

日本版CCRC構想有識者会議用資料

日本版CCRC施設の開発資金調達方法について

2015年5月14日

大和証券株式会社

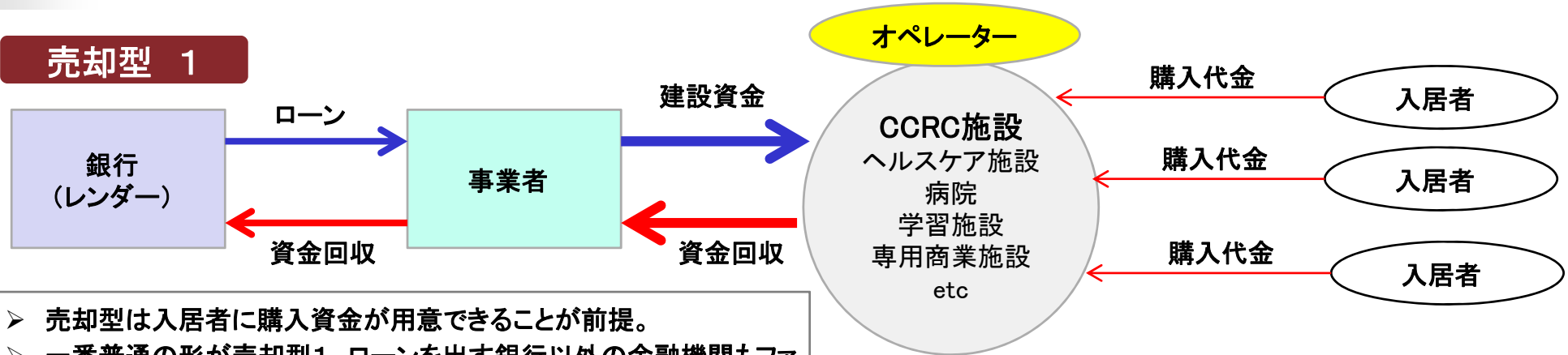
広域法人部

IBソリューション部

Daiwa
Securities

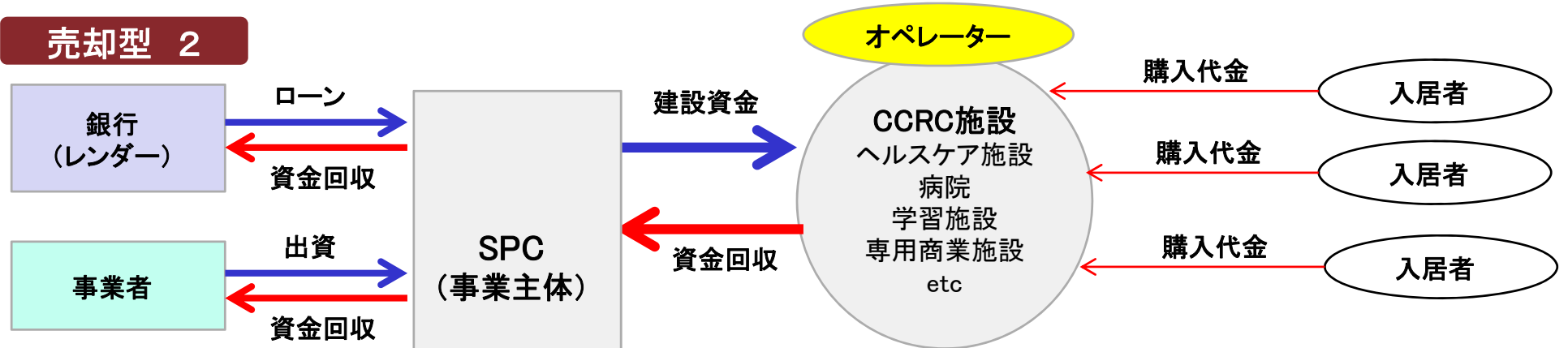
日本版CCRCファイナンスのイメージ(売却型)

売却型 1



- 売却型は入居者に購入資金が用意できることが前提。
- 一番普通の形が売却型1。ローンを出す銀行以外の金融機関もファイナンススキームも必要なし。
- ただし、この形は、事業主が資金を調達できる能力があることが前提。

