

# ヘルスケア施設への投資に付随する リスク・ファクターの適切な情報開示の手法

早稲田大学大学院創造理工学研究科 右橋俊毅 大野高裕

急速に高齢化が進む社会がヘルスケア施設の供給を強く必要としている一方で、オフィス・ビルや賃貸マンションに比べると、日本でのヘルスケア施設に対する投資の規模は商業不動産市場全体の中で僅かなシェアを占めるに過ぎない。本研究では、まず、商業不動産に投融資を行う投資家や金融機関が、その投融資の判断を適切に行うために必要となる、ヘルスケア施設に付随する特有のリスク・ファクターの特定を試みた。そしてこれらリスク・ファクターの開示の手法について、ヘルスケア施設と同じくオペレーショナル・アセットに分類されるホテルについて投資家はその評価に広く使用している方法を応用した。さらに上場する三つのヘルスケア施設特化型 J-REIT の開示状況を調べ、その差が投資口価格の変動に与える影響を市場データから検証した。

## Appropriate Disclosure for Risk Factors associated with Investments in Healthcare Properties

Waseda University Graduate School of Creative Science and Engineering  
Toshiki MIGIHASHI and Takahiro OHNO

**Abstract:** Compared with investments in residential and office buildings, investments in healthcare properties in Japan represent a small share of the commercial real estate market. Nevertheless, the need for such healthcare facilities is increasing with Japan's rapidly aging society so increased investment in this subclass of real estate assets is desirable. This paper aims to identify risk factors that are unique to healthcare properties, and which should be considered in making investment decisions. The appropriate disclosure of such risk factors is explored by applying and customizing established measures currently used to evaluate hotel properties. The impact of such disclosure on the market prices of healthcare J-REITs is also examined.

**Keywords:** commercial real estate, risk factor, healthcare property, REIT, operational asset, Summary Operating Statement, USALI, maximum affordable rent, GOP, management contract

### 1 はじめに

#### 1.1 研究の背景と目的

少子高齢化社会によるヘルスケア施設へ需要が増大する一方で、その供給に回る市場性資金はまだ低いレベルにとどまっている。商業不動産のなかでもヘルスケア施設についてはその事業の特性の理解が容易でなく、種々のリスク・ファクターを特定し評価することが難しいとされてきた。

本研究ではまず、ヘルスケア施設の投資評価に際して考慮すべき特有のリスク・ファクターを抽出し、その中から重要性があるものを特定する。その上でそれらがどの様に分類・定義されて開示されるのが望ましいかを検討する。さらに、上場するヘルスケア施設特化型 J-REIT 間の情報開示の差が、投資口価格の変動に影響を与えているかどうかを市場データから検証する。

本研究によりヘルスケア施設に対する投融資の市場の拡大、またその結果として市場規模の拡大・効率化、そして施設の供給を拡大させ流動性を高める

こと、さらには利用者の安定的な施設利用の実現に資することになるものと考え。さらには、病院等を含む他の事業用不動産へ市場性資金の投資の拡大といった実務的意義に加え、情報開示のレベルの差が商業不動産を裏付けとする投資商品の評価に与える影響を定量的に検証するといった研究の発展にも繋がるものと考え。

#### 1.2 研究の概要

本研究では、まず第 2 章でわが国の商業不動産市場の発展の経緯と現状と、その中でヘルスケア施設を投資の対象とするための市場整備の状況を概観する。第 3 章では賃貸マンションやオフィス・ビルなどの代表的な商業不動産（以降、オペレーショナル・アセットと対比させる場合に「一般の商業不動産」と呼ぶ）の投資評価に関する従来研究と実務慣行が、ヘルスケア施設に対してはその特徴故にそのまま適用できないことを明らかにする。その上でヘルスケア施設のリスク・ファクターを網羅的に取り出し、

事業収支の構造を分解して検討する過程を経て、重要性のあるリスク・ファクターの特定を行う。第4章では、同じオペレーショナル・アセットに属し商業不動産としての投融資の歴史も長く市場規模も大きいホテルの評価に使用されているユニフォーム・システム（以下 USALI（Uniform System of Accounts for the lodging Industry））で使用されている開示手法である「要約損益計算書」を参考にし、ヘルスケア施設への応用を考える。続いて第5章では、ヘルスケア施設のリスク・ファクターの開示に要約損益計算書が有用性を持つことを、J-REITの開示データと価格データを参照しながら実証する。

## 2 商業不動産市場とヘルスケア施設

### 2.1 商業不動産の市場概観

本研究で商業不動産とは、不動産をテナントに賃貸しその賃料を投資収益として享受する目的で保有される不動産の中で、J-REIT や私募不動産ファンドなどにより保有されているものを指す。バブル経済崩壊から金融機関の不良債権の処理の試行錯誤の期間を経て、わが国における商業不動産の価格評価は、2000年以降は英米流の収益還元法によるのが主流となった。また不動産流動化・証券化手法の発展、さらにこれらに負債性資金を供給するノンリコース・ファイナンスの普及が、商業不動産の市場の拡大を下支えしてきた。

取引の規模が大きい典型的な商業不動産としては、前述の「一般の商業不動産」に加え、ショッピングセンターや物流施設などが挙げられる。不動産証券化協会[1]や谷山[2]などの調査から、その市場規模は全体で30兆円内外に達していると考えられている。

