

シニア向け住宅における証券化の課題と対応の方向性 (論点ペーパー)

第1回検討委員会での議論・発表、アンケート調査、個別ヒアリング等を踏まえ、さしあたってシニア向け住宅(ここではサービス付き高齢者向け住宅及び有料老人ホームをいう)の証券化に関する課題と対応の方向性(案)について、議論に資する論点ペーパーとして事務局にて整理した。

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 事務局

高齢者人口増→シニア向け住宅(参考資料p1-p6)の供給促進が重要な課題

○民間事業者が開発したシニア向け住宅をSPC等の証券化ビークルに売却して資金を回収するケースや、オペレータ(施設運営者)が施設の不動産部分をSPC等(参考資料p7-p8)に売却して資金を調達し、リースバックを受けて運営を続けるケースが見られる。

○SPCは物件を長期保有することは予定されておらず、証券化されたシニア向け住宅は、原所有者に買い戻されない限り、別の者に売却され、施設入居者、オペレータ等の不安につながるなどの指摘もある。

○アメリカやシンガポールには、シニア向け住宅の不動産部分を専門に長期保有する投資法人、ヘルスケアリートが数多く存在し、その賃貸収益を広く投資家に分配し、その市場規模は拡大している。
(参考資料p9)

○今後、多くのシニア向け住宅の証券化が予想される中、その最終的な売却先である、長期保有者としての役割を担うヘルスケアリート※(参考資料p10-p12)の設立に向けた環境整備が必要ではないか。具体的には、シニア向け住宅の入居者が安心して入居でき、オペレータにとってはヘルスケアリートから運営を任されることで評価が高まり、また、投資家にとって安定的な投資収益を確保できるようにすることが求められるが、施設入居者、オペレータ、投資家それぞれに関して、論点が考えられるのではないか。

※リートは、「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づき設立される法人であり、政府の監督に服するとともに、税制上の特別措置により施設の取得資金が集めやすい特徴がある。また、他の証券化手法と異なり、通常の事業法人と同様の永続性がある。

2. シニア向け住宅入居者側の論点

○オペレータが破綻などし、事業が継続されないなどの場合→退去を余儀なくされる可能性。

○ヘルスケアリートは、一般の事業法人と同様に、期限の定めのない法人として施設の長期保有が可能であることから、仮にこのような場合でも、ヘルスケアリートが別のオペレータを確保することにより、入居者の継続入居の可能性が高くなる。

○ヘルスケアリートは、同種の多くの施設を保有する専門的な貸主として、オペレータの財務状況等をチェックするなどにより、施設運営の安定性や入居者の満足度を引き上げる可能性がある。また、ヘルスケアリートは、投信法、宅建業法等に基づき、政府の監督に服することとなる。

○ヘルスケアリートに投資する投資家の意向や運用会社の運用方針によっては、施設の入居者にとって以下のような不安が発生することも予想される。

- ①オペレータが破綻した場合や万が一、ヘルスケアリートが施設を売却したときに、必ずしも運営の継続が図られず、入居者は施設の継続利用ができなくなるのではないか。
- ②コストを抑えるために、サービス水準の低いオペレータに変更されるのではないか。
- ③投資家やヘルスケアリートからの求めに応じ、入居者が支払う賃料が急に引き上げられるのではないか。
- ④入居一時金が、投資家に配当されてしまうのではないか。

これらの不安は、必ずしも証券化固有の課題とは言い切れないものの、ヘルスケアリートの創設を考えるにあたっては、これらの不安が払拭できるような、環境整備を行うべきかどうか。

3. オペレータ側の論点

シニア向け住宅を賃貸している貸主や、シニア向け住宅を自社保有しているオペレータが物件をヘルスケアリートに売却する場合には、オペレータにおいて、例えば、以下のような不安が指摘されている。

- ① 自社保有物件を売却した場合、施設の所有と運営とが分離されることにより、建物の改築を伴うような設備投資が自由にできなくおそれがあるのではないか。求められるべき情報が標準化されていない中で、過度な情報提供を求められるのではないか。
- ② ヘルスケアリートから契約解除や賃料値上げを迫られることはないか。
- ③ 仮にバックアップオペレータを事前に用意するとなると、同業他社に内部情報を提供しなければならなくなるのではないか。