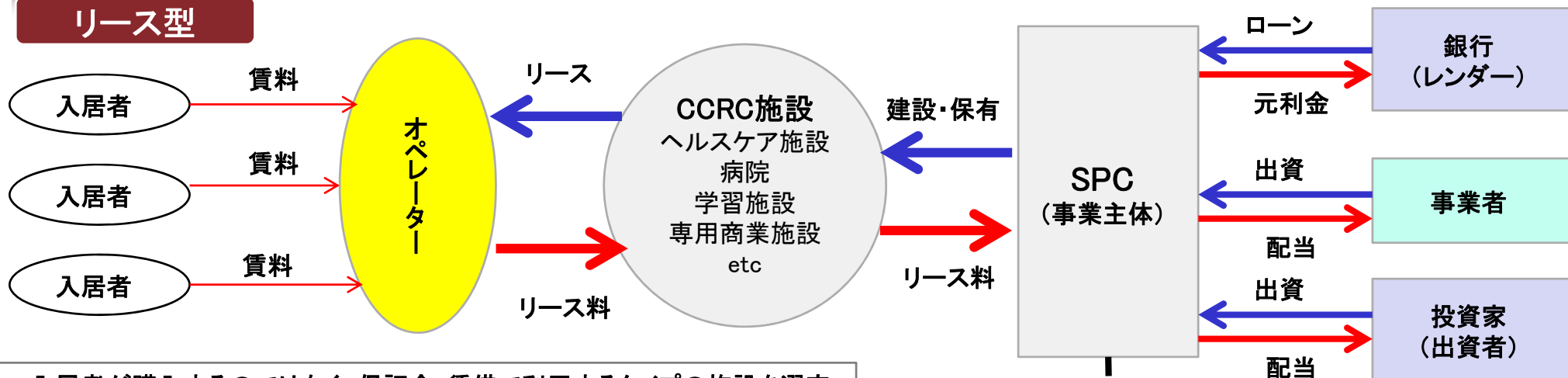
売却型 2



- 事業を行う主体としてSPCを設立し、そこに銀行がお金を貸し、事業者が資本金を出す形にしたものが売却型2。いわゆるプロジェクトファイナンス型
- 銀行は、事業者ではなくプロジェクトそのものに与信(信用供与)。したがって事業者の信用力とは独立してプロジェクトの実行が可能。
- 事業者は、出資金も投資家から募ることで、資金面のリスクを軽減できる。

日本版CCRCファイナンスのイメージ(リース型)

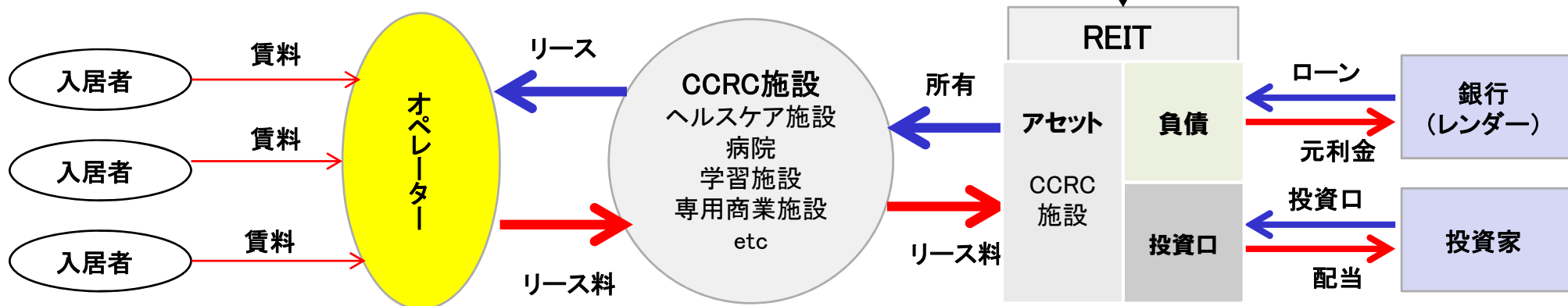
リース型



- 入居者が購入するのではなく、保証金+賃借で利用するタイプの施設を選定すると、リース型になる。
- SPCは、施設をオペレーターにリースし、オペレーターはそれを入居者に賃貸して、賃料の他、様々なサービス代金を受取る。
- SPCはオペレーターから受取ったリース料を銀行や投資家に配分。銀行や投資家はSPCからの元利金や配当で資金を回収

- SPCからREITへ施設を譲渡したのがREITの形態。
- 日本ではREITは建設を直接行ったり発注したりできないので、REITがCCRC施設を保有するには、一旦SPCで開発してから譲渡する手続きが必要

