# 投資ファンド活用のための基礎知識

リエゾン・パートナーズ株式会社　代表取締役　CEO　**秋元 二郎**

**介護保険制度の改定や新規参入企業の増大によって、「有料老人ホーム」事業は、地主の建て貸しなどといった従来のビジネスモデルでは事業展開が難しい状況になってきている。そこで、注目されるのが、企業再生や不動産流通市場の活性化において、大きな担い手となった「投資ファンド」だ。新たな資金提供者の登場を意味する投資ファンドは、有料老人ホーム事業にどんなメリットをもたらすのか。そもそも投資ファンドとは何なのかを明らかにする。本稿は、2005年12月の本誌主催・シニアビジネスセミナーで講演していただいたリエゾン・パートナーズ㈱代表取締役秋元二郎氏の「有料老人ホーム・資金調達のための投資ファンド活用研究（基礎講座）」をダイジェストでまとめたものである。**

## 投資ファンドの仕組み

### ●ファンド資本主義

投資ファンドとは、投資家から集めた資金を専門の委託会社（運用会社）のいわゆるファンドマネージャーが運用し、その成果を出資額に応じて投資家に還元する仕組みで、リスクもリターンも投資家に帰属します。私募型投資ファンドは、「企業買収ファンド」「企業再生ファンド」「ヘッジファンド」「不動産投資ファンド」の4つに類型化することができます。以下では「不動産投資ファンド」について、検討して参ります。

不動産投資ファンドは、日本では90年代のバブル崩壊後に不動産担保付不良債権のバルクセール（一括売却）がきっかけとなって登場していますが、そもそも投資ファンドが台頭してきた背景の一つに、「（資産を）持たざる経営」や「減損会計」など、企業の経営環境の変化があります。加えて、株式市場の低迷、歴史的な超低金利、さらに大きな要因として挙げられるのは銀行の貸出残高減少と株式持合いの解消です。従来型のメインバンク制が崩れ、企業との長期的な関係が必ずしも重視されなくなりました。一方、資本市場における規律は、個々の事業の効率性を厳しく問うものであり、新たなガバナンスが機能し始めました。投資ファンドは、米国ではとくに経済低迷期に有効に機能して企業再生に貢献しました。現在の日本でも、投資ファンド抜きには経済、産業界は語れないほどその存在感は大きくなっています。すでに一部専門家は「ファンド資本主義の時代がきた」とも語っています。

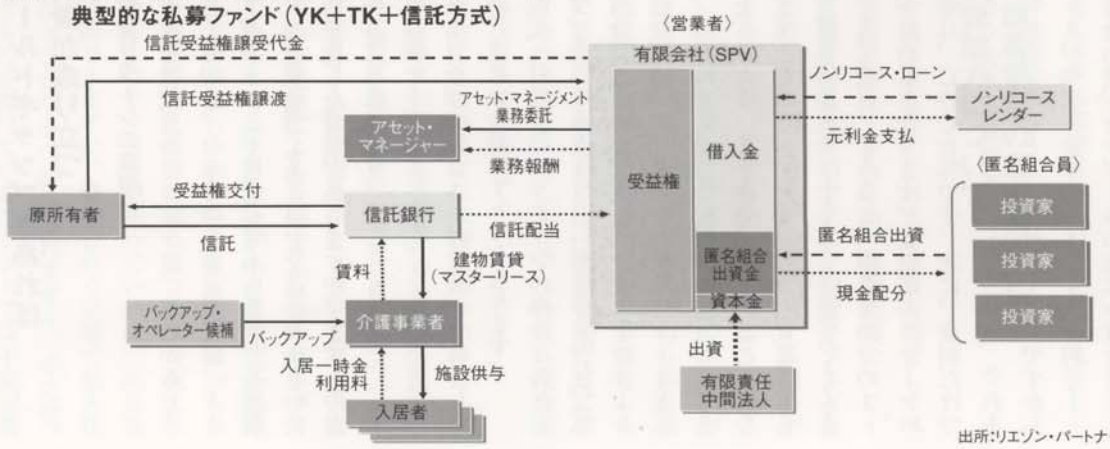
## 投資ファンドを活用した有料老人ホーム事業化スキーム

### ●基本的なビジネスモデル

次に、実際に投資ファンドを活用した有料老人ホームがどのように事業化されるか、検討しましょう。**図表1**に事業化スキームを示しました。これは有料老人ホームに限らず、不動産私募型投資ファンドの基本的なスキームです。

