

第2章 高齢者向け住宅・施設の不動産投資特性に関する考察

株式会社都市未来総合研究所

主任研究員 湯目 健一郎（ゆのめ けんいちろう）

yunome@tmri.co.jp

はじめに

わが国では増加する高齢者（特に要介護者）に対する住宅・施設の整備が喫緊の課題となっている。最近ではサービス付き高齢者向け住宅（以下、サ高住という。）制度の創設や国土交通省が設置した「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」による報告書の取りまとめが行われた。また、時期を合わせてヘルスケア REIT の上場計画が公表される等、投資対象としても高齢者向け住宅・施設の注目度が高まっている。

ただし、高齢者向け住宅・施設の投資市場は発展初期段階にあり、投資判断材料となる賃料水準やキャップレートなどの公表データが不足していること、また、賃料の源泉となる高齢者向け住宅・施設事業の事業収支に関するデータの公表も不足していることから投資目線が定まらず投資が拡大しない面も考えられる（※1）。

本稿はこうした開示データの制約が大きい中、賃料やキャップレートの開示データが唯一得られる J-REIT の高齢者向け住宅・施設のケーススタディにより、高齢者向け住宅・施設の不動産投資特性（賃料変動、賃料負担率、キャップレート水準・変動、賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッド）を少しでも明らかにすることを試みるものである（※2）。

なお、高齢者向け住宅・施設はもともと所有と経営の分離が進んでおり、地主の建築する物件を賃借する地主スキームが多い状況である。現在ファンドスキームが注目されているが、オペレーターの資金調達の視点に立つと、新規開業に際しコーポレートファイナンスで自ら取得するスキーム、地主の建築する物件を賃借する地主スキーム、稼働中物件をファンド等の投資家に売却するファンドスキーム（新規開業の場合は入居率が一定程度向上した段階で売却）が併存しており、オペレーターが個々の状況にふさわしい方法を選択することが高齢者向け住宅・施設の供給の促進につながるという意味で最後に高齢者向け住宅・施設の供給促進と事業スキームの関係についてふれた。

※1 ヘルスケア REIT の上場により今後関連データの開示が進むと考えられる。

※2 限られた事例による検証であり個性が強く、高齢者向け住宅・施設の一般的な不動産投資特性を示すには不十分であるが、データの制約下、可能な範囲で不動産投資特性を明らかにすることを試みるもの。

なお、個別事例の分析結果は限られた公表データを基に、いくつかの前提や推定を含む分析であり、分析結果が実態とは異なる可能性がある点、当該個別事例の関係者様にはご了承いただきたい。

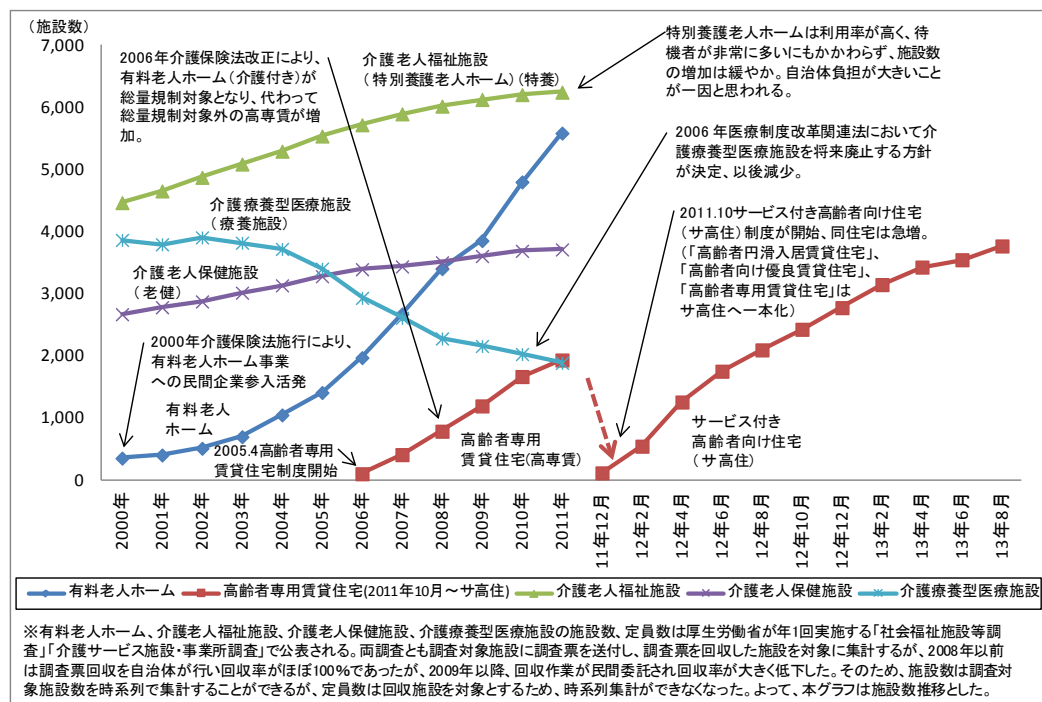
1 高齢者向け住宅・施設の供給動向・概要

(1) 高齢者向け住宅・施設数の推移

高齢者向け住宅・施設数の推移を概観すると、介護度の高い利用者が低コストで入居できる特別養護老人ホームは待機者が非常に多いにもかかわらず（※3）、手厚い介護報酬設定、低所得者への利用料補助等、自治体の財政負担が大きいことから伸び率は緩やかである。これに対し、民間企業が運営可能な有料老人ホームや高齢者専用賃貸住宅（現、サ高住）が供給を大幅に伸ばした。有料老人ホームは2000年の介護保険法施行により民間企業の参入が活発化したが、2006年の介護保険法改正により介護付き有料老人ホームが自治体による総量規制の対象となり、都心部等で供給ペースがダウン、代わって、総量規制の対象とならない高齢者専用賃貸住宅（現、サ高住）や住宅型有料老人ホームの供給が増加した。その後2011年10月に制度化されたサ高住は建設費補助・減税等の支援策により急増している。なお、介護療養型医療施設は2006年に成立した医療制度改革関連法において、当時、介護療養型医療施設を2011年度末までに廃止する方針（その後、廃止期限は2017年度末までに延長）が出され、以後減少している。以上のように高齢者向け住宅・施設は各種政策に大きな影響を受けながら供給が進んできた。

