

第3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10月22日（火曜日）14時00分～16時00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／池田委員／石黒委員／植田委員／小野田委員／加藤委員／
木村委員／栗原委員／小早川委員／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 高橋様／国土交通省 小林様、宮坂様、西村様（瀬良様代理）

○ テーマメンバー

沖野様／関様／鳥井様／村木様

4. 議事：

○ 開会

○ 議事

(1) プレゼンテーション

- ・『「有料老人ホーム」における入居者への情報開示と課題」
（全国有料老人ホーム協会 灰藤委員）
- ・『「サービス付き高齢者向け住宅」における入居者への情報開示と課題」
（サービス付き高齢者向け住宅協会 小早川委員）
- ・「投資家から見たヘルスケア施設に関する情報開示の課題」
（SMBC日興証券 鳥井テーマメンバー）
- ・「米国ヘルスケア REIT 市場：情報開示と投資家の対応」
（野村資本市場研究所 関テーマメンバー）

(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。
- 『『有料老人ホーム』における入居者への情報開示と課題』をテーマに、灰藤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。

■「有料老人ホーム」における重要事項説明について

- ・ 有料老人ホームの入居者に対する重要事項説明書については、厚生労働省が標準の様式を定めており、それを参考に各都道府県が様式を定めている。
- ・ 施設数の多い東京都と神奈川県の様式を比較してみると、東京都は標準の様式に近いものとなっている。神奈川県は標準様式や東京都の様式と異なり、独自色が強い。なお、サービス付き高齢者向け住宅は、平成 24 年度に制度が創設され、登録システムが導入されている。全国統一の登録項目が用いられ、Web 上で登録情報を閲覧することができる。
- ・ 都道府県によっては、各施設の重要事項説明書を HP で公開しているので、一般の方でも閲覧することができる。
- ・ 全国有料老人ホーム協会では、国の標準様式における記入例や記載上の留意事項、統一的に実践してほしいこと（例：常勤・非常勤の時間の算出方法、用語の解釈等）等について、マニュアルを作成し、会員事業者に周知している。
- ・ 重要事項説明書には、REIT が必要とする事業者の財務状況を示す項目はほとんど入っていない。入居者が必要とする情報（例：入居者の状況、職員の体制、権利義務関係、価格体系、契約の解除項目等）が中心となっている。重要事項説明は入居者や入居を検討されている方が上記の例にあるような情報を確認することを目的としたものであり、その目的に沿って重要事項説明書は作成されている。
- ・ 事業者の財務状況や決算状況等は、年に数回各施設で実施される運営懇談会の場で入居者や入居者の家族に会計報告という形で報告されていることが多い。
- ・ 全国有料老人ホーム協会では、会員事業者に重要事項説明書の他に財務諸表や最新の契約書を毎年提出してもらい確認をしているが、一般の方が事業者の財務諸表や最新の契約書を Web サイト等から入手するのは難しい。

■有料老人ホームの市場概況

- ・ 平成 18 年に 3 つの大きな出来事があった。1 つ目は老人福祉法が改正され、有料老人ホームの対象が拡大し、定員 10 名以上から 1 名以上となった。2 つ目は各都道府県が策定する介護保険事業支援計画に基づき、地域内の施設数を制限する、いわゆる総量規制が始まった。3 つ目は民間のグループホームでの火災死亡事故を受け、既に設置してある施設が老人福祉法や都道府県の指導指針に適合しなくても届け出を提出するよう指導がされた。これらの出来事が重なったことから、平成 18 年に介護付有料老人ホームの数が大きく減少し、住宅型老人ホームが増加し

た。

- ・住宅型老人ホームは定員 30 名未満の規模が過半数を占めている。比較的規模の小さい施設が増加しているというのが実態である。
- ・施設数、定員総数ともに神奈川、東京、大阪等の大都市が上位を占めるが、地方都市では施設数は多いが定員総数が少ないという傾向がある。地方都市は小規模な施設が多いと言える。

