

平成 26 年度  
国土交通省 土地・建設産業局  
不動産市場整備課 委託業務

リート等による高齢者向け住宅等  
の取得等に関するモデル事業  
調査報告書

2015年3月

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

- 目次 -

頁

はじめに	- 4 -
1. 調査研究の概要	- 6 -
1.1 調査研究の目的と背景	- 6 -
(1) 調査研究の目的と背景	- 6 -
(2) リート等による高齢者向けの施設・住宅等の取得状況	- 6 -
(3) ヘルスケアリートにかかるガイドライン等の整備	- 10 -
1.2 モデル事業の実施概要とモデル事業者の選定	- 21 -
1.3 モデル事業者及びモデル案件	- 23 -
2. モデル案件の概要	- 24 -
2.1 モデル事業1	- 24 -
2.1.1 対象物件の概要	- 25 -
2.2 モデル事業2	- 29 -
2.2.1 モデル事業2のテーマ、目的	- 29 -
2.2.2 対象物件の概要	- 30 -
2.3 モデル事業3	- 31 -
2.3.1 モデル事業3のテーマ、目的	- 31 -
2.3.2 対象物件の概要	- 31 -
2.4 各モデル案件のヘルスケア施設取得プロセス及びスキームの概要	- 35 -
2.4.1 モデル案件1の不動産流動化スキーム	- 35 -
2.4.2 モデル案件2の不動産流動化スキーム	- 40 -
2.4.3 モデル案件3の不動産流動化スキーム	- 41 -
2.4.4 各モデル案件のスキームの比較	- 46 -
3. デューディリジェンスの目的と課題	- 50 -
3.1 デューディリジェンスの目的	- 50 -
3.2 デューディリジェンスと情報開示	- 52 -
3.3 ヘルスケア施設取得に先立つ調査、検討のプロセスと契約への反映	- 54 -
3.4 デューディリジェンスの項目と課題点	- 58 -
4. 各モデル案件におけるデューディリジェンスの実例	- 64 -
4.1 具体的な調査項目と情報提供等における課題等の整理	- 64 -
4.2.1 モデル事業1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社	- 67 -
4.2.2 モデル事業2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社	- 87 -

4.2.3	モデル事業3：株式会社学研ココファンホールディングス.....	88
4.3	デューディリジェンスにおいてオペレータや入居者の協力が必要な事項...	93
5	賃貸借契約書の主な内容.....	98
5.1	賃貸借契約書の位置づけと概要.....	98
5.2	本モデル事業における賃貸借契約書の規定内容.....	104
	(1)本モデル事業を通じ同様に取扱われている項目.....	104
	(2)本モデル事業の間で取扱いに差異がある項目.....	106
5.2.1	モデル事業1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社.....	107
5.2.2	モデル事業2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社.....	112
5.2.3	モデル事業3：株式会社学研ココファンホールディングス.....	116
5.3	賃貸借契約に関するまとめ.....	119
5.4	賃貸借契約書のひな型.....	122
6	モデル事業の個別調査テーマ（取り組み紹介事例）.....	123
6.1.1	不動産流動化スキームの主な機能と構成.....	123
6.1.2	リート等を利用するメリット.....	132
6.1.3	ヘルスケア施設特有の事象への配慮.....	139
6.1.4	オペレータとの関係構築にかかる取組み（事例）.....	146
6.2	モデル事業3：入居者等への説明等にかかる課題点と方策.....	148
	(1)入居者向け説明の概要.....	148
	(2)入居者向け説明における現場のニーズと課題点.....	148
	(3)事例（サンプル）の作成.....	151
7	おわりに.....	153

**【 調査報告書 別添資料 】**

- 1 . 調査報告書 資料編
  - 不動産デューディリジェンス関係資料
  - 事業デューディリジェンス関係資料
- 2 . モデル事業者1 デューディリジェンスの状況表
- 3 . モデル事業者3 デューディリジェンスの状況表
- 4 . 各モデル事業における賃貸借契約書の比較
- 5 . 説明会資料（説明書面サンプル）
- 6 . 説明会資料（説明資料サンプル）

## はじめに

高齢化社会の進展に伴って、総人口に対する高齢者人口の割合は急速に増加していくことが予想されており、65歳以上の高齢者の割合である高齢化率は、2000年には17.4%であったものが、2020年には29.1%と増加していき、2060年には40%近い水準にまで上昇する見込み<sup>1</sup>となっている。

こうした長期的な人口構造の変化の中で、65歳以上の高齢者人口は、2010年から2020年の間に約2,900万人から約3,600万人へ、高齢者の単身・夫婦世帯は、約1,040万世帯から約1,320万世帯になると予想されており<sup>2</sup>、現在は、65歳以上の人口、世帯数が10年間で約4分の1増加する、という急激な増加局面にある。

そのため、高齢者が必要な介護・医療を受けながら安心して暮らすことのできる高齢者向けの施設・住宅等<sup>3</sup>を供給することが急務となっており、2011年3月に閣議決定された「住生活基本計画」では、2005年に0.9%であった高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を、2020年には3～5%とすることが政策目標に掲げられている。

この政策目標を実現するためには、2020年までに約58万人から130万人分の高齢者向け住宅の新規供給が必要となるともいわれており、その主な推進策の一つとして、国土交通省・厚生労働省の共管により創設されたサービス付き高齢者向け住宅<sup>4</sup>は、2011年10月に登録が開始されて3年あまりで5,160棟、戸数は16.6万戸と急増しており<sup>5</sup>、その需要が強いことが伺える。

このような状況等を踏まえ、日本再興戦略（2013年6月14日閣議決定）において、「資金調達・運用ニーズに対応するため、ヘルスケアリートの組成に向けた環境整備を推進する」こととされており、環境整備のためのアクションプランが進められているところである。

<sup>1</sup> 出所：総務省統計局「国勢調査報告」及び国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」（2012年4月1月推計）

<sup>2</sup> 出所：国土交通省資料及び国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」（2012年4月1月推計）

<sup>3</sup> 高齢者向けの施設・住宅：高齢者向けの施設には、特別養護老人ホームや認知症高齢者グループホーム等、高齢者住宅には、サービス付き高齢者向け住宅等、様々な種類があるが、本稿における「高齢者向けの施設・住宅」は、それら高齢者向けの施設及び住宅の全体を指している。文脈上、対象施設等の種類を限定して表現する必要があるときは、呼称を別途定義する。

<sup>4</sup> サービス付き高齢者向け住宅：高齢者が安心して暮らせる住宅として、「高齢者住まい法」の改正により創設された住宅で、居室の広さや設備、バリアフリーといったハード面の整備に加え、ケアの専門家による安否確認や生活相談サービスを提供する。

<sup>5</sup> 出所：国土交通省ホームページ（2014年12月末時点）

ヘルスケアリートとは、高齢者向けの施設・住宅等や病院を取扱うリート<sup>6</sup>（不動産投資商品）のことであり、10年以上前から証券取引所に上場されている米国をはじめ、欧米では比較的一般的な投資商品として位置づけられており、我が国においても、2014年11月に、高齢者向けの施設・住宅等や病院を専門に取扱うリートとしては国内第1号のヘルスケアリートが東京証券取引所に上場されたところである。

今後、ヘルスケアリートによる投資が拡充されることで、高齢者向けの施設・住宅等に向けた資金調達が円滑化され、社会的な需要に対する施設供給が促進されることが期待されており、また、リートの商品が多様化することで、金融・資本市場の活性化につながるものと考えられる。

「リート等による高齢者向け住宅等の取得等に関するモデル事業」（以下、「本モデル事業」という。）は、日本再興戦略（2013年6月14日閣議決定）のアクションプランの一つとして、リート等が高齢者向けの施設・住宅等を取得・運用する際の留意点について整理するとともに、事例紹介等を行うことで、リートの資産運用会社、高齢者向けの施設・住宅等の施設運営事業者及び施設利用者等、ヘルスケアリートの関係者に、リートの仕組みや運営の実情等にかかる理解を深めてもらい、ヘルスケアリートの普及啓発を行うものである。

---

<sup>6</sup> リート（REIT）：投資家から集めた資金で不動産を購入し、賃貸収益や譲渡益などを投資家に分配する投資商品。オフィスビル、住宅、商業施設、物流施設、ホテル、インフラ施設及び高齢者向けの施設・住宅等が投資対象となっている。

## 1. 調査研究の概要

### 1.1 調査研究の目的と背景

#### (1) 調査研究の目的と背景

本モデル事業は、ヘルスケア施設を対象とした投資が進み、ガイドライン等が整備される中で、ガイドラインに記載された「5.ヘルスケア施設の取引に際し留意すべき事項」の内容を実際の投資案件で実践するとともに、実務的な課題点の整理等を行い、その結果を公表することによって、リートの資産運用会社、ヘルスケア施設を賃借してヘルスケア施設を運営する事業者（以下「オペレータ」という。）及び利用者等のヘルスケアリートの関係者によるヘルスケアリートの仕組みの理解を促進し、ヘルスケアリートの普及啓発に資するものである。

特に、ヘルスケアリートが適切に運営されるために重要なポイントになると想定される、同リートとオペレータ間の賃貸借契約及びデューディリジェンス項目等について、今後同リートを立ち上げようとする事業者等の参考となるよう、ひな形や調査項目の標準型等を、実際の投資案件等の事例から抽出し、整理、公表する。

#### (2) リート等による高齢者向けの施設・住宅等の取得状況

まず、リート等による高齢者向けの施設・住宅等の投資の現状をみると、投資対象施設の種類を特定せず、オフィスや共同住宅等、複数の種類の施設に投資するリート（総合型リートという）が、その投資資産（ポートフォリオ）の一部として購入したり、リートとは別の不動産流動化手法<sup>7</sup>による投資する形で流動化が行われてきた。

その後、2014年11月に、東京証券取引所に高齢者向けの施設・住宅等を専門に投資するヘルスケアリート第1号<sup>8</sup>が上場され、2015年3月に2つ目のヘルスケアリートが上場<sup>9</sup>した。

<sup>7</sup> 不動産流動化：不動産の保有者が、その不動産を他の保有資産から区分し、その資産の価値やその資産が生み出す収益を裏付けとして資金調達を行うこと。

<sup>8</sup> 日本ヘルスケア投資法人（資産運用会社は大和リアル・エステート・アセットマネジメント株式会社） 2014年11月5日 東京証券取引所上場

<sup>9</sup> ヘルスケア&メディカル投資法人（資産運用会社はヘルスケアアセットマネジメント株式会社） 2015年3月19日 東京証券取引所上場

リートの高齢者向けの施設・住宅等取得のプロセスは、個別の案件によって様々であるが、将来のヘルスケアリートの設立に向けて、私募ファンド<sup>10</sup>等の形で高齢者向けの施設・住宅等を先行的に取得しておき、ヘルスケアリートの立上げに伴い、当該施設を同リートが取得するという、段階的なプロセスになっていることが多い。

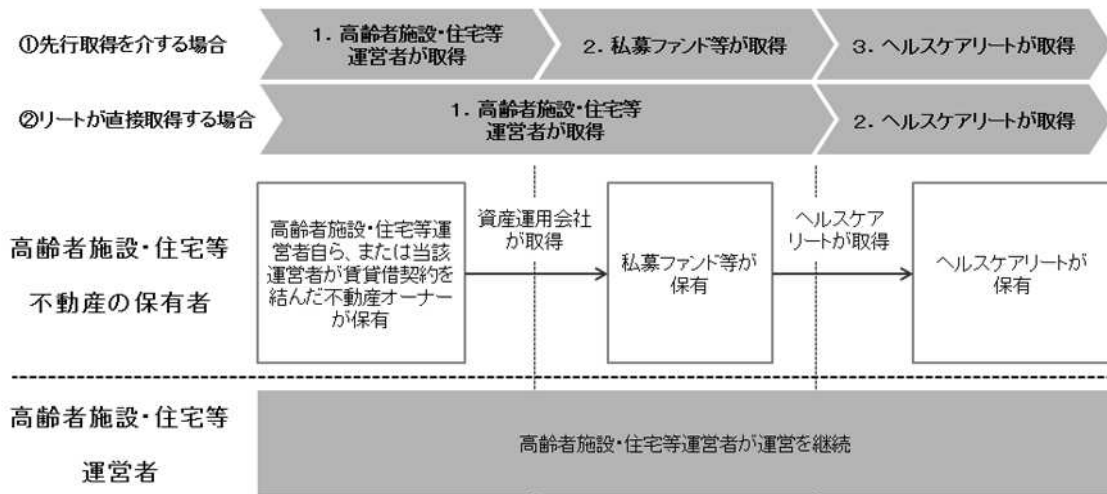
このほか、ヘルスケアリートの立上げ時や、運用資産を徐々に増加させ成長していく過程においては、段階的なプロセスを介さず、同リートが高齢者向けの施設・住宅等を直接取得するパターンが多くなる傾向が想定される。(図1参照。この図は一般的なプロセスを図示したものであり、他の具体的な事例等については、後記2.4等でおって解説する。)

---

<sup>10</sup> 私募ファンド：特定または少数の機関投資家等から資金を調達する不動産投資ファンド。



図 1 ヘルスケアリートの物件取得の流れ（一般的なプロセス）



（出所）デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

従って、ヘルスケアリートの準備段階として先行的に取得された状態においても、既に、将来その施設をリートが保有することを想定して、必要な調査等が行われ、契約が締結されていると考えられる。

このことから、本モデル事業における調査対象もリートのみ限定するのではなく、将来、リートを設立することを意図してリートとは別の形態で高齢者向けの施設・住宅等を取得するケースも含め、「リート等」としている。

次に、どのような高齢者向けの施設・住宅等に投資されているか概観する。

これまでに、上場されているリートが取得した高齢者向けの施設・住宅等は表1の通りであり、現時点においては、関東・近畿の大都市圏に立地している施設で、有料老人ホームを中心とした投資が行われているとみられる。

表 1 上場されているリートが取得した高齢者向けの施設・住宅等  
(取得物件数)

施設用途	物件数(件数)	資産額(億円)	総計に占める割合
事務所	1,214	79,093	49.3%
住居	2,260	35,469	22.1%
郊外型商業施設	173	13,649	8.5%
都市型商業施設	188	12,378	7.7%
物流施設	151	11,767	7.3%
ホテル	97	4,579	2.9%
高齢者施設・住宅等	31	423	0.3%
その他	79	3,151	2.0%
総計	4,193	160,509	100.0%

資産額：取得時の鑑定評価額ベース（取得後、売却されたものも含む）

調査日：2015年2月時点

(保有物件一覧)

リート名称	物件名	所在	用途	戸数(戸)	取得価格(億円)
アドバンス・レジデンス投資法人	ココファン日吉	神奈川県横浜市	サービス付高齢者向け住宅・診療所・店舗・教習所	85	10.5
	ライフ&シニアハウス港北2	神奈川県横浜市	有料老人ホーム	78	16.7
オリックス不動産投資法人	グッドタイムリビング新浦安	千葉県浦安市	有料老人ホーム	76	15.5
スタートアップロード投資法人	グループホームたのしい家 大正	大阪府大阪市	グループホーム	18	1.6
ヒューリックリート投資法人	アリア松原	東京都世田谷区	有料老人ホーム	96	32.4
	トラストガーデン桜新町	東京都世田谷区	有料老人ホーム	86	28.5
	トラストガーデン杉並宮前	東京都杉並区	有料老人ホーム	100	27.6
	トラストガーデン用賀の社	東京都世田谷区	有料老人ホーム	129	53.9
大和ハウス・レジデンシャル投資法人	アーバンリビング福毛	千葉県千葉市	有料老人ホーム	100	9.3
	油壺マリナーヒルズ	神奈川県三浦市	有料老人ホーム	106	11.0
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	ニチイホームたまプラーザ(底地)	神奈川県川崎市	有料老人ホームの底地	-	9.6
プレミア投資法人	芝浦アイランド ブルームタワー	東京都港区	住宅部分(964戸)、有料老人ホーム(84戸)、高齢者向け賃貸住宅(74戸)、診療所・店舗	注 158	55.0
日本ヘルスケア投資法人	ヴェルジェ枚方	大阪府枚方市	有料老人ホーム	104	9.5
	さわやかはーとらいふ西京極	京都府京都市	有料老人ホーム	84	7.5
	さわやかリバーサイド栗の木	新潟県新潟市	有料老人ホーム	35	7.7
	さわやか海響館	福岡県北九州市	有料老人ホーム	65	6.3
	さわやか大島参番館	福岡県北九州市	有料老人ホーム	50	2.9
	さわやか日の出館	新潟県新潟市	有料老人ホーム	50	9.5
	さわやか鳴水館	福岡県北九州市	有料老人ホーム	87	15.7
	スーパー・コートJR奈良駅前	奈良県奈良市	有料老人ホーム	155	5.9
	チャームスイート緑地公園	大阪府豊中市	有料老人ホーム	128	19.5
	ニチイケアセンター福島大森	福島県福島市	有料老人ホーム	52	12.8
	ラ・ナシカあらこがわ	愛知県名古屋	有料老人ホーム	100	2.7
	レストヴィラ衣笠山公園	神奈川県横須賀市	有料老人ホーム	104	18.4
	レストヴィラ広島光が丘	広島県広島市	有料老人ホーム	80	9.6
	レストヴィラ相模原中央	神奈川県相模原市	有料老人ホーム	80	11.7
ヘルスケア&メディカル投資法人	Cアミーユ神戸上沢	兵庫県神戸市	サービス付高齢者向け住宅	85	12.0
	Cアミーユ淡路駅前	大阪府大阪市	サービス付高齢者向け住宅	137	19.3
	アズハイム光が丘	東京都練馬区	有料老人ホーム	83	13.9
	アズハイム文京白山	東京都文京区	有料老人ホーム	50	14.3
	グッドタイムホーム不動前	東京都品川区	有料老人ホーム	61	17.4
	さわやか立花館	福岡県福岡市	有料老人ホーム	104	15.2
	さわやか和布刈館	福岡県北九州市	有料老人ホーム	95	13.8
	さわやか田川館	福岡県田川市	有料老人ホーム	60	3.9
	ボンセジュール兼野淡沢	神奈川県秦野市	有料老人ホーム	100	7.3
	ボンセジュール千歳船橋	東京都世田谷区	有料老人ホーム	42	8.2
	ボンセジュール日野	東京都日野市	有料老人ホーム	56	7.2
	ボンセジュール武蔵新城	神奈川県川崎市	有料老人ホーム	46	5.8
	レストヴィラあざみ野	神奈川県横浜市	有料老人ホーム	145	30.5
	レストヴィラ町田小野路	東京都町田市	有料老人ホーム	163	35.8
	アクアマリーン西宮浜	兵庫県西宮市	有料老人ホーム	90	19.5
	メディカルホームボンセジュール小牧	愛知県小牧市	有料老人ホーム	123	12.7
総計				3,646	648.1
リートが取得後、売却した物件は除く(2015年3月20日時点)			(1施設あたり平均)	88.9	15.4
(注)有料老人ホーム部分と高齢者向け賃貸住宅部分のみの戸数を記載			Jリート全体		134,824

(出所) Japan REIT 株式会社提供情報及び各投資法人開示資料よりデロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー集計

### (3) ヘルスケアリートにかかるガイドライン等の整備

本モデル事業を進めるにあたり、その背景として、高齢者向けの施設・住宅等において不動産証券化を活用することにかかる論点、課題点等がこれまでに検討され、その指針となるべきガイドライン等が整備されているので、それらについて整理する。

高齢者向けの施設・住宅等の需要の高まりに対して、ヘルスケアリート等の活用を通じた新たな資金調達手段の拡充への期待から、2012年度、国土交通省主催で開催された「ヘルスケア施設<sup>11</sup>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」において、高齢者向けの施設・住宅等の事業特性等に対し、不動産証券化<sup>12</sup>を活用することについて論点整理等がなされ、2013年3月にその取りまとめ結果が公表された。

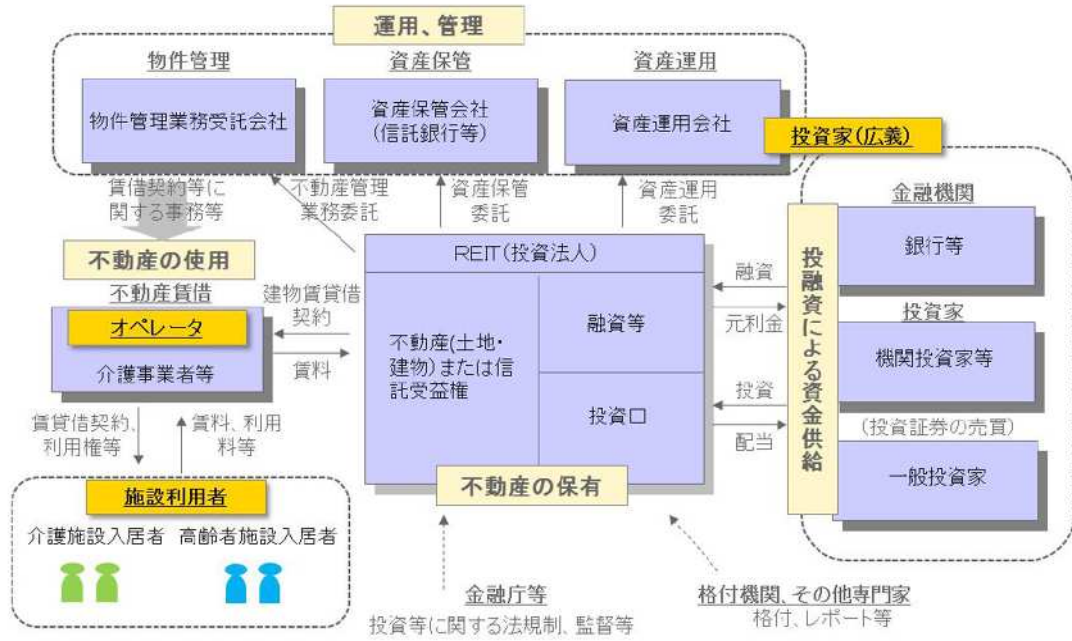
取りまとめでは、ヘルスケアリートの主な関係者（図2参照）を、ヘルスケアリートや投資家等の「広義の投資家」、ヘルスケアリートから高齢者向けの施設・住宅等の不動産を賃借して施設を運営する「オペレータ」及び入居者等の「施設利用者」と、大きく3者にわけ、それぞれの関係者の立場から、ヘルスケアリートを活用するとき想定されるメリットやデメリットを整理している。（同検討委員会での検討概要は表2の通り）

---

<sup>11</sup> この検討委員会では、高齢者向けの施設・住宅等全般を指して「ヘルスケア施設」と呼称している。本稿における調査分析対象とする「ヘルスケア施設」は別途定義する。

<sup>12</sup> 不動産証券化：不動産流動化を行う際、不動産の取得と管理のみを目的とした専門の会社や機関を設立して投資不動産を保有し、不動産から得られる収益を裏づけとした証券を発行して当該証券を投資家が購入することにより、投資家が間接的に不動産投資をすることが可能となる仕組み。リートも不動産証券化手法の一つである。

図 2 リートの主な関係者



(出所：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 報告書より抜粋)

表 2 検討会での整理項目と提言項目（抜粋）

NO.	検討項目	詳細	
1	検討委員会設置の背景と目的	1-1	ヘルスケア施設に関するわが国の資金調達の現状
		1-2	ヘルスケア施設に関する外国の証券化の事例
		1-3	検討委員会設置の目的
2	ヘルスケア施設とその証券化の現状	2-1	サービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム及び病院施設の現状
		2-2	ヘルスケア施設の規模
		2-3	ヘルスケア施設の耐震化の現状
		2-4	ヘルスケア施設の実例
		2-5	海外のヘルスケアリートについて～米国を中心に
3	ヘルスケアリート活用の論点	3-1	ヘルスケアリートの特性
		3-2	ヘルスケアリートの関係者
		3-3	関係者にとっての論点 (1) 利用者にとっての論点 (2) オペレータにとっての論点 (3) 投資家にとっての論点
4	ヘルスケアリートの方向性	4-1	普及啓発の実施
		4-2	ヘルスケアリートが留意すべき事項 (1) オペレータのモニタリング体制の拡充 (2) 賃貸借契約における合理的な条件設定 (3) リートによる適切なデューディリジェンスと内外への情報開示の実施
		4-3	オペレータの外部評価の充実
		4-4	ヘルスケア施設を核とした地域活性化

（出所）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 報告書より抜粋、加工

この検討委員会では、ヘルスケアリートの望ましい方向性として、普及啓発活動や、取扱いを拡充していく際に留意すべき事項等を提言しており、ヘルスケアリートが留意すべき事項として、オペレータのモニタリング体制の拡充、賃貸借契約における合理的な条件設定等が挙げられている。

また、これに関連し、リートや投資家から見た課題点として、高齢者向けの施設・住宅等に係る適切なデューディリジェンスの手法等が確立されていないことや、その前提となるべき、高齢者向けの施設・住宅等に係る情報開示が十分でないこと等が挙げられている。