※３ 2005 年の介護保険法改正により、特別養護老人ホームなどの介護保険３施設では居住費・食費等（ホテルコスト）が保険給付の対象外となり入居者負担が増加する一方、低価格帯（一時金がほぼ 0、月額利用料 15 万円程度）の介護付き有料老人ホームの出現によりコスト差は縮小しているが依然、特別養護老人ホームの待機者は多い。

〔図表 1-2-1〕 高齢者向け住宅・施設数の推移



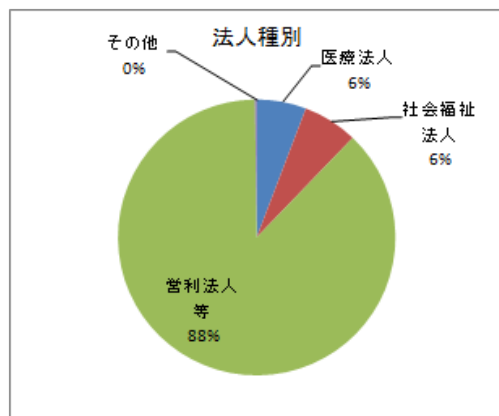
データ出所：厚生労働省「社会福祉施設等調査」・「介護サービス施設・事業所調査」、一般社団法人不動産協会「高齢時代の住宅のあり方に関する研究報告書（2011年8月）」、一般社団法人すまいづくりまちづくりセンター連合会「サービス付き高齢者向け住宅の登録状況（2013年9月末時点）」

(2) オペレーター属性

民間企業が運営可能な有料老人ホームとサ高住では、オペレーターの約8～9割が医療法人や社会福祉法人ではない民間企業である。高齢者向け住宅・施設の運営居室数の上位オペレーターはM&Aや他事業者からの施設譲渡により運営居室数を伸ばしており、ここ数年で運営居室数を1,000室規模で増やした事業者も見られる。しかし、上位オペレーターの占めるシェアは低く、有料老人ホームの施設数ベースでは上位20社のシェアは約16%である（※4）。M&A等はスピーディな規模拡大を実現することに加え、介護付き有料老人ホームのように総量規制対象となる施設について新規開設が困難なエリアでの施設取得が可能となることがインセンティブとなり、M&A等による規模拡大は今後も続くと専門紙は報じているが、地域密着性の強い市場構造からみて、多数の中小オペレーターにより高齢者向け住宅・施設運営が支えられている状況は今後も大きく変わらないと考えられる。

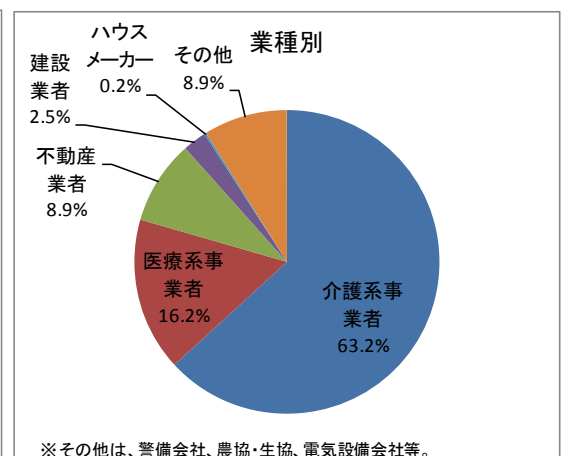
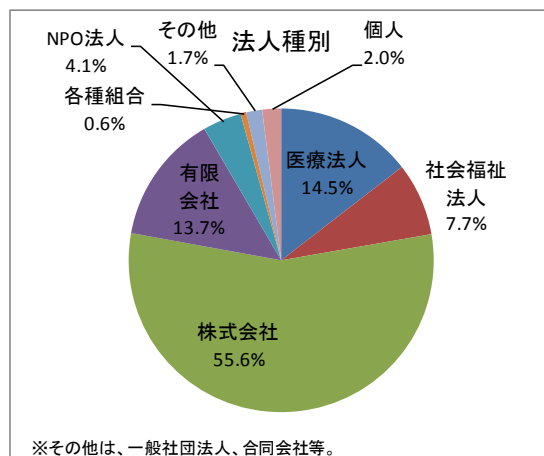
※4 総合ユニコム株式会社「月刊シニアビジネスマーケット 2013年11月号」の掲載データによる。