REIT型



ファイナンス手法としてのREITのメリット

- 証券化による資金調達のメリットは、第一に、事業者に過大な資金負担をかけずに開発ができるようになること
- 第二に、開発者が証券化によって投資資金を回収することで、その資金を次の開発に投入できること
- 第三に、事業者と施設所有者(資金提供者)が分離されることで、運営の安定性が増すこと
- 証券化手法の中でも、上場市場を活用した、最も効率的な商品が上場REIT(不動産投資法人)

- 前提**
- REITは大きな不動産を集め、分散したポートフォリオにしたものを、小口資金で投資できるようにした商品
 - ① 上場REITは、最も低い利回りで不動産関連資金を調達する方法(効率が良く、流動性がある為)
 - ② REITは、厳格なレギュレーションで運用されており、投資家の投資リスクが小さい(逆に上場REIT以外ではリスクが大き過ぎて、アマ投資家に不動産投資のエクイティを販売する方法はない)

1 ◆ 事業者から見た場合	2 ◆ 投資家から見た場合	3 ◆ 地元から見た場合
<p>メリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 低いコストで資金が調達できるので、安く施設を建設できる→同じコストで、最大限いいものが造れる ● REITが買ってくれれば、建設資金の回収が確実 	<p>メリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 厳格なレギュレーションが定められており、安心して投資ができる ● 流動性・換金性が市場で確保され、分散効果も得られる ● オペレーションリスクも最小化 	<p>メリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 小口資金で、個人が手軽に投資できる＝安定配当商品の提供 ● REITへの投資を通じて、CCRCが得た収益の地元還元が可能
<p>デメリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● REITが必ず買ってくれる保証はない ● 利益相反チェックが厳しい 	<p>デメリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 市場の価格変動の影響を受ける ● 全国的な不動産価格の動静に連動 	<p>デメリット</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 地元の物件だけでなく、REITが保有する全ての物件へ投資したことになる

REITの種類とリスクの所在

タイプ	保有する物件の種類	テナント	リスクの所在	テナントリスク対応
オフィス	<ul style="list-style-type: none"> ● 都市部のオフィスビル 	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業会社・事務所 金融機関・公的機関 	<ul style="list-style-type: none"> ● オフィスの供給過剰 ● 景気の影響を最も受けやすい ● 土地価格下落の影響を最も受けやすい 	(立地と土地価値でカバー) <ul style="list-style-type: none"> ● 良い立地なら安定した大企業が入る。テナント退出リスクは常にあるが、立地が良ければすぐに埋まる ● 良い立地なら土地価格も安定
住宅	<ul style="list-style-type: none"> ● 都市部及び近郊のレジデンシャル(賃貸マンション等) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 個人 	<ul style="list-style-type: none"> ● 供給過剰(人口減少対比) ● 施設の老朽化の影響が大きい ● 都市近郊型は、人口動態の影響を受け易い 	(分散と立地でカバー) <ul style="list-style-type: none"> ● 個人は、常に入居と退出を繰り返すので、大きな変動はない ● 立地が良ければ、空室率は低い
商業・物流施設	<ul style="list-style-type: none"> ● 店舗 ショッピングセンター ● 物流倉庫 	<ul style="list-style-type: none"> ● 小売業者 ● 物流業者 	<ul style="list-style-type: none"> ● 郊外店は土地価値が低いので核になる商業施設が退出すると、施設全体が減損処理になるリスク ● 物流施設も、周りの大型施設の動向の影響を受けやすい 	(長期契約と企業規模でカバー) <ul style="list-style-type: none"> ● 大型郊外施設が多く、大きな小売業者が長期契約で入居する ● 物流は、立地次第ではテナントが直ぐ見つかる
ホテル	<ul style="list-style-type: none"> ● 観光ホテル ビジネスホテル 	<ul style="list-style-type: none"> ● ホテル業者 (オペレーター) 	<ul style="list-style-type: none"> ● オペレーターが倒産すると経営が極めて不安定化する ● 地方都市のホテルは土地価格が低く、他の施設への転用も難しい ● 景気の影響を受けやすい 	(長期契約と企業規模でカバー) <ul style="list-style-type: none"> ● 原則、大手のホテルチェーンがオペレーターとして長期契約で入る ● 収益連動賃料物件が比較的多く、リスクの一部をREITが負担
ヘルスケア	<ul style="list-style-type: none"> ● 特養・サ高住等のヘルスケア施設 ● 病院(日本ではまだ無い) 	<ul style="list-style-type: none"> ● ヘルスケア業者 (オペレーター) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中小オペレーターが多く信用面で不安(オペレーターが倒産すると経営が不安定化+入居者にも迷惑をかけるレピュテーションリスク) ● オペレーターのノウハウが特殊かつ開示がなく、代替が効き難い 	(AMの能力とバックアップ) <ul style="list-style-type: none"> ● オペレーションに関して複数社でバックアップのネットワークを構築し、相互保障の体制を取っている ● いざという時は、REITのAMが代替オペレーターを連れてくる

