

**「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」
中間取りまとめ**

2013年12月
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

はじめに

ヘルスケア施設の供給促進を図るために、REIT を活用することが期待されている。

昨年度、国土交通省主催で開催された「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」では、その「取りまとめ」（2013年3月公表）において、ヘルスケア施設の供給促進のためにREITにどのような貢献ができるのか、整理している。また、REITを通じたヘルスケア施設の供給促進を図るうえでの課題について、投資家・REIT、施設の事業者（以下、「オペレーター」という。）、施設利用者、それぞれの立場から分析・整理しており、投資家・REITから見た課題としては、ヘルスケア施設に係る適切なデューディリジェンスの手法が確立していないこと、デューディリジェンスの前提となるべきヘルスケア施設に係る情報開示が十分でないこと等を挙げている。

今般の「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」（以下、「本実務者検討委員会」と言う。）では、上記の論点整理を踏まえ、「ヘルスケア施設」と呼ばれる不動産のうち、既にREITで取得・運用実績のある「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、オペレーターからREITへの情報開示とデューディリジェンス、REITから投資家（本中間取りまとめにおいては、「投資家」をREITの投資口に投資を行う個人投資家や機関投資家等の投資主と定義する）への情報開示、それぞれに関する現状の把握と課題の整理を行った。

当初、本実務者検討委員会は、課題である情報開示やデューディリジェンスのあり方について、「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「ヘルスケア施設の供給促進」のみならず、「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。

ヘルスケア施設においては、施設の個人所有者の相続やオペレーターの破綻等により短期間のうちに所有者やオペレーターが交代し、入居者が大きなストレスを感じてしまうような事例もこれまで見られる。このため、不動産投資市場において長期の安定した所有者として実績を重ねてきたREITに対し、ヘルスケア施設の比較的長期かつ安定した所有者としての期待が寄せられている。さらに、REITが建物保全のための修繕対応等を合理的・計画的に実施することで、入居者の安心・安全に貢献することが期待されるとともに、REITが施設の所有者となることで、オペレーターが運営業務に専念でき、入居者に対するサービスの質が向上すること等も期待できる。これらはいずれも「入居者の安定的な居住の確保」に繋がるものと考えられるため、本実務者検討委員会では、課題の整理等に当たって、「ヘルスケア施設の供給促進」だけでなく、「入居者の安定的な居住の確保」も視野に入れて検討を行った。

本実務者検討委員会では、ヘルスケア施設への投資に関係する様々な立場の実務者にお集まりいただき、当該施設に関する情報開示やデューディリジェンスをテーマに、本年7月から4回にわたり議論を重ねてきた。本中間取りまとめは、この議論の成果をま

とめたものである。本中間取りまとめの作成に当たっては、各回で出された委員の意見やプレゼンテーションの内容、実務者へのヒアリング等を参考として、ヘルスケア施設への投資に REIT を活用する際の必要開示項目をリストアップするとともに、開示の現状や開示に当たっての課題、課題の解消に向けた対応策等を一覧表の形で整理することに主眼を置いた。

本中間取りまとめが、ヘルスケア市場や J-REIT 市場に携わる方々の今後の取組みの参考となれば幸いである。

最後に、本実務者検討委員会には金融庁、厚生労働省、国土交通省の方々にオブザーバーとしてご参加いただき、貴重なご指摘をいただいた。この場を借りて、本実務者検討委員会にご協力賜った関係各位に御礼申し上げます。

2013 年 12 月

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
委員長 田村 幸太郎

1. 情報開示に対する考え方

国土交通省の検討委員会「取りまとめ」でも整理されているように、ヘルスケア施設の証券化に携わる関係者は多岐にわたる。それぞれの立場によって必要とする情報や課題は異なるため、ヘルスケア施設に係る情報開示の充実を図るに当たっては、情報開示に係る当事者や目的を明確にした上で、必要開示項目の抽出と課題の整理を行う必要がある。

ヘルスケア施設は、施設の運営に特別なノウハウや専門性が必要とされるオペレーショナル・アセットの一種である。オペレーショナル・アセットにおいては、当該施設の運営を担うオペレーターの実業運営能力や経営の安定性等の実業価値が不動産の価値に大きな影響を与えるとされ、特にヘルスケア施設の評価においては、実業価値の評価（以下「事業評価」と言う。）が占めるウエイトは高いと考えられる。

REIT がヘルスケア施設を取得する際には、対象物件に関する不動産としての十分な評価・分析に加え、事業評価を適正に行った上で投資判断を下すことが必要である。また、REIT の運用期間中には、賃料収入に重大な影響を与えるような変化がないか等を継続的にモニタリングしていく必要がある。REIT に融資を行う銀行や信託の受託者である信託銀行においても、同様の視点を持って融資審査や信託受託の審査を行う必要があり、その際には、REIT やオペレーター等から提供される資料が土台となる。

REIT に投資する投資家も、ヘルスケア REIT への投資判断を行うに当たり、他の資産と同様の情報に加え、REIT が当該施設の取得に際して自らまたは外部の専門家を通じて事業評価を行った事実や、その結果等に関する可能な限りの情報開示を望んでいる。

このため、REIT にとっては、事業評価や融資審査、信託受託審査等、さらには投資家への情報開示に必要な情報について、オペレーターからどれだけの協力を得てどこまで入手できるのかが課題となる。