デューディリジェンスとは、投資・金融分野の専門用語で、投資取引等の際、対象となる不動産等の資産等にかかる調査活動やその評価のことを指す。高齢者向けの施設・住宅等の分野において、その手法等の確立や、デューディリジェンスに必要な情報入手が十分にできていない、という指摘がなされた。

こうした指摘等を背景に、日本再興戦略（2013年6月14日閣議決定）をうけたアクションプランの一つとして、ヘルスケアリートを推進するうえでの環境整備のために、「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係るガイドライン」（以下、「ガイドライン」という。）が2014年6月27日に国土交通省から公表された。

このガイドラインには、高齢者向け住宅等の取得・運用に関し、リートの運用等を行う資産運用会社<sup>13</sup>が、ヘルスケア施設<sup>14</sup>の取引を行おうとするとき整備すべき組織体制や、取引に際して留意すべき事項等が整理されている。（主な内容は表3の通り）

---

<sup>13</sup> 資産運用会社：リートの投資法人から委託を受けて投資法人の資産を運用する会社。リートの投資法人は、国土交通大臣に取引一任代理等の認可を受けた資産運用会社に資産の運用を委託しなければならない。

<sup>14</sup> ヘルスケア施設：ガイドラインが対象とする施設であり、高齢者の居住の安定確保に関する法律（平成13年法律第26号）第5条に規定する「サービス付き高齢者向け住宅」、老人福祉法（昭和38年法律第133号）第29条に規定する「有料老人ホーム」及び同法第5条の2第6項に基づく「認知症高齢者グループホーム」をいう。

表 3 ガイドライン抜粋(ヘルスケア施設の取引を行おうとするとき整備すべき組織体制及び取引に際して留意すべき事項)

留意事項	項目	
<b>4. 取引一任代理等の認可申請等に際して資産運用会社が整備すべき組織体制</b> (資産運用会社は、ヘルスケア施設の取引を行う場合、次のいずれかを満たすこととする)	(a)	一定の経験を有する重要な使用人の配置
	(b)	外部専門家からの助言
	(c)	投資委員会等への外部専門家の配置
	(d)	その他(上記 a から c までに掲げるものに相当する専門家が関与すること)
<b>5. ヘルスケア施設の取引に際し留意すべき事項</b> (資産運用会社は、ヘルスケア施設を円滑に取引するため、次のように対応することが望ましい)	(1)	オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握
	(2)	情報の収集及び開示
	(3)	利用者への配慮事項
	(a)	ヘルスケアリートの仕組みの周知
	(b)	ヘルスケア施設の適切な運営の確認
	(c)	ヘルスケア施設の適切な運営の確保
	(d)	その他

(出所) 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係るガイドラインより抜粋、加工

ガイドラインでは、資産運用会社が「ヘルスケア施設の取引に際し留意すべき事項」として、(1)オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握、(2)情報の収集及び開示、(3)利用者(入居者等)への配慮、の3項目について、以下の通り、具体的な対応指針が整理されている。

(ガイドライン 5.(1)～(3)より抜粋、一部加工)

(1) オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握

資産運用会社は、オペレータの運営状況を適切に把握できるよう、オペレータとの緊密なコミュニケーションに基づいた信頼関係を相互に構築することが望ましい。

また、資産運用会社は、ヘルスケア施設の取引時に実施される不動産鑑定評価が、評価対象不動産の事業特性を踏まえた当該事業の持続性・安定性について分析を行っていることを確認することが望ましい。さらに、必要に応じて、資産運用会社自らも、取引を行うヘルスケア施設に赴き、施設長などのヘルスケア施設の運営責任者へのヒアリング等を通じ、オペレータが適切

に運営していることを確認することが望ましい。

(2) 情報の収集及び開示

資産運用会社がオペレータに提示を求める情報及び投資家への情報開示については、後記の規則等 及び を、また、投資家への情報開示については、後記の規則等 を参考にすることを推奨する。

(3) 利用者への配慮事項

資産運用会社は、リートの運用対象としてヘルスケア施設の取引を行う場合、利用者に不安を抱かせることのないよう、以下のa. からc. までの内容について、適切に対応することが望ましい。

a. ヘルスケアリートの仕組みの周知

オペレータが利用者にヘルスケアリートの仕組み(例えば、施設の大家はリートであり、施設のサービスはオペレータが提供していること、リートは運用対象施設を長期保有することが原則であること等)並びにリート等の実績及び取組み等を十分に周知させるよう、資産運用会社はオペレータに働きかけ、必要に応じて資産運用会社自らも利用者に周知活動を行うこと。

b. ヘルスケア施設の適切な運営の確認

資産運用会社は、利用者の安心感を確保するため、施設の状態、利用料及び契約内容等について、関係法令に適合しているものであるかどうかの確認や、地方公共団体による通知等への対応状況の確認などを行うこと。

地方公共団体が地域の実情に応じた指導指針を策定し、それに基づいた行政指導を行っているので留意すること。

c. ヘルスケア施設の適切な運営の確保

資産運用会社は、利用者の安心感を確保するため、オペレータに対し、利用料及び契約内容等に関して、投資法人とオペレータの賃貸借契約書又はこれに代わる協定書、覚書等において、オペレータがリートの運用対象となるヘルスケア施設に適用される関係法令に適合し、行政指導に対応した運営を行う旨を表明させるよう求めること。

d. その他

上記 a. から c. までに關しては、利用者に不安を惹起することがないようにするため、後記の規則等 を参考とすることを推奨する。



ガイドラインの中で、「(2)情報の収集及び開示」や、「(3)利用者(入居者等)への配慮」において「参考とすることを推奨する」とされている規則等として、次の ~ の規則等が掲示されている。

「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 一般社団法人不動産証券化協会)

資産運用会社がオペレータに提示を求める情報及び投資家への情報開示について参考とすることが推奨されている。

有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅を対象に、情報開示や資産運用会社が取得する施設等に対して実施する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や、入居者の安定的な居住の確保の観点から、確認が必要な項目等を整理し、その確認のためにオペレータからの情報開示が必要となる目的等がまとめられている。

項目毎に、開示が求められる情報や、開示にあたっての実務の現状と課題及び課題の解消に向け想定される対応策等について、網羅的に整理されている。主な内容は表4の通り。

表 4 「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とりまとめ」抜粋

No.	項目	内容
1	情報開示に対する考え方	デューディリジェンスにおける事業評価と情報開示の重要性
2	ヘルスケア施設の事業者（オペレータ）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	<p>デューディリジェンスを行う目的と項目、開示が必要と考えられる主な情報、想定される課題及び課題を是正するために想定される対応例を整理。</p> <p>具体的な調査項目を以下の 3 つに分けて整理している。</p> <p>対象施設の権利・物的状況等の把握・確認</p> <p>キャッシュフローの分析</p> <p>事業評価</p>
3	REIT から投資家（REIT 投資口の投資主）への情報開示	<p>投資家への情報開示を行う上で想定される課題及び課題を是正する対応例を整理。</p> <p>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</p> <p>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</p>
4	ヘルスケア施設の事業者（オペレータ）から入居者への情報開示	<p>REIT に関する開示を行う上で想定される課題及び課題を是正する対応例を整理。</p> <p>(1)入居者の REIT に対する認知度が低いこと</p> <p>(2)入居者が当該施設を「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</p>

（出所）「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」（一般社団法人不動産証券化協会）より抜粋

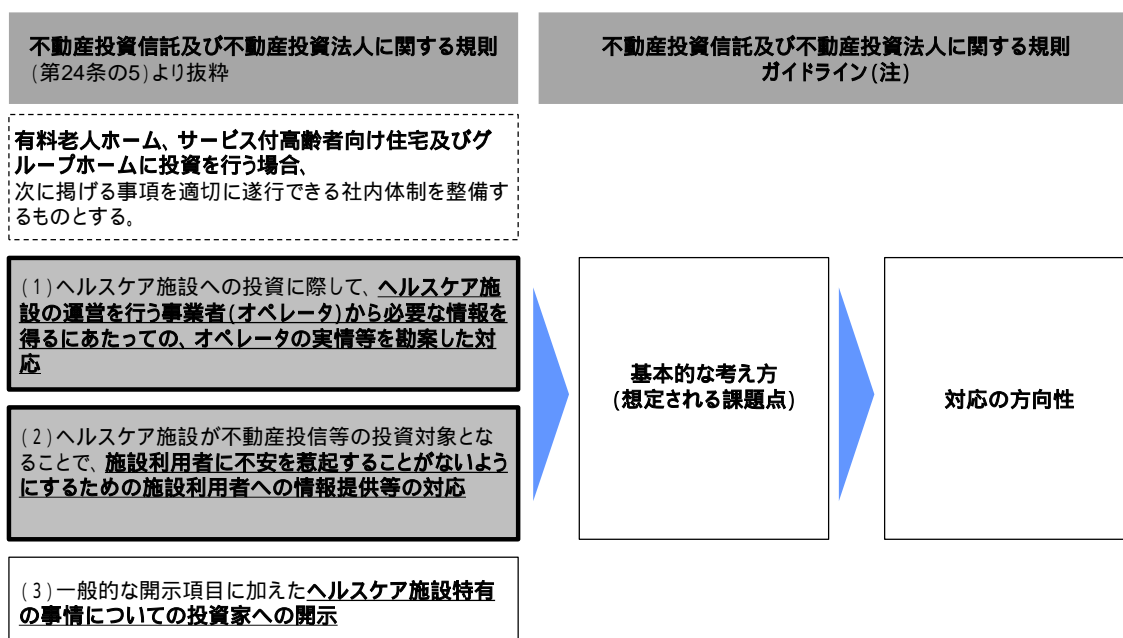
「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則等」(一般社団法人投資信託協会)

資産運用会社がオペレータに提示を求める情報、投資家への情報開示及び利用者(入居者等)への対応について、参考とすることが推奨されている。

リートがヘルスケア施設に投資を行う場合、オペレータ、利用者(入居者)及び投資家に対して配慮すべき項目、対応に向けた考え方及び対応の方向性について、オペレータから必要な情報を得るにあたっての対応と、施設利用者に不安を惹起することがないようにするための情報提供等の対応の、2つに分けて整理されている。

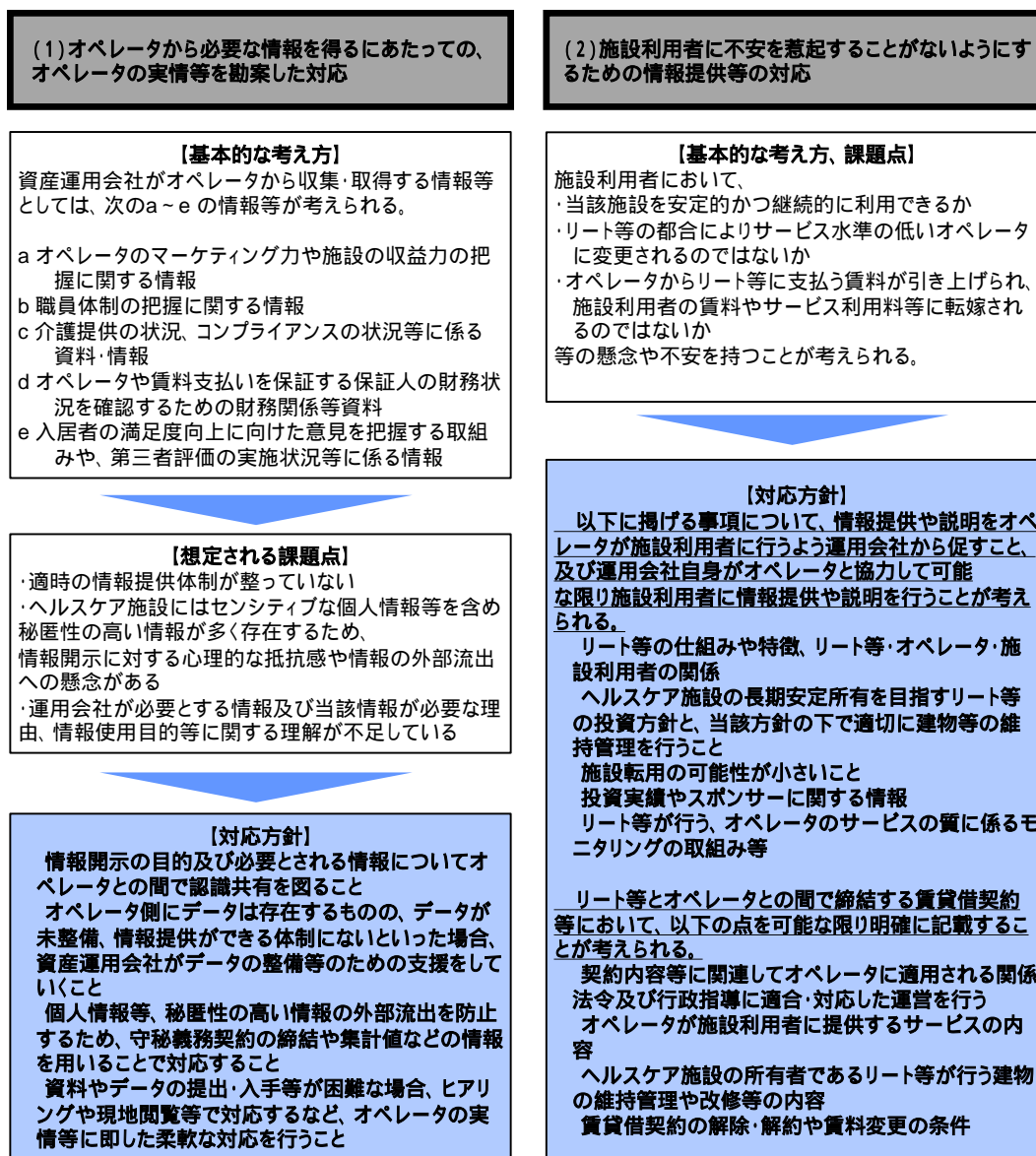
主な内容は表5の通り。

表5 不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則等の主な規程内容(抜粋)



(注)リート等の資産総額に占めるヘルスケア施設の投資額の割合が低く、かつ、当該不動産投信等に与えるヘルスケア施設の影響等が軽微であると認められる場合は、その割合や影響度合いに応じた対応を行うことができる。具体的な内容は表6の通り。

表 6 不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則ガイドライン（抜粋）



出所：一般社団法人投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」及び「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則ガイドライン」より抜粋、加工

「平成25年金融商品取引法等の改正及びヘルスケアリート上場に向けた取組み等を踏まえた有価証券上場規程等の一部改正」(株式会社東京証券取引所)

ヘルスケアリートが上場するにあたって、資産運用会社が行う投資家への情報開示に関する規程等で、平成26年4月1日から施行されており、ガイドラインにおいても、投資家への情報開示においてこれを参考にすることが推奨されている。主な内容は表7の通り。

表7 東京証券取引所におけるヘルスケアリート受入に向けた市場整備

<p><b>有価証券上場規程</b></p>	<p>■ 適時開示項目の追加          &gt; オペレータ(テナント)の異動時に、オペレータ(テナント)の選定基準への適合状況を開示</p>
<p><b>運用体制報告書</b>          (有価証券上場規程1213条第5項に基づき、営業期間経過後3か月以内に東証へ提出)</p>	<p>■ 所定の様式に、「テナントの選定基準(テナントには、マスターリース契約におけるマスターレシー、ヘルスケア施設等の運営型資産の施設運営管理を行う会社(いわゆるオペレータ)も含む。)」を適時開示項目として追加</p>
<p><b>適時開示ガイドブック</b>          (有価証券上場規程1213条における実務上の取扱いや開示手順を示す実務マニュアル)</p>	<p>■ 運用資産等に係る発生事実に、オペレーショナルアセットの稼働状況を「望ましい開示」として明記          &gt; 売上連動賃料を採用する場合の各資産における月次の売上げ          &gt; 各資産における月次の入居率(稼働率)</p>
<p><b>上場の手引き</b>          (Jリート設立・上場に関わる実務者の手引書として、上場に係る手続きを示す実務者ガイドライン)</p>	<p>■ 上場審査における実質基準(資産運用等の健全性「適切な体制の整備」として、「テナント(ヘルスケア施設等の運営型資産の施設運営管理を行っている会社(いわゆるオペレータ)を含む。)の選定基準の適合状況を確認する旨」を明記</p>
<p><b>上場推進に向けた取組み</b></p>	<p>■ ヘルスケアリート上場相談窓口の開設、相談受付を開始          ■ WEBサイト(東証Jリートview)のヘルスケアリート特集を活用した情報発信          ■ イベント等の開催(関連業界団体等と連携)</p>

(出所) 東京証券取引所各資料より抜粋

## 1.2 モデル事業の実施概要とモデル事業者の選定

モデル事業を実施するにあたっては、以下のとおり、調査テーマ等、対象とする施設等を設定し、実際の投資案件等の選定を行った。

### (1) 主な調査テーマ等

ヘルスケアリートが適切に運営されるために重要なポイントになると想定される、ヘルスケアリートとオペレータ間の賃貸借契約及びデューディリジェンスの項目等について、今後、ヘルスケアリートを立ち上げるようとする事業者等の参考となるよう、契約書のひな形や調査項目の標準形等について、実際の投資案件等の事例から抽出し、取りまとめ、公表する。

### (2) 対象とする施設

有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅及び認知症高齢者グループホーム（以下、「グループホーム」という。）

### (3) 調査方法

モデル事業のために、資産運用会社等（以下、「モデル事業者」という。）及び実際の投資案件（以下、「モデル案件」という。）を募集し、モデル案件のヘルスケア施設の取得に向けた業務の進捗や、モデル案件について過去に実施した業務の課題等を通じて、ガイドラインに示された項目等の実践状況について、調査・検討を行う。

さらに、上記の調査・検討等を通じ、モデル案件に係る賃貸借契約書、デューディリジェンス項目の標準型等、ガイドラインに記載された項目を実践した書類の作成方針等について、整理を行う。

### (4) モデル事業者の募集、選定

モデル事業者は、宅地建物取引業法第50条の2に規定する取引一任代理等の認可を受けた宅地建物取引業者、宅地建物取引業法第3条第1項の免許を取得した資産運用会社で、ヘルスケアリートの立ち上げを検討している者、及び又は に準ずる事業者を対象として、以下のスケジュールにより選定を行った。

募集期間：平成 26 年 8 月 15 日～平成 26 年 9 月 12 日

国土交通省及びデロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー株式会社ホームページ上で告知を行い、モデル事業者を募集。

モデル事業者の選定：平成 26 年 9 月 18 日

募集期間内にモデル事業への参加を希望する資産運用会社等から送付された応募書類をもとに、有識者による評価委員会を開催してモデル事業者を選定。

選定方法

評価委員会において、モデル事業者及びモデル案件について、次の評価項目等について、厳正な評価により選定。

- 賃貸借契約及びデューディリジェンス項目等が、標準化事例として適正であるか
- 賃貸借契約及びデューディリジェンス項目等が、当該案件の当事者や施設の状況に対して合理的であり、他の事業者の参考事例として評価できるか
- 賃貸借契約及びデューディリジェンス項目等の運用方法や判断方法等が、他の事業者の参考事例として評価できるか
- 対象とするヘルスケア施設等の種類や特徴が、他の事業者の参考事例として評価できるか
  - ・モデル案件が立地する地域性のバランス
  - ・流動化スキーム<sup>15</sup>の種類
  - ・対象物件の用途のバランス
  - ・その他、一般的な案件に比べて特別な契約条件等、参考事例として評価できる要素

#### (5) モデル事業の検討日程

平成 26 年 9 月～11 月：守秘義務契約締結

モデル事業者より、モデル案件の状況報告・賃貸借契約書・デューディリジェンス項目等の提示

平成 26 年 12 月～平成 27 年 1 月：賃貸借契約書・デューディリジェンス項目等にかかる実務上の課題等を通じ、ガイドラインに示された項目等の実践状況について調査・検討、賃貸借契約書・デューディリジェンス項目の標準型等の作成方針について整理

平成 27 年 1 月～平成 27 年 2 月：公表予定のとりまとめ資料、書類作成等

平成 27 年 3 月：調査報告書とりまとめ、公表

---

<sup>15</sup> スキーム：ヘルスケア施設とリート等との「投資の仕組み」のことをいう。

### 1.3 モデル事業者及びモデル案件

前項による募集及び評価の結果、以下のモデル事業者及びモデル案件が選定された。

なお、本稿において、モデル事業全体及び個別に「本モデル事業」「モデル事業者」及び「モデル案件」と表記するのに加え、個別事案について区別が必要な場合に、以下の通り、それぞれ1～3の番号を付して表記する。

#### (モデル事業1)

モデル事業者1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社

所在地：東京都港区

モデル案件1：介護付有料老人ホームA

(モデル事業者1の希望により個別物件名称等は非開示。三大都市圏に所在)

#### (モデル事業2)

モデル事業者2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社

所在地：東京都千代田区

モデル案件2：アズハイム光が丘

介護付有料老人ホーム 東京都練馬区谷原四丁目 1747番3

#### (モデル事業3)

モデル事業者3：株式会社学研ココファンホールディングス

所在地：東京都品川区

モデル案件3：サービス付高齢者向け住宅4物件

- ・サービス付き高齢者向け住宅
- ・サービス付き高齢者向け住宅
- ・サービス付き高齢者向け住宅
- ・サービス付き高齢者向け住宅

(モデル事業者3の希望により個別物件名称等は非開示。三大都市圏に所在)

(注) 1～3の番号は応募における申し込み順



## 2. モデル案件の概要

各モデル事業の対象物件であるモデル案件のヘルスケア施設としての特徴等は以下の通りである。

なお、本モデル事業の主要目的は、ヘルスケアリートとオペレータ間の賃貸借契約及びデューディリジェンスの項目等を調査・検討・整理し、その結果として参考事例を公表することである。また、それに加え、各モデル事業の特徴から、ガイドラインを実践するうえで参考になるテーマ等を個別に取り上げ、同様に分析・公表を行う。

### 2.1 モデル事業1

モデル事業者1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社

モデル案件1：介護付有料老人ホームA

#### 2.1.1 モデル事業1のテーマ、目的

現在、証券取引所へのヘルスケアリートの上場を目指し、先行取得の位置づけで不動産を流動化した介護付有料老人ホームがモデル案件1である。また、モデル事業者1は、当該準備中のヘルスケアリートでの運用受託を想定して設立された資産運用会社である。

モデル事業1における調査、検討等を通じて整理を行うテーマとしては、賃貸人（リート等）と賃借人（施設運営会社であるオペレータ）との間で取決めが行われる賃貸借契約書の規定内容等について、オペレータ及び利用者への影響等を特に取り上げ、調査を行う。

特に、オペレータ及び投資家等に対して、ヘルスケアリート等への適切な理解を促進することを目的とする。

## 2.1.2 対象物件の概要

対象物件は、居室数約 70 室、定員約 70 人の介護付有料老人ホームであり、介護付有料老人ホームの平均定員数 61.6 人<sup>17</sup>とほぼ同程度で、流動化されているヘルスケア施設の中では比較的小さめの規模とみられる。

また、対象物件は三大都市圏における郊外部の住宅街に立地している。

流動化されているヘルスケア施設の多くが、関東・近畿の大都市圏を中心に立地しており、流動化されているヘルスケア施設としては平均的な立地といえる。

(表 8 参照)

---

<sup>17</sup> 公益社団法人全国有料老人ホーム協会（有料老人ホーム・サービス付き高齢者向け住宅に関する実態調査研究事業）による平成 25 年 7 月現在平均定員数

表 8 物件概要

名称 介護付有料老人ホームA

属性	介護付有料老人ホーム		
住所	三大都市圏の郊外(住宅街)に立地		
アクセス	私鉄	徒歩	駅から15分
運営会社	オペレータA		

建築後4年経過

建物構造	鉄骨造2階建	室数(戸)	約70
延床面積(m <sup>2</sup> )	約3,000	定員(人)	約70
敷地面積(m <sup>2</sup> )	約3,000		
建物権利	普通借家権		
土地権利	(建物を保有する法人が所有)		

(出所) オペレータホームページ及びモデル事業1資料より作成(2014年10月現在)

次に、モデル案件1のヘルスケア施設の介護サービス等の特徴を整理する。

有料老人ホームは、施設設置者と入居者との契約により、高齢者に居宅を提供するとともに、入浴、排せつ若しくは食事の介護、食事の提供又はその他の日常生活上必要な介護等を行う施設であり(老人福祉法第29条) その設置運営にあたっては、国の指針に基づいて、各都道府県が有料老人ホーム設置運営指導指針<sup>18</sup>を定めている。

当該指導指針は、高齢者福祉の推進と有料老人ホームの健全育成を図ることを目的とし、施設運営全般にかかる取扱指針として、主に以下のような項目が示されている。

<sup>18</sup> 「有料老人ホーム設置運営標準指導指針」(平成14年7月18日老発第0718003号厚生労働省老健局長通知) が各都道府県知事に発出されており、各都道府県は「有料老人ホーム設置運営指導指針」を定めている。

