

第4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12月5日（木曜日）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／三枝様（伊倉委員代理）／平岩様（池田委員代理）／
鈴木様（石黒委員代理）／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／鉄尾様（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／
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 海野様（三村様代理）／厚生労働省 高橋様／
国土交通省 小林様、宮坂様、瀬良様

4. 議事：

○ 開会

○ 議事

(1) 中間取りまとめ（案）概要説明

(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。

○ 事務局より「中間取りまとめ（案）」の概要説明。

主な内容は以下のとおり。

- ・本実務者検討委員会は、ヘルスケア施設のうち有料老人ホームとサービス付き高齢者向け住宅を対象にして、情報開示とデューディリジェンスをテーマに議論を行ってきた。
- ・中間取りまとめの作成に当たっては、主に情報開示とデューディリジェンスにおける現状の把握と課題の整理、対応例について、一覧表の形で整理することに主眼を置いている。
- ・当初は「ヘルスケア施設の供給促進」を図る観点より議論を行ってきたが、議論

の過程で、REITには「入居者の安定的な居住の確保」に対する貢献も期待されることが参加者の間で共有されたため、本中間取りまとめにおいては、「ヘルスケア施設の供給促進」と「入居者の安定的な居住の確保」への貢献を踏まえた整理を行っている。

- ・本中間取りまとめで挙げられている課題の是正に向けては、各当事者の取組みに加え、オペレーターやREITの関連団体、金融商品取引所、関係省庁等による周知活動や環境整備等が必要である。また、各関係者が相互に連携してこれらの活動を進めていくことも有益である。

○ 意見交換における主な意見は以下のとおり。

- オペレーターからREIT側への情報開示、REITから投資家への情報開示に関する意見
 - ・ 重要度が高く、オペレーターからREIT側への開示が一部のオペレーターに留まっている情報については、ヒアリングや現地閲覧で代替する等の柔軟な対応も必要である。
 - ・ 投資家や銀行がREITへの投資や融資を行う際には、施設の収益力やオペレーターの実力に加え、REITの実力も見えていく必要がある。投資家や銀行は、オペレーターの実力とREITの資産運用会社の実力の両方を評価・分析し、投融資を行うものと考えられる。オペレーターからREIT側への情報開示に関する議論とは別に、こうした議論も必要になってくるだろう。また、オペレーターの事業評価を目的とした情報開示については、個々の施設だけではなくオペレーターの信用力等を評価する必要がある。オペレーターからは個別の施設だけでなく、全社的な経営指標に関する情報等を開示いただく必要もあると思う。
 - ・ これまでの経験から、オペレーター側からどうしても開示されない情報もある。その場合はヒアリングや現地閲覧、専門家レポートの引用等の方法で対応してきた。
 - ・ 一口にヘルスケア施設の情報開示といっても、実際は案件によって差がある。情報開示が少なくても問題のない案件とある程度の情報開示がなければ心配な案件があり、オペレーターからREIT側への情報開示を一律にまとめることの難しさがここにある。そのため、案件に応じ、REIT側でも柔軟に対応することが望ましいと考える。
 - ・ オペレーターからREIT側への情報開示について、重要度が高い項目ではあるものの、開示が不十分な事例が見られる。オペレーターからREIT側への情報開示を義務化すると、REITが取得したいと考えていても、開示が不十分なので、施設を取得できない、という事態が生じることを危惧している。現状、ヘルスケア施設について相応規模の物件をまとめて保有している会社・ファンドは少なく、しかも、オフィス等と比べて、一件あたりの物件サイズが小さいため、物件取得が進まないと、投資家が期待するような投資規模や外部成長が果たせない可能性もある。オペレーターからの資料の入手が難しい場合は、他の手段で代替し状況を確認する等、必ずしも資料がなくてもREITが幅広くヘルスケア施設を取得できるよう柔軟に運用していく必要があるだろう。中間取りまとめに記載されている内容は、あくまで、ヘルスケア施設に係る情報開示に関するあるべき姿や目標であって、REITに対して何らかの義務付けをするものではない