### 2.2 商業不動産としてのヘルスケア施設

不動産証券化協会[1]や三井住友トラスト基礎研究所[3]によれば、需要の増大に比べ不動産私募ファンドやJ-REITによるヘルスケア施設の保有は小さい規模に留まっている。その原因として、「適切なデュー・デリジェンス（対象の不動産にかかる重要事

項の調査）の手法が確立あるいは認知されていないこと」や、「個々のヘルスケア施設に係わる情報開示が十分でない（種々の事情で難しい）こと」が指摘されてきた。

### 2.3 ヘルスケア施設を巡る最近の市場の動向

2012年以降、官民各所で、ヘルスケア施設の供給促進に不動産流動化手法を活用するための方策や制度の改変が検討されてきた。国土交通省土地・建設産業局[4]がこれらの動きを総括して2014年6月に公表したのが「高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケア REIT の活用に係るガイドライン」（以下、「ガイドライン」）である。これはヘルスケア施設特化型 J-REIT 上場のための体制整備の要件を大枠で示したもので、2014年11月以降これまでに3つのヘルスケア施設特化型の J-REIT の上場が実現する契機となった。

## 3 従来研究と実務慣行

### 3.1 商業不動産に共通するリスク・ファクター

商業不動産に共通して投資家が開示を必要と考えるリスク・ファクターについては、以下①～⑤が市場のコンセンサスを得ていると思われる。一般の商業不動産での取引関係は比較的単純であり、個別の不動産毎に必要な要素が異なることも少ない。

- ① 土地と建物の権利関係、周辺環境や築年数などの現況
- ② 賃貸借契約の内容
- ③ その他当事者（アセット・マネージャー、プロパティ・マネージャー等）の情報
- ④ 詳細な不動産収支実績に基づいた不動産鑑定評価書
- ⑤ エンジニアリング・レポート（工学的な観点からの、再調達価格、修繕費用、地震による損失額の確認を目的とするもの）

これらの開示はすでに広く統一的に行われており、ヘルスケア施設についても同等程度の開示が行われることに何ら問題はないものと思われる。

### 3.2 オペレーショナル・アセットにかかる従来研究と実務慣行

芳賀、大野、上原[5]および永井[6]ではオペレーショナル・アセットの賃料負担能力に着目し、商業不動産の中での位置付けについて分析を行った。また御旅屋[7]では、特にヘルスケア施設の賃料負担能力の源泉を賃借人であるオペレーター（介護事業者等）の財務健全性や事業運営能力に求め、これらをリスク・ファクターに含めて投資判断における重要性の大小関係进行评估している。オペレーショナル・アセットの賃料を事業収益からのみ賄う場合には GOP（Gross Operating Profit）が負担可能賃料の上限となるが、他方で、当該アセットの競争力を維持するための什器備品の更新費用を含む営業外費用も GOP の中から負担されなければならない。これはオペレーショナル・アセットの投資評価に、オペレーターの事業運営能力が密接に関連することを意味するものである。米国ではヘルスケア施設特化型の REIT が全 REIT 市場の 10% を超えるまでに拡大しているが、関[8]では、非監査対象である賃料負担能力を示す指標を REIT が自発的に開示してきたことがその拡大に貢献してきたとしている。

### 3.3 ヘルスケア施設が特徴的なリスク・ファクターを持つ理由

図 1 では、商業不動産としてのヘルスケア施設に関わる主要な関係当事者とその相関を示した。賃貸マンションやオフィスにおいては、テナントの属性（注1）は当該不動産の評価上はあまり重要性を持たない（注2）。ところが福山[9]および村木[10]などでは、ヘルスケア施設では賃借人たるオペレーターにより営まれる事業の収支が適切な負担可能賃料の水準に直結し、不動産の評価に影響を与えるという点で大きく異なるとする。さらに村木[10]は、事業収支と負担可能賃料の適切な評価に基づいたヘルスケア施設の評価こそが、不動産鑑定評価におけるグローバル・スタンダードである「国際評価基準」や「英国チャータード・サーベイヤーズ協会評価基準」と整合性

