

Keyword 3  
不動産流動化と  
M&A「活発化」

# ヘルスケアファンドによる 本格的投資時代への突入

シニアヘルスケア分野は、セール&リースバックによる不動産投資と、プライベートエクイティによるM&Aの動きが活発化している。一方、療養病床削減で待ったなしの対応を迫られる医療法人は、在宅医療シフトのもと新たな事業モデルと投資スキームを必要としている。

## 先行した キャピタルマーケットの動き

本誌2月号でも特集したように、シニアヘルスケア市場での不動産流動化

（不動産の証券化スキームによる売買）やM&A（法人の合併・買収）が活発化しており、この潮流は、さらに激しさを増すのではないかとの見方が根強い。

その理由の第一は、医療・介護を取り巻く経営環境の厳しさにあるといえ

るだろう。2000年の介護保険制度のスタートによってはじまった介護保険法に基づく要介護認定者数は、6年後の05年度においては、厚生労働省の予想を100万人も上回る約400万人に達し、介護保険総事業費も約1兆2000億円上回る6兆7000億円へと膨張した。介護保険報酬の改定や介護保険3施設および特定施設の総量規制は、こうした状況を踏まえた介護保険財政の緊縮政策によってなされていいることは周知のとおりである。

一方、シニアヘルスケア市場においては、この間、要介護認定高齢者の増大を背景に介護事業のさまざまな分野で民間企業の参入ラッシュがあり、結果として、04年から05年になると各分野で過当競争の様相を呈するに至っている。その状況変化を端的に伝えてく

れたのが、事業者間における合併や統合、買収の動きであり、不動産投資ファンドやプライベートエクイティファンドなどのキャピタルマーケットの動きである。

ここでは、とくに近い将来のヘルスケア市場において最も多くの投資資金が投入されるであろう有料老人ホームなどのシニア住宅市場をメインに、この間の状況を整理しつつ、直近の投資動静を探ってみる。

図表は04年から現在に至るシニアヘルスケア分野におけるファンダード投資やM&Aをトピックスとして時系列的に整理したものである。

有料老人ホームの市場構造の変化が顕在化する04年以前では、介護保険事業スタート時の2000年4月に、神奈川県湘南エリアを中心に高齢者ホーム15施設を運営していた伸こう会がベネッセグループ傘下に入った。これがチャーン展開する企業同士の合併の嚆矢といえるが（03年12月にベネッセの子会社2社と伸こう会が正式合併し、株ベネッセスタイルケアが設立された）、丸3年以上の時間をかけて事業会社の色合い

の違いを解消した、日本人好みのソフトウェア型M&Aといえようか。

これに対して、いわゆるキャピタルマーケットからの投資資金の流入が始ま

れるのが04年からである。

社員寮の買収と有料老人ホームへの転用という、当時の典型的な介護専用型有料老人ホームの開設パターンを踏襲したプリンシパル・ビジネス（自己資本による投資事業で、MBOや事業承継、企業再生、資本増強、共同投資などをを行う）によるファンダードスキームで手がけたのが、野村プリンシパル・ファイナンス（NPF）である。

一方、日本最大のベンチャー・キャピタル（成長志向の未上場の新興企業への資本提供により、上場後にキャピタルゲインを得るビジネス）のジャフコが、ほぼ同時期にアールの介護の全株式を取得了。チャーン展開の途上で資金不足が招いた買収劇とも推測されるが、銀行からの資金調達に困難が付きまとった業界のアキレス腱が透かして見える事例ではある。

前者は不動産投資、後者は企業投資といった違いはあるが、ともにキャピタルマーケットのプレイヤーによる投資であり、その意味ではシニアヘルスケア市場へのキャピタル投資元年ともいえる。

しかし、この両者は、軌を一にしてトランディング型M&Aといえようか。ほぼ1年後に投資の出口を見出すことになる。NPFは匿名組合の投資持分を楽天グループに売却、ジャフコはワ

