅:シニアハウジング、シニアリビング

高齢者住宅は、シニアハウジングまたはシニアリビングと呼ばれ、(a)55 歳以上の年齢制限付きのアクティブシニア賃貸住宅(シニアアパートメント、アクティブアダルトコミュニティなどと呼ばれる)、(b)65～75 歳を主な対象層とする「インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)」、(c)75 歳以上を主な対象層とする「アシステッドリビング(軽度介護者賃貸住宅)」の三つから成る。

(a)アクティブシニア賃貸住宅(シニアアパートメント、アクティブアダルトコミュニティ)

アクティブシニア向けの 55 歳以上の年齢制限付き住宅コミュニティで、対象年齢層は主に 55～65 歳。住宅は分譲または賃貸で提供され、居住者は住居のほか、ラウンジ、映画館、プール、フィットネスジム、プライベートダイニングなどを含むクラブハウス等の共用娯楽施設を利用できるが、基本的に生活支援・介護サービスはない。

(b)インディペンデントリビング(IL:Independent Living):自立高齢者賃貸住宅

比較的自立性の高い高齢者向け賃貸住宅で、65～75 歳を主な対象年齢層とする。居住と生活支援サービスの割合は 9:1 程度で、生活支援サービスは食事、清掃、洗濯などの基礎的サービスに限定される。ベビーブーマー世代(現在 56～69 歳)の退職に伴って需要が拡大し、需要のボリュームゾーンを形成するものとみられている。月額利用料は約 30 万円と通常の賃貸住宅より高い。平均築年数は約 23 年(2013 年末)。

(c) アシステッドリビング(AL: Assisted Living) : 軽度要介護者賃貸住宅

日常生活における軽度の介護を要する高齢者賃貸住宅で、主な対象年齢層は 75 歳以上。戦前生まれのサイレントジェネレーション(70~90 歳)が現在の主要居住者だが、10~15 年後にはベビーブーマー世代が需要層の中心となるものと考えられ、将来的な市場規模拡大が見込まれる。月額利用料は約 45 万円と、軽度の介護サービスが付加されることからインディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)より高いが、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)の半額程度。平均築年数は約 16 年(2013 年末)。

② スキルドナーシング施設(SNF:Skilled Nursing Facility)

スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)は、日常生活における重度の介護を要する高齢者に、病院並みの専門的介護(スキルドナーシング、短期治療(リハビリなど)と長期介護の両方を含む)サービスを 24 時間体制で提供する施設。スキルドナーシング施設は「ナーシングケア」と呼ばれることもある。専門的介護を提供するため月額利用料は約 90 万円と高い。平均築年数は約 36 年と施設の老朽化や機能的な陳腐化が進んでおり、近年、ストック・新規供給ともに減少傾向にある。

スキルドナーシング施設の介護サービスは、一定要件の下で、公的医療保険であるメディケア(高齢者向け)やメディケイド(低所得者向け)の対象となるため、政府のヘルスケア政策動向に大きな影響を受ける。スキルドナーシング施設はパブリックペイに依存することから経営が難しく、近年は多くが慢性的な資金不足に陥っている。過去 1990 年代後半から 2000 年にかけて高齢者住宅・施設業界に大量の資金流入が起こった時期があったが、その時期も資金の大半はプライベートペイの高齢者住宅に向かった。

③ CCRC(終身介護コミュニティ)

CCRC(終身介護コミュニティ)は、Continuing Care Retirement Community の略で、同一敷地内でインディペンデントリビング、アシステッドリビング、スキルドナーシング施設の全てのサービスを提供し、終身介護を保障する総合型のコミュニティである。

CCRC に分類される施設は全米で 1,970 施設(63 万 4,000 室)あるが、施設数は全体の 9%のシェアしかなく、大半の施設は単独で運営される。ただし、CCRC は居室数の合計では全体の 22%を占めている(図表 1-2-5)。CCRC はインディペンデントリビングからスキルドナーシング施設まで備えるべきであるという規制はなく、インディペンデントリビングとアシステッドリビングの複合型の CCRC も存在するが、スキルドナーシング施設がないと終身介護(=継続ケア(Continuing Care))を保障するという本来の意義を満たしづらいため、多くの CCRC はスキルドナーシング施設まで備えている。

CCRC の各施設(インディペンデントリビング、アシステッドリビング、スキルドナーシング施設)にはそれぞれの免許が必要であり、これらの管轄は各州により、各施設で提供されるサービスレベルは州によって異なる(米国では州政府の権限が強い)。CCRC の運営主体は多くが非営利団体だが、近年は営利団体によるサービスレベルの高い CCRC や、大学が生涯学習プログラムを提供するカレッジリンク型の CCRC もみられる。

CCRC はリートによる保有事例もあるが、非営利団体が運営している CCRC や一種の居住権買取式タイプの CCRC など、リートの投資対象としてはそぐわないようなものもあり、保有件数はさほど多くない。また、入居一時金を要求する CCRC の場合は、持家を売却して施設に入るケースがほとんどであり、入居一時金が景気変動や住宅売買市場動向の影響を受けやすいため、このようなリスクにさらされたくないために CCRC を保有しないリートも存在する。

CCRC は非常に多様で、運営主体(営利・非営利)、理念(豪華型・社会活動重視型)、居住形態(敷地内・敷地外)、介護経費(ライフケア型・介護経費支払別型)、スキルドナースィング施設への公的扶助の適用可否などの観点から様々な種類に分類される。ここでは、いくつかの側面から CCRC の動向を紹介する。

(a) CCRC の運営主体は、非営利団体が多いが営利団体も増えている

CCRC の起源は、宗教団体(キリスト教やユダヤ教)や非営利団体から起こったものが多い。CCRC は 1960 年代から存在し、1980 年代から 1990 年代にかけて数が増加した。現在は、必ずしも信者を対象にしている訳ではない。最近には様々な人が参入しており、営利団体が経営する CCRC が増えている。元は宗教団体が作った CCRC が経営困難となり、会社経営に転換した例もある。また、営利と非営利の両側面をもつ CCRC もある。

多くの CCRC は、内国歳入法第 501 条 C 項 3 号(以下、501(c)(3))による税制上の優遇措置を受けている免税非営利公益法人で、利益を入居者の福祉(施設)のために使うことを条件に優遇を受けている。成功している非営利 CCRC では、入居金の余剰で株式投資を行い、利益が出た年は税法上の優遇(501(C)(3))を保つために地域に寄付し、地域でのステータスを高め、より良質な入会者が増える好循環を生んでいる例もある。

CCRC は介護リスクの分散を図る目的で入居者からプライベートで資金を集める相互扶助的な仕組みであり、月額利用料のほか、多額の入居一時金を求めるケースが多い。入居一時金は 5 年程度で償却され、返金はされないのが一般的である。一方、一種の入居権買取式のタイプでは、入居一時金は償却されるタイプより多額の支払いとなるが、入居する権利を買い取り、この権利を退去時に再び施設に売却することで資金の一部を回収することができるようになっており、裕福な家庭で死後に家族に資産を残したいケースに人気となっている。このタイプでは、オーナーが営利でも、住民で構成する持家協会は非営利で、非営利の高齢者サービスが多く加入している全国組織(リーディングエイジ)に加入していることもあり、営利と非営利の両側面をもっている。

(b) CCRC の理念は、ホスピタリティ重視型(豪華型)と社会活動重視型がある

CCRC の理念は、自立高齢者向け空間を大きくとって建物と設備を豪華にするタイプ(ホスピタリティ重視型)や、CCRC 自体が活動の場であるという方向性を追求し、ボランティヤや社会活動を重視するタイプ(社会活動重視型)がある。

CCRC は基本的に富裕層を対象としているが、ホスピタリティを重視するタイプは特に、裕福な自立高齢者が悠々自適な生活を送ることができるよう、インディペンデントリビ

グ(自立高齢者賃貸住宅)の内装やインテリアをデラックス化し、巨大なジムやプールを備え、一流シェフが調理した食事や様々なアクティビティを提供している。

一方、CCRC が単に将来の介護不安を減らすだけでなく、様々な社会的活動を提供し、社会とのつながりを維持するのを助けてくれるコミュニティであるから入居したいという考え方も、ベビーブーマー世代を中心に出てきている。

CCRC のアクティビティに関しては、施設管理者が提供するプログラムを利用者が受動的にこなすタイプと、入居者が自発的にサークルを作り、能動的にアクティビティを行うタイプがある。趣味のサークルの他、元経済学教授の入居者が他の入居者に授業を行っている例もある。

なお、現在の入居者から特段不満はなくとも、近い将来、ベビーブーマー世代が入居者となることに備えて、入居者のニーズや嗜好の変化を捉え、既存施設のリニューアル工事や拡張工事を行っている CCRC もみられる。

(c) CCRC の敷地外の会員を認めるものもみられる

CCRC は一種のプライベート保険であり、入居時に「健康」で「経済能力」があるという厳しい2要件が求められる。入居時に健康である必要があるため、生活機能能力に大きな変化が出てくるより前(70歳半ば位)に入会するか否か意志決定しなければならない。時期を逃せば資力があっても CCRC に入居できなくなってしまう。

スキルドナーシング施設は州で厳しく管理されており、病床数を増やすことはできない。ケアが必要となっても、ベッドに空きがなければスキルドナーシング施設に入居することはできず、同等の専門的介護を自宅で受けるしかない。一方、CCRC に入居すれば、スキルドナーシング(専門的介護)が保障されるというのが、本来の意義である。

しかし、将来の介護不安を解消するためには健康なうちに入居しなければならないが、健康なうちは自宅で過ごしたいというニーズも存在する。そこで、近年は敷地外の会員を認める CCRC もある。入会して毎月一定額の会費(通常の会費よりは減額される)を払っていれば、健康なうちは CCRC の敷地ではなく自宅に住み続けることができ、ケアが必要になった段階で入ることができる。このケースでは、インディペンデントリビングに入らず、アシステッドリビングやスキルドナーシング施設に入ることができるもので、当初は CCRC のメリットをあまり受けられないが、将来の安心感を得ることができる。

一方、CCRC の経営側としては、敷地内外にかかわらず、ケアが必要な会員が一挙に増えるとスキルドナーシング施設の病床数が足りなくなるため、受入量をコントロールする必要がある、経営能力が問われるところでもある。

(d) 介護予防により介護必要期間の短縮を図る動きがみられる

CCRC は終身介護を保障する施設だが、ケアが必要な人数が少なければ少ないほど、施設運営面ではプラスになるため、近年は、会員の心身の健康維持に努め、介護必要期間の短縮を図る「介護予防」に重きを置く動きがみられている。介護予防が進み、生涯ケアを使わないで済む人が増えることは経営上でもプラスだが、敷地外の人より健康

余命が延びることは入居者の望むところでもあり、CCRC は経済的余裕のある人向けの施設とはいえ、入居により介護必要期間が短縮するという面で社会的意義が大きい。

CCRC が介護予防を重視するのは、①スキルドナーシング施設の病床数に制約があるため介護予防に対する必要性が高い、②多額の入居一時金を集めているため介護予防を実践する経済的余裕がある(単独のインディペンデントリビングでは入居一時金がなく、月額利用料のみのケースが大半)、などの要因が考えられる。

(e) 介護経費別には、ライフケア型と介護経費別支払型がある

介護経費でみると、入居一時金は多額だがその後の月額利用料は変わらない「ライフケア型」と、受けたケアに応じて経費を払い、入居一時金と月額利用料は抑えられている「介護経費別支払型」と、これらの中間型(折衷型)のタイプがある。

ライフケア型は、入居一時金は多額となるものの、介護度が変わっても月額利用料はほぼ変わらず、インディペンデントリビングからスキルドナーシング施設まで月額利用料が(物価上昇の範囲内で)ほぼ同額でケアをすることを保障するタイプの CCRC である。これは、ケアが必要な人数を多数の入居者により分散する、一種の社会保険的なシステムで、ケアを受ける期間が長ければ長いほど利用者が得をするが、ケアを受ける期間がほとんどなければ CCRC 側が得をすることになる。

介護経費別支払型は、入居一時金や月額費用はさほど高くなく、受けたケアに対応する経費を払うシステムである。ケアを受けない期間は CCRC に住んでいないのと変わらないが、ケアが必要になったとき専門的介護サービスを受けることが保証されている(CCRC に入っていない場合は、自分の好むスキルドナーシング施設に入所できるか、またその病床に空きがあるかは不確実であり、空きがない場合は在宅で 24 時間体制の専門的介護を受ける必要がある)。

(f) CCRC のスキルドナーシング施設への公的扶助の適用可否

CCRC のスキルドナーシング施設に、公的医療保険(メディケア、メディケイド)を適用できるかを決めるのは CCRC の判断に委ねられているが、メディケアのみ適用するケースが一般的である。CCRC は裕福な人を対象としているため(入居時の審査要件に経済要件が入っている)、CCRC のスキルドナーシング施設でメディケイド(低所得者向け)を受給することは基本的に想定していない。したがって、退院後 100 日間をメディケアでカバーし、その後はプライベートペイとするタイプが最も一般的となっている。また、公的医療保障制度(メディケア、メディケイド)のいずれも受け付けない完全プライベートペイの CCRC もあれば、入居者がどのような経済状態になっても生涯暮らすことを保証するためにいずれも受け付ける CCRC もある。

入居者にとってはメディケアとメディケイドを双方受給できるのが最も安心であり、入居中に資力が尽きた場合でもメディケイドが受給できれば退去せずに済む。いずれにするかは施設の経営方針であり、施設側が自分の対象とする会員タイプによって決める。

(4) 米国における高齢者住宅・施設の所有状況(オーナー)

米国高齢者住宅・施設の調査機関であるNICによれば、米国における高齢者住宅・施設の2013年末の市場規模は、高齢者住宅が約24.2兆円、スキルドナーシング施設(重度介護者施設)が約11.3兆円となっている(図1-2-6)。

所有者をみると、最も保有比率が高いのは営利組織(上場リートや上場オペレーター以外)で全体の半分前後を占めている(高齢者住宅45.4%(約11.0兆円)、スキルドナーシング施設56.5%(約6.4兆円))。次いで、非営利組織の保有比率が高く、全体の3割前後を占めている(高齢者住宅36.4%(約8.8兆円)、スキルドナーシング施設26.1%(約2.9兆円))。上場リートも全体の15%前後のシェアを占め、米国高齢者住宅・施設市場のオーナーとしての存在感をみせている(高齢者住宅14.6%(約3.5兆円)、スキルドナーシング施設15.5%(約1.7兆円))。一方、上場オペレーターによる保有比率は低い(高齢者住宅3.6%、スキルドナーシング施設2.0%)、これは上場オペレーター自体が少ないためで、非上場オペレーターは営利組織(上場リート、上場オペレーター以外)または非営利組織に含まれている。

一方、米国高齢者住宅協会(ASHA)による高齢者住宅所有者ランキング(図1-2-7)では、2015年6月1日時点で、上位50社の所有居室数は585,451室/床(所有施設数は5,851棟)で、うち上位5社が居室数の半分(50.6%)、上位10社が7割弱(66.4%)、上位30社は9割弱(88.6%)を占めている。所有者属性では、所有と経営を兼ねるオペレーターが35社と多数確認されるとともに、リートが11社と存在感を示しており、一部では私募ファンドもみられる。オペレーター35社(多くは非上場)の居室数シェアは43.9%で、リート11社(上場8社、非上場3社)の居室シェアは46.9%(上場42.4%、非上場4.6%)とオペレーターを上回っている。

また、金融危機以降は機関投資家の高齢者住宅・施設に対する投資需要の拡大を背景に、私募ファンド運用会社も高齢者住宅の所有者にランクインしている。図1-2-7では、Boston Capital(6位)やHarrison Street Real Estate Capital(11位)がみられるが、以前はBlackstone Groupなどもランキングに登場していた。

図表 1-2-6 米国における高齢者住宅・施設の推定市場規模と所有状況

所有者	高齢者住宅			スキルドナーシング施設		
	10億ドル	兆円	同シェア	10億ドル	兆円	同シェア
営利組織 (上場リート、上場オペレーター以外)	104.6	11.0	45.4%	60.5	6.4	56.5%
非営利組織	83.7	8.8	36.4%	27.9	2.9	26.1%
上場リート	33.7	3.5	14.6%	16.6	1.7	15.5%
上場オペレーター	8.2	0.9	3.6%	2.1	0.2	2.0%
合計	230.2	24.2	100.0%	107.1	11.3	100.0%

出所) National Investment Center(NIC)for Seniors Housing & Care をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2013 年末時点の推計値。金額は NIC Research & Analysis が算出したインプライド市場価値に基づく

図表 1-2-7 米国における高齢者住宅のオーナー・ランキング 全米上位 50 位 (居室数ベース)

2015年 の順位	会社名	企業属性	本社所在地	最高経営責任者	所有 施設数	50位中の シェア	所有 居室数	50位中の シェア
1	Brookdale Senior Living	オペレーター	Brentwood, TN	T. Andrew Smith	976	16.7%	82,356	14.1%
2	Ventas Inc.	上場リート	Chicago, IL	Debra Cafaro	785	13.4%	69,708	11.9%
3	Health Care REIT Inc.	上場リート	Toledo, OH	Thomas DeRosa	611	10.4%	59,786	10.2%
4	HCP Inc.	上場リート	Irvine, CA	Lauralee Martin	491	8.4%	49,731	8.5%
5	Senior Housing Properties Trust	上場リート	Newton, MA	David Hegarty	297	5.1%	34,772	5.9%
6	Boston Capital	投資ファンド	Boston, MA	Jack Manning	486	8.3%	29,741	5.1%
7	NorthStar Healthcare	非上場リート	New York, NY	James Flaherty, III	209	3.6%	17,514	3.0%
8	Senior Lifestyle Corporation	オペレーター	Chicago, IL	Jon DeLuca	176	3.0%	16,685	2.8%
9	New Senior Investment Group	上場リート	New York, NY	Susan Givens	124	2.1%	14,838	2.5%
10	Holiday Retirement Lake	オペレーター	Oswego, OR	Kai Hsiao	114	1.9%	13,768	2.4%
11	Harrison Street Real Estate Capital	投資ファンド	Chicago, IL	Michael Gordon	107	1.8%	12,359	2.1%
12	National Health Investors (NHI)	上場リート	Murfreesboro, TN	Eric Mendelsohn	103	1.8%	8,678	1.5%
13	Highridge Costa Companies	デベロッパー	Gardena, CA	Michael Costa	84	1.4%	8,402	1.4%
14	ACTS Retirement-Life Communities Inc.	オペレーター	West Point, PA	J. Mark Vanderbeck	21	0.4%	7,982	1.4%
15	Enlivant	オペレーター	Chicago, IL	Jack Callison	177	3.0%	7,829	1.3%
16	American House Senior Living Communities	オペレーター	Bloomfield Hills, MI	Dale Watchowski	61	1.0%	7,002	1.2%
17	Presbyterian Homes & Service	オペレーター	Roseville, MN	Daniel Lindh	38	0.6%	6,837	1.2%
18	Brightview Senior Living	オペレーター	Baltimore, MD	Marilynn Duker	60	1.0%	6,750	1.2%
19	Capital Senior Living Corporation	オペレーター	Dallas, TX	Lawrence Cohen	68	1.2%	6,718	1.1%
20	Erickson Living	オペレーター	Baltimore, MD	R. Alan Butler	8	0.1%	5,787	1.0%
21	CNL Healthcare Properties	非上場リート	Orlando, FL	Steve Mauldin	59	1.0%	5,627	1.0%
22	LTC Properties Inc.	上場リート	Westlake Village, CA	Wendy Simpson	100	1.7%	5,414	0.9%
23	Westminster Communities of Florida	オペレーター	Orlando, FL	Roger Stevens	19	0.3%	5,413	0.9%
24	Pacifica Senior Living	オペレーター	San Diego, CA	Deepak Israni	54	0.9%	5,265	0.9%
25	Hawthorn Retirement Group LLC	オペレーター	Vancouver, WA	Patrick Kennedy	43	0.7%	5,236	0.9%
26	Sabra Health Care REIT Inc.	上場リート	Irvine, CA	Richard Matros	54	0.9%	5,198	0.9%
27	USA Properties Fund Inc.	オペレーター	Roseville, CA	Geoffrey Brown	36	0.6%	5,110	0.9%
28	Covenant Retirement Communities Inc.	オペレーター	Skokie, IL	Terri Cunliffe	15	0.3%	4,865	0.8%
29	LCS	オペレーター	Des Moines, IA	Edward Kenny	28	0.5%	4,787	0.8%
30	Benchmark Senior Living	オペレーター	Wellesley, MA	Thomas Grape	50	0.9%	4,587	0.8%
31	The Evangelical Lutheran Good Samaritan Society	オペレーター	Sioux Falls, SD	David Horazdovsky	25	0.4%	4,446	0.8%
32	Lifespace Communities	オペレーター	Des Moines, IA	Sloan Bentley	12	0.2%	4,084	0.7%
33	Kayne Anderson Real Estate Advisors	オペレーター	Boca Raton, FL	Al Rabil	17	0.3%	3,878	0.7%
34	The Kendal Corporation	オペレーター	Kennett Square, PA	John Diffey	12	0.2%	3,729	0.6%
35	Vi Living	オペレーター	Chicago, IL	Randal Richardson	10	0.2%	3,577	0.6%
36	ARC Healthcare Trust II	非上場リート	New York, NY	Todd Jensen	49	0.8%	3,560	0.6%
37	Lutheran Senior Services	オペレーター	St. Louis, MO	John Kotovsky	11	0.2%	3,406	0.6%
38	Belmont Village Senior Living	オペレーター	Houston, TX	Patricia Will	24	0.4%	3,390	0.6%
39	Spectrum Retirement Communities LLC	オペレーター	Denver, CO	Jeffrey Kraus & John S	28	0.5%	3,339	0.6%
40	Merrill Gardens	オペレーター	Seattle, WA	David Eskenazy	28	0.5%	3,286	0.6%
41	Presbyterian Senior Living	オペレーター	Dillsburg, PA	Stephen Proctor	20	0.3%	3,120	0.5%
42	Sunshine Retirement Living	オペレーター	Bend, OR	James Matthews	23	0.4%	3,117	0.5%
43	Five Star Senior Living	オペレーター	Newton, MA	Bruce Mackey,	31	0.5%	3,064	0.5%
44	Cornerstone Affiliates	オペレーター	Pleasanton, CA	David Ferguson	11	0.2%	3,057	0.5%
45	Vintage Senior Living	オペレーター	Newport Beach, CA	Brian Flornes	23	0.4%	3,056	0.5%
46	Lytle Enterprises	オペレーター	Bellevue, WA	Charles & Karen Lytle	19	0.3%	3,027	0.5%
47	Ohio Presbyterian Retirement Services	オペレーター	Columbus, OH	Laurence Gumina	12	0.2%	2,986	0.5%
48	ROC Seniors Housing Fund Manager	投資ファンド	Orlando, FL	Robb Chapin	28	0.5%	2,978	0.5%
49	Pacific Retirement Services	オペレーター	Medford, OR	Brian McLemore	9	0.2%	2,826	0.5%
50	Asbury Communities	オペレーター	Germantown, MD	Doug Leidig	5	0.1%	2,780	0.5%
上位50位合計					3,160	54.0%	296,353	50.6%
上位10位合計					4,269	73.0%	388,899	66.4%
上位25位合計					5,271	90.1%	494,198	84.4%
上位30位合計					5,454	93.2%	518,745	88.6%
上位50位合計					5,851	100.0%	585,451	100.0%
うちリート11社(上場8社、非上場3社)合計					2,882	49.3%	274,826	46.9%
うちオペレーター35社合計					2,264	38.7%	257,145	43.9%

出所)米国高齢者住宅協会(ASHA: American Seniors Housing Association)“2015 ASHA 50 Owners”、各社開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 2015年6月1日時点の集計値。対象は、インディペンデントリビング、アシステッドリビング、メモリーケア、CCRCなどの複合高齢者住宅・施設に含まれるスキルドナーシング施設(単独のスキルドナーシング施設は含まない)、55歳以上の年齢制限付きのアクティブシニア賃貸住宅

注)2. 赤の網がけは上場リート、橙色の網がけは非上場リートを表している

図表 1-2-8 米国における高齢者住宅のオーナー・ランキング 全米上位 50 位(居室数ベース)のうち上場リート

2015年 の順位	会社名	企業属性	本社所在地	最高経営責任者	所有 施設数	50位中の シェア	所有 居室数	50位中の シェア
2	Ventas Inc.	上場リート	Chicago, IL	Debra Cafaro	785	13.4%	69,708	11.9%
3	Health Care REIT Inc.	上場リート	Toledo, OH	Thomas DeRosa	611	10.4%	59,786	10.2%
4	HCP Inc.	上場リート	Irvine, CA	Lauralee Martin	491	8.4%	49,731	8.5%
5	Senior Housing Properties Trust	上場リート	Newton, MA	David Hegarty	297	5.1%	34,772	5.9%
9	New Senior Investment Group	上場リート	New York, NY	Susan Givens	124	2.1%	14,838	2.5%
12	National Health Investors (NHI)	上場リート	Murfreesboro, TN	Eric Mendelsohn	103	1.8%	8,678	1.5%
22	LTC Properties Inc.	上場リート	Westlake Village, CA	Wendy Simpson	100	1.7%	5,414	0.9%
26	Sabra Health Care REIT Inc.	上場リート	Irvine, CA	Richard Matros	54	0.9%	5,198	0.9%
米国の高齢者住宅所有者 居室数上位50社のうち上場リートによる保有合計					2,565	43.8%	248,125	42.4%

出所) 米国高齢者住宅協会 (ASHA: American Seniors Housing Association) の "2015 ASHA 50 Owners"、をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2015 年 6 月 1 日時点の集計値。対象は、インディペンデントリビング、アシステッドリビング、メモリーケア、CCRC などの複合高齢者住宅・施設に含まれるスキルドナーシング施設(単独のスキルドナーシング施設は含まない)、55 歳以上の年齢制限付きのアクティブシニア賃貸住宅

図 1-2-7 の米国高齢者住宅協会 (ASHA) による高齢者住宅所有者ランキング上位 50 位のうち、上場リート(計 8 社)のみを集計したのが、図 1-2-8 である。米国の上場ヘルスケアリート 17 社のうち 8 社がランクインしており、3 大リート(Ventas、Health Care REIT(現 Welltower)、HCP)のほか、高齢者住宅の保有比率が高い 5 リート(Senior Housing Properties Trust、New Senior Investment Group、National Health Investors、LTC Properties、Sabra Health Care REIT)が入っている。ヘルスケアリートによる高齢者住宅への投資比率については、後に詳細を記載している(P.40 図表 1-2-29)。

(5) 米国における高齢者住宅・施設の供給主体(オペレーター)

米国における高齢者住宅・施設のオペレーターは、もともと家族経営で地域密着型の零細企業が多い。高齢者住宅業界に大量の資金流入があった 1990 年代後半にはオペレーターの上場も数件みられたが、現在も多くの上場オペレーターが非上場である。このため、米国の高齢者住宅のオペレーター業界では、歴史的に業界再編が起こりやすい環境にあり、資金力のあるオペレーターが他のオペレーターを買収し、大型化してきた。この結果、上位オペレーターによる寡占度が高くなっている。

米国アシステッドリビング協会 (ALFA) による高齢者住宅オペレーターの居室数ランキングでは、2015 年 1 月 1 日時点で、上位 80 社の運営居室数は 529,119 室/床、運営施設数は 4,889 棟(うち海外 131 棟)で、うち上位 5 社が居室数の 4 割強(43.6%)、上位 25 社が 8 割弱(77.2%)、上位 50 社が 9 割(90.0%)を占めている(図 1-2-9)。高齢者住宅の運営居室数最大手のオペレーターである Brookdale Senior Living(NYSE 上場)は、2015 年 1 月 1 日時点で 1,140 施設・113,022 戸(上位 80 位中の居室シェア 21.4%)の施設を運営している(図 1-2-9)。Brookdale Senior Living は、前述のオーナー・ランキング(図 1-2-7)でも首位で、2015 年 6 月 1 日時点で 976 施設を保有しており、米国高齢者住宅業界における最大の施設運営者であるとともに最大の所有者となっている。

図表 1-2-9 米国における高齢者住宅のオペレーター・ランキング 全米上位 80 位(居室数ベース)

順位	会社名	本社所在地	総運営 居室数	80位中 のシェア	タイプ別戸数			施設数		最高経営責任者
					IL 居室数	AL 居室数	MC 居室数	全米	海外	
1	Brookdale	Brentwood, TN	113,022	21.4%	32,918	62,873	17,231	1,140	0	T. Andrew Smith CEO
2	Holiday Retirement	Lake Oswego, OR	41,508	7.8%	39,080	1,980	447	306	0	Kai Hsiao President/CEO
3	Life Care Services LLC	Des Moines, IA	25,989	4.9%	20,714	3,920	1,355	110	0	Edward R. Kenny Chairman/CEO
4	Five Star Quality Care	Newton, MA	25,133	4.7%	10,517	11,473	3,143	228	0	Bruce Mackey CEO
5	Sunrise Senior Living	McLean, VA	25,065	4.7%	3,321	15,106	6,675	245	54	Chris Winkle CEO
6	Erickson Living Management	Catonsville, MD	23,476	4.4%	22,039	1,246	191	17	0	Alan Butler CEO
7	Atria Senior Living Group	Louisville, Kentucky	20,536	3.9%	8,110	10,081	2,345	154	29	John Moore Chairman/CEO
8	Senior Lifestyle Corp.	Chicago, IL	17,324	3.3%	7,183	7,672	2,470	179	0	Jon DeLuca President/CEO
9	Capital Senior Living Corp.	Dallas, TX	15,100	2.9%	7,600	6,300	1,200	117	0	Lawrence A. Cohen CEO
10	Meridian Senior Living LLC	Hickory, NC	9,000	1.7%	500	9,000	3,400	118	0	Charlie Trefzger CEO
11	Enlivant (formerly Assisted Living Concepts)	Chicago, IL	8,700	1.6%	255	8,445	0	187	0	Jack Callison CEO
12	USA Properties Fund Inc.	Roseville, CA	8,261	1.6%	8,261	0	0	56	0	Geoffrey C. Brown President
13	Century Park Associates	Chattanooga, TN	7,747	1.5%	4,675	3,072	0	50	0	Forrest Preston Chairman
14	Brightview Senior Living (The Shelter Group)	Baltimore, MD	7,320	1.4%	5,368	1,409	543	56	0	Marilynn Duker President
15	Leisure Care LLC/One-Eighty	Seattle, WA	7,233	1.4%	6,943	4,910	74	31	6	Dan Madsen President/CEO
16	Elmcroft Senior Living	Louisville, KY	7,069	1.3%	0	5,763	1,306	83	0	Pat Mulloy Chairman/CEO
17	Integral Senior Living	Carlsbad, CA	6,598	1.2%	1,950	3,188	1,460	52	0	Collette Valentine CEO
18	Watermark Retirement Communities	Tucson, AZ	6,432	1.2%	3,661	2,046	725	36	36	David Barnes CEO
19	Hawthorn Retirement Group	Vancouver, WA	5,547	1.0%	4,798	687	62	42	5	Patrick F. Kennedy CEO
20	Benchmark Senior Living	Wellesley, MA	5,116	1.0%	557	3,029	1,530	50	0	Thomas H. Grape Chairman/CEO
21	Discovery Senior Living	Bonita Springs, FL	4,757	0.9%	3,924	693	140	17	0	Thomas J. Harrison CEO
22	Merrill Gardens LLC	Seattle, WA	4,696	0.9%	4,332	4,696	334	31	0	David Eskenazy
23	HCR ManorCare	Toledo, OH	4,403	0.8%	686	3,717	3,207	63	0	Paul Ormond President/CEO
24	Genesis HealthCare	Kennett Square, PA	4,161	0.8%	709	3,452	-	65	0	George V. Hager, Jr. CEO
25	Frontier Management LLC	Portland, OR	4,126	0.8%	425	2,352	1,349	58	0	Gregory Roderick President/CEO
26	American House Senior Living Communities	Bloomfield Hills, MI	4,085	0.8%	3,739	236	110	38	0	Dale Watchowski CEO
27	Senior Resource Group LLC	Solana Beach, CA	4,063	0.8%	2,938	1,429	169	19	0	Michael Grust President/CEO
28	Belmont Village Senior Living	Houston, TX	3,982	0.8%	413	2,828	741	24	0	Patricia G. Will President/CEO
29	BMA Management Ltd.	Bradley, IL	3,684	0.7%	66	3,556	62	39	0	Rod Burkett President/CEO
30	Trilogy Health Services LLC	Louisville, KY	3,671	0.7%	335	2,523	813	88	0	Randall Buford President/CEO
31	Vi Living	Chicago, IL	3,577	0.7%	3,093	331	153	10	0	Randal Richardson CEO
32	Sagora Senior Living	Fort Worth, TX	3,456	0.7%	2,028	1,105	323	19	0	Bryan McCaleb President
33	Vintage Senior Living	Newport Beach, CA	3,442	0.7%	514	2,434	494	24	0	Brian Flornes CEO
34	Kisco Senior Living	Carlsbad, CA	3,389	0.6%	1,976	884	147	19	0	Andrew Kohlberg President/CEO
35	JEA Senior Living	Vancouver, WA	3,299	0.6%	80	339	2,880	48	1	Cody Erwin CEO
36	Prestige Senior Living	Vancouver, WA	3,155	0.6%	225	2,230	700	42	0	Harold Delamarter Founding Partner and CEO
37	Bonaventure Senior Living	Salem, OR	3,131	0.6%	1,176	1,779	176	26	0	Kelley D. Hamilton CEO
38	Americare	Sikeston, MO	3,082	0.6%	111	2,555	416	105	0	Clay Crosson President
39	Country Meadows Retirement Communities	Hershey, PA	2,965	0.6%	666	1,838	461	10	0	G. Michael Leader President/CEO
40	Spectrum Retirement Communities LLC	Denver, CO	2,959	0.6%	1,919	751	289	25	0	John Sevo and Jeff Kraus Managing Directors
41	Coordinated Services Management	Roanoke, VA	2,909	0.5%	1,499	1,413	377	26	0	Robert McNichols CEO
42	Blue Harbor Senior Living	Portland, OR	2,907	0.5%	569	1,704	634	26	0	Dan Lamey COO
43	Brandywine Senior Care LLC	Mt. Laurel, NJ	2,845	0.5%	59	1,958	828	27	0	Brenda Bacon President/CEO
48	Silverado	Irvine, CA	2,593	0.5%	0	2,613	2,593	30	0	Loren B. Shook President/CEO/Chairman
49	Justus Rental Properties Inc.	Indianapolis, IN	2,464	0.5%	2,084	380	0	5	0	Walter E. Justus President
50	Arbor Company	Atlanta, GA	2,398	0.5%	0	0	0	24	0	Judd Harper President
51	Sunshine Retirement Living	Bend, OR	2,283	0.4%	2,162	104	17	18	0	James Matthews CEO
52	Senior Management Advisors	Cleanwater, FL	2,270	0.4%	270	1,466	534	19	0	Steven Piazza CEO
53	Senior Star Living	Tulsa, OK	2,217	0.4%	1,428	548	241	14	0	William & Robert Thomas Co-owners
54	Era Living LLC	Seattle, WA	2,200	0.4%	1,422	752	26	8	0	Eli Almo President/CEO
55	Heritage Senior Living	Minneapolis, MN	2,189	0.4%	1,277	610	302	27	0	Milo Pinkerton Manager
56	Legend Senior Living LLC	Wichita, KS	2,183	0.4%	308	1,507	368	29	0	Timothy J. Buchanan CEO
57	Aegis Living	Redmond, WA	2,155	0.4%	12	1,341	802	30	0	Dwayne Clark Founder and CEO
58	Provision Living LLC	St. Louis, MO	2,032	0.4%	267	1,302	463	32	0	Todd Spittal President/CEO
59	MBK Senior Living	Irvine, CA	2,004	0.4%	762	1,019	223	16	0	Terry Howard President/CEO
60	Chelsea Senior Living LLC	Fanwood, NJ	1,946	0.4%	104	1,472	370	16	0	Roger Bernier President/COO
61	Hearth Management	Syracuse, NY	1,897	0.4%	1,466	1,897	431	15	0	Dan Suits COO
62	Senior Living Communities LLC	Charlotte, NC	1,894	0.4%	1,209	309	134	9	0	Donald O. Thompson Jr. CEO
63	Canilion Assisted Living	Raleigh, NC	1,888	0.4%	0	1,244	644	19	0	Karen Moriarty CEO
64	Pathway Senior Living LLC	Des Plaines, IL	1,883	0.4%	617	1,266	0	20	0	Jerome E. Finis CEO
65	Leisure Living Management	Grand Rapids, MI	1,830	0.3%	53	1,361	416	39	0	Neil Kraay President/CEO
66	Koelsch Senior Communities Inc.	Olympia, WA	1,745	0.3%	72	706	967	20	0	Aaron Koelsch President/CEO
67	Grace Management Inc.	Minneapolis, MN	1,678	0.3%	901	512	265	19	0	Eugene W. Grace President
68	Greenfield Senior Living	Falls Church, VA	1,608	0.3%	240	1,368	266	20	0	Mathew Peponis CEO/Chairman
69	Singh Senior Living	West Bloomfield, MI	1,595	0.3%	833	762	139	9	0	Gurmale S. Grewal CEO
70	HH-Hunt Senior Living	Raleigh, NC	1,573	0.3%	0	1,223	350	21	0	Buck Hunt Vice Chairman / CEO
71	Commonwealth Assisted Living	Charlottesville, VA	1,512	0.3%	136	908	468	22	0	Richard Brewer President/CEO
72	Kaplan Development Group	Jericho, NY	1,496	0.3%	323	917	256	14	0	Glenn Kaplan CEO
73	The LaSalle Group	Irving, TX	1,437	0.3%	96	32	1,309	31	0	Mitchell W. Warren CEO
74	Carlton Senior Living	Concord, CA	1,398	0.3%	152	1,016	230	11	0	Philip Scott President/CEO
75	Avamere Health Services	Wilsonville, OR	1,340	0.3%	312	774	254	15	0	John Morgan CEO
76	Independent Healthcare Properties LLC	Georgetown, TN	1,340	0.3%	0	938	402	24	0	Greg A. Vital President/CEO
77	Tutera Senior Living & Health Care	Kansas City, MO	1,329	0.3%	418	850	48	40	0	Joe Tutera CEO
78	Laureate Group	Waukesha, WI	1,323	0.3%	574	749	123	8	0	would not disclose President/CEO
79	Capri Senior Communities	Waukesha, WI	1,271	0.2%	873	348	50	12	0	James Tarantino Principal
80	Northstar Senior Living	Redding, CA	1,228	0.2%	154	715	359	16	0	Rick Jensen CEO
上位5位合計			230,717	43.6%	106,550	95,352	28,851	2,029	54	
上位25位合計			408,319	77.2%	198,526	177,110	49,187	3,491	130	
上位50位合計			476,375	90.0%	222,016	209,996	61,553	4,165	131	
上位80位合計			529,119	100.0%	238,457	238,012	72,010	4,758	131	