を持ち得るとしている。

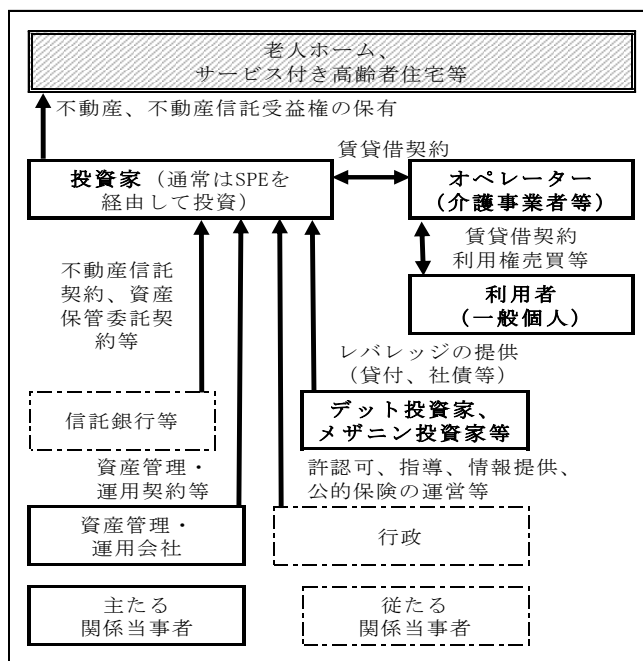


図 1 ヘルスケア施設への投資スキーム

## 4 リスク・ファクターの特定

### 4.1 ヘルスケア施設の事業収支の構造

オペレーターは介護保険対象外の介護サービスや生活サービスをも当該施設で行うことを前提としているのが普通である。

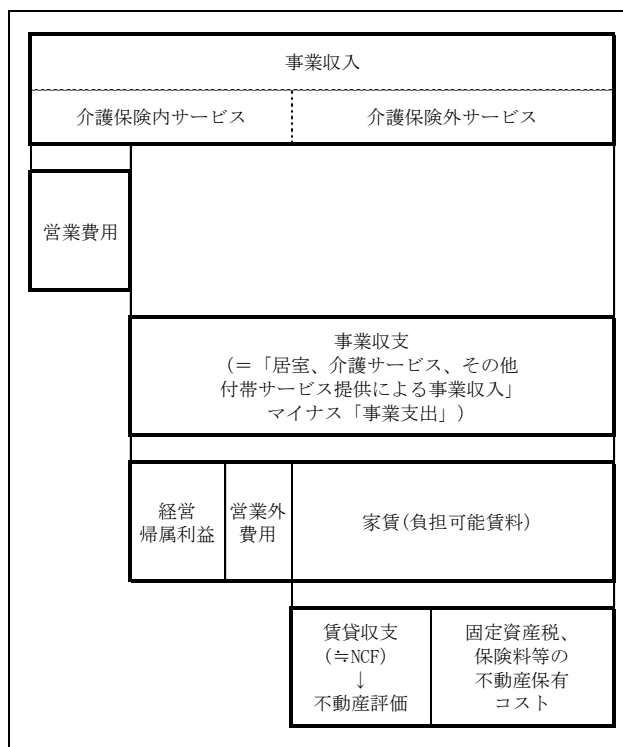


図 2 ヘルスケア施設の事業収支と賃貸収支の構造

図 2 では福山[8]を参考にして、ヘルスケア施設の事業収支が一般の商業不動産の賃貸収支よりも多くの要素を含むことを簡略化して示した。

また、ヘルスケア施設の事業収入は、介護保険の対象か否かにより、表 1 のように分類することが可能である。

表 1 ヘルスケア施設の事業収支の分類

事業収支の種類	自御意収支の詳細
1a. 介護保険内サービス	1a-1. 介護保険収入および介護保険利用者自己負担額
1b. 介護保険外サービス	1b-1. 介護保険対象外の介護サービス 1b-2. 生活サービス等 1b-3. 月額利用料（家賃および管理費相当部分） 1b-4. 月額利用料（食費相当部分） 1b-5. 月額利用料（水光熱費相当部分） 1b-6. イベント費用（誕生日、季節の行事等） 1b-7. 入居一時金償却額

ヘルスケア施設の事業収支への理解が十分でない場合、いわゆる「ホテルコスト」に相当する 1-b3 および 1b-5 の月額利用料のみを重視する傾向がある。しかし 1a の介護保険内サービスのみならず介護保険対象外の介護サービス(1b-1)や生活サービス(1b-2)も多くのオペレーターにとっては重要な収益の源泉であり、これらも考慮することが当該ヘルスケア施設の評価に重要であると考えられる。

#### 4.2 ヘルスケア施設のリスク・ファクター

「ガイドライン」で要請されている情報開示や利用者への配慮の内容は「適切に」という表現を多用したものに留まっており、具体的な開示項目やその定義、計算方法、あるいは配慮のための具体的方法は定められていない。

表 2 はヘルスケア施設に付随するリスク・ファクターを、他の商業不動産と共通するものも含めて、その重要性の大小にかかわらずリストアップしたものである。

表 2 ヘルスケア施設に付随するリスクの分類

リスクの種類	リスクの詳細
2a. 不動産に付随するもの	2a-1. 不動産の権利関係 2a-2. 立地条件 2a-3. 建物の構造等 2a-4. 不動産としての汎用性
2b. 賃貸借契約に付随するもの	2b-1. 契約期間 2b-2. 賃料水準とその妥当性
2c. 関連当事者に付随するもの	2c-1. アセット・マネージャー、プロパティ・マネージャーの能力 2c-2. 当該施設で運営される事業の運営状況、収支の状況 2c-3. オペレーターの事業運営能力（他の同業者との比較） 2c-4. オペレーターの財務健全性に関する情報
2d. 外的要因	2d-1. 当該不動産が存する地域での事業環境 2d-2. 行政の施策の見直し等の影響（介護保険制度の変更等）

#### 4.3 重要なリスク・ファクターの抽出

表 2 に記したリスク・ファクターの中で、4.1 で記したヘルスケア施設の事業収支の構造と照らし合わせて、個々の事業収支の項目の妥当性や、妥当な事業収支を実現するためのオペレーターの運営能力の評価に直結するか否かの観点から、特にヘルスケア施設について重要性があると判断したものを表 3 にまとめた。この判断を行った観点と理由とともに記載する。

表 3 に含めなかった 2a-4 および 2c-4 についてその重要性を指摘する意見があるが、以下の①および②の理由から、本研究では重要性は比較的低いものと判断している。

##### ① 不動産としての汎用性（2a-4）

そもそもの事業運営に不適切な立地かどうかの判断は開発着手前に行われており、また稼働状況などから容易である。多くの有力オペレーターが存在する現在では、オペレーターの破綻による用途の転用を、可能性の高いシナリオとして考慮すべき必要は低い。