まず、例えばあるデベロッパーが新しく有料老人ホームを開発したとします。これが原所有者となります（財務体力のある介護事業者の場合、兼務する場合もある）。デベロッパーは、完成した施設（土地・建物）を信託銀行に信託します。その見返りに信託から「信託受益権」の交付を受けます。デベロッパーはこの信託

■ 図表1　ファンドを活用した有料老人ホーム事業化スキーム
典型的な私募ファンド（YK＋TK＋信託方式）




出所：リエゾン・パートナーズ㈱

受益権をSPVに譲渡（売却）します。このSPVは、信託受益権の購入資金を金融機関及び投資家から調達します。このときの融資（ローン）は、コーポレートローン（会社の信用力を担保とする）ではなく、ノンリコースローン（非遡求型融資。責任財産を対象不動産に限定し、同不動産から生じるキャッシュフローを唯一の返済原資とする）となります。要するにこのローンは、信託受益権だけが責任財産になっているローンです。これを必要資金の7割とします。不足分の3割が「匿名組合出資金」となり、匿名組合員（投資家）から集めます。ここでは組合員の数を3名としていますが、1名の場合やもっと多い場合もあります（但し、10名以上は税法上源泉徴収される）。こうして、デベロッパーは自分で建てた有料老人ホームについて、100%資金回収したことになります。

一方、信託銀行は、受託した有料老人ホームを介護事業者に「建物賃貸借契約」に基づいて賃貸します。介護事業者はここで初めて、自分の事業を行う資産に契約上関与することになります。介護事業者は居室を入居者に供与することで、入居者から入居一時金と利用料を受取ります。事業者はその一部を賃料として信託銀行に支払います。貸主はあくまでも信託銀行になります。実質の所有者は投資家ですが、形式的には信託銀行が大家（オーナー）になります。

信託銀行は受領した賃料収入から必要経費を差し引いてSPVに信託配当し、SPVはノンリコースレンダーへの元利金及び諸経費を支払い、最後に残った資金が分配金として匿名組合員である投資家に支払われます。この一連の流れを、水が上から流れることになぞらえ、「ウォーターフォール＝water fall」といいます。ストラクチャー上、このウォーターフォールをどう組むかは重要なポイントでもあります。

投資事業を遂行するに当たっては、投資家のためのファンドマネージャー（アセットマネージャー）がいるのですが、具体的にわれわれが関与する事業化のプロセスについて見てみますと、例えば、デベロッパーが独身寮をもっていて、コンバージョンによって有料老人ホームを作るといった場合、まずわれわれファンドマネージャーが介護事業者にファンドを活用した事業化提案を行います。ファンドマネージャーは、居室数や月額利用料なども勘案しながら賃料水準などを設計し、ノンリコースレンダーからのローン及び投資家からのエクイティ投資をアレンジし最終的な価格を決定して、投資を実行に移します。したがって、資金調達関連業務はすべて、ファンドマネージャー（アセットマネージャー）が行うことになります。またファンドマネージャーはバックアップオペレーター（万一の場合対象老人ホームの運営を受託した事業者に代わって事業承継する会社）の確保もするので、こことも協議しながら進めます。投資実行後の期中ではモニタリング業務を貸主である信託銀行に代わ