〔図表 1-2-2〕 有料老人ホームのオペレーター属性



データ出所：厚生労働省「平成23年社会福祉施設等調査」

〔図表 1-2-3〕 サ高住のオペレーター属性



データ出所：一般社団法人すまいづくりまちづくりセンター連合会「サービス付き高齢者向け住宅の現状と分析（2013年8月末時点）」

(3) 施設属性（施設規模・権利関係）

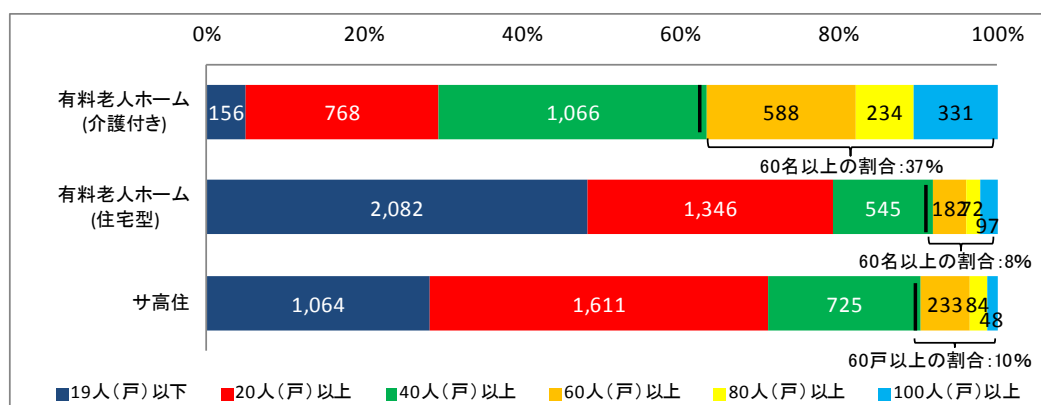
○施設規模

有料老人ホームとサ高住の規模（有料老人ホームは定員規模、サ高住は戸数規模）は、比較的規模が大きい介護付き有料老人ホームでも定員数 60 名以上の施設が 37%、住宅型有料老人ホーム、サ高住では 10% 以下と小規模な施設が多い。施設規模の小さい背景には整備指針による共用部分の設置規制、施設運営の効率性の観点や、開設後の入居スピードが一般の賃貸住宅より遅く、採算ラインとなる入居率に達するまでの期間が長いこと等も大規模化によるリスクの増大を嫌う原因になっていると考えられる。また、こうしたオペレーター側の要因とならんで、対象となる敷地規模・建築投資額など地主側の要因もあると考えられる。

○権利関係

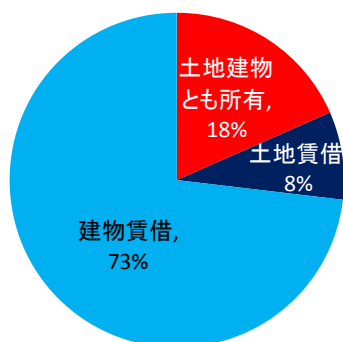
高齢者向け住宅・施設は介護保険法の施行以降、複数の施設を運営するオペレーターの施設展開等で所有と経営の分離が進んでおり、地主の建築する物件を賃借する地主スキームが多い状況にある。1 都 3 県では 3/4 が建物賃借である。

[図表 1-2-4] 有料老人ホームの定員規模、サ高住の戸数規模



データ出所：公益社団法人全国有料老人ホーム協会「平成 23 年度有料老人ホームに関する実態調査」、一般社団法人すまいづくりまちづくりセンター連合会「サービス付き高齢者向け住宅の現状と分析（2013 年 8 月末時点）」

[図表 1-2-5] サ高住の権利関係（1 都 3 県対象）



データ出所：一般社団法人すまいづくりまちづくりセンター連合会「サービス付き高齢者向け住宅情報提供システム」2012 年 3 月末時点の掲載データ

2 高齢者向け住宅・施設の不動産投資特性

以下、J-REIT が保有する高齢者向け住宅・施設の事例を対象に不動産投資特性の分析を行う。調査対象物件は下表の通りで、インヴィンシブル投資法人が保有する有料老人ホーム7物件（うち介護付き5物件、住宅型2物件。オペレーターは全物件とも株式会社ベネッセスタイルケア）とした。他投資法人でも若干の高齢者向け住宅・施設を保有するがエリア間分析等でオペレーターによる影響を排除する観点また公表データの統一性を鑑み上記投資法人の物件のみを対象とした。なお、上記投資法人は2010年に東京グロースリート投資法人とエルシーピー投資法人が合併したもので、合併前後のデータが時系列で集計できないためグラフ上、データが途切れた表示となっている場合がある。また、合併と同時期に株式会社ベネッセホールディングスがオペレーターの全株式を取得し完全子会社化し、賃料減額が行われている。

〔図表 1-2-6〕 調査対象物件

物件名称	施設種類	所在		カテゴリー
ボーンゼニール千歳船橋	介護付き有料老人ホーム	東京23区	世田谷区	介護付き・首都圏都心・近郊
ボーンゼニール四つ木	介護付き有料老人ホーム	東京23区	葛飾区	
ボーンゼニール日野	介護付き有料老人ホーム	東京都下	日野市	
ボーンゼニール武蔵新城	介護付き有料老人ホーム	神奈川県	川崎市	
ボーンゼニール秦野渋沢	介護付き有料老人ホーム	神奈川県	秦野市	介護付き・首都圏郊外
ボーンゼニール小牧	住宅型有料老人ホーム	愛知県	小牧市	住宅型・首都圏以外
ボーンゼニール伊丹	住宅型有料老人ホーム	兵庫県	伊丹市	