■図表 ヘルスケア分野における「不動産投資とM&amp;A」トピックス

04.3	野村プリンシバル・ファイナンスが有料老人ホーム2物件を取得し、ヘルスケアファンド運用へ。
04.4	ジャフコが11か所の有料老人ホームを運営するアールの介護の全株式を取得(ファンドによるM&A始まる)。
05.2	野村プリンシバル・ファイナンスがヘルスケアファンドの匿名組合出資持分を楽天グループに売却。 楽天グループとリエゾン・パートナーズが共同でファンド運用へ。
05.3	ワタミ、ジャフコよりアールの介護の全株式を約95億円で取得(当時、アールの介護は「レストヴィラ」を16施設運営。07.1現在21施設)。 ワタミメディカルサービスとアールの介護を合併し、ワタミの介護を設立(企業買収・事業参入)。
05.4	三井不動産がファンドを組成。サミュエルの「ヒルデモアこどもの国」とオリックスグループ所有の3物件に投資。 投資額約40億円(投資・ファンド運用)。
05.11	日興アントケアホールディングスがケアリンクとメディスコボレーションを統合(企業買収・企業グループ化)。
06.2	ミレアホールディングスがサミュエルに49%の出資。東京海上日動サミュエルを設立(資本参加・企業グループ化)。 トータルケアサポートが埼玉で有料老人ホームを運営するウェルフェアーシステムを買収(企業買収・事業拡大)。 ランドが投資するSPCがダイナシティグループの「アリスト本郷」を取得。 子会社のランドネクサスを設立、シニア住宅市場に本格参入(施設買収・事業参入)。
06.3	アセット・マネジャーズ、福岡のさわやか俱楽部の6棟を約39億円で取得(投資・ファンド運用)。
06.7	コムスンが日本シルバーサービス(桜湯園の買収時点で37施設運営)を約3億7,000万円で買収(企業買収・事業拡大)。 レオックジャパンがライフコミュニケーション(40棟運営)を買収(企業買収・事業参入)。
06.9	原弘産がレーベック(05.10月開業の「レーベック蘆花公園」を運営)の株式を90%取得、子会社化。 06.12には「ウェルフェア・ステイ西尾久」開業(企業買収・事業拡大)。  シニアコミュニケーションが投資事業会社を設立(シニアインベストメント)。 投資10月上旬に投資ファンド設立へ(NIFとシニア応援ファンド設立を発表)(投資会社設立・ファンド運用)。
06.10	住生活グループがユニカの介護事業部門(有料老人ホーム「フェリオ」5棟392室)を120億円で買収。 住生活シニアライフを設立(施設・事業部門買収・事業参入)。  三光ソフランがグループホームなどを運営するケア・アシストのグループホーム20事業所の営業権を3.5億円で取得(事業(部門)買収・事業拡大)。
06.11	リエゾン・パートナーズが住友不動産所有の「JALUXグッドタイムホーム・不動前」を流動化(AMビジネス)。
06.12	パシフィックマネジメントが生活科学運営に資本参加(議決権の49.6%取得)、 「ライフ&シニアハウス港北2」を日本レジデンシャル投資法人に売却(事業参画・投資運用)。
07.2	ストラテジック・バリュー・パートナーズが日本ケミファの子会社ウエルライフの80%を取得(企業買収・投資運用)。
07.3	三菱商事と日本政策投資銀行が共同で医療・介護経営支援のヘルスケアファンド設立(事業再生)。

## 停滞するファンドの アクイジション

もつとも、介護型有料老人ホームへのノンリコースローン融資の第1号は、東京スター銀行によって、03年11月に実行されている。しかし、他行のノンリコース融資は必ずしも進んでいないのが実情であり、他の商業用不動産のような状況には未だに至っていない。

「当時の大半の不動産投資は、既存施設のキャッシュフローに基づく不動産の流動化ビジネス。こちらは事業リスクを背負い、事業そのものの深い認識が必要な開発型投資で、差別化を行ったわけです。その分、アセットマネジメントを担う上でよい経験になっています」(秋元氏)。