REIT投資家から見たCCRC事業のリスク

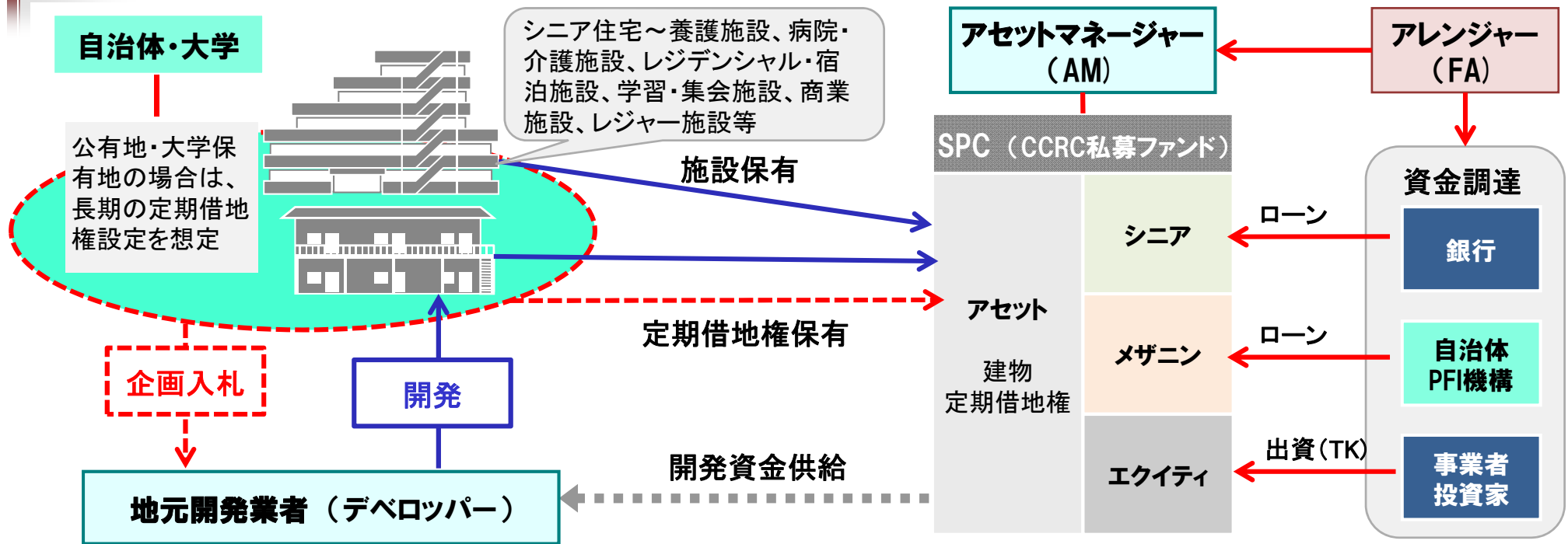
<REITの視点から見たヘルスケア施設の問題点>

- 前頁の表にあるように、REITは、その目的・用途によって様々な異なるリスクが存在するが、その最大のものはテナント(賃料を払ってくれる人)がいなくなるリスクである。
- REITは、その目的・用途毎に、テナントリスクに対応する基本的なリスク回避の考え方がある。例えば、企業をテナントとするオフィスREITにおいては、
 - ①良い立地によって、経営の安定した大企業を長期契約でテナントに呼び込みリスクを最小化する
 - ②万が一テナントが出て行っても、立地が良ければ代替りのテナントが直ぐ見つけれらるすなわち、地域内競争力のある立地条件でテナントリスクを回避することが一般的な考え方である。
- レジデンシャルREITは、居住者が個人なので上記①は難しいが②については同様の考え方が通用する。
- 商業REITでは、逆に②が難しい。立地自体に価値があるというより、そこに入ったテナントの集客力に価値が依存するからである。したがって、①をいかに強めるかがポイントになる。すなわち大手小売業者が経営する巨大ショッピングセンターを核テナントとして長期契約を結ぶ訳である。
- 上記に対し、①も②も通用しないのがヘルスケア物件の問題点である。なぜなら、ヘルスケア施設の立地が良いから、直ぐに代替りのテナントが見つかる、というような状況は考えづらく、またヘルスケア業者は、比較的中小規模の信用力が低い業者が多いため、大企業と長期安定契約が必ず締結できるという訳でもないからである。