一方で、オペレータの判断次第ではあるが、もしシニア向け住宅をヘルスケアリートに売却すれば、他の事業展開等に資金調達を行い、かつ、リースバックという形で事業を継続することも可能であり、また、施設管理については専門的にシニア向け住宅を保有する専門的な貸主に委ね、本業に専念できるというメリットも考えられるのではないか。また、ヘルスケアリートから運営を任せられることで、その信用力が評価されるのではないか。

なお、ヘルスケアリートができれば、一定の要件を満たした施設が買い取られることになるため、有力な買取先ができることにより、シニア向け住宅自体の供給も進むのではないか。

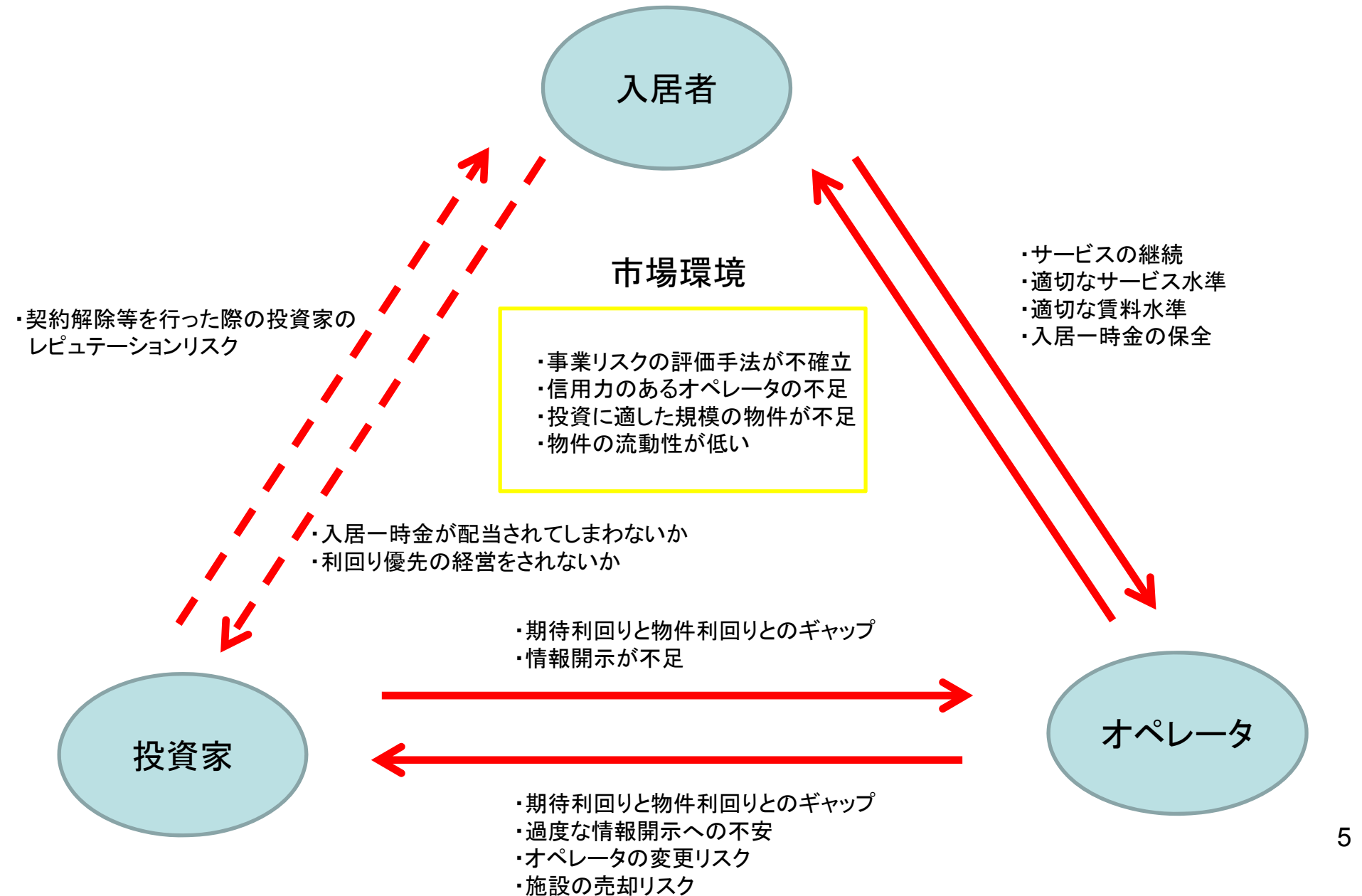
4. 投資家側の論点

高齢化の進展に合わせ、シニア向け住宅供給のための資金需要が増加する一方、これに関心を示す投資側の需要は相当あると考えられ、特に数多くのシニア向け住宅を長期的に保有し、制度的にも安定しているヘルスケアリートの投資対象としての魅力は大きいと考えられる。

しかしながら、アメリカ等と異なり、我が国にヘルスケアリートが未だ創設されていないことから明らかなように、実際の投資にあたっては以下のような理由から躊躇が見られるとの指摘もある。

- ① 投資家が求める期待利回りと物件利回り(オペレータが支払う賃料／物件取得価格)との間にギャップがあるのではないか。
- ② オペレータの信用力の問題や、施設の事業収支等の情報開示を行うことを躊躇するオペレータもいることから、ヘルスケアリートが保有するシニア向け住宅を運営できるオペレータの数が限定されているのではないか。
- ③ 以下に挙げるような、他の投資資産と異なるシニア向け住宅の特徴を踏まえた事業リスク評価(デューディリジェンス)を行う必要があるが、投資リスクの評価が難しく、またその手法も確立されていないのではないか。
 - ・オペレータの運営能力や事業収支に対する評価手法が確立しておらず、評価コストが高い
 - ・賃料収入に大きな影響を与える介護保険等の将来的な制度改正リスク
 - ・入居一時金の存在