タミに全株式を売却したのである。生き馬の目を抜く、投資ビジネスの有り体を垣間見る思いもあるが、あるいはシニアヘルスケアビジネス戦乱の時代を告げる予兆だったのか……。

もつとも、当時、野村プリンシバル・ファイナンスに在籍し、社員寮から転用型ホームを6物件も手がけた秋元二郎氏(現・リエゾン・パートナーズ代表取締役)は、投資持分権が楽天グループに移行した後、アセットマネジメントを受託している。

その理由は明白である。まず第一に、有料老人ホームの場合、投資リスクが事業当事者である施設のオペレーターの運営能力に付随する部分が多いところにある。したがって、立地条件で物件の競争力を勘案しやすい一般的な不動産投資とは一線を引く、事業証券化型のノウハウと、事業者の代替を可能にするバックアップオペレーターの存在が不可欠となるからである。

第二には、介護保険による報酬への依存度の高い介護専用型の有料老人ホームの場合、制度リスクが高いということが上げられる。周知のように介護保険財源は逼迫しており、今後も介護保険財源の大額な拡大がない限り、リスクは高まるばかりだからである。

こうしたなかで、不動産投資スキームで物件を取得するには、対象物件が周辺のホームに対しても優位性をもつ物件であるとか、オペレーターが高い収益性をもつ優良企業であるとか、安定した稼働を期待できる説得性が求められる。しかし、そうしたケースがそうであるはずもないのである。したがって、融資実行に結びつくには、それなりの工夫を要するとということになる。

こうした制約のあるなか、05年から06年にかけてシニアヘルスケア分野に

おいても不動産ファンドの組成が実行された。05年4月に運用開始した三井不動産の「ホスピタリティ・レジデンスファンド」は、有料老人ホーム4物件で資産総額約49億円でスタートした。このファンドに対してはみずほコーポレート銀行とともに日本政策投資銀行がノンリコースローンの協調融資を行ったが、いうまでもなく両行とも三井不動産相手だからこそ、なのである。

06年3月にアセツ・マネジメントが北九州市や福岡市でチャーチを開催する「さわやか俱乐部」の6物件を約39億円で取得しファンダムを組成したケースも、さわやか俱乐部の安定性と母体の内山グループの地域地盤の強さを高く評価してのことという。

一方、日興アントケアホールディングスやミレアホールディングスにみられる金融系企業の持株会社のもとでグループ化を進める統合型、コムスンなど、事業会社による買収・事業拡大型ないし新規参入型、企業買収によるファンダム強化型など、M&Aによる動きも05年後半から06年にかけて始まった。その投資スタンスや事業背景の違いなど、必ずしも一律に論じられるもので

はないが、その背景には競争の激化のなかで、入居者の安心を高め、かつ資金調達の機動性を担保するために、大企業の傘の下に入ることをポジティブに受け入れようとする経営意思を感じられる。

もともと金融系企業による資本参加といつても、ミレアホールディングスと日興アントでは、投資の意味合いにはかなり違がある。サミュエルのミニア傘下入りは、同社が長く東京海上火災保険の代理店として活動してきたという経緯があり、総合保険会社として新保険商品開発やサミニエルのネットワーク型チャーチを開拓構想への支援という面もある。

一方、日興アントの場合は、ヘルスケア分野の複数の企業への投資によってリスクをヘッジするとともに、緩やかな連合体での相乗効果を狙うという。傘下に入る企業は自主性を維持しつつ、経営基盤を強化したいという思惑が働いている。

また、事業会社へのエクイティ投資といつても、Jリートのポートフォリオ戦略が前提になつてゐるのが、パシフィックマネジメントの生活科学運営への出資である。したがって、比較的大型物件を保有し、自立型ホームの比率の高い生活科学運営は買収対象として、必ずしも一律に論じられるもので