って遂行し、関係者と情報を共有化します。

## イールドギャップがあれば投資が成り立つ

### ●投資リターンの実際

それでは投資のリターンは、どこからどう出てくるのか。日本での不動産投資は、イールドギャップ（不動産利回りから新発10年国債利回り（＝長期金利）を差し引いたもの）が大きいため活発化した背景がありますが、まずその実際をみてみましょう。

受益権を100とします。うち借入金は70、組合出資金が30。ローンの金利を2％とした場合、支払い金利は1・4となります。

収入（信託配当）、リターンの率を5％とします。そうすると100に対する5％なので、配当金は5。この配当をウォーターフォールの順位に沿って、まずレンダーに1・4支払う。解りやすくその他経費がないとして考えると、残り3・6が現金分配されることになります。COC（Cash On Cash、出資金額に対して金融費用控除後ネットキャッシュがどのような水準かを測る指標）をみると、出資金30分の3・6がCOCとなります。投資家のリターンの水準は、COC12％です。次に、金利だけではなく元本も返済するとした場合、それを2％相当とすると、70に対して2％ですから1・4、つまり元本分の1・4＋金利分1・4を合わせ、レンダーへの支払いは合計2・8となります。残りは2・2となります。30分の2・2、つまり約7・3％がCOCとなります。

信託レベルでの諸経費を無視して、NOI（Net Operating Income、純営業利益＝総賃貸収入から不動産にかかるコストを差し引いたもの）利回り、100分の5ですから、5％に対して、この場合のCOCリターンはというと、返済が金利だけなら12％、2％相当の元本返済がある場合で7・3％ということになります。

以上からお分かりのように、ローン金利の方が不動産投資利回りより低ければ、こういう投資手法が成立するわけです。つまり、イールドギャップがあるからです。米国などではこのギャップがほとんどないため、常にゆがみを見つけて不動産投資をしていかなければならない。今の日本の場合、極端にいえばどの不動産を買っても、借入金利よりも高い利回りさえあれば、計算上は投資が成り立ち、利益につながるわけです。ですから、NOI利回りが3％台でも買えるという理屈が成り立つことにもなるわけです。

## なぜ有料老人ホームに着目するか

### ●超高齢社会の高齢者住宅供給率

日本は世界一の長寿国です。2020年には、高齢者数が全国民の3人強に1人という予測があるにも拘らず、高齢者住宅・施設の供給率は欧米が平均8・0％、日本は04年時点で、わずか4・7％です（以下、タムラプランニング&オペレーティング資料を参照）。そこで、日本では今後どれだけ高齢者住宅・施設が必要なのか。

高齢者（65歳以上）数を2500万人×供給率を欧米並みの7～10％とすると、必要数は175万～250万戸。ここから、現在までの既供給数95万戸を差し引くと、不足数はざっと80万～155万戸となります。

今後15年間の供給必要戸数を、現在の供給率5％＝80万戸とすると、年間5万3000戸の供給が必要です。これ以外に自立者向け住宅も供給すると、合計で年間5万8000戸の供給が必要になります。この数字上、老人ホーム等で賄うことが期待される供給数は、介護保険3施設が今後ともフラットで推移する前提でみたとき、年間3万1000戸（04年の3施設供給数＝2万7000戸、有料老人ホーム同2万戸）となり、多くの投資家はこうしたマーケットのポテンシャルに着目しています。有料老人ホームを「住まい」と考えると、ここに巨大な「シニア住宅産業」市場があることになります。

もともと、不動産ファンドが投資をスタートさせたのはオフィスビルです。その後住宅や商業施設等タイプも増え、ファンドはオフィスあり賃貸住宅ありホテルありという複合型が主流になりましたが、近年はサイズも小ぶりでタイプも多様化した中で単一型も増えてきました。なかでも高齢者向け施設・住宅の供給は構造的に不足しており、さらに介護