一般的に、投資家が分配金の源泉であるオペレーターからの賃料収入の安定性に関する情報を重視するのに対し、入居者はオペレーターの経営の安定性や提供サービスの質に関する情報を重視する。一見すると両者の求める情報は異なっているように思われるが、賃料収入の安定性はオペレーターの経営の安定性や提供サービスの質に大きく影響を受けるものであり、根本では一致していると言える。そのため、両者の求める情報の多くは重複していると考えられる。

一方、情報を開示する側のオペレーターにとっては、REIT を活用する効果（メリット）が REIT への情報開示に要する労力等との比較においてどの程度大きいのか、ということが REIT を活用する際の一つの判断材料となる。REIT の活用は、オペレーターにとっては今後の施設の開発・展開を行っていく上で利用可能な手段の一つに過ぎず、労力・コストに見合うだけの効果が見込めなければ、わざわざ情報開示を行って REIT を活用する必要はない、という判断に至ることもあり得る。オペレーターが REIT を活用する効果としては、他の事業展開等のための資金調達、施設運営への専念、運営能力や透明性の向上、信用力の向上等が考えられるが、まずはこうした効果や REIT を活用す

る意義等について、オペレーター側の理解を得ることが必要と考えられる。また、オペレーターから REIT に対する情報開示を円滑に進めるためには、入居者の個人情報やプライバシーの保護、オペレーター自身の体制整備、心理的な抵抗感といった課題も解消していく必要がある。

2. ヘルスケア施設の事業者（オペレーター）から REIT 側（資産運用会社・不動産鑑定業者・デューディリジェンス業者等）への情報開示

ここでは、まずオペレーターから REIT 側（デューディリジェンス業者、不動産鑑定業者を含む）への情報開示に関し、有料老人ホームとサービス付き高齢者向け住宅で当面必要と思われる開示項目を抽出し、取得時と保有時（運用期間中）のそれぞれにおける重要度と情報開示に当たっての課題・対応例等を整理する（表 1 を参照）。

必要開示項目の抽出に当たっては、開示資料の使用目的を（1）対象施設の権利・物的状況等の把握・確認、（2）キャッシュフローの分析、（3）事業評価の 3 つに大別し、他の種類の資産における情報開示の状況を踏まえつつ、必要と思われる開示項目を整理する。以下、各目的別に必要とされる開示項目の概要等について説明する。

なお、本実務者検討委員会では、デューディリジェンスにおける課題も検討テーマとしているが、REIT を始めとした証券化事例においてデューディリジェンスを行っている専門家から現状の説明を行ってもらい、実務についての共有を行ったところ、デューディリジェンスの大部分はオペレーターからの情報に基づいて行われており、情報開示が十分になされればデューディリジェンスも容易になることが明らかになったことから、ここでは、デューディリジェンスに関わる課題も情報開示に集約・包含されるものとして、整理を行っている。

（1）対象施設の権利・物的状況等の把握・確認

投資対象となる施設の権利関係（所有形態等）や物的現況を確認するための資料は、REIT が投資をする際（入口の段階）の基本的な情報となる。具体的な情報としては、他の資産と同様に、土地や建物の登記関係書類や信託目録（信託受益権の場合）、位置図・公図、竣工図等が挙げられ、ヘルスケア施設特有のものとして介護サービス事業所の指定書（特定施設入居者介護の指定事業者の場合）が挙げられる。

加えて、建物や附属設備等に関する検査済証や外部の専門家が作成するエンジニアリングレポート等も、建物の耐震性や遵法性を確認するための重要な情報と位置付けられる。

これらの情報については、開示についてオペレーター側の理解を得やすく、開示の実績もあるため、今後の開示においても克服すべき大きな課題はないものと考えられる。

(2) キャッシュフローの分析

キャッシュフローの分析は、REIT にとって賃料収入の安定性に直結するため、投資対象施設の評価を実施するに当たり、最も重要な作業の一つである。ここでは、①施設構成・提供サービスの把握、②収支状況の把握、③入居者状況の把握の3つに分類し、必要開示項目の整理を行う。

なお、(2) キャッシュフローの分析及び(3) 事業評価に必要と考えられる項目の多くは、オペレーターが入居希望者や入居者に開示する「重要事項説明書」¹に関連する項目である。しかし、最低限1年に1回(有料老人ホーム)または登録事項に変更が生じた場合(サービス付き高齢者向け住宅)に更新される「重要事項説明書」そのものでは、それぞれの目的に必要な最新情報の取得や月次または半期ごとのモニタリング等に十分対応できない可能性があることから、(2) キャッシュフローの分析、(3) 事業評価における必要開示項目の整理に当たっては、「重要事項説明書」記載項目のうち適時の更新データの開示が望ましいと考えられる項目を「重要事項」関連項目として別途抽出している(表1の項目名欄『「重要事項」関連項目』を参照)。

①施設構成・提供サービスの把握

ヘルスケア施設の構成や提供サービスの内容を把握することは、キャッシュフロー分析を行う上での基本となる。これらの確認のために必要な資料としては、オペレーターが入居者に開示する「重要事項説明書」、施設・サービス内容・利用料金等に関する資料、主要契約書類等が挙げられる。