(1) 有料老人ホーム設置運営指導指針に含まれる主な項目

- ・ 有料老人ホームの種類等の定義等にかかる基本的事項
- ・ 設置主体
- ・ 立地条件
- ・ 規模及び構造設備
- ・ 職員配置
- ・ 施設の管理・運営
- ・ 契約内容
- ・ 事業収支計画及び情報開示、等

(2) 主な指導内容（例示）

- ・ 有料老人ホームの種類及び表示事項
- ・ 構造設備の各部の仕様（共通事項）
- ・ 一般居室、介護居室の設備
- ・ 共用設備
- ・ サービスの提供
- ・ 重要事項説明書
- ・ 運営懇談会開催状況報告、等

このうち、対象物件の施設タイプである「介護付有料老人ホーム」は、介護保険法における介護サービスの一つである「特定施設入居者生活介護」を提供する有料老人ホームで、入居者に対し、入浴、排せつ、食事等の介護その他の日常生活上の世話等の介護サービスを提供する。（介護保険法第8条第11項）

「特定施設入居者生活介護」を提供する施設は、介護保険法において、いわゆる「特定施設」と呼ばれる介護施設であり、当該施設を運営する事業者は、都道府県から当該介護サービスにかかる介護事業者指定を受けることによって介護保険サービスの提供が可能となる。

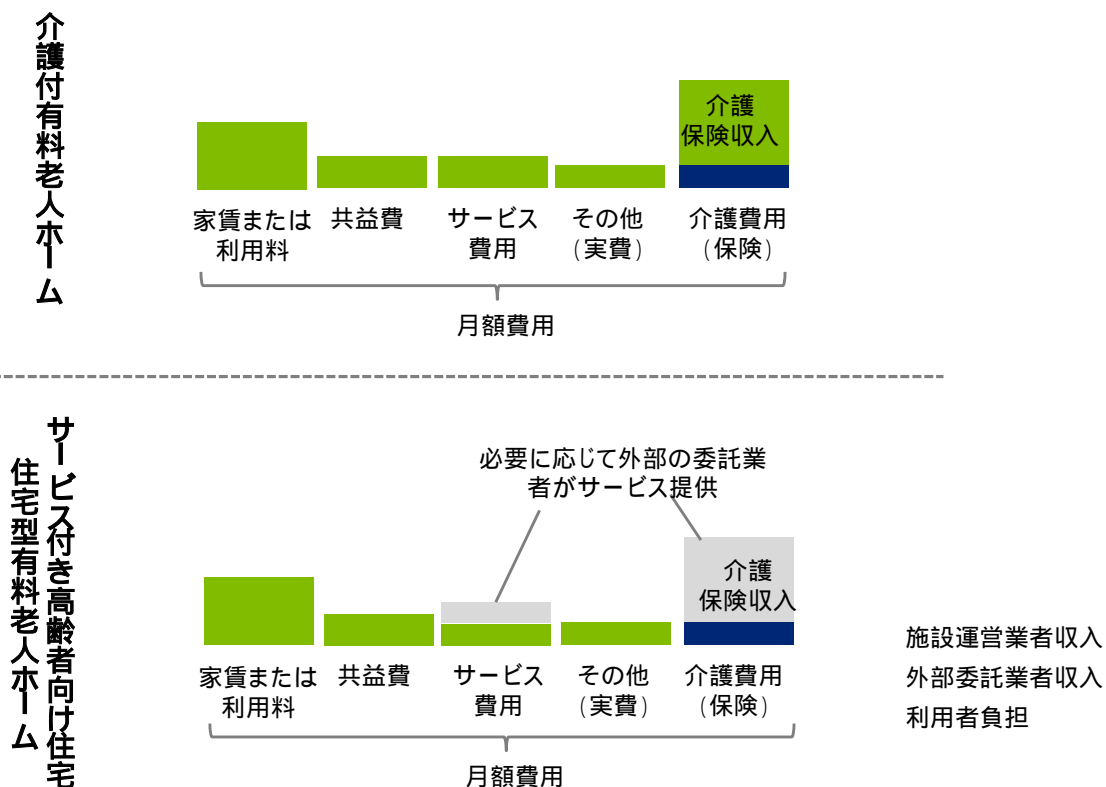
実施した介護サービスについて介護保険からの給付を受けることができるため、施設を運営するオペレータの収入のうち、介護保険収入が一定割合含まれていることが介護付有料老人ホームの大きな特徴である。（図3参照）

施設運営者にとっては、介護保険収入が得られるメリットがある。

住宅型有料老人ホームの場合は、入居者自身が外部の在宅介護事業者と個別に契約して、入居している施設内で在宅介護サービスを受けることができる。家賃及びその他の施設サービスにかかる費用（施設運営者が提供）と、介護サービス

にかかる費用（在宅介護事業者が提供）が、別々に支払われることになる。

図 3 介護付有料老人ホーム、住宅型有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅の収入構造の概観



注：収入項目の名称や金額規模は個別施設によって異なる。また、サービス付き高齢者向け住宅でも「特定施設入居者生活介護」の指定を受けている施設があり、その場合は介護付有料老人ホームと同様の収入構造となる。

（出所）デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

以上のように、対象物件の施設運営のためには、オペレータの事業運営体制や建物等の施設が、有料老人ホームとしての指導指針と、介護保険施設としての施設基準の両方を充足する必要がある。

## 2.2 モデル事業2

モデル事業者2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社

モデル案件2：アズハイム光が丘

(外観)



### 2.2.1 モデル事業2のテーマ、目的

ヘルスケアリートの東京証券取引所への上場（ヘルスケア&メディカル投資法人、2015年3月19日上場済）を目指し、先行取得の位置づけで不動産を流動化した介護付有料老人ホームがモデル案件2である。また、モデル事業者2は、当該準備中のヘルスケアリートでの運用受託を想定して設立された資産運用会社である。

モデル事業2における調査、検討等を通じて整理を行うテーマとしては、不動産流動化スキームとする目的、不動産流動化スキームの機能等について個別に取り上げ、不動産流動化スキームの合理性・安全性や、オペレータ及び入居者に与える影響等を特に取り上げ、そのメリットや、ガイドラインの実践例について調査を行う。

特に、ヘルスケア施設入居者等及びオペレータに対して、ヘルスケアリートへの適切な理解を推進することを想定する。

## 2.2.2 対象物件の概要

対象物件は、居室数 83 室、定員 89 人の介護付有料老人ホームであり、介護付有料老人ホームの平均定員数 61.6 人（脚注 17 参照）より規模が大きく、流動化されているヘルスケア施設の中では平均的な規模とみられる。

また、対象物件は練馬区の住宅街に立地しており、流動化されているヘルスケア施設の多くが関東・近畿の大都市圏を中心に立地していることから、流動化されているヘルスケア施設としては平均的な立地といえる。（表 1、表 9 参照）

なお、モデル案件 2 のヘルスケア施設の介護サービス等の特徴については、モデル案件 1 と同じ介護付有料老人ホームであるため、説明を省略する。

**表 9 物件概要**

名称 **アズハイム光が丘**

属性	介護付有料老人ホーム		
住所	東京都練馬区谷原四丁目1747番3		
アクセス	西武池袋線石神井公園駅	徒歩	19分
運営会社	株式会社アズパートナーズ		
開設	2006/5/1	経過年数(年)	8

建物構造	鉄筋コンクリート造3階建	室数(戸)	83
延床面積(m <sup>2</sup> )	3,628.60	うち個室	77
敷地面積(m <sup>2</sup> )	2,868.46	うち二人部屋	6
建物権利	普通借家権	定員(人)	89
土地権利	(建物を保有する法人が所有)		

(出所) 重要事項説明書及びモデル事業 2 資料より作成 (2014 年 12 月現在)

## 2.3 モデル事業3

モデル事業者3：株式会社学研ココファンホールディングス

モデル案件3：サービス付き高齢者向け住宅 4物件

### 2.3.1 モデル事業3のテーマ、目的

将来的にヘルスケアリートを立上げることが視野に入れ、ヘルスケアリート立上げ時に当該リートの保有資産として譲渡する目的で、私募ファンドのスキームを用いた不動産流動化手法によって高齢者向けの施設・住宅等を先行取得している事業会社がモデル事業者3であり、その取得対象となった4件のサービス付き高齢者向け住宅がモデル案件3である。

モデル事業3における調査、検討等を通じて整理を行うテーマは、私募ファンド組成に向けたスキームの準備状況等について整理したうえで、現場ニーズ等に鑑み、リートや不動産投資等に馴染みの薄い入居者等の関係者に対し、入居者等の実態にあった説明方法を考察し、分かりやすい説明資料を作成することである。

### 2.3.2 対象物件の概要

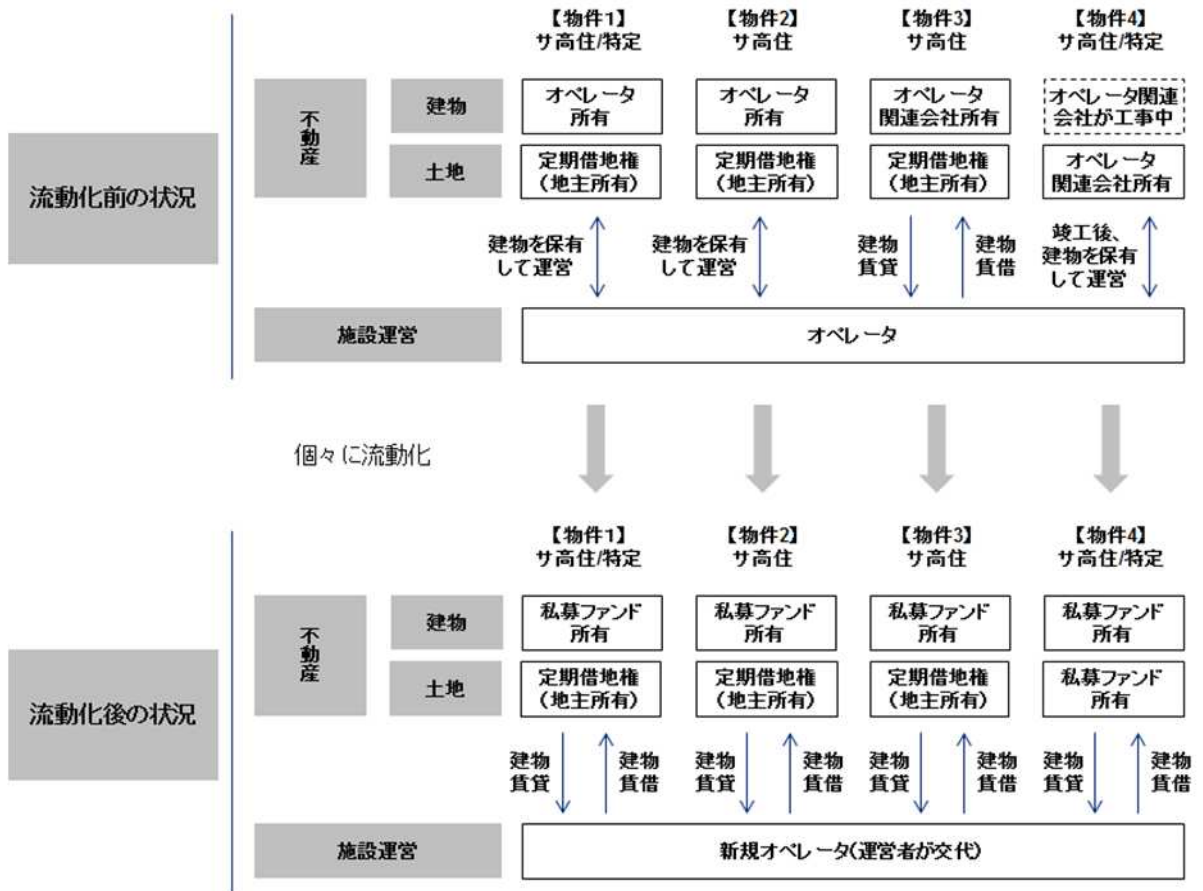
モデル案件3は、あるオペレータが不動産を保有してオペレータとして運営、または開発中の大規模なサービス付き高齢者向け住宅であった。モデル事業者3は、私募ファンドを使ってモデル案件3であるこれらのヘルスケア施設4物件の不動産を取得する予定であり、これに併せて、施設を運営中のオペレータから、モデル事業者3の子会社である新たなオペレータ（株式会社学研ココファン）が施設運営を引き継ぐことを企図している。

つまり、私募ファンドが複数の物件を順次取得していく案件であり、各物件の流動化プロセスは別々に進捗する予定ではあるものの、全体として一つの流動化案件となっている。（図4参照）

従って、モデル案件3の不動産流動化完了後は、建物は私募ファンドが保有し、新たなオペレータ1社が旧オペレータから4施設の運営を引き継ぎ、私募ファンドとの間で4物件の賃貸借契約を締結する形になる。



図 4 モデル案件 3 における各物件の不動産流動化の概念図



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

モデル案件3は、いずれも三大都市圏の人口集中地域に立地する築年数数年未満の物件である。

表 10 モデル案件3 物件一覧（概要）

	物件1	物件2	物件3	物件4
施設種類	サービス付き高齢者向け住宅（介護付有料老人ホーム）	サービス付き高齢者向け住宅（住宅型有料老人ホーム）	サービス付き高齢者向け住宅（住宅型有料老人ホーム）	サービス付き高齢者向け住宅（介護付有料老人ホーム）
土地利用権	定期借地	定期借地	定期借地	所有権
建物構造	鉄骨造5階建	鉄骨造10階建	鉄骨造8階建	鉄骨造8階建
築年数（年）	2	2	1	0
居室数（室）	約100	約200	約200	約200
定員数（人）	約100	約200	約200	約200
土地面積（㎡）	約1,500	約1,500	約3,000	約3,000
建物面積（㎡）	約3,000	約6,000	約8,000	約8,000

（出所）モデル事業者資料（不動産取得手続き開始前の状況）

対象物件であるヘルスケア施設は、居室数約100～200室、定員約100～200人のサービス付き高齢者向け住宅であると同時に、有料老人ホームの設置基準を満たしており、さらに、このうち2物件は、介護保険における特定施設である介護付有料老人ホームの設置基準も満たしている。

サービス付き高齢者向け住宅の平均戸数30.8戸<sup>19</sup>、介護付有料老人ホームの平均定員数61.6人（脚注17参照）と比較しても規模が大きく、物件2から4は、流動化されているヘルスケア施設の中でみても規模が大きい施設である。

次に、対象物件の介護サービス等における特徴を整理する。

サービス付き高齢者向け住宅は、「高齢者住まい法」の改正により創設された介護、医療事業者と連携して高齢者の安心を支えるサービスを提供するバリアフリー構造の住宅であり、居室の広さや設備、バリアフリー等の建物条件と、ケアの専門家による安否確認や生活相談サービスを提供すること等が規定されている。

サービス付き高齢者向け住宅登録基準（抜粋）

（建物）

- ・居室床面積：原則25㎡以上
- ・構造・設備が一定の基準を満たすこと
- ・バリアフリー（廊下幅、段差解消、手すり設置）

<sup>19</sup> 公益社団法人全国有料老人ホーム協会（有料老人ホーム・サービス付き高齢者向け住宅に関する実態調査研究事業）による平成25年7月現在平均戸数

(サービスの提供)

- ・安否確認・生活相談サービス(必須)
- ・食事の提供、清掃・洗濯等の家事援助等

(契約内容)

- ・長期入院を理由に事業者から一方的に解約できないこととしているなど、居住の安定が図られた契約であること
- ・敷金、家賃、サービス対価以外の金銭を徴収しないこと
- ・前払金に関して入居者保護が図られていること(初期償却の制限、工事完了前の受領禁止、保全措置・返還ルールの明示、等)

また、モデル案件3の4物件は、老人福祉法に規定される有料老人ホームでもあり、その設置運営にあたっては、国の指針に基づいて、各都道府県が定めた有料老人ホーム設置運営指導指針に準拠している。(2.1.2 参照)

対象物件のうち2物件は、モデル案件1及びモデル案件2と同じ「介護付有料老人ホーム」であるが、残り2物件は「住宅型有料老人ホーム」である。

住宅型有料老人ホームは、有料老人ホームとしての指導指針に準拠しているものの、介護保険における「特定施設入居者生活介護」を提供する「特定施設」には該当せず、施設サービスとしての介護保険収入は得られない。

つまり、施設タイプとしては有料老人ホームであるが、収入構造はサービス付き高齢者向け住宅に近い施設である。(2.1.2 図3参照)

対象物件4物件の特徴は、高齢者が安心して暮らせる「住まい」としてのサービス付き高齢者向け住宅と、介護施設としての有料老人ホームの条件を兼ね備えた施設ということがいえる。

## 2.4 各モデル案件のヘルスケア施設取得プロセス及びスキームの概要

ヘルスケアリートの不動産取得のプロセスが段階的になっていることが多い点については、1.1 調査研究の背景と目的の項で簡単に述べたが、本項では、各モデル案件で想定されているヘルスケア施設取得の仕組みや、各モデル案件のヘルスケア施設の取得プロセスにおいて、本モデル事業の検討等を実施したタイミング等について整理する。

本モデル事業で想定している標準的な調査方法は、リート等が実際にヘルスケア施設を取得する際に、2014年6月に国土交通省から公表された「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係るガイドライン」に基づき、当該ガイドラインの運用のために「参考とすることを推奨する」とされている規則等（1.1 調査研究の背景と目的(2)参照）に沿って取引の実践を行うべく調査、検討等を行い、その結果から、賃貸借契約書やデューディリジェンス項目の作成方針等について整理を行うものである。

しかし、実際のモデル案件の進捗は、個別案件が抱える様々な要素が取得プロセスのスケジュールに影響を与えたり、過去に取得したヘルスケア施設をリートに移行させる途中の段階である等、全体スケジュールの進捗には流動的な要素がある。

従って、各モデル案件の調査結果等を整理する前に、各モデル案件の調査時点での流動化段階やスキームについて確認しておくことが重要である。

### 2.4.1 モデル案件1の不動産流動化スキーム

モデル案件1では、ヘルスケアリートの上場を目指して資産運用会社が設立され、当該資産運用会社がモデル事業者1となっている。

モデル案件1は私募ファンドの形で不動産を先行取得したもので、オペレータが所有する有料老人ホームの土地、建物を取得すると同時に、賃貸借契約を締結して、当該オペレータに賃貸している。

このように、不動産を所有して使用していた事業者等が、当該不動産をリート等に譲渡し、賃借を受けることによって事業を継続するスキームは、リート等がヘルスケア施設を取得する場合、一般的に利用されており、オペレータ側からみて「不動産を譲渡して借り直す」という意味で、「セールアンドリースバック」とよばれている。

また、モデル案件1のように、既に次の段階での不動産取得計画等が具体化しており、その計画のために不動産を先行取得する、いわゆる「橋渡し」することを目的に組成される流動化案件のことを、「ブリッジファンド」という。

例えば、オーソドックスな不動産取得のプロセスとして、リートを立て上げてヘルスケア施設の不動産を長期保有する計画が具体化している場合、ヘルスケア施設の不動産を保有して当該施設を運営しているオペレータから、一旦私募ファンドが当該施設の不動産を取得しておき、リートの立上げ等の準備が進み、リートでの不動産取得が可能になったタイミングで、私募ファンドからリートが不動産を取得する、という段階を踏む。

この場合の、一時的に不動産を取得する私募ファンドがブリッジファンドにあたる。

モデル案件1は、上記のブリッジファンドの位置づけでヘルスケア施設を取得した私募ファンドであり、オペレータから不動産を取得し、賃貸借契約を締結する段階においても、将来、上場リートに不動産を譲渡し、上場リートが継続保有することを想定した交渉、調整等が行われ、条件設定等が行われていると考えられる。

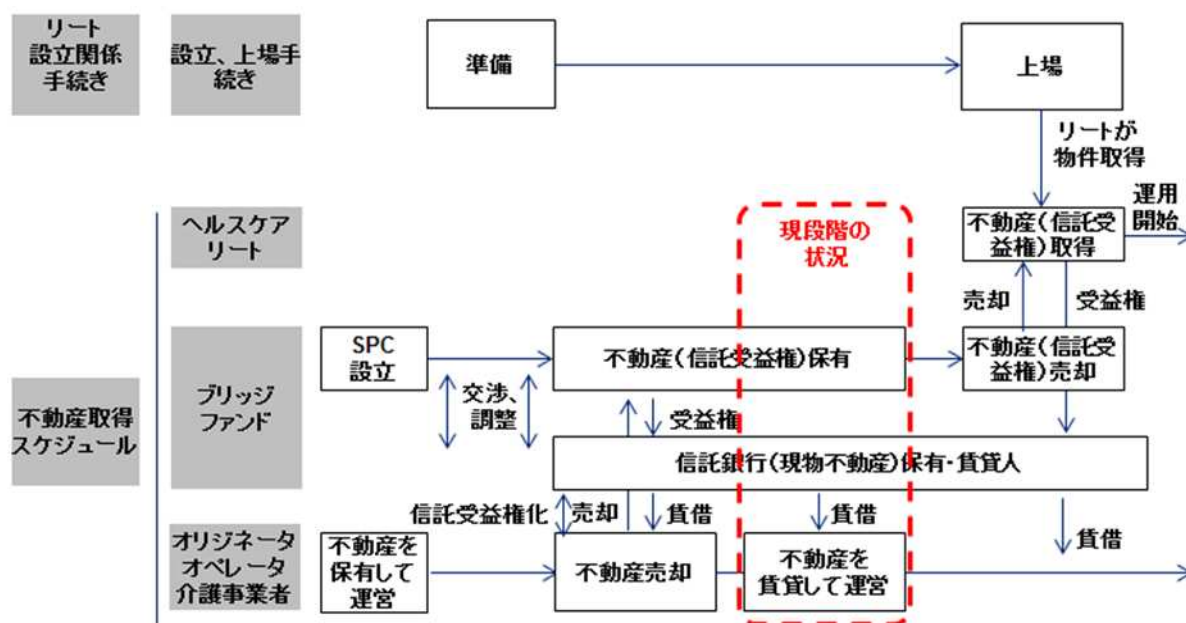
図5は、モデル案件1のリートへの移行の想定スケジュールを示しており、本モデル事業として賃貸借契約書やデューディリジェンスのあり方等について検討、協議を行ったタイミングは、図5の赤点線内（現段階の状況）にあたり、一旦ブリッジファンドで不動産を取得した直後から、リートの立上げを準備している段階にあたる。

リートが物件を取得するには資金調達が必要になるが、一つ一つの投資物件取得の都度、新たに投資口を発行して増資したり融資を受けたりするのは、事務の煩雑性や効率性を勘案すると、実務上困難である。

物件取得にかかる具体的なプロセスは、本項目（2.4.1～2.4.3）又は3.デューディリジェンスの目的と課題等の箇所で順次説明してゆくが、個別物件の不動産やオペレータ等の関係者が抱える様々な事情により、物件を取得するタイミングが流動的にならざるを得なくなるケースが多い。

従って、ブリッジファンドを活用することにより、リートが物件を取得するタイミングと、個別物件を取得するタイミングとのギャップを埋めること等ができ、リートが効率的かつ合理的に物件を取得できるメリットがある。

図 5 モデル案件 1 の現段階の状況概念図



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

注: 不動産取得とリート設立にかかる全体的なスケジュールの流れを図示するため、一部簡略化した表現としており、実際と異なる場合がある。

次に、ブリッジファンドやリートによるヘルスケア施設の取得と譲渡を考える上で、実務上、留意すべき点として「信託を使った不動産流動化の仕組み」について説明する。

この手続きを行う目的やメリットはいくつかあるが(詳しくは6.2.2で述べる) 物件取得における意義は、不動産の取得や譲渡をスムーズに行うことであり、本モデル事業の内容を理解する要素として重要である。

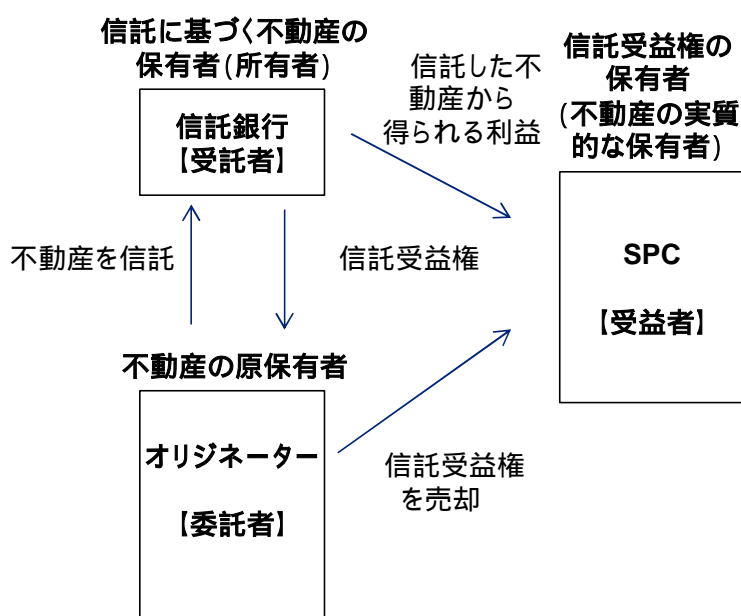
図5の物件取得のプロセスをみると、「現段階の状況」の直前のタイミングで、当初不動産を保有していたオリジネーター(不動産流動化の仕組みにおいて、流動化の対象となる資産を保有している者をいう。この場合はオペレーターでもある)が、当該不動産を「信託受益権化」して当該信託受益権をSPC<sup>20</sup>に譲渡するとともに、信託銀行は実物不動産の保有者として、オペレーターに不動産を賃貸する、という手続きをとっている。