■全国有料老人ホーム協会の取り組み

- ・事業の質の向上のための「サービス第三者評価」や入居者の保護を目的とした「入居者生活保証制度」の他、入居相談や有料老人ホームの基礎知識に関する普及啓発活動等の取り組みを行っている。
- ・「サービス第三者評価」の評価スケールは、同協会の HP で一般公開している。この評価は事業者のサービスレベルの維持・向上を図ることを目的として実施している。
- ・「入居者生活保証制度」のために、毎年会員事業者から提出してもらっている財務諸表を基に財務状況を確認しているが、個々の状況は一般には公開しておらず、全体の傾向を HP で公表している。

- 『サービス付き高齢者向け住宅』における入居者への情報開示と課題』をテーマに、小早川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。

■『高齢者住まい法』改正とサービス付き高齢者向け住宅の現状

- ・有料老人ホームは約 10 年かけて 30 数万戸まで増加している。国土交通省は成長戦略の中で、「今後 10 年間に 60 万戸の高齢者住宅を供給する」との目標を掲げているが、この内サービス付き高齢者向け住宅は制度創設後約 2 年の現在、約 13 万戸の供給量である。他の施設の増加ペースに比べても非常に早いペースで供給されている。
- ・サービス付き高齢者向け住宅は、現状、地主の遊休地の有効活用として建設した建物のサブリースをメインに発展しているが、今後、投資商品として市場で位置付けられていくことが重要であると考える。
- ・市場を見ると、中間所得層（ミドル層、月額負担料が厚生年金の平均受給額と同額程度）の施設が絶対的に不足しており、政府も高齢者住まい法改正でこのゾーンの整備を目指しているようだ。
- ・事業者としては、近隣の賃料相場を超えてしまうと補助金を得られないため、中間所得層を対象に施設を供給したいという狙いがある。しかし、中間所得層を対象に施設を供給しようとする、出口でリスクプレミアムの目線が合わず、リスクの高いキャップレートとなる。これまでヘルスケア施設でうまく証券化できた

ものはエンドユーザー（入居者）から高額な費用を受領している物件が多い。

- ・サービス付き高齢者向け住宅の入居者は、不動産の価値よりもサービスの質を重視している傾向にある。約 3,500 名のアンケート（「終の住処に関する意識調査」2009 年 10 月調査）の結果を見ると、約 100 項目のうち、ソフトに関する項目が上位を占めている。1 位は「住み慣れた地域に住み続けたい」、2 位は「医療・介護、そして経済面の安心」であり、これには医療・介護のサービスに加え、自分の蓄えや年金受給額の中で生活できるという経済的な安心も含まれている。3 位は「プライバシーへの配慮」。4 位は「24 時間 365 日の安心」。5 位は「食事の提供（必要な時に注文できる）」となっている。
- ・質問にはハードに関する内容も含まれているが、入居者は「ハード」よりも「ソフト」、「住まい」よりも「住まい方」を重視していることが伺える。こうしたポイントをしっかりと押さえている事業者が安定的に施設を供給できている。

■高齢向け住宅証券化の現状と課題

- ・ヘルスケア施設は、一般の住宅に比べリスクプレミアムが高くつき、エンドユーザー（入居者）から高額な賃料をいただかないと成り立たないと感じている。ヘルスケア施設の評価の難しさが背景にあると考えられる。たとえ満室稼働であってもサービスを付帯することによってトータルで赤字になっている施設もある。こうした点をどのように評価するかという難しさがある。
- ・証券化案件の多くは、入居時に多額の一時金を取得し、期中で償却をする入居金償却モデルがデファクト化しているのが現状である。
- ・団塊世代の入居が一斉に始まる時期を控え、本来普及させるべき中間所得層向けの物件は証券化が困難という問題がある。
- ・不動産としての価値が低くても運営上の工夫で収益を上げるモデルを構築することは可能であり、ここをどのように評価していくかということが課題である。
- ・終身賃貸借建物の認可の取得には 20 年以上しっかりと運営することが条件とされている。証券化する際に建物の賃貸借契約がファイナンス・リースになるかオペレーティング・リースになるか問題がある。解約不能期間をどのように設定するか等、制度との整合性という課題もある。