保険制度の後押しで新規参入が相次ぎ、今後の成長マーケットとして、多くの投資家が有料老人ホームに注目しているわけです。

## 介護事業者の意識改革と投資魅力について

介護事業者は、これまで所有も経営もすべて自前で賄ってきたため、事業展開のスピードに限界があったのですが、投資ファンドをはじめとする様々な資金調達に対する関心が高まるにつれ、意識改革がはじまっています。とくにこの事業には、不動産所有の担い手が求められていますし、金融技術そのものも相対的に遅れていますから、今後、多様なニーズに応えていくためには、金融機関だけに依存するのは難しいでしょう。この点も投資家から注目される要因です。

また、この事業には米国型のいわゆる「ネットリース」（契約上の賃料に加え固定資産税・保険料や維持管理費用等の資産価値維持のための全てのコストをテナントが負担する賃貸借契約形態の総称。）的な発想による長期安定収益の確保が可能であるというメリットがあります。不動産投資で何が難しいかというと、投資家からみて不動産管理と維持に関わるコストが捉えにくいことです。自分が使っていれば、ある程度把握できますが、貸主という立場で他人任せだとなかなかつかみきれません。そこで、私どもの手掛けているファンドでは不確定要素のある費用（躯体を除く部分の修繕費用をはじめ物件の維持・管理に係るコスト）は極力テナントが負担するように区分けしました。投資家サイドの基本的なコストとしては、固都税（固定資産税・都市計画税）と保険料だけになります。（米国では、税金、保険料をも借主負担とする「トリプルネットリース」が主流。）こうすると、キャッシュフローが読みやすくなります。このやり方は米国ではすでに一般的に普及しています。こういうネットリースの普及があったからこそ、資本市場から不動産市場にあれだけの資金が流れたわけです。

## 投資決定と期中モニタリング

### ●事業者選定基準について

当社の手掛ける投資ファンドが投資する有料老人ホームとしては、原則として特定施設の指定を受けた「介護付有料老人ホーム」を想定しています。事業者の属性として、不祥事やスキャンダル、反社会的勢力に該当する場合は取引をしません。また、介護事業の内容をチェックします。運営実績、運営能力などを審査して、投資対象の物件の特性、居室数とか、地域における強み等々と照らし合わせ、十分な運営能力をもっているかどうかを精査します。さらに、会社としての発展性はどうなのかなどを判断させてもらいますが、審査・選定する際の重要事項は、以下の通りです。

①トラックレコード（施設数、稼動率等）

これは、既存の運営施設がどれくらいあって、各施設の稼動率等の運営実績の推移をみます。稼動率がぶれている場合は、稼動率が落ち込んだ理由を聞きます。死亡率や生前解約率なども参考にします。

②既存施設の運営状況（サービスの内容・品質、人員配置等）

③対象物件の競争優位性、対象エリアの需給環境

これらを見るにあたっては、事業計画書の妥当性を細かく分析します。とくに価格設定は未だスタンダードがないので、あくまでも個別の事業者、対象施設の価格設定の妥当性を検証します。

④財務内容の精査

決算書を拝見して詳細な説明を受け、事業部門ごと、施設ごとの収支を精査します。

⑤経営者の資質、ビジョン、人材育成などに対する考え方、運営体制

この事業は、経営者いかんで「現場」が全然違ってきます。われわれが一番重視しているのが経営トップへのインタビューで、これは現場レベルのことも含めて経営理念や運営方針を細かく聞きます。同時にこの業界は慢性的な人材不足ですから、人材をどのように確保し、教育しているか。とくに施設長クラスを中長期的にどう育てているかなども確認します。

⑥賃貸借契約条件

われわれ投資サイドからみて最も関心の高いのが賃貸借契約の条件です。とくにファン

ド組成から言えば、ノンリコースローンを活用するには、まず事業スキームの設計がありますが、われわれが使っている賃貸借契約書は50～60ページにもなります。事業者には賃貸借契約書の内容を細かく説明して理解していただきます。とくに、「レプワラ」（注）という条項があり、そのあたりもなかなか介護事業分野の方は見たことがないと思うので、説明するのに苦労しています。