<sup>20</sup> SPC: 不動産等の取得と管理のみを目的として設立された会社のことで、特別目的会社と呼ばれる。

委託者（オリジネーター）が信託銀行と信託契約<sup>21</sup>を締結して、ヘルスケア施設の不動産を信託銀行に譲渡（信託契約に基づく譲渡のことを、「信託譲渡」という。）し、不動産の譲渡後は、信託銀行は委託者のために不動産賃貸等を行い、そこから生まれた利益等を委託者に支払う。この利益等を受領する権利のことを「信託受益権」という。

不動産を信託譲渡した際、当該信託受益権の保有者としての地位を証するため、有価証券である信託受益権が委託者に交付されるが、この信託受益権を売買することで、不動産を保有することに伴う収益を受領する権利を移転することが可能になる。（図6参照）

図6 信託受益権化の概要（イメージ図）



（出所）デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

注：オリジネーターが保有する実物の不動産を信託受益権化し、当該信託受益権をSPCに譲渡するプロセスの概要を～の順で図示したものであり、一部簡略化した表現としている。

従って、不動産は信託銀行が信託契約に基づいて継続保有し、信託銀行とオペレータが賃貸借契約を締結した状態のまま、当該不動産から得られる利益等を受領する権利は、信託受益権を売買するだけで第三者に移転できる。

つまり、ブリッジファンド（図6では「SPC」がブリッジファンドのSPC

<sup>21</sup> 信託契約：不動産を信託するとは、不動産を所有している委託者が、その不動産を信託のできる専門業者に預けてその管理や処分等を委託（信託）し、不動産の賃料や譲渡代金等から得られる利益等を受け取る仕組みのことをいい、信託契約はその契約のことをいう。

にあたる)が信託契約に基づいて間接的、実質的に保有する不動産の信託受益権をリートに譲渡することで、スムーズに不動産を(実質的に)売買できるメリットがある。

なお、信託受益権化のメリットは他にも多くあるが、詳しくは後記6.2.2で説明する。



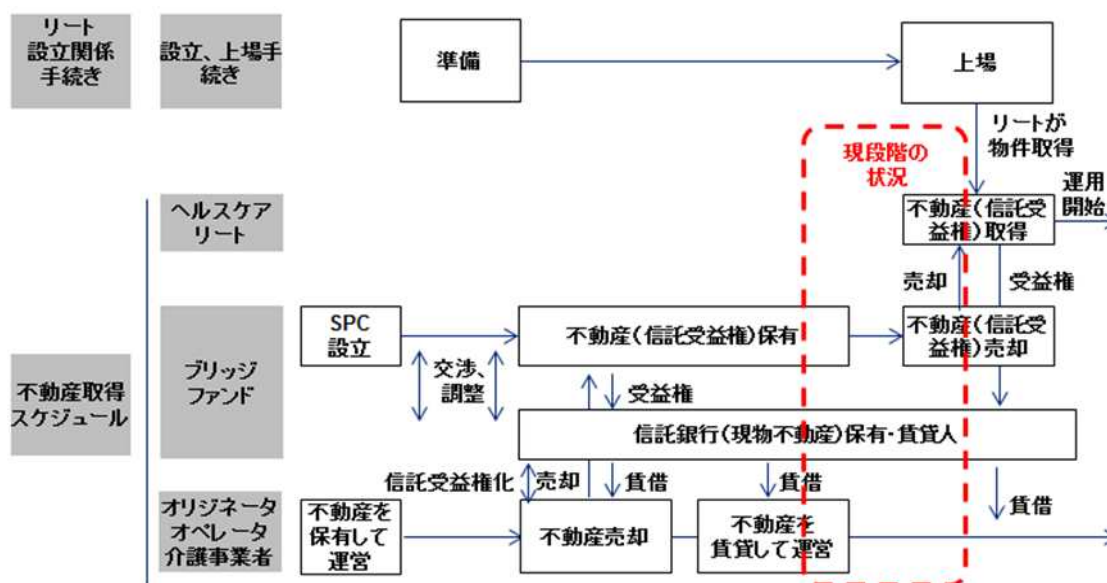
## 2.4.2 モデル案件2の不動産流動化スキーム

モデル案件2では、2015年3月19日のヘルスケアリートの上場を目途に資産運用会社が設立され、当該資産運用会社がモデル事業者2となっている。

オペレータが不動産を自己保有して運営している有料老人ホームの不動産を流動化するとともに、当該オペレータに賃貸するスキーム（セールアンドリースバック）であり、将来の上場リートで継続保有することを想定し、私募ファンド（ブリッジファンド）によって先行取得している。

図7は、モデル案件2のリートへの移行の想定スケジュールを示しており、モデル事業2として、賃貸借契約書やデューディリジェンスのあり方等について検討、協議等を行ったタイミングは、図7の赤点線内（現段階の状況）で、一旦ブリッジファンドで不動産を取得した直後から、リートの立上げを準備している段階にあたり、モデル案件1と同様の段階にあるといえる。

図7 モデル案件2の現段階の状況概念図



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

(注) あくまで全体スケジュールを示すための概要図であり、詳細の表現については、実際と異なる箇所もある。

### 2.4.3 モデル案件3の不動産流動化スキーム

モデル事業者3は、数年後のヘルスケアリート設立を視野に入れ、当面は私募ファンドによってサービス付き高齢者向け住宅等を取得していくこととしており、モデル案件3は、その一環として、既存のオペレータが保有、または開発の途中であったサービス付き高齢者向け住宅の建物等（4物件）を先行取得するものである。

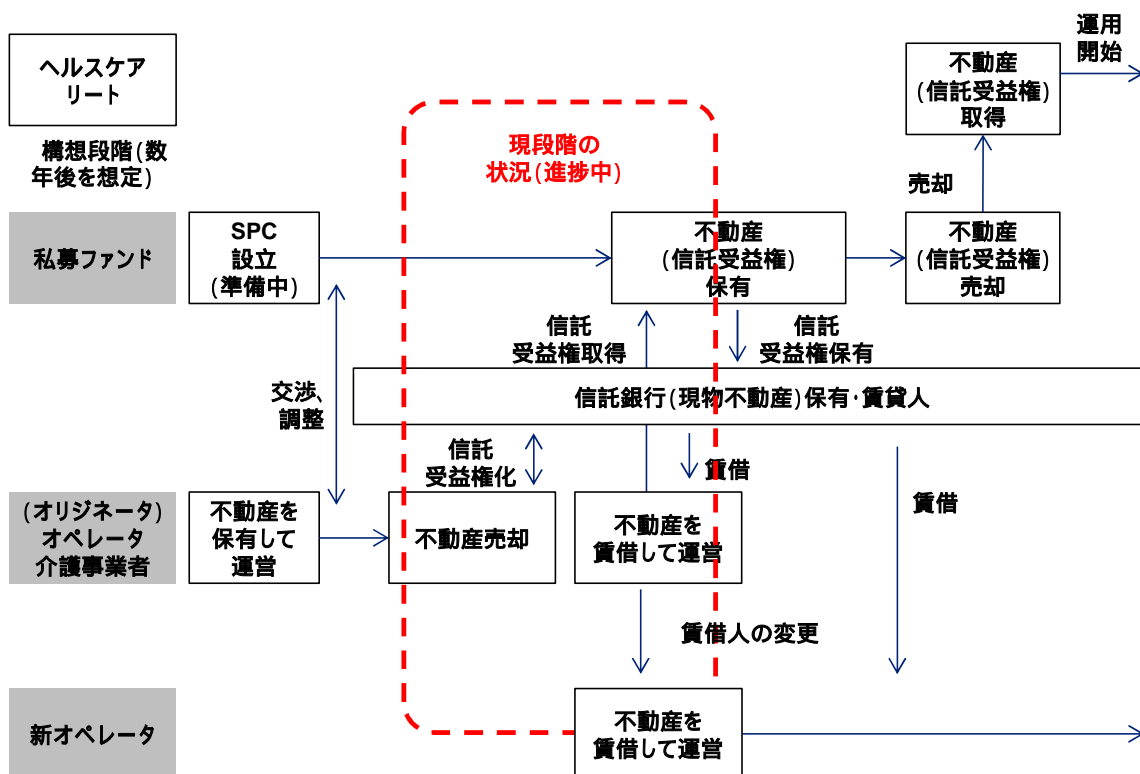
この点については、モデル案件1及びモデル案件2と同様であるが、モデル案件3では、ブリッジファンドが完成しておらず、私募ファンドを立ち上げるべく、SPC設立等のスキームづくりを準備している段階である。

また、不動産取得の前提として、モデル事業者3の子会社が自ら運営を行う計画になっているため、介護保険等において、当該施設を運営する介護事業者の変更等にかかる許認可手続きを申請している。

上記のように、スキーム成立に必要な別々の手続きが並行して進んでいるため、現時点においては、モデル案件3では私募ファンドによる物件取得のさらに前の段階として、暫定的に新オペレータの親会社であるモデル事業者3が（実質的な）不動産保有主体となる形で不動産の取得を進めている段階にある。（図8参照）

モデル事業3として、賃貸借契約書やデューディリジェンスのあり方等について検討、協議等を行ったタイミングは、図8の赤点線内（現段階の状況）にあたる。

図 8 モデル案件 3 の現段階の状況概念図（私募ファンドによる不動産流動化を準備中）



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

(注) あくまで全体スケジュールの概要図であり、モデル案件に含まれる 4 物件の各個別状況や進捗状況によって実際と表現が異なる箇所もある。

#### モデル案件 3 の個別物件の進捗状況

モデル案件 3 の場合、構成する個別物件によって流動化の進捗や内容が異なっているため、さらに詳細な状況について整理する。

4 物件のうち 3 物件は、モデル事業者 3 の子会社がオリジネータから運営を引き継ぎ、私募ファンドから不動産を賃借する形で施設運営する。

また、残るもう一つの物件は新規開設後間もない施設の建物が取得対象となっているが、建物を開発している段階で、モデル事業者 3 が建設工事の施主としての地位をオリジネーターの関連会社から譲り受けているため、建物が完成した段階から建物をモデル事業者 3 が保有し、オペレータに建物を賃貸する。賃貸開始

時は、施設の新規開設に伴って入居者が確保できず、計画された期間内に、事業採算上必要な入居率に到達しない等、施設の運営が不安定に推移していく可能性もあるため、現時点では信託譲渡を行っておらず、モデル事業者3が直接オペレータの大家となっている。

開発直後の物件等の施設運営が不安定な状況において、信託譲渡したり、私募ファンドやリートが直接取得することが可能か否かの判断は、信託銀行や投資家等の関係者が個別にリスクを分析し、どの程度リスクが許容できるか等について検討した結果によるため、一概に判断することはできない。

モデル案件3においてモデル事業者3が大家になっているのは、私募ファンド立上げまでの手続きをスムーズに進めることを重視し、モデル事業者3が開発リスクを許容できること等も踏まえ、新規開設直後の取得は極力少ない関係者で実施すべきとの結論に至ったものと考えられる。

今後、施設運営状況が安定するのを確認した上で、他物件と同様のスキームで信託譲渡を行い、私募ファンドが取得する予定となっている。

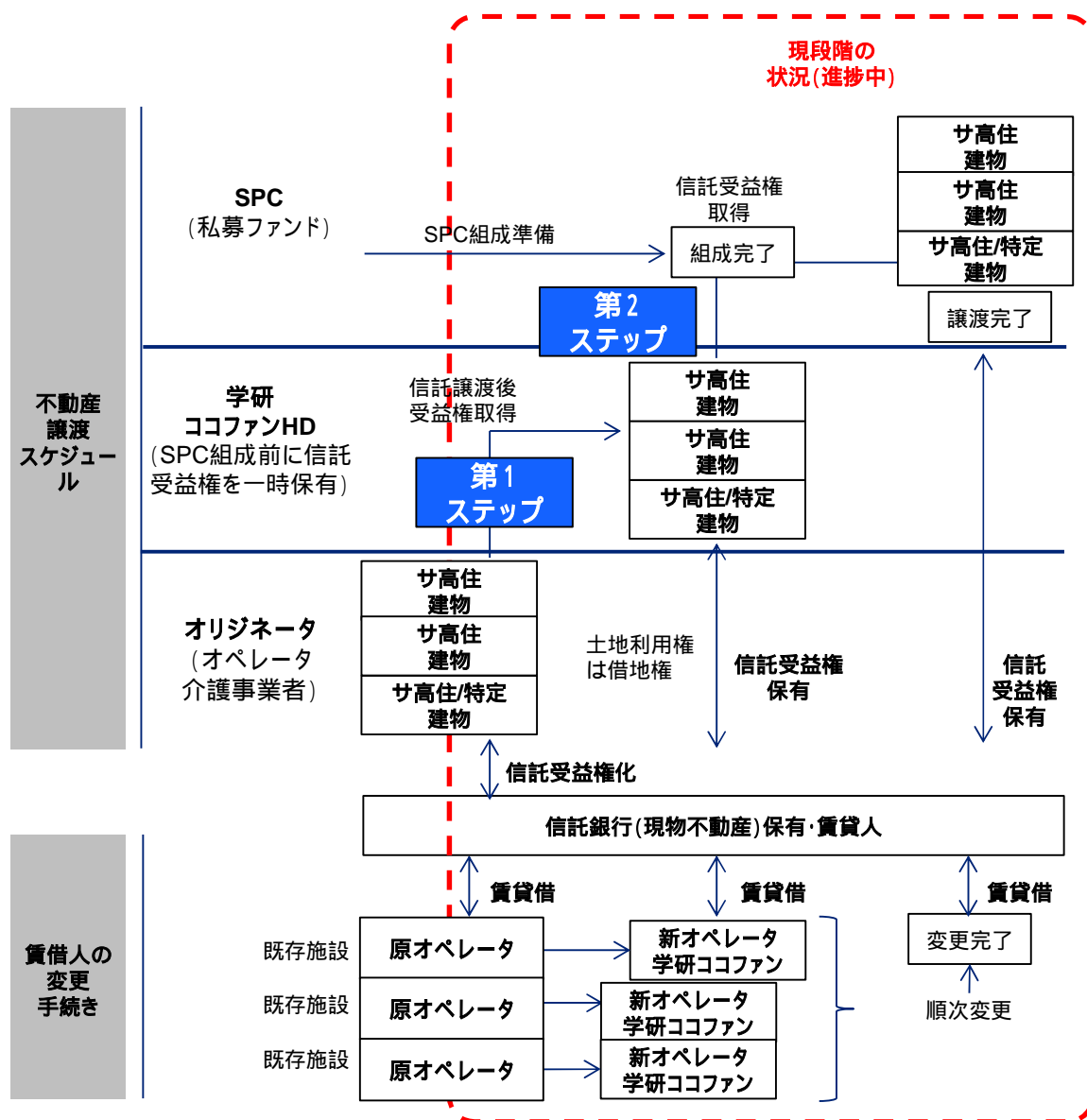
2015年3月現在の進捗状況は、オペレータ変更手続きは終了しており、不動産の取得手続きについては、一部の物件は信託受益権の取得が完了しているものの、残りの物件については取得のための調整を行っているところである。

また、私募ファンドの設立準備については、スキームの枠組みを検討中の段階であり、その完了時期は明確になっていない。

従って、現時点においても、不動産流動化の第一ステップとして、私募ファンドでなく、モデル事業者3が自己資金によって一時的に不動産流動化を行っているプロセスの途中段階にある。

そして、今後、私募ファンドのスキームづくりが完了した段階で、第二ステップとして、第一ステップでモデル事業者3が暫定的に保有していた信託受益権を私募ファンドのSPCに譲渡することで、私募ファンドによる不動産取得のスケジュールが完了することになる。(図9参照)

図 9 モデル案件 3 の各物件の進捗状況（開発案件を除く 3 施設）



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

(注) あくまでスケジュールの概要図であり、進捗状況等によって実際と表現が異なる箇所もある。

以上の通り、流動化手続きは個別物件ごとに段階的に進捗していくため、各施設の不動産が実際に譲渡等されるタイミングが、流動化に着手する時点で明確になっているわけではない。

しかし、オペレータと賃貸人との関係を見ると、既存または新たなオペレータが、第一ステップのタイミングで信託銀行と賃貸借契約を締結しており、第二ス

トップで信託受益権が譲渡されても、賃貸借契約は原則として従前のままである。

個別物件の不動産の各取得段階には様々な要素が関係しており、スケジュールが流動的である一方で、不動産（信託受益権）の譲渡には直接関係のないオペレータと信託銀行の賃貸条件等には原則として影響を与えない。

## 2.4.4 各モデル案件のスキームの比較

前記2.4.1～2.4.3の通り、各モデル案件が置かれている状況によって、ヘルスケア施設の取得段階は様々であり、その要因としては、設立準備中のリートの立上げ時期や、施設取得条件の進捗等が、ヘルスケア施設取得のタイミングに影響を与え、そうした時系列的な不確定要因を吸収するために、ブリッジファンド等による先行取得が行われていた。

次に、各モデル案件のスキームを比較し、どのような要因によって相違点等が生まれているのか整理する。

モデル案件2は、投資対象不動産を信託契約によって信託銀行が所有し、私募ファンドのSPCが当該信託契約にかかる信託受益権を保有することで、当該物件の賃料収入から得られた収益等を私募ファンドが受領し、投資家や金融機関等（融資を行う者という意味で「レンダー」ともいう。）に分配する形となっている。（図10参照）

これは、私募ファンドとしては標準的なスキームであり、リートが不動産を取得、運用するときのスキームも、図10において、不動産等の取得と管理のみを目的として設立された法人（不動産流動化スキームにおいて、不動産の保有と運用のみの目的で設立される法人等のことを「ビークル」<sup>22</sup>という。）であるSPCの部分で、不動産投資法人<sup>23</sup>（いわゆるリートのための法人）に変わるだけで、スキームの各構成要素の基本的な役割や関係は変わらない。

また、リートの運用は、リートの投資法人から委託を受けた資産運用会社（国土交通大臣に取引一任代理等の認可を受けた資産運用会社）が行うが、私募ファンドの運用を行う会社のことをアセットマネージャー<sup>24</sup>という。

モデル案件1及びモデル案件2は、資産運用会社が設立されて立上げ準備中であるリートのブリッジファンドであるため、アセットマネージャーとリートの資産運用会社が連携して、その取得や運用にあっている。

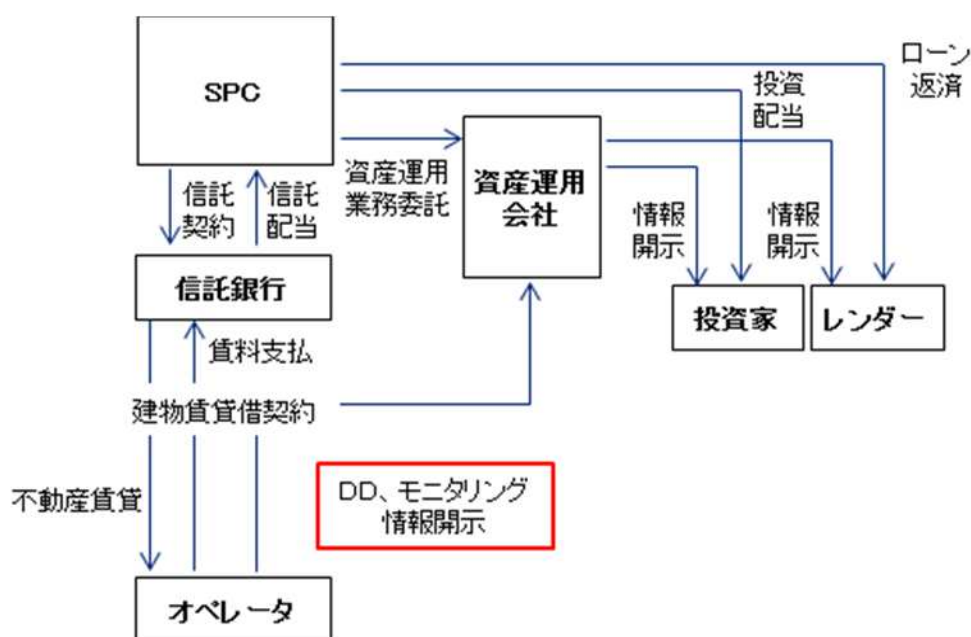
<sup>22</sup> ビークル：資産の証券化等において資産と投資家を結ぶ機能を担う組織体をいう。資産の保有と運用を目的として、資産の維持に着目し、資産保有に伴うリスクを限定したり、税負担を軽減する等の機能を持つ。不動産流動化スキームでは、私募ファンドのSPCやリートの不動産投資法人等がある。

<sup>23</sup> 不動産投資法人：リートの投資対象である不動産の取得と管理のみを目的として設立される法人のこと。

<sup>24</sup> アセットマネージャー：資産の管理・運用を代行する事業者のことをいう。アセットマネージャーはファンドのビークルから運用の委託を受けており、スキームに応じて運用に必要な許認可を受けている。資産運用会社も、資産運用の委託を受けている立場ではアセットマネージャーと同様である。（脚注13参照）

なお、本稿では、アセットマネージャーと資産運用会社が連携して行う業務を明確に区分しにくい場合、便宜的に、「資産運用会社等」と記載する。

図 10 モデル案件 2 のスキーム概念図



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

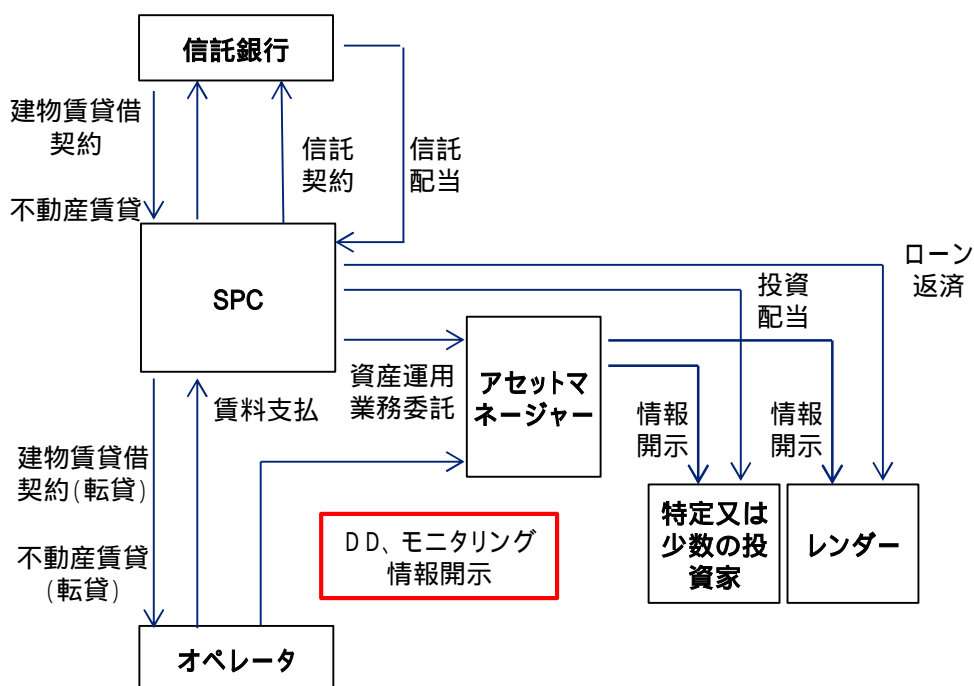
モデル案件 1 は、基本的なスキームはモデル案件 2 と同じだが、オペレーターと賃貸借契約を締結しているのが信託銀行ではなく、信託受益権を保有する S P C となっている。(図 1 1 参照)

これは、事務手続面または与信管理面等の理由で、アセットマネージャーまたは信託銀行の申し出により、S P C が直接の賃貸人となったものである。たとえば、賃貸管理事務の煩雑性を考慮して信託銀行が直接の賃貸人となるのを遠慮したり、資金繰り上、信託銀行が受入れる敷金等を運用したいので S P C が直接の賃貸人となることを希望したりする理由等が考えられる。

モデル案件 1 とモデル案件 2 のスキームは本質的には変わらないが、スキームを検討するにおいては、このようなビジネス上の合理性の判断から、部分的な微調整が行われるという事例といえる。