※すべてインヴィンシブル投資法人の保有物件

※すべてオペレーターは株式会社ベネッセスタイルケア

(1) 賃料変動・賃料負担率に関する考察

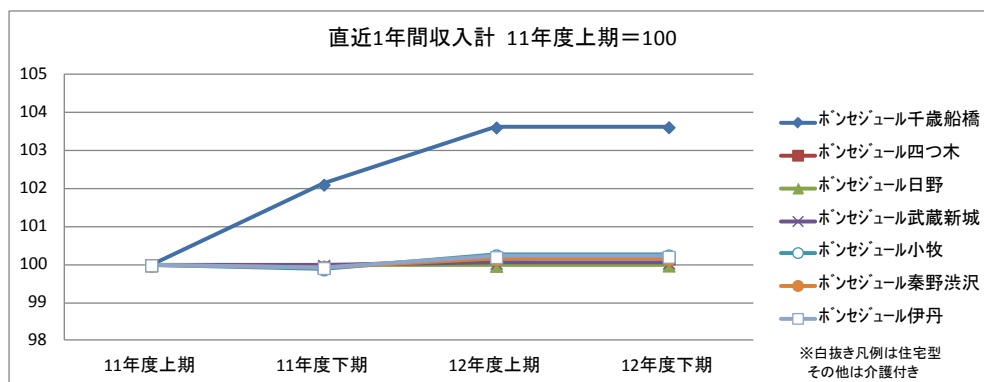
高齢者向け住宅・施設への不動産投資を行う場合、オペレーターやマスターレシーによる長期固定契約が中心であり、賃料収入は安定していると言われている。しかし賃料の源泉となる高齢者向け住宅・施設の事業利益は入居状況（稼働率、入居者の要介護度・入居期間）や制度変更（介護報酬単価の見直し）により安定的とは言えない面がある。介護付き有料老人ホーム事業の場合、新規開設後入居が進み、いったん稼働率が高まると、その後は比較的安定稼働すると言われている。しかし、収益構造に着目すると主たる収益源である介護報酬は入居者の要介護度に応じた報酬が得られる仕組み（※5）のため入居者の要介護度が想定より低い場合は収益が下振れることがある。また、もうひとつの主たる収益源である家賃を一時金形式で徴収する場合（各期で一時金償却額を売上計上）、実際に入居者の入居期間が想定より長い場合は収益が低下する。このほか、制度リスクとしては介護報酬単価の見直しのほか、年金受給額の減額、介護保険・医療費の自己負担増加等も入居者の賃料支払い能力の低下を伴って、間接的に利益低下につながると考えられ、こうした事業利益変動を織り込み一定のバッファを持った賃料の設定が行われていなければ賃料支払いが滞る可能性がある。なお、賃料が固定であっても長期的には修繕費やCAPEX等でNOIベース、キャッシュフローベースでの収益は当然変動（低下）する。

また、事業採算悪化等によりオペレーターの変更や賃料見直し等があれば、契約賃

料が従前賃料から大幅に下落することもありうる。調査対象物件における賃料減額事例では介護付き有料老人ホームで15～34%の減額、住宅型有料老人ホームで33～38%の減額となっている。

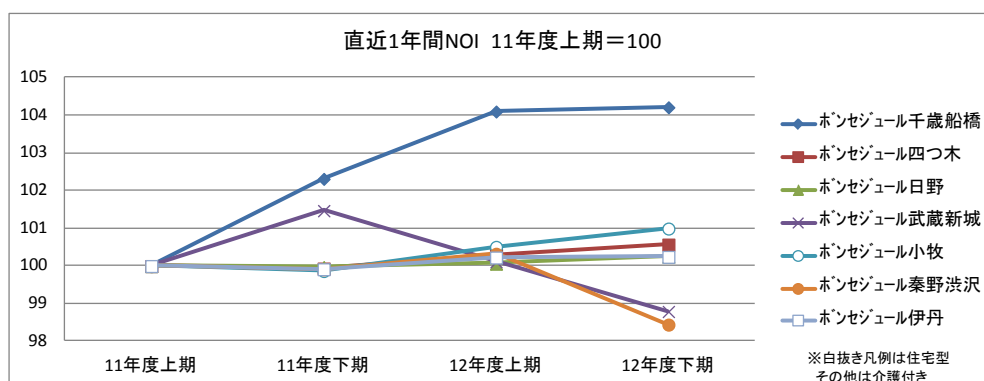
※5 介護報酬は地域ごとの人件費格差を調整するため入居者の要介護度に加え、地域によっても報酬額が異なる。

〔図表 1-2-7〕 調査対象物件の賃料収入推移（賃料減額後の推移）

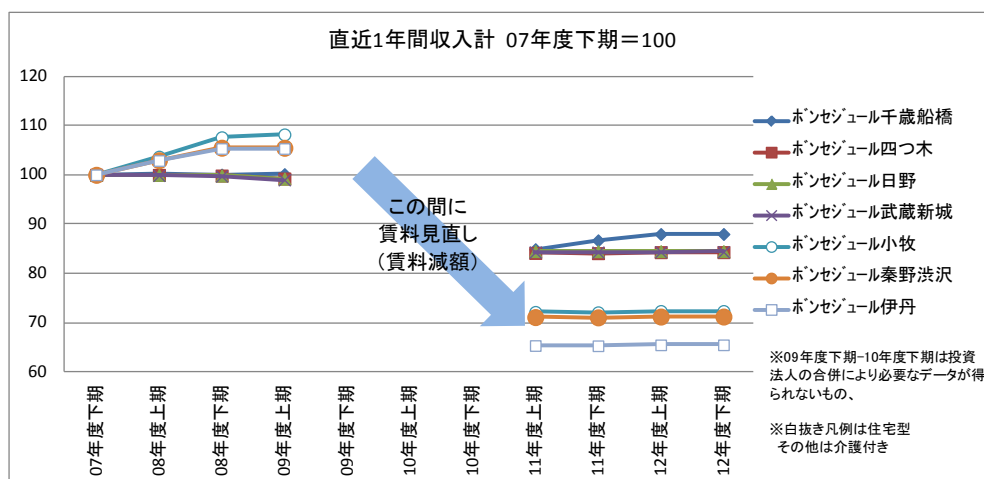


※ボンセジュール千歳船橋の賃料収入が変動しているが、インヴィンシブル投資法人の有価証券報告書では直接契約固定賃料型となっており詳細不明。

〔図表 1-2-8〕 調査対象物件の NOI 推移（賃料減額後の推移）



〔図表 1-2-9〕 調査対象物件の賃料収入推移（賃料見直し前後の推移）



データ出所：図表 1-2-7 ～ 1-2-9 とも都市未来総合研究所「ReiTREDA」

次に介護付き有料老人ホーム5物件について、売上高（図表 1-2-10 のとおり売上高は介護報酬（夜間看護体制加算等含まず）、家賃、管理費、食費を対象に推計したもので、上記以外の売上高は対象外）に対する賃料負担率を試算すると10～17%との結果が得られた。厚生労働省「介護事業経営実態調査」における介護付き有料老人ホームを含む特定施設入居者生活介護（予防を含む）の費用構成割合を基に粗利率を算出すると23～30%（※6）となり、粗利に対する賃料負担率は43～57%（ $10 \div 23 \sim 17 \div 30$ ）と試算される。