事業者には、まずファンドを有力な資金調達の手段として位置付けていただき、ファンドの仕組み、そして投資家の価値観を理解していただくことが大切です。そのためには、なぜバックアップオペレーターが必要なのかも理解していただきます。バックアップオペレーターは、介護事業者にとってある意味競合他社になりますが、これに拒絶反応がある事業者とは話しがなかなか前に進みません。

## 投資のリスクについて

次に介護事業に投資する際のリスクについて、投資ファンドがどのように認識しているかをご説明しましょう。

①用途の特殊性によるリスク

この事業は、特定のオペレーターがただ一人で当該不動産を借りて、運営しています。入居者は終身型の要介護者ですから、入居者がいる限り続けなければならない事業であること、たとえ事業者が不払いを起こしても、簡単に退去を求めることができません。ここが、介護事業の一番厳しいところです。転売も転用も図りにくい事業です。不動産価値だけでは、投資ロスが出ます。テナントが潰れたら賃料収入はゼロになります。オフィスビルなら、テナントが仮に10社いたら1社潰れても10％の空室率ですみます。老人ホームはその場合、空室率がとたんに１００％になります。したがって、あくまでも〝介護事業を行っている不動産〟として、価値を維持していくことが重要になります。

②入居率低迷によるリスク

これは実際には投資家が直接的に影響を受けるわけではないのですが、事業者がファンドに対して払う賃料の源泉はあくまでも入居者さんからいただく入居一時金や利用料なので、やはり著しく稼動率が低迷するということは、回収リスクに響きます。

③法・制度改正によるリスク

介護事業者は基本的に介護保険給付金に大きく依存していますから、介護報酬の改定や人員・設備・運営基準の変更など、法・制度改定によってオペレーターの収支が左右されます。結果として、現行の賃料の支払いが困難になる可能性も否定できません。

④介護オペレーター倒産時のリスク

仮に介護オペレーターが倒産した場合でも、前述のとおり入居者がいる限り、退去を要求することができません。１日たりとも介護サービスを断絶できないのです。万一倒産という事態になっても、入居者への影響を極小化するための対応策が必要です。投資家としては、この事業の特殊性、社会的な意義などを十分理解し、こういうリスクもあることを認識した上で投資する覚悟が求められます。

## リスクマネージメントの基本方針

この有料老人ホームというアセットは、「不動産の価値」と「介護事業の価値」とで成り立っていますが、このうちの「事業価値」をいかに維持していくか、ということと正面から向き合っていくことが重要です。リスクヘッジは不可能なわけですから、リスクを積極的にマネージする、という姿勢で臨むことになります。そのため、われわれは予防的に定期的な経営状況のモニタリングを行って、法令遵守、経営の健全性をチェックしています。さらに、バックアップ・サービス体制を確保するため、事業を継承する人を予め用意します。これは、投資サイドからみれば賃料収入が途絶えることを予防し、入居者にとっては介護サービスの断絶を避けるという意味で極めて重要です。

**●モニタリングの実際**（リエゾン・パートナーズの例）

それでは、実際にどのようなモニタリングを行うのか、われわれの例を紹介します。

①経営概況（月次）

月次試算表と入居者の稼動率などをチェッ

注　レプワラ（表明及び保証）

「表明及び保証」条項＝Representations & Warranties

米国から導入された不動産金融投資には不可欠な契約条項のひとつ。契約締結当事者が、ある内容の真実を表明・保証するというもの。保証というが債務保証という意味ではない。以下は、リエゾン・パートナーズの賃貸借契約書内の一例（この場合の「乙」は事業者）。『乙は、日本法に基づき適式に設立され、有効に存続する株式会社であり、自己の財産を所有し、現在従事している事業を行い、かつ、本契約を締結し、本契約上の義務を履行するために必要とされる完全な権能及び権利を有していること』。違反した場合は、期限の利益喪失事由を構成する。（月刊シニアビジネスマーケット編集部）