図 11 モデル案件 1 のスキーム概念図（SPC が賃借人となり、オペレータに転貸しているスキーム）



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

そして、モデル案件 3 は、既に 2 . 4 . 3 で述べたように、取得の前提条件が満たされておらず、私募ファンドの形式で取得できる状態には至っていないが、物件取得のプロセスを進めるために、建物を信託受益権化してモデル事業者 3 が取得し、一時的な不動産流動化を行っているスキームである。(図 1 2 参照)

私募ファンドの場合、資産を保有するビークルからアセットマネージャーが運用の委託を受けるが、モデル案件 3 では、モデル事業者 3 が自ら資産を保有し、運用している。これは、モデル事業者 3 が、ヘルスケア施設の運営に関する知見を豊富に蓄積しているのと同時に、不動産売買、賃貸管理事業を併営しており、かつ、信託受益権を買取り可能な資金力を有することから、一時的に当該事業者がリスクを許容することができ、円滑な物件取得を実現できていると考えられる。

なお、モデル案件 3 で計画の私募ファンドが、不動産を取得するためにクリアする必要がある主な前提条件は以下の通り。

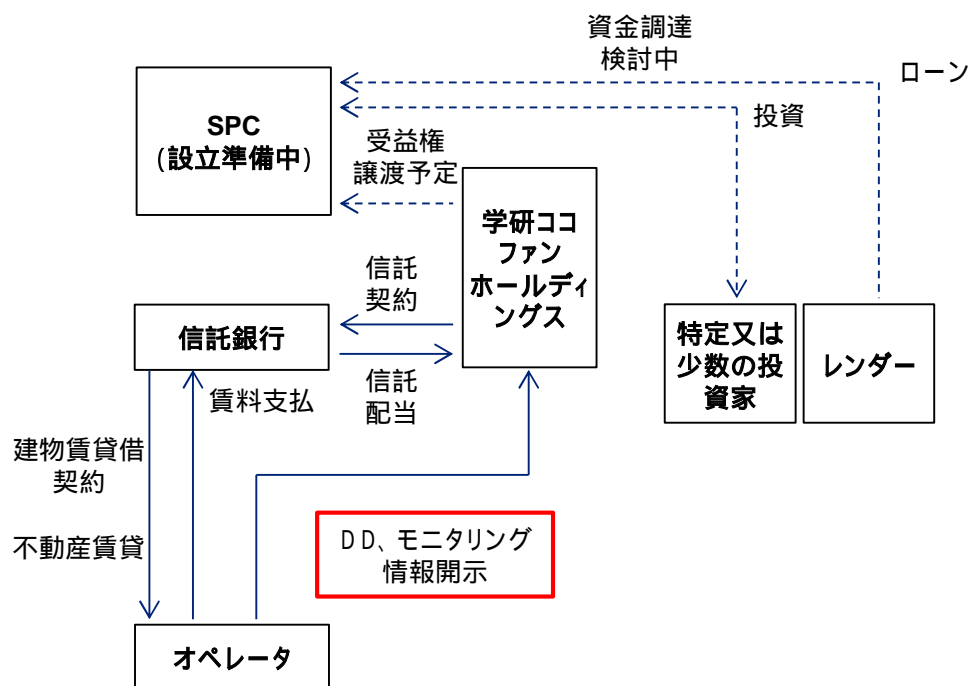
- (1) 開発リスク (流動化の取組み開始時は建物建設中であった開発案件)
  - 建設工事の完工リスク
  - 運営開始後の施設運営が安定しないリスク

運営開始後、何らかの理由で施設運営が開始できないリスク

(2) 賃借人の変更

介護保険等にかかる業者変更手続きの許認可にかかるスケジュール等が不確定等な状況のため、通常の不動産流動化スキームのアレンジ方法では物件が取得できないリスク

図 12 モデル案件 3 のスキーム概念図（開発リスク等が解消されていない案件）



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

### 3. デューディリジェンスの目的と課題

本項では、リート等が実際に物件を取得、運用する上でのデューディリジェンスの実務的な項目等の分類と、その課題点等について整理する。

#### 3.1 デューディリジェンスの目的

デューディリジェンスとは、投資取引等の際、対象となる不動産等の資産の保有者から提供された情報等に基づき、投資対象について行う調査活動やその評価のことを示す。

具体的な内容としては、当該施設の運営にかかる事業の安定性や潜在的なリスクを調査、分析、評価する「事業評価」を行う必要があり、これをデューディリジェンスの項目の中で、「事業デューディリジェンス」という。

また、不動産の価値・保有コスト等にかかる要素について、必要な修繕コストや、不動産に関する法令遵守等の観点から評価を行う必要があり、これを「不動産デューディリジェンス」という。不動産に関しては、事業評価に比べ、調査、分析、評価する項目によって専門分野が細分化されており、その全体を、デューディリジェンスの項目として不動産デューディリジェンスと総称している。

不動産の価値・保有コスト等にかかる要素と、賃料収入等にかかる要素の、大きな2つの要素を調査することについては、ヘルスケア施設も他の不動産と変わりはない。

ヘルスケア施設以外の不動産として、賃貸オフィスビルへの投資を考えると、オフィスビルの立地・交通アクセス、建物の機能、築年数や修繕の必要性、法令違反の有無と改修の必要性等、「不動産としての価値や保有に必要なコスト」等を評価したり、同種のオフィスビルの賃料水準や需要・供給等、賃料収入に関係する要素である「テナントの入居可能性」に関係する外部環境を調査する等の項目が考えられる。

しかし、具体的な調査内容、特に賃料収入等にかかる要素には、ヘルスケア施設と他の不動産の調査内容ではかなり異なる点がある。

オフィスビルの場合、建物の各区画のテナントが比較的短期間で入れ替わる可能性があり、賃料収入を安定させるには、入れ替わり時の空室期間を抑え、高稼働を維持すること等が必要となる。

これに対し、ヘルスケア施設の場合は、オペレータとして当該施設で事業を行

う賃貸人は、単独事業者であることが一般的であり、複数の事業者が運営することは少ない。(入居者向けサービス等の付帯事業として当該事業者等が入居しているケースも存在する)

従って、ヘルスケア施設の賃料収入の評価は、単独のオペレータの賃料負担力の評価にそのほとんどが依拠しており、オペレータが当該ヘルスケア施設を長期安定的に運営していけるか、という観点での調査、分析を行うことになる。なお、このように、不動産投資の評価に、オペレータの事業運営能力が大きく影響している不動産のことを、「オペレーショナルアセット」<sup>25</sup>という。

上記のことから、ヘルスケア施設のデューディリジェンスにおいて調査が必要と考えられる項目を挙げると、例えば、オペレータの賃料負担力の原資となるサービス利用料収入等の目安となる入居率や入居者あたり収入単価、対象施設の事業収支、施設規模に対する人員の充足度合い、収入に対する人件費比率及び(施設の種類によっては)介護保険制度との関係等がある。

オペレータの賃料負担力には、当該施設にかかる項目だけでなく、他に運営している事業等も含めた、オペレータの事業性等についても評価が必要と考えられる。これが事業デューディリジェンスを実施する主な目的である。

また、不動産デューディリジェンスの調査内容は、基本的には他の不動産で実施する調査項目と同様であるが、それに加えて、事業デューディリジェンスと関連した要素を確認する必要がある。

例えば、対象施設の権利・物的状況の把握・確認において、介護保険や有料老人ホーム設置運営標準指導指針等に準拠した建物であるかを確認したり、不動産鑑定評価において、施設運営や入居者からみて望ましい環境か、といった、ヘルスケア事業に関連した評価を加味する必要がある。

このように、ヘルスケア施設に投資を行うためには、通常のデューディリジェンスに加え、オペレーショナルアセットとして、ヘルスケア施設やオペレータの特徴を踏まえた様々な要素について評価を行うことがポイントとなる。

---

<sup>25</sup> ヘルスケア施設以外のオペレーショナルアセットには、ホテルや商業不動産等が該当する。

### 3.2 デューディリジェンスと情報開示

リートは、多くの場合、小規模なものは数件、大規模なものは数十あるいは数百件の不動産を取得するが、個々の不動産の内容が異なるため、不動産を取得する都度、その実態を把握し、賃貸借の条件や資金調達方法等、個別不動産にあった条件を検討する必要がある。

新たに不動産を取得するときは、投資口の発行によって集めた出資と金融機関からの融資等によって不動産を取得するので、リーートの運用をリートから委託された資産運用会社が協議し、当該案件のデューディリジェンス等の結果としての案件概要等をもとに、取得を決定する。

リートには、上場リートと私募リーートの2種類がある。

リーートの資金調達手段は、金融機関からの融資と投資家からの出資に大きく分けられ、投資家は、機関投資家（金融機関等及びその他の機関投資家で、いわゆるプロの投資家）と一般投資家（個人や機関投資家でない法人）に分類される。

上場リートと私募リートにおいて、金融機関からの融資による調達方法は同じだが、投資家からの出資に関しては、上場リートは機関投資家と一般投資家からの出資の2つのルートがあるのに対し、私募リートは機関投資家のみである。

ヘルスケア施設に関する情報開示についても、上場リートがホームページ等で広く情報開示を行っており、投資を検討するものであれば情報入手が可能であるのに対し、私募リートは不動産流動化案件への投融資を検討する機関投資家及び投融資を保有している機関投資家のみになる。（図13参照）

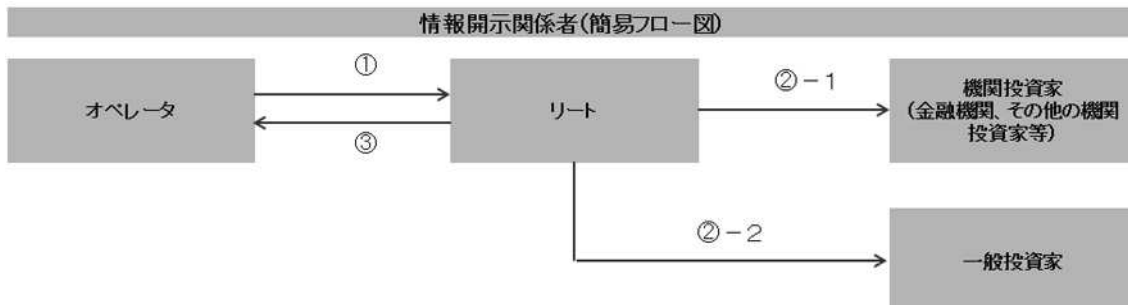
また、情報開示の手続きとして、私募リートが機関投資家に情報開示する際には、契約を取り交わして守秘義務を課し、機関投資家から情報漏えいが発生しないよう対策がなされる。

上場リートが開示する情報は、投資口を購入する検討に必要なリーートの商品性（期待利回り、運用方針、投資対象等）に関するものであり、ヘルスケア施設に関する情報は、ヘルスケア施設とオペレータの概要及び不動産（土地・建物）にかかるものがほとんどであり、個別の施設経営に関する詳細な情報はほとんど掲載されていない。欧米の例をみても、開示されている情報の範囲は同様であることから、リートから一般投資家に対してオペレータの秘匿性の高い個別情報等まで提供することは想定されていないと考えられる。

なお、図13では、上場リートと私募リートの場合について記載しているが、このほか、私募ファンドのデューディリジェンス等におけるオペレータ、私募ファンド及び投資家等との間の情報開示の関係は、私募リートの場合と同様である。

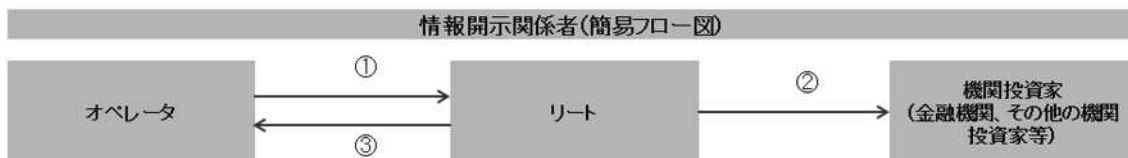
図 13 リートの情報開示関係者と情報開示のフロー

( 上場リートの場合 )



情報の流れ			
①(オペレーター→リート)	②-1(リート→機関投資家)	②-2(リート→一般投資家)	③(リート→オペレーター)
■ 各種デューデリジェンスに必要な情報の開示 > デューデリジェンス実施のため、必要な資料をオペレーターからリートに提出	■ 投融资可否および付帯条件検討に関わる資料の開示 > リートにて案件概要を作成し、金融機関、機関投資家等へ配布	■ 投資口購入の検討に必要な資料の開示 > 目論見書やHPでリートの概要及び個別案件等の資料を作成し、投資家以外にも開示	■ 賃貸借契約締結に必要な資料の開示 > オペレーターとリート間の賃貸借条件等の調整のための双方向の調整

( 私募リート等の場合 )



情報の流れ			
①(オペレーター→リート)	②(リート→機関投資家)		③(リート→オペレーター)
■ 各種デューデリジェンスに必要な情報の開示 > デューデリジェンス実施のため、必要な資料をオペレーターからリートに提出	■ 投融资可否および付帯条件検討に関わる資料の開示 > リートにて案件概要を作成し、金融機関、機関投資家等へ配布	※一般には開示しない	■ 賃貸借契約締結に必要な資料の開示 > オペレーターとリート間の賃貸借条件等の調整のための双方向の調整

( 出所 ) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

### 3.3 ヘルスケア施設取得に先立つ調査、検討のプロセスと契約への反映

ヘルスケア施設の不動産取得に先立って行う調査、検討の実務的なプロセスを図示したのが図14である。

不動産取得のパターンは様々であり、将来、リートに譲渡することを想定して開発された不動産を取得する場合<sup>26</sup>や、既にオペレータに賃貸されている不動産を購入する場合等が考えられるが、この図は、典型的なパターンの一つとして、ヘルスケア施設の運営者が保有する不動産をリート等が取得し、同不動産をリート等から賃借して運営を継続するパターン（セールアンドリースバック）を想定して取りまとめた。

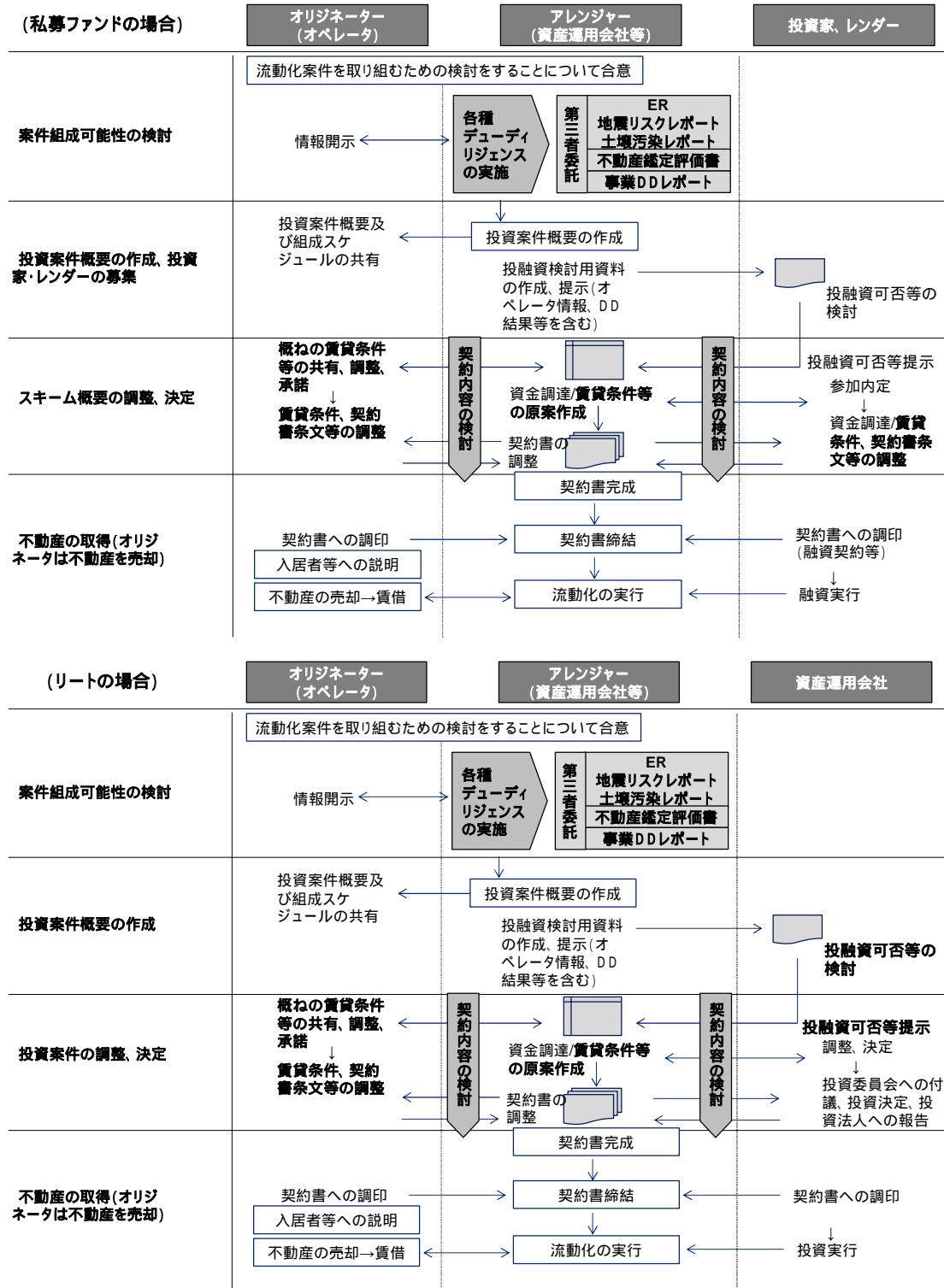
なお、セールアンドリースバック以外のスキームであっても、調査内容が変わるだけで、図14の検討プロセスに大きな差はない。

私募ファンドの場合、投資家や金融機関等（レンダー）との調整を踏まえて投資が決定されるのに対し、リートの場合は、調査、検討を資産運用会社の担当部門が行い、資産運用会社に設置された投資委員会において、資産運用会社の他部門における内部チェックを受け、外部専門家からの意見を聴取する形で投資を承認する形となる。

---

<sup>26</sup> 開発段階ではリートが直接リスクを負って投資することができない。将来、施設運営が安定した際にリートに譲渡することを想定して、開発段階では、リートと連携したリース会社や私募ファンド等が投資を行う等のパターンが考えられる。

図 14 不動産取得の検討プロセス（セールアンドリースバック）



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成



図14では、調査、検討の各段階を、実施される順序に従って、 から の流れで記載しており、オリジネーター(オペレータ)、アレンジャー(資産運用会社等)、投資家、レンダー等との調整過程を示している。

不動産流動化案件を取りまとめる事業者のことを「アレンジャー」といい、他の不動産では証券会社が担当することが多いが、ヘルスケア施設のようなオペレーショナルアセットをブリッジファンド等の形で先行取得する場合、アレンジャーにはヘルスケア施設への知見が要求されることから、そのノウハウを有する資産運用会社等が担当することが多い。

また、ブリッジファンド等が一時的な物件の保有を目的としており、将来、リート等に物件を譲渡することが想定されているため、一般的なアレンジャーが不動産流動化案件の取りまとめのみを担当するのに対し、リート等において、引き続き物件の管理を行う資産運用会社等が担当するのが合理的といった理由があると考えられる。

セールアンドリースバックの場合、ヘルスケア施設の運営者は、セールアンドリースバックの検討段階では売買の対象となる不動産の所有者(オリジネーター)であるため、不動産調査にかかる情報提供等を行う必要がある。

さらに、ヘルスケア施設の運営者は、不動産を売却し、リート等から不動産の賃借を受けて施設運営を継続する際には、オペレータとして賃料を負担していくこととなるため、不動産の売却前後において、オペレータとオリジネーターの2つの役割がある。

不動産取得における調査、検討のプロセスは、 の段階でデューディリジェンスを行い、その結果も踏まえて投資案件概要(たたき台)を作成し、 の段階で投資案件概要を含む投融資検討用資料をもとに投資家、レンダー等を募集し、 の段階で投資家、レンダー等からの要望等を踏まえて資金調達や賃貸条件等を調整し、 の段階で、契約書を締結し、実際に不動産の売却が行われる。(図14参照)

このように、デューディリジェンスと賃貸借契約とは、デューディリジェンスで明らかになった不動産等の状況をもとにして流動化案件の関係者(参加を検討中の者も含む)間で検討が行われ、その結果、リート等が不動産を長期間保有、運用していくにあたって、不動産の管理やオペレータとの協力関係等、将来必要と想定される取り決め等を検討し、賃貸借契約にあらかじめ規定しておく、という関係にある。つまり、デューディリジェンスによって検討された取り決め等を賃貸借契約に移行させることで、継続的な関係維持を図るものである。

例えば、施設を長期運営していく中で、オペレータの施設運営や経営環境の変化等によって施設の運営継続に支障が出ないか確認するため、資産運用会社等は、

オペレータからの情報提供等に基づき、定期的に施設運営等の状況について把握する必要がある。こうした施設運営の状況把握等のことを「モニタリング」と呼ぶが、デューディリジェンスを実施することで、対象施設の施設運営等の状況を把握するためにはどのような情報が重要であって、その情報がどのような条件を満たしていれば、施設運営上望ましい状態であるか、合理的に判断することができる。

デューディリジェンスの結果に基づき、資産運用会社等がオペレータからモニタリングに必要な情報を合理的な手続きによって定期的に入手する旨を賃貸借契約に規定することによって、リート等とオペレータとの適切な関係構築につながるものと考えられる。

従って、リート等の不動産取得から運用に至る段階において、不動産取得時に実施するデューディリジェンスと、不動産運用時における賃貸借契約は、重要な位置づけにあり、適切なデューディリジェンスや資産運用会社等の判断によって、リート等とオペレータが賃貸借契約において合理的な取り決めを行うことにより、長期安定した施設運営に寄与すると考えられる。

### 3.4 デューデリジェンスの項目と課題点

ヘルスケア施設の投資に想定されるデューデリジェンスについては、1. 調査研究の概要の1.1(3)で記載したように、デューデリジェンスの手法が確立されていないこと及びヘルスケア施設から資産運用会社への情報提供が十分でないこと等が課題点として挙げられ、ガイドライン等が作成されている。

資産運用会社がオペレータに提示を求める情報及び投資家への情報開示については、ガイドラインにおいて、一般社団法人不動産証券化協会(ARES)が2013年12月に公表した「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」(以下、「ARESとりまとめ」という。)を参考とすることが推奨されている。ARESとりまとめでは、実務的な観点から、ヘルスケア施設におけるデューデリジェンスの考え方を示したうえで、具体的な調査項目とその目的、調査のために開示が求められる情報や開示にあたっての課題等が示されている。

本モデル事業においては、デューデリジェンスの項目等について、ARESとりまとめで整理された分類等を参考にしながら、個別案件のデューデリジェンスにおける運用状況や課題点等について調査し、実務上の取り扱い等について整理を行っていきたい。

デューデリジェンスは、主に不動産流動化案件を検討する段階でアレンジャーが行う。アレンジャーには、当該案件が成立し、資産運用会社となることを予定している事業者が就任するケースが多い。仮に、アレンジャーが資産運用会社と異なる事業者であったとしても、案件成立後の運用のことを想定してデューデリジェンスを行うため、資産運用会社の方針を反映しており、実質的なデューデリジェンスの実施者は、資産運用会社であると考えられる。また、資産運用会社がヘルスケア施設の案件のアレンジャーとなる理由の一つとして、ヘルスケア施設やオペレータに関する知見を備えており、より適切な調査、分析、評価が可能であることが挙げられる。

なお、将来リートに売却することを想定して私募ファンド(ブリッジファンド)がヘルスケア施設を先行取得する案件においても、私募ファンドが実施するデューデリジェンスの結果が賃貸借契約に反映され、その賃貸借契約の内容は原則としてそのままリートに引き継がれるので、私募ファンドによるヘルスケア施設の取得時に、リートの資産運用会社の方針に基づくデューデリジェンスが行われていると考えられる。

資産運用会社がデューデリジェンスを行う目的は、3.1で整理したように、

不動産デューデリジェンスと事業デューデリジェンスの2つに分かれるが、オペレータの事業性や評価対象物件個別の事業性等の要素が相互に影響していたり、調査を行うのに必要となる情報の入手先や、具体的に何を分析するか等、実務的な事情によって、不動産デューデリジェンスと事業デューデリジェンスの調査、分析活動は、必ずしもその2つの分け方にはなっていない。

なお、デューデリジェンスの内容によっては、その調査項目が専門的であって、資産運用会社自らが実施するよりも、外部委託することが合理的な場合があるので、必要に応じて調査会社や外部専門家等に委託するケースが多い。

このような、情報入手や外部委託といった調査活動の事務手続き等に着目し、資産運用会社が実施するデューデリジェンスにおける実務的な調査区分とその目的について、A R E S とりまとめでは3つに整理されている。

各調査区分における主な分析項目と、開示を受けるにあたって想定される課題点等を整理すると、以下の(1)～(3)の通りとなる。

#### (1) 対象施設の権利・物的状況等の把握・確認

##### 目的

投資対象となる施設の不動産にかかる権利関係（所有形態等）物的現況及び遵法性等、不動産としての投資適格性を確認するもので、主に不動産デューデリジェンスのための調査である。

