

第1回「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会」
議事概要

1. 日時：

平成25年7月29日（月曜日）10時00分～12時00分

2. 会場：

東海大学校友会館 「富士の間」

3. 出席者：

○ 委員

田村委員長／伊倉委員／池田委員／石黒委員／岩本委員／植田委員／小野田委員／
加藤委員／秋山委員（木村委員代理）／栗原委員／中山委員（小早川委員代理）／
佐藤委員／正田委員／西尾委員／灰藤委員／藤村委員／松田（淳）委員／
松田（健）委員／三井委員／矢木委員／横田委員／吉岡委員／吉澤委員／吉田委員／
吉原委員／渡辺委員

○ オブザーバー

金融庁 三村様／厚生労働省 山口様（深澤様代理）／国土交通省 小林様、宮坂様、瀬良様

○ テーマメンバー

村木様

4. 議事：

○ 開会

- (1) 主催者挨拶
- (2) 委員紹介

○ 議事

(1) プレゼンテーション

- ・ 「高齢者住宅・施設の事業・財務デューデリジェンスについて」
（KPMGヘルスケアジャパン株式会社 松田委員）
- ・ 「ヘルスケア施設に関する鑑定評価の基本的考え方、不動産鑑定における情報開示に関する現状と課題」
（公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 村木様）

(2) 質疑応答・意見交換

○ 閉会

4. 議事内容：

- 開会にあたり、不動産証券化協会の巻島専務理事より挨拶。
- 事務局より委員・オブザーバー等の紹介。
- 検討委員会の進め方等について、事務局より説明。
- 「高齢者住宅・施設の事業・財務デューデリジェンスについて」をテーマに、松田（淳）委員によるプレゼンテーション。

主な内容は以下のとおり

■ ヘルスケア施設とは

- ・広義には、医療、介護などヘルスケア分野にかかわる不動産全般を指す。
- ・各国のヘルスケアの情勢や社会保障制度の背景によって、それぞれのヘルスケア施設の果たす役割は異なり、必ずしも日本でいう病院、高齢者住宅・施設、クリニックやクリニックモールが、他国で同様の名前を付した施設が果たしている役割と一致しないことに留意が必要である。
- ・ヘルスケア施設のキャッシュフローは、ヘルスケアサービス、ホスピタリティサービス、不動産の3つの要素から構成されるオペレーショナル・アセットである。

■ 高齢者住宅・施設の市場およびファイナンス環境

- ・KPMG 推計によると、高齢者住宅・施設は5.6兆円を超える市場規模（介護保険3施設を含む広義の意味での規模）。このうち、民間の営利企業が営み得る有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅（以下「サ高住」という）、グループホームの市場は全体の40%程度を占める。最も大きな市場は要介護者向け有料老人ホームであり、約1.2兆円の市場規模である。
- ・全体の成長が4.6%（要介護者向け）という中で、有料老人ホーム、サ高住、グループホームの成長率が高く、介護保険3施設の成長が低い部分のギャップを埋めているというのが全体の構造である。
- ・日本では1万室を超える事業者は2社程度である。大手が事業規模を拡大している一方、中小規模の事業者が多数存在している状態である。高齢者向け住宅や介護施設が地域に密着したものであり、例えば要介護者向けの有料老人ホームの平均的な商圈は半径3～5キロメートルというように非常に狭い商圈を対象としていること等の特性による。
- ・KPMG 試算による高齢者住宅・施設の流動化の資産規模は1100～1200億円程度である（一旦流動化されたが不動産事業者やオペレーターによって購入されたものを除外した数値）。
- ・住宅・施設の供給スピードに比して残高が押さえられているのは、現在の不動産の主たる供給主体が地主であるためである。
- ・流動化された物件の中では要介護者向けの施設の割合が高く、低価格帯のものが中心となっている。
- ・流動化の実績を事業者の居室ランキングで見ると、6～50位の中規模で成長意欲のある事業者が流動化市場を多く活用している。

