

## 第2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」 議事要旨

### 1. 日時：

平成25年9月19日（木曜日）14時00分～15時30分

### 2. 会場：

不動産証券化協会 会議室

### 3. 出席者：

#### ○ 委員

田村委員長／伊倉委員／岩井様（池田委員代理）／石黒委員／岩本委員／植田委員／  
小野田委員／加藤委員／木村委員／栗原委員／佐藤委員／正田委員／西尾委員／  
中原様（灰藤委員代理）／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 高橋様／国土交通省 小林様、瀬良様

#### ○ テーマメンバー

村木様

### 4. 議事：

#### ○ 開会

#### ○ 議事

##### (1) プレゼンテーション

- ・ 「保有期間中の事業・財務モニタリング等について」  
（KPMGヘルスケアジャパン株式会社 松田委員）
- ・ 「施設保有時のモニタリングに係る現状と課題」  
（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

### 5. 議事内容：

#### ○ 事務局より開会挨拶。

#### ○ オブザーバーの交代について、事務局より説明。

人事異動に伴い、高橋謙司様（厚生労働省老健局高齢者支援課長）が前任の深澤様に  
代わり今回より参加することとなった。

- 「保有期間中の事業・財務モニタリング等」をテーマに、松田（淳）委員によるプレゼンテーション。

前回のプレゼンテーション内容を振り返った後、主に以下の内容の説明をいただいた。

■ 保有期間中の事業・財務モニタリング等について

- ・ 保有時の事業・財務モニタリングについては、基本的には取得時の枠組みと同様に大きくは外部環境・競合分析と内部分析の 2 つに分けられるが、取得時からの変化を確認することに重点が置かれている。
- ・ 有料老人ホームは近時 10%を超える成長率を示しており、サ高住はそれを上回る成長をしていることから、周辺環境は 1 年経つと大きく変わってくる。それに伴い各社の価格戦略や入居者属性に対する取り組みも変化することから、年に 1 回程度の外部環境の確認を行っている。さらに介護サービス業界や社会保障制度状況のアップデートを行い、これら外部環境の変化に対象事業者がどのように対応しているかを確認している。
- ・ 内部分析については、基本的には取得時のデータの更新を中心としている。事業者には各種データの更新をしてもらい、コミュニティの変化や最近のオペレーション状況や営業上の課題等に関する近況ヒアリングを行っている。施設の賃貸借契約にトリガー条項が設定されている場合は、その状況に関するデータの確認、ヒアリングを行っている。
- ・ 内部分析は半期に 1 回程度実施しているケースが多いが、事業者の負担を軽減するために毎月データを送ってもらい更新をしているケースが多くなっている。データを更新しつつ半期に一度程度ヒアリングを行って全体の状況を把握するケースが多い。ヒアリングは電話対応も可能であるが、できれば現場を確認できる面談の形式が望ましい。
- ・ モニタリングの過程で減賃要請などがあった場合については、要請の原因がマーケット環境の変化にあるのか、内部的な要因にあるのかを検討し、事業継続性の観点から賃料の見直しの必要性を分析しているケースもある。設備の更新やサービスの質の向上に費用をかけていかないと事業の継続が難しいケース、一時金要因による損益計算書上の一時的な収益の低下であるケース、マーケティング力の弱さに起因したケース等があり、それに応じたアドバイスを求められる。
- ・ ヘルスケア施設において開示いただいている情報の項目は、その情報の意味するところとしては他のオペレーショナルアセットと大きな違いはないのではないかと。介護事業という特性から、入居者の属性等ヘルスケア特有のものもあるが、こういったものを除くと一般的なデューデリジェンスの枠組みと同様と考える。
- ・ 開示の際に事業者サイドで最も手間がかかると思われるのは、入居者の属性に関し、入居一時金のデータと入居者のデータを一括して管理されていない場合に、これらのデータ整備に手間を要する。ただし、一旦入り口の段階で整備をしてし

まえば、モニタリングの際にはそれほど手間はかからなくなる。

- ・不動産取得およびその後のモニタリングに関するデューディリジェンス項目は、事業の継続性や賃料支払能力の安定性の確認を目的としたものであるため、M&Aや事業再生等のデューディリジェンスに比べ必要開示項目や分析項目等のはるかに少ない。