介護付き有料老人ホームは介護報酬が入居者の要介護度に応じた報酬が得られる仕組みであること、また、重要事項説明書により運営状況の詳細が開示されていることから上記のように大まかではあるものの賃料負担率を試算することができる。一方、住宅型有料老人ホームやサ高住で介護事業所を併設するケースにおいては併設事業所の種類が訪問介護事業所、デイサービス、居宅介護支援事業所等、多岐にわたること、入居者が当該事業所から介護サービスを受けるか否かは入居者の意向によること、外部売上（近隣居住者）が含まれること等から介護報酬を想定することが困難であり、賃料負担率の試算は難しい。

なお、高齢者向け住宅・施設の賃料保証はオペレーターが直接保証するケース以外に、マスターレシーが保証するケース（ハウスメーカーが賃料保証するスキームが代表的）がある。一般の賃貸住宅でハウスメーカー等が賃料保証するケースではマスターリース手数料（斡利益）の相場がおおむね形成されているが、高齢者向け住宅・施設のケースでは、たとえばハウスメーカーがオペレーターの運営状況をモニタリングし経営介入できるようにする、オペレーターと介護報酬債権譲渡契約を結ぶことでリスクヘッジを行う等の工夫によりマスターリース手数料を小さく（＝保証賃料を高く）する事例（※7）もみられ、スキームによって保証賃料水準が異なることもある。

※6 同調査によれば費用構成割合（対売上高）は人件費49%、その他費用（委託費等。減価償却含まず。）38%である。よって賃料割合を10～17%とすると粗利率は23～30%（ $100-49-38+10 \sim 100-49-38+17$ ）。

※7 パナホーム株式会社の事例（株式会社住宅新報社「住宅新報2013年10月15日号」掲載記事による）。

〔図表 1-2-10〕 調査対象物件（介護付き有料老人ホーム）の賃料負担率の試算

物件(介護付き有料老人ホーム)	月額賃料 :a	月額売上					売上高賃料負担率 :a/b	売上合計に占める介護報酬の比率	要介護3以上の割合	入居者数
		介護報酬	家賃(一時金0タイプ)	管理費	食費	合計:b				
ボ'ンゼ'ニ-ル千歳船橋	3,984,833	8,447,360	9,225,820	4,803,150	905,280	23,381,610	17%	36%	32%	41
ボ'ンゼ'ニ-ル四つ木	3,755,167	13,172,340	7,799,680	6,825,600	1,413,120	29,210,740	13%	45%	52%	64
ボ'ンゼ'ニ-ル日野	3,568,000	8,755,180	6,879,360	5,371,200	1,059,840	22,065,580	16%	40%	21%	48
ボ'ンゼ'ニ-ル武蔵新城	2,958,250	9,031,630	5,324,400	5,035,500	993,600	20,385,130	15%	44%	47%	45
ボ'ンゼ'ニ-ル栗野沢	3,967,500	19,192,990	9,503,090	10,345,050	2,141,760	41,182,890	10%	47%	36%	97

・月額賃料は直近1年間収入÷12

・介護報酬は重要事項説明書に記載の入居者の介護度別人数×自己負担1割分×10を合計。自立者について生活支援費用を加算。

・上乗せ、横出しサービス等の売上は対象外。

・家賃、管理費はHP記載の部屋タイプのうち最も低額なプランの金額（一時金0タイプ）を一律採用し当該金額×入居人数として算出。

・また、2人入居部屋は少ないため入居人数を乗じて算出した。

・食費は入居者全員に対し全食提供するものと仮定して算出。

データ出所：各施設のHP、重要事項説明書、都市未来総合研究所「ReiTREDA」

(2) キャップレート水準・変動に関する考察

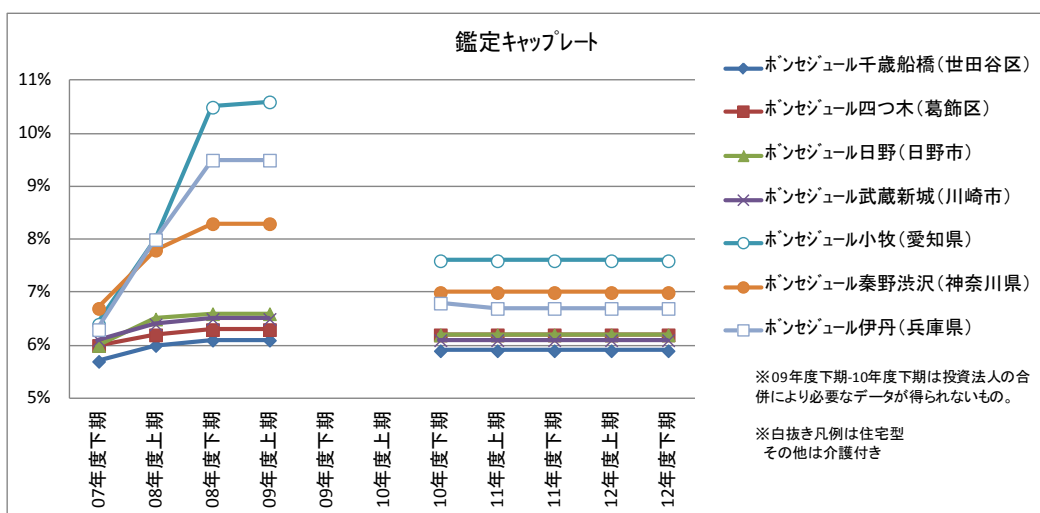
調査対象物件のキャップレート（2012 年下期時点）（※ 8）は首都圏都心・近郊の介護付き有料老人ホームが 5.9 ～ 6.2%、首都圏郊外の介護付き有料老人ホームが 7.0%、首都圏以外の住宅型有料老人ホームのキャップレートが 6.7 ～ 7.6% の水準となっている。高齢者向け住宅・施設はオペレーショナルアセットであるため、同じオペレーショナルアセットである商業施設や物流施設（商業施設、物流施設とも調査対象の介護付き有料老人ホームと同様固定賃料の物件を抽出。2012 年下期時点。）のキャップレートと比較すると物流施設（全国対象）が 5.5%、商業施設（全国対象）が 6.0% であり、首都圏都心・近郊の介護付き有料老人ホームは物流施設に対し +0.4 ～ 0.7% の水準、商業施設に対しては -0.1 ～ 0.2% とほぼ同水準となっている。