表3 ヘルスケア施設に付随する重要なリスク・ファクター

重要なリスク・ファクター( ()内は表2で対応する項目の番号)	判断を行った観点と理由
3a. 賃貸借契約に付随するリスク・ファクター (2b-1および 2b-2)	3a-1. オペレーターが得る収益が負担するコストに見合うかを検証するための基礎情報であること。
3b. 当該施設で運営される事業の運営状況、収支の状況 (2c-2)	3b-1. オペレーターの賃料支払能力に依拠するだけでなく、実際の入居状況に基づいた施設の稼働率を、事業内容の種類毎に分別して把握する。 3b-2. 情報開示に対する抵抗感や、開示した情報の流出による運営上の不利益(注)に対する不安があり、情報開示がされにくいので留意が必要である。 3b-3. 当該不動産が売却された場合の、ヘルスケア施設としての運営の継続性の確保(注)に対する利用者の不安に留意する必要がある。 3b-4. オーナーの投資収益の追及が、利用者に対するサービス水準に悪影響を与えるのではないかという不安にも留意する。
3c. オペレーターの事業運営能力 (2c-3)	3c-1. オペレーターが過去の実績値に相応しい事業運営を今後も行えるかどうかを判断する。 3c-2. 将来に何らかの事由によりオペレーターが交代した場合に新しいオペレーターが同程度の事業運営を行えるか否かを検討する。
3d. 行政の施策の見直し等の影響 (2d-2)	3d-1. 最も影響が大きいものとして、公定の介護報酬の改定や、介護施設の総量規制などが挙げられる。 3d-2. 過去5回の見直しでの介護報酬の改定は、ヘルスケア施設の事業性よりも介護保険の財政事情を考慮した行政当局の判断で決定されている傾向が強い。 3d-3. 定量的な評価が困難なものであり、定性的な手法によりリスク評価を行わねばならないものとして課題が残る

② オペレーターの財務健全性に関する情報(2c-4)  
「不動産の汎用性」にけると同様に、代替オペレーターが見つからない状況を可能性の高いシナリオとして考慮すべき必要性は低い。また一時金の保全措置の状況の内容が利用の判断上の大きな要素と考えられていた時期があったが、現在では法令等により金額の制限や一定の保全措置が取られるようになってきている。

## 5 ヘルスケア施設へのUSALIの応用

### 5.1 ホテルに関する従来研究と実務慣行

ホテルは、オペレーターの事業運営能力、そして事業収支と負担可能賃料が着目されることなど、投資判断の手法上もヘルスケア施設に極めて類似したアセットである。他にもホテルでは、テナントと超長期(5年~20年以上)の契約が通常であること、宿泊・料飲・宴会他の付帯サービス等の売上区分、多数の専門オペレーターの存在、躯体以外の設備やオペレーターの運営手腕に不動産が生み出すキャッシュ・フローが大きく左右されること、様々なサービスを付加してエンド・ユーザーである宿泊客に施設を利用してもらうということ等が挙げられ、ヘルスケア施設と類似する特徴が多い。

ホテルの経営・運営に特徴的なこととして、山口、青木、北岡[11]では、宿泊・料飲・宴会という異なる事業を同一の不動産の中で営み、事業は相互に独立しながらも一方で共通の費用が多額に存在するという点を指摘している。これは、ヘルスケア施設において居室提供・食事・介護サービスの提供が、利用者のニーズに応じて一体的に提供されている状況と類似性を有している。

なおホテルでは「経営」と「運営」が分離された「管理運営委託契約方式」が多く観られる。他のオペレーショナル・アセットではあまり例がないが、これはホテルでは運営者の運営能力が高度化・大規模化し、資産の保有や多くの人員の雇用を運営者が行わずに運営ノウハウの提供だけを行うビジネスが

広く定着したことを背景としている。オペレーターが過大なリスクを取らずに運営のみに専念できるこのようなストラクチャーも、今後のヘルスケア施設の供給の拡大を図るための選択肢のひとつと考えられる。

## 5.2 ホテルの事業評価と USALI

米国では 1926 年にニューヨーク市ホテル協会 (American Hotel & Lodging Association) [12] が作成し改定を続けている USALI が広く用いられている。

USALI では、事業収支を利益率やコスト・マネジメント手法の異なる項目に分別して管理し、条件が異なる他のホテルとの同一基準での比較や効率的な経営分析を可能とする。本来は管理会計の手法であるが、それを超えてホテルの事業評価や商業不動産としての評価にも広く応用されている。USALI を本邦のホテルを含めた宿泊産業に適用するにあたっての利点と問題点を整理した研究がある (山口、青木、北岡[11]、清水、庵谷[13]、長谷川[14]など)。

USALI では、部門別収益から GOP の算出、当該ホテルの保有・経営・運営の各当事者への収益の配分の過程が示される。

図 3 では福山[8]を参考にして、USALI でのホテルの事業収支と各当事者への収支の配分の関係を視覚的に表現した。

ホテルの賃料が事業収益のみから賄われるとすれば、GOP が負担可能賃料の上限となる。運営者と経営者への分配は GOP が減少した場合でも賃料支払いに支障を来さないためのバッファとなり、逆に GOP が増加した場合は分配も増える。したがって、賃料を安定的に負担できるだけの GOP を稼ぐためのインセンティブを、経営者と運営者が持つような賃料設定が重要になると考えられる。この事業収支と家賃負担能力の関係は、ヘルスケア施設においても全く同様に成立する。