<地方のCCRCの事業者求められること>

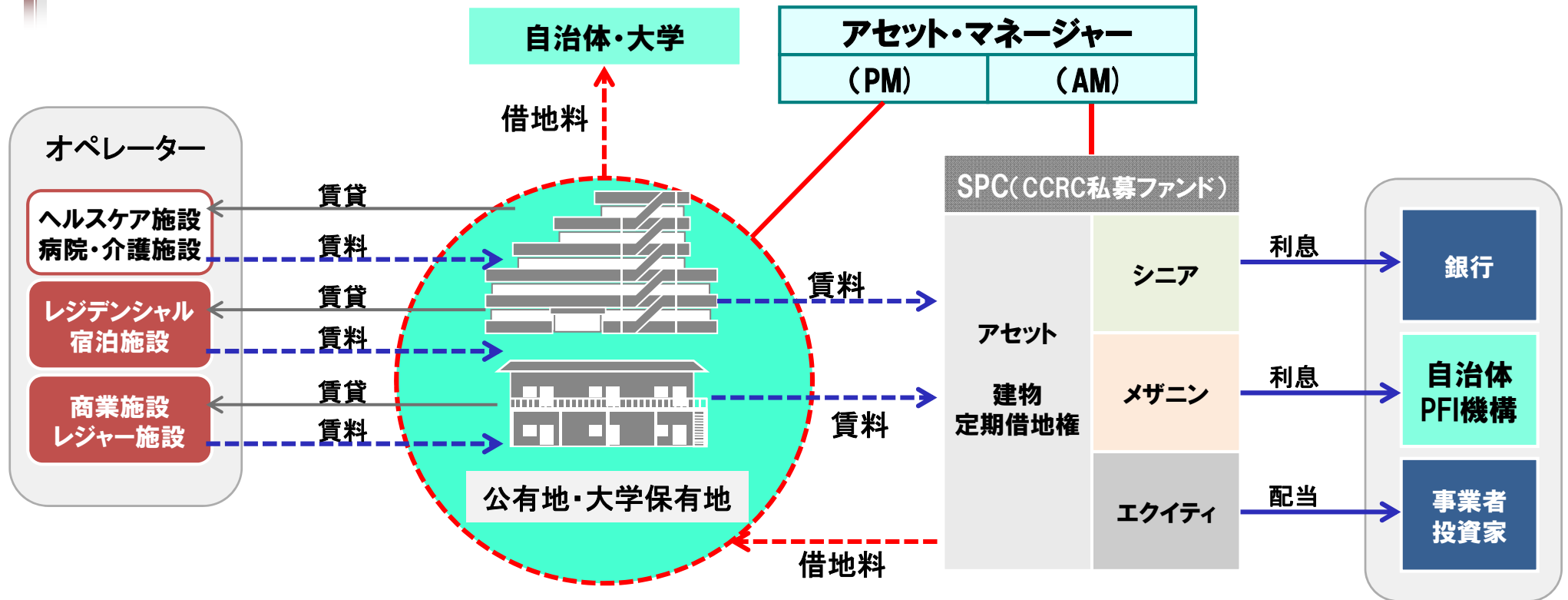
- 地方都市におけるCCRCは、上記のようなヘルスケア物件の弱点をどのように克服するかが、金融投資家からの資金調達をスムーズに行うポイントになる。と同時にCCRCへ入居した人が不幸にならない為にもテナントであるオペレーターの安定性は極めて重要である。
- 最も効果的なのは、信頼できるバックアップオペレーターを準備することであるが、地元にもそのような業者が存在しない場合、コストが県外に流出してしまう。したがって、地元の複数の業者が協力し合ってバックアップの仕組みを作ることが望ましいが、その場合、自治体等の支援は不可欠であると思われる。
- 問題点の一つは、オペレーターの秘密主義であり、非開示主義である。オペレーターがノウハウを開示して、万一時にもスムーズなバックアップができるよう、マニュアルを完備しておくことが求められる。

定期借地権付賃貸方式によるCCRC施設開発(入札～開発)



