

資本市場の資金を導入することで介護事業の透明性を確保、長期安定運営も実現

有料老人ホームを投資対象とした不動産私募ファンドの第1号は、2004年3月に野村プリンシパル・ファイナンス(株)(以下、NPF)によって設立された。2005年2月、NPFは匿名組合出資持分を楽天証券(株)に売却し、現在同証券がファンドを運用している(表3)。

NPFでこのファンドの組成に関わり、その後独立してアセットマネジメント会社のリエゾン・パートナーズ(株)(以下、リエゾン)を設立、同社の代表取締役 CEO に就任した秋元二郎氏への取材をもとに、有料老人ホームファンド(Healthcare Fund)の現状と今後についてまとめた。

日本初の有料老人ホーム専用ファンド

秋元氏は2003年10月にNPF初代不動産投資チームヘッドに就任、不動産をベースにした投資案件の開発を検討することになったが、その半年前に、不動産の再生・転用ビジネスにノウハウと実績をもつ(株)都市デザインシステム(以下、UDS)が企業独身寮を介護付有料老人ホームに転用するコンバージョン事業を手がけていることを知る。不動産の新たな価値創造という点で興味をひかれていた秋元氏は、様々な検討・検証の結果、UDSと連携して介護付有料老人ホームを投資対象としたファンドを設立するに至った。

当時は、NPFが金融関連全般の業務を、またUDSが物件の取得から転用、管理・運営を含めたアセットマネジメント業務を担当していたが、NPFが匿名組合出資持分を楽天証券に売却した後、2005年6月、リエゾンがアセットマネジメント業務を受託した。

表3 Healthcare Fundの概要

ファンドの名称	ヘルスケア・ファンド (Healthcare Fund)
形態	商法上の匿名組合
営業者	中間法人を出資者とする有限会社 SPV (Special Purpose Vehicle)
投資対象	介護付有料老人ホーム等
総投資予定金額	200~300億円程度
期間	5年程度

資料出所：リエゾン・パートナーズ(株)

運営事業者からみたファンドの意義やメリット

有料老人ホームの運営を行う事業者にとって、ファンドの意義やメリットは以下のとおりである。

- ①資金調達が多様化が実現する。
  - 従来は、銀行から限られた与信枠の中で融資を受けるコーポレートローンか、土地有効活用で地主に建物を建設してもらい借り上げる方法しかなかったが、ファンドが第三の有力な資金調達手段となり得る。
  - オフバランス化ができ、財務体質の健全化を図ることができる。
- ②所有と経営の分離により、事業への集中が図れる。
  - 不動産・金融分野でファンドからの支援を受けられるので、事業者は運営に専念することができる。
- ③リスクマネーによる長期安定事業基盤が確保される。
  - ファンドにおけるファイナンスでは、シニア・デット部分がノンリコースローン、エクイティ部分が金融投資家という、基本的に繰り返しファイナンスが継続されることを前提としたリスクマネーを投入する。介護事業者はファンドと建物賃貸借契約を結ぶことによって、長期安定的な事業基盤を確保することができる。
- ④事業の透明性が向上する。
  - ファンドは資本市場からの資金調達を前提に組成されているため、運用期間中は運営事業者のモニタリングをきめ細かく実施する。結果的に事業の透明性が確保されることになり、施設を利用する消費者の利益にもつながる。

重要な運営事業者の選定とモニタリング

通常、投資対象となる不動産には複数のテナントが入居することでリスクが分散されるが、有料老人ホームの場合は、一施設に一運営事業者となるため、当該事業者のクレジット(信用力)と運営能力に全面的に依拠しなければならない。そのため、ファンド運用の際には、適切な運営事業者の選定がきわめて重要になる。リエゾンでは、選定にあたり以下の点を特に重視しているという。



- ①トラックレコード(既存の運営施設数, 稼働率)
- ②既存施設の運営状況 (サービスの内容と質)
- ③対象物件の競争優位性, 対象エリアの需給環境
- ④財務内容
- ⑤経営者の資質やビジョン, 人材育成などに対する考え方とその体制
- ⑥賃貸借契約条件やストラクチャー (契約形式等) に対する事業者の理解度

ファンドの運用期間中は、アセットマネジメント業務を受託するリエゾンが、(1)施設運営、(2)不動産の維持・修繕、(3)経営・財務、の観点から施設および運営事業者の状況を定期的にモニタリングする(図2)。