これらの資料は、オペレーターが既に作成しているか、他の既存資料で代替できるものが多いため、REIT 側への開示自体に大きな問題はないと考えられる。主要契約書類については、REIT 側が必要とするのが契約書の雛型等であるのに対し、入居者との個別の契約書の開示が必要と認識して抵抗感を感じるオペレーターも一部存在するが、この課題については、オペレーターへの説明等により誤解を解くことで解消できるものと思われる。

②収支状況の把握

投資対象施設の収支状況に関する資料は、直近または現在の収支状況を把握するためのものであり、具体的には、原所有者とオペレーターの間での施設の賃貸借に関する契約書類、食事や清掃業務等を外部に委託している場合の業務委託に関する契約書、投資対象施設の収支・収支明細等が挙げられる。特に投資対象施設の収支・収支明細は、キャッシュフロー分析に加え、オペレーターの賃料負担力の継続性の確認に当たり最も重視される項目の一つである。

¹ サービス付き高齢者向け住宅においては、高齢者の居住の安定確保に関する法律第17条の規定により、「契約締結前書面」の交付と説明義務がオペレーターに課されている。これは法令で定める「登録事項」を書面で入居者等に交付し、説明するものである。また、1年ごとの更新ではなく、登録事項に変更が生じた場合の更新となる。本中間取りまとめにおいては、以下、この「契約締結前書面」または「登録事項」を「重要事項説明書」と読み替えて扱うものとする。

これらの開示に当たっては、REIT 側が求める適時（月次や半期）の開示に対応できる体制が整っていないと考えるオペレーターや、開示に心理的な抵抗感を有するオペレーターが一部存在する、という課題がある。これらの課題の解消に向けては、オペレーターのデータ整備に対する REIT 側による支援や、守秘義務契約締結による情報の外部流出防止等、これまで REIT 側が行ってきた取組みの継続・採用等の対応が求められる。

③入居者状況の把握

入居者の状況に関する資料は、将来のキャッシュフローをより正確に予測するために必要となる重要情報の一つである。具体的な開示項目には、入居者の性別・年齢・要介護度、入退居者数、施設稼働率等が挙げられ、一時金の受取りがある施設の場合は、一時金の未償却残高も挙げられる。

入居者の属性に関する項目は、施設のタイプによっては「重要事項」関連項目に該当しない場合もあるが、事業の運営上、オペレーターが通常管理している情報であると考えられる。

入居者状況に関する情報の開示に当たっては、上記の②収支状況の把握における課題（オペレーターの体制、心理的抵抗感）に加え、入居者の個人情報やプライバシーの保護といった課題がある。しかし、REIT 側が必要とするのは入居者個々の情報ではなく、コミュニティとしての入居者全体の状況であることから、この課題は、オペレーター側に特定個人の情報までは必要としないことへの理解を得て、集計値等の（入居者個人の識別が不能な）数値情報を開示してもらうことで解消できるものと考えられる。

また、入居者属性を営業戦略やノウハウに関連する秘匿性の高い情報と考えるオペレーターも存在するため、当該情報の外部流出を防止するための手当て等、オペレーターが安心して情報開示できる環境を当事者間で構築していくことも重要である。

(3) 事業評価

前述のとおり、ヘルスケア施設の評価においては、オペレーターの運営能力や経営の安定性等に関する評価が大きな影響を与える。そのため、事業評価はキャッシュフロー分析と並び最も重要な作業の一つであり、この 2 つの作業は密接に関連している。ここでは、①マーケティング力の把握、②職員体制の把握、③介護提供の状況、コンプライアンスの状況の把握、④オペレーター・賃貸借契約保証人の財務状況の把握、⑤入居者の意見を把握する体制・第三者評価の実施状況等の把握の 5 つに分類し、必要開示項目の整理を行う。

①マーケティング力の把握

事業の継続性や賃料負担力を把握するためには、オペレーターのマーケティング

力や営業能力に関する情報は欠かせない。これらを確認するための資料としては、施設退去事由、営業費用やその内訳の推移、営業体制、入居者獲得状況に関する情報等が挙げられる。これはオペレーターの営業戦略やノウハウに直結する秘匿性の高い項目でもあるため、より慎重な取扱いが要求されると考えられる。

オペレーターからこれら情報を得るに当たっての課題としては、REIT 側が投資対象施設そのものに関する情報だけでなく、事業評価を行うための資料も必要としていることに対する理解が一部のオペレーターに不足している、というオペレーショナル・アセット特有の事情が挙げられる。これは、事業評価全般に共通する課題である。これについては、情報の使用目的等を明確に説明してオペレーターの理解を得ること、資料を出しにくい場合にはヒアリング等で対応すること、入手情報の外部流出を防止するための手当てを講じること等により、ある程度解消されるものと思われる。

②職員体制の把握

オペレーターが質の高い安定したサービスの提供を将来にわたって維持することにより事業の安定性につながると考えられるが、入居者に対するサービスの多くは、当該施設の職員によって提供される。このため、事業の安定性を確認するうえで職員体制に関する情報が必要となる。具体的には、職種別職員数、常勤・非常勤の推移、資格取得状況、離職率等が挙げられる。

これらは「重要事項」関連項目であるが、入居者にも開示されている情報であるため、上記①マーケティング力の把握に比べれば、情報開示に対するオペレーターの心理的な抵抗感は少ないものと考えられる。しかし、これを営業戦略やノウハウに関連する情報の一つと考えるオペレーターも存在するため、情報の取扱い等にはREIT 側の配慮が必要と思われる。