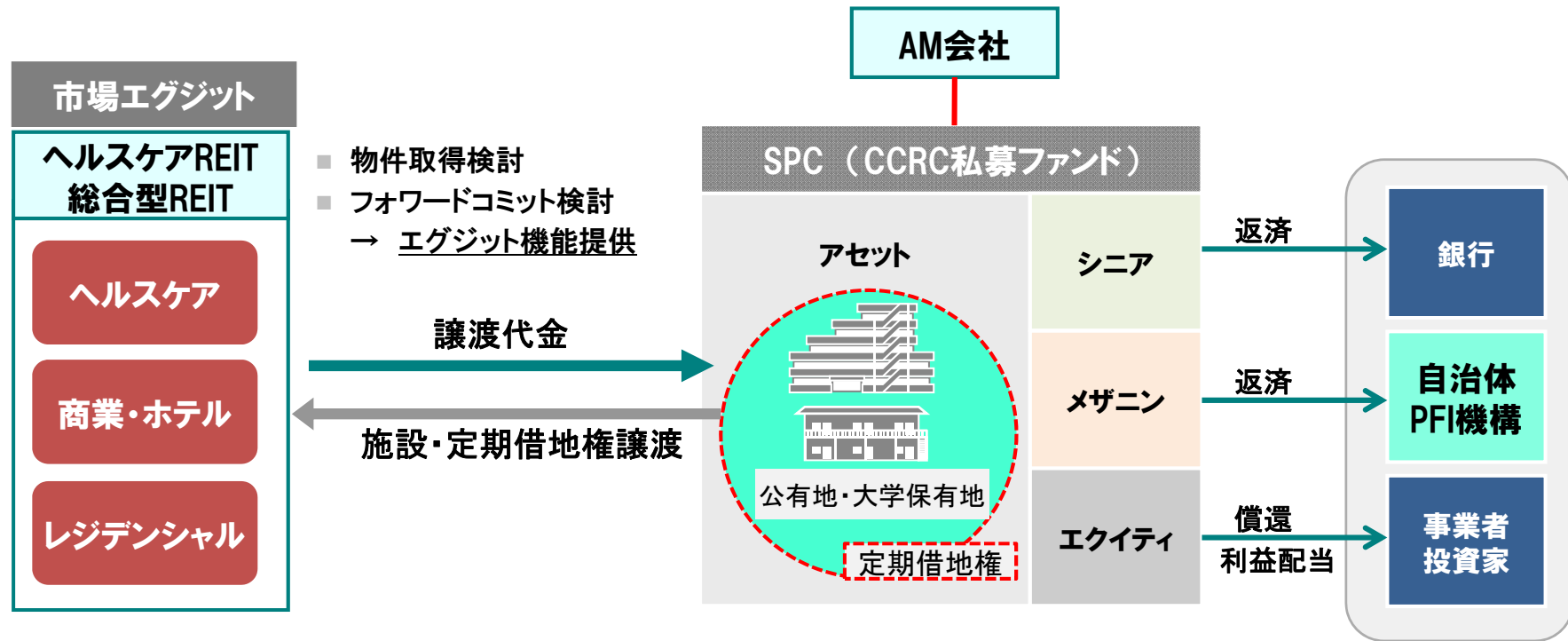
- 自治体もしくは大学が所有する土地を定期借地権付賃貸として、CCRC施設開発の企画入札に供する(入札形式は価格固定プロポーザルもしくは総合評価型入札とする)
- ヘルスケア施設及び病院への賃貸料水準は予め決めておき、共通の条件として入札者に提示
- 落札したディベロッパーが、企画に従い借地上にCCRC関連設備(ヘルスケア・病院)を含む施設を建造
- アレンジャーはCCRC施設投資ファンド会社(SPC)を設立し、アセットマネージャー(AM)の準備及びシニアローン、メザニンローン、匿名組合出資(TK)での資金調達を行い、ディベロッパーに資金供給する
- 自治体及びPFI機構等からメザニン出資を受けることで、全体のコストを下げる(補助金は資産譲渡を妨げないものであれば可)
- 開発完了後、SPC(CCRC私募ファンド)はディベロッパーから施設及び定期借地権を譲渡され、アセットとして保有する。SPC(CCRC私募ファンド)はAM会社が管理・運営する

定期借地権付賃貸方式によるCCRC施設開発(私募ファンド運用)