■不動産証券化に当たっての課題

- ・入居者は高齢者であるため、不動産証券化に関する本人や家族の理解を得るのに何度も説明が必要であったりする等、難易度が高い。信託受益権の場合は所有者が信託銀行になるので、入居者とその家族に所有者が変更したことを説明する際に、銀行が所有者ということで差し押さえをされたのかという誤解が生じたケースもあった。
- ・事業者には証券化のニーズがあるのかという課題がある。自ら取得をして開発することが多い事業者には出口としての REIT の存在やオフバランスへのニーズはあ

る程度あると思う。サブリースの形態をとっている施設が多い事業者の場合、所有している物件を証券化（オフバランス）しても ROA や ROE が大きく向上しないという課題がある。大手事業者等のファイナンスがしっかりできる事業者に証券化のニーズがあるのか、検討する余地がある。

- ・ハードの面で基準がしっかりと満たされていることに加え、ソフトの面、すなわちサービスの提供と入居者の住まい方の組み合わせ等について、各社は独自のノウハウを持っている。ヘルスケア施設の評価に当たっては、不動産の価値以上にこうしたノウハウが占めるウエイトが高い。ノウハウに関連するような情報を開示することに対しては抵抗があると思うが、これらの情報を開示してはじめて評価をしていただけるということになるので、やむを得ないと思う部分がある。
- ・実際に医師や看護師がいなくても介護がしっかりできる物件は地域から高い支持を得られ、平均の要介護度が上がってくる。入居者の平均要介護度によって収益が変わってくるので、これは評価のポイントになってくる。
- ・有料老人ホーム（特定施設）とは異なり、サービス付き高齢者向け住宅には人員配置基準はないが、どのように人を配置しているかが重要なポイントである。住宅に付帯させるサービスの固定費部分をどれだけ抑え、変動費として計上するサービスが売上に対応してどのように運営できているのかを見ていく必要がある。
- ・仮に証券化をしても、リースバックをして運営をしていくことになるので、基本的なビジネスの考え方は変わらない。住宅の部分とサービスの部分を別のセグメントにして、セグメント毎に収益が確保されているかが大きなポイントになる。

○ 「投資家から見たヘルスケア施設に関する情報開示の課題」をテーマに、鳥井氏によるプレゼンテーション。

主な内容は以下のとおり。

■ J-REIT 市場の時価総額と J-REIT 特化型投信の残高推移、市場全体の投資主構成

- ・ 2013 年 9 月末時点の J-REIT 市場全体の時価総額は 7.2 兆円である。銘柄数は 42 銘柄である。
- ・ 主に国内の個人投資家向けに販売されている J-REIT 特化型投信の残高は、直近で 2 兆円程度である。J-REIT の時価総額の約 3 割が J-REIT 特化型の投資信託となっている。
- ・ 直近の J REIT 市場全体の投資主構成は、グローバル REIT ファンド等の海外機関投資家が約 25%、その他法人（主にスポンサーが保有）が約 10%、国内金融機関（機関投資家、J-REIT 特化型投信、地方銀行等）が約 53%、個人投資家が直接投資家になっている比率が約 11%である。ただし、個人投資家は J-REIT 特化型投信を通じて保有しているため、実質的には個人投資家は 40%程度の割合を占めている。

■機関投資家が各 J-REIT に求めていること

- ・国内金融機関（地方銀行等）は、REIT から得られる安定的な分配金を重視した運用を行っており、価格の値下がり損失や過度な価格変動を好まない。したがって、スポンサーのサポートやオペレーターの安定性を重視する傾向にある。
- ・J-REIT 特化型投信は、ベンチマークとなる東証 REIT 指数を上回るパフォーマンスを目指した運用を行っている。彼らは J-REIT への投資に専任しているため、各 REIT の個別物件の収益状況、スポンサー、運用会社のマネジメント力等について、詳細な分析を行い、個別銘柄への投資を行っている。また、個人投資家や年金等への説明責任もあるので、そのために詳細な開示を求める傾向がある。
- ・海外投資家（主にグローバル REIT ファンド）は、まず日本の REIT が他国の REIT に比べどれだけ魅力があるのかという視点を持って運用している。その上で個別銘柄の選定を行う。視点は J-REIT 特化型投信と似ているが、個別物件の収支状況等の細かい分析までは行わずに REIT の運用方針や成長戦略等を重視する傾向にある。