③介護提供の状況、コンプライアンスの状況の把握

多くの施設で提供されている介護サービスは、入居者の身体や生命に関わる業務であり、同サービスに関わる事故の発生や法令違反等の事象は、ヘルスケア施設の安定した事業継続を困難にする要因となる可能性もある。

このため、REIT 側はその兆候を早期に察知し、入居者や投資家保護のために適切な対策をとる必要がある。

介護提供の状況やコンプライアンスの状況を確認するための資料は、施設取得時の事業評価ばかりでなく、施設取得後のモニタリングにおいても重要な情報の一つと考えられる。具体的には、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、行政監査（検査）・内部監査の資料、各種マニュアル等の資料が挙げられる。

上記の資料は、通常、オペレーターが内部で保有する情報であるため、開示に対するオペレーターの心理的な抵抗感は比較的大きいと考えられるが、開示の目的や

必要性を当事者間で確認し、資料の提出が困難な場合はヒアリングや現地閲覧等で代替する、といった REIT 側の柔軟な対応により、ある程度そうした抵抗感を解消できるものと考えられる。

④オペレーター・賃貸借契約保証人の財務状況の把握

オペレーターの財務分析は事業評価の中でも最も重要な作業の一つである。オペレーターの財務状況に関する資料は、事業の継続性や賃料の負担力を確認するために最も重要な情報である。同時に、オペレーターの賃料支払いを保証する賃貸借契約保証人の財務状況を確認することも必要である。これらを確認するための資料としては、過去数年分の財務諸表や勘定科目明細等が挙げられる。

賃料の負担力等の確認のためにこれらの情報開示が必要であることに対する理解が一部のオペレーターに不足している、一部のオペレーターにおいて開示に心理的な抵抗感がある、といった課題はあるが、賃料負担力等の確認のために活用するものであることを当事者間で確認することで、こうした課題はある程度解消できると思われる。また、財務諸表については、上場企業の場合であれば、有価証券報告書や決算短信、適時開示に関する情報等をホームページ等で取得することができ、オペレーターに過度の負担をかけないよう REIT 側の柔軟な対応も必要かつ可能であると思われる。

⑤入居者の意見を把握する体制・第三者評価の実施状況等の把握

ヘルスケア施設に限らず、保有不動産の安定的な稼働率を維持するためには、入居者（テナント）の満足度向上を図る取組みは欠かせない。事業評価に当たっては、オペレーターによるこうした取組み状況や、サービス内容に関する第三者評価の結果等を把握することも必要と思われる。

入居者の満足度向上に向けた意見を把握する取組みの状況や第三者評価の実施状況等は、入居者にとっても関心の高い項目であり、施設の評判に関連するため、今後の稼働率にも影響を与える情報であると考えられる。

これらは「重要事項」関連項目であるが、既に入居者に開示されている情報であるため、開示に対するオペレーターの心理的な抵抗感は少ないと思われる。しかし、オペレーターの負担軽減のため、資料提出が困難な場合はヒアリングで対応する等の配慮も REIT 側において必要であると思われる。

(4) まとめ

ここまで必要開示項目と開示に当たった課題等について述べてきた。

表 1 記載の必要開示項目を見ると、既にヘルスケア施設において作成が義務付けられている「重要事項説明書」に含まれている項目や、パンフレット、募集広告等で代替できるものも多く、開示に当たってオペレーターに追加の負担が生じる項目はそれほど多くはないと思われる。

それにも関わらず、多くの項目で共通する課題として、オペレーター側における「開

示に対する心理的な抵抗感」、「REIT 側が必要とする情報への認識の不足」、「REIT 側の求める適時の開示に対応できる体制の未整備」の3つが見受けられる。

オペレーターが有する心理的な抵抗感の背景には、自社だけが過剰に情報を提供しているのではないか（他社の開示状況に関する情報不足に起因する不公平感）、投資対象施設以外の情報まで開示を要求されないか（REIT 側の要求に対する警戒感）、自らの営業戦略やノウハウが流出してしまうのではないか（情報流出に対する懸念）、REIT 側が要求する帳票類（フォーム）へのデータ入力や適時の情報提供等により作業負担が増加するのではないか（人員・体制整備に関する不安）、といったことがあると考えられる。

そして、人員・体制整備に関する不安が、「REIT 側の求める適時の開示に対応できる体制が整っていない」とオペレーターが考える原因にもなっている。

こうした懸念の背景には、REIT 側が投資に当たって具体的にどのような情報を必要とするかについて、オペレーター側の認識が不足していることがある。例えば、複数のヘルスケア施設を運営しているオペレーターでは、REIT の投資対象施設以外の施設所有者との間でも守秘義務契約を締結している場合が多く、投資対象施設以外の情報を第三者に開示することはできない中で、投資対象施設以外の情報まで開示を要求されないかという懸念がオペレーター側にはあるが、REIT 側では、投資対象施設以外の情報までは求めていない。こうした認識の相違がある。