ク。場合によってはサービス提供時間数なども聴取する。

②介護サービス評価（半期ごと）

「管理者による運営状況の自己チェックシート」を事業者に渡し、半期ごとに提出していただく。さらに入居者・家族等の「顧客満足度調査」も実施しています。

③介護サービス現場実踏調査（半期ごと）

これは②の評価結果を踏まえ、介護サービス提供の現場を評価者が訪問・視察します。

④トップマネジメント・インタビュー（1年ごと）

経営トップの方には、以下について直接話を聞きます。

・制度ビジネスであることを踏まえた長期的な展望、競争環境、事業戦略について

・既存施設の運営におけるサービスコンセプト、販売戦略、人材確保等の各施策について

事業者からは、以上のような各種状況報告、情報提供をしていただきます。それをわれわれが分析・評価し、その結果を事業者にフィードバックします。これによって事業者は従来やっていなかったレベルでの自己評価・分析が実現し、経営・運営の改善につながっていきます。一方のわれわれはモニタリングを通じて、アセットマネージメント、あるいはビジネスマネージメントを遂行していくことができるわけです。この両者の取り組みがあってこそ、介護事業の価値を維持、向上させるという社会的目的を共有できると考えています。

## 介護事業者から見た投資ファンド活用のメリット

次に、介護事業者がファンドを活用することで、どのようなメリットが得られるのか、以下に順を追って説明します。

### ●資金調達手法の比較

**図表2**をごらんください。資金調達の方法として、これまで最も多かったのが「地主の建て貸し」です。それ以外では、一般的な銀行等金融機関からの担保付きコーポレートファイナンス。そして、今回ここでご紹介し、われわれがサポートしている投資ファンドによる調達手段です。

**■ 図表2　資金調達手法の比較**

| | 地主の"建て貸し" | 担保付コーポレートファイナンス | 投資ファンド |
|---|---|---|---|
| 不動産の所有者 | 地主 | 借入人 | 信託、倒産隔離されたSPC |
| 調達資金提供者 | 地主 | 銀行等金融機関 | 投資家、ノンリコースレンダー |
| 不動産業資金に対する調達額 | 建設協力金（1～2割程度）を除く金額相当額 | 60～70%程度 | 100% |
| リスク負担割合 | 建設協力金相当額 | 100% | 0% |
| 倒産時の手当（入居者の保護） | 原則なし | 原則なし | バックアップあり（他のオペレーターにより一定の条件の下で事業継承することが予め約束されている。） |

出所：リエゾン・パートナーズ㈱

「不動産の所有権」は、地主の建て貸しの場合地主がもっています。コーポレートファイナンスでは運営事業者。投資ファンドの場合は、信託銀行、あるいは流動化法を使った場合はSPC（資産流動化のための有限会社や株式会社）になると思います。

「調達資金の提供者」については、他の2つは全部1つなのですが、投資ファンドの場合は投資家とノンリコースレンダーになります。これは何が違うかというと、「不動産の事業資金に対する調達額」の違いです。地主の建て貸しの場合、建設協力金（1～2割程度）を除く金額相当額を地主から調達します。コーポレートファイナンスでは物件の価値に対して、6割から7割を調達します。しかし、投資ファンドを活用すれば先述したように、ノンリコースレンダーが7割出し、投資家が残りの3割出すので、実質100%の資金調達が可能となります。

これによって従来、不動産を自前で買っていた場合の資金を次の投資に回すことが可能になります。また、オペレーターは、ファンド組成によって不動産金融面から全面的に事業をサポートしてもらうこととなり、所有と運営の分離が達成され、介護事業に専念することが可能になります。多くの事業者は不動産開発部門をもっており、情報収集や施設開発・資金調達のためのマンパワーも抱えてい