なお、調査対象物件のキャップレートの変動は物件により大きく異なっている。世界金融危機時のキャップレートの変動（07 年度下期から 09 年度上期）は首都圏都心・近郊の介護付き有料老人ホームは 0.3 ～ 0.6% ポイント上昇にとどまるが首都圏郊外の介護付き有料老人ホームは 1.6% ポイント上昇、首都圏以外の住宅型有料老人ホームのキャップレートは 3.2 ～ 4.2% ポイントの大幅上昇となっている。この時期資金調達難等を背景に不動産投資市場全般に流動性リスクが高まったが、こうした共通要因以外の物件毎の運用状況等の違いがキャップレートの変動に影響を与えたもので（※ 9）、結果、「有料老人ホーム」という同一セクターでかつ同様の賃貸借条件（長期固定契約）でありながら、キャップレートの変動には大きな差が生じることがあることを例示している。

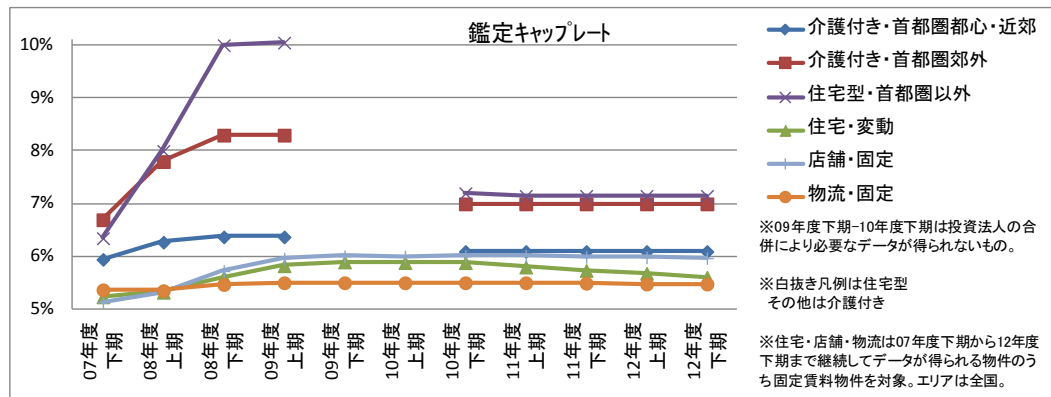
※ 8 本来、取得キャップレートによる分析が望ましいが、データ制約下、期末鑑定キャップレートで代用した。

※ 9 当時の決算説明会資料によれば、「一部シニア物件などにて、安定稼動に達していない物件や低稼働の物件については、将来の賃料減額のリスクなどが考慮され、その分キャップレートがアップしたものがある。」との説明がある。

〔図表 1-2-11〕 調査対象物件の鑑定キャップレートの推移



[図表 1-2-12] 各セクターの鑑定キャップレートの推移



データ出所：図表 1-2-11 ～ 1-2-12 とも都市未来総合研究所「ReiTREDA」

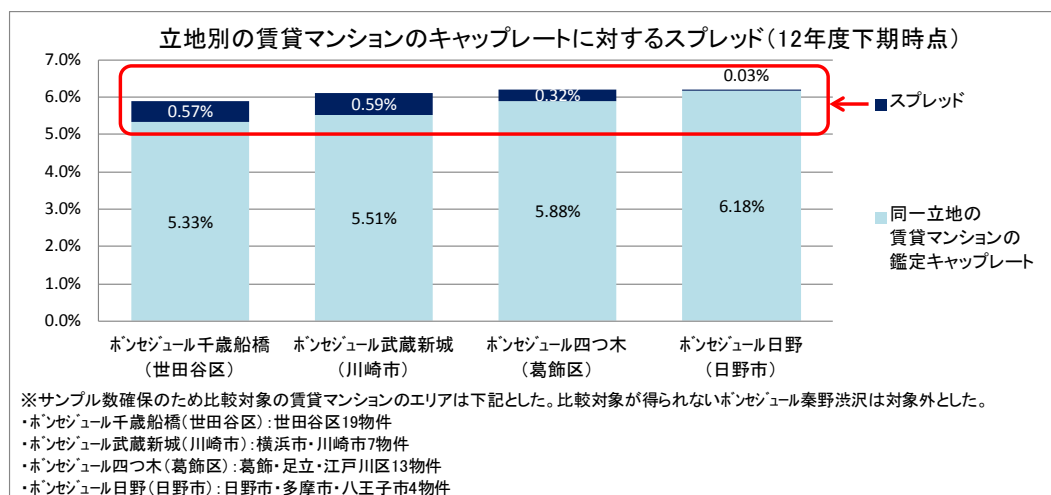
(3) 賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッド水準・変動に関する考察