出所)米国アシステッドリビング協会(ALFA:Assisted Living Federation of American) Senior Living Executive "2015 Largest Senior Living Providers"をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 2015 年 1 月 1 日時点集計値。インディペンデントリビング(IL)、アシステッドリビング(AL)、メモリーケア(MC)が対象

図表 1-2-10 米国における高齢者住宅のオペレーター・ランキング 全米上位 80 位(居室数ベース)

	総運営 居室数	80位中 のシェア	タイプ別の居室数						施設数	
			IL 居室数	同シェア	AL 居室数	同シェア	MC 居室数	同シェア	全米	海外
上位5位合計	230,717	43.6%	106,550	44.7%	95,352	40.1%	28,851	40.1%	2,029	54
上位25位合計	408,319	77.2%	198,526	83.3%	177,110	74.4%	49,187	68.3%	3,491	130
上位50位合計	476,375	90.0%	222,016	93.1%	209,996	88.2%	61,553	85.5%	4,165	131
上位80位合計	529,119	100.0%	238,457	100.0%	238,012	100.0%	72,010	100.0%	4,758	131

出所)米国アシステッドリビング協会(ALFA: Assisted Living Federation of American) Senior Living Executive “2015 Largest Senior Living Providers”をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2015 年 1 月 1 日時点集計値。インディペンデントリビング(IL)、アシステッドリビング(AL)、メモリーケア(MC)が対象

図表 1-2-11 米国における高齢者住宅のオペレーター・ランキング:施設タイプ別保有状況と海外保有状況

インディペンデントリビング(IL) オペレーター上位10社					アシステッドリビング(AL) オペレーター上位10社				
順位	会社名	本社所在地	IL 収容室数	2014年 の順位	順位	会社名	本社所在地	AL 収容室数	2014年 の順位
1	Holiday Retirement	Lake Oswego, OR	39,080	1	1	Brookdale	Brentwood, TN	62,873	2
2	Brookdale	Brentwood, TN	32,918	2	2	Sunrise Senior Living	McLean, VA	15,106	3
3	Erickson Living Management	Catonsville, MD	22,039	3	3	Five Star Quality Care	Newton, MA	11,473	5
4	Life Care Services LLC	Des Moines, IA	20,714	4	4	Atria Senior Living Group	Louisville, Kentucky	10,081	4
5	Five Star Quality Care	Newton, MA	10,517	5	5	Meridian Senior Living LLC	Hickory, NC	9,000	10
6	USA Properties Fund Inc.	Roseville, CA	8,261	6	6	Enlivan (IB Assisted Living Concepts)	Chicago, IL	8,445	6
7	Atria Senior Living Group	Louisville, Kentucky	8,110	10	7	Senior Lifestyle Corp.	Chicago, IL	7,672	9
8	Capital Senior Living Corp.	Dallas, TX	7,600	7	8	Capital Senior Living Corp.	Dallas, TX	6,300	7
9	Senior Lifestyle Corp.	Chicago, IL	7,183	9	9	Elmcroft Senior Living	Louisville, KY	5,763	8
10	Leisure Care LLC/One-Eighty	Seattle, WA	6,943	11	10	Merrill Gardens LLC	Seattle, WA	4,696	15
上位10社合計			163,365		上位10社合計			141,409	

メモリーケア(MC) オペレーター上位5社					海外(米国外)展開 オペレーター上位5社			
順位	会社名	本社所在地	Memory Care 収容床数	2014年 の順位	順位	会社名	本社所在地	米国以外のシニア リビング物件数
1	Brookdale	Brentwood, TN	17,231	2	1	Sunrise Senior Living	McLean, VA	54
2	Sunrise Senior Living	McLean, VA	6,675	3	2	Watermark Retirement Communities	Tucson, AZ	36
3	Meridian Senior Living LLC	Hickory, NC	3,400	5	3	Atria Senior Living Group	Louisville, Kentucky	29
4	HCR ManorCare	Toledo, OH	3,207	4	4	Leisure Care LLC/One-Eighty	Seattle, WA	6
5	Five Star Quality Care	Newton, MA	3,143	6	5	Hawthorn Retirement Group	Vancouver, WA	5
上位5社合計			33,656		上位5社合計			130

出所)米国アシステッドリビング協会(ALFA: Assisted Living Federation of American) Senior Living Executive “2015 Largest Senior Living Providers”をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 2015 年 1 月 1 日時点集計値。インディペンデントリビング(IL)、アシステッドリビング(AL)、メモリーケア(MC)が対象

(6) 米国における高齢者住宅・施設の歴史とリートの関わり

米国における高齢者住宅・施設の歴史をみると、初めは社会的必要性が高く、公的医療制度と関連が深いスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)の供給が中心で、次いで高齢者住宅(アシステッドリビングやインディペンデントリビング)が台頭した。

スキルドナーシング施設は、第 2 次世界大戦前から存在したが、1965 年にメディケア、メディケイドが成立したことを受けて 1970 年代に開発が本格化した。ヘルスケアリートも 1970 年の設立当初はスキルドナーシング施設建設資金の調達手段として設立された。スキルドナーシング施設は 1970 年代から 1980 年代にかけて多くが建設されたことから、平均築年数は約 36 年と老朽化が進んでいる。

スキルドナーシング施設への政府の医療費還付は、当初はかかった医療費全額に対して支給されていたため、利益が出やすく、スキルドナーシング施設は政府の医療費還付で利益を得る悪評高い施設となっていた。しかし、1980年代の政策変更で、医療費還付額がかかった医療費に対してではなく、病気毎に一定の金額が支給されることとなった。これを受けて多くのスキルドナーシング施設の経営が悪化し、オペレーターが倒産した。そして、1980年代後半から1990年代にかけて、スキルドナーシング施設業界で大規模な再編が起こった。

当時、経営が悪化したスキルドナーシング施設のオペレーターに対しては、政府系金融機関が融資していたが、リートもこの機会を利用して、政府系金融機関の融資先とは異なる比較的質の高いオペレーターに高利で融資し、収益を上げた。

一方、高齢者住宅市場は、米住宅都市開発省(HUD)による高齢者向け家賃補助金政策や、民間資金の流入に支えられ、1980年代後半から拡大基調となった。人々の価値観も、人生最後の期間を単に高額なスキルドナーシング施設で過ごす以外の選択肢を求めるようになり、ホスピタリティ(ホテル風のおもてなし産業)のような概念をもつ、アシステッドリビングやインディペンデントリビングに対する需要が高まっていった。同時に、証券化市場の発展により、リートやCMBS(商業不動産担保証券)を活用した高齢者住宅・施設を担保とするローンの証券化が広まった。このような社会的ニーズの高まりと、証券化市場の発展に伴う資本市場からの多額の資金流入が重なり、1990年代後半に多数の高齢者住宅が建設された。米国の高齢者住宅が本格的な成長を迎えた時期はこの1990年代後半であるため、米国の高齢者住宅業界はまだ「ティーンエージャー」と言われている。そして、リートはオペレーターとともに、高齢者住宅の先駆者として業界を牽引した。

しかし、資金流入を背景に1997年から2001年にかけて高齢者住宅(特にアシステッドリビング)の建設が急速に進んだ結果、2000年代前半には著しい過剰供給問題が発生した。需要を大きく上回る、著しい量の過剰開発が行われ、質的にもニーズに見合わない建設が進んだ結果、高齢者住宅の稼働率は低下し、リーートの保有物件もその影響を受けた。リーートの保有ポートフォリオは、半分が通常通り運営されていたが、残りの半分は建設中か、建設していてもほとんど埋まっていない(稼働していない)状態となり、苦戦することとなった。

高齢者住宅における新規供給の動向は、1990年代後半に過剰開発が行われた後は、開発が抑制されており、現在も抑制傾向が継続している。高齢者住宅のストック増加率をみると、1997年から2001年の5年間は年率5〜9%という高い水準の供給が行われたが、2002年から2014年の13年間の供給は年率1〜3%程度(平均2%前後)の水準となっており、供給の抑制傾向が継続している。ただし、全米では開発は抑制されているが、都市によっては供給過多の地域もあり、供給動向は一律ではない。

1990年代後半の過剰開発の経験は、高齢者住宅業界のプレーヤー(オペレーター、リート)と金融機関の行動を慎重にさせている。金融機関は、特に2007年から2008年の金融危機後、新規開発に対する厳格な融資姿勢を継続している。高齢者住宅業界のプレーヤーも、ベビーブーマー世代の退職に伴う需要拡大が見込まれるものの、今後供給を著しく拡大させた場合に1990年代後半と同様の事態が発生するのではないかという懸念を常に意識している。

2-2 米国リート市場とヘルスケアリートの概要・変遷

(1) 米国リート市場の歴史と成長要因

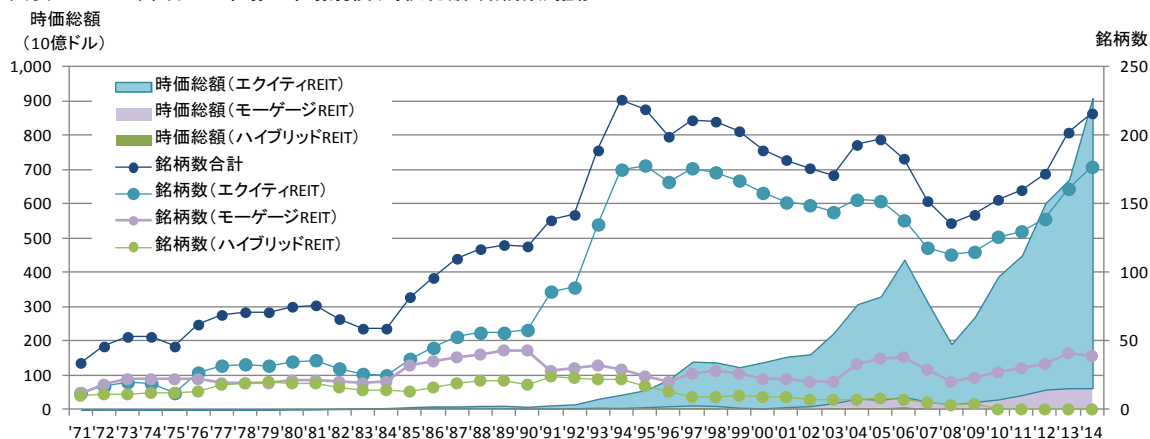
米国リート市場は、1960 年から 55 年の歴史をもち、世界のリート時価総額の約 6 割を占め、世界最古にして世界最大のリート市場である。米国リートは、今日に至るまで様々な制度改正や成長・停滞・回復等のサイクルを幾度も経験しており、現在は流動性と透明性が高く、銘柄分散とセクター分散が効いた、非常に成熟した市場となっている。

米国では 1960 年に世界初のリート制度が導入された。1961 年に第 1 号リートが組成され、1965 年に初のリートがニューヨーク証券取引所に上場した。当時、米国リートは不動産開発のための資金調達手段(通常の融資に代替する不動産デットファイナンス)として、モーゲージリートを中心に拡大したため、現在主流のエクイティリートよりモーゲージリートの方が多かった。

しかし、1970 年代に起こった不動産供給過剰、オイルショック、金融引き締めなどを背景に、モーゲージリートは他の不動産担保証券と同様に多くの破綻事例がみられた。モーゲージリートの銘柄数は伸び悩み、一部ではエクイティリートへの転換も進んだ。1980 年代後半から 1990 年には不動産バブルが起り、バブル崩壊後に破綻した金融機関の保有不動産が市場に放出されたことは、リートにとって物件を割安に取得する機会となった。当時は、不動産価格の下落により私募不動産ファンドの流動性も低下していたため、私募不動産ファンドの不動産持分をエクイティリートが実物不動産として取得できる仕組みが必要とされていた。

このような背景のもとで、1992 年にアップリートが導入された。アップリート(UPREIT: Umbrella Partnership REIT)は、不動産をリートに拠出してもキャピタルゲイン課税を繰り延べられる仕組みで、1992 年後半に同スキーム初の上場があり、1993 年と 1994 年には多くのリートがこのスキームを活用して上場した。

図表 1-2-12 米国リート市場の市場規模(時価総額・銘柄数) 推移



出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会) 資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

また、1993 年の制度改正(包括財政調整法(Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993))により、年金基金の構成員一人一人を個別の投資家とみなす形で、年金基金の投資家が導管性要件を満たす株主として扱われるようになり、年金資金によるリート投資が容易となった。年金基金のリート投資は、リート時価総額の急速な拡大と流動性の向上に寄与した。

このように、不動産取得面で 1992 年に導入されたアップリートの活用により運用資産が拡大したことと、資金調達面で 1993 年の制度改正により年金資金が流入したことを背景に、米国のエクイティリートが急速に拡大し、モーゲージリートに代わって米国リート市場の拡大を牽引した。これらを背景に、1990 年代前半は上場が相次ぎ、銘柄数は 200 を超えた。1990 年代後半もエクイティ調達の活発化は続いたが、M&A に伴う大型化が進展したため銘柄数は減少した。また、アジア通貨危機やロシア通貨危機もあり、市場は一旦停滞を迎えた。

一方、1999 年の制度改正(リート近代化法(The REIT Modernization Act of 1999))により、リートが課税対象子会社を通じてテナントや第三者にサービスを提供し、オペレーションによる収益を得られるようになり、活動範囲が拡大した。

2000 年から 2006 年頃にかけては、不動産市場の回復や証券化の発展とともにエクイティリートの時価総額は再び拡大したが、主要リートが M&A を通じた規模拡大を図り、2005 年以降の銘柄数は再び減少している。

金融危機後は、多くの資産担保証券や資産担保融資が不良債権化した。リート業界でも、2007 年には複数のモーゲージリートが破綻(連邦破産法 11 条の適用申請)し、2009 年には大手エクイティリートも資金繰り破綻した。また、2008 年には上場コスト削減やリートの株価ボラティリティ上昇回避目的で、リートの非上場化も複数みられた。

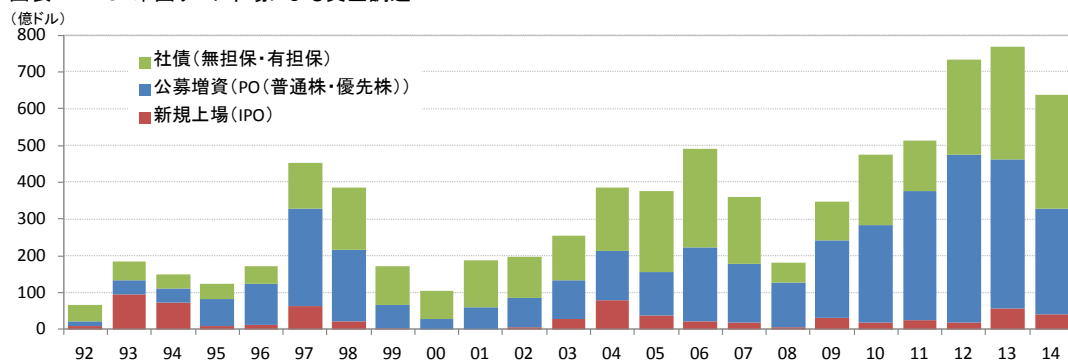
この時期は、資産価値下落に伴う実質レバレッジの上昇と融資コストの上昇により、多くのリートがエクイティ調達や物件売却による債務圧縮などにより手元資金を確保し、バランスシートの改善に努めた。資金調達環境は、2009 年以降、エクイティ調達環境、デット調達環境の順に改善し、2010 年以降は再び成長過程に入っている(図 1-2-13)。

リートがレバレッジ低下に努めた結果、エクイティリートの平均レバレッジ(負債÷時価総額)は 2008 年の 55%から 2015 年に 35%まで低下した。

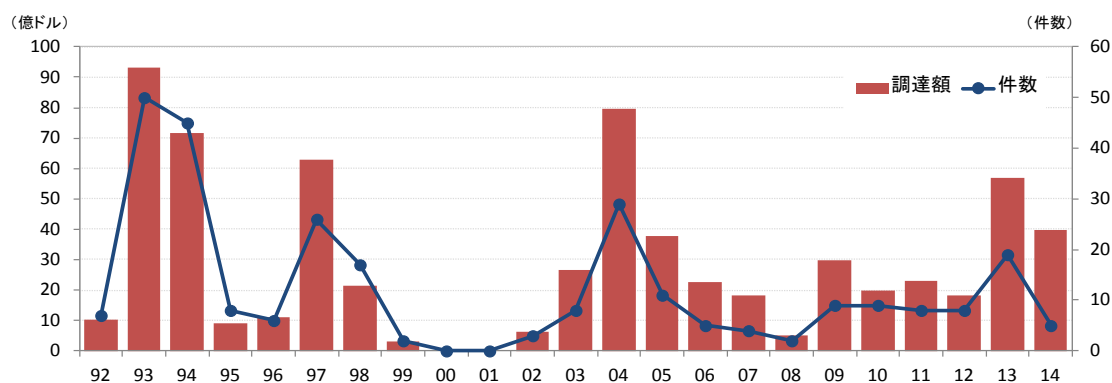
エクイティ調達は、新規上場、公募増資ともに 2009 年以降活発化している。新規上場は、2008 年以降一旦途絶えた後、2009 年 6 月に再開したが、2009 年に上場した 8 件のうち 7 件はモーゲージリートであった。2010 年以降はエクイティリートによる上場が中心となっており、2013 年にはエンパイアステートビルに投資する過去最大級のオフィスリートや、大手小売リートを含む 20 件近くの上場がみられるなど活況を呈している(図 1-2-14)。公募増資は、2008 年秋以降も、普通株に関しては調達額の減少はみられても途絶えることはなく行われた。優先株に関しては 2008 年秋から 2009 年は途絶えたが、2010 年には再開している。公募増資の調達額は、2008 年から 2013 年にかけて 5 年連続で増加しており、米国リートのエクイティ調達環境は非常に良好な状態が継続している(図 1-2-15)。

起債は 2008 年に一時途絶えたが、政府の緊急経済支援策も奏功して 2009 年後半に再開し、リートの信用不安は徐々に後退した。2010 年には大型の起債も続き、2014 年は過去最低の調達コストで史上最高額の調達となり、その後も良好な環境が継続している(図 1-2-16)。

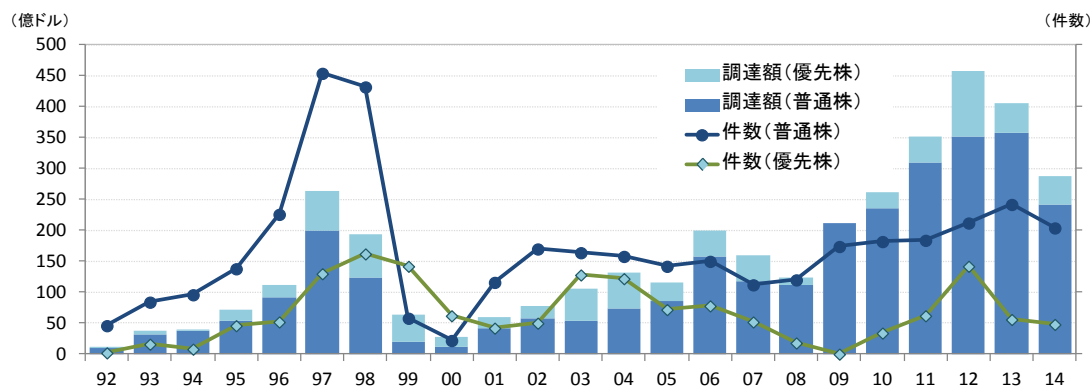
図表 1-2-13 米国リート市場による資金調達



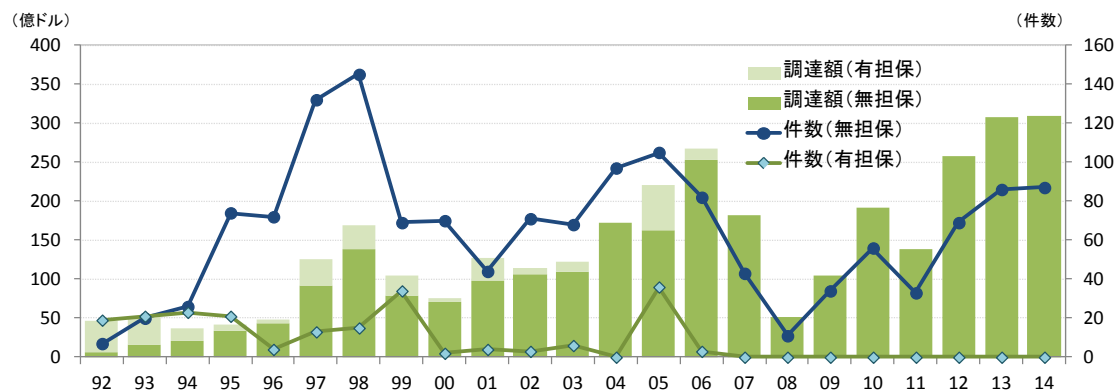
図表 1-2-14 米国リートによるエクイティ調達額(1): 新規上場(IPO)調達額と件数



図表 1-2-15 米国リートによるエクイティ調達額(2): 普通株・優先株別の公募増資(PO)調達額と件数



図表 1-2-16 米国リートによる社債調達額 : 有担保・無担保別の社債調達額と件数



出所) すべて NAREIT (全米不動産投資信託協会) 資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

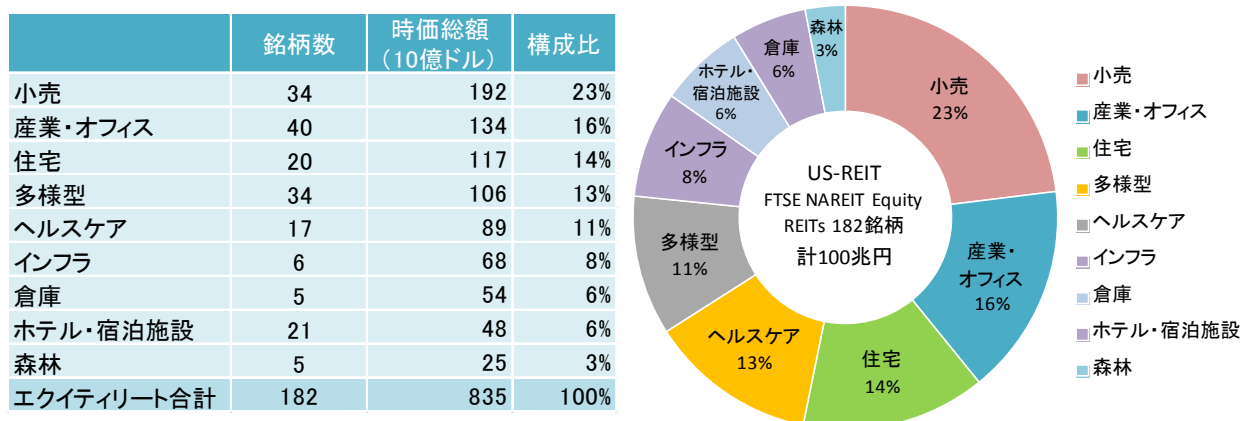
米国リートは様々な制度改正や市況サイクルを経験し、金融危機後も財務基盤の改善と好調な資金調達環境を活かして成長を遂げ、業界再編を通じた大型化を図ってきた。近年はM&Aが行われている一方で、新規上場も活発に行われていることから、時価総額と銘柄数がともに増加している(2015年10月末の米国リートは全224銘柄(うちエクイティリート183銘柄、モーゲージリート41銘柄)で、時価総額は約113兆円)。

(2) 米国リート市場におけるヘルスケアセクターの位置づけ

米国リート市場では、リート市場創設から10年後となる1970年にヘルスケアセクターが誕生した。米国のヘルスケアリートは45年の歴史を経て、時価総額は米国リートの13%に相当する10兆円超と、小売、産業・オフィス、住宅に次いで4番目に大きなセクターに成長した。

ヘルスケアセクターが米国のリート投資家に信頼され、現在の規模まで成長するには相応の時間を要した。ヘルスケアは当初、オフィス、商業、産業、住宅等の伝統的な投資対象とはみなされず、主要リート指数にも採用されていなかった。ヘルスケアリート指数は1993年から算出が開始され、主要リート指数にも組み込まれたが、当初はヘルスケアを除く指数を算出する要望が出た程、ヘルスケアセクターは米国のリート投資家に広く受容されてはおらず、現在の森林リート(指数算出開始2010年)やインフラリート(同2012年)のような位置付けであった。米国は世界で最もリートセクターの多様化が進んでいるが、その米国においてさえ、ヘルスケア以外の特殊資産タイプ(森林、インフラ等)については、いまだ投資家の受容度が十分に高まっているとはいえない。

図表 1-2-17 米国エクイティリート市場におけるヘルスケアセクターの位置づけ

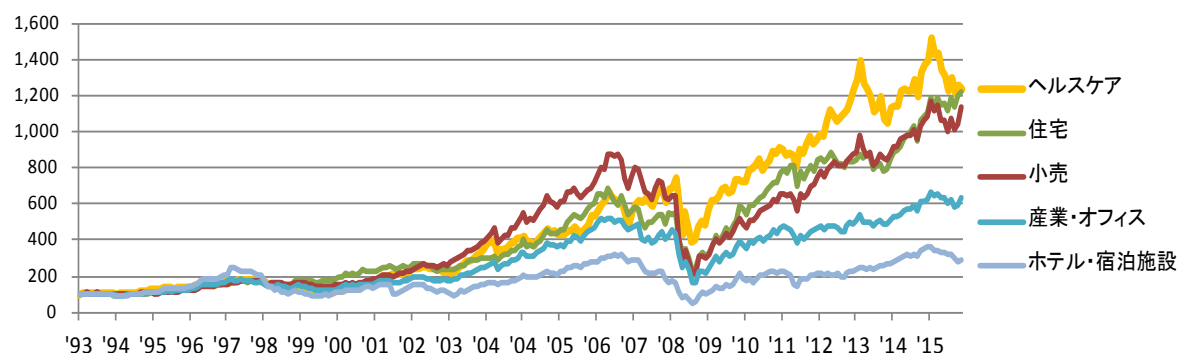


出所)NAREIT(全米不動産投資信託協会)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 2015年9月末時点。セクター区分はNAREITに基づく

注)2. 米国リートは、エクイティリートとモーゲージリートとがあるが、ここではエクイティリートに占める各セクターの割合を記載

図表 1-2-18 米国リートの子業別(小売、産業・オフィス、住宅、ホテル・宿泊施設、ヘルスケア)トータルリターン指数推移
(1993年12月=100)



出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 指数算出開始時点の 1993 年 12 月が 100 となっている

注) 2. 他にも多様型、倉庫、森林、インフラなどのセクターが存在するが、伝統的セクターやホテルセクターとの比較にとどめた

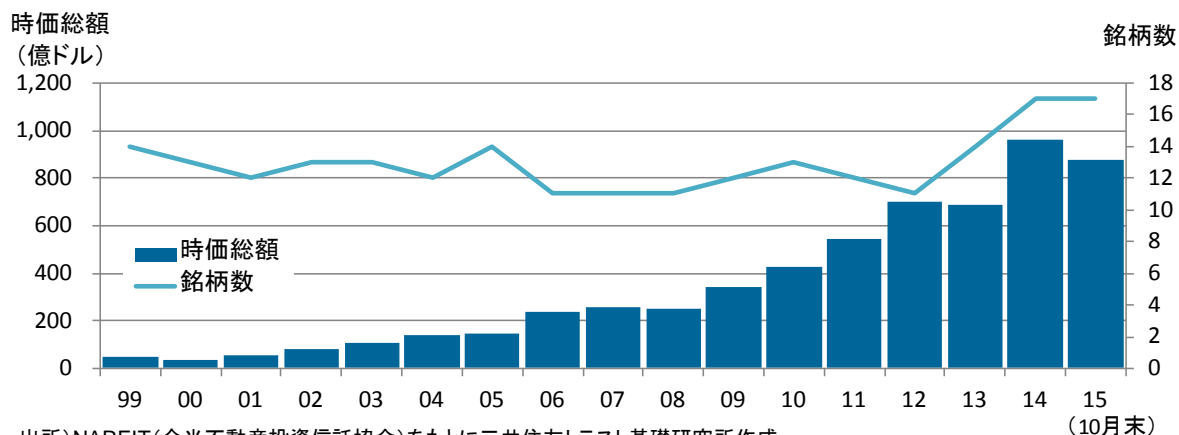
(3) 米国ヘルスケアリート市場の歴史と成長要因

米国のヘルスケアリートは、1970 年に第1号として Health Care Fund(現在の Welltower)が上場してから 45 年の歴史を持つ。しかし、上場当初の 1970 年から 2000 年までの 30 年間は小規模に止まっていた。米国でヘルスケアリートが拡大したのは 2000 年以降で、特に金融危機後の数年間に急速な規模拡大が進んだ(図表 1-2-19)。

ヘルスケアリートが拡大した背景としては、金融危機後の業界再編を好機として、上位のリートが企業買収を伴う物件取得を活発に行い、急速に大型化したことが挙げられる。これを後押ししたのが、①制度面で 2008 年に施行された RIDEA(リートの投資多様化と権利拡大に関する法律。詳細は後述)によりヘルスケアリートが物件運営利益を得ることが可能となったことと、②資金調達面でエクイティ調達が非常にやりやすい環境にあったことの 2 要因であった。

制度面では、2008 年に施行された RIDEA により、ヘルスケアリートが賃料以外のサービスから収益を得ることができるような仕組みが認められ、課税対象子会社を通じてオペレーショナルアセットからの運営利益を享受できるようになった。