##### 主な分析項目

投資対象となる土地、建物の権利関係に瑕疵がないこと、関連法令に準拠していること、また、建物の耐久性が一定の水準以上であること、等について確認する。

##### 想定される課題点

この情報は、金融機関から融資を受ける際などにも開示される可能性がある資料であり、開示についてオペレータの理解を得やすいと想定されるため、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。

不動産関係資料については、情報開示についてオペレータから理解を得ることのほかに、対象となる資料をオペレータがそもそも保有していない、散逸している等、事務的、実務的な観点からその取得が困難な可能性がある。建築後、数十年も経過しているような建物はそういった状況になりがちであるが、リートが取得するヘルスケア施設の場合、介護保険や高齢者向けの施設・住宅等の仕組みや制度等が制定されてから比

較的日が浅く、新しい建物が多いことから、実務上、大きな障害となる可能性は低いものと考えられる。

## (2) キャッシュフローの分析

### 目的

賃料収入の安定性を確認するため、賃料支払いの源泉となる、投資対象施設が生み出すキャッシュフローを分析、評価する。

下記(3)事業評価では、投資対象施設の運営体制(経営戦略や人員・組織等)や、オペレータ全体の経営体制等に関する包括的な事業評価を行うのに対し、本調査項目は、投資対象施設単体での収益性(キャッシュフロー)について、入居率と将来の収支推移予測についてシミュレーション等を行って評価することに着目している点が異なっている。

### 主な分析項目

投資対象施設の事業収支に係る項目を分析する。

大きく分けて、提供するサービスの構成、事業収支状況及び入居者状況(稼働、属性等)がある。

### 想定される課題点

必要な情報のうち、一定の項目については、オペレータが入居希望者や入居者に開示する「重要事項説明書」に関連する項目であるため、オペレータから改めて情報提供等を受けなくとも、既に外部に開示されている情報として入手することが可能である。

しかし、その開示タイミングは、最低1年に1回(有料老人ホームの場合)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の場合)等に限られるため、投資対象施設の業況把握に必要な最新情報の取得に十分対応できない可能性があることから、実務的には、一般向けに開示されている情報の利用に加え、任意での情報収集が必要となるものと考えられる。

オペレータから情報提供等を得られない理由として、具体的に想定される主な課題点としては、個人情報開示への懸念、関係する第三者の承諾、当該情報が営業戦略やノウハウに関連するため、オペレータの判断により非開示とされてしまうこと等が挙げられている。

具体的な課題点の例としては、個別の入居者の契約書等が必要と認識され入居者情報を提供できない(個人情報開示への懸念)、外部委託業務にかかる契約を提供できない(関係する第三者の承諾)等が考えられる。

また、オペレータの事務手続きの観点での課題点としては、必要な情報

が、開示可能または利用可能な状態で整理できていない、当該開示にかかる事務負担が大きすぎる等、経営管理、事務管理体制が未整備であることが理由となる可能性が指摘されている。

具体的な課題点の例としては、施設取得後、資産運用会社が、事業収支状況や入居者の稼働等についてモニタリングを行うために、オペレータから定期的に経営指標等の開示を求める場合、その頻度や開示する情報の形式によっては、オペレータの情報提供事務にかかる負担が大きくなってしまい、資産運用者の要望に応えられない、といった理由が考えられる。

オペレータにとっては、施設が流動化されれば、ヘルスケア事業にかかる専門的な知見をもつリート等から一定の評価を受けているとの風評向上につながるメリット等が期待されるため、資産運用会社とオペレータが相互理解を深め、事務負担の軽減に向けた工夫を進めること等により、合理的な情報提供手続きがなされることが望まれる。

### (3) 事業評価

#### 目的

ヘルスケア施設の運営能力等とオペレータの経営安定性等に関する評価を行う。

上記(2) キャッシュフローの分析では、対象施設の収益性に着目した分析、評価を行うのに対し、本項目では、対象とする施設の運営体制(例えば、ヘルスケア施設の運営に必要な人員の充足等)や、他の施設も含めたオペレータの経営状況等を評価することで、オペレータがヘルスケア施設の運営事業者として適切かを評価する。

#### 主な分析項目

投資対象とするヘルスケア施設の運営能力等に関する項目として、マーケティング力、職員体制、介護提供及びコンプライアンス遵守体制の状況、第三者評価の実施状況等がある。

また、オペレータの経営安定性にかかる資料として、財務諸表及び勘定明細等がある。

#### 想定される課題点

オペレータから情報提供を得られない理由として想定される主な課題点は、上記(2)と同様であるが、特に、マーケティングや営業体制に関する情報等は、営業戦略やノウハウに関連するため、その秘匿性の観点から開示を拒まれる可能性がある点、オペレータの会社全体の財務諸表やその明細資料については、心理的、事務負担上の抵抗感等が考えられる。

特に、不動産の賃借を受けるために情報を開示する必要性の理解を得ることが課題となっている。

#### (4) デューディリジェンスに必要な情報

上記(1)～(3)の各調査区分における主な分析項目について、調査、分析を行うために取得する必要がある情報を例示すると、表11のとおりとなる。

これは、A R E S とりまとめにおいて、有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅のデューディリジェンスを行う際、各調査項目を分析等するための基礎となる情報として、オペレーターやオリジネーターから開示を受けるべき情報や課題点について網羅的に整理されたものである。

表 11 デューディリジェンスにおいて利用する情報（例示）

項目	ARESとりまとめにおける例示			
	必要度		重要度	
	有料老人ホーム	サ高住	物件取得時	物件取得後
(1) 対象施設の権利・物的状況の把握・確認				
土地・建物登記関係書類				-
信託目録				-
位置図・公図				-
土地実測図				-
確認済証				-
検査済証				-
竣工図				-
調査レポート				-
ER				-
地震リスクレポート				-
土壌汚染レポート				-
介護サービス事業の指定書類	(特定施設)	(特定施設)		-
(2) キャッシュフローの分析				
施設構成・提供サービスの把握				
重要事項説明書				変更ある場合
施設に関する資料				変更ある場合
サービス内容に関する資料				変更ある場合
利用料金に関する資料				変更ある場合
施設利用者関係契約等資料				変更ある場合
収支状況の把握				
原所有者とオペレーター間の土地・建物賃貸借契約書類				-
食事・清掃業務等の委託契約書類(該当する場合)				-
対象施設の収支関係資料				
事業計画書				変更ある場合
入居者状況の把握				
性別分布				
年齢分布				
要介護度分布(要介護者、要支援者の受入れがある場合)				
入退去者数				
稼働率(入居率)				
一時金未償却残高(一時金設定ない場合不要)				
重大疾患等				
懇談会会議録				
(3) 事業評価				
マーケティング力の把握				
退去事由				
営業費用・内訳の推移				
営業体制・入居者獲得状況				
職員体制の把握				
職種別職員数				
常勤・非常勤の推移				
資格取得状況				
離職率				
介護提供状況の把握、コンプライアンスの状況の把握				
ケアプラン、ケア記録(一定期間)				
インシデント・アクシデントレポート				
行政監査、内部監査の資料				
各種マニュアル等				
オペレーター・賃貸借契約保証人の財務状況の把握				
財務諸表(税務申告書)過去数年々度分				
勘定科目明細				
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				
入居者の意見等を把握する取組みの状況				
第三者による評価の実施状況				

：ほぼ全ての施設・事業者(オペレーター)に該当、：一部の施設・事業者(オペレーター)に該当  
 :ヘルスケア施設の取得・運用のためにリットが必要とする項目、:開示が望ましい項目、-:不要

(注) 情報提供を受ける相手方は、(1)が不動産の原所有者(オペレータが原所有者の場合はオペレータ)、(2)及び(3)がオペレータとなる。

出所：一般社団法人不動産証券化協会 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とりまとめ(2013年12月)より抜粋、加工



## 4 . 各モデル案件におけるデューディリジェンスの実例

本項では、各モデル案件で実施されているデューディリジェンスや、各モデル事業者が通常想定しているデューディリジェンスの取扱い等について分析を行う。

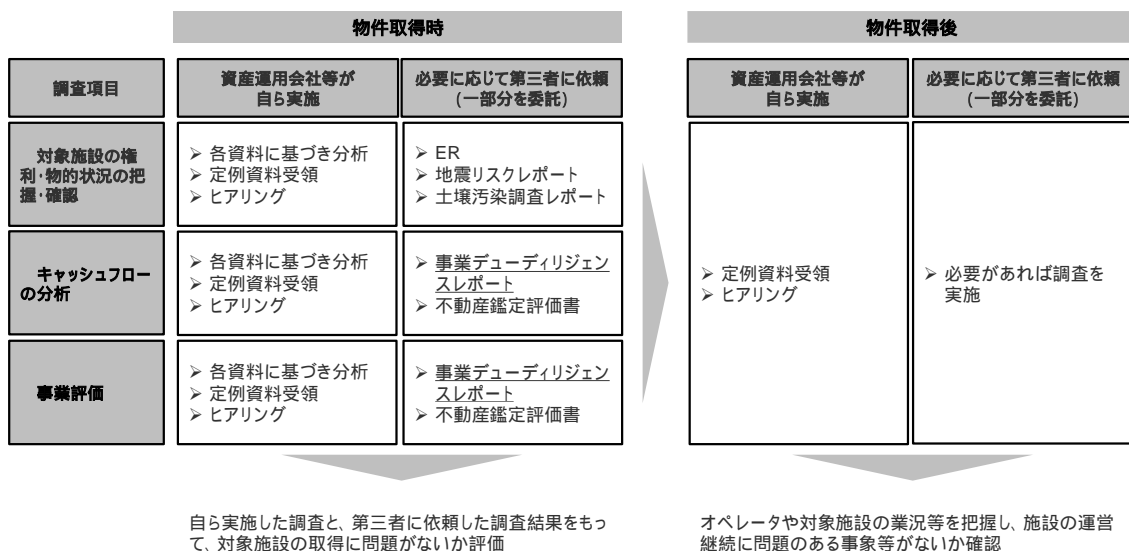
### 4 . 1 具体的な調査項目と情報提供等における課題等の整理

#### (1) デューディリジェンスの概要

各モデル事業における具体的なデューディリジェンスの実施内容は4 . 2 . 1以降で個別に説明するが、3 . 4で整理した3つの調査項目毎に、各モデル事業を通じて実施されたデューディリジェンスの概要を図示すると、図15の通りとなる。

どのモデル事業者も、必要に応じて専門家である第三者に一部の調査を委託しながら、資産運用会社自らがデューディリジェンスを実施している。

図 15 デューディリジェンス（物件取得時）及びモニタリング（物件取得後）の実施状況（全モデル事業の概要）



（出所）デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

(注) 下線のない項目は全てのモデル事業者が実施している項目。下線のある項目は一部のモデル事業者が実施している項目。

(2) 情報提供における課題点

デューディリジェンスに必要な情報にかかる提供について、モデル事業者の入手状況の概要をみると、その取扱いや課題点にはかなりの差異がみられた。

(表12参照)

表 12 モデル事業者がデューディリジェンスにおいて利用する情報(例示)

項目	モデル事業者1		モデル事業者2		モデル事業者3	
	入手タイミング		入手タイミング		入手タイミング	
	物件取得時	物件取得後	物件取得時	物件取得後	物件取得時	物件取得後
(1) 対象施設の権利・物的状況の把握・確認						
土地・建物登記関係書類		-				-
信託目録		-				-
位置図・公図		-				-
土地実測図		-				-
確認済証		-				-
検査済証		-				-
竣工図		-				-
調査レポート		-				-
ER		-				-
地震リスクレポート		-				-
土壌汚染レポート		-				-
介護サービス事業の指定書類		-				-
(2) キャッシュフローの分析						
施設構成・提供サービスの把握						
重要事項説明書		変更ある場合				随時把握
施設に関する資料		変更ある場合				随時把握
サービス内容に関する資料		変更ある場合				随時把握
利用料金に関する資料		変更ある場合				随時把握
施設利用者関係契約等資料		変更ある場合				随時把握
収支状況の把握						
原所有者とオペレーター間の土地・建物賃貸借契約書類		-				随時把握
食事・清掃業務等の委託契約書類(該当する場合)		-				随時把握
対象施設の収支関係資料		年度/1ヶ月毎				1ヶ月毎
事業計画書		年度毎				随時把握
入居者状況の把握						
性別分布		1ヶ月毎				1ヶ月毎
年齢分布		1ヶ月毎				1ヶ月毎
要介護度分布(要介護者、要支援者の受入れがある場合)		1ヶ月毎				1ヶ月毎
入退去者数		1ヶ月毎				1ヶ月毎
稼働率(入居率)		1ヶ月毎				1ヶ月毎
一時金未償却残高(一時金設定ない場合不要)		1ヶ月毎				1ヶ月毎
重大疾患等		x				1ヶ月毎
懇談会会議録		x				1ヶ月毎
(3) 事業評価						
マーケティング力の把握						
退去事由		x	1ヶ月毎			1ヶ月毎
営業費用・内訳の推移		x				1ヶ月毎
営業体制・入居者獲得状況		x				1ヶ月毎
職員体制の把握						
職種別職員数		x				1ヶ月毎
常勤・非常勤の推移		x				1ヶ月毎
資格取得状況		x				1ヶ月毎
離職率		x				1ヶ月毎
介護提供状況の把握、コンプライアンスの状況の把握						
ケアプラン、ケア記録(一定期間)		x				随時把握
インシデント・アクシデントレポート		x	1ヶ月毎			随時把握
行政監査、内部監査の資料		x				随時把握
各種マニュアル等		x				随時把握
オペレーター・賃貸借契約保証人の財務状況の把握						
財務諸表(税務申告書)過去数ヶ年度分			四半期毎			随時把握
勘定科目明細						随時把握
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						
入居者の意見を把握する取組みの状況		x				随時把握
第三者による評価の実施状況		x				随時把握

具体的な項目は非開示

(注1) 表中、 は通常入手する情報、xは通常入手できない情報、黄色ハイライトは、情報入手が困難なケースが多く、代替手段により把握する等の工夫

が必要としている情報。なお、オペレータから資産運用会社等への情報提供に関する整理であり、投資家やレンダーへの開示項目ではない。

(注2) 表中の調査項目はリートを想定して整理されたものであるのに対し、モデル事業1及びモデル事業2のモデル案件は私募ファンドであるが、各モデル事業者はリートを設立して資産運用会社となる計画であり、リートでの情報収集を想定した取扱いとなっている。モデル事業者3は、リート設立に向けた実務的な準備段階には至っておらず、事業会社による不動産流動化スキームにおける情報収集の取扱いとなっている。

出所：一般社団法人不動産証券化協会 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とりまとめ(2013年12月)で例示された項目に関し、各モデル事業の調査に基づき作成

各モデル事業者及びモデル案件での具体的なデューデリジェンスの状況は、4.2.1以降で整理するが、表12をみると、モデル事業者1とモデル事業者3では、取り扱いにかなりの違いがある。

モデル事業者1では、キャッシュフロー分析と事業評価を行うための基礎情報の多くについて、入手が困難な状況があるとしているのに対し、モデル事業者3は網羅的に情報を把握できている。モデル事業者3の情報入手に特段の障害がないのは、モデル事業者3がオペレータをモデル事業者3の子会社に限定しているからである。

モデル事業者3のケースは特殊な事例であるが、情報入手の合理化にかかる方向性の一つとして、オペレータが事業展開を図る上でヘルスケアリートとよく連携することで信頼関係が構築でき、ヘルスケア施設やオペレータの事業内容に関するヘルスケアリートの理解が深まり、情報も入手しやすくなると考えられる。

#### 4.2.1 モデル事業1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社

モデル事業者1が、デューディリジェンスで分析する主な項目として、3.1で大きく3つに分けた調査項目ごとに、どのような活動によって調査等を行っているか等について、その概況を整理したのが表13である。

デューディリジェンスは、基本的にはモデル事業者1が主体となって実施するが、モデル事業者1が調査に必要な専門性を有しない項目等については、必要に応じて第三者評価を活用して調査を行い、その調査結果をモデル事業者1が評価することとしている。

例えば、表13の対象施設の権利・物的状況の把握・確認の項目においては、ER（エンジニアリングレポート）等の第三者評価レポートを活用して状況を把握し、資産運用会社等が、当該調査結果をもとに自ら定める基準等に照らして投資適格か確認を行う、といった分業を行っている。

また、物件取得時に第三者評価を活用しながらデューディリジェンスを行って総合的に分析し、物件取得後は、定例資料の受領やヒアリング等のモニタリングを通じて、状況変化を把握することとしている。

表13 デューディリジェンスの概況（モデル事業1）

調査項目	物件取得時		物件取得後	
	資産運用会社等が自ら実施	必要に応じて第三者に依頼（一部分を委託）	資産運用会社等が自ら実施	必要に応じて第三者に依頼（一部分を委託）
対象施設の権利・物的状況の把握・確認	<ul style="list-style-type: none"> <li>各資料に基づき分析</li> <li>定例資料受領</li> <li>ヒアリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ER</li> <li>地震リスクレポート</li> <li>土壌汚染調査レポート</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>定例資料受領</li> <li>ヒアリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>必要があれば調査を実施</li> </ul>
キャッシュフローの分析	<ul style="list-style-type: none"> <li>各資料に基づき分析</li> <li>定例資料受領</li> <li>ヒアリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業デューディリジェンスレポート（必要に応じて取得）</li> <li>不動産鑑定評価書</li> </ul>		
事業評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>各資料に基づき分析</li> <li>定例資料受領</li> <li>ヒアリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業デューディリジェンスレポート（必要に応じて取得）</li> <li>不動産鑑定評価書</li> </ul>		

自ら実施した調査と、第三者に依頼した調査結果をもつて、対象施設の取得に問題がないか評価

オペレータや対象施設の業況等を把握し、施設の運営継続に問題のある事象等がないか確認

（出所）モデル事業者1からのヒアリングに基づき作成

以下、資産運用会社等によるデューディリジェンスに関する具体的な調査内容等の現状について、主要項目毎に整理する。

## (1) 対象施設の権利・物的状況等の把握・確認

この調査項目の目的は、取得しようとする不動産について、物件の所有や使用等に関する権利状況に問題はないか（例：他の債権者の抵当権の設定等）、また、建物や土地の物理的な安全性に問題はないか（例：地震に対する耐久性、長期修繕費用の算出等）調査を行い、状況を明らかにすることである。

主に収集する情報と、確認する内容は以下の通りである。

### 主な収集情報

参考資料として別添資料1「不動産デューデリジェンス関係資料」にサンプルを添付している。

- 土地・建物登記簿（登記事項証明書）、信託目録
- 公図、土地実測図、土地境界確定図、等
- 建物図面（竣工図）
- 確認済証、検査済証
- E R（エンジニアリングレポート、第三者評価）
- 土壌汚染調査レポート（第三者評価）
- 地震リスクレポート（第三者評価）

上記資料のうち、土地境界確定図、建物図面（竣工図）、確認済証及び検査済証は、通常、オリジネーターから提供を受ける情報であり、土地・建物登記簿（登記事項証明書）、信託目録、公図及び土地実測図は、法務局で取得が可能な情報である。

### 確認する主な内容

- 土地、建物にかかる権利関係に瑕疵がないこと  
土地・建物所有権、担保関係、相隣関係等について、登記簿等をもとに資産運用会社等が分析、確認している。  
また、実際の土地使用状況等について資産運用会社等が自ら現地調査している。
- 土地、建物にかかる関連法令に準拠していること  
建築基準法、消防法、廃棄物処理法、土壌汚染対策法、その他の関連法令（当該土地における地区計画等）等について、第三者評価に基づき確認する。  
第三者評価は、調査会社等に調査を委託し、当該調査レポートに基づき、物件取得のために必要な条件等を判断する。

具体的な調査内容は、E R（エンジニアリングレポート）、土壤汚染調査レポートを取得しており、その具体的な調査内容は、下記及びの通りである。

調査の結果、法定水準を超える土壤汚染がないことが物件取得の前提条件となるが、第三者評価の結果によって、必要に応じて追加調査等を行う。

仮に、法定基準を超える土壤汚染が発見された場合、治癒が困難、または治癒や追加調査に必要な時間やコスト等が想定を超える場合等は、資産運用会社等の判断により、物件の取得を見送ることとなる。

➤ 建物の耐久性が一定水準以上であること

地震リスクレポートに基づき、対象物件の大規模地震被災時の想定損失額を算定し、建物の耐久性を評価する。

資産運用会社等は、通常、損失額を算定するノウハウを持たないため、調査会社に委託する。

その主な手法は、対象物件の所在地周辺における過去の地震記録と、対象物件所在地の地盤等の状況から、統計的手法によって得られる一定以上の規模の大規模地震の発生可能性と、その際に想定される対象物件が受ける震動の大きさに対し、建物構造、竣工年等をもとに算出した再調達価格等から、当該建物の耐久性や価値に基づいて、大規模地震に対する予想損失額（PML値<sup>27</sup>）等について分析を行う。

当該分析の結果、再調達価格に対するPML値の割合が、資産運用会社等が設定した水準を超える場合、資産運用会社等は、建物の耐久性が不足すると判断し、物件の取得を見送ることとなる<sup>28</sup>。

➤ 対象不動産の事業特性を踏まえた経済価値

資産運用会社等は、不動産鑑定評価書により、対象不動産の事業特性を踏まえた経済価値を確認する。

不動産の鑑定評価は、不動産の鑑定評価に関する法律に基づき、国土交通省に登録されている不動産鑑定士のみが行うことができる。よって、資産運用会社等は、国土交通省または都道府県に登録されている不動産鑑定業者に不動産の鑑定評価を依頼することになる。

不動産鑑定士は、投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投

---

<sup>27</sup> PML値：地震PML（Probable Maximum Loss：予想最大損失率）として、想定している建物使用期間中（一般的には50年を想定）に想定される最大規模の地震によりどの程度の被害を受けるかについて、予想損失額の再調達価格（建物躯体及び設備）に対する割合（％）を示す。

<sup>28</sup> 地震による損失リスクを緩和する手法として、地震保険を付保することで、地震による実質的な損失額を低減させ、取得可能性を検討する対策が考えられる。

資法人等が行う不動産取引を目的とする場合、証券化対象不動産の鑑定評価<sup>29</sup>として、不動産鑑定評価基準に則った不動産の鑑定評価を行わなければならない。この場合、不動産鑑定評価書に証券化対象不動産の鑑定評価である旨が記載されているので、資産運用会社等はその記載がなされていることを確認することになる。

特にモデル案件1のようなシングルテナントのヘルスケア施設の場合、テナント稼働率は100%である一方で、賃料収入はテナントであるオペレータ1社に全て依拠することから、そのオペレータが賃貸借契約に基づく賃料を支払うことができるか否か(賃料負担力)が賃料収入の確実性を把握する要点となる。

ヘルスケア施設の賃料負担力を把握するに当たっては、オペレーションリアルアセットの特性として、ヘルスケア施設の事業から生みだされる事業収支(キャッシュフロー)の範囲内で、オペレータが賃料を安定的に負担することができるのかといった観点で、事業の持続性・安定性の分析が重要である。

モデル案件1においては、ヘルスケア施設に関する知識及びヘルスケア施設の鑑定評価に関するノウハウが豊富な不動産鑑定業者に依頼し、将来期待される事業収支に対する賃料負担の余裕率等を加味し、賃貸借契約に基づく賃料の安定性を勘案の上、不動産の鑑定評価が実施されており、それをモデル事業者1が確認している。

このように、モデル事業者1は、オペレータと契約締結の条件を交渉する際に、必ず不動産鑑定評価書を取得し、その鑑定評価額との乖離に留意の上、価格や取引に関する諸条件の交渉を行っている。

## エンジニアリングレポートの主な調査内容

調査対象建物について、竣工図等と現況が異なっていないか、また、建築基準関係規定の法令に準拠しているか等、関係書類等の精査と現況調査に基づき、権利関係や遵法性等に問題がないか確認する。

土地・建物登記簿、確認済証、検査済証等に基づく権利関係や遵法性の確

---

<sup>29</sup> 証券化対象不動産の鑑定評価：不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則り、不動産鑑定士が鑑定評価の各手法を適用して行われる。不動産の鑑定評価の手法は、原価法、取引事例比較法及び収益還元法に大別される。収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値に着目した不動産価格(収益価格)を求めるもので、直接還元法、DCF法の2つの手法がある。証券化対象不動産の鑑定評価における収益還元法の適用に当たっては、DCF法を適用しなければならず、併せて直接還元法を適用することにより検証を行うことが適切である。

認は、資産運用会社等が自ら実施するが、エンジニアリングレポートにおいては、これらの基礎資料をもとに、法定検査や建物の使用状況等、点検書類や建物の立ち入り調査を行うなど、不動産を維持・管理していく観点から、より実務的かつ専門的な調査を行うものである。