J-REITにおける高齢者向け住宅・施設の取得事例は調査対象物件含め、住宅系REITによるものであり、高齢者向け住宅・施設のキャップレートの目安を賃貸マンションベースに考えているケースがみられる（※10）。

賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッドはエリアによって異なると考えられるため、介護付き有料老人ホームについて立地別に賃貸マンションに対するスプレッドを算出（2012年度下期）すると、世田谷区が0.57%、川崎市が0.59%であるのに対し葛飾区0.32%、日野市0.03%と郊外へ行くほどスプレッドが小さくなる結果が得られた。これは介護付き有料老人ホームは郊外であっても需要が見込まれるエリアでは収益が安定するのに対し、賃貸マンションは郊外になると需要の変動が見込まれるとの考え方に合致する。次頁の立地別の賃貸マンションに対するスプレッドの推移をみると不動産市況の悪化時期には日野市の介護付き有料老人ホームのスプレッドがマイナスとなっており、郊外ではこうした逆転現象も起こりうる。

※10 最近、高齢者向け住宅・施設を取得した投資法人の運用会社（2社）へのインタビュー記事によれば、2社とも高齢者向け住宅・施設のスプレッド水準の目安を賃貸マンション+0.5～1.0%としている。

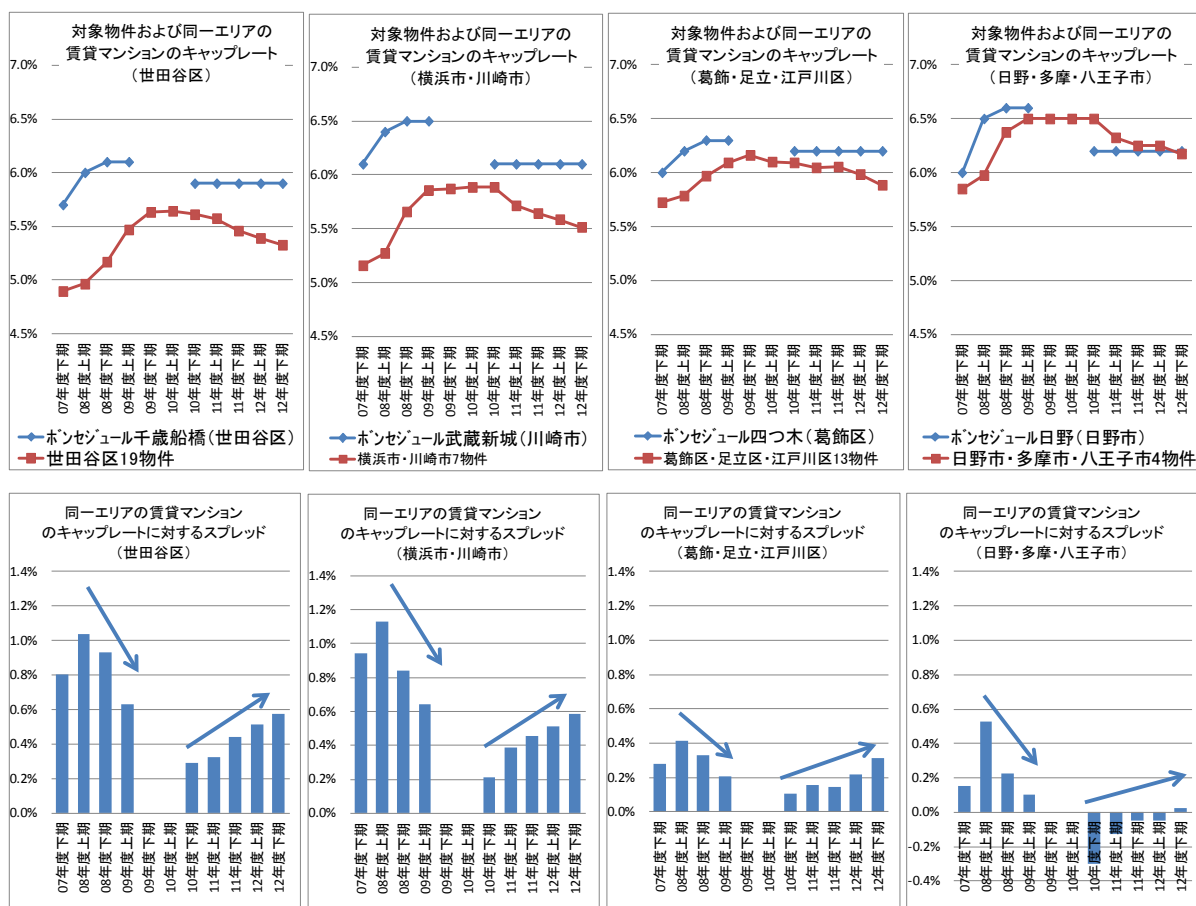
[図表 1-2-13] 調査対象物件の賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッド



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

なお、賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッドは一定で推移しておらず、不動産市況によって変動している。不動産市況の悪化局面（09年度上期以前）では賃貸マンションと介護付き有料老人ホームのキャップレートはともに上昇したが賃貸マンションの方が上昇幅が大きく、スプレッドは縮小した。逆に不動産市況の好転局面（10年度下期以降）では賃貸マンションのキャップレートが下落する一方、介護付き有料老人ホームのキャップレートは変動せず、スプレッドが拡大している。キャップレートは価格変動リスク、流動性リスク、法的リスク等様々なリスクが加味されるため、不動産市況だけで賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッドの動きを説明するのは乱暴であるが、不動産市場が好況な時期ほどスプレッドが拡大していると言える。ここ1年 J-REIT、私募ファンド等による高齢者向け住宅・施設の取得事例が目立つが、賃貸マンションに対する一定のスプレッドを確保するという観点では取得に適した時期と考えられる。