○ 「施設保有時のモニタリングに係る現状と課題」をテーマに、村木氏によるプレゼンテーション。

前回のプレゼンテーション内容を振り返った後、主に以下の内容の説明をいただいた。

■ 事業用不動産の鑑定一般における情報開示とヘルスケアアセット特有の開示項目

- ・不動産鑑定に必要な資料のうち、物的確認資料については、他のアセットとほとんど変わらないが、ヘルスケア特有のものとして、特定施設の開設許可証や事業評価のための資料（パンフレット、入居者用契約書、重要事項説明書等）があげられる。
- ・収益状況を確認するための資料については、賃貸借契約書・覚書や業務委託に関する契約書、施設の売上や費用が確認できる資料等、他のアセットで必要とされる資料と同じであるが、特に事業用不動産の鑑定においては重要な資料と位置付けられる。
- ・不動産鑑定で開示を依頼している資料は、ヘルスケア施設だから特別にお願いしているというものはなく、他の事業用不動産と同様に鑑定に必須となる情報の開示をお願いしている。

■ 証券化不動産鑑定における継続評価

- ・不動産鑑定における継続評価（モニタリング）の内容は、基本的には取得時と同じであるが、「証券化対象不動産の継続評価の実施に関する基本的考え方」（平成21年12月）に基づき評価を行っている。
- ・さらに「不動産鑑定士が不動産に関する価格調査を行う場合の業務の目的と範囲等の確定及び成果報告書の記載事項に関するガイドライン」において、同一の証券化対象不動産を対象に継続調査として行う価格調査の基本的考え方が示されており、この価格調査は通常の評価と多少異なったものである。
- ・価格調査の基本的考えは、依頼者が内部使用する場合等、外部公表を行わない場合は適用外となるが、この基本的考えが適用される場合で、一定の要件を満たした場合には内部の実査（内覧）の省略が認められている。
- ・価格調査の対象となる不動産について内覧の実施を含めた実地調査を過去に自ら行ったことがあること、当該不動産の個別的要因に重要な変化がないことの2つの要件を満たす場合に内覧の省略が認められる。
- ・個別的要因の重要な変化がある場合の例としては、敷地の併合や大規模な分割、

区画形質の変更を伴う造成工事の実施、賃貸可能面積の過半を占める主たる借主の異動、借地契約内容の変更等がある。この場合は、実地調査、依頼者への確認、要因資料の分析等、通常の評価と同様の手続きで評価を行い、内覧の省略は認められない。

- ・内覧が省略可能な場合であっても、現地での外観からの確認や評価は必ず行っている。

○ 意見交換における主な意見は以下のとおり。

■ 必要開示項目を整理する上での基本的な考え方に関する意見

- ・ヘルスケア施設の特性として高齢者の居住の安定を確保するための機能が期待されていることから、ヘルスケア施設の供給拡大の観点だけでなく、入居者の居住の安定性も考慮する必要があるだろう。ヘルスケア施設における情報の開示は、入居者にとっても関心の高い事項であり、入居者が事業者の事業の安定性や継続性の確認をするために、一般の方、特に高齢者にとっても分かりやすい開示の方法を検討する必要があるのではないか。
- ・資金調達手法については、大きく分けて、オペレーターに対する事業者向け融資と **SPC** 等へのノンリコースローンと **REIT** のパターンがある。事業者向け融資であれば事業者のリスクそのものを取りにいくので、この場合のデューディリジェンスは事業内容を含めより精緻なものが要求される。ノンリコースローンや **REIT** は所有と経営が分離しているため、事業者向け融資に比べ不動産的な要素が大きくなる。ノンリコースローンは有期の取引であり、**REIT** は長期の取引で法人はゴーイングコンサーンであるという違いがある。さらに **REIT** はリスクを分散リスクでヘッジできるという特徴がある。必要開示項目については、こうしたリスクプロファイルの観点で見えていく必要があるのではないか。
- ・ローンを返済するためのキャッシュの安定という観点ではそれほど細かい情報は必要ないかもしれないが、オペレーターの破綻時等において、**REIT** は自分で施設の運営をすることはできず、施設の性質上、施設を壊して別の建物を建てるということも難しいため、必ず代替りのオペレーターを探し、サービスを継続しなければならない。バックアップのオペレーターに施設の運営を継続してもらう場合には、今のオペレーターに定期的とまでは言わないが、どこかのタイミングでかなり深いところまで開示をお願いしておかないと継続性を確保できなくなる。何かのイベントが起きたときに、後継のオペレーターがほしいと思う情報という観点で必要開示資料を整理するという必要ではないか。
- ・何のための誰のための情報開示であるのかという視点が必要開示項目を整理する上でのポイントになる。少なくとも施設利用者の利益に反することは避ける必要がある。また、立場が違えば開示してほしい内容も変わってくる。