■ 高齢者住宅・施設の事業・財務デューデリジェンスの現状と課題

- ・デューデリジェンスの目的は、不動産投資家の観点から賃料支払い能力の安定性を確認することであり、見方を変えれば、入居者にとっては事業の安定性や継続性を確認することであるとも捉えることができる。
- ・この目的達成のために必要な事項は、コンプライアンスや最低限のサービスの質確保を必要最低限の条件としながら、分析対象施設の市場性と経済合理性を確認すること

である。事業モデル、ターゲットとする入居者の属性、提供しているサービスの内容、価格設定、投下コスト・資本の状況、経営管理状況を精査し、結果として競合優位性や収益性、安定性を分析する。

- また、不動産キャッシュフローに加えてヘルスケアサービスやホスピタリティサービスを把握することが非常に重要なポイントである。さらに、多様な事業モデルの存在や商圈内で医療機関を含む様々な種類の事業体との競合関係が存在すること、事業者によってサービス内容と品質に大きな差異が存在すること等も意識しておかなければならない。
- 高齢者住宅・施設の事業価値には、コミュニティの価値（どのような高齢者が、如何なるサービスを受けて、どういった生活をされているかといったこと）がストレートに反映されるということが、財務的な意味だけでなく定性的な意味でも重要である。具体的には、入居者の属性、年齢、性別、身体状況等が事業価値に大きな影響を与えている。
- 特に入居一時金を採用している住宅・施設においては、財務諸表では収益性の実態が把握できないため、入居者属性を用いたキャッシュフロー分析が必要となる点に留意が必要である。
- デューデリジェンスにおいては、大きくマーケット分析（外部分析）と内部分析の2つの分析を行っている。
- デューデリジェンスにかかる事業者の負担としては、公表情報以外の情報準備とインタビュー対応があげられる。事業者の情報の一般開示がかなり進んできているので、この分析を十分活用することが事業者の情報開示負担を軽減するためのポイントになる。
- デューデリジェンスに際して事業者に準備を依頼する資料の例としては、施設構成・提供サービスの内容、収支状況、マーケティング力、入居者の状況、職員体制、介護提供状況、コンプライアンス体制、レシーや賃貸借契約の保証人の財務状況が分かる資料をあげることができる。
- デューデリジェンスのための情報の開示、非開示のスタンスは事業者によって差異がある。流動化の始まった当初は開示なく流動化された案件も多くあったが、こうした案件も時を経るに従って内容を精査してほしいという依頼を受けることが多くなってきている。
- 事業者からの情報開示がない場合においても、入手可能な公表情報に基づき定量的・定性的な分析を行っているが、効率的な実態把握・分析、すなわちデューデリジェンスコストの削減という観点からは、事業者からも情報を開示いただくとありがたい。
- 開示をお願いしている情報の内容は、事業者が日常業務で利用しているデータや公表情報の基礎となっているデータである。中小事業者であっても比較的短期間で開示をいただいております、事業者の負担は必ずしも重くないと感じている。ただし、公表情報の分析が不十分である場合や、開示をお願いする情報の内容を理解せずに事業者と接触すると、事業者側に負担がかかってしまう。

- ・お願いしたデータが事業者の手元に存在しない場合には、事業者側のデータ管理状況を理解して臨機応変に対応する必要がある。
 - ・デューディリジェンスの結果は、事業者にとっても事業戦略上有用な示唆となることもある。
 - ・現状の開示状況が制度趣旨や住宅・施設特性を反映した開示内容であるという点を踏まえながらも、入居者やその家族にとってもメリットがある形で、一般開示情報のもう一段の充実を検討する余地はないだろうか。
 - ・特定施設については比較的开示が進んでいるが、有料老人ホームの中でも住宅型は運営指針に基づく開示状況に自治体毎ではばらつきがある。
 - ・サ高住については、稼働状況、入退去の状況、入居者属性等の情報が開示されれば、地域における施設の位置付けやどのような高齢者が入居されているのかを理解でき、デューディリジェンスにおいて有用な情報ということだけでなく、入居者やその家族にとっても役立つのではないか。
- 「ヘルスケア施設に関する鑑定評価の基本的考え方、不動産鑑定における情報開示に関する現状と課題」をテーマに、村木氏によるプレゼンテーション。