しかし、同じJリートを系列にもつてリースの場合は、Jリートを出入口にするファンダム運用という図式は、少なくとも現状では想定外であろう。

同社では、自己資本投資での積上げ後にファンダム組成を想定しているものの、その時期はレンダーや信託などの周辺ブレイヤーの状況を勘案してからトワーケ型チャーチを開拓構想への支援を行つたとみられる。

一方、プライベートエクイティファンドの運用会社でありながら、長期的投資スタンスに立ち、ヘルスケア市場に力点を置くのが米国系のストラテジック・パートナーズ。このほど日本ケミファの子会社ウェルライフ株の株式の80%を取得した。「ウェルライフ八王子」と「ウェルライフ足立」

## 中長期視点から、多彩なスタンスでヘルスケア市場に投資したい

ストラテジック・バリュー・パートナーズ・ジャパンLLC

パートナー・駐日代表

中村 博氏



当社の設立は1999年で、以前は米国のヘッジファンドと組んで日本の不良債権に投資していましたが、このマーケットが縮小しましたのでジョイントベンチャーを解消し、新たな投資対象を求めて2005年4月に東京オフィスを開設しました。預り資産は現在、約45億ドルで、米国・欧州・日本などに投資していますが、他の多くのプライベートファンドと異なり、当社のものつファンは中長期的な投資が可能な点が特徴で、不動産投資や有料老人ホームの投資にも向いていると思います。特に現在の投資市場の状況から判断して、日本における投資先としてはシニアヘルスケア分野に積極的に関わっていく予定です。

今回の日本ケミファの子会社であるウェルライフ(株)の株式取得は、同社のマネジメントを高く評価したゆえの判断です。したがって、経営陣をはじめ、2つの運営ホームのスタッフの方々もそのまま残っていただきます。実際、同社の業績は毎年2億円を超える経常利益を残しており、施設も安定的に稼働しています。

このような運営会社を取得できたことは当社の第一ステップとしてはたまに幸運でした。外資系の投資会社に対しては、「儲かればすぐに売却する」といったイメージがあり、不安視するスタッフの方々や入居者もいらっしゃるかもしれません、当社のヘルスケア投資は長期的な視点を立つことを原則としております。こうした運営会社の取得によって内部から事業ノウハウを得ることができますので、今後の同分野への投資におけるプラットホーム的な役割を果たせるものと位置づけております。

次の投資案件も3月中に1件、4月に3件のクロージングが決定しています。いずれも、セール&リースバックのタイプです。投資リターンは都区内なら5~6%、地方なら7~8%といったところでしょう。ファイナンスは投資額の60~70%を想定していますが、まだ銀行融資がまかなわないヘルスケア市場を育てる意味合いから、ケースによってはオールエクイティでの投資も可能だと考えております。

の2施設をもつが、経営的にはこれまで順調に推移していた優良企業。親会社がコア以外の事業を分離したいという要望によって買収した。

3、4月にもクロージング案件が控えているとのことであり、投資スタンスは融通無碍とは言わぬまでも、案件によつてはオールエクイティでも投資するという。

### 在宅医療・介護・住宅の 新たなリンク

シニアヘルスケア分野は、以上のように不動産投資のスタンスでは、必ずしも投資活動は順調とはいえないが、総量規制のなかで俄かに注目されたのが高齢者賃貸住宅。関西で高齢者住宅の賃貸仲介を行うアロー建物管理

には多くのファンドから開発案件が寄せられている。熊本で高齢者対応住宅を手がける（高専賃登録はしていない）ティ・エル・エスもファンドと組んで首都圏で新たな事業化を進めるという。特定施設の総量規制のスキマ狙いとの見方もあるが、一方では、高専賃に事業優位性をみる向きもある。脱介護保険の高齢者住宅市場の拡大に期待す

には多くのファンドから開発案件が寄せられている。熊本で高齢者対応住宅を手がける（高専賃登録はしていない）ティ・エル・エスもファンドと組んで首都圏で新たな事業化を進めるという。機関の同分野への進出である。医療・介護・住宅のリンクージによるビジネスモデルである。