- REIT はあくまでも施設の所有者（オーナー、大家）に過ぎない。賃料を受け取るという立場で、賃料を受け取る上で押えておきたいという情報は開示をお願いする必要がある。一方で入居者の目線で見ただけの場合に必要な情報もある。入居者が求める情報と所有者が求める情報は重複する部分もあるが、必ずしも一致していない。REIT はあくまでも所有者という立場でどの範囲の情報を知りたいかを整理する必要がある。両者が必要とする情報の全てが REIT 側に開示されることは望ましいことではあるが、事業者からすれば、こんな情報まで REIT に開示する必要があるのかという疑問もあるだろうし、これらの情報が全て揃わなければ物件への投資ができないという訳ではない。

#### ■ オペレーター・REIT 間における必要開示項目に関する意見

- 老人ホームをはじめとするヘルスケア施設は身近なアセットであり、従来型のオフィスや住宅、商業施設と同じような見方をしてしまいがちだが、実際に介護付老人ホームの視察を行い、見方が変わった。不動産そのものの側面よりもその中で提供されるサービスの質が重要であり、それによって価値が決まるということを感じた。また、入居者の属性が大きな意味を持つことも理解できた。例えば何歳の方がいつ入居したのかという情報がその施設の価値を判断する上で非常に重要な情報であることが分かった。食事の提供の仕方、入居者との日常的な会話、服薬の管理等、普通の経済的な合理性だけではつかみ切れない部分こそが重要であると感じた。当該施設の担当マネージャーの個人的見解かもしれないが、情報開示が進み、ガバナンスの徹底が要請されている REIT が所有者になることは入居者の安心材料になるとの見解を伺うこともできた。
- ホテルや商業施設等とヘルスケア施設との大きな違いは、前者はサービスレベルが低下した場合はリピーターとして利用しなくなるだけだが、後者は異なる。たとえサービスレベルが低下したとしても更なる転居は容易ではない。また、サービスに関する評判が伝わり、将来の入居率の低下に繋がる可能性もある。したがって、情報開示の内容として、施設のサービスレベル等に関する利用者の満足度等のモニタリングデータも必要ではないかと考える。
- 多岐にわたる情報をオペレーターがどこまで開示できるのが課題である。REIT は施設所有者という立場になるので、所有者とテナントという関係の中でどこまで情報を取得できるかが大きな課題である。グループ内の企業であれば情報の取得も比較的容易に進むと思われるが、外部のオペレーターの場合は難しいこともあると想定される。REIT に適した物件の現状の市場規模はかなり限られているので、過度な情報開示を求めると REIT への供給物件がさらに制限されてしまう可能性があるかと危惧している。