いという位置付けであることを確認しておきたい。

- ・金融機関は、オペレーターから開示いただく情報の中でも特にコンプライアンスに関する情報を重視するが、こうした情報を適正に活用するための評価の目線や物差し作りも必要である。
- ・金融機関からすると情報は多いほどありがたいが、私募ファンドで投資物件が少なく出口が定まっているものと、ゴーイングコンサーンであり、分散が効いている公募型の REIT では情報開示の考え方も異なってくるだろう。このため、ヘルスケア施設に対する投資比率に応じて情報開示に緩急をつけることは実情を踏まえた適切な対応だと思う。
- ・REIT から投資家に対する情報開示については、オペレーターのビジネス戦略も千差万別であり、専門性がないと分析評価できない様な情報をそのまま開示するとかえって混乱や誤解を招く恐れがある。これを補う形で、個別の施設ごとの細かいデータではなく、例えばポートフォリオ全体のデータや、オペレーションのパフォーマンスを端的に表わす指標等、投資家にとって分かりやすい情報に加工して開示すること等も有益と思われる。また、オペレーターが上場企業であれば特段必要ないと思うが、非上場企業の場合はポートフォリオの中で一定以上のシェアを占めるオペレーターについての会社概要を投資家にある程度は開示することも必要と思われる。
- ・REIT が、オペレーターとの信頼関係の中で提供いただいた多様な情報をそのまま投資家に開示することは、この信頼関係を壊すことにもなりかねないので、慎重に対応する必要がある。また、生の情報を開示することは、投資家に混乱や誤解を与えてしまう懸念もある。ヘルスケア施設に限らず、投資家への情報開示に当たっては、既存の投資家からは、情報をできるだけ分かりやすく加工した上で開示してほしいという要望も寄せられている。REIT は、投資家の視点に立った情報開示のあり方について、検討・工夫していくことが必要ではないか。
- ・上場 REIT の取引市場はパブリックの器であり、投資家は上場マーケットの効率性を信頼して投資している。REIT 投資口が効率的にプライシングされるためには、ある程度の情報開示は必要であり、それがプライシングの基本となる。物件の収益力・クオリティ、オペレーターの運営能力・財務状況、REIT 運用会社の運用能力等、それぞれを適正に評価し、バリュエーションをする必要があるが、この作業を投資家が自ら行う場合もあれば、投資顧問会社、コンサルタント、アナリスト等の外部の専門家による分析・評価を利用する場合もある。こうしたマーケットの全ての関係者の役割が効率的に機能するための前提として情報開示は非常に重要である。こうした観点から投資家だけでなくその関係者にとっても有益な情報開示が必要である。
- ・あらゆる情報を投資家に開示すると混乱を与える恐れもあるし、オペレーターとの信頼関係の問題もあるので、情報開示については、オペレーターとの協議や投資家との対話等を通じ、REIT の裁量で進めていくことが望ましいと考える。

■入居者への情報開示等に関する意見

- ・ヘルスケアに限らず、他のアセット（賃貸住宅等）においても、黎明期には特定目的会社等の一般の方には馴染みのない所有者に変更した場合は、入居者は戸惑うことが多かった。時間が経つに連れ、所有者に関する理解が進み、こうした戸惑いは解消されてきた。ヘルスケア施設においても、当初は REIT という馴染みのない者が所有者になると、入居者の戸惑いや不安も生じると思われるが、REIT の一般的な認知の向上と入居者に対する理解を促す努力を続けることで、戸惑いや不安も次第に解消されるものと思われる。
- ・利用者は、オペレーターだけでなく所有者が変更することによってどのような影響があるのかということに不安を持っている。また、ヘルスケア施設が投資の対象となることについても漠然とした不安を持っている。こうした不安の払拭に注力することも重要である。
- ・一般的にホテルや商業施設と同列でヘルスケア施設が議論されることが多いが、ヘルスケア施設の入居者は、これらの施設の利用者とは全く属性が異なるため、これらの資産とヘルスケア施設は異なるものとして考える必要がある。REIT の活用にあたっては、利用者の安定的な居住の確保等に関する環境整備等といった社会的貢献や、ヘルスケア施設への投資は社会的責任のある投資という認識を関係者で共有した上で進めることも重要である。

■その他の課題や今後の取組み等に関する意見

- ・ヘルスケア施設の供給促進にあたっては、セール&リースバックに関する会計上の問題（建物の賃貸借契約におけるファイナンス・リースとオペレーティング・リースの判定に関する課題）が別途課題として挙げられる。会計制度の課題を解消することも流動化を進める上では重要な課題であると考えている。
- ・今後の REIT のヘルスケア施設の取得にあたっては、物件の供給数（売り手）が、需要に比べて少ないことが懸念される。この点については別途議論が必要だろう。
- ・中間取りまとめでは、各関係者の今後の役割の必要性や重要性にも触れているので、今後も普及のために尽力したい。REIT の開示に関する環境整備やヘルスケア REIT に関する投資家の理解が深まるような活動に取り組んでいきたい。

- 中間取りまとめの公表等に関し、事務局より説明。
- 田村委員長による閉会挨拶。

以上