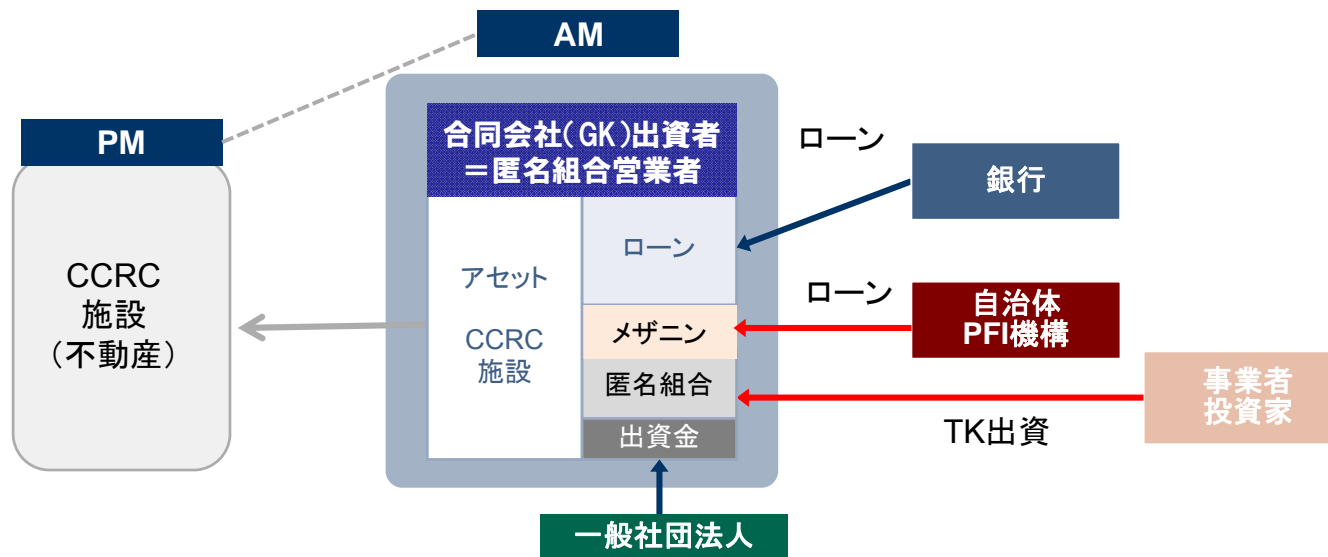
- 上記は、施設完成後、私募ファンドが継続して運用を行う場合の資金の流れを示した図
- AM(アセットマネージャー)は、CCRC私募ファンドの資産運用(資産の購入・売却及び運営管理)を行う。その際、ヘルスケア施設及び病院へは適正な賃料(入札時の条件賃料)を提示し、実際に施設を運営するオペレーターを審査し、選定する。また、その他のテナント(レジデンシャル・商業等)も入居させて賃料を得る
- アセットマネージャーは、PM(プロパティマネジメント)を使って、CCRC施設全体の保守・管理を行う
- CCRC私募ファンドは、得られた賃料から、土地所有者(自治体・大学)への借地料を支払い、シニアローン及びメザニンローンの利息を支払った後、残った利益を配当としてエクイティ投資家へ支払う(なお、減価償却費相当分は元本の償還に当てられる)

定期借地権付賃貸方式によるCCRC施設開発 (REITへのEXIT)



- REITへ譲渡して投資回収 (EXIT) 時の資金の流れ (一例) を示した図
- 図では市場に存在するヘルスケアREITもしくは総合型REIT (複数の用途の不動産を保有できるREIT) への売却を想定 (REITは、保有出来る不動産の種類を運用規定で制限しており、現状CCRC関連施設全てをまとめて保有できるREITが存在するかどうかは不明・・・規模や比率にも依る)
- AMは銀行、自治体、投資家等関係者の承諾の下、CCRC私募ファンドが保有している施設を定期借地権付でREITに譲渡する。CCRC私募ファンドは、譲渡代金でローンレンダーとメザニンレンダーに資金を返済、残余の資金でエクイティ保有者に元本償還と残余利益の配当を行う
- 地元自治体の利益を考え、メザニンの金利を低くする見返りに、精算時の残余利益参加権を付与する (高く売れば、その利益の一部をもらえる) 商品設計とすることも一考