- ヘルスケア REIT が唯一の資金調達手段であり、施設を開発・展開する手段だとしたら、事業者（オペレーター）は手間がかかっても求められる資料を提供するだろう。しかし、REIT はサブリースや自社開発等の様々な手法のうちの一手法に過ぎないので、手間をかけて情報を開示する意味があるかは個別の物件ごとの判断になると思う。例えば、立地条件が良くサブリースよりコストが抑えられる場合等は REIT を活用しようと思うだろう。これらの条件にあまり差がなく手間だけがかかるとなると事業者側の REIT 活用の動機は低くなるだろう。
- 求められる資料の作成・開示は、全ての事業者で対応できる訳ではなく、会社の規模や体制によって変わってくるものと思われる。
- 情報開示のメリットがないと REIT は選択されなくなるのではないか。事業者は入居者の生活やプライバシー、個人情報を守らなければならない立場にあるので、どのような加工をすれば個人情報・個人属性でなくなるのかといった線引きが必要だろう。個人情報はどこまでがセンシティブ情報か分かりづらく扱いが難しい情報であるので、公または社会通念上の指針やルール等のようなものがあれば事業者としても出しやすくなるのではないか。
- 事業者が入居者の情報はできるだけ守りたいと考えるのは当然のことである。開示するとしてもどこまで開示してよいのか誰も答えをもっていない。基準やルールがなければおそらく開示しない方がよいだろうということになる。情報開示の議論をするときにここが一番難しいところである。事業者は入居者にとってニュートラルでなければならず、少しでもデメリットがあるようなことはできないし、デメリットのあるような制度になってはいけない。
- 入居者の属性情報に関し、個人情報に該当しそうなものはどのような情報か。
- 実務においても個人の名称等が特定される情報の開示は要求していない。入居者の属性については何歳の方が何人入居しているのかといった情報等を個人が特定できない形で、懇談会議事録については個人名を消してもらった上で開示いただいている。支障があれば開示はいただいている。ケアプラン・ケア記録、インシデント・アクシデントレポートも同様であり、内容によっては現地実査の中で閲覧させてもらう形に留めることも可能と考えている。
- 事業者のデータ管理状況に応じ、どこまで開示いただくかといった対応に関するフレキシビリティはあってもよいと考えている。
- 開示に当たり事業者が個別データを多数用意いただくということはない。内部で管理されている営業用のデータや入居者のデータ等、現状保有している範囲の中で開示いただくことがベースになるので、それほど大きな負担にはならないと思われる。
- 不動産鑑定でも入居者の属性を必要とするケースはあっても入居者の個人情報に関する情報の開示までは求めていない。また、不動産鑑定の場合は情報開示がな

い場合には、どのような情報に基づいて評価をしたのか、どのような情報が開示されなかったかということを示した上で鑑定評価書を作成する。開示がなくても鑑定評価書はできるが、これを REIT の鑑定評価書として使用できるかは議論の余地がある。

- 入居者の属性とは何か。例えば、性別や年齢等が考えられるが、それ以外に必要な情報はあるのか。
- 性別、年齢の他に介護施設の場合は要介護度、入居一時金がある場合は一時金の未償却残高があればありがたい。これらの情報はキャッシュフローの分析をするために必要であり、具体的には事業者の賃料負担力が将来にわたり安定的に維持されていくのかを確認する。要介護度は介護報酬がどの程度入ってくるのか、未償却残高は入居者が退去する場合にいくら償還しなければいけないかということを確認する上で必要となり、これらは将来のキャッシュフローに影響を与える。投資家への配当（分配）の源泉は賃料であり、賃料が安定的に支払われることを確認することが重要である。
- 性別、年齢、要介護度、一時金に関する情報は従前の案件の中でも提供されていると理解してよいか。
- 比較的開示されているケースが多かったが、全く開示されていないケースもあった。
- 必要とされる開示項目は、特定施設等では比較的重要事項説明で開示されているものが多い。そのアップデートデータの入手時期や方法に加え、住宅型老人ホームやサ高住等ではそもそも開示がない項目もあるのでそれをどのように考えるかという整理は必要だろう。
- 一口に有料老人ホームと言っても入居者の年齢層や要介護度の幅も広い。退去者数も要介護者向けであれば滞在年数は平均で 7 年程度 (5~8 年) と言われており、施設によっては特養への入居待ちの方が多く、年間に入居者の何倍も退去している施設もある。各施設の特性を踏まえたキャッシュフロー分析を行う上で、重要事項のアップデートのタイミングだけでは間に合わない場合もあるため、定期的に情報を開示いただく方が望ましい。
- 特定施設は重要事項の開示義務があるが、事業者によってアップデートのタイミングが異なる。情報が古い時点のものであったり、人数の記載等にばらつきがあったりするので、最新の正確なデータを開示いただく必要がある。
- REIT の分配の源泉は賃料収入であるので、賃料の妥当性を判断するための資料がポイントになるのではないかと。現状は賃料の妥当性を判断するための物差しがないため、数年後に減額してしまうリスクがあるのか、テイクオーバーされた時に現在の賃料を維持できるのかといった判断は容易ではない。
- 物差しができるまでは、生みの苦しみということで、詳細なデューデリジェン