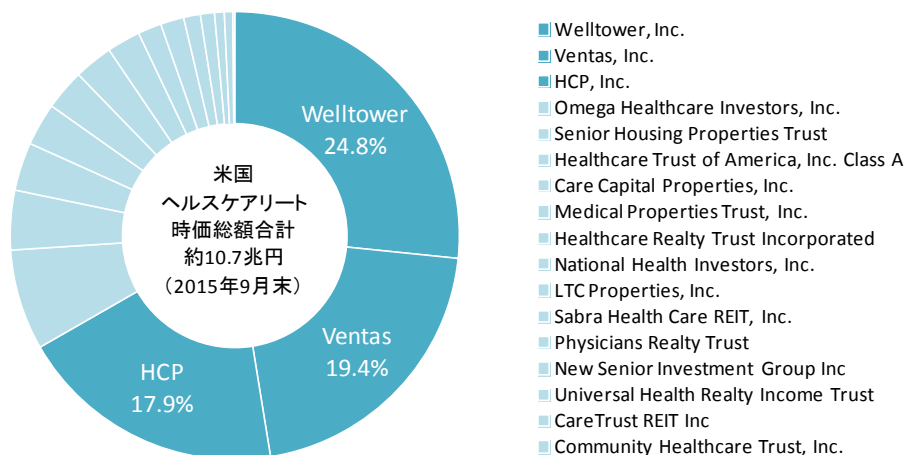
図表 1-2-19 米国ヘルスケアリートの時価総額と銘柄数の推移



出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 各年末値だが、2015 年は 10 月末時点の数値で年末値ではない

図表 1-2-20 米国のヘルスケアリートの内訳(時価総額シェア)



出所)NAREIT(全米不動産投資信託協会)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
注 1) 2015 年 9 月末時点

資金調達面では、ヘルスケアリートが運用実績を通じて非常に高い収益性を示し、投資家もこれを好感したためリート株価も上昇した。このため、エクイティ調達が行いやすい環境となり、上位ヘルスケアリートの資本市場へのアクセス性(資金調達力)は極めて高く、大規模なポートフォリオを取得するだけの資金調達力があつた。

ヘルスケアリートによる物件取得が最も活発に行われた 2011 年には、上位リートが金融危機後の業界再編に伴う大型の M&A やポートフォリオ単位での物件取得を通じて、保有資産を拡大させた。ヘルスケアリートは、増資による規模拡大で収益性が高まり、市場パフォーマンスも高まるという好循環のもとで、他のセクターをアウトパフォームする状態が続いた。

実際、ヘルスケアリートのトータルリターン指数の累積リターンは 2014 年までの 20 年間で 1,238%(米国株式(S&P500)は 555%、米国全リートは 725%)、過去 10 年間では 233%(米国株式(S&P500)は 109%、米国全リートは 106%)となっている。また、金融危機前のピーク(2007 年 5 月末)からボトム(2009 年 2 月末)の下落をみても、他のセクターより下落幅が小さく、景気変動の影響を受けにくいディフェンシブなセクターであるといえる(図 1-2-21)。

図表 1-2-21 米国ヘルスケアリートの指数推移(他セクターとの比較)

期間定義	起点	終点	各期間における累積リターン									
			グローバル株式	米国株式	米国全リート	エクイティリート	モーゲージリート	小売	産業・オフィス	住宅	ホテル・宿泊施設	ヘルスケア
過去20年間	1994年末	2014年末	338%	555%	725%	784%	356%	949%	567%	981%	293%	1238%
過去10年間	2004年末	2014年末	98%	109%	106%	122%	-25%	97%	87%	177%	71%	233%
過去5年間	2009年末	2014年末	69%	105%	116%	118%	66%	147%	89%	139%	132%	102%
金融危機前後	2007年5月末	2009年2月末	-49%	-50%	-66%	-67%	-61%	-74%	-68%	-65%	-84%	-36%
金融危機後	2009年2月末	2014年末	156%	217%	309%	326%	138%	398%	284%	386%	592%	260%

出所)NAREIT(全米不動産投資信託協会)、Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. グローバル株式は MSCI All Country World Index、米国株式は S&P 500 Index、リートは FTSE NAREIT リート指数で、それぞれ米国全リート(All REITs)、エクイティリート(Equity REITs)、モーゲージリート(Mortgage REITs)、各セクター別指数(産業・オフィス、小売、住宅、ヘルスケア、ホテル・宿泊施設)を使用している。すべてトータルリターン指数

注)2. 各期間における累積リターンを計算している。期間は、①2014 年末までの過去 20 年間・10 年間・5 年間のパフォーマンスと、②金融危機前後の下落率(米国全リートのピーク(2007 年 5 月末)とボトム(2009 年 2 月末))、③金融危機後の回復率(米国全リートのボトム(2009 年 2 月末)から 2014 年末)として計算

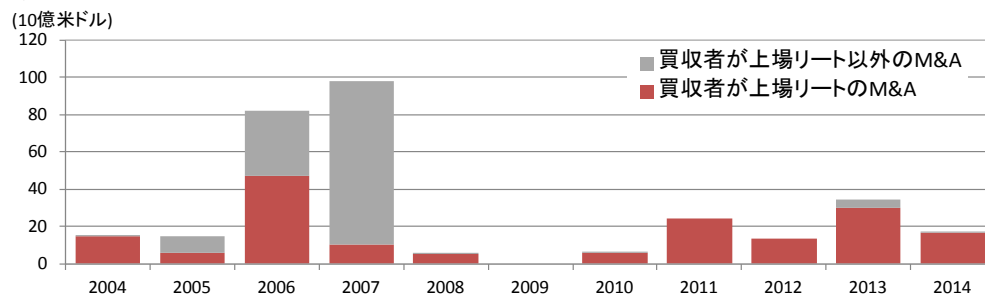
このような制度改正や資金調達環境を活かして、上位のヘルスケアリートは金融危機後の業界再編を好機として企業買収を伴う物件取得を活発に行い、急速に大型化した。この結果、米国のヘルスケアリートは3大リート(Welltower、Ventas、HCP)によるシェアが6割超となっており、寡占度が高いといえる(図表 1-2-20)。米国のヘルスケアリートは、長い運用実績の中で高成長率と高パフォーマンスを継続して示したことが投資家の評価と信頼を獲得し、投資家に懐疑的に見られていた15年前とは一転して、現在は米国リート100兆円市場の13%を占め、米国リートで4番目に大きなセクターに成長している。

(4) 米国におけるリートとヘルスケアリートの M&A の歴史

米国リートの M&A は、市場環境に応じて内容が変化してきた。金融危機以前の2004年から2006年は、上場リートがポートフォリオ規模拡大目的で同セクター内(小売、物流、ホテル、オフィス、ヘルスケアなど)での合併を行う例が多かった。M&A 取引額が過去最高となった2006年や2007年は、リートより資金調達力があつたプライベートエクイティや年金基金による上場リートの買収事例が目立った。2007年にはオフィスや住宅セクターにおいて大型リートの非上場化案件が相次いだほか、継続困難なリートを吸収合併する例もみられ、上場銘柄数が大きく減少した。M&A は資金調達が困難となった2007年後半から格段に減り、2009年に一旦途絶えたが、2010年に再開した。また、資金調達環境が改善した2011年以降は、金融危機前ほどの水準ではないが、上場リートによる M&A が継続的に行われている(図表 1-2-22)。

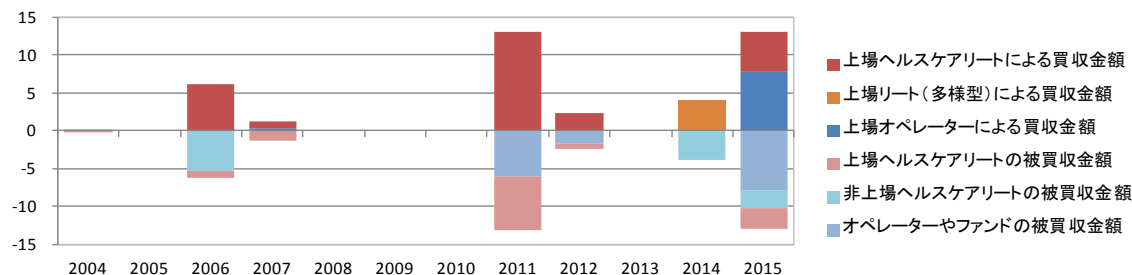
このようななかで、上場ヘルスケアリートも M&A を行ってきた。例えば、Welltower は2006年に Windrose Medical Properties Trust(上場リート)を買収した。また、HCP は、2006年に CNL Retirement Properties(非上場リート)を買収、2011年に HCR Manor Care(上場オペレーター)を買収、2012年に Emeritus(上場オペレーター)と Blackstone(プライベートエクイティファンド)による JV のポートフォリオを取得した。Ventas は、2004年に ElderTrust(上場リート)、2007年に Sunrise Senior Living REIT(カナダの上場リート)、2011年に Nationwide Health Properties(上場リート)、2012年に Cogdell Spencer(上場リート)、2015年に American Realty Capital Healthcare Trust(非上場リート)を買収した。最近では、スキルドナーシング施設に特化した上場ヘルスケアリート Omega Healthcare Investors が、同じくスキルドナーシング施設特化型で2013年に上場したばかりの Aviv REIT を吸収合併した(図表 1-2-23、図表 1-2-24)。

図表 1-2-22 米国リートにおける M&A(リートが買収者または被買収者の M&A)の取引額推移



出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 1-2-23 米国ヘルスケアリートにおける M&A(主にヘルスケアリートが買収者または被買収者の M&A)の取引額推移
(10億ドル)



出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)資料、各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
注) 1. 各年詳細は図表 1-2-24 参照。各年の買収金額と被買収金額の合計が 0 となるよう集計している

図表 1-2-24 米国ヘルスケアリートにおける M&A(主にヘルスケアリートが買収者または被買収者の M&A)の取引額推移

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	被買収者の事業種別	取引総額 (百万ドル)
2003/11/19	2004/2/5	Ventas, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	ElderTrust	上場リート(ヘルスケア)	191
2006/5/2	2006/10/6	Health Care Property Investors (現HCP)	上場リート(ヘルスケア)	CNL Retirement Properties	非上場リート(ヘルスケア)	5,300
2006/9/13	2006/12/20	Health Care REIT (現Welltower)	上場リート(ヘルスケア)	Windrose Medical Properties Trust	上場リート(ヘルスケア)	877
2006/12/21	2007/10/31	National HealthCare Corporation	上場オペレーター(ヘルスケア)	National Health Realty	上場リート(ヘルスケア)	268
2007/1/14	2007/4/26	Ventas, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	Sunrise Senior Living REIT	上場リート(カナダ・ヘルスケア)	1,036
2010/12/14	2011/4/8	HCP, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	HCR ManorCare, Inc.	上場オペレーター(ヘルスケア)	6,080
2011/2/28	2011/7/1	Ventas, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	Nationwide Health Properties, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	7,010
2011/12/27	2012/4/2	Ventas, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	Cogdell Spencer, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	635
2012/10/16	2012/10/31	HCP, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	Emeritus; Blackstone JV (Portfolio Acquisition)	上場オペレーター、 プライベートエクイティファンド	1,730
2014/6/2	2015/1/16	Ventas, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	American Realty Capital Healthcare Trust, Inc.	非上場リート(ヘルスケア)	2,297
2014/8/5	2014/12/3	NorthStar Realty Finance Corp.	上場リート(多様型)	Griffin-American Healthcare REIT II, Inc.	非上場リート(ヘルスケア)	3,881
2014/10/31	2015/4/1	Omega Healthcare Investors, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	Aviv REIT, Inc.	上場リート(ヘルスケア)	2,822
2015/10/8	—	Blackstone Real Estate Partners VIII	プライベートエクイティファンド	BioMed Realty Trust	上場リート(産業/オフィス)	7,866

出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)資料、各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
注) 1. 赤い網がけは上場ヘルスケアリート(NAREIT によるセクター分類でヘルスケアセクターに分類されているリートまたはカナダのヘルスケアリート)。米国の上場リートで多様型や産業/オフィスに分類されているものは特段網がけをしていない

上場ヘルスケアリート同士の M&A の場合は、伝統的な買収(例えば株式取得など)の形をとるが、リートとオペレーターの M&A の場合は、オペレーター(施設所有者でもある)が事業分割を行い、物件をリートに売却し、運営を継続する形の「セールアンドリースバック取引」のケースが多く、必ずしも企業買収ではない。リートとオペレーターとの関係では、このほか RIDEA を活かしたパートナーシップを組んでいる例もある。

金融危機以前には、施設を所有するオペレーターの多くが、会社を「施設運営を行う子会社」と「施設所有を行う子会社」に分割した。これらの不動産を所有する子会社は、主に CMBS(商業不動産担保証券)を資金調達手段として利用したが、金融危機後は CMBS ローンのリファイナンスが困難となった。このような状況のもとで、リートはオペレーターが保有する施設の取得やオペレーターへの融資を行った。オペレーターがリートに施設を売却するにあたっては、セールアンドリースバック取引が多いが、オペレーターはリートへの物件売却を通じて資金調達を行うとともに施設運営を継続することができる。

オペレーターによるリートへのセールアンドリースバックの賃貸借契約は、長期のトリプルネットで締結されることが多い。トリプルネット(NNN)は、テナントであるオペレーターが全ての運営コスト(物件の税・保険料・維持管理費)を負担する方式で、ヘルスケアリートは費用負担が少なく収益を見通しやすいメリットがある。

ヘルスケアリートがオペレーターからヘルスケア施設をセールアンドリースバックで取得した例としては、HCP(ヘルスケアリート)がHCR Manor Care(オペレーター)から取得した事例や、Welltower(ヘルスケアリート)がGenesis HealthCare(オペレーター)から取得した事例がある。

(5) 米国リート市場における税制改正

米国ヘルスケアリートが賃料以外のサービスから収益を得ることを可能とした RIDEA はヘルスケアリートにとって重要な税制改正となったが、ここでは、まずその背景となる米国税制上の概念とリート市場における税制改正について説明する。

① 1986 年の税制改正 (Tax Reform Act of 1986)

創設当初の米国リートは、不動産の所有権を持つ以外の行為が認められておらず、物件の管理・清掃、設備投資(例えばエアコン設置)、テナントへのリーシングは全て禁止されており、不動産の管理は第三者を雇う必要があった。しかし、不動産の所有権と管理が別で効率的な資産管理がなされないことが投資家には不評で、不動産の所有権を取得するエクイティリートではなく、住宅ローンや住宅ローン担保証券を通じて不動産に投資するモーゲージリートが初期の米国リートの中心となっていた。そこで、1986 年の大規模な税制改正 (Tax Reform Act of 1986) によってリートが不動産の所有と管理を行うことが認められ、同一の経営陣が不動産の所有と管理を行えるようになった。投資家もこれを好感し、米国リート市場に資本流入が起こった。

しかし、ホテルとヘルスケアの 2 セクターは、この改正によるメリットを享受できなかった。リートの収入は大半が不動産からの「賃料」でなければならず、不動産以外の「サービス」からの収入は不動産の「賃料」とみなすことはできないという税法上の概念が背景にある。オフィス、住宅、商業施設、物流・産業施設の場合、リートは「不動産使用权」を提供しているにすぎないため、収入は「賃料」といえるが、ホテルは「客室使用权」以外の「サービス(部屋清掃、ルームサービス、パレットサービス、料飲サービス、コンシェルジュサービスなど)」からの収入が大部分を占め、ヘルスケアも「居室使用料」以外の「サービス(食事提供、清掃、洗濯、投薬、医療サービス等)」からの収入が多くを占め、これらは「賃料」とみなすことはできないというものである。

米国のリートは、課税所得の 90% 以上を投資家に配当する義務を負うが、支払った配当分はペイスルー課税(配当は損金算入、未分配金に法人税課税)という形で法人税が課税されないという税法上のメリットを受けている。課税所得の 100% を配当する場合

は、課税対象は投資家のみでリートは法人税を支払う必要はない(投資家とリートへの二重課税の回避)。しかし、このメリットを享受するには様々な税法上の導管性要件(資格要件や配当要件)を満たす必要がある。資格要件は、さらに「組織要件」、「収入要件」、「資産要件」に分かれる。「リートの収入は不動産からの「賃料」でなければならない、不動産以外の「サービス」から得られる収入は賃料とは認められない」というのは、この「収入要件」と「資産要件」に関係している。「収入要件」としては、①総収入の 75%以上が不動産関連資産(不動産賃貸収入、モーゲージの利子、不動産の売却益等)、②総収入の 95%以上が不動産関連資産からの収入と利息、配当、有価証券売却益、「資産要件」としては①総資産(価値)の 75%以上が不動産関連資産、現金及び現金同等物、国債、②上記の有価証券を除く有価証券が総資産価値の 25%以下、③課税対象リート子会社(TRS)の株式は、株式価値の合計が総資産価値の 20%以下、が挙げられる。

オフィスや商業施設では、リートがテナントに提供するのは主に不動産使用权で、不動産賃貸収入が大半を占めるので適格要件(収入要件や資産要件)を満たすが、ホテルやヘルスケアは、空間利用権以外の多くのサービスを提供しており、不動産賃貸収入とはいえない収入が多いため、適格要件を満たすことができない。このため、ホテルやヘルスケアに特化したリートは、不動産以外のサービスから得た収入が税法上賃料として認められないことから、税制上のメリットが受けられなかった。また、運用方法も、保有不動産を第三者に賃貸し、第三者が不動産の管理とテナントに提供するサービスの責任を負う形での運用しか認められていなかった。

② 1999 年のリート近代化法(The REIT Modernization Act of 1999)

1999 年のリート近代化法(RMA:The REIT Modernization Act of 1999)で新たに「課税対象リート子会社(TRS: taxable REIT subsidiary)」という概念ができた(2001 年施行)。オフィスや住宅でも賃料と認められないサービス(清掃やインターネット等の提供)を提供することがあるが、課税対象リート子会社(以下 TRS)を経由すればこれらのサービスからの収入も享受できるというもので、政府が TRS により法人税が確保できるとともに、リートも物件競争力を保つことが可能となった。この概念がホテルリートにも適用され、ホテルリートも TRS を設立すれば、TRS を通じてサービスからの収入も享受することが認められた。最後に、ヘルスケアリート向けにこれが修正され、2008 年に施行された RIDEA でヘルスケアリートも TRS を通じてサービスからの収入を享受できることとなった。これらにより、ホテルリート(2001 年施行 RMA)とヘルスケアリート(2008 年施行 RIDEA)の運営が容易となったことは、ホスピタリティ産業を拡大させる政策主旨にも適っていた。

③ 2007 年のリートの投資多様化と権利拡大に関する法律 (RIDEA)

2007 年のリートの投資多様化と権利拡大に関する法律 (RIDEA: REIT Investment Diversification and Empowerment Act of 2007) は、2002 年の法案提出から 6 年を経て 2008 年 6 月 30 日に施行された。制定までには長い歳月を要し、多くの議論がなされた。

RIDEA 自体は多様な内容を含むが、その一部に、ヘルスケアリートが TRS を通じて物件運営利益を享受することが可能とする旨の条項が盛り込まれた。スキームは、2001 年に施行されたリート近代化法 (RMA) でホテルリートに認められた方法と同様である。

(a) TRS に関する規定と基本要件・効果 (リート近代化法 (RMA)、RIDEA)

1999 年のリート近代化法 (RMA) では、リートが総議決権または総株式の 10% 以上を保有する会社 (= 関連会社) から受け取る賃料は、原則として不動産賃料とはみなさないが (いわゆる関連会社規定)、ホテルリートに関して例外規定を設けられている。つまり、関連会社規定の例外として、ホテルリートが 100% 子会社の TRS から受け取った賃料は「関連会社」からではなく「適格独立請負人 (EIK: Eligible Independent Contractor)」から受け取ったものとして扱い、不動産賃料として認められる。

2007 年のリートの投資多様化と権利拡大に関する法律 (RIDEA) は、同様なスキームをヘルスケアリートに認めている。リートは、100% 子会社である TRS を所有し、TRS をテナントとして不動産を賃貸することができ、TRS から得る賃料収入がリート適格収入と認められる。しかし、重要な点は、リートは不動産を所有し、テナントの TRS に賃貸できるのみで、このスキームでもリート自身はいかなるサービスを提供 (施設運営) してはならず、提供した場合はリート適格収入ではなくなる。TRS もリートに賃料を払うのみで、サービスを提供 (施設運営) することは認められていない。このため、施設運営は第三者オペレーターが行う必要があり、TRS は「適格独立請負人 (EIK)」を第三者オペレーターとして雇い、物件運営手数料を支払う。

つまり、①ヘルスケアリートは適格なヘルスケア施設をテナントである TRS に賃貸し、TRS から物件の「公正な市場賃貸価値に基づく賃料」を受け取る。②適格なヘルスケア施設は「適格独立請負人 (EIK)」が管理しなければならない (ヘルスケアリートや TRS がヘルスケア施設を運営することは認められていない)。TRS は EIK をオペレーターとして雇い、物件運営手数料を払う。③ヘルスケアリートは TRS を通じて物件運営利益を受け取ることができる。この仕組みでは、政府にとっても法人税の基盤 (TRS が課税対象) が守られる一方、リートは TRS を通じて物件運営から得た利益を享受することができる。

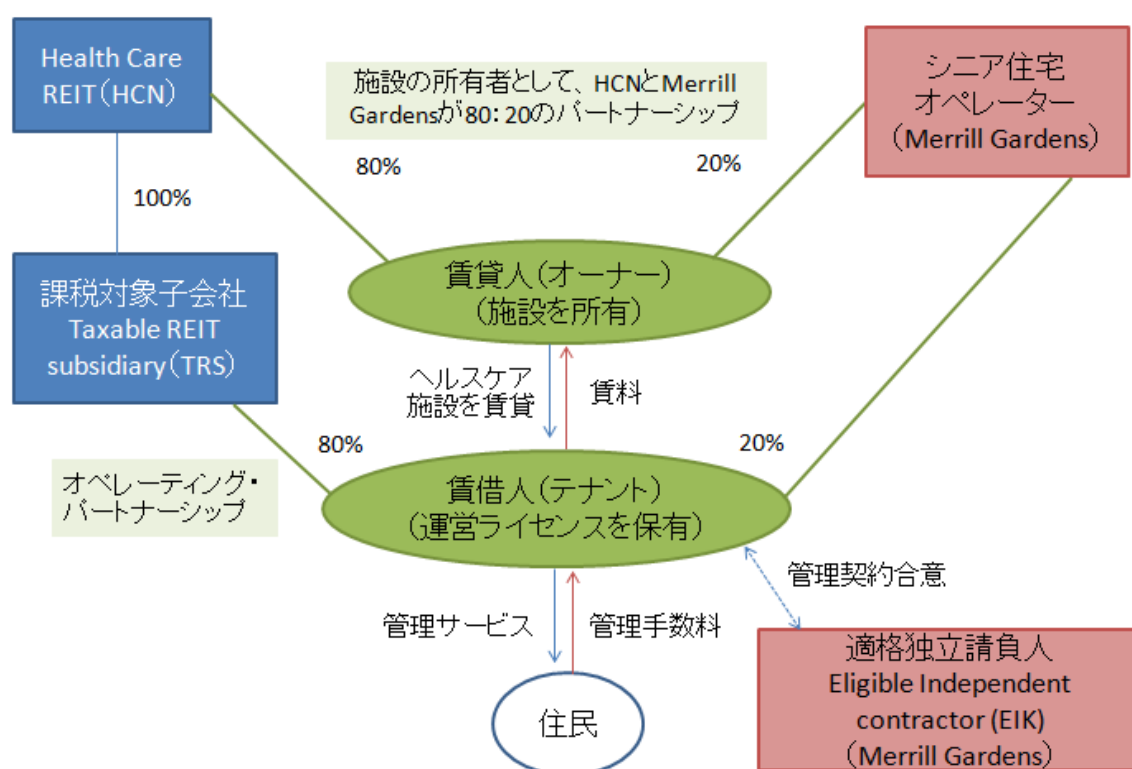
(b) RIDEA スキームを活用したリートとオペレーターのパートナーシップ

RIDEA に従ったスキームは、実際にはリートがオペレーターとパートナーシップを組む形で活用されるケースが多い。ここでは、RIDEA パートナーシップの事例として、Welltower (当時 Health Care REIT) がオペレーターの Merrill Gardens と 2010 年にパートナーシップを結んだときのスキームを紹介する (図表 1-2-25)。

このケースの特徴は、2 種類のパートナーシップ(施設所有に関するパートナーシップと運営ライセンス所有に関するパートナーシップ)が組まれている点である。まず、リート(Health Care REIT(現 Welltower))とオペレーター(Merrill Gardens)が 8:2 のパートナーシップでヘルスケア施設のオーナー(所有者)となる。次に、リートの課税対象リート子会社(Health Care REIT(現 Welltower)の TRS)とオペレーター(Merrill Gardens)が別途 8:2 のオペレーティング・パートナーシップを結ぶことで運営ライセンスの所持者となる。そして、オペレーターの Merrill Gardens がテナントの代わりに適格独立請負人(EIK)としてコミュニティを管理する。

オペレーター(Merrill Gardens)は双方のパートナーシップ(施設所有に関するパートナーシップと運営ライセンス所有に関するパートナーシップ)に 20%ずつ出資している。一方、リート側は、施設所有に関するパートナーシップにはリートが 80%出資、運営ライセンス所有に関するパートナーシップにはリートの TRS が 80%出資する形をとっている。

図表 1-2-25 RIDEA パートナーシップの活用事例 (Health Care REIT(現 Welltower)と Merrill Gardens の事例を簡素化)



出所)Welltower(旧 Health Care REIT(HCN))開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(6) 上位 3 リートによる RIDEA パートナーシップの活用例

RIDEA は、ヘルスケアリート業界に大きな影響を与え、上位 3 リートを中心にリートがオペレーターとパートナーシップを組む形で RIDEA に従ったスキームが活用されてきた。上位リートは、複数の高齢者住宅オペレーターと RIDEA スキームに基づくパートナーシップを結び、TRS を通じてオペレーティングアセットの運用と取得を積極的に進め、シニアハウジングの規模拡大と成長を遂げてきた。

ここでは、米国でヘルスケアリートとオペレーターが協働して成長してきたことを示す例として、上位 3 リート(Welltower、Ventas、HCP)による RIDEA スキームの活用事例を紹介する。なお、RIDEA スキームに基づくオペレーティングアセットからの利益は、上位 3 リートのポートフォリオ投資額(資産評価額)の 1~3 割を占めている(Welltower 27%、Ventas38%、HCP13%)。

Welltower は、前頁の Merrill Gardens 以外にも複数の RIDEA パートナーシップを結んでおり、2010 年に Senior Star Living と(Welltower:Senior Star=9:1)、2011 年には Silverado Senior Living や Benchmark Senior Living と(Welltower は両方とも 95%)、2012 年には Belmont Village Senior Living と RIDEA パートナーシップを結んでいる。

また、Ventas は RIDEA スキームを活用して、Atria Senior Living やカナダの高齢者住宅オペレーターSunrise Senior Living と RIDEA パートナーシップがあり、良好な関係を築いている。2010 年に Sunrise Senior Living が運営する高齢者住宅 58 物件の少数持分を取得したほか、Atria Senior Living からは 2011 年に高齢者住宅 117 物件を取得し、2012 年に Atria Senior Living の少数持分に戦略的に投資している。

HCP は、米国高齢者住宅オペレーター最大手の Brookdale Senior Living との JV により、2011 年以降、高齢者住宅の所有と運営を行ってきた。HCP は現在 RIDEA を活用したオペレーティングポートフォリオを 5 つ(計 122 施設)運営している。

HCP は、2011 年に Brookdale Senior Living と JV により RIDEA スキームを活用したパートナーシップを組み(HCP:Brookdale=9:1)、Horizon Bay Realty が運営していたインディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)の全ポートフォリオを取得した。この後も、HCP と Brookdale Senior Living は JV による高齢者住宅の所有・運営を続けており、HCP は Brookdale Senior Living と JV で 2014 年に CCRC(終身介護コミュニティ)のポートフォリオを約 5.9 億ドルで取得したほか、2015 年 6 月にカナダの大手高齢者住宅オペレーターである Chartwell Retirement Residences からプライベートペイの高齢者住宅 35 物件を約 8.5 億ドルで取得している。なお、HCP は Brookdale Senior Living のほかにも RIDEA パートナーシップに基づき、2015 年 3 月に mbk senior living と JV でインディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)、アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)、メモリーケア(認知症ケア)を取得している。

(7) 米国ヘルスケアリートの投資対象

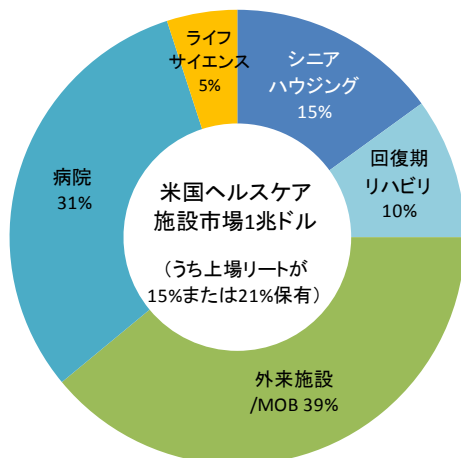
ヘルスケアリート各社の開示によれば、米国のヘルスケア施設市場の規模は1兆ドルであり、内訳は、外来施設/メディカルオフィスビルが39%、病院が31%、シニアハウジングが15%、回復期リハビリ(ポストアキュート)施設が10%、ライフサイエンス/バイオテック施設が5%と、医療系施設が7割を占める一方、高齢者住宅・施設は25%程度と少ない(図1-2-26)。また、米国のヘルスケア施設市場1兆ドルのうち、上場リートの保有割合は15%または21%と試算されており、このうちWelltowerは約2.5%、HCPは約3%を保有している(各社の開示に基づく)。

一方、米国のヘルスケアリートの運用資産は約1,200億ドルと推定される(図1-2-27)。内訳は、シニアハウジング(高齢者住宅)が52%、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)が17%、外来/メディカルオフィスビルが17%、病院が7%、ライフサイエンスが3%、その他が4%と、3大投資対象であるシニアハウジング(高齢者住宅)、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)、外来/メディカルオフィスビルが全体の86%を占めている。このほか病院やライフサイエンス(バイオテクノロジー、製薬会社、医療装置開発、大学、政府、研究機関などの生命科学産業関連の企業・組織等が集積する、複数の施設や建物で構成されるビジネス・パーク)への投資もみられ、不動産投資以外ではローン投資を行っているリートもある。

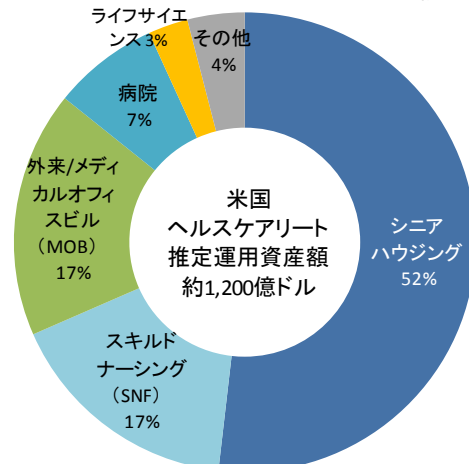
また、米国のヘルスケアリートの投資戦略は2種類に分かれる。上位3リートが多様なヘルスケア施設への分散投資を行っている一方、それ以外の銘柄では特定の種類のヘルスケア施設に特化して集中投資している。

3大リートの投資戦略は、高齢者住宅を中心としつつも、メディカルオフィスビル、スキルドナーシング施設、病院、ライフサイエンス、海外資産、ローン、その他に分散投資しており、投資対象の多様化を進展させてきた。一方、それ以外のリートでは特定資産(高齢者住宅、メディカルオフィスビル、スキルドナーシング施設、病院等)に集中・特化した運用を行っている。

図表 1-2-26 米国のヘルスケア施設市場の構成



図表 1-2-27 米国のヘルスケアリート運用資産の構成



出所) すべてリート開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 各リートの直近の開示資料(2015年Q3または2014年末)に基づいている

注) 2. 米国ヘルスケアリート保有資産額(推定)は評価額。各資産タイプの金額は、開示があるものは資産額を使用しているが、NOI(運営純収益)や収入(賃貸事業収入)、面積の開示のみしかない場合はそれらの比率で配賦して計算

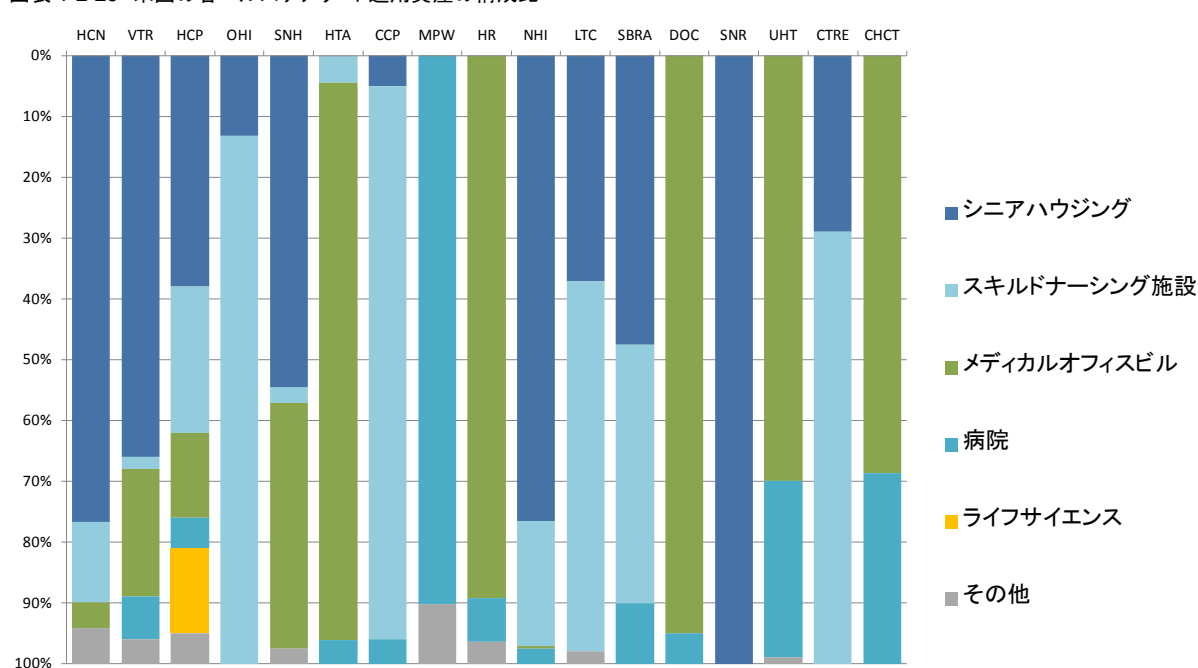
図表 1-2-28 米国のヘルスケアリート運用資産額と運用対象

時価総額 順位	リート名称	リート略称	運用資産額 (億ドル)	海外投資事例	高齢者住宅・施設		医療関連施設		その他
					シニアハウジング	スキルド ナーシング 施設	メディカル オフィスビル	病院	
1	Welltower, Inc.	HCN	303	イギリス、カナダ	●	●	●	●	●
2	Ventas, Inc.	VTR	245	カナダ、イギリス	●	●	●	●	●
3	HCP, Inc.	HCP	240	イギリス、メキシコ	●	●	●	●	●
4	Omega Healthcare Investors, Inc.	OHI	80	イギリス	●	●			
5	Senior Housing Properties Trust	SNH	74	－	●	●	●		●
6	Healthcare Trust of America, Inc. Class A	HTA	36	－		●	●	●	
7	Care Capital Properties, Inc.	CCP	26	－	●	●		●	
8	Medical Properties Trust, Inc.	MPW	56	ドイツ、イギリス				●	●
9	Healthcare Realty Trust Incorporated	HR	32	－			●	●	●
10	National Health Investors, Inc.	NHI	20	－	●	●	●	●	●
11	LTC Properties, Inc.	LTC	11	－	●	●			●
12	Sabra Health Care REIT, Inc.	SBRA	16	カナダ	●	●		●	
13	Physicians Realty Trust	DOC	15	－			●	●	
14	New Senior Investment Group Inc	SNR	31	－	●				
15	Universal Health Realty Income Trust	UHT	4	－			●	●	●
16	CareTrust REIT Inc	CTRE	7	－	●	●			
17	Community Healthcare Trust, Inc.	CHCT	1	－			●	●	
合計			1,198						