例えば、当該建物を長期間運用していくに当たり、適時適切な建物修繕、設備の更新等が必要となるため、長期間にわたる修繕・更新費用を検討する必要がある。リートでは、長期運用が前提となっているため、当該算出結果をもとに長期修繕計画を策定し、計画的に修繕等を実施する根拠として、第三者である調査会社による費用の算出が重要である。

**表 14 エンジニアリングレポートの概要**

項目	主な調査内容	主な調査、根拠情報	主な利用目的
物件概要	敷地・建物にかかる構造・規模等の概要、内外装仕上げ・建築設備等の仕様、増改築・修繕等の履歴	竣工図、請負工事関係資料、その他の資料	調査等の前提となる物件概要把握
遵法性調査	建築基準関係規定への適合性、法定点検実施結果	確認済証、検査済証、法定点検関係書類	遵法性確認
現況調査	劣化等の状況に関する調査・診断	現地調査、ヒアリング	建物使用上の問題点、劣化状況の把握
修繕・更新費用の算出	緊急・短期・長期の修繕・更新費用の算出	現地調査等に基づくシミュレーション	修繕計画の根拠資料
再調達価格の算出	現時点で再建築した場合の建築費の概算	シミュレーション	建物価値の把握
物理的耐用年数等の検討	物理的耐用年数の考察	シミュレーション	建物価値の把握
建物環境調査	アスベスト、PCB、フロン・ハロン等、使用禁止物質にかかる環境面の調査・評価	現地調査	環境基準への適合の確認

(出所) モデル事業者1からのヒアリングに基づき作成



## 土壌汚染調査レポートの主な調査内容

土壌汚染調査レポートでは、表15の通り、調査の種類がその段階によって3つのフェーズにわかれており、調査結果によって必要な段階まで追加調査を行い、土壌汚染の安全性を確認する。

調査会社によって呼称は異なることがあるが、調査対象土地について、過去の地図・写真、土地使用履歴、過去の調査資料等の情報による書類上の基本分析を行ったうえで、想定される土壌汚染リスクの可能性等を検討する調査段階をフェーズⅠという。

さらに、フェーズⅠ以降、実際に土壌サンプルを採取し、汚染物質の含有濃度が環境基準の範囲内か確認する調査を行い、基準を超える汚染物質が検出されたときはその汚染範囲を把握する。この調査段階をフェーズⅡもしくはフェーズⅢといい、フェーズⅡでは、土壌の表層を平面方向の範囲で調査し、フェーズⅢでは、フェーズⅡの調査結果をもとに深度方向の範囲を調査する。

フェーズⅢでは土壌のサンプリング調査は行わないが、土壌汚染の有無を確認する追加調査の必要性等について整理するものであり、調査の結果、土壌汚染の可能性が低く、資産運用会社等が追加調査の必要はないと判断すれば、フェーズⅢのみで調査を終了する。

フェーズⅢを実施した結果、追加調査の必要があると資産運用会社等が判断した場合、次フェーズ以降の分析を行う。

表 15 土壌汚染調査レポートの概要

	フェーズⅠ	フェーズⅡ	フェーズⅢ
主な調査事項	土壌汚染の有無の可能性の評価	土壌汚染物質の濃度と範囲の把握（土壌の表層、平面方向）	土壌汚染の深度調査を含めた範囲の把握
	サンプリング調査の必要性の判断		
	サンプリング調査項目・範囲の絞り込み	環境基準を超える汚染がある場合、汚染範囲の絞り込み	土壌汚染対策実施のための対策範囲の確定
サンプリング調査	実施しない	対象土地の複数地点からサンプルを採取し、対象土地における汚染物質の濃度を測定し、環境基準を超える汚染がある場合はその範囲（平面方向）を把握する	対象土地における汚染物質検出地点を中心に、深度を変えて土壌サンプルを採取し、汚染原因の特定等、土壌汚染対策に必要な基礎情報を得る

(出所) モデル事業者1からのヒアリングに基づき作成

(注) 上記のフェーズ分け及び呼称は一般的なものであるが、調査会社によって取扱いが異なることがある。

#### 評価分析における主な課題点

- 不動産に関連する各調査項目や、第三者に委託して取得するレポートの種類等については、他の不動産流動化や金融機関が行う融資等における項目等と大きく変わることはなく、特記すべき課題点はないが、現地調査を行う場合、高齢者が生活するヘルスケア施設に立ち入ることから、現地スタッフの協力が不可欠であり、オペレータの理解を得るとともに、極力施設運営に負担をかけないように配慮している。
- 不動産鑑定評価において、賃貸不動産(収益不動産)として適切な評価を行うためには、ヘルスケア施設における事業収支を吟味する必要があり、単にオペレータから提示されたヘルスケア施設の事業収支等を鵜呑みにして、設定賃料に対する負担力を示すのではなく、当該事業収支の想定が適切か確認することが重要と考えられる。設定賃料についても、近隣の類似施設の賃料水準との比較等を行うことで、より合理的な鑑定評価が期待できることから、こうしたヘルスケアの分野に知見のある不動産鑑定会社に依頼することがポイントとしている。

## (2) キャッシュフローの分析

この調査項目の目的は、取得しようとする不動産を賃貸してオペレータが生み出すキャッシュフローのシミュレーションを行い、その安定性等について評価を行うことである。

具体的には、対象とするヘルスケア施設の事業収支のシミュレーション等を実施し、同様の施設種類の標準的な事業収支との比較や、将来の入居率の増減等に対するキャッシュフローへの影響等を検討する。

主に収集する情報と、確認する内容は以下の通りであり、上記の検討を行うために必要な、収入単価や入居者数に関する情報や、事業費用の明細(人件費、外部委託費用等)等がある。

#### 主な収集情報

- 重要事項説明書(別添資料1参照)
- 施設に関する資料(入居者向けパンフレット等)
- サービス内容及び利用料金に関する資料(入居者向け説明資料等)

- 職員体制（オペレータから入手）
- 施設利用者関係契約等雛形
- 対象施設の事業計画書（オペレータから入手）
- 直近数年間の入居者の状況（性別、年齢、要介護度、入退去者数、入居率、入居一時金残高等）の推移（オペレータから入手）
- 直近数年間の対象施設の収支関係資料（オペレータから入手）
- 事業費用（人件費、外部委託費用等）の明細（オペレータから入手）

#### 確認する主な内容

##### ➤ 事業収支の評価

対象施設から徴求した上記資料等に基づき、直近の施設稼働状況を分析し、外部環境の予測等と併せて、オペレータの経営者または施設責任者等からヒアリングを行うことにより、対象施設の長期的な賃料負担力の蓋然性について評価を行う。

主な確認事項は以下の通り。

- ・ 将来の施設稼働見込みの想定
- ・ サービスの単価設定、入居者層（要介護度等）等から、入居者1人あたり単価の想定
- ・ 施設稼働及び稼働率が低下した場合の賃料負担力の想定（施設運営から得られるキャッシュフローに対する設定賃料の余裕率等）

具体的な分析内容は、情報守秘義務の観点から開示できないが、モデル事業者1からのヒアリングに基づき、一般的な評価イメージを例示すると、次のようなものとなる。（別添資料1「事業デューデリジェンス関係資料」（収支シミュレーション）に評価サンプルを添付している）

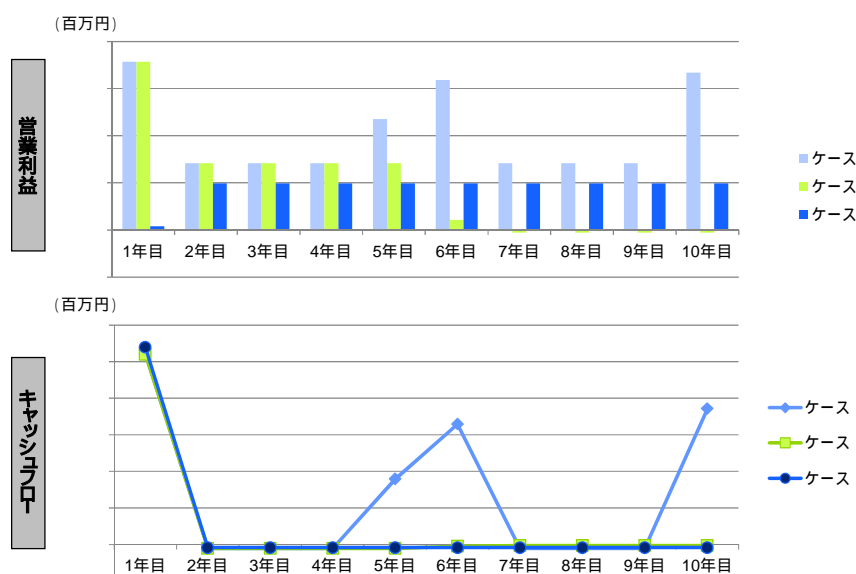
## (例1)ヘルスケア施設の収支等の財務内容試算

成行BS							
	X1/3期	X2/3期	X3/3期	X4/3期	X5/3期		
流動資産	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX		
現預金	XX	XX	XX	XX	XX		
...							
成行CF							
固定資産			X 1/3期	X 2/3期	X 3/3期	X 4/3期	X 5/3期
建物構築物			×××	×××	×××	×××	×××
...							
資産計							
買掛金							
有利子負債							
...							
負債計							
純資産							
負債・純資産計							

成行PL					
	X 1/3期	X 2/3期	X 3/3期	X 4/3期	X 5/3期
EBITDA	×××	×××	×××	×××	×××
EBITDA+地代家賃					
EBITDA/売上					
CF(加算、減算)					
一時金償却(-)					
一時金受入れ(+)					
退去に伴う返還(-)					
合計					
売上高	×××	×××	×××	×××	×××
賃料相当額	××	××	××	××	××
一時金	××	××	××	××	××
食費	××	××	××	××	××
管理費等	××	××	××	××	××
介護報酬	××	××	××	××	××
人件費	××	××	××	××	××
業務委託費	××	××	××	××	××
地代家賃	××	××	××	××	××
リース料	××	××	××	××	××
減価償却費	××	××	××	××	××
水道光熱費	××	××	××	××	××
その他経費	××	××	××	××	××
営業費用	×××	×××	×××	×××	×××
営業利益	××	××	××	××	××

## (例2)シナリオ別利益・キャッシュフローシミュレーション



### 評価分析における主な課題点

収支シミュレーションにおける主な課題点は、入手できる情報が一部限定される場合でも、キャッシュフローの評価分析を行う必要があることである。(詳細は後記(4)参照)

一般的な有料老人ホーム等の物件については、モデル事業者1の出資者が銀行融資取引において蓄積した介護事業者向け取引データ等をもとに標

準化された収支モデルを保有しており、これに当てはめることで、資産運用会社等はヘルスケア施設種類別に収支予測を行うことが可能である。一部の予測等を含めて収支シミュレーションを行い、不動産投資向けの審査指針に基づいて分析を行うことで、必要なキャッシュフローの評価が可能となっている。

従って、書類等の形式では入手できない情報について、ヒアリング等の補完的な手段で把握することで、情報不足の課題をカバーしている。

なお、複合施設にヘルスケア施設と病院等が入居しているような特殊な物件等を検討する場合は、収支シミュレーションのノウハウを補うために、コンサルティング会社等の第三者に委託してキャッシュフローの評価にかかる調査レポート(事業デューデリジェンスレポートに含む)を入手することとなっている。

### (3) 事業評価

この調査項目の主な目的は、ヘルスケア施設の運営体制や、外部環境(介護需要に対する施設供給、他の競合施設との比較優位性、等)等々を評価し、ヘルスケア施設の特徴やオペレータの経営安定性等を評価することである。

主な収集情報と、利用可能な主な外部情報及び確認する内容は以下の通りである。

#### 主な収集情報

- マーケティング関係資料  
入退去事由、営業体制・入居者獲得状況(実務上は徴求困難)
- 職員体制  
職種別職員数、常勤・非常勤の推移、資格取得状況、離職率
- 介護提供状況の把握、コンプライアンスの状況の把握  
行政監査、内部監査の資料
- 各種マニュアル等(実務上は徴求困難)
- オペレータの財務状況  
財務諸表(税務申告書)過去数ヶ年度分、勘定科目明細
- 第三者評価の実施状況等

#### 利用可能な主な外部情報

オペレータが入居希望者向けに情報開示している資料等、外部から入手できる情報として、以下のようなものがある。

- 重要事項説明書（別添資料1にサンプルを添付している）
  - ・ 重要事項説明書とは、入居希望者等に対してヘルスケア施設の概要を説明するため、当該ヘルスケア施設や運営事業者の概要、各種サービス内容及び利用料金、職員体制等について包括的にまとめた資料である。記載内容は都道府県ごとに定められているため、地域によって若干の形式的な相違がある。印刷物を提供するだけでなく、オペレータが自らのホームページに掲示していたり、地方自治体によっては、各有料老人ホームの重要事項説明書が閲覧できるホームページを整備している場合もある。
  - ・ 主な内容は以下の通りであり（有料老人ホームの場合）、職員体制や年齢別入居者数等、事業評価を行ううえで有用な情報が含まれているが、内容の更新スパンが最短で1年おきであるため、情報を随時把握するためには、重要事項説明書の記載情報のみでは不十分な場合も考えられる。
  - ✓ 施設運営者の概要（所在地、連絡先等の基本情報、当該ヘルスケア施設の近隣地域で運営している指定介護サービスの種類、等）
  - ✓ 施設・事業所概要（所在地、連絡先、交通手段、開設日、建物概要、等）
  - ✓ 職員体制（専門職員数、経験年数、勤務体制・夜勤体制、等）
  - ✓ サービス内容（協力医療機関、病気や身体的要件等に基づく入退去条件、等）
  - ✓ 入居者状況（年齢・要介護度別入居者数、等）
  - ✓ 利用料金（入居一時金、月額費用、その他費用、等）
- 地方自治体等が提供する情報提供サイト等
  - ・ 地方自治体等がヘルスケア施設の情報開示を行うため、施設情報をホームページで提供している場合がある。
  - ・ 重要事項説明書に記載された主要情報等を一覧表の形で整理し、各施設のホームページを紹介することで、各施設の詳細情報を収集しやすくなっている場合が多い。施設種類や料金等を条件設定して検索できるようになっているウェブサイトもあり、調査対象となるヘルスケア施設と、近隣に立地する施設等と比較をするうえで有用である。

（例）サービス付き高齢者向け住宅情報提供システム（国土交通省）  
<https://www.satsuki-jutaku.jp/search/index.php>

また、マーケティング関係資料のうち、人口、介護需要等の情報で利用できるものには、以下のようなものがある。

- 政府及び政府機関等が開示している統計資料（例）
  - ・ 国立社会保障・人口問題研究所：年齢層別将来人口、世帯数等
  - ・ 住民基本台帳：年齢別人口等
  - ・ 国勢調査：世帯の状況等
  - ・ 介護保険実施状況報告（厚生労働省）：要介護認定者数等
- コンサルティング会社等が提供するマーケットレポート等  
資産運用会社等が実施する調査のうち、キャッシュフローの分析及び事業評価の分野について、必要に応じて、コンサルティング会社等の第三者に委託して調査することができる。  
その内容は、人口動態等の外部環境等の市場調査や、当該施設にかかるキャッシュフローの分析等があり、その内容によって、「マーケットレポート」（市場調査等）や「事業デューデリジェンスレポート」（市場調査に加えて、キャッシュフローの分析等を含む場合がある）等と呼ばれる。  
なお、参考資料として別添資料1「事業デューデリジェンス関係資料」にサンプルを添付している。

#### 確認する主な内容

- 対象物件にかかる外部環境の分析とマーケティング上の評価  
対象施設から入手した上記資料及び外部情報等に基づき、対象施設の提供サービスの特徴、ターゲットとなる入居者層及びコスト水準等を把握し、近隣の競合施設との比較等を行う。  
主な確認事項は以下の通り。
  - ・ 対象物件の立地
  - ・ 周辺地域の高齢者人口、介護需要
  - ・ 周辺地域の競合施設の需給
  - ・ 周辺地域における対象物件のマーケティング上の位置づけ（例：ターゲットとする入居対象者の属性、価格設定、等）

具体的な分析内容は、情報守秘義務の観点から開示できないが、モデル事業者1からのヒアリングに基づき、一般的な評価イメージを例示すると、次のようなものとなる。

(例1) 対象施設周辺地域の介護需要予測



(例2) 対象施設周辺地域の競合施設立地状況



(注)例2の調査イメージはあくまでサンプルであり、実際の調査事例ではない。



- オペレータの信用力、事業運営力等  
 オペレータの財務資料、業暦等から、オペレータの信用力や事業遂行能力等にかかる評価を行う。  
 具体的な手法については、銀行融資取引における介護事業者向け審査ノウハウ、取引経験等をもとに、不動産投資向けの審査指針を構築している。  
 主な確認事項は以下の通り。
  - ・ オペレータの財務安定性、収益力
  - ・ オペレータが展開するヘルスケア事業（他施設）（もしあれば）その他の事業の事業性、収益力
  
- 対象施設及びオペレータの組織体制  
 職員体制等の入手資料をもとに、オペレータ経営陣及び対象施設の運営責任者等とインタビューを実施し、組織運営能力やコンプライアンス面の評価を行う。  
 主な確認事項は以下の通り。
  - ・ オペレータ経営陣の運営能力（業界経験、経営能力、等）
  - ・ オペレータの組織体制（組織図、権限、レポートライン、主な職員の能力、等）
  - ・ 対象施設の運営状況、経営資源（施設運営責任者の経験、運営能力、職員の過不足、能力研修等の育成体制、等）
  - ・ コンプライアンス面（行政指導・重大なクレーム等の有無、等）

#### 評価分析における主な課題点

事業評価の主な課題点は、評価分析においては、取得対象となるヘルスケア施設の特徴やオペレータの経営安定性等、総合的な事業評価を行う手法やノウハウであり、情報収集面においては、入手できる情報が一部限定される場合があること（詳細は後記(4)参照）の二つである。

モデル事業者1におけるオペレータの事業評価は、銀行融資取引における過去の介護事業者との取引経験等をもとに、具体的な評価項目毎の評価ポイントや基準を網羅した不動産投資向けの審査指針を構築しており、実際に入手した対象施設の情報や分析結果と、項目毎の比較対照が可能なことから、評価の手法やノウハウについて特記すべき課題点はない。

なお、一般的な有料老人ホーム等の物件については、上記の審査指針に当てはめることで、資産運用会社等が自ら事業評価を行っているが、複合施設にヘルスケア施設と病院等が入居しているような特殊な物件等については、

事業デューディリジェンスのノウハウを補うために、コンサルティング会社等の第三者に委託して事業デューディリジェンスにかかるレポートを入手し、それを参考に評価している。

#### (4) 情報入手における課題点等

A R E S とりまとめ等で指摘された課題点として、デューディリジェンス手法の確立とともに、「デューディリジェンスに必要な情報が入手しにくい」ことが挙げられている。

上記 4 . 1 で概要を整理した調査項目毎に、情報入手における課題点として、入手困難な理由や対応の方向性等を整理するため、モデル案件 1 の事例と、他の案件も含めてモデル事業者 1 が通常業務において課題と感じている点を比較する。

モデル事業 1 における情報入手の状況と、モデル事業 1 以外の案件における情報入手の傾向についてヒアリングし、それぞれ一覧表としてまとめたのが、別添資料 2 である。

このうち、情報入手等の状況を抜粋、比較したのが表 1 6 である。

3 つの調査項目のうち、「対象施設の権利・物的状況の把握・確認」については、情報入手において課題点は認識されておらず、「キャッシュフローの分析」と「事業評価」で情報が入手できなかったり、工夫が必要である等の状況が見られる。

「対象施設の権利・物的状況の把握・確認」のために必要な情報は、上記 4 . 2 . 1 ( 1 ) で整理したように、権利関係を第三者に公示する目的で作成された公的な資料（土地・建物登記簿等）や、調査会社が作成する資料（E R、土壌汚染調査レポート等）であり、一般的な不動産売買取引や、金融機関からの借入れ等の取引でも通常開示されているものである。従って、これらの情報については、不動産の原所有者（オリジネーター）は開示に対して大きな抵抗感を抱いていないものと考えられる。

「キャッシュフローの分析」と「事業評価」の情報入手上の課題点について、次項以下で整理する。

表 16 モデル事業者 1 の情報入手の状況（抜粋）

項目	通常の取扱い		モデル案件1	
	入手タイミング		入手タイミング	
	物件取得時	物件取得後	物件取得時	物件取得後
(1) 対象施設の権利・物的状況の把握・確認				
土地・建物登記関係書類		-		-
信託目録		-		-
位置図・公図		-		-
土地実測図		-		-
確認済証		-		-
検査済証		-		-
竣工図		-		-
調査レポート				
ER		-		-
地震リスクレポート		-		-
土壌汚染レポート		-		-
介護サービス事業の指定書類		-		-
(2) キャッシュフローの分析				
施設構成・提供サービスの把握				
重要事項説明書		変更ある場合		変更ある場合
施設に関する資料		変更ある場合		変更ある場合
サービス内容に関する資料		変更ある場合		変更ある場合
利用料金に関する資料		変更ある場合		変更ある場合
施設利用者関係契約等資料		変更ある場合		変更ある場合
収支状況の把握				
原所有者とオペレーター間の土地・建物賃貸借契約書類		-	-	-
食事・清掃業務等の委託契約書類（該当する場合）		-	-	-
対象施設の収支関係資料		年度/1ヶ月毎		年度/1ヶ月毎
事業計画書		年度毎		年度毎
入居者状況の把握				
性別分布		1ヶ月毎		1ヶ月毎
年齢分布		1ヶ月毎		1ヶ月毎
要介護度分布（要介護者、要支援者の受入れがある場合）		1ヶ月毎		1ヶ月毎
入退去者数		1ヶ月毎		1ヶ月毎
稼働率（入居率）		1ヶ月毎		1ヶ月毎
一時金未償却残高（一時金設定ない場合不要）		1ヶ月毎		1ヶ月毎
重大疾患等	x		x	
懇談会会議録	x		x	
(3) 事業評価				
マーケティング力の把握				
退去事由	x	1ヶ月毎	x	
営業費用・内訳の推移	x		x	
営業体制・入居者獲得状況	x		x	
職員体制の把握				
職種別職員数	x		x	
常勤・非常勤の推移	x		x	
資格取得状況	x		x	
離職率	x		x	
介護提供状況の把握、コンプライアンスの状況の把握				
ケアプラン・ケア記録（一定期間）	x		x	
インシデント・アクシデントレポート	x	1ヶ月毎	x	
行政監査、内部監査の資料	x		x	
各種マニュアル等	x		x	
オペレーター・賃貸借契約保証人の財務状況の把握				
財務諸表（税務申告書）過去数ヶ年度分		四半期毎		四半期毎
勘定科目明細				
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				
入居者の意見等を把握する取組みの状況	x		x	
第三者による評価の実施状況	x		x	

注）表中、 は通常入手する情報、×は通常入手できない情報、黄色ハイライトは、情報入手が困難なケースが多く、代替手段により把握する等の工夫が必要としている情報。

出所：モデル事業 1 の事例及びモデル事業者 1 のヒアリングに基づき作成

## キャッシュフローの分析

キャッシュフローを分析するために必要な情報のうち、以下の資料について、モデル事業者1は、物件取得時、または物件取得後のモニタリングのために定期的に入手したいと考えているが、情報の入手に課題があるとしている。(表16参照)

- 通常の業務及びモデル案件1において入手が困難、または入手できていない情報
  - ・一時金未償却残高(入手困難)
  - ・重大疾患等(入手不可能)
  - ・懇談会会議録(入手不可能)
- モデル案件1では入手に大きな課題はなかったが、通常の業務の傾向として入手が困難な情報
  - ・対象施設の収支関係資料
  - ・事業計画書
  - ・入居者の性別分布、年齢分布
  - ・要介護度分布(要介護者、要支援者の受入れがある場合)
  - ・入退去者数、稼働率(入居率)

これらの情報は、A R E S とりまとめにおいて、キャッシュフローの分析を行うために必要な項目または取得が望ましいとされている情報である。

キャッシュフローの具体的な分析イメージは、上記(2)で整理したように、投資対象のヘルスケア施設の収益性等を評価するため、事業収支のシミュレーション等を行うものである。この分析を行うためには、対象施設の実際の事業収支実績や、事業計画を入手し、当該資料の経営指標であるサービスの単価や入居者数等の将来変動等を加味し、対象施設の収益性を評価していく。

情報入手が困難である理由として、オペレータの情報管理上、開示不可情報に該当するということが挙げられる。

情報が入手が困難な場合の対応策としては、モデル事業者1が、ヒアリングや重要事項説明書に記載されている入居者数等、オペレータが開示可能な範囲や外部情報を入手し、モデル事業者1の自社ノウハウであるヘルスケア施設事業の収支モデルに当てはめることにより、一部想定も含めた事業収支シミュレーション等を実施し、収益性を評価している。