また、オペレーターは、不正競争防止法による営業秘密²の保護を受けるために、営業秘密を適切に管理する必要があるとあり、営業上の重要な情報について、情報流出を防止するための有効な措置が講じられていない限りはREIT 側に開示することは難しいと考えている。しかし、これはヘルスケア施設のオペレーターに限ったことではなく、他の資産におけるテナントやオペレーター等にも言えることであり、これまでもREIT 側では守秘義務契約の締結やそれに基づく厳正な管理等、取引先から提供を受けた情報の管理には十分留意している。

オペレーターが抱く上記のようなイメージや懸念等を払拭するために、まずはREIT 側とオペレーターが、情報開示の目的及び必要とされる情報について認識を共有することが重要であると思われる。

その上で、必要情報の入手を別の資料やヒアリングで代替する等の柔軟な対応や、情報流出の防止策、オペレーターへの開示作業に関する支援等、オペレーターの心理的な抵抗感の解消に向けたREIT 側による努力も必要であると思われる。

オペレーターからREIT への情報開示は、REIT 側が施設を取得する際のデューデリジェンスや運用期間中のモニタリングを目的とするものであり、これらの目的に必要な情報の開示までREIT 側が求めることにならないよう留意することも必要である。

² 不正競争防止法では、企業が持つ重要な情報が不正に持ち出されるなどの被害にあった場合に、民事上・刑事上の措置をとることができる。そのためには、その重要な情報が不正競争防止法上の「営業秘密」の定義を満たし、「営業秘密」として管理されていることが必要となる。同法第2条第6項は、営業秘密を「秘密として管理されている生産方法、販売方法その他の事業活動に有用な技術上又は営業上の情報であって、公然と知られていないもの」と定義しており、この要件を満たすことが同法に基づく保護を受けるために必要である。

さらに、個人情報や取引先の機密情報等の取扱いについては、REIT 側はこれまでも留意してきたところであるが、ヘルスケア施設においては他の資産では扱うことのないセンシティブな情報を取得する場合もあると考えられるため、取得した情報の取扱いには一層留意する必要がある。

3. REIT から投資家（REIT 投資口の投資主）への情報開示

ここでは、REIT から投資家への情報開示に関し、投資家の視点や他の資産における開示状況等を踏まえつつ、当面必要と思われる開示項目を抽出し、課題や対応例等を整理する（表 2 を参照）。

投資家に開示すべき項目は、オペレーターから REIT 側への情報開示の場合と大部分が一致しており、オペレーターから REIT 側に開示される項目のうちの一部が投資家へも開示されると考えることができる。裏を返せば、オペレーターから REIT 側に開示のない情報については、基本的に REIT 側では投資家に開示できないことになる。

他の金融商品同様に、REIT には、個人投資家、機関投資家、海外投資家等の様々な属性の投資家³が投資を行っているが、投資スタンスの違いはあれ、多くの投資家は、REIT の分配金の安定性を重視していると考えられる。そうした観点から、投資家は REIT への投資に当たり、分配の源泉となる個別物件の収益状況、スポンサーのサポート状況、REIT の資産運用会社のマネジメント力、オペレーターの安定性等を確認するための情報を求めていると考えられる。

REIT 側においては、こうした情報が投資家、あるいは（上場 REIT の場合）広く投資家以外に開示されることになるため、開示に当たってはオペレーターの理解を得る必要がある。この際、ヘルスケア施設と類似のオペレーショナル・アセットであるホテルに投資対象を特化させた REIT では、個々の施設の月次の売上げや稼働率を任意に開示している例もあることから、ヘルスケア施設に投資を行う REIT でも、これらを参考に同様の開示を行うことが考えられる。

上記を踏まえ、ヘルスケア施設に対して投資家が求める情報を、(1) ヘルスケア施設についても他の資産と同等レベルの開示が求められる項目、(2) ヘルスケア施設について特に任意での開示が望まれる項目に分類し、課題等を整理した。

(1) ヘルスケア施設についても他の資産と同等レベルの開示が求められる項目

他の資産においても既に開示の実績が多くあり、投資家がヘルスケア施設についても最低限開示してほしいと考える項目として、以下が挙げられる。

- ・ 土地、建物の現況や権利関係（所有形態等）に関する情報

³ 投資家は、REIT への投資に当たり、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。これらの専門家も投資関係者として REIT からの開示情報を利用していると考えられる。

- ・ REIT・オペレーター間の賃貸借の状況等に関する情報
- ・ REIT のヘルスケア施設に対する投資方針・投資体制（投資スキーム）等に関する情報
- ・ オペレーターの変更等に関する情報
- ・ 事業デューデリジェンス等の実施に関する情報
- ・ 不動産鑑定評価の概要に関する情報
- ・ オペレーターの事業内容やマーケティング力等に関する情報（会社の概要、主な事業の内容、売上高・営業利益等の主要財務情報等）
- ・ 制度改正に関するリスク情報

(2) ヘルスケア施設について特に任意での開示を求める項目

他の資産においてあまり開示の実績はないが、REIT がヘルスケア施設に投資する場合には開示してほしいと投資家が考える項目として、以下が挙げられる。

- ・ オペレーターと REIT の間の賃貸借契約の詳細（契約期間、賃料改定の有無等）
- ・ REIT が投資する施設の運営状況（REIT 組入れの全物件もしくは個別物件から得られる償却前営業利益等）
- ・ 入居者の状況（施設稼働率、入居一時金未償却残高、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
- ・ バックアップ・オペレーターの有無
- ・ 物件の汎用性 他