ますから、そういう人的リソースも所有と運営を分離することで効率性を高めることができます。

さらにファンドは、基本的にキャピタルマーケットがある限り、繰り返しそのファイナンスを継続できるという前提がありますから、長期安定的に事業基盤を確保できます。もちろん金融機関から長期の安定資金を調達することも可能ですが、やはりローンを5年ごとに繰り返すとなると、5年後にどういう資金調達ができるのか、など不確定要素があります。とくに昨今は地主さんでも相続税問題などで、突然不動産を売却せざるを得ないようなケースもあります。オーナーが変わることで賃貸借契約に見直しが入るなど、事業に影響が出る場合もあり得ます。一方、ファンドならば、20年間の賃貸借契約を結び、誰が貸主になっても、契約通り義務を履行している限り、事業者サイドの事業に影響が及ばない仕組みになっています。

これと合わせて、「事業者のリスク負担割合」を見ましょう。先述のとおり地主の建て貸しの場合は、建設協力金相当額の1、2割についてはリスクを負わなければなりません。コーポレートファイナンスの場合は、リスク負担は100%です。これは、仮に担保価値がゼロになってしまった場合、例えば処分ができないなどですが、そういうとき、金融機関は当然貸付資金に対して企業のすべての財産に遡求していきます。担保価値がゼロになっても事業者が借り入れた資金については100%のリスクを負わなければならない。投資ファンドの場合は、レンダーと投資家が100%リスクをとっていますから、事業者サイドのファイナンスに係るリスクはゼロ、この差は大きいと思います。

「倒産時の手当て」については、リスクマネージメントの項でお話ししたように入居者に対する備えとして、バックアップオペレーターを確保します。つまり一定の条件の下で、別の事業者によって事業を継承することが予め約束されています。おそらく、これがファンドを活用することの一番大きなメリットなのではないでしょうか。入居者にとって、これほど安心なことはありません。現在の事業者が万一倒産したら、その控えがいる、このことをきちんと説明できることが顧客獲得の決め手の一つにもなるのではないでしょうか。

最後にもうひとつ、投資ファンドを活用するメリットをご紹介します。事業の透明性です。投資家は事業者に、常に事業の透明性を求めます。定期的に情報開示を求めるのもそのためです。われわれも、さまざまな情報開示を求めます。これは一見、厳しいようですが、逆に言えばこれを通して、事業の透明性を日々向上させることなのです。入居者とご家族に対しての透明性も確保できます。さらに、どんどん事業を拡大して、株式公開しようという段階に至っても、このプロセスは質の高い経営をする上でも大変効果があります。

今日は事業者が投資ファンドを資金調達手段のひとつとして活用する際のメリットや経営面にどう位置付けて、活用していくかというお話をさせていただきました。私自身、ファンドという資金ソース（一部マネジメント）によって事業者をサポートしていくことは、介護事業のインフラを整備するという意味でも重要なファンクションであると考えています。

これを機会に事業化する際の参考資料としてご活用いただければ幸いだと思います。ご静聴ありがとうございました。

秋元 二郎
（あきもと じろう）
リエゾン・パートナーズ株式会社　代表取締役

学習院大学経済学部卒業。銀行系リース会社、米国系不動産投資コンサルタント会社を経て、1989年野村グループに参画。野村證券㈱不動産投資銀行部次長、野村キャピタル・インベストメント㈱執行役を歴任後、03年10月野村プリンシパル・ファイナンス㈱不動産投資チームヘッドに就任。04年3月、日本初の「介護付有料老人ホームファンド」を組成。05年4月、リエゾン・パートナーズ㈱を設立し、代表取締役CEOに就任。同社の主力投資家として楽天証券（東京都港区）が名をつらねる。長年にわたるアセット・ファイナンス分野での豊富な経験を基に、介護事業に特化したオペレーショナル不動産の私募型ファンドを運用する新しいタイプのファンドマネージャーとして注目されている。