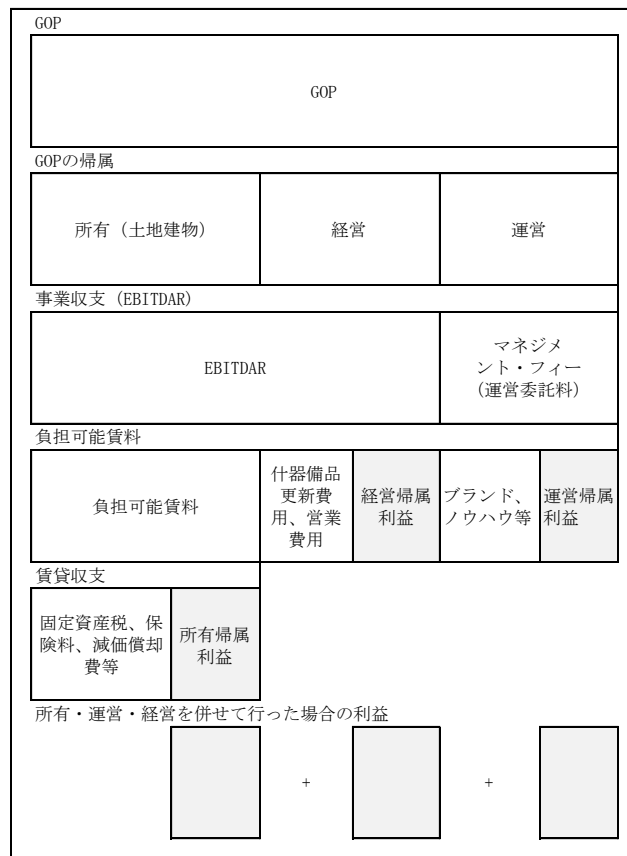


図 3 ホテル (管理運営委託方式) における事業収支と賃貸収支の構造

## 5.3 事業収支項目の対応関係

不特定多数のエンド・ユーザーにその寝泊りのための場所と食事その他の付帯サービスを提供するという機能の類似性から、ヘルスケア施設にも USALI 的な管理会計手法を適用することは可能であり、また単に一部の収支だけを利用した分析よりもずっと意味があるものと思われる。USALI での事業収支等の分類と、表 1 に記載したヘルスケア施設の事業収支の項目との対応関係を表 4 のように整理した。

ヘルスケア施設の事業収支について表 1 の様な情報開示が可能なら、4(i)~4(vii)の情報なく 4(viii)b~4(xi)の情報のみに依拠した不動産評価よりも、オペレーショナル・アセットとしての事業評価の折り込みという点で優位性を得ることができる。

表 4 USALI の要約損益計算書とヘルスケア施設の事業収支の対応関係

USALI での 収支項目	ヘルスケア施設における 対応項目( ) 内は表 1 で対応する項番)
4(i) 売上高	
4(i)a 客室部門	<ul style="list-style-type: none"> <li>月額利用料(家賃および管理費相当部分)(1b-3)</li> <li>水道光熱費相当部分(1b-5)</li> <li>入居一時金償却額(1b-7)</li> <li>月額利用料(食費相当部分)(1b-4)</li> <li>イベント費用(誕生日、季節の行事等)(1b-6)</li> <li>介護保険収入および介護保険利用者自己負担額(1a-1)</li> <li>介護保険対象外の介護サービス(1b-1)</li> <li>生活サービス等(1b-2)</li> </ul>
4(i)b 料飲部門	
4(i)c 宴会部門	
4(i)d その他営業部門	
4(i)e その他の収益	
4(ii) 部門費用	
4(ii)a 客室部門	同上
4(ii)b 料飲部門	
4(ii)c 宴会部門	
4(iii) 部門利益(=4(i)-4(ii))	
4(iv) 共通(配賦不能)営業費用	
4(iv)a 一般管理費	同左
4(iv)b 電話・情報システム	
4(iv)c セールス・マーケティング	
4(iv)d 施設運営・維持	
4(iv)e 水道光熱費	
4(v) 営業総利益(=4(iii)-4(iv))	
4(vi) マネジメント・フィー(運営者の収入)・・・FC におけるロイヤルティー支払、本部経費等	
4(vii) 営業外損益控除前営業利益(=4(v)-4(vi))	
4(viii) 経営者の営業外損益	
4(viii)a 営業外収入	同左
4(viii)b 家賃	
4(viii)c その他営業外費用	
4(viii)d 什器備品の更新費用・準備金	
4(ix) 経営者への帰属利益(=4(vii)-4(viii))(運営者と 経営者が同一の場合、帰属利益は 4(vi)+4(ix))	
4(x) 不動産保有者の負担する営業外費用	
4(x)a 公租公課	同左
4(x)b 保険料	
4(x)c 固定資産償却費用	
4(xi) 不動産保有者への帰属利益(=4(viii)-4(x))	

商業不動産としての価格評価を 4(xi)の NCF をベースとする収益還元法による評価を行うのは同じだが、GOP から想定される負担可能家賃に比べ、「実際の家賃が過大・過小になっていないか」、あるいは「営業外費用の金額が事業の維持継続に必要な水準になっているか(特に什器備品の更新費用とその準備金)」などのチェックが可能となる。すなわち、NCF の妥当性につき検証ができ、必要な場合には調整を加えることができるのである。