周知のように療養病床の削減・再編成への対応が不可避の難題として医療業界に強いプレッシャーを与えていた。機関の同分野への進出である。医療・介護・住宅のリンクージによるビジネスモデルである。

制限時間は12年3月末、5年の猶予があるとはいうものの、対応を決定するまでの時間は少ない。当然、有料老人ホームや高齢者専用賃貸住宅の建設や在宅医療シフト（在宅療養支援診療所の開設等の検討は、今年から本格化するだろう。ここで、医療と介護と住まい（入院患者の受け皿施設）の問題が新たな様相を呈してくるのだ。

例えば、在宅医療へのシフトを志向する医療法人は、自前の有料老人ホーム（特定施設）ないし高齢者専用住宅を建設し、療養患者を収容する。これによつて、家賃に加え、在宅医療報酬、介護報酬のダブルインカムが可能になる。在宅療養支援診療所を開設し、在宅時医学総合管理料や緊急往診加算、夜間加算・在宅ターミナル加算などを積み上げれば、月当たりの在宅医療の収益は入居者（患者）一人当たり十数万

円にも上る。したがって「在宅医療の充実した新たな高齢者住宅」という新たなコンセプトがリアリティをもつてくる。療養病床23万床削減（38万床を15万床へと削減）という未曾有の医療の抜本改革は、医療法人にとって起死回生の事業チャンスとして捉えることがでいるのである。つまり、在宅医療という新たなライン上で、医療と介護ビジネ

ス（特定施設あるいは訪問介護）と住宅ビジネスがリンクする。

こうした大きな転換点のなかで、医療分野のM&Aの波紋が大きな広がりを見せることになりそうだ。全国200か所の会計事務所（地域M&Aセンター）をネットする日本M&Aセンターの分林保弘社長は、「後継者問題で中堅以下の病院のM&Aが増加し続けていま

## 今年から病院のM&Aは爆発的に増えてくると予想します

日本M&Aセンター  
代表取締役社長  
分林 保弘氏



当社は、全国の有力な会計事務所・税理士の賛同を得て、主に中堅・中小企業の後継者問題の解決を主眼にM&Aを推進しております。

現在、週に1度の頻度でM&Aを手がけていますから、企業数では100社以上の企業に対してアドバイザリーを行っていることになります。

この数年の動きで注目されるのは、まさに病院のM&Aです。なかでも300床前後の中堅病院の案件が多く、それも大半が後継者問題がほとんどです。本来の後継者である理事長の子息も多くは医者なのですが、「大学の医局に残りたい」とか、「診療所ならばまだしも、病院は荷が重い」とか、そんなことが多いのです。確かに、中堅病院になると、400～500人のスタッフがあり、人事・労務が大変ですし、老朽化による建替えや増床など資金調達の必要性に迫られていたりと、問題が山積しています。資産50億円規模の病院には、その半分の借金が残っているといわれるほどですから、後継者たることに躊躇するのも無理からぬ面もあります。

さらに昨年6月の医療報酬の抜本改正もあり、その影響が今期の決算に出ますので、その結果次第では、健全なうちにM&Aを進めようとの思いを抱いている医療法人も多い。おそらく今年から病院のM&Aは爆発的に増えてくるでしょう。

診療所においてもM&Aのニーズは高いとみています。現在、50～70代の医師が開業する診療所は6万か所、これに対して診療所開業予備軍の20～40代の勤務医が約10万人。この両者間でのバトンタッチもM&A市場として見逃せません。診療所なら経営してもよいという勤務医のニーズは少なくありません。また、病院が経営する老人保健施設なども多額の借入れの原因のひとつですので、こうした介護関連施設も売却の俎上に乗せられてくるでしょう。

結局、これからの中堅病院は経営と医療を分離しなければ立ち行かないのです。成功している病院は理事長が完全に医療から離れて経営に専念しています。そのような体制を敷かない限り、これからの中堅病院は成り立たないと思います。