上記（1）については、既に開示の実績もあり、今後の開示においても特段の問題はないと思われるが、（2）については、投資家が投資判断に当たり重視する情報の一つでありながらも、開示に当たっての課題は大きいと思われる。

即ち、これらの項目の中にはオペレーターの経営戦略やノウハウに関わる情報も含まれており、これを投資家にまで開示する場合、オペレーターの心理的な抵抗感は REIT 側への開示以上に大きいことも予想される。また、REIT 側が精緻なキャッシュフロー分析や事業評価を実施するための資料は、守秘義務契約締結等の対策を講じなければオペレーターから提供を受けることができないことも多く、こうした場合は守秘義務の存在が投資家への情報開示に当たっての障害になることも考えられる。

また、ヘルスケア施設に関しては、専門性の高い情報も多く、かつオペレーターの営業戦略も多様であるため、オペレーターから提供された情報をそのまま開示すると、情報の内容に関する投資家の的確な理解を困難にしたり、投資家へ混乱や誤解を与える恐れもある。投資家への情報開示に当たっては、情報を利用する投資家の視点に立って、投資判断の参考となるような分かりやすく加工された情報を開示する等の工夫も必要と考えられる。

オペレーターと投資家の間に立つ REIT としては、双方の要求を出来る限り満たしていくための工夫や努力が必要となる。こうした対応として、例えば次のものが挙げられ

る。

- ・当該 REIT のポートフォリオに占めるヘルスケア施設の割合（投資比率）や賃料収受形態に応じた開示を行う（投資比率が高い場合や変動賃料型の場合はできる限り開示内容を充実する）。
- ・オペレーターと REIT との協議により、開示可能な項目から開示する。
- ・個別の施設ごとの開示が難しい場合は、複数の施設の情報をまとめて開示する。
- ・個別の項目での開示が難しい場合は、それらを基に算出した指標（オペレーターの賃料負担力等を表す指標等）を参考情報として開示する。
- ・専門性の高い情報は、投資家が理解しやすい情報に加工して開示する。

次の表は、現在 REIT が保有する有料老人ホームとサービス付き高齢者向け住宅の一覧である。

投資法人名	物件名	物件種別	オペレーター	建築時期	賃貸可能戸数	取得価格 (百万円)	ポートフォリオに 占める割合
アドバンス・レジデンス	ライフ&シニアハウス 港北2	介護付有料老人ホーム	生活科学運営	H15年10月	78	1,670	0.4% (H25/7/31時点)
アドバンス・レジデンス	ココファン日吉	サービス付き 高齢者住宅	学研ココファン	H22年1月	85	1,050	0.3% (H25/7/31時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール 千歳船橋	介護付有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	S63年3月	42	685	0.9% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール四つ木	介護付有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	H1年3月	62	652	0.8% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール日野	介護付有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	H2年5月	56	574	0.7% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール 武蔵新城	介護付有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	S60年2月	46	486	0.6% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール小牧	住宅型有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	H3年3月	123	1,050	1.4% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール 秦野渋沢	介護付有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	H3年7月	100	681	0.9% (H25/6/30時点)
インヴィンシブル	ボンセジュール伊丹	住宅型有料老人ホーム	ベネッセスタイルケア	H1年3月	62	480	0.6% (H25/6/30時点)
オリックス不動産	グッドタイムリビング 新浦安	介護付有料老人ホーム	オリックス・リビング	H18年10月	74	1,550	0.4% (H25/10/15時点)
大和ハウス・レジデンシャル	アーバンリビング稲毛	介護付有料老人ホーム	日本ライフデザイン	H21年3月	100	930	0.5% (H25/8/31時点)

(各投資法人の有価証券報告書等の開示資料を基に作成)

現状では、ヘルスケア施設への投資に特化した REIT はなく、住宅特化型 REIT や総合型 REIT の運用資産の一つとしてこれらの資産が保有されているにとどまる。各 REIT のポートフォリオ全体に占める当該資産の割合（投資比率）も極めて低く、ヘルスケア施設の収益が分配金に与える影響も小さいため、投資家は現状の開示内容の水準（当該 REIT が保有する他の資産と同等の開示）を受容しているものと考えられるが、ヘルスケア施設への投資比率や賃料収受の形態等により、ヘルスケア施設が REIT の分配金に与える影響が大きくなれば、投資家の要求する開示項目や水準も異なってくるものと思われる。先行するホテル REIT で見られるように、ヘルスケア施設が REIT 資産に占める割合及び分配金に与える影響が大きい場合には、さらに踏み込んだ開示が考えられる。

また、ヘルスケア施設への投資比率の大小や賃料の収受形態等を問わず、少なくとも当該 REIT が保有する他の資産あるいは他の REIT と同水準の情報開示は必要であり、

投資家や市場関係者等との対話等を通じ、今後とも開示内容の拡充を図っていくことが望まれる。

4. ヘルスケア施設の事業者（オペレーター）から入居者への情報開示

ここでは、オペレーターから施設入居者等（入居者の家族や入居を検討している者を含む。）への情報開示に関し、整理する。

入居者等に対しては、既にパンフレット・募集広告や「重要事項説明書」等による情報開示が行われており、さらには自治体等により、施設の概要やサービス内容、利用料金等に関する情報提供が行われている。入居者等が必要とする情報の大部分は REIT や投資家が必要とする情報と重複しており、そのほとんどがオペレーターからの「重要事項説明書」によって提供されている。