主な内容は以下のとおり

■ ヘルスケア施設に関する鑑定評価の基本的考え方

- ・事業者の事業能力がその不動産の価値に大きく影響するような不動産を「事業用不動産」と定義すると、ホテルや商業施設や物流施設、高齢者住宅・施設、病院等が該当する。
- ・事業用不動産は土地・建物・設備の物理的な側面での価値ではなく、そこで事業を行う事業者の事業能力、ブランドに大きく依存する。したがって、不動産の鑑定評価においても、事業者の事業の分析が欠かせない。
- ・事業用不動産の鑑定評価においては、事業者が土地・建物を賃借することを想定し、その事業者（賃借人）の賃料負担力から不動産の価値や賃料を求める。
- ・事業用不動産の鑑定評価と事業評価との違いは、前者が最有効使用を前提とし、特定の事業者の特殊性は原則排除して評価するのに対し、後者は特定の事業者そのものの評価であり最有効使用とは関係がない。
- ・ヘルスケア関連施設は、医療・福祉という公共性重視の施設から民間の事業性重視の施設まで幅広い。提供されるサービスも生活支援サービス、介護サービスから高度医療まであり、住居という側面とホスピタリティの側面、医療・介護という3つの側面がある。これらは事業者の事業能力に依存する。
- ・介護保険制度や医療保険制度の制度改変リスクがある。特に介護保険の依存度が高い施設については、介護保険制度が大きく変わった場合に収益構造が大きく変わるというリスクがある。
- ・公共性や国家財政上の制約があるため施設によっては供給規制がある。
- ・物理的な問題として建物用途転換が困難である。（单身寮を老人ホームに改造した例は

過去多かったが。)

■ 不動産鑑定における情報開示に関する現状と課題

- ・鑑定評価におけるデューディリジェンスには、物的側面の調査、法的側面の調査、経済的側面の調査がある。
- ・デューディリジェンスにおいて、依頼主によっては収支の状況や入居者の属性を鑑定士に提供しない場合がある。公表資料からだけの推測には限界がある。ただし、情報がほとんど公表資料に限定されていることを前提とした評価であることを評価書に明示することによって評価をすることができる場合もある。
- ・REIT に組み入れられるヘルスケア施設については、エンジニアリングレポート (ER) を活用し、建物の違法性や修繕更新費用、再調達価格、様々なリスクを確認することがポイントとなる。
- ・法的調査においては、権利形態や入居者との契約内容の確認、一時金の性格について確認する必要がある。これは財務の問題でもあり、例えば入居後すぐに退去された方に一時金を返還する必要があるのかといった点まで確認する必要がある。
- ・また建物自体の違法性の確認が必要である。近年のトピックとしては、平成 21 年の消防法改正によるスプリンクラーの設置基準が変更されたことがあげられる。
- ・経済的調査については、事業環境、不動産マーケット、キャッシュフロー、税制、補助金等に留意をして、特に保険に依存している施設については、保険制度改正リスクを見ていく。
- ・REIT のように最終の投資家が一般投資家まで広がっている場合は、リスクの明確化のためにより広い範囲での情報開示が必要となる。そのためにも依頼者にはできる限りの情報開示をお願いしたい。
- ・情報開示のない場合は、リスクを大きく見る必要があると考えられ、必然的に高い還元利回りや割引率を使うことになり、その結果物件の価値も低くなってしまう。
- ・サ高住は住居提供サービスが主なサービスとなる。施設の種類や名称にとらわれず、どのようなサービスが提供され、それに対応するリスクを分析することが重要である。また、住居、ホテルや商業施設等の他のアセットのリスク・リターンと比べ、どのようなかということも確認する必要がある。
- ・ヘルスケアアセットは、現状では情報開示も限られ、収益性から直接リスクを見ることは難しく、まだまだ他のアセットに比べ一般的な資料も少ないので、横の比較の観点、つまりマーケットアプローチの観点を重視するのが基本的な姿勢である。
- ・施設の収益構造を理解した上で収益還元法による評価を行う必要がある。
- ・介護付有料老人ホームの場合、入居一時金償却額、月額管理料、介護保険収入等の収益項目から人件費、機器リース料、清掃管理費、水道光熱費等の費用を差し引き、経営に帰属する利益を算出する。この利益から経営者が負担すべき介護機器等更新支出、運営者の適正な利益、適正な利益に対するリスクバッファを差し引いたものが有料老人ホームの負担可能賃料となる。ここから先は不動産オーナーの賃料収入と費用なので、一般の不動産鑑定と同じ仕組みになる。