出所) 各リート開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 各リーートの直近の開示資料に基づいている

図表 1-2-29 米国の各ヘルスケアリート運用資産の構成比



出所) すべての各リート開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. 各リーートの直近の開示資料に基づいている。各リートは略称(正式名称は図表 1-2-28 参照)

注) 2. 資産額構成比は、開示があるものは資産額で計算。NOI や収入、面積ベースの開示のみしかない場合はそれらで配賦

3 大リート以外でシニアハウジング(高齢者住宅)の保有比率が高いリートとしては、Senior Housing Properties Trust (SNH)、New Senior Investment Group (SNF)、National Health Investors (NHI)、Sabra Health Care REIT (SBRA)の5リートが挙げられる。

また、メディカルオフィスビル比率の高いリートとしては Healthcare Realty Trust Incorporated (HR)、Healthcare Trust of America, Inc. Class A (HTA)、Physicians Realty Trust (DOC)、Community Healthcare Trust (CHCT)の4リートが挙げられ、病院比率が高いリートとしては Medical Properties Trust (MPW)が挙げられる。

スキルドナーシング施設比率の高いリートとしては Omega Healthcare Investors (OHI)、Care Capital Properties (CCP)、CareTrust REIT (CTRE)、LTC Properties (LTC)の4リートが挙げられる。Omega Healthcare Investors は2015年3月に Aviv REIT (2012年3月に上場したばかりのスキルドナーシング施設特化型リート)を買収している。Care Capital Properties は2015年7月に Ventas がスキルドナーシング施設を事業分割して設立した Ventas の子会社で、CareTrust REIT は2015年6月に Ensign が所有していた97物件を分離上場したリートである。スキルドナーシング施設は、パブリックペイに依存するため運営が非常に難しく、特化型として専門的なノウハウを持った人材が運用する必要性が高い。

米国のヘルスケアリートによる物件取得方法をみると、これらの特定資産に特化したリートは個別物件の取得もしているが、上位リートはオペレーターからポートフォリオまたは複数物件をまとめて取得する例が多い。このため、高齢者住宅・施設の取引市場では、買い手の上位を占めるのが近年上位3リートとなっている一方で、売り手の上位を占めるのがリートにポートフォリオを売却したオペレーターや投資家という状況が続いている。

(8) 上位3リート(Welltower、Ventas、HCP)の概要

このように、現在3大リートは多様なヘルスケア施設に投資しているが、3大リート(Welltower、Ventas、HCP)も当初はスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)に投資していた。Welltower は創業者が家族経営で行っていたスキルドナーシング施設の資金調達手段としてヘルスケアリートを設立し、スキルドナーシング施設のみで運用を開始した。HCP も創業当初はスキルドナーシング施設と病院で運用を開始した。Ventas もスキルドナーシング施設のオペレーターが事業分割(不動産と運営事業の分割)した結果、創設された経緯があり、スキルドナーシング施設のみで運用を開始した。3大リートは、その後スキルドナーシング施設への投資を縮小させる一方、高齢者住宅の比率を高めるとともに、メディカルオフィスビルやライフサイエンス、病院、海外投資など多様な資産に投資するようになった。

また、3大リートはオペレーターとの RIDEA パートナシップを活用しながら、金融危機後の業界再編を契機に、オペレーターの企業買収を伴うポートフォリオ単位での資産取得や、ヘルスケアリートの吸収合併を繰り返し、大型化してきた。この結果、現在3大リートは米国ヘルスケアリートの6割超を占めている。そこで、ここでは3大リート(Welltower、Ventas、HCP)を取り上げ、その概要と歴史、ポートフォリオの構成などを紹介する。

① Welltower(旧 Health Care REIT)

Welltower は、米国で最初に誕生したヘルスケアリートで 1970 年に上場した。名称は、上場当初の Health Care Fund を 1980 年に Health Care REIT (略称 HCN) に変更し長年同名称で親しまれてきたが、2015 年 9 月に Welltower に変更した (略称は HCN のまま)。Welltower というブランド名は、「健康 (wellness)」に重きを置き、同リートをヘルスケア施設の変化に欠かせないパートナーとして位置づける意味を持っている。

Welltower の運用対象は、創設当初のスキルドナーシング施設からアシステッドリビングを中心とする高齢者住宅にシフトし、金融危機後のファイナンス(ローン)、医療系施設(メディカルオフィスビル、病院)、ライフサイエンス、海外投資などを含めて様々な多様化を遂げてきた。近年は認知症ケアに対応する高齢者住宅・施設への需要が急増しており、今後、認知症ケアの問題がますます深刻化することが見込まれることから、認知症ケアを含む総合的な新しい施設を構築することも視野に入れるなど、常に一步先を見据えたビジョンを持っている。

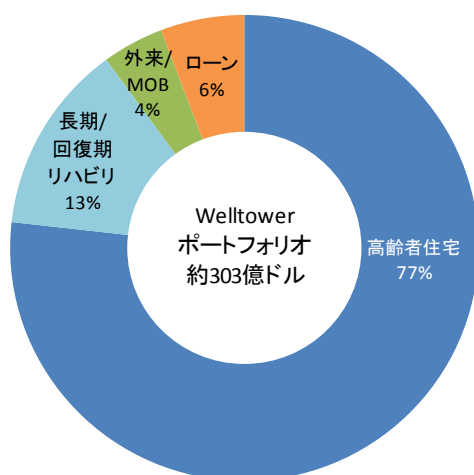
Welltower の創業者はブルース・トンプソン氏とフレデリック・ウォルフ氏の 2 名で、創業当時の本社はオハイオ州リマにあった。もともと、ウォルフ氏がリマで家族経営していた Wolfe Industries が 4 つの子会社(建設資材販売会社 Lima Lumber、スキルドナーシング施設建設会社 Wolfe Industries Construction、トラック輸送・投資会社 Western Ohio Corp.、石材運送業者 Western Ohio Transportation Co.)を保有しており、リートはこのうち特にスキルドナーシング施設の建設会社である Wolfe Industries Construction がスキルドナーシング施設を建設する際の資金調達手段として役立った。

実際、Welltower が初めて取得したのは、Wolfe Industries が保有していたオハイオ州のスキルドナーシング施設 2 物件で、初期の Welltower は、スキルドナーシング施設の取得によりポートフォリオを拡大していった。運用資産額は、1987 年の 1.6 億ドルから、その 10 年後には 8.4 億ドル(スキルドナーシング施設とアシステッドリビングの 194 物件)、1998 年には 11 億ドル超に成長した。また、1996 年から 2014 年 4 月まで CEO を務めた前 CEO のジョージ・チャップマン氏がその後の Welltower を大きく成長させ、運用資産額は 2005 年に 30 億ドル、2010 年には 90 億ドルに成長した。

Welltower は 2006 年に米国ヘルスケアリートの Windrose Medical Properties Trust を買収し、金融危機後は旧 Dana Holding Corp. が運営していた本社キャンパスを買取り、本社をオハイオ州内でリマからトリードに移転した。また、2011 年には米国の高齢者住宅・施設のオペレーター Genesis HealthCare から資産を 24 億ドルで取得し、2012 年にはカナダのヘルスケアリート Chartwell Seniors Housing REIT と組んでカナダの高齢者住宅とケアコミュニティ 42 物件を 9.3 億ドルで取得した。さらに、2012 年と 2013 年には米国、カナダ、英国などで高齢者住宅を運営する Sunrise Senior Living からアシステッドリビング 125 物件を 43 億ドルで段階的に取得している。Welltower は 2007 年末から現在までに 278 億ドルの資産取得と 45 億の資産売却を行った。この結果、Welltower の企業価値は 2007 年末の 5 倍の 370 億ドルに成長し、米国ヘルスケア施設市場約 1 兆ドルの約 2.5% (同社による開示) を保有する主要なプレーヤーとなった。

Welltower は、ポートフォリオの 9 割弱がプライベートペイで、高齢者住宅への投資比率が高い。2015 年 Q3 時点のポートフォリオ 1,414 施設(評価額 298 億ドル)の構成は、資産額ベースで高齢者住宅が 77%、スキルドナーシング施設(長期/退院後リハビリケア)が 13%、外来/メディカルオフィスビルが 4%、ローンが 6%となっている。また、NOI(運営純収益)ベースでは、高齢者住宅が 63%、スキルドナーシング施設が 21%、外来/メディカルオフィスが 15%、病院が 1%となっている。

図表 1-2-30 Welltower のポートフォリオ構成(資産評価額ベース)



出所)Welltower 開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
注)1. 2015 年 9 月末時点

Welltower は多様な変化を遂げる高齢者住宅・施設市場の変遷の中で、トップオペレーターが運営する質の高いヘルスケア施設を投資対象とし、オペレーターとのパートナーシップを重視した運用を行ってきた。テナント上位 10 社の NOI(運営純収益)が全体の 6 割弱を占め(2015 年 Q3)、テナント上位 5 位は、Sunrise Senior Living、Genesis Healthcare、Brookdale Senior Living、Benchmark Senior Living、Revera となっている(2015 年 9 月末)。

海外投資に関しては、2007 年から 270 億円以上の海外投資を行っている。国別には、米国 1,175 施設(評価額計 248 億ドル)、英国 110 施設(同 28 億ドル)、カナダ 129 施設(同 22 億ドル)投資しており、NOI(運営純収益)ベースは米国 85%、英国 8%、カナダ 7%の構成となっている。カナダでは、カナダの高齢者住宅業界大手オペレーターの Revera と Chartwell の 2 社とのパートナーシップ、英国では、英国のプライベートペイ大手オペレーター Avery、Sunrise/Gracewell、Signature とのパートナーシップを築いている。また、カナダの年金基金 CPPIB との JV を通じて業界に新たな資金を呼び込んでいる。

② Ventas

Ventas は、1999 年にスキルドナーシング施設の所有者兼オペレーターであった Kindred 社(現在の名称)の事業分割(所有と運営の分離)によって誕生した。スキルドナーシング施設の運営会社(現在の Kindred Healthcare)と不動産資産会社(Ventas)に事業分割された。Ventas はシングルアセット(スキルドナーシング施設のみ)、シングルテナント(Kindred のみ)でスタートしたが、スキルドナーシング施設の収入が政府還付金に依存していたことから当時の財政状況は悪く、Ventas は財政難に直面していた。この状況を一新し、劇的な成長を導いたのが 2000 年に CEO に就任したデブラ・カファロ氏である(2003 年から会長兼任)。

2002 年には、Ventas は長期の資金調達戦略と資産の多様化に焦点を当て、財務コスト削減と負債比率低下、返済期限の分散化など財務健全化に努め、ポートフォリオの多様化によりリスクを抑えつつ高リターンを実現する成長戦略を構築した。

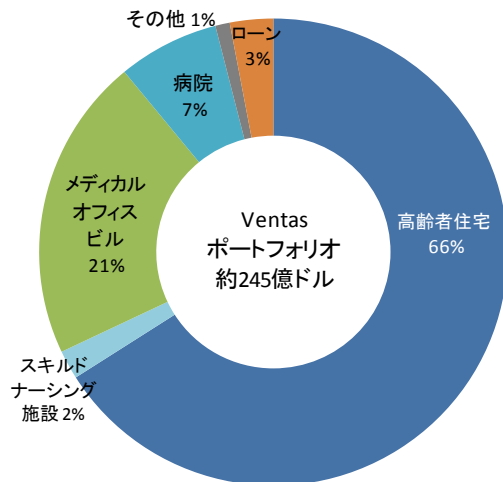
そのため、Ventas は様々な合併により資産を拡大させてきた。2004 年に上場ヘルスケアリート of Elder Trust と合併し、インディペンデントリビングとアシステッドリビングを計 15 物件取得し、Blookdale に賃貸した(Ventas 初の合併事例)。次いで、2005 年に2度目の合併として自己管理型のリートである Provident Senior Living Trust を 12 億ドルで取得し、同じく Blookdale をテナントとした。また、2006 年には 3 度目の合併が完了し、Senior Care の高齢者住宅とヘルスケア施設を計 64 物件取得した。さらに、2007 年には4度目の合併として、カナダの上場ヘルスケアリートである Sunrise Senior Living REIT を 20 億ドルで取得し、質の高いプライベートペイの高齢者住宅 79 物件から成るポートフォリオ(Ventas にとって初となる海外物件も含む)を取得した。

このように、Ventas は 2004 年から 2007 年にかけて 4 回の合併を実施してきたが、外部成長が最も著しかったのは、金融危機後の 2010 年から 2011 年にかけてで、当時は高齢者住宅やメディカルオフィスの業界再編を通じた大きな投資機会があった。

2010 年には、カナダのオペレーター Sunrise Senior Living が運営する高齢者住宅 58 物件の少数持分を約 2 億ドルで取得したほか、メディカルオフィスビル of オペレーターである Lillibridge Healthcare Services と同社が運営するメディカルオフィスビル 96 物件を約 4 億ドルで買収した。2011 年には、上場ヘルスケアリート Nationwide Health Properties と同社が運営する 600 物件以上のポートフォリオを 76 億ドルで買収したほか、Atria Senior Living Group のシニアハウジング 117 物件を 31 億ドルで取得するなど、2011 年の年間取得額は約 110 億ドルにのぼった。2012 年には上場ヘルスケアリート of Cogdell Spencer と同社が運営するメディカルオフィスビル 71 物件を約 8 億ドルで買収したほか、将来の成長に向けて Atria Senior Living の少数持分に戦略投資を行っている。

このように、Ventas はポートフォリオの多様化を図ってきたが、最近ではスキルドナーシング施設を事業分割する動きもみられる。Ventas は 2015 年 7 月に、スキルドナーシング施設 355 施設とその他ヘルスケア施設を事業分割し、これらを保有するリートとして新規に Care Capital Properties という上場ヘルスケアリート(Ventas の完全子会社)を設立している。

図表 1-2-31 Ventas のポートフォリオ構成



出所) Ventas 開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注) 1. 2015 年 9 月末時点

2015 年 9 月末時点のポートフォリオ 1,288 物件(資産評価額は 245 億ドル)の構成は、資産額ベースで高齢者住宅が 66%、メディカルオフィスビルが 21%、病院が 7%、スキルドナーシングが 2%、その他が 1%、ローンを 3%と、高齢者住宅とメディカルオフィスビルが主要な投資対象となっている。Ventas はメディカルオフィスビルや高齢者住宅等のプライベートペイアセット(メディケアやメディケイドなどの公的制度の対象とならないもの)と病院(急性期医療)に焦点を当て、今後の成長機会を模索する方針である。

③ HCP

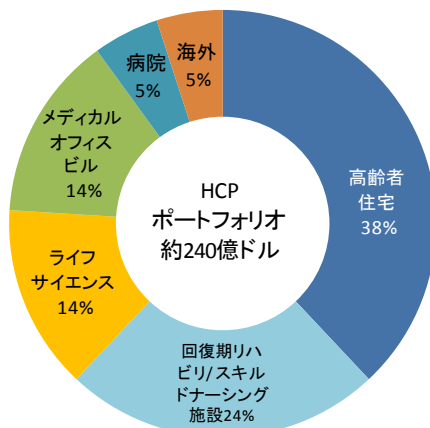
HCP は 1985 年に上場し、S&P 500 指数に組み入れられた初のヘルスケアリートである。上場当初のポートフォリオは 24 物件でスキルドナーシング施設と病院のみであった。

HCP は様々な買収や物件取得により、ポートフォリオを拡大させてきた。1999 年に、米国のヘルスケアリート American Health Properties を約 10 億ドルで買収した。2003 年には米国病院経営大手オペレーターの HCA から、同社やその他の病院が経営するメディカルオフィスを所有・運営・開発する MedCap Properties の買収を通じて、メディカルオフィスポートフォリオの基盤を築いた。また、2006 年には米国の私募ヘルスケアリート CNL Retirement Properties を 53 億ドルで買収し、高齢者住宅ポートフォリオを拡大させ、2007 年にはサンフランシスコとサンディエゴでライフサイエンスポートフォリオの基盤を築いた。2011 年にはオペレーターである HCR ManorCare のポートフォリオを 61 億ドルで取得し、2012 年には Emeritus(オペレーター)と Blackstone(投資ファンド)の JV によるポートフォリオを取得した。

現在は、高齢者住宅、急性期病院/スキルドナーシング、ライフサイエンス、メディカルオフィスビル、病院の 5 分野に分散して投資している。投資対象国は、米国が大半だが、2012 年から英国にも投資しており、米国ヘルスケアリートとして初の欧州投資を行った事例となっている。

2015 年 9 月末のポートフォリオは 1,280 物件(資産評価額は 240 億ドル)で、米国のヘルスケア施設市場約 1 兆ドルの約 3%を HCP が保有している(HCP の開示による)。資産構成は、資産額ベースで高齢者住宅が 38%、急性期病院/スキルドナーシングが 24%、ライフサイエンスが 14%、メディカルオフィスビルが 14%、病院が 5%、海外が 5%となっており、現時点では他の 2 リート(Welltower、Ventas)よりも高齢者住宅の比率が低い一方、スキルドナーシング施設やライフサイエンスへの投資比率が高い。

図表 1-2-32 HCP のポートフォリオ構成



出所)HCP 開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 2015 年 9 月末保有物件に HCR (Hospital Corporation of America)50 物件の売却を考慮した数値

高齢者住宅は、全米 44 州で 482 物件(95 億ドル)保有しており、このうち収入の 66% がトリプルネット(テナントであるオペレーターが全ての運営コスト(物件の税・保険料・維持管理費)を負担する方式)賃貸借契約、33%は RIDEA スキームとなっている。トリプルネットでの上位オペレーターは Blookdale Senior Living、Sunrise Senior Living、HCR Manor Care の 3 社で、RIDEA スキームのオペレーターは Blookdale Senior Living が主だが、mbk senior living ともパートナーシップを結んでいる。なお、Blookdale との間では、CCRC(終身介護コミュニティ)にも注力しており、HCP は Blookdale との JV で CCRC のポートフォリオに約 5.9 億ドル投資している(資産価値総額 12 億ドル)。

回復期リハビリ/スキルドナーシングおよび病院は、全米 32 州で 266 物件(60 億ドル)保有している。このうち収入の 8 割超が回復期リハビリ/スキルドナーシング(主要テナントは HCR ManorCare)、2 割弱が慢性期病院となっている。

HCR ManorCare は 2007 年にカーライルグループに買収されたが、2011 年に HCP がカーライルグループから HCR ManorCare のポートフォリオ 338 物件(急性期病院、スキルドナーシング、アシステッドリビング)を 61 億ドルで取得した。セールアンドリースバック取引で引き続き HCR ManorCare が運営を継続し、トリプルネット賃貸借契約を結び、初年度 472.5 百万ドル、当初 5 年間は毎年 3.5%ずつ、5 年目以降は毎年 3%ずつ賃料が増額していく内容だったが、2014 年末には HCR ManorCare の賃料支払が困難になり、2015 年 4 月には初年度と同額(472.5 百万ドル)まで賃料減額改定を行っている。

メディカルオフィスビルは、全米 32 州で 294 物件 (37 億ドル) を保有している。このうち、8 割強はオンキャンパス (病院の敷地内にあるもの) となっている。主要テナントは、営利団体で世界最大の医療提供者の Hospital Corporation of America (HCA)。メディカルオフィスビルの稼働率は 91% 超となっている。また、2015 年 6 月にモルガンスタンレーと JV で Memorial Hermann のポートフォリオを取得した。

ライフサイエンスは、全米 4 州で 116 物件 (39 億ドル) を保有している。このうち 9 割弱はライフサイエンスの主要 3 都市といわれる 3 都市のうち 2 都市 (サンフランシスコとサンディエゴ) に集中しており、稼働率は常に 98% 前後の高稼働を維持している (主要テナントは、Amgen、Genentech、Rigel、LinkedIn、Exelixis、Google、Myriad、Takeda、General Atomics 等)。

海外 (英国) 投資額は現在 10 億ドルで、このうち不動産投資と債権投資が半々となっている。2012 年に Four Seasons Health Care に優先債券を発行した後、2014 年と 2015 年には Maria Mallaband Care Group から不動産を 25 物件取得している。また、HC one に 2014 年と 2015 年に融資し、このうち 3 分の 1 を 2015 年にケアホーム 36 物件に転換している (セールアンドリースバック)。

2-3 米国におけるヘルスケアリート普及の背景と課題

(1) 米国のヘルスケアリート普及の背景

米国のヘルスケアリートは、1970 年の第 1 号上場から 45 年という長い歴史のなかで、ヘルスケア施設市場やオペレーター、米国リート市場と共に発展し、投資対象を多様化してきた。

① 米国ヘルスケア施設市場やオペレーターとともに成長

ヘルスケアリートの資産規模拡大と成長、大型化の背景には、オペレーターとの協働関係が欠かせないものとなっている。上位リートは、起源もオペレーターと関連が深く、高齢者住宅・施設や医療系施設のトップオペレーターと良好な関係を築き、特定のオペレーターに過度に依存することなく、オペレーターの特徴を踏まえて委託先を選定している。高齢者住宅のオペレーターは、上場企業で全米を統括するようなオペレーターは一部に過ぎず、地域に根ざした零細企業も多い。これらに対し、経験豊富な上位のリートは助言も行いながらオペレーターを育てるなど、リートはオペレーターとともに成長し、ヘルスケア施設市場の拡大を支えてきた。

ヘルスケアリートは、金融危機後に潤沢な資金力を活用して高齢者住宅・施設や医療系施設のオペレーターからポートフォリオ単位での物件取得を行い、規模拡大を図ると同時に、運用資産を多様化してきた。ヘルスケアリートの運用戦略は、大きく多様型と特化型の 2 種類に分かれ、3 大リートは高齢者住宅を中心としつつも多様な投資対象に分散投資を行っている一方で、その他のリートは特定資産(高齢者住宅、高齢者施設、メディカルオフィスビル、病院等)に特化した運用を行っている。

現在、米国のヘルスケアリートは、高齢者住宅・施設、メディカルオフィスビルを主要な投資対象とし、病院やライフサイエンスへの投資も行っており、米国のヘルスケア施設市場 1 兆ドルの 15%または 21%を占める主要な担い手となっている(各リート試算)。

【米国の高齢者住宅・施設に対する需要】

米国の高齢者住宅・施設に対する需要層は、現在の主な需要層である戦前生まれのサイレントジェネレーション世代(1925～1945 年生まれ)から、今後、戦前世代より人口が多いベビーブーマー世代(1946～1959 年)にシフトすることが見込まれている。

サイレントジェネレーション世代は現在 70～90 歳で、アシステッドリビング(主な対象は 75 歳以上)とスキルドナーシング施設(重度要介護者施設)の主な需要層だが、2030 年(85～105 歳)にはスキルドナーシング施設の主な需要層となるものと考えられる。一方、ベビーブーマー世代は現在 56～69 歳で、アクティブシニア賃貸住宅(55 歳以上)やインディペンデントリビング(主な対象は 65～75 歳)の主な需要層だが、2030 年(71～84 歳)にはアシステッドリビングやスキルドナーシング施設を実際に使い始める時期を迎える。

【米国の高齢者住宅・施設の供給とヘルスケアリート】

米国では将来的な高齢化社会の到来に伴う、ヘルスケア施設への需要の高まりから、高齢者向け施設・住宅の開発が行われてきた。米国における高齢者住宅・施設の供給としては、1960 年～1980 年代までは社会的必要性が最も高く、政府の還付金が受けられる、スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)の建設が中心で、特に 1970 年代後半に多くのスキルドナーシング施設が建設された(現在、平均築年数が 36 年を経過)。ヘルスケアリートはその建設資金の調達手段として 1970 年に誕生し、初期のヘルスケアリートはスキルドナーシング施設を中心とする運用を行っていた。しかし、スキルドナーシング施設は政府還付金に大きく依存していたため、政策変更の影響を受けやすい面があり、還付金の算定方法の変更により経営が悪化した多くのオペレーターが倒産し、1980 年代後半から 1990 年代にかけて業界再編が起こった。リートは、この業界再編の中で、政府とは異なる立場でオペレーターに不動産投資および融資を行った。

一方、このような重度要介護者向け以外の、軽度要介護者や自立高齢者向けの高齢者住宅に対する人々のニーズの高まりを受け、アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)やインディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)業界が台頭した。リートは、物件取得と運営の両面でオペレーターと良好なパートナーシップを組みつつ、高齢者住宅の主要な所有者となり、高齢者住宅の供給を支える資金調達手段として、オペレーターとともに高齢者住宅業界の先駆者となった。高齢者住宅(アシステッドリビング、インディペンデントリビング)の開発は、1980 年代後半に草創期、1990 年代に拡大期を迎え、1990 年代後半には証券化市場からの資金流入を背景に需要を上回る過剰供給が行われたが、2000 年以降は供給が抑制され、安定した水準での供給が行われている。

② 米国リート市場とともに成長

米国のヘルスケアリートの市場規模は、上場当初の 1970 年から 2000 年までの 30 年間は小規模に止まっており、当初は伝統的なセクター(オフィス、商業、産業、住宅など)と異なるヘルスケアが、投資家に受容されるには時間を要した。

米国のヘルスケアリートが拡大期を迎えたのは 2000 年代で、特に急速な規模拡大が進んだのは金融危機後の数年間のことであった(主に 2010 年と 2011 年)。そして、これを支えた 2 要因は、①RIDEA(リートの投資多様化と権利拡大に関する法律)という制度と②リートの高い資本市場へのアクセス性(資金調達力)という資金調達面である。

制度面では、2008 年に施行された RIDEA により、ヘルスケアリートが課税対象リート子会社を通じてオペレーショナルアセットの運営利益を享受できるようになり、賃料以外のサービスから収益を得ることができるような仕組みが認められ、運営が容易となった。この RIDEA に従ったスキームで、主に上位 3 リートがオペレーショナルリスクを取って、オペレーターとのパートナーシップにより、資産規模を拡大させた。

資金調達面では、金融危機後のヘルスケアリートは他のセクター以上にエクイティ調達が行いやすい環境にあった。ヘルスケアリートは、RIDEA によってヘルスケア施設の運営利益を得ることができるようになったこともあり、非常に高い収益性を示すことができ、

投資家もこれを好感し、ヘルスケアリートは上昇した。このため、ヘルスケアリートはエクイティ調達が行いやすい環境にあり、増資による規模拡大で収益性をより高め、市場パフォーマンスも更に高まるという好循環のもとで、ヘルスケアリートが他のセクターをアウトパフォームする状態が続いた。

このような制度改正や資金調達環境を活かして、上位のヘルスケアリートは金融危機後の業界再編を好機として企業買収を伴う物件取得を活発に行い、急速に大型化した。これらを背景に、ヘルスケアリートは高成長率と良好なパフォーマンスを継続的に示し、長い運用実績の中で、懐疑的に見られていた15年前と比べて、投資家の信頼も徐々に得られるようになっていった。ヘルスケアリートは、リート同士の合併やポートフォリオ単位での物件取得を進めた結果、主要リートが大型化し、3大リートは世界のリート時価総額上位10位に入る巨大なリートとなった。この結果、米国のヘルスケアリートは、現在では米国リート100兆円市場の13%を占める4番目に大きなセクターにまで成長している。

(2) 米国のヘルスケアリートの課題

米国では、自己責任原則の精神が強く公的扶助が限定的であることから、ヘルスケアリートは政府とは異なる立場で、民間の重要な資金調達手段としてヘルスケア施設市場の発展を支えてきた。ヘルスケアリートは、米国の人口動態の変化、経済情勢、ヘルスケア施設に対する需要など、様々な社会的構造が変化する中で、人々のニーズに応じた、質の高いヘルスケア施設を提供するための資金調達手段として重要な役割を果たしてきた。

しかし、その前提となる社会的構造には、①ベビーブーマー世代の高齢化に伴う財政負担の増大、②中間所得層の介護負担が重い、③スキルドナーシング施設の老朽化や運営の困難さ、④高齢者住宅の将来的な過剰供給に対する不安などの課題が内含されている。

① ベビーブーマー世代の高齢化に伴う財政負担の増大

ベビーブーマー世代の高齢化に伴い、公的医療制度(メディケア(主に高齢者向け)・メディケイド(低所得者向け))の財政負担が増加する見込みであり、年金制度も、現役世代が社会保障税を負担し、現在の高齢者が受給する賦課方式となっていることから、ベビーブーマー世代の退職に伴う受給者増加(負担者割合低下)が見込まれる。

このように、米国では公的医療制度や年金制度などの運営は、今後厳しくなることが予想されることから、ベビーブーマー世代の高齢化を支える民間企業の役割がますます大きくなるものと思われ、リートもそのニーズに応じて質の高いヘルスケア施設の供給を行うための資金調達手段として業界をサポートしていくことが求められている。

② 中間所得層の介護負担が重い

米国では、富裕層や低所得者は介護不安が比較的少ない一方、中間所得層の介護負担が重くなる構造にある。資力のある富裕層は、CCRC(終身介護コミュニティ)などに入居すればケアが必要になったときにスキルドナーシング施設に入ることができるという意味で終身介護が保障される。また、一定要件を満たす低所得者については、スキルドナーシング施設でメディケイドが適用されるため、終身介護が保障される。

一方、中間所得層がスキルドナーシング施設で使える公的扶助はメディケイドのみで、メディケアによる還付は、退院後 100 日間の専門的介護についてのみしか受けられず、それ以降は自己負担となるため、家族介護や自己負担が重い。終身介護の保障を得るために CCRC に入るとしても、多額の入居一時金に加え、スキルドナーシング施設にたどりつくまでに多額の月額利用料が必要となる(月額利用料は、インディペンデントリビングが約 30 万円、アシステッドリビングが約 45 万円、認知症ケアが約 60 万円)。スキルドナーシング施設に入っても、メディケアによる還付が認められる退院後 100 日間以降は毎月約 90 万円の利用料が自己負担となるが、これは年間 1,000 万円超の高額な支出となり、多くの人が 1 年から 1 年半程度で資力が尽きるといわれている。資力が尽きればメディケイドの適用可能性もあるが、基本的に富裕層を対象とする CCRC は、低所得者

向けのメディケイドを適用することを認めていないところが多い。

このような事情から、今後、ベビーブーマー世代の中間所得層における介護負担が懸念される。こうした状況に対応するのに、ベビーブーマー世代の中には、在宅ケアや地域におけるボランティア的な相互扶助を推進する動きもみられる。

③ スキルドナーシング施設の老朽化、運営の困難さ

米国では、社会的必要性が最も高かったスキルドナーシング施設が、公的医療制度（メディケア、メディケイド）に支えられ、早い時期から供給されてきた歴史があり、スキルドナーシング施設は米国の高齢者住宅・施設市場における既存ストックの約半分を占める主要な施設となっている。

しかし、スキルドナーシング施設は平均築年数が 36 年と老朽化が進んでおり、ストックや新規供給数が減少傾向にあることに加え、政府のヘルスケア関連政策の影響を大きく受けるため運営が難しいという問題を抱えている。

スキルドナーシング施設は、州政府の規制が厳しく、病床数が限定されているため、受入人数に制限がある。また、公的扶助（メディケア、メディケイド）に対する政府の財政負担はすでに増大している。政策変更の影響を大きく受けるスキルドナーシング施設は非常に運営が難しい。過去経営悪化した施設も多く、専門的な運営能力が問われる。

ヘルスケアリートも、当初はスキルドナーシング施設への投融資を多く行っていたが、近年は、プライベートペイの高齢者住宅やメディカルオフィスビルへの投資に焦点を当て、パブリックペイに依存するスキルドナーシング施設の投資を縮小させるリートが多い。スキルドナーシング施設に特化したリートもみられるが、中には上場廃止となったリートもみられる。ヘルスケアリートがこのような施設に特化して運用を継続するためには、相応の専門能力を持つ人材が必要とされる。

④ 高齢者住宅の将来的な過剰供給に対する不安

高齢者住宅の供給は、1990 年代後半に過剰供給となったが、2000 年代に入ってから抑制傾向にあり、現状では需給悪化は起きていない。しかし、将来的な人口構造の変化に伴い、1990 年代後半に起きた過剰供給（需給悪化）が再度起こる懸念がある。

米国ではベビーブーマー世代の高齢化に伴う高齢者住宅の需要拡大が期待されることから高齢者住宅の供給が進められてきた。ベビーブーマー世代は現在 56～69 歳で、アクティブシニア賃貸住宅やインディペンデントリビングの需要の受け皿となっているが、今後は再び人口構造の変化を迎える。