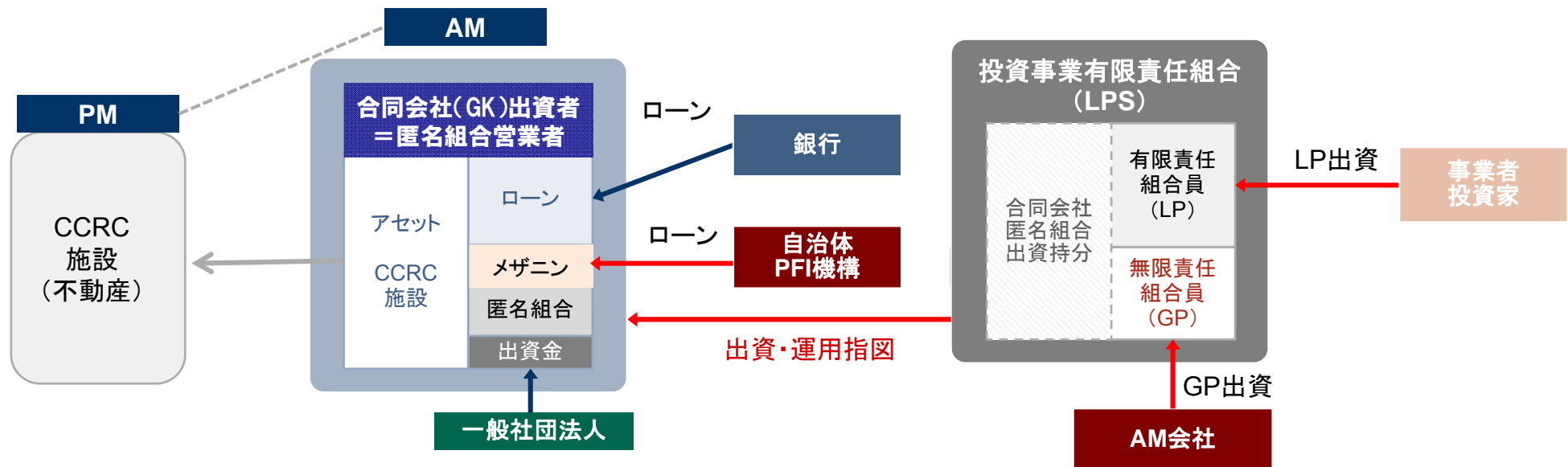
GK(合同会社)－TK(匿名出資組合) スキーム概要



<GK(合同会社)－TK(匿名出資組合)スキームの特徴>

- 匿名組合の根拠法は商法。匿名組合出資は、金商法上は第二項有価証券として扱われる。
- 第二項有価証券の販売先数(出資者数)の上限は499人。
- 一般社団法人の出資で合同会社(GK)を設立。一般社団法人は営利目的法人でないため、GKは倒産隔離される。
- 一般社団法人の営業する匿名組合で組合出資を募集。組合は法人格が無いため非課税(パススルー課税)。発行体は利益を全てTKへの配当としてを費用処理。投資家はキャッシュフローに係わらずTK持分に応じて益金処理。
- 匿名組合のAMは、施設の改修・新設やオペレーターの選択といった資産全般のコントロールを行い、資金の流れを管理する。問題が発生した場合は、ローンレンダーと調整しつつ、匿名組合出資者の利益を守る機能を果たす。
- AMは、CCRC施設のPM(プロパティマネジメント)を委託もしくは兼ねることが出来る。
- AMが匿名組合に一部出資することも可能(Same Boat出資として投資家から歓迎されるが、AMとの利益相反には注意)だがオフバランスは困難になる。
- TKは個別契約であり柔軟性に乏しい。また資産固定型なら良いが、TKは投資判断は出来ない建付けであり、AMへの依存が大きい資産運用型にはあまり向かない。ただし、仕組みは一番簡単で、組成コストも廉価。
- 投資家から見た場合は未上場株式(リスクウェイト400%)か自己資本控除商品。発行体からは負債性商品。

GK-TK-LPS(リミテッドパートナーシップ) スキーム概要



<GK-TK-LPSスキームの特徴>

- 投資事業有限責任組合の根拠法はLPS法。GP、LPは、金商法上は第二項有価証券として扱われる。
- 第二項有価証券の販売先数(出資者数)の上限は499人。
- GP(ゼネラル・パートナー=無限責任組合員)が出資し、LP(リミテッド・パートナー=有限責任組合員)投資家を募集。LPは組合であるため法人格が無く非課税(ペイスルー課税・・・TKと同じ)
- LPSはGPがコントロールする投資委員会等を経て、LPSの意志を結集し、TKを通じてGKに出資する。GK-TKのAMはGPが勤め、結果的にGPはGKを完全にコントロール。
- LPSは法人格が無いのでローンを取れない。レバレッジをかける為、GK-TKスキームと組み合わせる。一方、LPSを通じて、AM会社は任意の比率で出資が可能になる。(Same Boat出資として投資家から歓迎)
- 投資家から見た場合は未上場株式(リスクウェイト400%)か自己資本控除商品。
- LPSは、意志コントロールに柔軟性があり、資産を追加しながら運用していくスキームに向く。

Daiwa
Securities