スが必要となるだろう。将来的にはこうしたデューデリジェンスはより簡略化されたものとなってくる可能性もある。GMS（総合型商業施設）が2000年の前半にREITに組み入れられた当時は、売上高の開示やサブリースの専門店の売上等の開示を求めて、賃料の負担力を分析し、賃料を安定的に支払い続けることができるか否かを見てきたが、ある程度の実績が積み重なってくると物件所在エリアの坪単価等の不動産的な賃料妥当性を見るように変化していった経緯がある。ヘルスケア施設においても初めは生みの苦しみで詳細な開示は必要かもしれないが、そのうちに必要な開示項目も整理されてくるのではないかと。

- 物的・権利状況に関する資料や施設構成・提供サービスの概要については、開示の実績もあるので、今後も問題はないと考えているが、マーケティング力、入居者状況、職員体制、介護提供の状況等の把握のために必要な資料は開示できる事業者とそうでない事業者が存在すると思う。入居者のプライバシーの問題や開示の手間をかけてまでREITを選択したいと事業者が考えるかどうかは判断のつかないところである。REITの保有物件を拡大しようとなるとどこまで情報を入手できるのか、事業者の協力を得られるのか不透明な状況である。退去事由や離職率等はセンシティブな情報なので、協力を得るのは難しいかもしれない。
- 投資や融資の立場から不要と思われる情報も入居者から見れば必要な情報であることが往々にしてある。インシデント・アクシデントレポートや行政監査・内部監査資料等はサービス品質を把握する上でREITよりも入居者にとって重要な情報であると言える。
- 事業計画書、営業体制、懇談会議事録、職員体制等に関する資料はできれば入手したい資料であるが、すべての案件において必ずしも必要な資料ではない。退去事由は特定施設では開示義務があり既に開示されているが、開示の内容が統一されていないという課題がある。並べてみても比較できないため、これが比較可能なものになれば既に開示されているもので代用でき、事業者の負担も軽減する。
- インシデント・アクシデントレポートや職員体制等は開示が難しい情報か。
- 職員の状況やケアプラン、インシデント・アクシデントレポートは重要事項説明書の中にも記載のある項目であり、法令で制定されているので、開示は可能である。重要事項の内容が適時にアップデートされていないのは事業者の怠慢に起因する問題である。きちんとアップデートされていない場合には、行政も指導している。重要事項に関する報告書は行政に提出するものであり、行政に出せて他の人に出せないということは本来あってはいけないことであり、入居者が見たいと言えれば見せている。誰が駄目だという線引きは事業者の中にはないと思うので、REITから施設を賃借する場合にREITに開示する資料が決められていると多くの事業者はそれに従うだろう。
- 投資家の観点からはヘルスケア施設は比較的新しいアセットタイプで、GMS以上



に難しいアセットと感じている。投資を始めるに当たってはより慎重な判断が必要となる。実績を積んでくれば必要な情報も変わってくると思うが、スタート時は慎重な判断ができるだけの資料は必要と思われる。ヘルスケア施設の特性として長期の賃貸借が前提となっていると思うので、評価や判断を行う場合には単純に不動産の価値だけではなく事業価値の評価が重要な要素として入ってくると考えている。説明責任もあり慎重な判断が求められる機関投資家としては、必要な情報が十分に開示され、しっかりとした判断ができたものでなければ、投資はできないということになるだろう。

- 投資家としては幅広い情報開示が望ましい一方で、過度な情報開示はコストの増加につながり、それが投資家サイドのパフォーマンスの低下につながるという懸念もある。モニタリングにおいてどういった部分の情報開示でコストの負担が増加するのか。
- 事業者サイドで情報を一度整理した後は、モニタリング時において事業者のコストがそれほど大きく変わることはないと思われる。ほとんどが手元にある資料なので、大きな追加コストは発生しないと思われる。
- 不動産鑑定も同様である。一旦作成すると鑑定評価サイドも同じフォームで更新していくことが中心となり、情報の提供者もアップデートした数字を提出するという流れになる。内覧に関しても重要な変化があれば省略できないとされているが、このような重要な変化は頻繁に発生するものではないため、内覧は省略できることが多い。その点でも事業者の負担が大きく増えるということはない。

○ 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