一方、アシステッドリビングとスキルドナーシング施設の需要は、現在は戦前生まれのサイレントジェネレーション世代（現在 70～90 歳）が中心だが、2030 年にはベビーブーマー世代が 71～84 歳を迎え、これらの施設を実際に使い始める時期を迎える。

高齢者住宅・施設業界では、リートもオペレーターも、1990 年代後半に起きた過剰供給が再び起こる可能性を懸念しており、今後の高齢者住宅の供給動向と需給バランスについては慎重なスタンスとなっている。

II 日本の状況

1 日本のリート市場とヘルスケアリートの概要

1-1 日本のリート市場におけるヘルスケアセクターの誕生

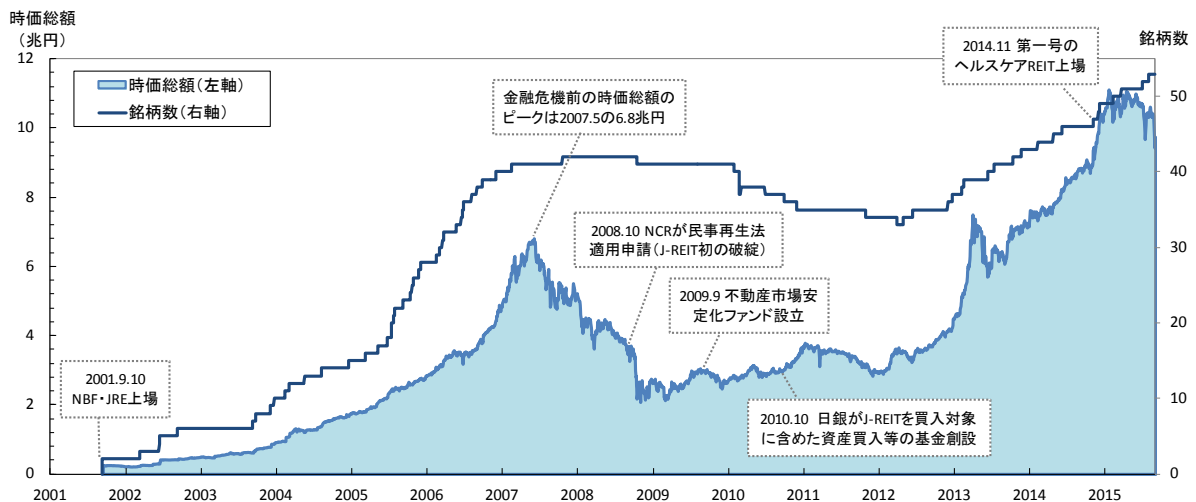
米国リート市場において、ヘルスケアリートがリート市場創設から10年で誕生したのと同様、Jリート市場でも、市場創設から10余年を経てヘルスケアリートが誕生した。

日本では、過去ヘルスケアリート組成の機運が高まった時期も幾度かあったが、タイミングの問題もあり、試みは実現には至らなかった。ヘルスケアリートができるまでには、Jリート市場自体の成熟が必要であり、①金融危機後にJリート市場が再編を経て財務基盤が強化されたこと、②伝統的セクター（オフィス・商業施設・住宅など）にホテルや物流などが加わり、セクターの裾野拡大（多様化）が進んだこと、③政府や業界団体による環境整備が進み、上場時期の市況も好調であったことなど、Jリート市場の成熟とともに土壌が整ったといえる。

政策面では、高齢者住宅に対する需要の高まりを受け、国策として高齢者住宅の供給拡充が掲げられる中で、ヘルスケア施設の供給促進のためのヘルスケアリートをはじめとするリートの活用がアベノミクスにおける成長戦略に位置づけられ、2012年から2014年にかけて、政府や業界団体によりヘルスケアリートに関連する施策・ガイドラインなどの整備が進展してきた。

そして、2014年11月5日に日本ヘルスケア投資法人が初のヘルスケアリートとして上場し、次いで、2015年3月19日にヘルスケア&メディカル投資法人が上場、7月29日にはジャパン・シニアリビング投資法人が上場し、ヘルスケアリートは1年弱で3銘柄に増加した。

図表 2-1-1 日本のリート市場規模(時価総額・銘柄数)推移



出所) 投資法人開示資料、Bloomberg 等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2 日本のヘルスケアリートを巻き巻く環境①高齢者施設

2-1 高齢者住宅市場の現状

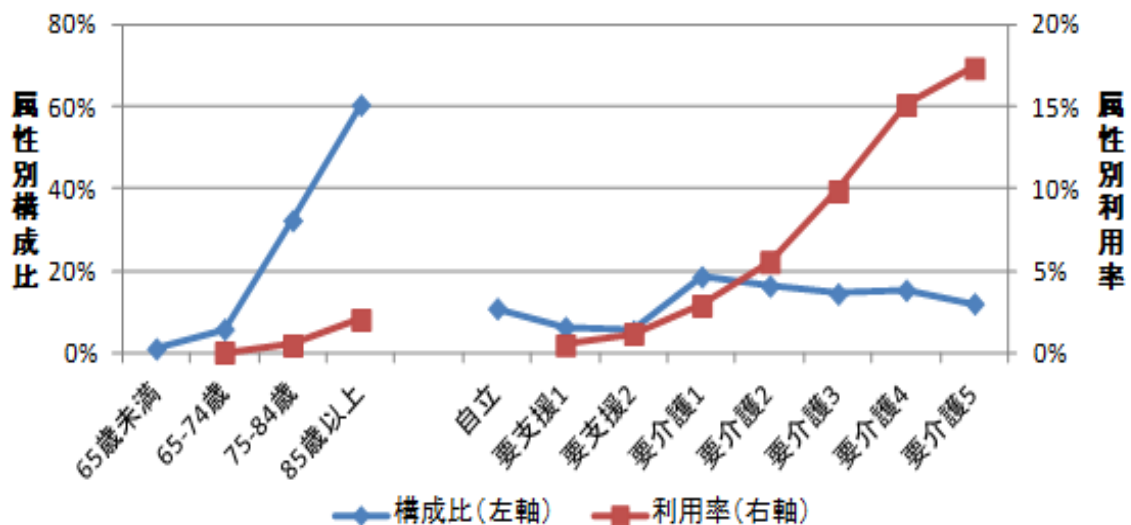
(1) 高齢者住宅の入居者属性

ここでは、日本のヘルスケアリートの主要な投資対象である高齢者住宅・施設市場に焦点を当て、高齢者住宅の入居者属性を確認し、高齢者住宅の需要を把握する。

高齢者住宅の入居者属性を、各都道府県が入居者属性等を公開している「介護サービス公表制度」の情報をもとに、介護付き有料老人ホーム3,402施設の入居者173,478人を対象として集計し、確認した(図表 2-2-1)。

入居者の平均年齢は85.9歳で、9割超が後期高齢者(75歳以上人口)である。年齢帯別の利用率(年齢帯別入居者数が年齢帯別人口(2015年推計)に占める割合)は、高年齢帯ほど高い。また、入居者の平均要介護度は2.5(自立者除く。自立者含む場合は2.3)で、その構成は、要支援・要介護者が89%、自立者が11%と、大半が要支援・要介護者となっている。介護度別の構成比では、要介護1・2が全体の3分の1を占め、余命の短い重度要介護者や介護サービスの必要性が低い要支援者等がやや少ない。ただし、重度になるほど包括ケア(=特定施設入居者生活介護)の必要性が高まるため、要介護度別の利用率(要介護度別入居者数が要介護度別認定者数(2013年度末)認定者数に占める割合)は重度要介護者ほど高い。

図表 2-2-1 高齢者住宅の入居者属性



出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の人口将来推計」、厚生労働省「介護保険事業状況報告」、タムラプランニング&オペレーティング資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

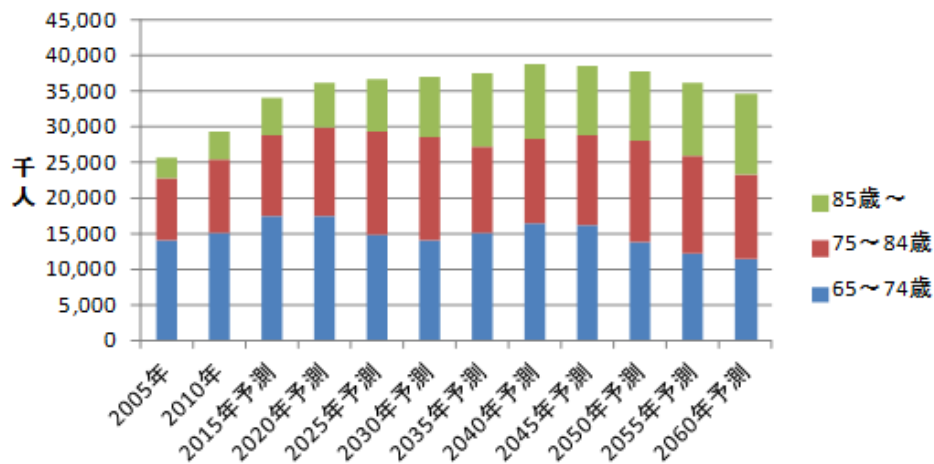
(2) 潜在需要の見通し

次に、高齢者住宅市場の潜在需要として、高齢者住宅の主要な入居者である高齢者人口（65歳以上人口）と要支援・要介護者数の将来見通しを確認する。

高齢者人口は2020年には3,500万人を超えた後、団塊ジュニア世代（2015年41～44歳）の高齢化に影響を受けるものの2055年までは3,500～4,000万人で推移する（図表2-2-2）。特に高齢者住宅への入居率が高い85歳以上の人口は2015年の511万人から2040年に1,037万人へと倍増した後、一進一退での推移が見込まれる。

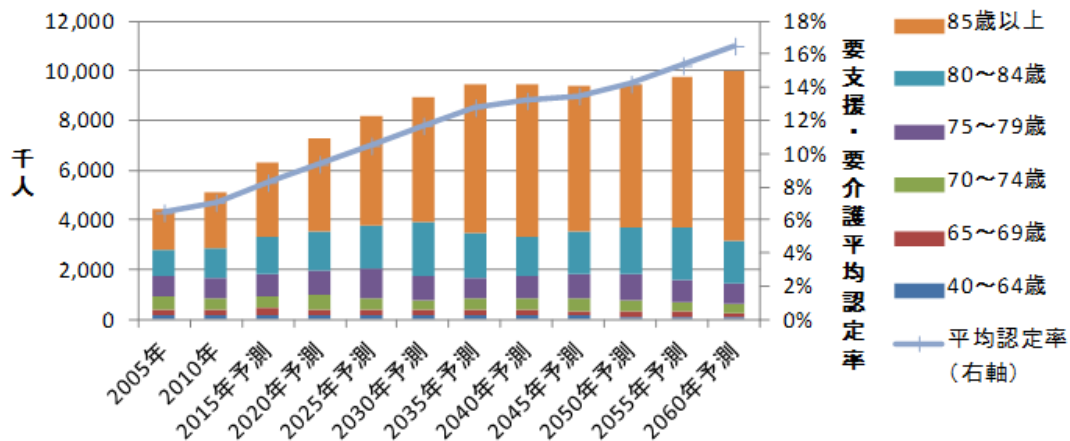
要支援・要介護者数は、前述の年齢帯別人口推計に年齢帯別の平均認定率（2010年値）を乗じて推計した（図表2-2-3）。要支援・要介護者数は、高齢者人口の増加に加え、認定率が高いより高齢者の比率が高まることで、2015年の632万人から20年後の2035年には1.5倍の949万人となり、その後も微増し、2060年には1,000万人に達する見込みである。

図表 2-2-2 高齢者人口の推移と見通し



出所)実績値は総務省「国勢調査」、予測値は三井住友トラスト基礎研究所

図表 2-2-3 要支援・要介護認定者数の推移と見通し



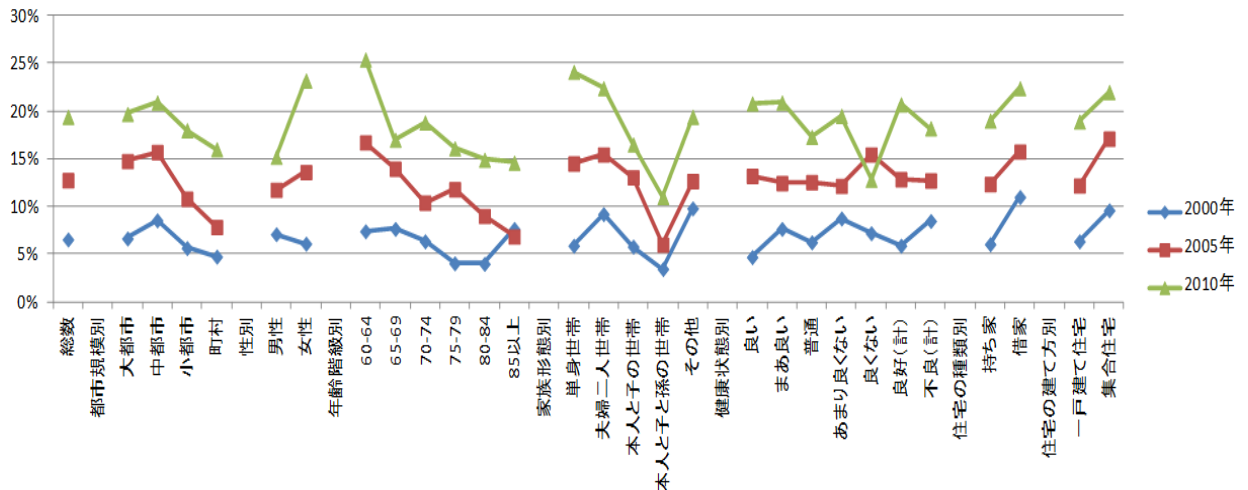
出所)実績値は厚生労働省「介護保険事業状況報告」、予測値は三井住友トラスト基礎研究所

(3) 世帯属性別の高齢者住宅志向

今後の高齢者人口の増加は限定的だが、高齢者住宅への入居率が高い85歳以上人口と要支援・要介護者数は2035年までの増加が著しい。ここではさらに、高齢者住宅志向の強い世帯属性を確認し、高齢者住宅需要の質について確認する(図表2-2-4～図表2-2-6)。

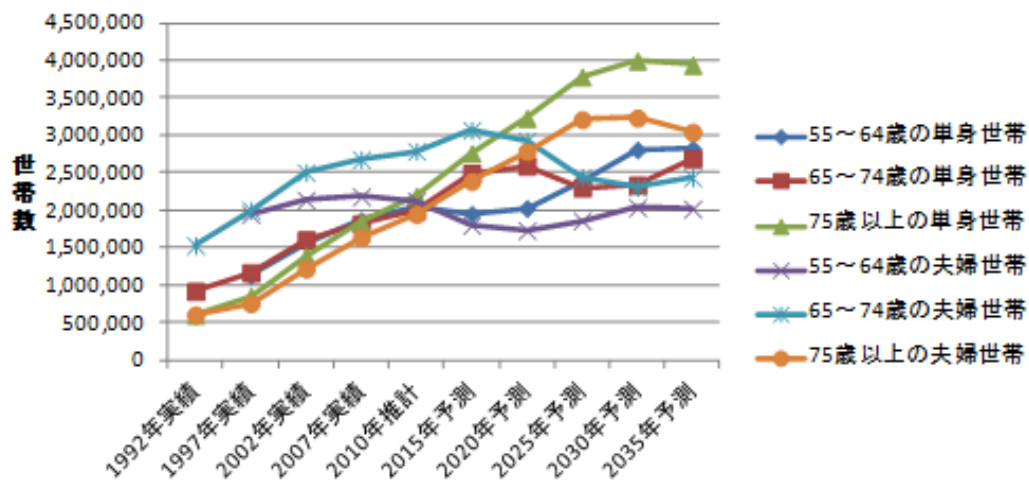
国土交通省や内閣府の意識調査等によれば、高齢期または虚弱化した場合の住み替え先として高齢者住宅の選好度が高い世帯は、①単身世帯・夫婦世帯、②子がいらない世帯および子と同居・近居しない世帯、③共同(集合)住宅居住世帯、④団塊の世代以降、⑤大都市居住世帯等である。いずれも背景には少子高齢化があるが、各属性が相互に影響し合いながら、その世帯数とその比率はともに急増していくことが見込まれる。

図表 2-2-4 世帯属性別の高齢者住宅志向 (虚弱化したときの居住形態:「高齢者住宅の選好比率」)



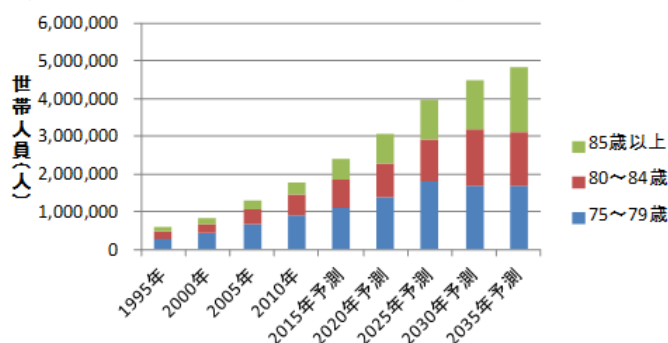
出所)内閣府「高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 2-2-5 子がいらない世帯、子と同居・近居しない世帯の見通し



出所)実績値は総務省「住宅・土地統計調査」、予測値は三井住友トラスト基礎研究所

図表 2-2-6 共同住宅に住む世帯主年齢別世帯人員の推移と見通し



出所)実績値は総務省「国勢調査」、予測値は三井住友トラスト基礎研究所

(4) 高齢者住宅の整備状況

こうした潜在需要の増加を追い風に、高齢者住宅の供給が急速に進んでいる(図表 2-2-7)。高齢者人口に対する全居室の供給率は 6.0%、要介護高齢者に対する介護居室の供給率も 29.5%に達している。高齢者住宅の選好度を考慮すれば、全体的には比較的充足しているが、地域ごとの供給状況には差がある。

都道府県別の整備状況を見ると、全居室供給率は、宮崎・青森(ともに 7.7%)を筆頭に、四国(徳島)、中国(鳥取・島根)、九州(大分・佐賀・鹿児島・福岡)の供給率が高く、都市部は全国平均を下回っている(東京 4.7%、愛知 5.1%、大阪 5.7%)。また、介護居室供給率も宮崎(40.3%)、青森(36.7%)を初めとして群馬・大分・沖縄・石川などが高い一方、東京(22.6%)や近畿(京都、滋賀、兵庫、大阪、和歌山)は低い供給率にとどまっている。高齢者人口の増加が見込まれ、かつ介護居室の供給率が低い、首都圏 1 都 3 県、福島・茨城・栃木等の北関東、宮城・愛知・滋賀等の大都市圏等では今後の供給余地が大きく、供給促進が望まれる。

図表 2-2-7 高齢者住宅の居室供給率

対象者向け居室数割合	2006年 12月	2007年 12月	2008年 10月	2009年 10月	2010年 10月	2011年 10月	2012年 10月	2013年 10月	2014年 10月	2015年 10月
65歳以上人口(千人)	26,259	27,113	27,429	28,475	28,962	29,071	30,017	31,173	32,349	33,138
前期高齢者(千人)	14,306	14,631	14,698	15,117	15,116	14,762	15,212	15,925	16,799	17,227
後期高齢者(千人)	11,953	12,482	12,731	13,358	13,846	14,308	14,805	15,249	15,550	15,911
要介護高齢者(千人)	4,262	4,338	4,361	4,574	4,765	4,933	5,238	5,544	5,800	5,949
全居室数(千戸)	1,271	1,358	1,381	1,430	1,489	1,573	1,669	1,781	1,882	1,974
介護居室数(千戸)	1,072	1,152	1,169	1,205	1,284	1,361	1,467	1,563	1,662	1,754
個別ケア居室(千戸)	15	28	32	44	83	111	161	223	271	320
包括ケア居室(千戸)	1,057	1,124	1,137	1,161	1,200	1,250	1,306	1,339	1,391	1,434
65歳以上人口に対する全居室供給率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%	6.0%
前期高齢者に対する全居室供給率	8.9%	9.3%	9.4%	9.5%	9.9%	10.7%	11.0%	11.2%	11.2%	11.5%
後期高齢者に対する全居室供給率	10.6%	10.9%	10.8%	10.7%	10.8%	11.0%	11.3%	11.7%	12.1%	12.4%
要介護高齢者に対する介護居室供給率	25.2%	26.6%	26.8%	26.3%	26.9%	27.6%	28.0%	28.2%	28.7%	29.5%
要介護高齢者に対する包括ケア居室供給率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.7%	2.3%	3.1%	4.0%	4.7%	5.4%
要介護高齢者に対する個別ケア居室供給率	24.8%	25.9%	26.1%	25.4%	25.2%	25.3%	24.9%	24.2%	24.0%	24.1%
自立高齢者に対する自立居室供給率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%

出所)タムラプランニング&オペレーティング資料(2015年 10 期号)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

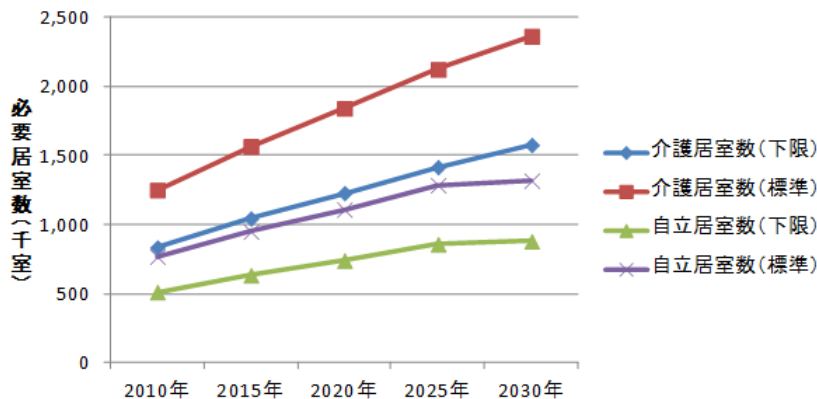
(5) 高齢者住宅市場の見通し

高齢者住宅の需要要因等を踏まえ、その(顕在)需要を要介護者向け居室と自立者向け居室に分類し、2010年から2030年までの需要(必要居室数)の変化を推計した(図表 2-2-8)。

要介護者向け居室の需要は、潜在需要として要支援・要介護認定者数をベースに、虚弱化した場合の高齢者住宅選好度(19.4%、2010年、内閣府「高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」)を加味して算出した。2030年の要支援・要介護認定者数は2010年の1.89倍に増加し、下限シナリオ(意識調査の高齢者住宅選好度 19.4%に基づく)では少なくとも158万室、標準シナリオ(同選好度が高まった場合(19.4%×1.5倍と設定))では237万室の需要が見込まれる(標準シナリオの需要は2015年の供給実績に対して60万室の不足)。

一方、自立者向け居室の需要は、その潜在需要として高齢者住宅の選好度が強い、①後期高齢者(75歳以上)、②単独・夫婦のみ世帯、③子と非同居近居世帯、の三つの属性全てに当てはまる高齢者をベースとし、同世帯の高齢期における高齢者住宅選好度(8.4%、2008年、国土交通省「住生活総合調査」)を加味して算出した。下限シナリオ(選好度 8.4%の場合)で少なくとも88万室、標準シナリオ(選好度の高まりを考慮した場合(8.4%×1.5倍と設定))で132万室の需要が見込まれる。いずれのシナリオでも2015年の供給実績からは大幅な不足が見込まれる。

図表 2-2-8 高齢者住宅市場の見通し



出所)三井住友トラスト基礎研究所

2-2 高齢者住宅の所有者特性

ヘルスケアリートが物件を取得する際の阻害要因の一つとして、日本における高齢者住宅の土地・建物は多くが個人所有となっている点が指摘されている。そこで、居室数上位 30 社のオペレーターが運営する三大都市圏の高齢者住宅を対象に、その土地・建物の所有者を確認し、ヘルスケアリートの活用可能性・方向性を検討する基礎資料とした。

居室数上位 30 社のオペレーターが運営する三大都市圏の高齢者住宅(有料老人ホーム＋サービス付き高齢者向け住宅)892 件を対象に土地・建物の不動産登記簿を取得し、土地・建物の所有者が一体か否か(下表の①～⑤は所有者が一体、⑥、⑦は所有者が別)と所有者属性(個人、法人等)の組み合わせ別に、所有権利形態を集計した(図表 2-2-9)。

この結果、土地・建物の所有者が個人の施設が 569 件(下表の①と⑥の合計)と全体の 63.8%を占めていた。特に、首都圏や東京都内の中規模施設は個人比率が高い。これらの地域では、高齢者住宅の需要は見込めるが地価が高いため、法人の土地取得による事業化よりも、地主である個人の土地有効活用による高齢者住宅の方が多く供給されてきたとみられる。

また、個人が関与せず土地建物一体で所有されている 305 件(下表の②～⑤の合計)の所有者をみると、一般法人が 198 件と最も多く、次いでオペレーター55 件、証券化(ファンド等)31 件、公的主体 21 件となっている。比較的多い一般法人物件は、本業の経営状況や取引市場の変化に伴い売却される可能性もあり、流動化される期待もある。オペレーター保有物件も一定数見られるものの(特に関西圏で比較的多い)、居室数上位オペレーターの場合は財務面や費用面から売却の必要性が低いことから、流動化の可能性は低いと考えられる。

なお、土地および建物の所有者が異なる借地案件等(⑥、⑦)は計 113 件(12.7%)で、特に中京圏・関西圏での比率が高い。日本の商業施設リート等でも散見されるように、このような借地物件への取り組みも今後のヘルスケアリートが拡大する一要素となるものと考えられる。

図表 2-2-9 三大都市圏の高齢者住宅の所有権利形態(個人、法人等)

	首都圏		都内中規模		中京圏		関西圏		三大都市圏	
①土地・建物 共に個人(資産管理会社含む)	389	57.8%	43	63.2%	14	34.1%	71	39.9%	474	53.1%
②土地・建物 共に一般法人	142	21.1%	11	16.2%	15	36.6%	41	23.0%	198	22.2%
③土地・建物 共にオペ法人(グループ会社含む)	28	4.2%	4	5.9%	1	2.4%	26	14.6%	55	6.2%
④土地・建物 共に公的主体*	17	2.5%	2	2.9%	2	4.9%	2	1.1%	21	2.4%
⑤証券化	20	3.0%	0	0.0%	2	4.9%	9	5.1%	31	3.5%
⑥その他(個人含む)	62	9.2%	8	11.8%	7	17.1%	26	14.6%	95	10.7%
⑦その他(個人含まない)	15	2.2%	0	0.0%	0	0.0%	3	1.7%	18	2.0%
計	673		68		41		178		892	
土地あるいは建物の所有者が個人の割合	67.0%		75.0%		51.2%		54.5%		63.8%	

* 公的主体: 自治体、医療法人、社会福祉法人、宗教法人、学校法人、UR、公社 等

■対象施設抽出条件

調査時点: 2015年1～2月

①エリア	一都三県	23区+都下の市部	愛知県内の市部	兵庫県(明石市以東の市部)、大阪府(堺・八尾市以北の市部)、京都府(京都市、宇治市、長岡京市、向日市)
②オペレーター	居室数上位30社			
③施設規模(居室数)	50室以上	25～49室	50室以上	50室以上
④築年	2000年以降の竣工			
施設のうちサ高住の割合	13%	55%	5%	22%

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

2-3 高齢者住宅の供給特性とヘルスケアリートの位置付け

ここでは、日本における高齢者住宅の供給実績と J リート(ヘルスケアリート以外も含む)の保有施設を比較し、Jリート保有物件の特性を比較する。高齢者住宅は、リートにとって投資適格性の高いものに絞るために、1施設当たり50室以上の高齢者住宅を取り上げている。

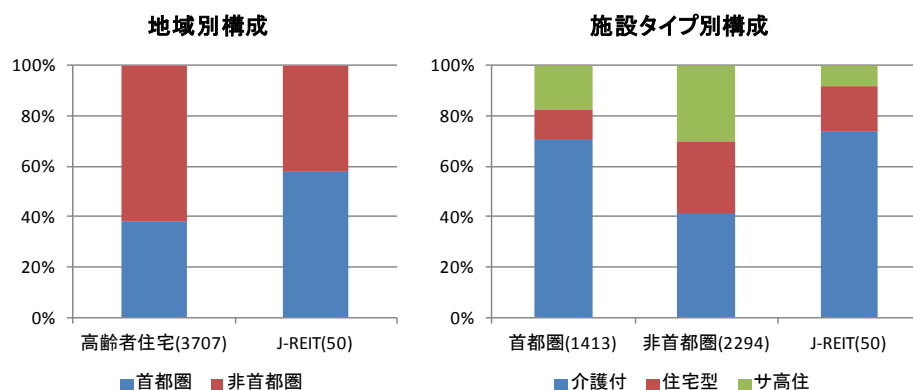
また、以下の(1) 高齢者住宅の地域・タイプ別構成では、高齢者住宅の各施設タイプについて集計・比較しているが、(2)～(4)の1施設当たり居室数、開設年、月額費用については施設タイプにより内容が大きく異なるため、Jリーートの保有例が最も多い介護付き有料老人ホームのみを対象に比較している。

(1) 高齢者住宅の地域・タイプ別構成

高齢者住宅の立地は、高齢者人口や要支援・要介護者等の潜在需要との関連で、非首都圏が施設数の6割強を占めている。これに対し、Jリート保有物件が所在する地域は、首都圏が施設数の約6割となっている(図表2-2-10)。これは、Jリートが長期安定的な収益の確保を重視し、潜在需要の増加が著しい首都圏を中心に組み入れていることが背景にある。

施設タイプ別では、首都圏は包括ケアを提供する介護付き有料老人ホームが7割と過半を占めるのに対し、非首都圏は個別ケアを提供する住宅型有料老人ホームとサービス付き高齢者向け住宅が6割を占める。首都圏では、高齢者の増加に伴い高齢者住宅が不足気味となっているため、地方自治体が公募する特定施設入居者生活介護(＝介護付き有料老人ホーム)も増加基調にある。また、介護付き有料老人ホームは包括ケアの提供により、要介護者を中心とした入居者の支持および収益性・競争力が高く、大手オペレーターが中心となり大型施設が新設されている。このような状況を反映して、Jリーートの保有物件も介護付き有料老人ホームが大半を占めている一方、そのあり方について模索段階にあるサービス付き高齢者向け住宅については、現段階では限定的な投資状況となっている。

図表 2-2-10 高齢者住宅の地域・タイプ別構成



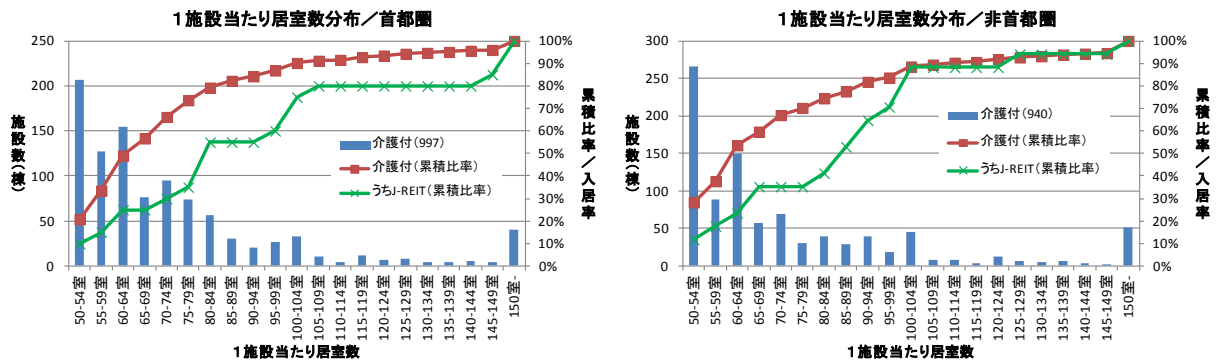
出所)タムラプランニング & オペレーティング資料および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(2) 介護付き有料老人ホームの1施設当たり居室数

介護付き有料老人ホームの1施設当たり居室数は、地価の高い首都圏はやや小型の施設が多くなっているが、非首都圏との差はそれほど大きくなく、オペレーターの運営効率が高いと言われる50～80室の施設数が7割に達している(図表2-2-11)。

一方、Jリートの保有施設は首都圏・非首都圏ともに大型が中心で、相対的に70～100室の施設が多い。不動産投資としての効率性がやや重視された結果と考えられる。

図表2-2-11 介護付き有料老人ホームの1施設当たり居室数別構成

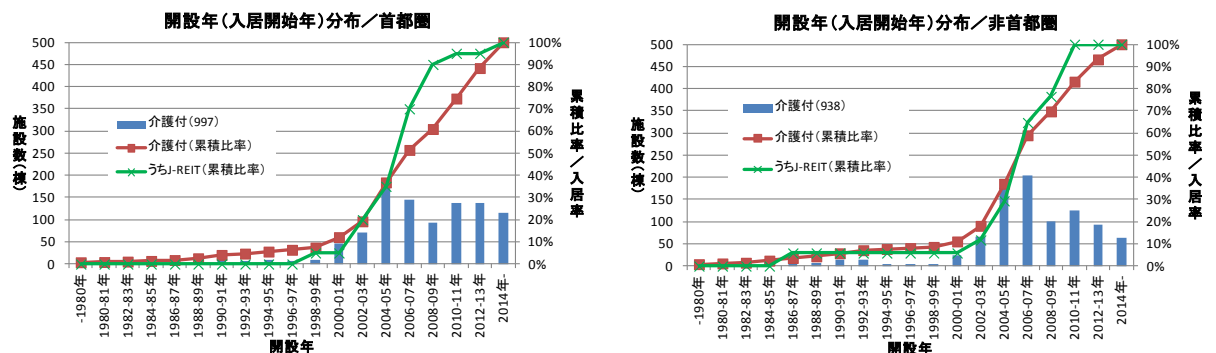


出所)タムラプランニング&オペレーティング資料および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(3) 介護付き有料老人ホームの開設年

介護付き有料老人ホームは、介護保険が制度化された2000年以降に急増したが、昨今は高齢者人口の見通しを反映し、首都圏で新設が継続する一方で、非首都圏での新規供給は減少基調にある(図表2-2-12)。一方、Jリート保有施設は2006～2011年に開設された施設が相対的に多い。高齢者住宅は一般的に新規開設から満室稼働まで1～2年かかるが、Jリートは収益が不安定な段階の未稼働物件への投資は回避していることが一因となっている。