■J-REIT の投資家が求める情報開示について

- ・投資家が、ヘルスケアアセットに対して他の資産と同様に求める情報開示項目としては、ポートフォリオ全体及び個別物件の賃貸事業収支項目（賃料収入、公租公課、修繕費、維持管理費、水道光熱費、減価償却費等）や鑑定評価の詳細開示等が挙げられる。ポートフォリオ及び各物件のキャッシュフロー、賃貸事業収支を把握、分析するために利用されている。これらは既存の他の REIT で開示されている項目である。
- ・ヘルスケアアセットに対して独自に求める情報開示項目としては、あくまでも任意開示ということになるが、オペレーターと REIT との間での賃貸借契約（契約期間、賃料改定の有無等）、オペレーターの運営状況（ポートフォリオもしくは個別物件から得られる GOP 等）、エンドテナント（入居者）の状況（稼働率、入居一時金額、月額管理料等）、オペレーターの介護保険料への収入依存度、及び同制度の改正リスク情報、バックアップオペレーターの有無、物件の汎用性等が挙げられる。これらはオペレーターの賃料支払能力及びその安定性の把握のために必要な情報である。オペレーターから REIT に支払われる賃料が見た目は安定していても、契約の解除や破綻により突然賃料収入が 0 ということになってしまうと、REIT の投資家に大きな損失が生じてしまう。そのため、投資家サイドは、オペレーターの賃料支払能力及びその安定性を確認するための項目をできる限り開示いただくことを望んでいる。

- 「米国ヘルスケア REIT 市場：情報開示と投資家の対応」をテーマに、関氏によるプレゼンテーション。

主な内容は以下のとおり。

■米国ヘルスケア REIT の発展経緯と特徴

- ・ 現在、米国 REIT 市場では 12 銘柄のヘルスケア REIT が上場しており、時価総額は約 7 兆円である。HCP、Ventas、Health Care REIT の上位 3 社でそれぞれ時価総額 2 兆円近くあり、この 3 社でヘルスケア REIT の時価総額の約 75%を占めている。
- ・ HCP と Ventas は民間の病院経営の企業が分割・スピンオフしてヘルスケア REIT になったという歴史的経緯がある。税制上のメリットに加え、病院経営と不動産保有の両方を行うことによりファイナンスが難しくなっていたこと等を背景としているようである。
- ・ 元々は病院を運営するオペレーティング会社 (OpCo) と病院を保有する不動産会社 (PropCo) の関係が 1 対 1 で始まった会社が、病院以外のシニアリビング、介護施設、メディカル・オフィス・ビルディング等の分野へ進出し、拡大していった。
- ・ シニアリビング、介護施設、メディカル・オフィス・ビルディング等の分野は、従前から独自に発展しており、著名なオペレーターが存在していた。そこに REIT が進出し、買収していくという発展経緯を辿っている。したがって、オペレーターの評価等が既に確立をされていた分野に不動産業者が進出したという歴史的経緯があったと言える。この点は今の日本の状況と大きく異なる。
- ・ 米国ヘルスケア REIT はオペレーター付きで不動産を購入するという形で大きく成長している。その際にオペレーターを変更するということはほとんどなく、既存のオペレーターの運営をそのまま継続させる形で買収・保有している。
- ・ 米国ヘルスケア REIT のセクターは、他のセクターのように特定のアセットに特化するよりもむしろ病院、シニアリビング、介護施設等に分散投資していることが評価されている。分散すればするほど評価が高く、資金調達もしやすいといった特徴を持っている。

■米国ヘルスケア REIT とオペレーターの関係及び情報開示

- ・ 規制上、ヘルスケア REIT が特別な情報開示を義務付けられていることはなく、任意で開示が行われている。比較的情報開示は丁寧に行われているが、あくまでも自主的なものである。
- ・ 各銘柄の開示を見ると、経営指標では空室率、ベッド当たり収入、Same Store Growth、リース満期の集中度等が重視されている。住宅 REIT やホテル REIT 等で使用されている指標に類似したものがヘルスケア REIT で使われていると言える。
- ・ 特殊な点としてはオペレーターとの関係が挙げられる。オペレーターに対し比較