 - ・利用者が高齢者であるため契約解除等を行った際に評判が毀損するリスク(レピュテーションリスク)等
- ④ 他の投資対象施設に比べて、小規模な物件が多く、投資対象になりやすい大規模な物件が不足しているのではないか。(参考資料p13)
- ⑤ 特別な設備基準、用途変更が困難である等特殊な不動産であるため、オフィスや一般住宅等に比べて流動性が低いのではないか。

施設入居者・オペレータ・投資家の論点



5. 対応の方向性

- i 入居者の安定居住を確保するためには、ヘルスケアリートが、万が一の場合に事業運営を承継するバックアップオペレータの配備等について配慮することが考えられるが、この手法が有効かどうか、またこれによる弊害はないか。
- ii 入居者にとって、ヘルスケアリートの都合によりサービス水準の低いオペレータに変更される等の不安、オペレータにとって、ヘルスケアリートから一方的に契約を解除されるのではないかと不安がある一方、ヘルスケアリート側からすれば、投資家保護の観点から問題のあるオペレーターは契約解除すべき状況も考えられる。これらの不安を払拭するためには、賃貸借契約等の解除・解約に一定のルールを設けること等が考えられるが、この手法が有効かどうか、またこれによる弊害はないか。
- iii 入居一時金の保全是入居者にとって、重要な問題であるので、オペレータにおいて入居一時金の未償却部分を保全する措置を講ずる方法が考えられるが、この手法が有効かどうか、またこれによる弊害はないか。
- iv 賃料収入はオペレーターの事業収支に大きく左右されるため、オペレータの財務内容や経営悪化は大きな問題であることから、投資家保護のためには、ヘルスケアリートがシニア向け住宅を取得する場合に、ヘルスケアリートに、オペレータの施設の事業収支等についての分析や、信用性の調査を行うなど十分なデューデリジェンスを求めることが重要であると考えられるが、この手法が有効かどうか、またこれによる弊害はないか。
- v ヘルスケアリートから運営を任されるオペレータが適切に評価されるためには、オペレータの信用力を測るための公的なオペレータ評価制度の導入が考えられるが、この手法が有効かどうか、またこれによる弊害はないか。