## 6 ヘルスケア施設特化型 J-REIT の開示

### 6.1 事業収支の開示の現状と J-REIT 間での差異

上場している三つのヘルスケア施設特化型 J-REIT はいずれも、個々の施設毎にオペレーターと当該施設についての事業性の確認を行い、事業収支についても現状と将来に渡って検証し、投資の適格性のチェックを行っているとしている。このように事業収支の分析の重要性を J-REIT 自身が認識している一方で、個別施設ごとの事業収支の詳細については「センシティブな情報」であるとして、開示は行われていない。代わりに表 5 中の 1~4 のような情報について、ポートフォリオ全体もしくは数値区分毎の構成割合の開示を一部の銘柄が行われている。

表 5 ヘルスケア施設特化型 J-REIT の事業収支にかかる情報開示の状況

名称・証券コード			
	ヘルスケア J-REIT A	ヘルスケア J-REIT B	ヘルスケア J-REIT C
上場年			
	2014	2015	2015
1	賃料負担能力(注3)別ポートフォリオ分散		
	○		
2	介護報酬割合(注4)別ポートフォリオ分散		
	○		
3	入居一時金の償却割合		
	○		○
4	個別物件毎の入居率(注5)		
	○	△(上場時のみ)	○

(○印では、情報開示が決算ごとに継続的に更新)

### 6.2 開示情報からの要約損益計算書の作成

三つのヘルスケア施設特化型 J-REIT は、個別物

件レベル・ポートフォリオ全体レベルのいずれでも、要約損益計算書の全項目を埋めるに足る情報は開示していない。一方で以下①・②のような差が銘柄間で存在する。

**表 6 J-REIT A の開示データを利用して作成した要約損益計算書**

(項目番号は表 4 に対応)	201510 期	201604 期
4(i) 売上高	非開示	非開示
4(ii) 部門費用	非開示	非開示
4(iii) 部門利益 (=1-2)	非開示	非開示
4(iv) 共通営業費用	非開示	非開示
4(v) 部門利益(=1-2)	非開示	非開示
4(vi) 共通 (配賦不能) 営業費用	非開示	非開示
4(vii) オペレーターの営業外損益控除前営業利益 (=5-6)	111 百万円	156 百万円
4(viii) オペレーターが享受・負担する営業外損益	非開示	非開示
• 賃料	556 百万円	667 百万円
• 減価償却費(注 6) (オペレーター負担の什器備品にかかる)	111 百万円	111 百万円
• その他営業外損益	非開示	非開示
4(ix) オペレーターへの帰属利益	非開示	非開示
4(x) 不動産保有者が負担する営業外費用	184 百万円	225 百万円
• 公租公課	31 百万円	37 百万円
• 保険料	1 百万円	1 百万円
• 固定資産償却費用	152 百万円	187 百万円
4(xi) 不動産保有者への帰属利益	非開示	非開示
賃料負担力	1.4 倍	1.4 倍
総居室数	1,558 室	1,556 室

- ① 事業収支にかかる情報開示は J-REIT A、C、B の順に充実
- ② J-REIT A は唯一、事業収支の継続開示を限定

的ではあるが行っている。

J-REIT A につき、要約損益計算書の各計算項目を部分的ではあるが、開示情報を利用して埋めたのが表 6 である。

### 6.3 J-REIT の株価ベータ値

開示の状況をも包含したうえでの個々の J-REIT への評価の指標として「株価ベータ値」を利用する。これは J-REIT が、商業不動産を裏付けとした安定したキャッシュ・フローに基づくミドル・リスク・ミドル・リターン金融資産として認識されていることから、低い正のベータ値が J-REIT としての適切な運営に対する市場の評価を示す指標とであると考えるからである。一方で J-REIT への投資判断で重用されている分配金利回りは、個別の銘柄毎に異なるメイン・スポンサー、ポートフォリオ地域分散、物件種別構成、LTV、主なオペレーター等に大きく影響を受けることから、本研究では指標として使用しない。なお、株式市場全体の値動きを示す指標としては TOPIX を使用した。

J-REIT 全体とヘルスケア施設特化型 J-REIT 以外の主要な J-REIT について株価ベータ値を計算した結果が表 7 である。

**表 7 各種 J-REIT の投資口価格ベータ値**

(2016/1/1-2016/12/30 の 245 営業日を対象に計算)

	ベータ値
東証 REIT 指数 (J-REIT 全体)	0.325
日本ビルファンド投資法人 (オフィス・ビル主体)	0.318
アドバンス・レジデンス (賃貸マンション主体)	0.218
日本リテール・ファンド (商業施設主体)	0.342
日本ホテル・リート (ホテル)	0.483
日本プロロジス・リート (物流施設主体)	0.304
(参考) 日経平均 225	1.013

対象とした銘柄は、投資の対象とする商業不動産



の種類を同じとするものの中から、2016年11月末時点で時価総額の最も大きいものを選択した。投資対象を一定の不動産に限定し、キャッシュ・フローが長期の賃貸借契約に裏付けられた J-REIT のベータ値は、東証 REIT 指数で 0.325 と、投資口価格の安定性の高さを示している。