- ・公表された他の賃貸事例、取引事例による賃料単価での比較、および1室あたりの平均価格等での比較により、試算された価格を検証する。

○ 意見交換における主な意見は以下のとおり。

■ 議論テーマ全般に関する意見

- ・オフィスビルや住宅に比べ、ホテルや物流施設、ヘルスケア施設等のオペレーショナル・アセットの収益構造等は一般の投資家にはなかなか分かりづらい。ヘルスケア施設は身近な不動産ではあるが、REITの所有不動産として見た場合にはいくつかの課題がありそうだ。REITがこれらの施設の安定供給等に寄与するには、こうした課題を解消し、投資家だけでなく利用者にとってもメリットがあるという関係にすることが必要ではないか。
- ・ヘルスケア施設がREITに組み込まれるにあたっては、REIT市場、入居者、事業者、投資家、施設所有者にとってメリットのある形で進んでいくことが望ましい。
- ・ヘルスケア施設の評価にあたっては、償却前営業利益に対する賃料負担率で分析してきたが、不動産的なアプローチ（稼働率、賃料収入や費用等）で説明できる部分とそれ以外の部分（入居者属性、一時金等）があり、特に不動産的なアプローチ以外の部分について判断基準（マーケットコンセンサスの得られた指標等）の整理が必要と感じている。
- ・ヘルスケアは他のアセットと異なる特殊な施設であるため、評価の目線を定めないと難しい部分がある。評価の目線ができれば、REITの活用につながっていくだろう。
- ・一昔前はホテルや商業施設を組入れるのに苦労したが、今では賃料やキャップレート等に関するコンセンサスも出来上がってきている。ヘルスケア施設にも物差しが出来れば組入れが進んでいくだろう。
- ・現時点では、高齢者住宅・施設の事業モデルに関する理解が、事業者、投資家ともに必ずしも明確になっていないところがある。例えば入居者の属性だけをみても要介護者向け、自立者向けで事業モデル、キャッシュフローモデルが根本的に異なる。こうした部分についての理解を、今後流動化案件を積み重ねながら、共通の物差しへ昇華させていく必要がある。
- ・米国では一物件当たりのインパクトを薄めるために多数のアセットを所有してリスク分散を追求しているという印象を持っている。日本でもそのような状況になればデューデリジェンスはある程度マス化できると思う。
- ・米国のヘルスケア REIT の場合、地域や施設タイプによる分散投資が進む一方で、コアアセットとして大手事業者や親密事業者の運営施設を相当割合コアアセットとして保有している状態である。米国のヘルスケア REIT やその投資家の多くは、REIT が保有するこれらのコアアセットや運営事業者について、ビジネスモデル、収支構造の観点から深く分析、理解している。
- ・米国のヘルスケア REIT は、歴史的にはオペレーターの破綻、REIT 自身の経営危機等の紆余曲折を経て育ってきた。結果としてオペレーターと REIT の相互理解が進むとともに、事業者に関連するさまざまな経営指標、運営施設のパフォーマンス、入居者の情報が事業者自身によって一般に公表されており、事業者の情報開示に対する抵抗感も比較

的低い状況にある。こうした状況を鑑みると、日本は過渡期にあると理解している。

- ・入居金について、米国では過去には一時金払いがあったが、現在は月額利用料方式が主流になっている。日本においては、入居一時金キャッシュフローの分析は重要な課題である。
- ・米国の高齢者住宅・施設の多くは移り住みを前提とした事業モデルとなっており、米国の高齢者は高齢者住宅・施設を終身利用するという意識をあまり強くもっていない。ある意味、高齢者施設・住宅の運営安定性・継続性に対する高齢者の拘りは、日本と比べて米国の方が相対的に低いとも言える。すなわち、高齢者住宅・施設の事業継続が出来なかった場合の社会的リスク、投資リスクは、終身利用的な意識の強い高齢者が多い日本の方が、米国より高いと考えられる。この意味では、デューディリジェンスの重要性は日本と米国では違うと言えるかもしれない。