図表2-2-12 介護付き有料老人ホームの開設年別構成



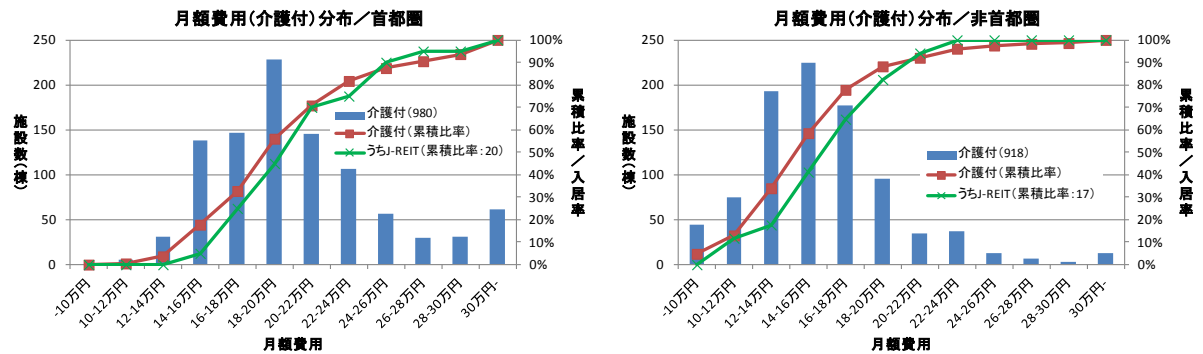
出所)タムラプランニング&オペレーティング資料および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(4) 介護付き有料老人ホームの月額費用

介護付き有料老人ホームの月額費用(5年間の入居費用の月額換算値)の分布をみると、首都圏では18～20万円、非首都圏では14～16万円を中心として分布している(図表2-2-13)。首都圏と非首都圏の価格差には、地価等が反映されているものと考えられる。

Jリートの保有施設も、全体としては同様の分布となっており、一部にはやや高額のものもみられるが、突出して低額または高額の施設はほとんど見られない。これは、Jリートが高齢者住宅における需要のボリュームゾーンである中間所得層からやや高所得者層をターゲットとしており、年金受給額を含めた支払能力を考慮してこれらの中～高価格帯の施設保有を積極的に行っているためである。

図表 2-2-13 介護付き有料老人ホームの月額費用別構成(首都圏・非首都圏)



出所)タムラプランニング&オペレーティング資料および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

3 日本のヘルスケアリートを巻き込む環境②オペレーター

ヘルスケアリートを活用して高齢者住宅を供給促進するためには、同施設の運営主体であるオペレーターを取り巻く環境を考慮する必要がある。

ここではオペレーターの事業環境として、第一に、投資適格性の高い高齢者住宅を運営する既存オペレーターの実態・特性と、ヘルスケアリート組み入れ物件のオペレーターの実態・特性を、その比較を通じて把握する。第二に、運営居室数上位オペレーターを対象としたアンケート調査結果を用い、特にオペレーター各社の事業戦略を把握し、また戦略推進のためにヘルスケアリートに期待する機能・役割等を明らかにする。

3-1 高齢者住宅オペレーター特性とヘルスケアリートの位置づけ

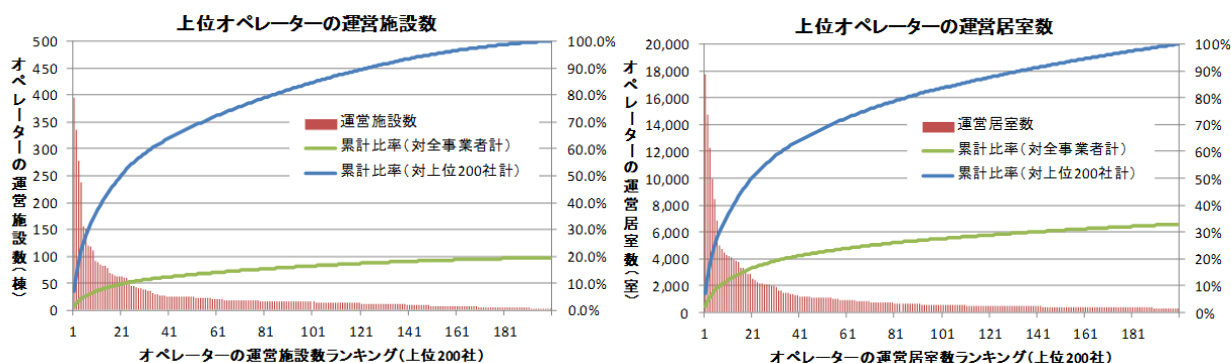
(1) オペレーターの分布

日本の高齢者住宅(有料老人ホーム+サービス付き高齢者向け住宅+グループホーム)のオペレーター数は 16,979 事業者(2015 年 4 月時点)で、これらのオペレーターが運営する施設数は合計 28,646 棟、居室数は合計 762,250 室で、1 事業者当たりの平均運営施設数は 1.68 棟(平均運営居室数は 44.9 室)、1 棟当たりの平均居室数は 26.6 室となっていることから、比較的小規模で単一の施設のみを運営する小規模事業者が多数を占めることがわかる。

また、運営居室数上位 200 社(1 事業者当たり 323 室以上)の全オペレーターに対する運営施設シェアをみると、施設数ベースで 19%、居室数ベースで 33%と低い占有率にとどまる。

ただし、上位 200 社の中では、施設数・居室数ともに上位 50 社(同 1,070 室以上・24 棟以上)運営分が 68%、上位 25 社(同 2,113 室以上・45 棟以上)運営分が 54%を占めている(図表 2-3-1)。市場全体として寡占化は進んでいないものの、大手企業と中堅企業以下との格差が大きいことがわかる。

図表 2-3-1 上位オペレーターの運営施設シェア(運営施設数ベース、運営居室数ベース)



出所)タムラプランニング&オペレーティング資料(2015 年 4 月号)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(2) オペレーターの運営力(入居率)

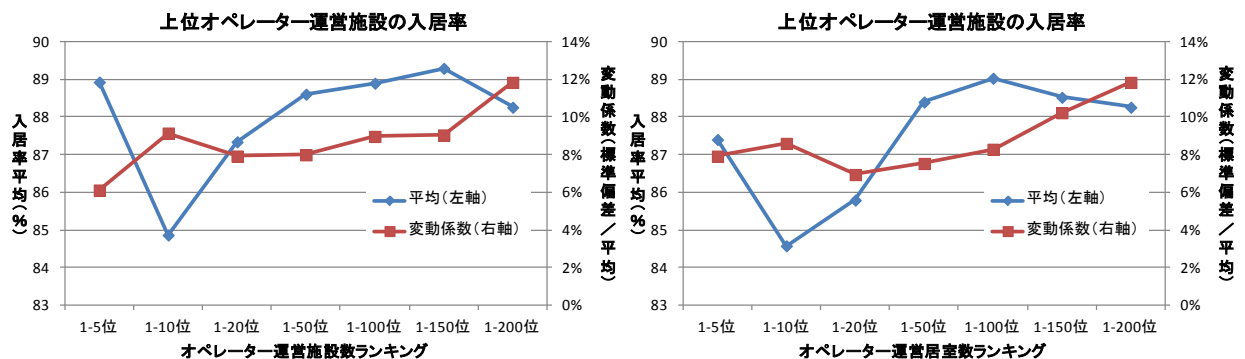
ここでは、オペレーターの運営力を示す指標として、入居率を取り上げる。高齢者住宅の運営施設数または運営居室数上位 200 社のオペレーターが運営する介護付き有料老人ホームの平均入居率(複数施設の最新時点での入居率平均)を算出した(図表 2-3-2)。

介護付き有料老人ホームの平均入居率は、全体ではランキングに関係なく 85～90%の水準にあるが、6～10 位の準大手は入居率がやや低くなっている。これは、自立型・高価格帯を運営する企業や、急成長企業のサービス評価等が背景にあると考えられる。

また、入居率水準のばらつき(変動係数＝入居率標準偏差／入居率平均)をみると、施設数 150 位以下、居室数 100 位以下ではばらつきが大きい。これらの企業群は、事業期間が短く施設数・居室数も相対的に少ないことから、運営の巧拙が現れやすいためと考えられる。

高齢者住宅のオペレーターは、運営居室数下位企業(200 位以内)においても、運営力は低くはないが、企業あるいは運営施設により差が大きいため、一定の目利きが必要と言える。

図表 2-3-2 運営施設数・居室数上位 200 社のオペレーターが運営する介護付き有料老人ホームの平均入居率と変動係数



出所)タムラプランニング&オペレーティング資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(3) 入居率に影響するオペレーター属性

次に、各種の不動産特性を調整し、オペレーター属性(事業期間、運営施設数、運営居室数など)による入居率への影響をみた。具体的には、運営居室数上位 200 社が運営する 1 棟あたり 50 室以上の 2013 年以前開設の介護付き有料老人ホーム 1,112 施設を対象に、入居率を被説明変数、各種の不動産要件・オペレーター要件(事業期間、運営施設数、運営居室数など)を説明変数とする重回帰モデルを推計した。

「事業期間」に関しては、オペレーターの企業としての事業期間が長くても施設の入居率が高いとは言えないが、施設単位では運営期間が長いほど入居率が高い傾向にある。これは、新規施設等の運営においては新興企業と老舗企業とで差がないことを意味する。

また、「運営施設数」については、運営施設数が増えると複数の施設運営を通じた「ノウハウ

獲得」や「知名度アップ」等により、入居率が高くなる傾向にある。一方、「運営居室数」については、運営居室数が多いと、「大商圏による自社競合」や「同一地域からの大量集客は困難」等により、入居率が低くなりがちである。具体的には、運営施設数が 1 棟増えると入居率は 0.21%ポイント高くなるのに対し、運営居室数が 50 室増えると入居率は 0.02%ポイント低くなる。仮に 1 棟 50 室とすれば、運営施設1棟増で入居率は+0.19% (=0.21-0.02)、10 棟増で同 +1.9% (=+0.19×10)となる。

オペレーターの運営効率をも考慮すると、事業収益面からは 50～80 室の施設を複数運営するのが最も望ましいと言える。

(4) Jリークの投資対象オペレーター

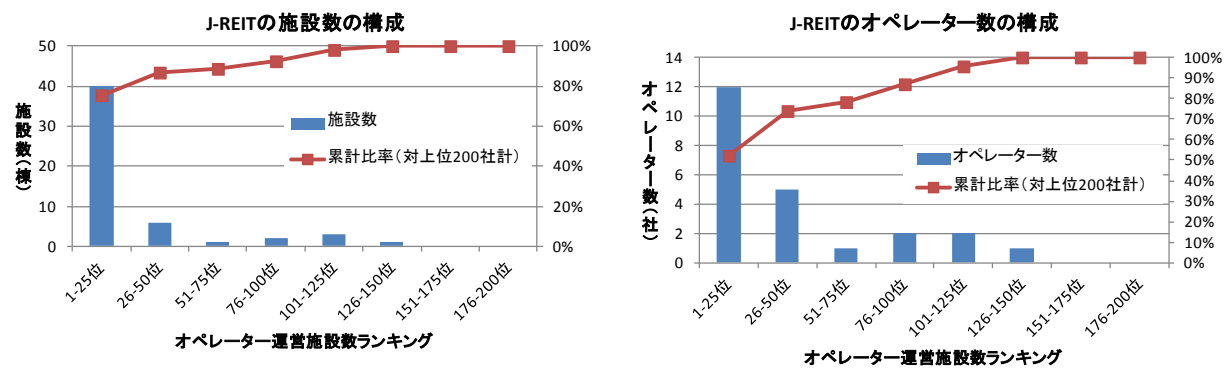
Jリーク(特化型のヘルスケアリーク以外も含む)が 2015 年 10 月時点で保有する高齢者住宅・施設 55 棟をみると、運営施設数上位 200 社の運営分は 53 棟(96.4%)とほぼ全てである。このうち上位 50 社分が 87%、上位 25 社分が 76%を占めており、高齢者住宅全体に占める上位オペレーターの運営施設シェアに比べ、Jリーク保有物件の上位オペレーターの占有率は約 20 ポイントも高い。なお、採用オペレーター数ベースでは、運営施設数ベースに比べ 26～50 位の中堅企業比率がやや高く、必ずしも大手(1～25 位)の寡占状態とはなっていない。

図表 2-3-3 Jリーク保有施設のオペレーター特性

J-REIT保有物件運営施設数			全国			
順位	事業主体G(グループ)	物件数	運営施設数	同順位	運営居室数	同順位
1	ウチヤマG	10	62	21	6,876	6
2	ベネッセG	9	277	3	17,769	1
3	ワタミの介護(株)	6	112	9	9,946	4
4	ニチイG	3	396	1	14,766	2
5	メッセージG	2	335	2	12,262	3
5	長谷川介護サービス(株)	2	69	16	4,750	8
5	ウイズネットG	2	119	8	4,116	12
5	オリックス・リビング(株)	2	24	48	1,444	36
5	湖山医療福祉グループ	2	78	15	736	75
5	(株)アズパートナーズ	2	12	121	877	64
11	(株)ユニマツトそよ風	1	152	6	2,873	19
11	学研G	1	89	11	4,193	11
11	シップヘルスケアG	1	63	19	1,577	33
11	スーパー・コートG	1	44	26	1,940	30
11	長谷工G	1	40	29	2,826	20
11	(株)チャーム・ケア・コーポレーション	1	29	36	3,002	18
11	シダーG	1	37	32	1,211	41
11	(株)ケア21	1	65	18	1,986	29
11	創生事業団グループ	1	19	64	2,113	25
11	(株)日本介護医療センター	1	12	121	698	78
11	(株)エクセレントケアシステム	1	15	94	419	143
11	(株)コミュニティネット	1	16	86	444	133
11	(福)ノテ福祉会	1	11	127	645	89

出所)タムラプランニング&オペレーティング資料および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 2-3-4 Jリート保有施設の分布



出所) タムラプランニング & オペレーティング 資料および 投資法人 開示 資料をもとに 三井住友トラスト基礎研究所 作成

3-2 オペレーターのリート認識

(1) アンケート調査の目的

高齢者向け居住施設の量・質の充実に向けたヘルスケアリート活用の方向性と課題を検討するための基礎資料として、高齢者向け居住施設の運営を担うオペレーター各社の考え方を明らかにするために、アンケート調査を実施した。

具体的には、オペレーター各社の事業方針、ヘルスケアリートに関する認知度、および同事業方針のもとでヘルスケアリートを活用するための要件等を把握した。

(2) 調査の内容

① ヘルスケアリート活用要因としての事業戦略特性の把握

オペレーター各社のヘルスケアリート活用意向を左右する要因として、各オペレーターの運営居室数に関する事業方針(設問 1)に加え、同方針を実現するための施設確保手段(設問 2)・望ましい貸主(設問 3)・資金調達手法(設問 4)、および回答者属性として、運営居室数の実績(設問 5)・運営居室数の見通し(設問 6)、等を確認した。

② ヘルスケアリートに対する理解度の把握と周知

オペレーター各社のヘルスケアリートに対する理解度(設問 7)、および個別メリットに対する理解度(設問 8)を確認した。

③ ヘルスケアリアートの活用要件の把握

オペレーター各社がヘルスケアリートを活用するための要件を明らかにするため、アンケート回答者のヘルスケアリート活用メリットの理解を前提に、ヘルスケアリアートの活用のは是非(設問 9)とともに、活用する場合の活用目的(設問 10-1)・関わり方(設問 10-2)、活用しない場合の理由(設問 11)等を確認した。

さらに現時点での活用のは是非にかかわらず、想定されるヘルスケアリアートの普及促進(＝活用推進)対策の有効性に関する評価(設問 12)を確認した。

(3) 調査対象

① オペレーターの抽出要件

ここでは、高齢者住宅のうち、ヘルスケアリットが投資可能な高齢者住宅(有料老人ホーム+サービス付き高齢者向け住宅+グループホーム)の居室数合計上位 300 社(2015 年 4 月時点:運営居室数 218 室以上)を対象とした。上位 300 社とした理由は、特定地域で活躍する有力事業者として、地域ブロック内で運営居室数上位 20 社を含めるためである。また、同一名称・ブランド等の高齢者住宅を地域別に展開する別事業者は、1 事業者グループとみなし、同事業者グループのうち、実際に運営事業を行い最も運営居室数の多い事業者(持ち株会社等は対象外)とした。

なお、居室数データは、株式会社タムラプランニング&オペレーティングが年 2 回更新するデータを用い、事業者グループごとに集計した結果を採用した。

② 送付先

- ・ 住所:各オペレーターの本社所在地
- ・ 宛先:各事業者の「経営企画ご担当者様」

(4) 実施方法

① 手法

- ・ 郵送法:質問票兼回答票をメール便にて送付
- ・ 郵便返送または web 入力
- ・ 〆切直前まで返送・入力がない対象について、督促状を発送。

② スケジュール

- ・ 発送:2015 年 8 月 19 日(水)
- ・ 督促状(はがき)発送:2015 年 9 月 1 日(火)
- ・ 〆切:2015 年 9 月 5 日(土)

③ 面接法

- ・ アンケート調査と並行し、特にヘルスケアリット保有物件を運営する主要オペレーターに対し面接法(=ヒアリング調査)を実施。アンケート調査では把握が難しい定性的な情報として、ヘルスケアリット活用の背景・要因、およびヘルスケアリットの諸課題や期待の詳細等について確認した。
- ・ 実施対象(大手):主要 3 社
- ・ 実施対象(中堅):主要 4 社

(5) アンケート調査の結果

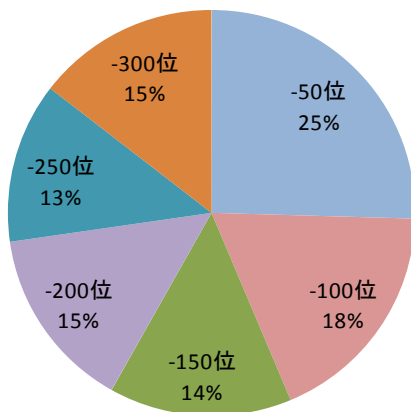
① 回答者の属性

- 発送数 300 に対し、回収数 55、有効回答数 55 (有効回答率 18.3%)

運営居室数ランキング別では、1～50 位が 14 社 (有効回答率 28.0%)、51～100 位が 10 社 (同 20.0%) と比較的多い (図表 2-3-5)。ただし 100 位以下も各カテゴリで 7～8 社と一定程度の回答があり、全体としてサンプルの偏りは小さい。

図表 2-3-5 回答者属性 (運営居室数ランキング)

運営居室数ランキング (n=55)



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

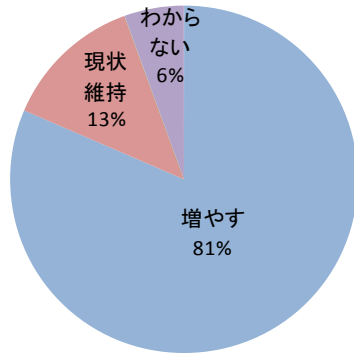
② 事業方針

今後の運営居室数に関する方針は、「増やす」が 81% と大半を占める (設問 1) (図表 2-3-6)。具体的な居室数では、回答者の平均値として、現時点 (1,518 室) から 5 年後に 30.6% 増 (1,983 室)、10 年後に 120.6% 増 (3,348 室) と、潜在需要となる高齢者の増加を勘案し、積極的な事業拡大姿勢が伺える (設問 5、6) (図表 2-3-7)。

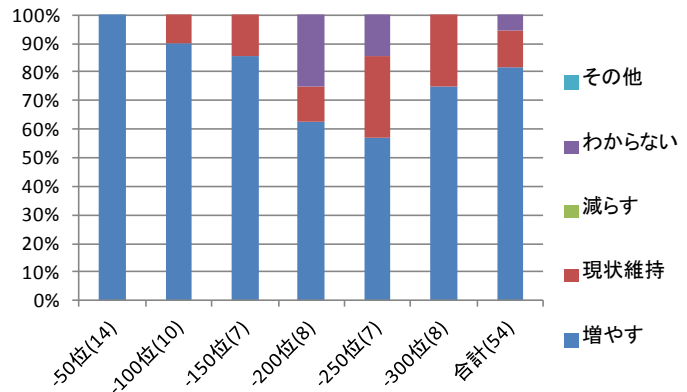
また、運営居室数ランキング別では、上位ほど「増やす」比率が高く、下位では「わからない」+「現状維持」の比率が高くなっている。下位企業ほど資金制約が強く施設の一括賃借も容易ではないため、事業拡大に消極的な企業が比較的多く見られる。

図表 2-3-6 事業方針

今後の運営居室数 (n=54)



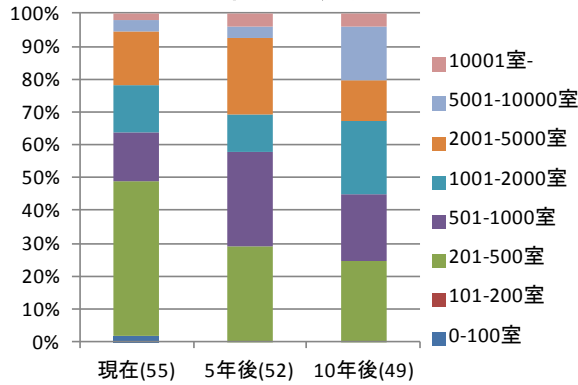
今後の運営居室数



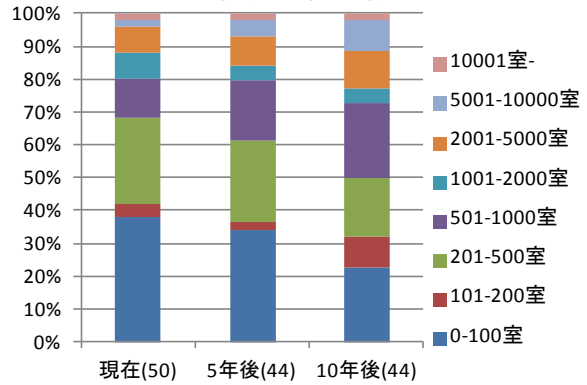
出所)三井住友トラスト基礎研究所

図表 2-3-7 運営居室数の見通し

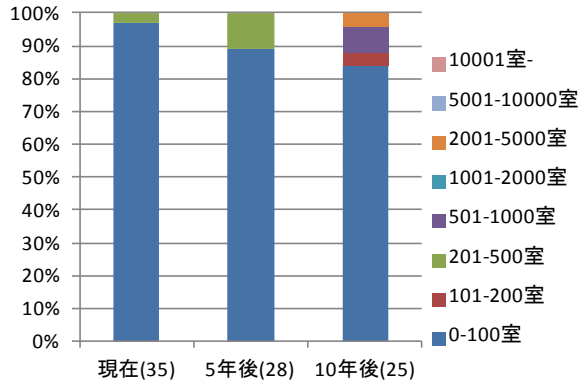
運営居室数:国内



運営居室数:首都圏



運営居室数:海外



出所)三井住友トラスト基礎研究所

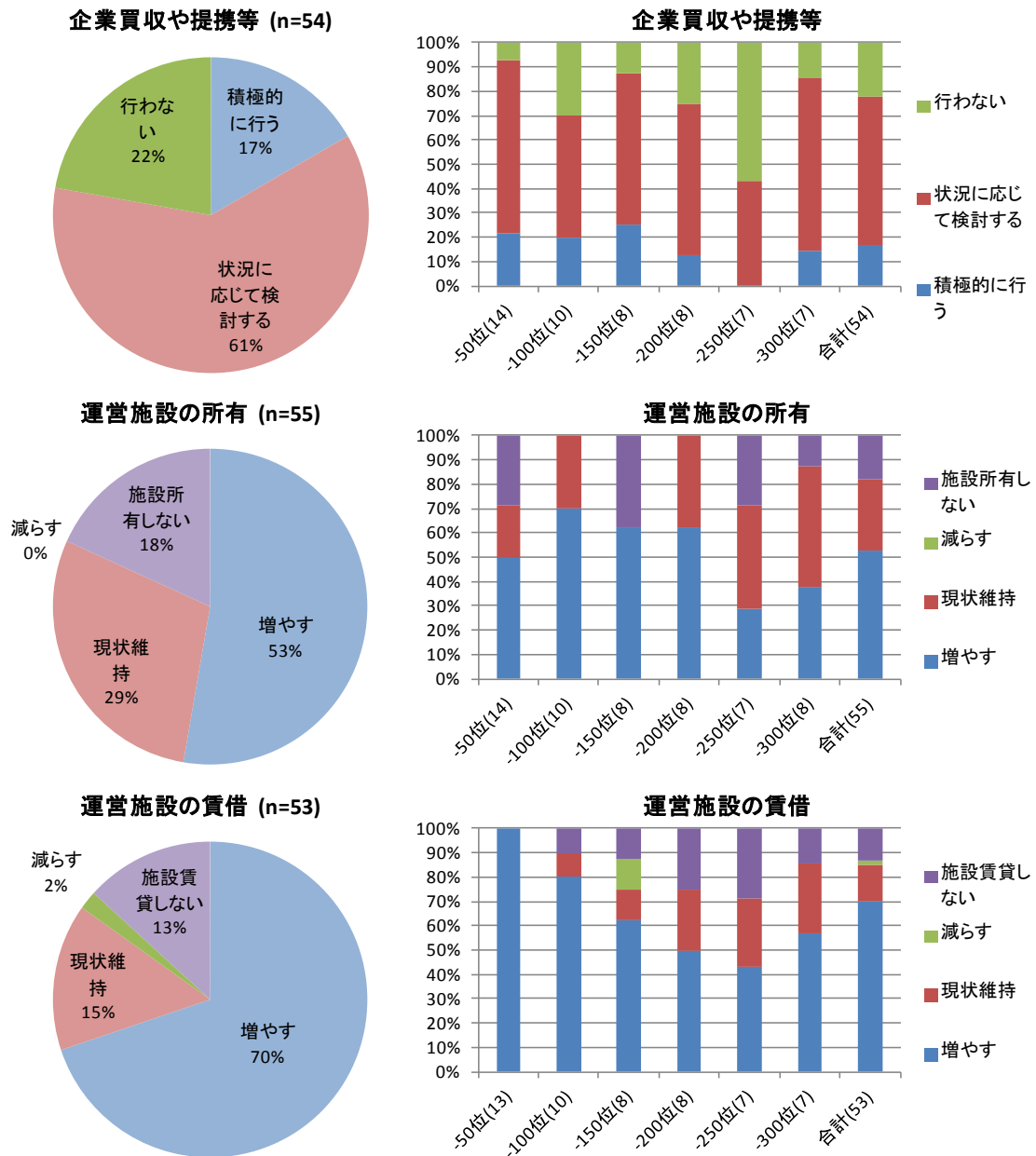
③ 事業手段

前述の事業方針を実現する手段として、A企業買収や提携等、B運営施設の所有、C運営施設の賃借、等の意向を尋ねた(設問 2) (図表 2-3-8)。A 企業買収や提携等は、「積極的に行う」17% + 「状況に応じて検討する」61% = 計 78%で、前向きな企業が大半を占めた(設問 2A)。特に1~50 位では 92%と突出するが、50 位以下では下位企業であっても積極的な姿勢が見られる。

B 運営施設の所有は、「増やす」と回答した積極的な企業は 53%と過半を占めるが、特に 50~200 位の中堅企業で同 60~70%と高い(設問 2A)。これら中堅企業は開設競争を有利に進めるため、資金制約や事業拡大圧力の小さい自らの強みを活かし、優良立地や不動産取得が必要な案件等を確保する手段として用いている。

C 運営施設の賃借を「増やす」のは全体で 70%と所有を上回り、特にランキング上位企業ほど多い(設問 2C)。上位企業ほど事業拡大およびシェア獲得のために多くの施設開設が必要であり、短期的なコスト負担および財務影響の小さい賃借の志向が強い。

図表 2-3-8 事業手段



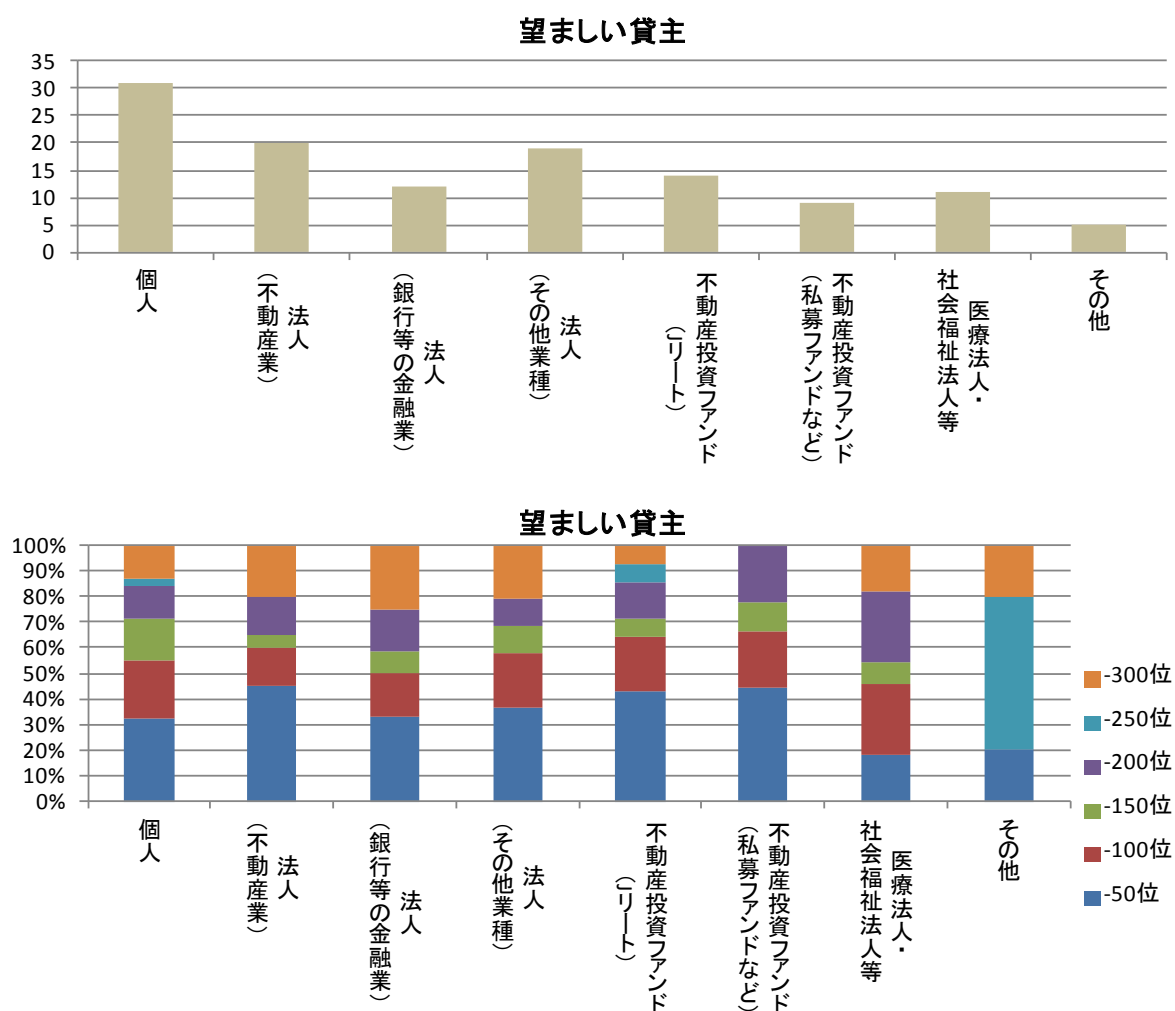
出所)三井住友トラスト基礎研究所

④ 望ましい貸主

運営施設を賃借する場合の望ましい貸主(複数回答可)としては、「個人」が31社と最も多く、次いで「法人(不動産業)」20社、「法人(その他業種)」19社と続く(設問3)(図表2-3-9)。相続対策や節税対策として高齢者住宅を保有するこれら貸主は、一般的に事業のハードルレートが低く、換言すれば借主として賃料等の経済条件がよいことが背景にある。ただし上位企業ほどこれら貸主への支持が低く、大規模修繕等の設備投資への不安や、契約の特殊性等への懸念等が反映されている。

不動産投資ファンドについては、Jリート14社、私募ファンド等9社と支持はやや低いが、上位企業からは一定の支持を得ている。

図表 2-3-9 望ましい貸主

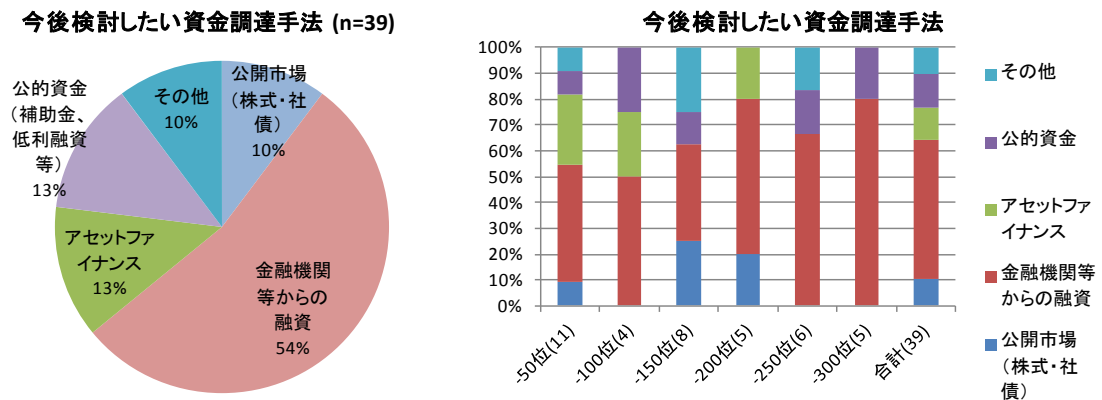


出所) 三井住友トラスト基礎研究所

⑤ 資金調達手法

また今後検討したい資金調達手法では、「金融機関等からの融資」が 54%と過半を占める(図表 2-3-10)。下位企業ほどその比率が高く 200 位以下では7割前後に達する。オペレーターには中小企業が多く、施設競争力も地域性が強く影響するため、こうした企業や施設の目利き力がある地銀等が優位と考えられる。一方でアセットファイナンスを検討したいのは、比較的信用力のある上位企業に限られている。