的長期の一棟貸し（これをマスター・リースと呼んでいる）を行い、数棟のリースを一本で行っているという特徴がある。REIT とオペレーターの関係が仮に 1 対 1 であり、オペレーターが 30 棟の施設を運営していたとすると、それらの施設の毎月の賃料は施設ごとではなく一枚の小切手で支払われる。キャッシュフローの管理は非常に単純化されたリース形態に基づいて行われている。

- この形態を REIT の投資家から見ると、賃料のデフォルトが発生しまうと困ったことになる。このリースデフォルトを避けられるのかということが、REIT とオペレーターあるいは REIT と投資家の間の情報開示において重視されている。
- 一般に REIT とオペレーターの関係の中では、オペレーターから施設ごとの財務情報、支払い賃料に対する収入やグロスのキャッシュフローがどの程度あるのか等といった情報を定期的に REIT に対して開示することが、リースの契約条件に含まれている。ただし、これは REIT の投資家に開示されるものではなく、投資家には Cash Flow Coverage や EBITDAR (EBITDARM) Coverage 等、オペレーターの賃料負担力を示す指標が補足財務情報 (Supplemental Information) として開示されている。EBITDAR (EBITDARM) はオペレーターが施設ごとに獲得しているグロスのキャッシュフローであり、これとオペレーターが REIT に支払う賃料との関係を倍率で表した指標である。

○ 意見交換における主な意見は以下のとおり。

- 本日の説明で興味深かったのは、オペレーターが提供するサービス内容の組み合わせには独自のノウハウがあり、そこが非常に重要な情報であるという点である。企業秘密とは言えないまでも重要な営業情報であるということだった。現実には、各入居者から受け取る収入等に関する詳細な開示をしてほしいという REIT 側からの要請はあるか。また、これらの情報は一般投資家には開示されていないという認識でよいか。
- 経営内容も含め、REIT 側が要求する情報のほぼ全てを開示している。ヘルスケア施設の特性について REIT 側によく理解してもらい、これが世の中でデファクト化すればよいという意味も込めて、必要とされる情報は全て開示している。中にはここまで開示しなければいけないのかという内部での議論もあったが、健全に経営ができていくことを立証するために全てを開示した。ただし、投資物件以外の情報開示を求められたケースがあったので、それについては投資物件とは関係のない情報なのでお断りをしている。また、これらの情報は REIT に留まり、一般投資家には開示されていない。
- オペレーターがここまでだったら REIT が開示しても構わないという許容範囲、最低ラインを確認したい。また、REIT から投資家への情報開示については、多くの情報を開示することは良いことだと思う反面、現状も相当多くの情報を開示しており、