しかしながら、有料老人ホームの「重要事項説明書」の記載項目には自治体によって差異があり⁴（参考資料を参照）、他の施設との比較が容易でない、サービス付き高齢者向け住宅の場合は、稼働率（入居率）等の情報が開示されていない、といった指摘もある。

また、REIT に関連する課題としては、入居者の REIT に対する認知度が低いことや、REIT がヘルスケア施設を取得・運用する場合に、入居者は当該施設を安定的かつ継続的に利用できるのかといった懸念や不安があると考えられる。

REIT がヘルスケア施設を取得・運用することにより、ヘルスケア施設やオペレーターに関して投資家、あるいは（上場 REIT の場合）広く一般への情報開示が進めば、上記で挙げた他の施設との比較が容易ではない、入居者が必要とする情報が十分に開示されていない等といった課題の一部は解消する可能性もある。こうしたことが実現すれば、入居者等にとって有益であろうし、REIT がヘルスケア施設を取得・運用することのメリットにもなると思われる。

また、入居者の安定的な居住を確保するためには、情報開示に関する取組みばかりではなく、懸念や不安の払拭といった入居者が安心して居住できる環境を構築することも重要である。入居者には、自らが入居する施設が投資の対象となることについての漠然とした不安や、施設を安定的・継続的に利用できるのか等の不安、具体的には、REIT の都合によりサービス水準の低いオペレーターに変更されるのではないかと、投資家の求めに応じオペレーターが REIT に支払う賃料が増加し、入居者の賃料やサービス利用料等に転嫁されるのではないかと等の不安があることも指摘されている。これらは REIT が施設を所有することによる固有の課題とは必ずしも言えないものの、REIT は、入居者がこうした不安を抱えていることを十分認識した上で、REIT とオペレーターとの間で締結する賃貸借契約等において、提供サービスの内容や建物の改修等の内容、賃貸借契約

⁴ サービス付き高齢者向け住宅においては、全国で同一の「登録事項」が適用されており、自治体による差異はない。

の解除・解約の条件や賃料変更の条件等を明確にする等の対応が必要であろう。また、REIT がキャッシュフロー分析や事業評価の一環として行っている、オペレーターが提供するサービスの質のモニタリングの取組み等に関する情報をオペレーターまたは REIT 側から入居者に説明・開示することも、入居者の安定的な居住を確保する上で有益であると思われる。また、これまでと同様に REIT 業界をあげて REIT 全般の認知度向上・普及啓発に努めることに加え、REIT は比較的長期の安定した所有者であり、適切に建物等の維持管理を行うことや、ヘルスケア施設に投資するという投資方針に基づき運営がされており、施設転用の可能性が小さいこと、施設の所有者となる REIT の投資方針・実績・スポンサーに関する情報等を、オペレーターまたは当該 REIT から入居者等に対して丁寧に説明していくことも有益と考えられる。

5. 最後に

これまで、各当事者間における情報開示について、課題や各項目別の対応例等について整理をしてきた。本実務者検討委員会での議論を通して、REIT 側や投資家が必要とする情報の多くは、オペレーターが既に作成・管理しているものであり、REIT 側もオペレーターに対して、データ整備の支援や情報の取扱いに関する配慮等を行っていることが明らかとなった。

他方、オペレーターの間では、REIT を活用すると情報開示の負担が大きくなる、営業上のノウハウが流出してしまう等、現実とは異なるイメージが先行している部分もあると思われる。オペレーターに REIT を活用してもらうためには、こうしたイメージの払拭に加え、オペレーターが REIT に施設を売却することのメリットの周知・浸透を図っていくことが重要である。同時に、施設の入居者等の不安を招くことのないよう、入居者等に対する丁寧な説明を REIT が行っていくことも必要である。

REIT によるヘルスケア施設の取得は緒に就いたところであり、収益実績の履歴（トラックレコード）も積み上がっていないことから、当面は、少なくとも他の資産と同レベルの情報開示に加え、資産価値の評価において事業評価が高いウエイトを占めるオペレーショナル・アセットの特性に鑑み、詳細な事業デューデリジェンス等が必要と考えられる。

ただ、他の資産、例えば総合型商業施設においては、当初は REIT による投資に当たってエンドテナント等による詳細な情報開示が必要とされていたが、施設の評価や賃料の妥当性等の分析のための関係者の目線等が定まるにつれ、必要な開示項目も整理・縮小されてきたという経緯がある。ヘルスケア施設においても、こうした総合型商業施設の情報開示と同様の経緯を辿っていく可能性もあると思われる。

オペレーターが REIT 活用のメリットを実感できるまでには、ある程度の時間が必要と考えられる。メリットの中には、投資に当たっての評価の目線等と同様に、トラックレコードが積み上がって初めて実感できるものもあると見込まれる。

従って、当面は、REITによる投資が「入居者の安定的な居住の確保」等の社会的な貢献につながることや、ヘルスケア施設への投資は社会的責任のある投資であることへの共通認識を醸成するとともに、健全なヘルスケア REIT 市場を形成・育成することの重要性を関係者間で共有し、共に実績を積み上げていくという意識をもって各当事者が課題の是正に取り組んでいくことが期待される。