〔図表 1-2-14〕 調査対象物件および同一エリアの賃貸マンションの鑑定キャップレートの推移（上段）
賃貸マンションのキャップレートに対するスプレッドの推移（下段）



データ出所：ReiTREDA

3 高齢者向け住宅・施設の供給促進と事業スキームについて

○ファンドスキームによる供給は大手オペレーター案件が中心で高齢者向け住宅・施設の供給拡大への寄与は限定的

高齢者向け住宅・施設はもともと所有と経営の分離が進んでおり、地主の建築する物件を賃借する地主スキームが多い状況である。現在ファンドスキームが注目されているが、オペレーターの資金調達の視点に立つと、新規開業に際しコーポレートファイナンスで自ら取得するスキーム、地主の建築する物件を賃借する地主スキーム、稼働中物件をファンド等の投資家に売却するファンドスキーム（新規開業の場合は入居率が一定程度向上した段階で売却）が併存しており、オペレーターが個々の状況にふさわしい方法を選択することが高齢者向け住宅・施設の供給の促進につながると考えられる。

注目されているファンドスキームは組成上の制約も多い。ファンドスキームでは透明性の観点でオペレーターに対して経営状況・施設運営状況の詳細の情報開示が求められるやすいこと、オペレーターが施設運営に関する遵法性や人権尊重などの態勢について投資家やレンダー等利害関係者のコンプライアンスチェックに堪えられること、オペレーターのクレジットが低い場合はバックアップオペレーターの手当てや第三者（MLPM 会社等）による賃料保証の手当てが必要となるケースがあることなどをふまえると、一定の企業規模・実績・クレジットを有する大手オペレーターがなじみやすいと考えられ、実際、J-REIT の事例も大手オペレーター案件が中心となっている。しかし、高齢者向け住宅・施設の大手オペレーターの寡占度は低いため、大手オペレーター物件が中心となるヘルスケアリート等のファンドスキームが台頭しても高齢者向け住宅・施設の供給拡大への寄与は限定的となる可能性がある。ファンドスキームを必要としているのは事業の急拡大を図るうえで資金調達の多様化を必要とする一部の大手オペレーターや投資先の多様化（安定した高い利回りの商品）を望む投資家あるいは収益機会が得られる関連プレーヤーである AM、レンダー等という見方もできる。

○多数を占める中小オペレーターは地主スキームとの相性を活かし、高齢者向け住宅・施設の供給拡大へ寄与

一方、多数を占める中小オペレーターがファンドスキームを採用しようとする就先に挙げたような情報開示体制などの構築にかかるコストが発生したり、オペレーターのクレジットが低く、バックアップオペレーターや第三者（MLPM 会社等）による賃料保証の手当てを行う場合はその分投資家の利回りを低下させるというデメリットも生じる。こう考えると中小オペレーターの場合は無理にファンドスキームを使用せず地主スキームを活用するほうが合理的といえる面がある。

中小オペレーターと地主スキームの相性として次の三点が挙げられる。一つ目には地主スキームはハウスメーカー等が建築受注を目的に賃料保証をセットで提案することもあり、ファンドスキームのようにバックアップオペレーターやリスクをとる（賃料保証する）第三者を手当てする必要がないことが挙げられる。二つ目としてオペレーターに対する情報開示の要求がファンドスキームほどは高くない点が挙げられる。三つ目と

して地主スキームでは敷地の制約上小規模施設となる可能性も高いが、この場合ハウスメーカーの規格商品の採用や木造構造とすることでローコスト化が可能であり、オペレーターと地主の要求賃料のギャップを小さくできる可能性があることが挙げられる。

地主スキームによる高齢者向け住宅・施設の供給を一層拡大するための要件として、高齢者向け住宅・施設建築に対する融資の拡大が挙げられるが、最近では地銀を中心に専用ローンの開発が目立っており、徐々に融資が拡大するものと考えられる。地主にとって金融機関は資金調達先というだけでなく、デューデリジェンスの役目も担ってくれる重要なパートナーとなる。

最後に入居者の視点から、ファンドスキームにおいて投資家利益が最優先され、家賃の値上げや提供サービスの低下といったことが起きぬようお願いしたい。

〔図表 1-2-15〕 オペレーターからみた資金調達スキームと関連プレイヤーの関係

	新規開業		稼働中物件
	コーポレートファイナンスで自ら取得するスキーム	地主の建築する物件を賃借する地主スキーム	ファンド等の投資家に売却するファンドスキーム(新規開業の場合は入居率が一定程度向上した段階で売却)
大手オペレーター (一定の企業規模・実績・クレジットを有するオペレーター)	○対応可	○対応可	○対応可
中小オペレーター (上記の逆)	△大手と比較し調達金利が高くなる可能性	○対応可	△情報開示体制等の構築、バックアップオペレーター手当てクレジット補完
投資家(地主除く)	×投資機会なし	×投資機会なし	○投資機会あり(安定した高い利回りの商品)
AM/アレンジャー	×事業機会なし	×事業機会なし	○事業機会あり
レンダー	○事業機会あり(コーポレートローン)	○事業機会あり(高齢者向け住宅・施設専用ローン等)。富裕層囲い込み等の収益機会も。	○事業機会あり(ノンリコースローン)
入居者	○家賃の値上げや提供サービス低下の懸念がファンドスキームと比較して小さい	○家賃の値上げや提供サービス低下の懸念がファンドスキームと比較して小さい	△利益追求の投資家圧力による家賃の値上げや提供サービス低下の懸念

データ出所：都市未来総合研究所