これ以上の情報開示は現実問題として困難と思われる。

- 有料老人ホームは、サービス付き高齢者向け住宅に比べ、入居一時金という形で将来の賃料を前払いで受領しているケースが多い。一時金や前払い金という形で一定の金額を受け取り、それを何年かに分けて収益計上していくということになるので、一時金受領の場合は、通常の賃貸借事業に比べ、キャッシュフローと損益計算書の乖離が大きくなる。月次または年次のキャッシュフローを見ていくだけでは予測がつかない部分（将来の多額の出費等の可能性）があるため、ヘルスケアアセットに対し独自に求められる項目、例えば、入居者の年齢、要介護度、一時金の残高等の情報から今後何年でキャッシュがどの程度減少していくのかといったこと等を把握することは重要であろう。こうした情報を REIT 側が求めることは当然であり、ある程度特殊な項目、例えば入居者の性別、年齢、身体の状態等に関する個別の情報を開示してもらわないと不安だということはよく分かる。特に一時金方式で運営している有料老人ホームでこうした情報が必要とされると考える。ただし、これらの情報は事業者のノウハウや営業情報に関連するものであり、一般の開示については事業者と REIT 側で協議をした上で慎重に行う必要がある。
- サービス付き高齢者向け住宅は、ヘルスケアアセットに対し REIT 側が独自に求める項目まで開示しなければ、適正に評価してもらえないだろうと思っている。自分が REIT 側だったらもっと細かな情報がほしいと思うだろう。ある物件を取得しようとなると M&A の時のデューデリジェンスと同じくらいの項目は必要になるのではないかと。一般開示に対する考えは上記の有料老人ホームの場合と同様である。
- 投資家がヘルスケア REIT のリスク分析を行うに当たり、ヘルスケア REIT がオフィス REIT 等と大きく異なるのは、事業者の事業ノウハウや事業パフォーマンスの影響をヘルスケア REIT の賃料収益が強く受けるということである。本日の説明を聞き特徴的だと思ったことは、事業者を取り巻く介護保険等の制度のリスクにどう備えればよいかということである。説明の中で、平成 18 年の法律改正等で介護付き有料老人ホームに対する総量規制が導入されて事業環境が変化したことや、あるいはサービス付き高齢者向け住宅で近隣の賃料相場を超えたら補助金が出ない等の説明があり、制度や規制の影響を受けながら運営している事業者の姿が浮かび上がってくる。制度や規制が今後どのように変わってくるのかは、投資をする上で重要なポイントとなる。規制や制度の変更により、事業者の収益状況が突然悪化することが今後あるかもしれない。仮にそうであれば、はじめから相当のリスクプレミアムを付けて投資をすることになる。規制や制度に関する理解を投資家に深めてもらう手段として、情報開示がよいのか、あるいは啓発や啓蒙のような方法がよいのかは別として、制度改正等のリスクを事前にしっかりと説明をしないと、この分野に詳しくない投資家に新規に投資してもらうのは難しいのではないかと。
- 介護保険制度は 2000 年に創設され、12～13 年経過している。一定の基準を満たせ

ば民間の事業者も参入できるようになり、供給主体の増加という意味でも介護保険制度は非常に大きな役割を果たした。有料老人ホームについて言えば、地方自治体の財政の問題もあり公的な施設が増やせないという状況の中、民間の老人ホームがそれを補う形で増えてきたが、保険給付にも限界があるため総量規制等の対策がとられてきた。今後、介護保険制度や医療保険制度を長く存続させていくために、方向性としては、公的な資金を活用した民間のビジネスは難しくなり、その分民間事業者が入居者に提供するサービスに創意工夫を凝らし、競争するような方向になっていくのではないかと思われる。これはサービス付き高齢者向け住宅も同様であるが、新しく始まったサービス付き高齢者向け住宅の方がこの点はシビアであると思う。

- ・制度改正のリスクは、投資家だけでなく、事業者側も重視しているリスクである。事業者も制度改正に関するリスクについて質問を受けることが多い。例えば、事業者の事業をセグメントで見た場合、制度の中でサービス付き高齢者向け住宅の介護ビジネスが 10%減算された場合にこの投資物件は成り立っているかどうか、事業者にこうしたことを聞けばきちんと回答を持っている。多くの事業者は、介護保険の収入がある程度減少してもビジネスとして成り立つような仕組みにしてあると思う。セグメント別に、具体的には医療、介護、不動産それぞれの事業での分析をすれば、高いリスクというほど怖いビジネスにはなっていないはずであり、それほど高いリスクプレミアムもつかないのではないかと思っている。また、同じ利回りの物件がある時に、介護保険収入に依存しているビジネスの方がリスクは高い訳であるから、こうしたことをしっかり分析し、あるべき商品に対し投資するという考えを持っていただきたいと思う。
- ・仮にある物件においてオペレーターがいなくなった時に、REIT 側から見ると稼働率は 0%、賃料は 0 円となる。その時に別のオペレーターをすぐに探せるのか、もしくは住宅等の別のタイプの資産にそれほど時間をかけずに転用できるのか、あるいはそれができない場合は売却できるのかということも、投資を行う上では重要な情報である。
- ・今から 10 年ほど前は物流施設や郊外型商業施設も代替性に劣ると言われていた。テナントがいなくなったらどうするのかという議論があったと記憶している。極論であるが、物流施設等では建物を取り壊して土地を売却すれば回収できるという考えもあるが、ヘルスケア施設においてはこうしたことはあってはならないという基本的な考えがある。そのため、信託の受託に際し、ヘルスケア施設は物流施設や郊外型商業施設に比べ確認項目が多くなる。例えば、事業収支が安定していること、長期的に見ることができること、オペレーターの財務状況がしっかりしていること、細かなところでは入居一時金の保全状況等が挙げられる。オペレーターの財務状況については、上場企業や取引先以外の先の確認をどのように行うかという課題もある。収支や財務に