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、関係省庁等による本実務者検討委員会の議論・取りまとめを踏まえた周知活動や環境整備等が重要となる。

本実務者検討委員会に参加・協力頂いた全国有料老人ホーム協会やサービス付き高齢者向け住宅協会をはじめとするオペレーターの関連団体には、所属会員や関係者に対し、オペレーターが REIT を活用する意義やメリット等に関する理解を深めるための普及啓発活動とともに、オペレーターから REIT 側への情報開示に対する不安の軽減や、誤解及び心理的抵抗感の解消・克服に向けた周知活動等を期待したい。

また、不動産証券化協会や投資信託協会等の REIT の関連団体には、所属会員や REIT 関係者に対し、オペレーターの情報開示に対する意識や体制等を踏まえた柔軟な対応及び適切な支援や、REIT 側から投資家への情報開示、利用者への配慮のあり方等について、ベストプラクティスの共有を図るなどの普及活動等を期待したい。

さらに、東京証券取引所及び関係省庁等の関係者には、ヘルスケア REIT の上場を目指す者等に対する周知・支援活動や、ヘルスケア REIT の普及のための環境整備等を期待したい。

加えて、健全なヘルスケア REIT 市場を形成・育成するという共通認識の下で、各団体単独の活動のみならず、それぞれの団体が相互に連携をして、合同での説明会の開催等、周知活動や環境整備等を一丸となって進めていくことも有益であろう。

本実務者検討委員会としては、上記対応の状況について、今後フォローアップを実施していく予定であり、これらを通して、ヘルスケア施設供給促進のために今後より一層 REIT が活用されていくことを期待したい。

「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」委員名簿

平成25年12月5日現在

(敬称略・五十音順)

委員 長	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
委員	伊倉 健之	三井不動産株式会社 企画調査部長
	池田 敏史子	NPO法人シニアライフ情報センター 代表理事
	石黒 淳史	日本証券業協会 企画部長
	岩本 隆博	株式会社メッセージ 執行役員経営企画部長
	植田 陽二	大和証券株式会社 不動産・REITセクター 担当部長
	小野田 道	株式会社ベネッセスタイルケア 開発基盤本部 不動産開発部長
	加藤 俊一	株式会社みずほ銀行 不動産ファイナンス営業部 部長
	木村 知之	ADインベストメント・マネジメント株式会社 取締役 経営管理部長
	栗原 美津枝	株式会社日本政策投資銀行 企業金融第6部長
	小早川 仁	一般財団法人サービス付き高齢者向け住宅協会 副会長
	佐藤 一志	東急不動産株式会社 投資マネジメント事業本部 投資企画部 統括部長
	正田 克成	大和ハウス工業株式会社 集合住宅事業推進部 営業統括部 高齢者住宅グループ グループ長
	西尾 裕	オリックス・アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長
	灰藤 誠	公益社団法人全国有料老人ホーム協会 理事 事務局長
	藤村 隆	株式会社新生銀行 ヘルスケアファイナンス部 部長
	松田 淳	KPMGヘルスケアジャパン株式会社 取締役・パートナー
	松田 健志	一般社団法人日本投資顧問業協会 主任調査役
	三井 慶一	社団法人生命保険協会 財務企画部会長
	矢木 茂	企業年金連合会 年金運用部 不動産担当部長
	横田 雅之	株式会社東京証券取引所 上場推進部 課長 アセットファイナンス統括
	吉岡 靖二	株式会社三井住友銀行 投資銀行統括部 上席調査役
	吉澤 祐一	株式会社三菱東京UFJ銀行 ストラクチャードファイナンス部 不動産ファイナンス室 次長
	吉田 浩	三井住友信託銀行株式会社 不動産営業第一部 主管
	吉原 竜二	一般社団法人投資信託協会 企画政策部 次長
	渡辺 晶	野村證券株式会社 アセットファイナンス部 次長
オブザーバー	小林 靖	国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課長
	瀬良 智機	国土交通省 住宅局 安心居住推進課長
	高橋 謙司	厚生労働省 老健局 高齢者支援課長
	三村 淳	金融庁 監督局 証券課長
	宮坂 祐介	国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課 不動産投資市場整備室長
テーマメンバー		
(第1・2回)	村木 信爾	公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 常務理事 調査研究委員会ヘルスケア関連施設評価検討ワーキング・グループ座長
(第3回)	沖野 登史彦	UBS証券株式会社 株式本部 株式調査部 シニアアナリスト
(第3回)	関 雄太	株式会社野村資本市場研究所 研究部長
(第3回)	鳥井 裕史	SMBC日興証券株式会社 株式調査部 シニアアナリスト
事務局	一般社団法人不動産証券化協会	

委員会開催記録

○第1回

開催日：2013年7月29日（月）10：00～12：00

テーマ：「施設取得時の事業者・REIT間の情報開示及びデューデリジェンスの現状と課題」

○第2回

開催日：2013年9月19日（木）14：00～15：30

テーマ：「施設保有時の事業者・REIT間の情報開示等に関する現状と課題」

○第3回

開催日：2013年10月22日（火）14：00～16：00

テーマ：「事業者・居住者間の情報開示及びREIT・投資家間における情報開示の現状と課題」

○第4回

開催日：2013年12月5日（木）14：00～16：00

テーマ：「中間取りまとめについて」