具体的には、事業者から月次報告書・半期報告書・年次計画書・決算報告書・税務報告書などを提出してもらい、半期ごとに経営陣との面談を実施する。その間に施設の現地調査やサービス評価なども行い、結果を事業者にフィードバックする。

事業者側は、経営・運営にかかわる様々な情報を開示しチェックを受けることになるが、各種の調査結果や指摘を客観的に検証することによって経営改善を行い、より安定的で質の高い事業運営を目指すことが可能になる。

### 有料老人ホームファンドの将来

秋元氏によれば、ファンドを運用する上での課題として、第一に制度リスクがあるという。介護保険制度

をはじめとして、有料老人ホーム事業に関連する制度・法令には不確定要素が多く、制度改正によって、将来事業の方向性を大きく転換しなければならないといった事態に直面することもあり得る。

第二に、運営事業者の問題である。財務資料の提出など情報開示をすることによって、金融プレイヤーから経営に多大に干渉されるのではないかと後ろ向きに捉える事業者も少なくないようだ。また、事業者間の連携が必ずしもよいとはいえず、これも成熟した有料老人ホーム市場を形成する上での障壁になりかねない。

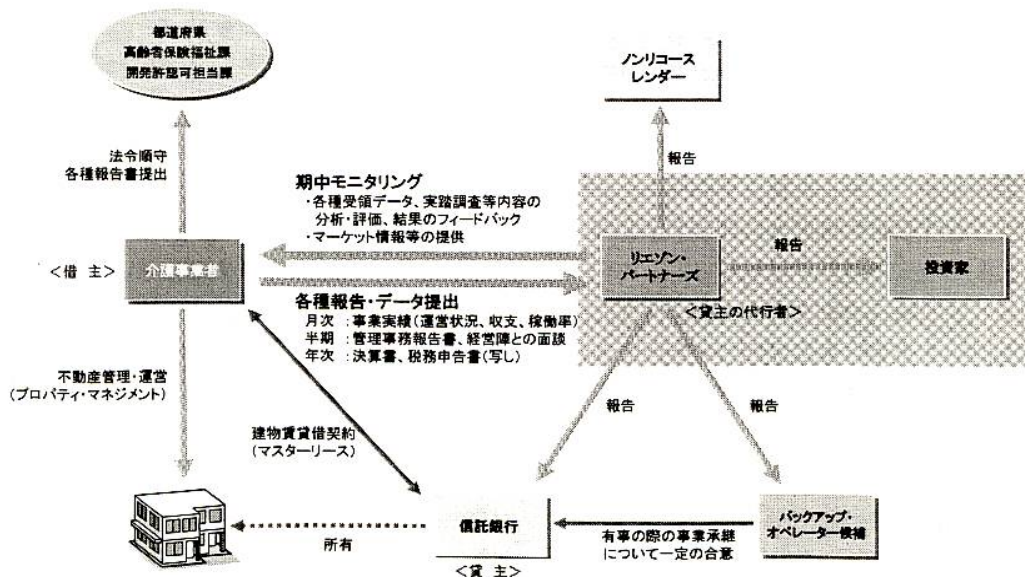
第三に、市場環境を検証するための基礎的データの不備である。現時点では経営情報の透明性が低く、金融プレイヤーからみると、有料老人ホーム事業と運営事業者の信用を補完する手立てがほとんどないという。

解決すべき課題は多いものの、市場の成長性という点からみれば、有料老人ホームはファンドにとって有望な投資対象であることは間違いのないだろう。秋元氏は、将来的には住居系REITが住宅メニューの一つという観点で有料老人ホームを包含する可能性が高いこと、また米国にあるようなヘルスケア REITが日本でも登場した場合、有料老人ホームはそのコアアセットになり得ると予測している。

#### ■会社概要

会社名	リエゾン・パートナーズ(株)
所在地	東京都港区虎ノ門5-11-1
設立	2005年3月
事業内容	不動産投資アドバイザー業務、アセットマネジメント業務、共同投資業務等

図2 ファンドを活用した有料老人ホーム開発のスキーム (ファンド組成後の賃貸借期間中の場合)



資料出所：リエゾン・パートナーズ(株)