より安定的なアセット・クラスとされるオフィス・ビルや賃貸マンションに投資する J-REIT のベータ値は、東証 REIT 指数のベータ値を下回っている。

#### 6.4 ヘルスケア施設特化型 J-REIT のベータ値

三つのヘルスケア施設特化型 J-REIT のベータ値を一覧にしたのが表 8 である。全ての銘柄が、東証 REIT 指数よりも低いベータ値を示している。またいずれの銘柄も、一般に安定的な商業不動産とみなされているオフィス・ビルに投資している日本ビルファンド投資法人のベータ値をも下回っている。同じオペレーショナル・アセットでも、介護という社会の医療・福祉ニーズを背景とするヘルスケア施設のキャッシュ・フローは、ホテルよりも景気動向の影響を受けにくい。ヘルスケア施設特化型の J-REIT のキャッシュ・フローの安定性は市場から高く評価されていることがこのベータ値で裏付けられているものと考えられる。

表 8 ヘルスケア施設特化型 J-REIT のベータ値

(対象期間は表 4 と同じ)

	ベータ値(2016/1 - 2016/12 の 1 年間)	ベータ(2015/1 - 2016/12 の 2 年間)
J-REIT A	0.181	0.225
J-REIT B	0.269	n/a
J-REIT C	0.290	n/a
東証 REIT 指数	0.325	0.351
(参考) 日本ビルファンド投資法人	0.318	0.354

#### 6.5 事業収支の開示のレベル差の影響

さらに 6.1 でみた情報開示のレベルの差が、ヘルスケア施設特化型 J-REIT への評価にどう影響して

いるかを考察する。最も開示の充実した J-REIT A と、開示の範囲が狭い J-REIT B の投資口価格の変動率について行った回帰分析の結果は、以下の通りであった。

$$r(A) = 0.012\% + 0.475 r(B) + \varepsilon$$

(ベータ値にかかる t 値 10.158、p 値 0.000)

すなわち、J-REIT A の価格変化率は J-REIT B に比べ有意に低いことが確認された。J-REIT A と B の 2016 年中の価格変化率をプロットしたのが図 4 である。低い正の相関が観察される。

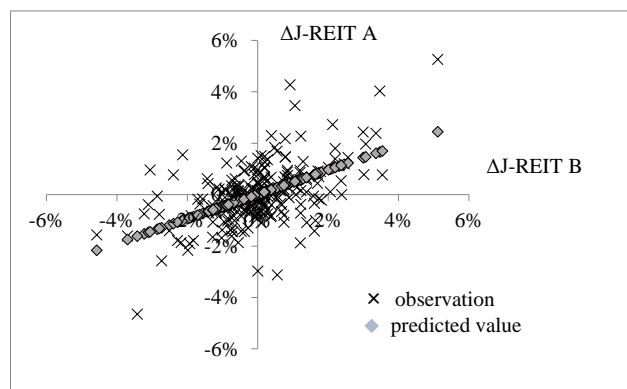


図 4 J-REIT A と J-REIT B の投資口価格の変動率の相関 TOPIX

J-REIT A と B はともに有力な金融機関をスポンサーに持ち、物件種別・LTV・オペレーター分布などでも大きな差異はなく (J-REIT C のスポンサーは他のアセット・クラスに投資する複数の J-REIT のスポンサーでもあるが、旧財閥系企業や大手金融機関などをスポンサーとする J-REIT に比べると投資口価格の安定性や NAV 倍率は一般に低く評価されている)、地域分布では三大都市圏の比率が高い J-REIT B がむしろ優勢にあるとも言える。大きく異なるのは保有するヘルスケア施設の事業収支にかかる情報開示である。J-REIT A が限定的といえ事業収支データを継続開示しているのに比べ、J-REIT B ではほとんど開示されていない。情報開示の差が、ベータ値で示される市場からの評価の差となって現れているものと考えられ、ヘルスケア施設の事業収

支にかかる情報開示の投資評価における有用性を示す証左と考えられるものと思う。

## 7 おわりに

### 7.1 情報開示の充実への方向性

個別物件毎の事業収支の開示がすぐには無理としても、ポートフォリオ全体の合計値や平均値と、数値区分毎の割合の開示をより多様な事業収支項目に拡大することにより、投資家への説明責任をより適切に果たすことができるものと考えられる。

また、ヘルスケア施設特化型 J-REIT が保有している施設は現時点では大半が固定賃料となっている。オペレーターの中には変動賃料（事業の業績に応じて賃料が変動する）による賃貸借契約を望む先もあると思われ、将来この種の物件を J-REIT が多く取得することになった場合には、三か月毎もしくは六か月毎の事業収支の開示を適切な形式で行うことが必要になると思われる。

### 7.2 補足的な情報開示

定量的な分析に加え、オペレーターの運営能力や経営の安定性等を主に定性的に評価を行い、開示することも重要である。評価の対象には以下の様なものが考えられる。

- ① 営業力（利用者の集客力）
- ② 職員体制（保有資格、介護報酬の加算をとれる体制か、等）
- ③ 法令遵守体制
- ④ オペレーターの財務内容(注7)
- ⑤ 利用者のクレームや要望への対応力
- ⑥ 第三者評価の実施状況