図表 2-3-10 今後検討したい資金調達手法

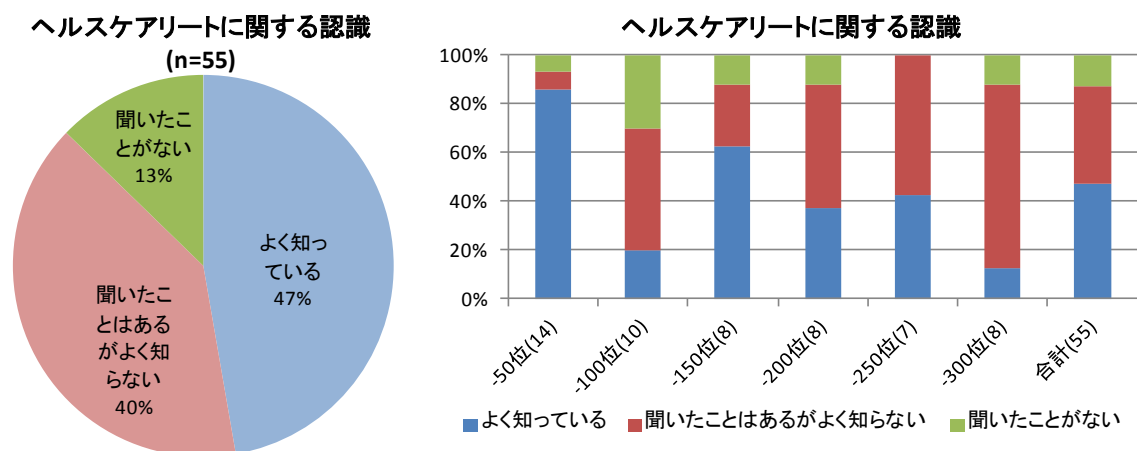


⑥ ヘルスケアリートに関する認識

ヘルスケアリートについては既に 3 銘柄上場しており、特に運営施設を自社所有している企業等では、不動産取引関連の問い合わせ等もあると思われる。ただし「聞いたことはあるがよく知らない」40%と「聞いたことがない」13%で過半数にのぼり、特にランキング下位企業ほど認知が進んでいない(図表 2-3-11)。実際、ヘルスケアリートの既存賃借先も上位 50 社等に集中しており、取引・賃借の実績がない企業ではヘルスケアリートの実態や機能に関する理解は途上にある。なお 51~100 位の中堅企業には医療法人系が多く、ヘルスケアリートとの関係がやや希薄な状況が垣間見られる。

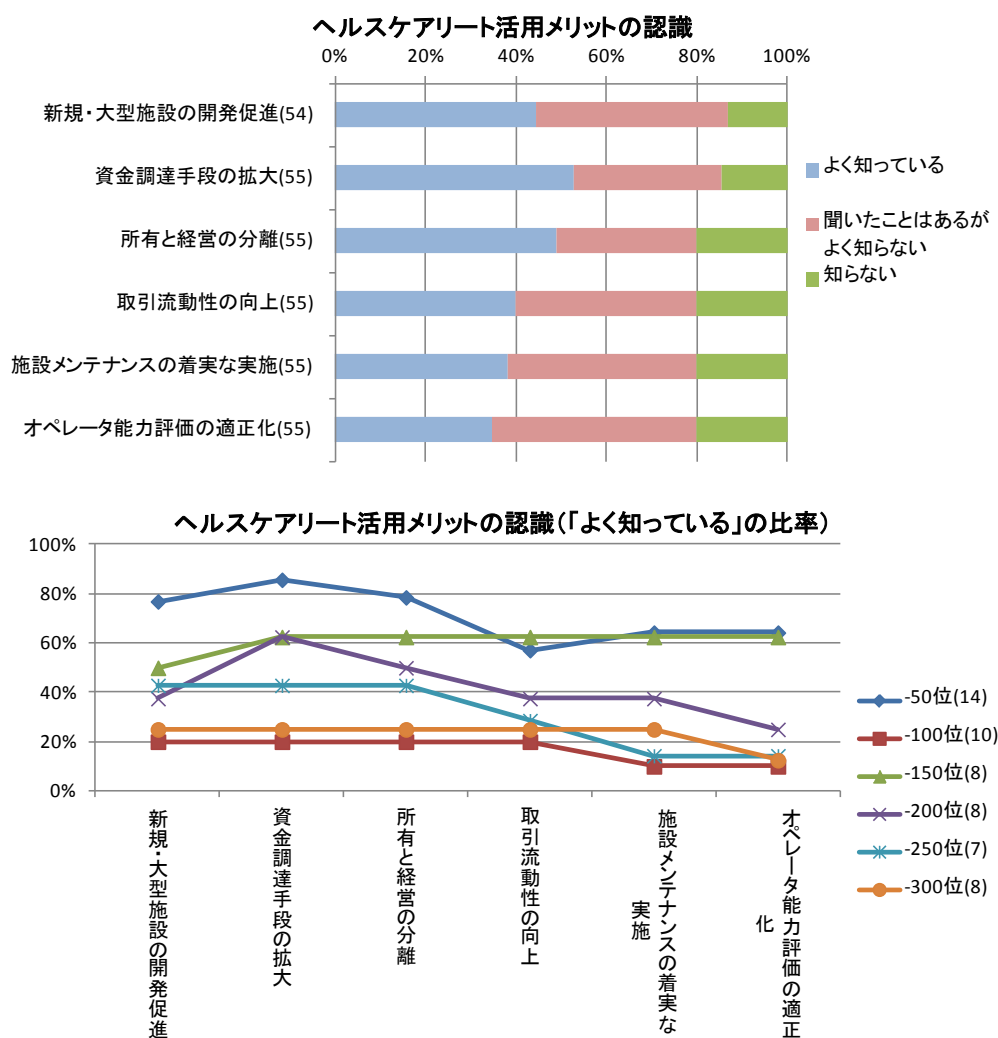
ヘルスケアリートの活用メリットの認識については、要素ごとに大きな差は見られないものの、施設の供給促進への寄与に比べ、下位企業を中心に「オペレーター能力評価の適正化」「施設メンテナンスの着実な実施」「取引流動性の向上」など、施設運営の高度化・安定化への寄与についての理解がやや不足している。

図表 2-3-11 ヘルスケアリートに関する認識



出所)三井住友トラスト基礎研究所

図表 2-3-12 ヘルスケアリート活用のメリット



出所)三井住友トラスト基礎研究所

⑦ ヘルスケアリートの活用意向

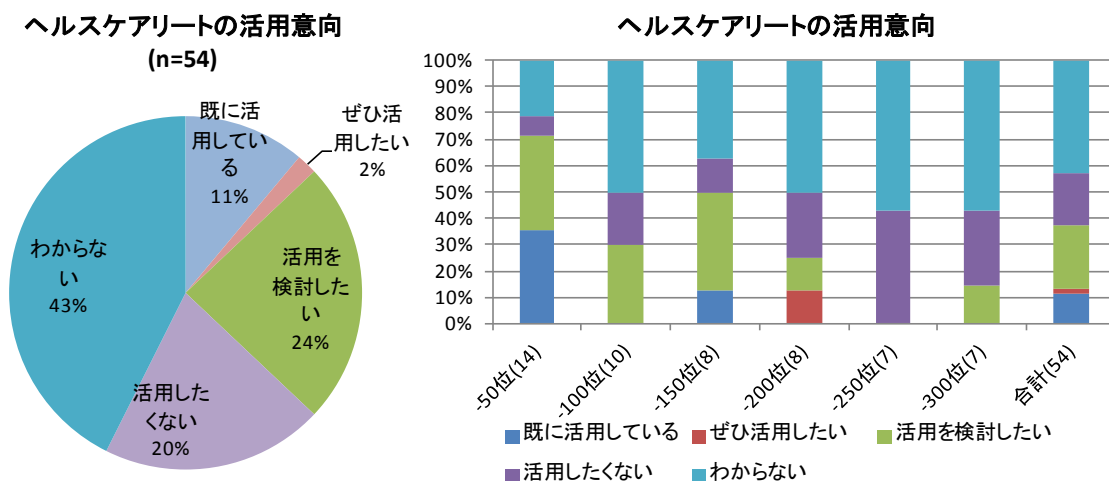
設問 8 でヘルスケアリートの活用メリットを踏まえ提示したものの、ヘルスケアリート自体をよく知らない企業が過半数にのぼるため、その活用意向(設問 9)も「わからない」が43%と最も多かった(図表 2-3-13)。一方で「既に活用している」「ぜひ活用したい」「活用を検討したい」の合計も37%と1/3を超え、特に1-50位企業では同72%と活用意向は極めて強い。ただし150位以下企業での活用意向は小さく、施設の一括賃借等が難しく、いまだ事業拡大ステージに至っていない企業が多いためと思われる。

ヘルスケアリートの活用目的(設問 10-1)としては、1-50位の大手企業を中心に「施設運営事業の拡大」と回答した企業が多く、事業戦略の実現を目的としている(図表 2-3-14)。一方これに次ぐ「リートを売却先とする新規施設開発の加速」および「保有施設の売却によるオフバランスの推進」は、中堅以下(51位以下)の企業で多く、財務戦略の実現等を目的としており、やや趣旨が異なる。

ヘルスケアリートへの関わり方(設問 10-2)は、「テナントとしてリートが保有する施設を賃借して運営」もしくは「保有施設や新規開発施設をリートに売却」など、個別案件ごとの対応が大半で、「アドバイザーや出資者として資産運用会社に参画」や「自らリートを組成」など、アセットビジネスへの取り組み意向は限定的である。

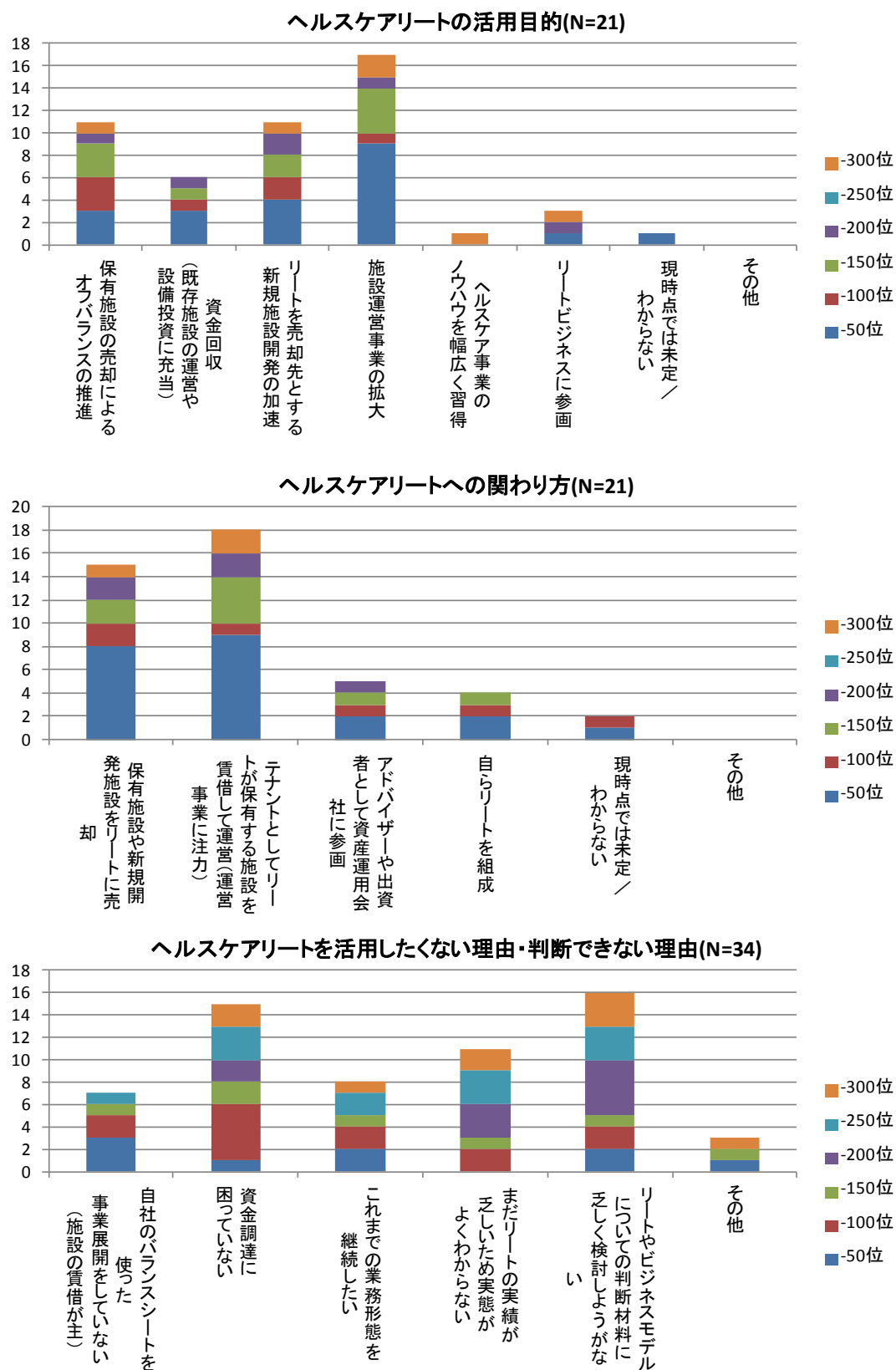
一方、ヘルスケアリートを活用したくない理由・判断できない理由(設問 11)では、上位100位以上の大手・中堅企業では、「資金調達に困っていない」「業務形態の継続」「バランスシートを使っていない」など、ビジネスモデル面で不要との回答が比較的多い。一方で101位以下の中小企業では「判断材料に乏しい」「実績が乏しい」などの情報不足が、主要な理由に挙げられている。

図表 2-3-13 ヘルスケアリート活用意向



出所)三井住友トラスト基礎研究所

図表 2-3-14 ヘルスケアリートの活用目的・関わり方・活用したくない理由等



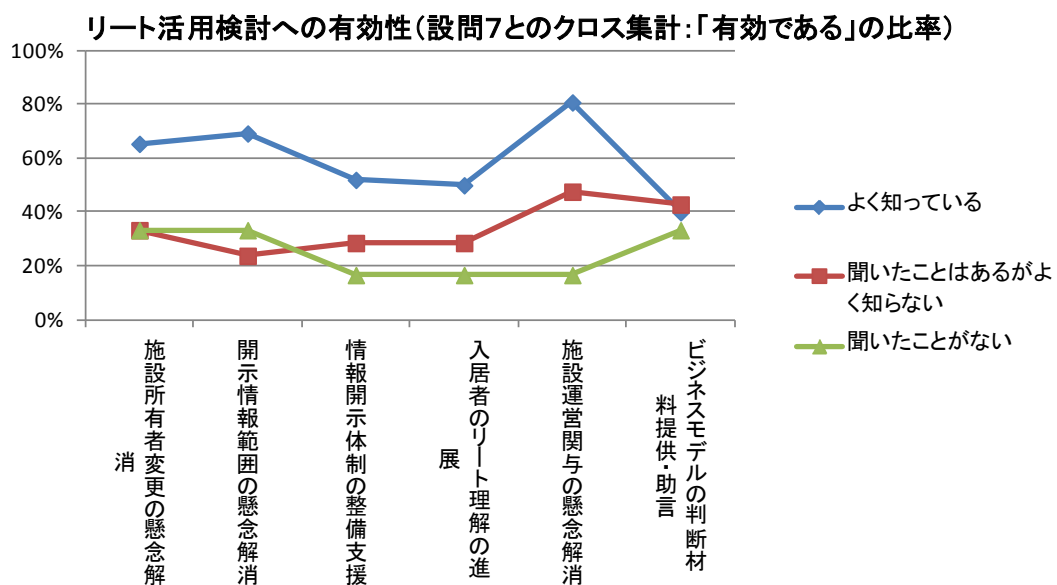
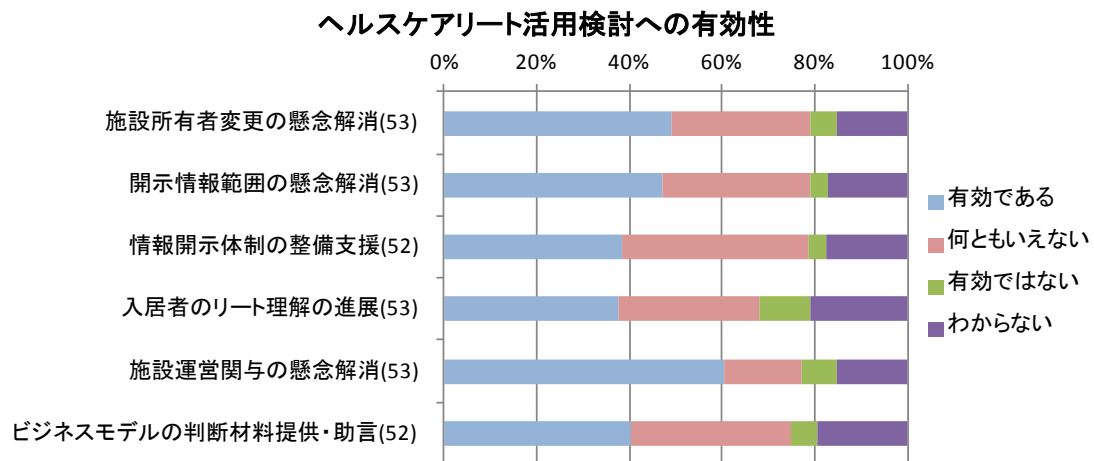
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

⑧ ヘルスケアリート活用検討への有効性

オペレーターが指摘する個別懸念事項について、その解消がヘルスケアリートの活用検討に有効か否かを尋ねた。各事項とも約 4 割超の企業が「有効である」としており、多面的に懸念解消することが必要と推察される(図表 2-3-15)。

ただし、「施設運営関与の懸念解消」は 6 割と高く、特に設問 7 でヘルスケアリートを「よく知っている」企業では 8 割に、また「聞いたことはあるがよく知らない」企業でも同項目の有効性は 5 割弱と他項目に比べ高い。これは、業務への影響レベルがわからず、また国土交通省による高齢者向け住宅を対象とするヘルスケアリートのガイドライン等でも担保されていない等が背景にある。一方ヘルスケアリートをよく知らない・聞いたことがない企業等では、「リートを活用したビジネスモデルの判断材料提供・助言」を有効とする回答が多く、本業への波及効果も含めた情報提供・助言等が求められている。

図表 2-3-15 ヘルスケアリートの活用検討への有効性



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

III 日本におけるヘルスケアリート普及のために

1 ヘルスケアリートを取り巻く諸課題の整理

日本では、ヘルスケア施設に対する需要が高まっていることから、ヘルスケア施設の供給促進に向けて、その資金調達手段としてのヘルスケアリートへの期待は大きい。しかし、現時点では、ヘルスケアリートの物件取得事例がまだ少なく、その寄与は限定的である。リートにとっての投資適格物件が少ない中で高齢者住宅・施設の取得競争に伴う不動産価格上昇もあり、投資家に今後の成長戦略が見えづらい状況となっている。

ここでは、前章の定量分析(統計データ等)や定性分析(各種関連プレイヤーの意見等)を踏まえ、日本のヘルスケアリートを取り巻く各種課題とその要因について、主に高齢者住宅・施設の「需要に関する課題」と「供給に関する問題」に分けて整理する。

高齢者住宅・施設の「需要に関する課題」としては、①需要の変化、②サービス評価の難しさがあげられる。①需要の変化としては、団塊の世代の高齢化に伴い、介護ニーズには至らないものの高齢者住宅に入居するニーズが高まっている。また、需要エリアも地方圏から都市圏にシフトするものと考えられ、ヘルスケアリートが施設供給を行うに際してはこのようなニーズの変化を踏まえる必要がある。②サービス評価の難しさとしては、高齢者住宅のサービス品質は事業規模や会社の信用力だけでは測ることはできないため、入居者が事前に評価をすることは困難である。このため、ヘルスケアリートがサービス品質の高い施設を見極めることを通じて、入居者にとって安心安全なサービス基準を定着させていく必要がある。

高齢者住宅・施設の「供給に関する問題」は、「事業運営に関する課題」と「投資保有に関する課題」に分けて整理する。

高齢者住宅・施設の「事業運営に関する課題」としては、高齢者住宅・施設のオペレーターは①ヘルスケアリートが施設を所有することに伴い運営コストが増大するのではないかと懸念、②ヘルスケアリートとの関わりの中で運営ノウハウが流出したり、ヘルスケアリートが経営に関与したりすることに対する懸念を持っている。また、③施設の多くは個人が所有しており、建物や設備の更新が適切に行われない懸念がある。このような課題に対して、ヘルスケアリートにはオペレーターとの関係を強化し、信頼関係を構築することや、個人所有物件を取得し、適切なメンテナンスを実施することを通じて、このような懸念を払拭していく必要がある。

「投資保有に関する問題」としては、①規模(施設居室数)などの観点からリートにとっての投資適格物件が不足していること、②個人所有物件の多くは相続対策が目的であり売却する理由に乏しいこと、③ヘルスケアリートは、投資家保護の観点から、キャッシュフローが不確実な安定稼働前の物件取得は基本的には行わないため、開発物件を直接は取得できないこと、④ヘルスケアリートのテナントは、現時点では運営居室数・施設数上位のオペレーターが中心で、中下位オペレーターまで広がっていないことがあげられる。

1-1 需要に関する課題

(1) 需要の変化

現在の日本では、要支援・軽度要介護のときは家族介護を行い、重度要介護に移行した段階で施設に入居するケースが多く、高齢者住宅の供給も介護付き有料老人ホーム(介護居室が大半)やサービス付き高齢者向け住宅(居室は狭小)が中心となっている。しかし、団塊の世代が後期高齢者となり、介護離職等に見られるように家族の負担も深刻化していることから、今後は要支援・軽度要介護の段階で住み替える軽度要介護者や自立高齢者向けの賃貸住宅に対する需要が高まると見込まれる。

現在の高齢者住宅の主な入居者となっている主に1940年以前生まれの世代は、身体状況が悪化し家族介護で対応できなくなって初めて、家族が入居施設を決めると言われている。将来、どの程度の費用が必要となるのか見通しが難しいこともあって、経済的余裕をもたせて、入居者本人の保有資産に比べて入居費用の比較的低廉なものが需要の中心となっており、介護老人福祉施設(特別養護老人ホーム)、重度要介護者を対象とした介護付き有料老人ホーム、あるいは要介護者向け居室(居室面積18㎡前後)を中心としたサービス付き高齢者向け住宅への入居が多い。また、多くの後期高齢者が地方圏に住んでいるため、こうした需要の中心は地方圏となっている。

しかし、2020年以降は、団塊の世代の多くが後期高齢者となるため、高齢者住宅需要の主体は、子がない、もしくは子と非同居近居の高齢単身世帯・夫婦世帯が中心となる。需要は、自立者向けもしくは軽度要介護者向けの居室で、かつ団塊の世代が多く移り住んだ首都圏等の大都市圏を中心に高まることが見込まれる。

この結果、より長期的には、地方圏・重度要介護者向け・低価格帯の高齢者住宅が余剰になる一方で、大都市圏・自立者または軽度要介護者向け・中～高価格帯の高齢者住宅が不足することが指摘される。ヘルスケアリートを現在保有している物件は、大都市圏のウエイトが若干大きいものの、居室面積18㎡未満の介護居室を中心とした介護付き有料老人ホームが中心となっており、今後の需要変化でニーズとのギャップが生まれる可能性が高い。

(2) サービス評価の難しさ

高齢者住宅が提供するサービスは、生活全般に関わるとともに入居者の身体状況によっても異なる。入居を決定する個人が募集要項で示されるサービス内容・項目のみでその良否を判断・評価することは容易ではなく、概して大手オペレーターが運営する施設を選びがちである。しかし、大手オペレーターが運営する高齢者住宅であっても、事故やトラブルは発生しうる。その一方で、中小オペレーターであっても、地域に根ざして不動産コストを抑えながらも入居者に寄り添う、質の高いサービスを提供することで支持を集める高齢者住宅も少なくない。

このように高齢者住宅のサービス品質はオペレーターの企業規模(＝運営居室数)や信用力だけでは判断できないのが実態である。ヘルスケアリートには、自らの収益を安定化させるため、入居者に支持されるような、競争力のある高齢者住宅を見極めるとともに、ヘルスケアリートが運用している高齢者住宅であれば安心・安全であるというような、高齢者住宅のサービス評価における業界標準となる役割が期待される。

1-2 供給(事業運営)に関する課題

(1) 運営コスト増大に対するオペレーターの懸念

高齢者住宅の所有者調査では、大都市圏ではオペレーターが一定の高齢者住宅を保有していることが確認されているが、これらのオペレーター保有物件は、従来、物件売却の動機が弱かった。信用力の高いオペレーターは、昨今の低金利環境下で極めて低い借入コストで資金調達を行うことができるため、自己保有物件を売却して賃借に切り替える必要性が乏しい。また、入居費用の大半を入居一時金で賄うようなケースでは、不動産取得費用の大半を短期で回収でき、金融機関等に借入金を完済しているケースも多かった。

しかし、最近、こうした動きにも変化がみられる。第一に、高齢者住宅・施設市場の拡大を背景に事業規模を拡大させようとするオペレーターは、自己保有ではなく賃借による運営物件拡大や、保有物件の売却資金により新たな物件を開発・取得する等の方法(資本のリサイクル)を志向している。第二に、高齢者住宅市場における競合が激化しており、入居費用に占める入居一時金比率の低下や入居一時金相場の下落がみられる。このため、施設取得費用の回収が長期化しており、物件売却動機が次第に強まってきている。

こうした状況下で、オペレーターにとっての最大の懸念材料は、物件売却により新たに賃料負担が発生することである。実際、オペレーターへのヒアリング調査でも、高齢者住宅の流動化・証券化に伴って、経常的な不動産費用(賃料)の増加に対する懸念が示されていた。また、物件売却にあたって、最近の不動産価格上昇を受けて高値で売れることを期待するものの、その見返りとして過度に高い賃料負担を要求されるのではないかと懸念も強い。したがって、ヘルスケアリートがオペレーターから円滑に物件を取得するためには、オペレーターとの関係を強化し、信頼関係を構築する中でこのような懸念を払拭していく必要がある。

実際のところ、昨今の高齢者住宅の取引市場では、買い主(リートを含む)は現行の賃料水準を前提とし、期待利回りを下げることによって、高い価格で物件取得しているケースが多い。将来の賃料増額を前提に高い価格を提示しているようなケースは少ないと思われる。また、運営が極めて重要な役割を果たす高齢者住宅・施設において、現行のオペレーターを賃料増額要求等によって追い出すことは、現行のオペレーターの事業継続が危ぶまれるような事態でもない限り、収益の安定性や競争力の観点から望ましくない。したがって、運営コスト(賃料)増大に対するオペレーターの懸念が顕在化する可能性はさほど大きくないと思われる。

(2) 運営情報流出と経営関与に対するオペレーターの懸念

国土交通省が 2014 年 6 月に公表した「高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン」では、ファンド運営において高齢者住宅の運営に関する専門家等の採用を求めている。専門家の関与として、既存のヘルスケアリートも、ヘルスケア分野で豊富な投資実績を有するアドバイザーの起用や、オペレーターのヘルスケアリートへのスポンサー参加などの例がみられる。

リートのスポンサーに特定のオペレーターが参加するようなケースでは、他のテナントであるオペレーターが、自社のビジネスモデルやノウハウ、運営実績に関する情報が競合他社に知られてしまう可能性を懸念する場合がある。また、オペレーターへのアンケート結果によれば、こうした運営情報を前提とした「ヘルスケアリートによる施設経営に対する過度な関与」に対する懸念が大きい。オペレーターには、施設を運営しているのは自分達であるという自負があり、そのビジネスモデルに外部から関与されることに強い抵抗感を示すのは当然である。これに対し、個人所有物件ではこのような経営関与の可能性が低く、オペレーターが個人所有物件を好む要因の一つとなっている。

しかし、実際には、テナント(オペレーター)の重要情報が、リートの資産運用会社から資産運用会社のスポンサー(競合オペレーター)に流出するようなことはない仕組みとなっており、リートがオペレーターに過度な経営関与を行っている例も特段ない。むしろ、運営情報の提供を前向きに捉えるオペレーターからは、他オペレーターとの比較を通じて、自社の運営手法に対するアドバイス等を期待する声もある。

(3) 個人所有物件で適切な更新投資がなされにくい懸念

個人が高齢者住宅を開発・所有するのは相続時の節税対策が主な目的と想定され、このような個人は営利目的ではないため賃料増額交渉を行う必要性は高くない。このため、一般的に個人所有物件の賃料は相場賃料より低く抑えられており、設備投資への積立も充分ではないケースが多い。個人所有物件の賃料が相場より低いことは、上記の経営への関与懸念が少ない点に加え、オペレーターが個人所有物件を好む要因になっている。

日本の高齢者住宅・施設の多くは築年数も 10 数年程度であるため、従来は大規模修繕の問題は顕在化してこなかったが、今後経年劣化に伴う追加的な設備投資(大規模修繕等)の必要性が生じることが予想される。このような中で、個人所有物件は設備投資への積立が充分ではないことから更新投資の費用負担が困難な場合も多いと考えられ、適切な更新投資がなされにくい懸念がある。

1-3 供給(投資保有)に関する課題

(1) リートの投資適格物件不足

高齢者住宅の所有者は、個人所有がかなりの割合を占めている。このため、事業リスクや信用リスクの観点から、高齢者住宅の敷地・建物の規模は比較的小規模なものが多くなっている。また、オペレーターは個人所有物件を好むことが多い(アンケート調査でも、オペレーターが運営施設を賃借する場合の望ましい貸主として「個人」が筆頭に挙げられていた)。前述のように、相続税対策を主な保有目的とする個人所有物件は、一般的に賃料が低く抑えられ、オペレーターに対する経営への関与も少ないこと等が理由である。

この結果、リートにとって投資適格性の低い居室数 50 室未満の小規模物件が、全高齢者住宅の 77.6%を占める。また、比較的大規模物件が多い介護付き有料老人ホームに限っても小規模物件が 50.2%を占める。逆に、ヘルスケアリートにとって投資適格性の高い大規模物件という観点からは、居室数 80 室以上の高齢者住宅は全体の 5.1%、介護付き有料老人ホームでは 11.4%にとどまる。このように、日本の高齢者住宅市場には投資適格性の高い案件が必ずしも多くないことが、高齢者住宅の需要や供給が拡大している割にはヘルスケアリートの投資が増えていない大きな要因となっている。言い換えれば、投資適格性の高い物件を確保するためには、ヘルスケアリート自身が主導的に開発案件に関わる必要があると言える。

(2) 個人所有物件は売却されづらい

所有者調査でみたように、投資適格性の高い高齢者住宅でも、過半数は個人所有物件であり、特に今後の需要増加が見込まれる首都圏では3分の2が個人所有物件となっている。

しかも、このような個人所有物件が高齢者住宅取引市場に売却物件として抛出される可能性は高いとは言えない。個人が高齢者住宅を保有する目的は、主に節税対策を含めた不動産の円滑な相続であり、そのために開発した不動産を売却するのは当初の目的に相反する行為であり、個人所有物件は売却されづらい。したがって、個人所有物件は投資適格性の高い物件であっても、所有者が固定されており、高齢者住宅の売買市場に抛出されづらい。このことは、リートによる投資可能性の阻害要因の一つとなっている。

(3) リートは開発物件を直接取得できない

日本のリートは、投資家保護の観点から、キャッシュフローが不確実な未稼働物件（運営開始前あるいは運営開始直後（2年以内等））の物件取得は基本的には行わない。

事業規模が小さく信用力が低い中小オペレーターは、不動産を一括賃借（マスターリース）することは個人所有物件も含めて容易ではないため、事業展開のためには不動産取得が不可欠であり、多額の資金調達が必要となる。一方、最近の中価格帯の高齢者住宅では、入居者確保のため入居一時金を抑えた料金プランが増えており、入居一時金相場も低下傾向にあるため、不動産取得資金の短期回収は困難になっている。加えて、運営開始直後は入居率が低いにもかかわらず介護人材を確保するための経費負担がかさみ、運営施設数の少ない中小オペレーターは運営開始直後ほど事業リスクや信用リスクが膨らみやすい。

アンケート調査では、中堅以下のオペレーターがヘルスケアリートを活用する目的は、オフバランスや新規施設開発に向けた既存物件の売却を意図したものが多かった。多くの中小オペレーターは新規施設開発後、早期に施設売却を進めたい一方で、ヘルスケアリートは新規施設開発後の未稼働物件への投資を基本的に行わない方針であるため、結果として、中小オペレーターの事業リスクが高止まりするとともに、新規施設の開発・取得が厳しくなっている。

(4) リート保有物件のオペレーターは居室数上位が中心

Jリート（特化型のヘルスケアリート以外も含む）の保有物件の賃貸先であるオペレーターは、現状では相対的に信用力の高い、運営居室数・施設数ランキング上位企業に集中している。これは、ヘルスケアリート市場の創設当初は、ヘルスケアリートを取り巻く関係者（ヘルスケアリートを運用する資産運用会社、ヘルスケアリートに融資する金融機関、ヘルスケアリートの投資家）が高齢者住宅・施設への投融資経験がまだ豊富ではなく、慎重な姿勢となっていたことに加え、オペレーター評価能力が不足していたため、オペレーターの事業体としての信用力を重視せざるをえなかった結果と考えられる。

しかし、前述のように、新規開設施設の入居率という観点からは、新興企業と老舗企業とで大きな差がないことがわかった。現在の高齢者住宅市場では、上位オペレーターの寡占度が低いことを勘案すると、老舗企業中心の上位オペレーター案件のみに投資する戦略は投資対象を限定することになるため、中位・下位のオペレーターでも競争力のある物件に投資する機会を拡大する必要があると考えられる。そのためにも、リートのアセットマネージャーは、ヘルスケア施設への投資実績を積み、運用を継続する中で、専門家の意見も交え、オペレーターの評価能力や目利き力を一層養っていくことが求められる。

2 米国からの示唆

I 章で見たように、米国の高齢者住宅市場においては、ヘルスケアリートが大きな役割を果たしており、リート市場においてもセクターとしての存在感は大きい。しかし、米国においても、ヘルスケアリートの創設後、高齢者住宅市場やリート市場における存在感が一気に拡大した訳ではないことには注意が必要である。米国のヘルスケアリートは、高齢化の進展、需要の変化、業界再編などに対応しながら、時間をかけて成長してきたのである。