関する情報は投資家と同様に受託者も重視している。

- 受託者は入居者の安全等に注意を払っている。例えば、信託受託の際にエンジニアリングレポートで防火の体制や耐震性について確認をする。非常用通路が塞がれているようなことは絶対に許されないので、その後も定期的な報告をオペレーター等をお願いしている。
- REIT にとっては信託の受託は欠かせない制度であるので、大変重要な視点である。方向性としては、REIT や投資家が必要とする情報を信託銀行も共有する、それが他の資産と比べてやや特殊性があるということだろう。
- 投資家への情報開示について、ホテル REIT では、変動賃料の場合は、各ホテルの売上を月次で開示しており、投資家から良い情報開示だと高く評価されていると聞いている。ヘルスケア施設とホテルを類似と考えることについては議論の余地があると思うが、固定賃料と変動賃料の別、(変動賃料の場合は)施設ごとの収入等を開示することにより投資家から高い評価を得て、リスクプレミアムも早期に縮小されていくのではないかと。ホテル REIT では、任意に宿泊部門の売上や稼働率を開示している。
- 利用者は施設選定等の際に、財務諸表には慣れていないので、まず契約先となるオペレーターの実績を見る。稼働率は開示されていないケースもあるが、利用者が実績と同様に重視している項目の一つである。有料老人ホームの重要事項説明書だけでも相当の情報量があり、これを一般の方に理解してもらうのは大変なことである。したがって、開示の主体が誰であっても、情報開示は一般の方に分かりやすい開示が望ましい。
- REIT の活用はヘルスケア市場の健全化等を目的としたものであると思うが、それに向けて REIT 自体の信用力をどのように測っていくのかが課題であると考えられる。情報の分析といった作業は素人である一般の方にはできないことである。そういう意味では、第三者が REIT そのものを評価する仕組みがほしい。今後、情報開示の前の段階として、格付けとまでは言わないが、REIT 自体の評価のあり方を議論する必要もあるだろう。
- 高齢者は最後の財産を処分して、有料老人ホーム等に入居されるケースもあるので、こうした入居者の属性等を考慮した上で居住の安定性を確保するという視点も重要である。また、入居者への説明についても、理解していただくことが難しい場合も多いようなので、この点についても十分配慮する必要があるだろう。
- REIT 側から投資家への開示について、開示しないとどうしても投資できないという情報とそれ以外のサービスに当たる情報があり、また、オペレーターとしては REIT で留めてほしい情報もあるはずである。情報の開示に対する投資家からの要求度合いによってそれぞれの情報の扱いに関する取り決めを REIT 側とオペレーターで整理し、それに応じられた物件から REIT に組み入れ、市場を形成していく、そういう考え方に立つというのも一つの方法ではないか。

・ REIT が物件投資をするに当たってオペレーターから開示される情報と入居者や投資家が必要としている情報は基本的には重複しているという印象を持った。REIT がオペレーターから開示いただく情報のうち、ある特定の情報が入居者にとって有用であり、また、REIT の投資家へ開示されるということだと思う。事業者が REIT 側に情報開示するに当たっての課題として、「体制が整っていない場合がある」、「開示に心理的な抵抗がある」といったことが挙げられているが、情報を開示したくても体制が整っていない場合はどのようにして情報を開示いただくかを考える必要がある。心理的な抵抗の理由が単に体制が整っていないということであれば、体制をどう整えればよいかという問題になるが、体制が整っていても開示には心理的な抵抗があるという場合は、これをどのように解消していくかが実務上乗り越えていかなければならない大きなハードルである。体制面での限界をどのように乗り越えていくのか、心理的な抵抗をどのように解消していくのかといった方策について検討することも重要であろう。

- 次回開催等に関し、事務局より説明。
- 田村委員長による閉会挨拶。

以上