また上記の他に、各種の投融資の手法の利用の妨げになる契約条項等の有無の確認が重要である。

### 7.3 まとめ

本研究では、従来は商業不動産投資の実務家の感覚に大きく依拠してきたヘルスケア施設に特有リスク・ファクターについて、定性的・定量的な検討分

析を行うために必要な情報の抽出・特定と、それらの開示方法に、同じオペレーショナル・アセットであるホテルの事業収支の構造の開示に広く適用されている USALI を応用することを試みた。

オペレーターは投資家が気に付けにくい介護保険対象外の介護サービスや生活サービスをも当該施設で行うことを前提としているのが普通であり、USALI におけると同様に、ヘルスケア施設の評価にあたっては一切の事業収支を事業評価にあたって考慮する必要があるものとする。賃貸収支だけを対象とした開示や分析は、ヘルスケア施設の事業収支の重要な要素を見落としているものである。本研究で提案するヘルスケア施設のための「要約損益計算書」はこれらを網羅的に考慮しつつ、かつ主たる当事者が各々の立場で必要な計数を利用できる目的で考案したものである。

上場している三つのヘルスケア施設特化型 J-REIT の開示の実情は本研究で必要と考える水準にはいずれも達していないが、銘柄間で開示レベルに差が存在している。事業収支にかかる開示が最も充実している銘柄が、投資口価格の安定性の面で市場から評価を受けていることが検証できたのは、本研究で提示したリスク・ファクターとその開示手法が、定性・定量的な情報開示に含まれるべきリスク・ファクターやその開示の方法について一般性を持ち、投資評価の手法として利用され得る証左と考える。

今後さらに多くのヘルスケア施設特化型 J-REIT 上場が進めば、投資判断のための情報開示が進展し洗練され、並行して公開データの蓄積が進むことが予想される。本研究に続けて、これらリスク・ファクターを独立変数とした重回帰分析等の統計的手法により、その重要性について定量的な根拠を付与することも行う予定である。

## 謝辞

本研究は一般社団法人不動産流通経営協会の平成 27 年度研究助成のご支援をいただき、進められた。

## 注

- (1) テナントが個人か法人か、法人ならどのような業種か、あるいはその業容や損益の状況はどうか、といった事項。
- (2) 退去があっても市場賃料を負担する代替テナントを募集することが容易に可能であり、またテナントは特定の属性も限定されないということによって説明される
- (3) EBITDAR（営業利益、減価償却費および賃料の合計額）の賃料に対する倍率で、賃料支払に対する事業収支の余裕の程度を示す。これが1倍未満の場合は、賃料支払を当該施設からの事業収支賃だけで賄えないことを意味する
- (4) 売上高に対する介護保険給付の割合。
- (5) オペレーターとの賃貸借契約の存在をもって稼働率100%との数字が開示される中で、現実の稼働状況を知るために有用な情報である。
- (6) 居室あたりの投資額を百万円、償却年数を平均7年と仮定した。また、主要な什器備品のベッドの耐用年数が8年、冷暖房機が6年であることから、平均で7年と仮定し、定額償却として計算した。
- (7) 非上場企業の場合には財務内容に関する継続的情報開示を賃貸借契約上加える、もしくはオペレーターとの賃貸借契約（あるいは運営委託契約）を強制的に解除するトリガー条項を定性的な財務制限条項も含めて設定できれば有用である。

## 参考文献

- [1] 不動産証券化協会：“第10回会員対象不動産私募ファンド実態調査”、pp. 1-7 (2015)
- [2] 谷山智彦：“不動産投資商品市場”日本の不動産投資市場2015”、pp. 73-80、野村総合研究所(2015)
- [3] 三井住友トラスト基礎研究所：“海外におけるヘルスケアリートに関する調査研究報告書”、pp. 2-9(2016)
- [4] 国土交通省土地建設産業局：“高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケア・リートの活用に関するガイドライン”、pp. 1-4(2014)
- [5] 芳賀美紀子、大野高裕、上原衛：“ヘルスケア施設におけるリスク分析”不動産証券化ジャーナル、vol.15、pp. 52-63、不動産証券化協会(2013)
- [6] 永井雅之：“ヘルスケア・アセットの評価”不動産評価の新しい潮流、pp 217-224、住宅新報社(2009)
- [7] 御旅屋徹：“Overview シニア住宅投資市場の現状と鑑定評価上の主要論点”、プロパティマネジメント、9(2)、pp. 18-21、総合ユニコム(2008)
- [8] 関雄太：“ヘルスケア REIT の活用による医療・介護施設の供給増大と再編”野村資本市場クォーターリー、vol.18(2)、pp.106-117、野村資本市場研究所(2014)
- [9] 福山雄次：“レジャーアセットの評価”不動産評価の新しい潮流、pp 133-160、住宅新報社(2009)
- [10] 村木信爾：“事業用不動産としてのヘルスケアアセットの価値評価の特徴とグローバル・スタンダードの整合性について”MBR Review、No.11、pp.39-52、明治大学大学院グローバル・ビジネス研究科(2015)
- [11] 山口祐司、青木章通、北岡忠輝：“ホテル企業会計”、pp. 76-95、柴田書店(2009).
- [12] American Hotel & Lodging Association：“Uniform System of Accounts for the Lodging Industry 11th revised edition”、(2013)
- [13] 清水孝、庵谷治男：“わが国宿泊業における管理会計の実態”、早稲田商学、第424号(2010).
- [14] 長谷川恵一：“宿泊施設の統一会計報告様式にもとづいた管理会計情報の利用可能性”、早稲田商学、第434号(2013).