■ オペレーターから REIT への情報開示、デューディリジェンスに関する意見

- ・他のアセットと同レベルの情報開示が望ましい。財務、収益構造の内容が分かるものが必要である。提供された収支の情報が必ずしも実態を表していないという話も聞くので、少なくとも実態が分かる内容の情報開示が望まれる。
- ・施設のキャッシュフローの内容を理解できる情報が必要である。少なくとも賃料カバレッジを理解できるレベルまでの情報開示が望ましい。
- ・入居者属性については、REIT としての開示という意味からではなく、デューディリジェンスの観点から開示いただけた方がよい。個人情報としてではなく、どのような属性の方であるのかといった情報が必要である。利用者がどのくらいの期間入居しているのか、どのくらいの介護保険のキャッシュフローがあるのかといったことが分かるレベルの情報を入手できることが望ましい。施設の運営安定性やコンプライアンスの状況を分析するに当たって必要な情報である。海外ではオペレーターとしての開示が業界全体としてかなり進んでいる。
- ・介護付の有料老人ホーム（特定施設）は施設とサービスが一体となって提供されているという前提がある。この観点から介護サービスの内容や事業内容等の評価は必要である。それに対し、サ高住は基本的には賃貸住宅でありサービスは外付けであるため、有料老人ホームと同一基準で見るとはならず、違う見方が必要である。
- ・オペレーターにとって REIT が所有者になることによって発生するメリットはどのようなものがあるのかを明確にしないと、単にオペレーターの開示負担が増えるだけになれば、市場規模が小さいだけにマーケットが広がらない可能性もある。
- ・ヘルスケア施設の REIT 組入にあたっては、個別物件毎に、①立地、②ビジネスモデル、③オペレーターの実績など、総合的な評価を基に投資対象となるアセットを見極めているのが現状。今後、投資対象となる施設の裾野を広げていく上で、オペレーターに如何に情報開示に協力頂けるかが重要なポイントとなるであろう。
- ・新規のヘルスケア施設を取得する場合に、取得時の想定と運用が始まってからの実績で最もズレがあるのが入居率である。入居率が想定ほど順調に上がらず、取得当初の見込みを達成できないケースも多い。入居者の達成可能性を評価するため、マーケットにお

けるオペレーターの評価や入居者を集めることのできる営業力、運営施設の魅力の向上といったところをデューディリジェンスで見っていく必要があるだろう。

- ・ある程度の情報開示は必要だが、現実的には限界もある。重要なことは、開示された情報を測る基準、すなわち情報をどのように見っていくかということである。限られた情報を有効に活用するために何らかの基準を設けていくべきではないか。

■ REIT から投資家・施設利用者への情報開示に関する意見

- ・中小事業者が多いことに加え、地主所有の建物を賃借しているオペレーターが多く「所有と経営の分離」が相当進んでいるため、事業者側でヘルスケア特化型 REIT を立ち上げようという動きは比較的少ないようだ。現実的ではない情報開示や規制を求めると、特化型 REIT を目指そうとする事業者がいなくなってしまうのではないか。無理な規制を導入することは避けたほうが良いと思う。
- ・適時開示をはじめ既に REIT の情報開示は詳細かつ透明性の高いものとなっているが、現在の開示情報に加え、ヘルスケア特有の必要開示事項はあるのだろうか。
- ・所有者に関する情報は、施設利用者にとっても関心が高い情報である。特に所有者が変更した時には所有者に関するある程度の情報開示がないと、入居者は実態が分からず不安を感じる。入居者にとっても所有者の情報や REIT とオペレーターの関係等に関する情報開示が望まれる。
- ・一般の利用者には REIT や私募ファンドは馴染みのないものなので、施設利用者に対する分かりやすい説明が必要である。

○ 次回の開催等に関し、事務局より説明。

○ 田村委員長による閉会挨拶。

以上