ここでは、前節で整理した、日本の高齢者住宅の供給促進に向けてヘルスケアリートを活用するにあたっての課題に関連して、米国における現状と日本への示唆についてまとめる。

2-1 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の多様化

米国では、ヘルスケアリートの投資対象は、当初は社会的必要性が最も高く、公的医療制度に支えられたスキルドナーシング施設（重度要介護者施設）が中心であったが、社会保障制度や人々のニーズの変化に対応して、ヘルスケアリートは高齢者住宅（アシステッドリビング（軽度要介護者施設）、インディペンデントリビング（自立高齢者賃貸住宅））への投資を拡大させ、オペレーターとともに高齢者住宅業界の発展を支えてきた。また、高齢者住宅・施設以外にも、医療系施設やその他のヘルスケア施設への投資も行われてきた。

現在、アシステッドリビングやスキルドナーシング施設の需要の中心は、戦前生まれのサイレントジェネレーション世代（現在 70～90 歳）だが、15 年後の 2030 年にはベビーブーマー世代が 71～84 歳となり、これらの施設を実際に使い始める時期を迎えるため、今後はこのような世代交代に伴うニーズの変化に対応していく必要がある。米国では、スキルドナーシング施設の老朽化が問題となる一方で、今後は認知症ケアも含めた総合的な施設が求められており、現在は存在しない新たなタイプの施設が供給される可能性もある。また、CCRC（終身介護コミュニティ）などの資金力のある施設では、現在の入居者に不満がなくとも次世代のために、リニューアルや介護予防に向けた設備投資などを行っている例もみられる。

日本でも、団塊の世代（現在 66-68 歳）が、2020 年に 71-73 歳、2030 年には 81-83 歳を迎えるが、社会的構造や人々のニーズの変化に即した高齢者住宅・施設の供給が求められている。現在の入居者層の中心となっている戦前生まれの高齢者は、主に介護の必要性が高まってから家族（子世帯）が入居の意志決定を行うケースが大半であるため、要介護度が高く、価格帯は比較的抑えられ、エリアは地方圏が需要の中心となってきた。しかし、今後の入居者層の中心となる団塊の世代は、介護の必要性が深刻化する前に本人が入居の意志決定を行うケースが増え、エリアも首都圏などの大都市圏が中心となるものと見込まれる。このため、より介護度が低く（自立・軽度）、価格帯もやや高め（中～高価格帯）の、大都市圏での高齢者住宅への需要が高まるものと考えられる。

米国では、社会的必要性が最も高い重度要介護者向け施設に加え、軽度要介護者や自立高齢者向けの質の高い高齢者住宅の供給促進をヘルスケアリートが支えた。今後は日本のヘルスケアリートにも、このような需要の変化に即した高齢者住宅・施設の供給促進をリードする役割が期待される。日本のヘルスケアリートの投資エリアは、大都市圏や政令指定都市、中核都市といった需要の高いエリアが中心で、今後も概ね変更ないものと考えられるが、施設タイプは現状では介護付き有料老人ホームが中心であり、今後は多様化が進むものと期待される。

2-2 成長戦略と運用資産の多様化

米国のヘルスケアリートは、保有するヘルスケア施設タイプの多様化が進展しており、海外投資も行っているため、保有するヘルスケア施設タイプ（分散か特化か）や投資エリアなどから、個別銘柄の特徴がわかりやすく、投資戦略の差別化が図りやすい。しかし、米国も当初は高齢者施設のみを投資対象としており、その後に高齢者住宅や医療系施設への投資が活発化した。その点では、現在の日本と状況は似ているといえる。

米国のリート投資家は、時価総額上位のヘルスケアリートに対して安定性より成長性を期待して投資をしているようである。ヘルスケアリートは、高齢化という人口動態と高い需要に基づく安定したキャッシュフローを特徴としており、景気感応度が低いディフェンシブセクターではあるが、実際、運用資産額が大きい上位のヘルスケアリートは外部成長、内部成長ともに継続的な成長を続けた。このため、その成長シナリオが投資家に評価されており、投資家向け資料でも成長を主眼とした内容となっている。

外部成長については、個別物件だけでなく、ポートフォリオの取得を通じたドラスティックな規模拡大が行われている。また、内部成長については、テナントが全ての運営コストを負担する賃貸借契約（トリプルネット）で一定期間毎に賃料が上昇するステップアップ賃料の例があるほか、RIDEA スキームでは変動賃料となっている例がある。このため、既存物件ベースの NOI（物件取得や売却の影響を除いた同一物件の運営純収益）の成長率が米国ヘルスケアリート投資家の主な関心事となっている。

現状、日本のヘルスケアリートは外部成長（取得競争と投資適格性の高い物件の不足）、内部成長（現状はすべて固定賃料）のいずれもが低調であり、リート市場の市況悪化やオペレーターの不祥事等も相まって、投資家は慎重な姿勢にあると思われる。

今後、日本のヘルスケアリートの運用資産は、現在リートの主流な運用資産である介護付き有料老人ホーム以外の高齢者住宅に多様化することが考えられるほか、将来的には新規開発物件や、医療系施設の取得も期待される。また、現状、日本のヘルスケアリートの投資対象は投資内容が似ているため投資戦略の差別化が図りにくいが、今後の取得物件の増加や投資対象資産の拡大とともに、差別化や独自の特徴をより打ち出しやすくなるものと考えられる。

2-3 オペレーターとの協働・サポート

米国のヘルスケアリートは、オペレーターとの協働によって、質の高い高齢者住宅・施設の供給と業界の発展に努めてきた。特に、3 大ヘルスケアリートは、オペレーターとのパートナーシップにより資産を取得し、規模拡大を遂げるとともに、オペレーショナルリスクをとりつつ、高齢者住宅・施設の保有・運用を手がけてきた。

3 大ヘルスケアリートは運用の歴史が長く(Welltower 45 年、HCP 30 年、Ventas 19 年)、高齢者住宅・施設や医療業界のトップオペレーターとのリレーションシップを築いており、オペレーターとの協働経験が豊富である。一方、米国の高齢者住宅・施設のオペレーターは、一部を除いて非上場で地域に根ざした家族経営の零細オペレーターも多く、運営ノウハウが不足している場合もある。このため、上位のヘルスケアリートは、これらのオペレーターに対する助言(運営コスト削減や効率的な運営の提案など)も行っている。

日本でも、ヘルスケアリートが複数のオペレーターとの協働経験を積む中で、将来的には新興あるいは中小オペレーターへのサポートも行っていくことができる程度に、専門的な運用ノウハウが蓄積されていくものと期待される。そして、ヘルスケアリートの専門能力の向上は、リートとオペレーターの信頼関係を構築する上での必要要件と考えられる。

2-4 リートによる情報開示

日本では、リートによるオペレーターに関する情報開示や、経営への関与などが懸念されているが、米国ではリートとオペレーターの間でそのような懸念は特段ないように思われる。

米国のリート投資家が重視する代表的な指標としては、入居率、既存物件ベースの NOI (物件取得や売却の影響を除いた同一物件の運営純収益)の成長や、DSCR(借入金等の利息の支払能力)などが挙げられる。しかし、投資家はそれ以外にもできる限り多くの情報を取得したいと望み、中にはテナントに関するセンシティブな情報も含まれる。

この点、米国のヘルスケアリートは、投資家への説明責任は基本的に果たしつつも、オペレーターとの関係を大切にしており、特に、非上場のオペレーターは開示義務がないため、テナントであるオペレーターにとって不利益となるようなことがないように保護する立場をとっている。リートはオペレーターから必要な情報を全て取得しているが、投資家には個別物件収支を開示しない代わりに、ヘルスケア施設のタイプ別や地域別に、収支や入居率や NOI(運営純収益)を集計し、統合された形で開示するなどの工夫をしている。

米国のヘルスケアリートの投資家向け説明資料では、他のリートセクターにも共通するようなリートの主要指標(ポートフォリオ構成(エリア・タイプ)、資産規模、企業価値、財務指標、成長指標)のほか、ヘルスケア独自の指標として下記のような開示がある。

- 米国ヘルスケア施設市場における上場リートの保有割合
- ポートフォリオに占めるプライベートペイの比率
- テナント(オペレーター)比率:施設タイプ別、上位オペレーターが占める比率等
- 個別物件に対する各種の環境認証、運用会社を評価するグローバル不動産サステナビリティベンチマーク、環境指数への組み入れなど

日本においても、日本ヘルスケア投資法人が賃料負担力、介護報酬割合、一時金償却収入割合等の独自の指標を算出したほか、ヘルスケア&メディカル投資法人も入居率の開示に対する独自の工夫を行っている(有料老人ホームは、直近の重要事項説明書の開示が遅いものに関して、参考情報としてタムラプランニング&オペレーティングの調査に基づく居室数ベースの入居率(注:重要事項説明書は定員数ベース)を記載し、サービス付き高齢者向け住宅は、参考情報として物件ホームページの空室数から推計した入居率を参考として記載)。

今後も、他の J リートセクターと同様、各リートが開示内容に工夫をこらし、切磋琢磨しあうことで、日本におけるヘルスケアリートの開示の成熟度は増していくものと考えられる。

なお、J リートが保有している高齢者住宅・施設は、現状では全て固定賃料となっているが、将来、変動賃料を導入した場合は、ホテルリートと同様の運用が求められ、売上や稼働率の月次開示が必要となる。東京証券取引所の適時開示ガイドブックには、変動賃料を採用する場合(固定賃料と変動賃料を併用する場合を含む)、オペレーショナルアセット(ヘルスケア施設やホテル等)は、定期的(例えば月次)に運営状況(施設の売上高や稼働率等)を開示することが望ましいと記載されている。

2-5 トラックレコードの蓄積

米国のヘルスケアリートが 1970 年から 45 年の歴史を持つのに対し、日本のヘルスケアリートは創設からまだ 1 年しか経過していない。米国のヘルスケアリートも 1970 年から 2000 年までの 30 年間は小規模に止まり、投資家から受容されるには相応の時間を要した。

日本のヘルスケアリートも、住宅やホテルといった他のリートセクターで経験してきたように、投資主への継続的な情報開示に努め、投資対象資産(物件数、資産タイプ)の拡大と上場銘柄数の増加を通じた市場規模拡大に伴い、運用実績を蓄積していけば、関係者の理解促進と認知度の向上が進展していくものと期待される。実際、ヘルスケアリートの創設前と現在とでは、ヘルスケアリートに対する理解と認知度はかなり高まってきているものとみられる。

3 日本のヘルスケアリート普及のために

ここまでの、日本のヘルスケアリートを取り巻く諸課題や米国からの示唆を踏まえ、今後、日本においてヘルスケアリートが良質なヘルスケア施設の供給促進に役立つため、そしてヘルスケアリート自身が普及するための取り組みについてまとめる。

ここでは、日本のヘルスケアリート普及に向けた方策を「投資対象の多様化と良質なヘルスケア施設の供給」、「リートとオペレーターとの協働関係強化」という二つの観点に分けて整理した。

「投資対象の多様化と良質なヘルスケア施設の供給」に関しては、①需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の開発・取得、②高齢者住宅・施設の開発・取得に携わるプレーヤーの多様化、③個人所有物件の取得と更新投資という観点から、ヘルスケアリートが良質なヘルスケア施設の取得を行い、資金調達手段として活用されるための方策を検討した。

「リートとオペレーターとの協働関係強化」に関しては、①長期的な協働関係のもとでの懸念払拭と信頼関係の構築、②新規開設・開発物件の不動産取得による支援、③中小オペレーターへの事業運営支援、④オペレーターの M&A に伴うオフバランスニーズの汲み取り、⑤高齢者住宅・施設業界におけるベンチマークの提供という観点から、良質なヘルスケア施設を運営するオペレーターとの協働関係構築や経営支援、入居者にとって安心・安全な高齢者住宅・施設供給への寄与について整理し、今後のヘルスケアリートに期待される役割を検討した。

図表 3-3-1.ヘルスケアリート普及のための諸課題の整理と今後の方策

		1 ヘルスケアリートの活用を取り巻く諸課題の整理		
		1-1 需要に関する課題	1-2 供給(事業運営)に関する課題	1-3 供給(投資保有)に関する課題
3 日本のヘルスケアリート普及のために	3-1 投資対象の多様化と良質なヘルスケア施設の供給	<p>【課題】 1-1(1) 需要の変化</p> <p>↓</p> <p>【方策】 3-1(1) 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の開発・取得</p> <p>↑</p> <p>【米国からの示唆】 2-1 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の多様化</p>	<p>【課題】 1-2(3) 個人所有物件で適切な更新投資がなされにくい懸念</p> <p>↓</p> <p>【方向性】 3-1(3) 個人所有物件の取得と更新投資</p>	<p>【課題】 1-3(1) リートの投資適格物件不足 1-3(2) 個人所有物件は売却されづらい</p> <p>↓</p> <p>【方向性】 3-1(2) 高齢者住宅・施設の開発・取得に携わるプレーヤーの多様化</p> <p>↑</p> <p>【米国からの示唆】 2-2 成長戦略と運用資産の多様化</p>
	3-2 リートとオペレーターとの協働関係強化	<p>【課題】 1-1(2) サービス評価の難しさ</p> <p>↓</p> <p>【方策】 3-2(5) 高齢者住宅・施設業界におけるベンチマークの提供</p>	<p>【課題】 オペレーターのリートに対する懸念 1-2(1) 運営コスト増大懸念 1-2(2) 運営情報流出・経営関与懸念</p> <p>↓</p> <p>【方策】 3-2(1) 長期的な協働関係のもとでの懸念払拭と信頼関係の構築 3-2(3) 中小オペレーター支援</p> <p>↑</p> <p>【米国からの示唆】 2-3 オペレーターとの協働・サポート 2-4 リートによる情報開示 2-5 トラックレコードの蓄積</p>	<p>【課題】 1-3(3) リートは開発物件を直接取得できない 1-3(4) リート保有物件のオペレーターは居室数上位中心</p> <p>↓</p> <p>【方策】 3-2(2) 新規開設・開発物件等の不動産取得による支援 3-2(4) オペレーターの M&A に伴うオフバランスニーズの汲み取り</p> <p>↑</p> <p>【米国からの示唆】 2-3 オペレーターとの協働・サポート 2-5 トラックレコードの蓄積</p>

出所)三井住友トラスト基礎研究所

3-1 投資対象の多様化と良質なヘルスケア施設の供給

現在、ヘルスケアリートの保有資産は有料老人ホームが中心だが、今後は良質なヘルスケア施設の供給に向けて、ヘルスケアリートも投資対象を多様化していく必要がある。投資対象多様化の内容としては、医療系施設（病院・診療所、医療用ビル等）の取得拡大も中長期的には期待されるが、ここでは高齢者住宅・施設に焦点を当てる。

良質な高齢者住宅・施設の供給推進に向けたヘルスケアリートによる投資対象の多様化を、①需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の開発・取得、②高齢者住宅・施設の開発・取得に携わるプレイヤーの多様化、③個人所有物件の取得と更新投資という三点から整理した。

(1) 需要の変化を捉えた高齢者住宅・施設の開発・取得

日本では、高齢者住宅市場における需要の変化に伴い、都心部における大規模物件（日本版 CCRC 等）や、中間所得層でも入居可能な軽度要介護者や自立高齢者向けの高齢者住宅の供給が必要とされている。介護保険財政にも限界がある中で、このような需要の変化に即した高齢者住宅・施設を開発していくために、民間の資金調達手段としてヘルスケアリートの活用が期待される。具体的な方法としては、リートがスポンサーサポートを活用し、リートのスポンサーがブリッジファンド等を通じて開発物件を取得し、リートが安定稼働後に同物件を取得するなど、スポンサー等も含めたグループでの対応が必要とされる。

なお、現在注目を集めている日本版 CCRC に関しては、地方都市で医療施設や商業施設を街の中心部に集める「コンパクトシティ」のような概念や日本独自のアイデアが混ざり、米国における CCRC とは概念が異なる状況となっている。例えば、東京都では CCRC に子育て施設を加えたものを「東京都版 CCRC」として定義しており、今後は国内の各都市版 CCRC も様々な概念によって作られていく見込みである。このような今後開発されていく日本版 CCRC の保有主体として、ヘルスケアリートは有力な候補となるものと期待される。

(2) 高齢者住宅・施設の開発・取得に携わるプレイヤーの多様化

日本における高齢者住宅の新規開設・開発は、専門オペレーターの不動産情報力に依存することが多いが、今後、都心部で大規模な高齢者住宅を開発するにあたっては、情報収集力が高い大手不動産デベロッパーや鉄道事業者系列のオペレーターも有力と考えられる。

また、リートは、直接的に開発に携わることはできないが、高齢者住宅市場以外にも金融市場や不動産市場で多様な情報ネットワークを持っており、専門オペレーターがアクセスしにくい物件を自らの目利き力で拾い上げることができ、新規開設物件について自らのアレンジで適切なオペレーターを誘致することも可能と考えられる。

(3) 個人所有物件の取得と更新投資

前述のように、高齢者住宅の過半を占める個人所有物件は、一般的に賃料が相場より低く抑えられており、建物や設備の更新投資が適切に行われない懸念がある。

実際に、介護保険制度開始から 15 年が経過し、高齢者住宅の大規模修繕やそのための資金需要も徐々に顕在化してきており、更新投資の大きい高価格帯の施設や大規模施設等、費用捻出が困難な個人所有物件では売却事例も出てきている。

こうした現状を踏まえ、ヘルスケアリートは多様なルートを通じて個人所有物件の情報収集を行い、投資適格な個人所有物件を積極的に発掘していくことが期待される。高齢化社会に不可欠な社会的インフラである高齢者住宅を適切に維持・管理していくために、ヘルスケアリートが個人所有物件の取得を通じた適切な設備投資を行うことが期待される。

3-2 リートとオペレーターとの協働関係強化

日本のヘルスケアリートは、今後オペレーターとの協働関係を深めることで、リートに対する懸念の払拭や、理解の促進を図るとともに、長期的には信頼関係を築き、オペレーターとともに良質なヘルスケア施設の供給促進に寄与することが期待される。また、オペレーターから収集・集約した情報や運用実績が蓄積される中で、将来的にはヘルスケアリート自身にも施設運営に関するノウハウが蓄積されていくものと考えられ、これらを活用して中小規模のオペレーターに対する助言やサポートを行っていくことも期待される。

米国のヘルスケアリートは、その起源がオペレーターと関連深い面もあり、リートとオペレーターは古くから協働関係を築きながら成長してきた。ヘルスケアリートは、物件取得面でも物件運営委託面でも多数のオペレーターと取引関係を有し、オペレーターの経営が悪化した局面には不動産投資以外に融資も行ったりしながら、オペレーターと連携し、高齢者住宅・施設市場を共に牽引してきた。米国のヘルスケアリートは、高齢者住宅・医療業界における複数のトップオペレーターとの取引関係を通じて、テナント(オペレーター)の様々な情報を収集・集約しているが、投資家への情報開示にあたってはテナントに不利益とならないよう配慮している。また、蓄積した集約情報や運営知識を活用して、オペレーターに対して運営に関する助言や提案を行っている。

(1) 長期的な協働関係のもとでの懸念払拭と信頼関係の構築

高齢者住宅のオペレーターは、ヘルスケアリートが施設(土地や建物)を保有することにより、自らの事業運営への影響、特に運営コストの増大、運営情報の流出、経営への関与などが起こる可能性について懸念を抱いている。しかし、これらはオペレーターとリートが互いの認識不足に起因する面もあり、今後は長期的な協働関係の中で、互いの理解を深めるとともに懸念を払拭し、信頼関係を構築していくことが望まれる。

(2) 新規開設・開発物件等の不動産取得による支援

成長戦略志向のオペレーターは、成長を実現するための新規開設資金調達ニーズが高い。特に、信用力の低い成長段階の中小オペレーターは、リートへの物件売却(保有物件のオフバランス)等を通じた資金調達ニーズはあるが、事業規模(運営居室数・施設数)や信用力等の観点から現状ではリートとの取引関係がないオペレーターが多い。

リートは、投資家保護の観点から基本的に安定稼働前の物件取得は行わないが、スポンサーのサポート(ブリッジファンド等)を活用するなどの工夫をした上であれば、これらを取得することが可能であり、ヘルスケアリート自身の成長が図れることができるとともに、開発・新設案件等を間接的ではあるが支援することができる。

リートがこうした投資リスクを適切に見極めていくためには、オペレーターやヘルスケア施設に対する目利き力を高めることが必須であり、各種運用ノウハウを蓄積していくことが望まれる。これには、ヘルスケアリートのスポンサー企業や内部専門家によるサポートも必要である。

(3) 中小オペレーターへの事業運営支援

日本のヘルスケアリートは、まだ投資実績が少なく、内部専門家の活用も途上段階にある。しかし、ヘルスケアリートの上場から1年以上が経過し、取得事例も徐々に増える中で、リートが選定するオペレーターの裾野は、運営居室数・施設数上位のものから中位のものにも徐々に拡大してきている。

日本の高齢者住宅・施設のオペレーター業界では、生産効率の改善や運営ノウハウの高度化が模索されている。今後、ヘルスケアリートは取引先となるオペレーターを多様化させるとともに、互いの認識不足による懸念を払拭し、信頼関係を構築することに加え、オペレーターが抱えている様々な課題に対し、同業他社比較を参考とした運営手法の改善(入居者集客方法、費用管理方法、ビジネスモデル)、各種サービスの提案、不動産情報の提供などの面で助言や実務的なサポートを行うことが考えられる。

ヘルスケアリートがこうした事業運営支援を実施するためには、投資実績や専門家の活用を通じ、高齢者住宅事業に関するノウハウを一層向上させる必要がある。ヘルスケアリートは、自らの目利き力で競争力のある中小オペレーターが運営する高齢者住宅を選別し、その投資経験を活用して経営相談・助言や実務支援を行うようなサイクルを作っていくことが望まれる。

(4) オペレーターのM&Aに伴うオフバランスニーズの汲み取り

今後、日本でも高齢者住宅・施設業界におけるオペレーターの合併や事業再編が起こることが予想される。ヘルスケアリートは、運営を継続する側のオペレーターのオフバランスニーズに応じ、これらの物件を取得していくことが期待される。

(5) 高齢者住宅・施設業界におけるベンチマークの提供

リートは、多様なオペレーターの運営実態を定量的・定性的に比較しうる立場にある。このようなリートが投資家に、事業規模や信用力のみに依らない「サービスの質が高い施設やオペレーター」を示すことは、入居者にとってサービス評価の難しい高齢者住宅・施設業界におけるサービスの質のベンチマーク(業界標準)として機能するものと考えられる。リートが自らの目利き力を活かして高齢者住宅・施設を取捨選別し、サービスの質が高い施設やオペレーターを示すことは、入居者にとって安心・安全な高齢者住宅・施設の業界標準を示すことでもあり、リート保有物件以外の高齢者住宅のサービスの質向上にもつながるものと考えられる。

【卷末資料】（資料 1）用語集

【ヘルスケア施設の種類】

インディペンデントリビング(自立高齢者賃貸住宅)(米国): **Independent Living (IL)**は、比較的自立性の高い高齢者向け賃貸住宅。米国の高齢者住宅の一種で 65～75 歳を主な対象年齢層とする。居住と生活支援サービスの割合は 9:1 程度で、生活支援サービスは食事、清掃、洗濯などの基礎的サービスに限定される。

アシステッドリビング(軽度要介護者賃貸住宅)(米国): **Assisted Living (AL)**は、日常生活における軽度の介護を要する高齢者賃貸住宅で、対象年齢層は 75 歳以上が中心。米国の高齢者住宅の一種。軽度の介護サービスが付加されることから月額利用料はインディペンデントリビングより高いがスキルドナーシング施設の半額程度。

スキルドナーシング施設(重度要介護者施設)(米国): **Skilled Nursing Facility (SNF)**は、日常生活において重度の介護を要する高齢者に、病院並みの専門的介護サービス(リハビリなど短期治療と長期介護の両方を含む)を 24 時間体制で提供する施設。ナーシングケアと呼称されることもある。米国の代表的な介護施設。

CCRC(終身介護コミュニティ)(米国): **Continuing Care Retirement Community (CCRC)**は、同一敷地内でインディペンデントリビング、アシステッドリビング、スキルドナーシング施設といった高齢者住宅や介護施設のサービスが提供され、終身介護を保障する総合型のコミュニティ。

メモリーケア: 認知症ケアのこと。

メディカルオフィスビル(米国): **Medical Office Building (MOB)**は医療用のビル。複数の医師がひとつの建物に同居し、さまざまな医療サービスを受けられる医療施設。日本の医療モール概念に近いが、日本に比べて大規模なものが多い。

有料老人ホーム(日本): 高齢者に対して、介護、食事、選択・清掃等の家事または健康管理等の日常生活に必要なサービスを提供する施設。介護付有料老人ホームや住宅型有料老人ホームに分けられる。

サービス付き高齢者向け住宅(日本): サ高住と呼称されることもある。高齢者の居住の安定確保に関する法律等に定められる登録基準を満たし、都道府県に登録された賃貸住宅を指す。住宅(面積・設備・構造)、入居者へのサービス及び入居者との契約に関する基準がある。

【米国の公的医療保険制度】

メディケア(米国): Medicare は 65 歳以上の高齢者や障害者に対する公的医療保険制度

メディケイド(米国): Medicaid は一定の要件を満たす低所得者に対する公的医療保険制度

【リート、ヘルスケアリート】

リート(REIT): Real Estate Investment Trust(不動産投資信託)の略で、多くの投資家から資金を集めて不動産を購入し、その賃貸収入や売却益を投資家に分配する金融商品。本レポートで、リートとは特段断りのない場合を除き、上場リート(上場不動産投資信託)を指す。

ヘルスケアリート: 国によっても基準は異なるが、本レポートでは、基本的に各リートの投資方針や保有資産構成等をもとにヘルスケア特化型と判断される上場リートを指す。

【ヘルスケアリートの関連法制度・賃貸借契約の方式】

RIDEA(米国): REIT Investment Diversification and Empowerment の略で、リートの投資多様化と権利拡大に関する法律を指す。2008 年に施行された。多様な内容を含むが、ヘルスケアリートにとっての大きな変更点として、課税対象リート子会社を通じて運営業務からの利益を享受することが可能となった。

トリプルネット(NNN): テナントであるオペレーターが全ての運営コスト(物件の税・保険料・維持管理費)を負担する賃貸借契約の方式

【リートの収支関連指標】

NOI(Net Operating Income): 運営純収益

不動産賃貸収入から不動産賃貸で実際に発生した費用を差し引いて求められる純収益のこと。減価償却費などの非現金支出や、借入等の利息といった金融費用は控除しない。不動産賃貸事業から生み出されるキャッシュフローを指す指標。

【巻末資料】（資料2）アンケート質問票兼回答票

質問票兼回答票

(サンプル)

1. 高齢者向け居住施設の運営事業に関する貴社の事業戦略についてお尋ねします。

注) ここで「高齢者向け居住施設」とは、サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム（介護付き・住宅型・ほか）、グループホーム等を指します。

設問1. 今後5年程度で、貴社は高齢者向け居住施設の運営居室数を拡大するご意向がありますか。
貴社の事業方針をお答え下さい。(いずれかに○印)

今後の運営居室数 : ①増やす ②現状維持 ③減らす ④わからない
⑤その他 ()

設問2. 設問1の事業方針を実現する手段について、以下A～Cに関する貴社のご意向をお答えください。(いずれかに○印) またその主な理由をお教えてください。

A 企業買収や提携等 : ①積極的に行う ②状況に応じて検討する ③行わない
主な理由 ()

B 運営施設の所有 : ①増やす ②現状維持 ③減らす ④施設所有しない
主な理由 ()

C 運営施設の賃借 : ①増やす ②現状維持 ③減らす ④施設賃借しない
主な理由 ()

設問3. 新たに運営施設を賃借する場合、貴社にとって望ましい貸主（施設所有者）をお答えください。
(該当するもの全てに○印) またその理由をお教えてください。

- | | |
|--------------|----------------------|
| ①個人 | ⑤不動産投資ファンド（Jリート） |
| ②法人（不動産業） | ⑥不動産投資ファンド（私募ファンドなど） |
| ③法人（銀行等の金融業） | ⑦医療法人・社会福祉法人等 |
| ④法人（その他業種） | ⑧その他 () |

その理由
()

設問4. 設問1の事業方針を実現するにあたり、今後、最も検討してみたい資金調達手法をお答えください。(いずれかに○印) またその理由をお教えてください。

- ①公開市場（株式・社債）
②金融機関等からの融資
③アセットファイナンス（資産流動化・不動産証券化等（リートを含む））
④公的資金（補助金、低利融資等）
⑤その他 ()

その理由
()

設問5. 現在の貴社の運営居室数についてお教えてください。

	国内		海外
		うち首都圏	
現在の居室数	約 室	約 室	約 室

設問6. 今後の運営居室数等のイメージ（予想）を概数で結構ですのでお教えてください。

	国内		海外
		うち首都圏	
およそ5年後の居室数	約 室	約 室	約 室
およそ10年後の居室数	約 室	約 室	約 室

2. ヘルスケアリートに対するご認識についてお尋ねします。

注) ここで「ヘルスケアリート」とは、国内の上場不動産投資信託（Jリート）のうち、特に投資対象をヘルスケア施設に特化したものを指します（2015年7月末時点では以下の3銘柄：日本ヘルスケア投資法人、ヘルスケア&メディカル投資法人、ジャパン・シニアリビング投資法人）。

設問7. ヘルスケアリートに関するご認識をお答えください。（いずれかに○印）

①よく知っている ②聞いたことはあるがよく知らない ③聞いたことがない

設問8. ヘルスケアリートは、公開市場（Jリート市場）を通じた資金調達手法という機能を有しています。

ヘルスケアリートの活用によって、高齢者向け居住施設の供給促進やオペレーターの運営事業拡大にとって、以下のようなメリットがあると言われています。これら各メリットについて、①よく知っている、②聞いたことはあるがよく知らない、③知らない、のいずれかに○をご記入ください。

ヘルスケアリート活用のメリット（設問項目）			①よく知っている	②聞いたことはあるがよく知らない	③知らない
A	新規・大型施設の開発促進	リートの資金調達力を活用することで、地主の有効活用等に比べ、新規・大型の施設開発が容易になる。			
B	資金調達手段の拡大	オペレータは、既存の借入等の資金調達手段に加え、リートへの施設売却・資金回収という形で、リートを介して市場からの資金調達が可能となる。			
C	所有と経営の分離	リートが施設を所有してくれるため、オペレータはバランスシートを膨らませずに、運営事業の拡大が容易になる。			
D	取引流動性の向上	リートが継続的に施設を取得することから、高齢者向け居住施設の売買市場が形成されて流動性が向上し、適正価格の形成が期待できる。			
E	施設メンテナンスの着実な実施	リートは施設の長期保有に伴う減価償却費の内部留保を活かして、施設の維持管理を長期的・計画的に実施することができる。			
F	オペレータ能力評価の適正化	リート投資家等への施設の運営・サービス状況に関する情報開示が進み、客観的なオペレータの運営能力評価が普及し、優れたオペレータが適正に評価される。			

設問 9. ヘルスケアリートのメリットを踏まえ、貴社のヘルスケアリート活用意向をお答えください。

(いずれかに○印)

- | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|
| ①既に活用している | →設問 10 へ | ④活用したくない | →設問 11 へ |
| ②ぜひ活用したい | →設問 10 へ | ⑤わからない | →設問 11 へ |
| ③活用を検討したい | →設問 10 へ | | |

設問 10. 設問 9 で、①既に活用している、②ぜひ活用したい、③活用を検討したい、とお答えの方にお尋ねします。ヘルスケアリートを活用する目的、およびヘルスケアリートへの関わり方についてお答えください。(該当するもの全てに○印)

10-1 ヘルスケアリートの活用目的 (複数回答可)

- ①保有施設の売却によるオフバランスの推進
- ②資金回収 (既存施設の運営や設備投資に充当)
- ③リートを売却先とする新規施設開発の加速
- ④施設運営事業の拡大
- ⑤ヘルスケア事業のノウハウを幅広く習得
- ⑥リートビジネスに参画
- ⑦現時点では未定／わからない
- ⑧その他 ()

10-2 ヘルスケアリートへの関わり方 (複数回答可)

- ①保有施設や新規開発施設をリートに売却
- ②テナントとしてリートが保有する施設を賃借して運営 (運営事業に注力)
- ③アドバイザーや出資者として資産運用会社に参加
- ④自らリートを組成
- ⑤現時点では未定／わからない
- ⑥その他 ()

*設問 10 にお答えの方は、設問 12 にお進み下さい。

設問 11. 設問 9 で、④活用したくない、⑤わからない、とお答えの方にお尋ねします。活用したくない理由、あるいは判断できない理由をお答えください。(該当するもの全てに○印)

- ①自社のバランスシートを使った事業展開をしていない (施設の賃借が主)
- ②資金調達に困っていない
- ③これまでの業務形態を継続したい
- ④まだリートの実績が乏しいため実態がよくわからない
- ⑤リートやビジネスモデルについての判断材料に乏しく検討しようがない
- ⑥その他 ()

設問 12. ヘルスケアリートの活用に関して、オペレーターの立場から下記のような懸念や課題があげられています。これらの懸念等が解消されると、リート活用に関する前向きな検討に有効かどうかお答えください。(項目ごとにいずれかに○印)

- 1) リートが施設を売却して施設所有者が変わることへの懸念が解消される場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない
- 2) 開示を求められる情報の範囲（内容や量）に関する懸念が解消される場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない
- 3) 定期的な情報開示に必要な体制整備に係る支援が得られる場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない
- 4) 入居者のリートに対する理解が進んだ場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない
- 5) 外部からの施設運営に対する過度な関与についての懸念が解消される場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない
- 6) リートを活用したビジネスモデルについて判断材料提供や助言などがある場合
①有効である ②何ともいえない ③有効ではない ④わからない

ご協力ありがとうございました。

本調査にご協力頂いた方には、後日、集計結果をお送り致します。

恐れ入りますが、ご記入頂いた方のお名前やご連絡先をご記入下さい。

貴社名	
部署名	
御役職	
御芳名	
所在地 (郵送先)	〒
電話番号	

※本調査の回答内容について、調査実施機関よりお問い合わせさせていただく場合がございます。