実績に基づく情報の入手状況により評価の精度は変わってくるが、オペレータの信用力等を考慮し、入手する情報の範囲に柔軟性をもたせることで対応している。

例えば、有料老人ホームの重要事項説明書には、入居者情報が記載されており（別添資料1参照）これらの情報と併せてヒアリング等で補完的に追加情報を入手して事業収支シミュレーションを行うことで、一定程度の収益性を試算することは可能と考えられる。

なお、モデル事業1のケースでは、オペレータが資産運用会社の出資者である参加金融機関の既往取引先であることもあり、良好な関係が構築されていることから、キャッシュフローの検討に必要な資料は概ね入手でき、物件取得後のモニタリングにおける定期的な情報入手やヒアリング等についても、問題なく実施が可能であったとのことである。

## 事業評価

事業評価を行うために必要な情報については、そのほとんどの入手が困難な状況ということであり、通常の業務及びモデル案件1を通じて、オペレータ・賃貸借契約保証人の財務状況を把握する資料を除く、以下の情報が入手が困難となっている。（表16より引用）

- マーケティング力の把握
  - ・退去事由
  - ・営業費用・内訳の推移
  - ・営業体制・入居者獲得状況
- 人員体制の把握
  - ・職種別職員数
  - ・常勤・非常勤の推移
  - ・資格取得状況
  - ・離職率
- 介護提供状況の把握、コンプライアンスの状況の把握
  - ・ケアプラン、ケア記録（一定期間）
  - ・インシデント・アクシデントレポート
  - ・行政監査、内部監査の資料
  - ・各種マニュアル等
- 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

- ・入居者の意見等を把握する取組みの状況
- ・第三者による評価の実施状況

A R E Sとりまとめにおいては、これらの情報のうち、オペレータ・賃貸借契約保証人の財務状況を把握する資料が必要とされているが、その他の情報は「取得が望ましい」とされており、他の情報に比べて比較的情報入手の重要度は低くなる。

事業評価の分析イメージは、上記(3)の通り、経営環境（競合他施設との比較、等）や対象施設の営業体制や組織体制等の評価であり、オペレータ・賃貸借契約保証人の財務状況を把握する資料を除けば、統計調査を活用したり、定性的な分析等を行うものである。

情報入手が困難な主な理由は、介護提供及びコンプライアンスの状況や、オペレータ・賃貸借契約保証人の財務状況については、オペレータの情報管理上、開示不可情報に該当するということである。

また、マーケティング力に関する資料や、入居者の意見を把握する体制・第三者評価の実施状況等は、オペレータから明確な理由は示されていないが開示を拒否されており、職員体制に関する情報は、オペレータの事務負担のために開示を拒否されている。

これらの情報のうち、職員体制は重要事項説明書から一定の情報を入手できる可能性があるが、その他の項目は、一般的には外部には開示しない情報である。（なお、オペレータが上場企業の場合は、財務状況を把握する資料として有価証券報告書等から把握することができる。）

従って、情報が入手が困難な場合は、その代替手段として、ヒアリング等を行うことで、オペレータの対応可能な範囲で状況を把握することとしている。

対象施設の営業能力等にかかる情報や、介護提供やコンプライアンスの状況に関する情報は、経営ノウハウや事故等に関わるもの等、特に守秘性が高い情報が含まれると考えられ、その情報そのものの写し等を外部に提供することは、オペレータにとっては、相当の理由がない限り、許容しにくい状況があると考えられる。

その場合は、オペレータと賃貸人との信頼関係の中で、経営に大きな影響を与える可能性のある事象がないかヒアリング等で共有したり、必要以上の事務負担がかからない範囲で情報を何らかの形に加工して共有するといった対応が合理的と考えられる。

#### オペレータの自己保有物件と賃借物件との違い

モデル案件1のように、セールアンドリースバックの場合は、オペレータが不動産を自己保有しており、情報提供にかかる協力を比較的得やすい。

しかし、オペレータが不動産の所有者（オーナー）から賃借を受けて運営しているヘルスケア施設の不動産をリート等が買取る場合（不動産のオーナーチェンジ）は、既に締結されている賃貸借契約書の地位承継を行う際、従前の取引で開示されていない情報提供を依頼することが多くなるため、実務上、施設を自己所有しているオペレータから不動産を取得する場合に比べて、情報の開示は困難となる可能性が高い。

#### 4.2.2 モデル事業2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社

モデル事業者2からは、具体的なデューデリジェンスの手法等にかかる情報開示が得られていないが、主な実施内容は、モデル事業1と大きくは変わらないと想定され、その手法そのものについて、大きな課題となっているような特記すべき事項はないとのことである。

モデル事業者2によると、デューデリジェンスを実施するにあたっての実務上の主な課題点はオペレータからの情報入手であり、以下の点を挙げている。

##### 課題に対する対応の方向性（情報入手の工夫）

ガイドラインで推奨、例示されている規則等では、ヘルスケア施設やオペレータの事業内容を精査するときに利用すべき情報、その収集方法及び想定される課題点等について網羅的に整理されたものであり、実務的には、オペレータから提供を否認されたり、情報管理の観点からデータの形では受領困難な項目がある。（モデル事業1の状況を参照）

情報が入手できない理由としては、オペレータの情報開示ルール上の制約、事務負担等の理由が考えられる。

情報が入手できないものについては、重要事項説明書のような開示情報を活用し、可能な範囲でヒアリング等によって補完的な情報を得ること等より、オペレータの事情を踏まえつつ対応している。

上記課題への対応の考え方としては、情報授受について、オペレータが開示可能な情報種類や形式を極力使用するなど、弾力的な運用に努めている。

モデル事業者2には、ヘルスケア施設の評価だけでなく、実際の施設運営にかかるノウハウが充実していることから（後記6.2で具体的に整理）、重要事項説明書や有価証券報告書等の外部情報や、オペレータから収集した情報を最大限に活用して、自社ノウハウに基づいた、収支シミュレーションや事業評価を実施していくこととしている。

一方で、施設運営の状況把握やオペレータの業況把握等は、予測によるものではなく、実際の情報に基づいて実施する必要があることから、デューデリジェンスやモニタリングにおける入手資料等について、オペレータの既存様式を優先するとか、必要な経営指標を簡潔に網羅した様式を使用するなどし、必要な場合には、追加的にヒアリング等で情報収集する等、極力効率的な対応を心がけている。



#### 4.2.3 モデル事業3：株式会社学研ココファンホールディングス

モデル事業3のデューディリジェンスの概況は、表17の通りとなっている。

物件取得時にデューディリジェンスを行い、物件取得後は、賃貸借契約に規定された取り決め等に基づいて、定期的に経営指標等の情報を収集してモニタリングを行っていくのが一般的な取扱いと考えられるが、モデル事業3においては、特段のルールが設定されていない。

モデル事業3は、物件の取得とともに、モデル事業者3のグループ会社にオペレータチェンジすることが前提となっている。

従って、当該グループ会社は、施設運営を引き継ぐ当事者として、自ら施設の事業計画を作成しており、通常の場合のように、施設運用会社としてのオペレータとモデル事業者3との関係だけでなく、モデル事業者3はオペレータの親会社として、様々な経営指標等の情報を入手している。(モデル事業3における情報入手上の状況と、他の案件も含めてモデル事業者3が通常感じている課題点等について、聴取内容を別添資料3にまとめたが、情報入手における課題はほとんど感じていない)

物件取得後においても、親会社(モデル事業者3)と子会社(オペレータ)のグループ会社間の情報共有により、施設やオペレータにかかる情報を包括的かつ随時に入手できるため、モニタリングに必要なものとして、特定の開示情報やヒアリング等の条件は指定していない。

表 17 デューディリジェンスの概況（モデル事業3）

調査項目	物件取得時		物件取得後	
	モデル事業者が自ら実施	必要に応じて第三者に依頼 （一部分を委託）	モデル事業者が自ら実施	必要に応じて第三者に依頼 （一部分を委託）
対象施設の権利・物的状況の把握・確認	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 各資料に基づき分析</li> <li>➢ 定例資料受領</li> <li>➢ ヒアリング</li> <li>➢ プロパティマネージャーとオペレータが同一のグループ会社となるため、オペレータチェンジに必要な情報等も必要に応じ共有</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ ER</li> <li>➢ 地震リスクレポート</li> <li>➢ 土壌汚染調査レポート</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ プロパティマネージャーとオペレータが同一のグループ会社となるため、オペレータチェンジ後は、グループ会社間の情報共有により把握</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 必要があれば調査を実施</li> </ul>
キャッシュフローの分析		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 不動産鑑定評価書</li> </ul>		
事業評価		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 不動産鑑定評価書</li> </ul>		

自ら実施した調査と、第三者に依頼した調査結果をもつて、対象施設の取得に問題がないか評価

対象施設の業況等を把握し、施設の運営継続に問題のある事象等がないか確認

（出所）モデル事業者3からのヒアリングに基づき作成

モデル事業者3のヘルスケア施設取得の方針は、当面は投資対象施設のオペレータを、子会社である特定のオペレータに限定しているため、モデル事業3以外の案件でも同様の手続きをとっている。

モデル事業者3によるデューディリジェンスとその関連事項等の現状は以下の通りとなっており、不動産デューディリジェンスは他のモデル事業者と同様の調査を行っているものの、収支シミュレーション及び事業評価については、施設運営当事者の立場から情報を入手し、検討、分析等を行っている。

その手法は、収支シミュレーション及び事業評価のノウハウというよりも、むしろ事業主体として事業計画等を作成する側に立ったものであり、第三者の立場から評価を行うスタンスではなく、デューディリジェンスを目的としたマニュアル等は作成していないとのことである。

（1） 対象施設の権利・物的状況等の把握・確認

主な収集情報

- 土地・建物登記簿、信託目録
- 建物位置図・公図、土地実測図、土地境界確定図面、等
- 建物図面（竣工図）

- 確認済証、検査済証
- E R（エンジニアリングレポート、第三者評価）
- 土壌汚染調査レポート（第三者評価）
- 地震リスクレポート（第三者評価）

#### 確認する主な内容

- 土地、建物にかかる権利関係に瑕疵がないこと  
土地・建物所有権、担保関係、相隣関係等について、登記簿等をもとに資産運用会社等が分析、確認している。  
また、実際の土地使用状況等について資産運用会社等が自ら現地調査している。
- 土地、建物にかかる関連法令に準拠していること  
建築基準法、消防法、廃棄物処理法、土壌汚染対策法、その他の関連法令（当該土地における地区計画等）等について、第三者評価に基づき確認する。  
第三者評価は、プロパティマネジメント等の調査会社に調査を委託し、当該調査レポートに基づき、物件取得のために必要な条件等を判断する。  
具体的な調査内容は、E R（エンジニアリングレポート）、土壌汚染調査レポートを取得しているが、例えば、土壌汚染調査レポートについては、フェーズ Ⅰでは土壌汚染の可能性の分析、フェーズ Ⅱでは汚染の有無とその範囲等を実際に調査する。  
調査の結果、法定された水準を超える土壌汚染がないことが物件取得の前提条件となるが、違法性の治癒が困難、または必要な時間、コスト等が想定を超える場合等、モデル事業者 3 の判断により、物件の取得を見送ることとなる。
- 建物の耐久性が一定水準以上であること  
地震リスクレポートに基づき、対象物件の大規模地震被災時の想定損失額を算定する。  
その主な手法は、対象物件の所在地周辺における過去の地震記録と、対象物件所在地の地盤等から、統計的手法によって一定以上の大規模地震の発生可能性と対象物件の震動の大きさを想定し、その震動の大きさに対し、建物構造、竣工年及び再調達価格等から、当該建物の耐久性や価値に基づいて、大規模地震に対する予想損失額（PML値）等について分析を行う。

当該分析の結果、予想損失額が一定水準を超える場合、建物の耐久性が不足すると判断し、物件の取得を見送ることとなる。

- 対象不動産の事業特性を踏まえた経済価値の確認  
資産運用会社等は、不動産鑑定評価書により、対象不動産の事業特性を踏まえた経済価値を確認する。  
その手法及び業務上の運用ポイント等は、モデル事業1と同様であるため、具体的な内容の説明は省略する。
- その他の不動産価値評価  
モデル案件3の4施設のうち2施設において、新たな建築物の省エネルギー性能の評価制度である「建築物省エネルギー性能表示制度」の評価・表示を行っている。同制度は、一次エネルギーの消費量を指標とした新たな省エネルギー基準が2014年4月から導入されたことを踏まえ、2014年4月25日より開始された制度であり、対象施設の環境不動産としての価値や、省エネルギーを通じた社会貢献へのアピール等に寄与するものと考えられる。

#### 評価分析における主な課題点

不動産に関する権利・物的状況等の把握・確認については、確認内容が高度に専門化していることから、第三者である調査会社等に委託した結果等を踏まえ、モデル事業者3が投資判断することとしている。

他の不動産流動化における手法と大きく変わることはなく、その運用について、特記すべき課題点はない。

## (2) キャッシュフローの分析及び事業評価

オペレータチェンジの検討に伴い、事業計画および事業収支計画を作成する中で、流動化後の賃料支払い等を前提に、キャッシュフローの分析及び事業評価等の調査項目を検討している。

現在、私募ファンドの立上げ準備中のため、一時的にモデル事業者3が信託受益権を保有し、不動産管理等の業務も同社が担っているが、私募ファンドに不動産流動化スキームが移行する段階で、SPCに資金供給する金融機関等及び投資家の意向や、新たな資産運用会社の考え方に基づいて、改めてキャッシュフローの分析や事業評価の実施を依頼される可能性がある。

モデル事業3の不動産流動化スキームが私募ファンドやヘルスケアリートに移

行した場合、上記の分析及び事業評価に必要な情報等については、新たな金融機関等及び投資家の意向や、新たな資産運用会社の考え方等に基づいて、株式会社学研ココファンがグループ会社間で保有、分析してきた情報等がパッケージ化されて提供される可能性等が考えられる。

モデル事業3で想定されている私募ファンド等による不動産流動化は、当面、全施設のオペレータが株式会社学研ココファンであることが想定されている。また、数年後を想定して設立を検討しているリートについても、株式会社学研ココファンの運営する施設を投資対象とすることが念頭に置かれており、これらの流動化スキームは、同社が業容拡大し成長していく過程における、資金調達多様化の一環とみることにもできる。

S P Cに資金供給する金融機関等及び投資家からみても、賃料負担力を評価する要素の中で、さまざまなオペレータの個別物件を複数取得する場合に比べ、特定の企業である株式会社学研ココファン全体の信用力の重要性が相対的に高くなるものと考えられ、投融資の可否を決定するうえで、同社の経営ノウハウや財務内容等の評価がさらに重要になるものと思われる。

#### 4.3 デューディリジェンスにおいてオペレータや入居者の協力が必要な事項

4.2.1から4.2.3では、リート側の視点からデューディリジェンスにおける情報提供や実務上の課題を整理してきたが、本項では、オペレータや入居者の側からみてデューディリジェンスにどのような協力が必要なのか整理する。

前項と同様に、A R E S とりまとめて整理された調査項目毎にまとめる。

##### (1) オペレータの協力

デューディリジェンスの実例4.2.1から4.2.3をみると、具体的に実施している項目はモデル案件1～3を通じて概ね同じと考えられるが、そのどの程度実施するかについては、個別案件の状況や資産運用会社等が入手できる情報等によって異なっている。

デューディリジェンスの3つの調査項目について、それぞれの分析は実施しているのであるが、各項目で例示されている提供情報の項目や入手方法等、デューディリジェンスの事務手続きに違いがあると考えられる。

実務上は、デューディリジェンスに必要な調査項目について、その分析に必要な情報等が、必ずしも全て得られるわけではなく、また、資産運用者側が想定している資料の形式のまま得られるわけではない。

従って、資産運用会社側の工夫や、オペレータ側の協力によって、それぞれの調査項目で明らかにすべき情報が一定程度得られ、投資対象として問題がない旨、判断できれば、デューディリジェンスの目的は達成できると考えられる。

オペレータがデューディリジェンスにおいて協力が必要な項目は、その事務手続きの観点から、保有する情報の提供、新たに行う調査等への協力、ヒアリング等を通じた追加質問等への対応、の3つに大きく分けられる。

## 保有する情報の提供

4.1 具体的な調査項目と情報提供等における課題等の整理でも例示した、資産運用会社等が要望する情報提供等の協力である。

4.1において、不動産流動化案件の検討段階におけるデューディリジェンスの実施段階を示しているが、案件が成立するか否かは、デューディリジェンスの結果等を踏まえて原案ができ、これに対して資産運用会社等や金融機関等（レンダー）が投融資可能となる可能性が高い旨の判断及び意思表示をして、さらに、契約内容の調整が概ね完了した段階で、ようやく確実性が高まってくる。

リート等の不動産流動化スキームは、オペレータが投資家等に認められるような望ましい経営をしており、不動産の耐久性や遵法性及び投資スキームの収益性等が一定の基準を満たし、それらの要素が総合的に評価されて初めて成立するため、デューディリジェンスの各調査段階において抽出された問題点が解決できないために、検討の途中で案件の成立を断念することは往々にして考えられる。

従って、不動産流動化案件を検討する初期段階において、資産運用会社等とオペレータとの間で実施されるデューディリジェンスは、スキームが成立するか否かが不透明な状況で実施する調査であり、デューディリジェンスの開始前のタイミングにおいては、オペレータからみれば、経営層や一部の担当者に限られた取組みとして調査を実施することになる。

このような背景から、オペレータと資産運用会社等の間で、スキーム成立に向けて検討を行う旨の合意ができた段階で守秘義務契約等を締結し、オペレータが比較的簡易に提供できる経営指標等の資料から資産運用会社等に提供することになる。

このとき、資産運用会社等がデューディリジェンスのために必要な資料のリストをオペレータに提示し、オペレータは、提供が可能な資料からオペレータに提供していくことになるが、窓口になるのは、守秘性の観点から、通常は一部の限定された役職員となる。

例えば、オペレータの企画・総務部門等の職員が連絡窓口になった場合は、資産運用会社等から依頼された資料を、社内の情報の保有部門等に依頼して、とりまとめなければならない。

もし、不動産関係の資料を各ヘルスケア施設が管理している場合は、資産運用会社等からの依頼に基いて、連絡窓口になった職員が対象施設の不

動産関係書類の管理者からその写し等を入手し、資産運用会社等から要求された形式等を満たしているかチェックし、提出する必要がある。

このように、デューディリジェンスにおいて資産運用会社に情報を開示するにあたっては、オペレータに窓口となる職員をおき、情報の取扱い等に留意しながら、オペレータ組織内での情報収集や、開示に向けた加工等の対応をする必要がある。

オペレータの組織内において、例えば、各施設と本部部門との間で、経営指標等の報告、共有等のレポートラインが確立している場合は、資産運用会社等から要求される情報も、既に保有する資料等を流用すればよく、情報収集等の負担は比較的少ないと考えられるが、経営指標等の管理がいくつかの部門に分かれているような場合は、複数部門にわたって調整する必要があり、窓口となる役職員の負担は大きくなってしまう。

このとき、オペレータと資産運用会社等との関係性によってはあるが、資産運用会社等が経営指標の管理プロセスにかかるアドバイス等の支援を行うことで、オペレータ組織内における計数管理等を効率化させ、オペレータ自身の経営管理手法を向上させる、といった副次的効果も期待できる。

#### 新たに行う調査等への協力

不動産関係の調査等、調査会社等に委託して行う調査においては、保有する書類の写し等の提供を受けるとともに、当該委託先の職員が実際に現地に赴き、建物の立ち入り調査等を行う必要がある。

例えば、エンジニアリングレポートのように、建物の使用状況や建物の各部分をチェックする場合、施設の管理担当者に同伴してもらい、必要に応じて質疑応答しながら施設の内部を巡回するような対応が必要となる。

また、土壌汚染調査のフェーズ以降を実施する場合は、土壌のサンプル採取のため、土地の表面に穴をあける作業等について、専門業者からの依頼に基づき、作業場所を確保するような協力が必要となる。

#### ヒアリング等を通じた追加質問等への対応

資産運用会社が、オペレータからの情報提供や、第三者調査等の結果を通じ、各調査項目に関する分析が進んできた段階で、評価すべき項目について必要な情報の一部を入手できなかったり、分析の結果、追加的に確認したい



項目等が発生してくる。

また、オペレータの事業評価においては、将来の経営戦略や、施設における営業戦略、運営方針等、経営者や施設管理者等からヒアリングを受けることによってしか確認できない項目が多く、キーパーソンにヒアリングを行うことは、デューディリジェンス上、特に重要なプロセスである。

従って、オペレータの協力事項として、オペレータから依頼されたヒアリング事項に対して、それを回答するのに適任の役職員に依頼し、ヒアリングを準備、対応することが必要となる。

逆に、資産運用会社等としては、極力オペレータに負担をかけないよう、質問事項を集約して事前に送付し、オペレータが無理なく準備できるように心がけるなど、効率的にヒアリングを実施することがポイントになると考えられる。

## (2) 入居者等の協力

デューディリジェンスの段階では、まだ不動産流動化案件成立の可能性が判断できる状況ではなく、かつ、入居者等からデューディリジェンスのために必要な情報を得る必要性はほとんどないため、入居者等が、直接的にデューディリジェンスに協力を行うことはない。

間接的な影響があるとすれば、施設職員等の指示に基づき、資産運用会社等や調査会社の施設見学のため、数十分から数時間程度、一時的に施設の一部の使用が制約される可能性がある程度である。

## (3) その他（施設取得後の対応等）

不動産流動化案件が成立し、オペレータが建物を賃借して施設使用を開始して以降、資産運用会社が定期的なモニタリング等により、施設運営の状況把握等を行うことになる。

デューディリジェンスの結果等をもとに、賃貸借契約等に情報共有にかかる取り決めが盛り込まれたり、それに基づいたモニタリングのための定例資料送付、ヒアリング等の協力が必要になる。

ここでも、上記(1)と同様、オペレータの情報管理体制等によって、定期的に発生する事務負担の大きさが変わる。

資産運用会社等としては、自らの管理体制とオペレータの事務負担等の関係を勘案し、両者が効率的に流動化案件を維持し、合理的な情報共有ができるよう、

情報授受の効率化等の工夫を行うことが期待される。

また、資産運用会社等自身がヘルスケア事業の分析ノウハウを高める等の努力を行うことで、モニタリングがより効率的になり、オペレータと信頼関係を構築しやすくなることが、ヘルスケアリートの普及拡大に寄与すると考えられる。

例えば、モデル事業者2のように、資産運用会社に介護事業等の経営ノウハウ等を理解できる実務的なノウハウが豊富にあれば、通常は必要最小限の経営指標をモニタリングしておき、施設運営上のリスクが高まる予兆等を把握したときに、追加的な情報収集を行い、その改善策等についてオペレータと協力しながらサポートしていくような対応も可能となる。

モデル事業者1についても、モデル事業者1の一部出資者である金融機関やアセットマネージャーにヘルスケア施設への投融資取引の経験が豊富に蓄積されており、モデル事業者3は、サービス付き高齢者向け住宅等を幅広く展開しているグループの持ち株会社であることから、保有するノウハウを活用しながら、オペレータとの効率的かつ合理的な関係構築を図っていけるものと考えられる。

## 5 . 賃貸借契約書の主な内容

### 5 . 1 賃貸借契約書の位置づけと概要

賃貸借契約書は、文字どおり、ヘルスケア施設の建物をオペレータが賃借するためにリート等と締結する契約<sup>30</sup>のことである。

賃貸借契約書の約定内容としては、ヘルスケア施設だけでなく、住宅やオフィス等、どのような施設種類においても、まず、賃料、契約期間、修繕に伴う費用負担区分等、当該契約にかかる基本的な条件が規定される。

一方、既に説明してきたように、オペレーショナルアセットであるヘルスケア施設にリート等が不動産投資を行う場合は、施設運営の状況やオペレータの業況を把握すること等がリート等の運用において重要なことから、賃貸人は、オペレータに、定例的な情報提供やモニタリングへの協力等を依頼することとなる。

契約を締結する上で、当該契約の取引に付随した、こうした相手方との取り決め事項を、必要に応じて当該取引の契約に規定しておくことが望ましいが、その場合、オペレータと賃貸人との間の主要契約である、賃貸借契約書に記載されることが多い。

従って、本項では、賃貸借契約書において、ヘルスケア施設の特徴である、オペレータからの情報提供や施設運営事業の維持等にかかる賃貸借契約の主な規定条項について、モデル事業の事例を比較することによって、標準的と考えられるものには何が挙げられるかを整理する。

リート等における賃貸借契約書は、案件毎に利害関係者（例：オペレータ、信託銀行、資産運用会社、金融機関等）が協議して作成するため、基本的にオーダーメイドであり、契約書としての条文構成や、各条文における文章表現等は、案件毎にかなり異なっていることが多い。本モデル事業においても、各モデル案件で使用している賃貸借契約書の記載ぶりは相当に差異があり、そのままの構成や表現では比較が困難である。

従って、賃貸借契約書にどのような条項があるか概観するため、モデル事業1の賃貸借契約書を例として、主な条文とその内容を一覧表にしたのが表18である。

<sup>30</sup> 例えば、モデル事業1～3のように信託受益権を利用する不動産流動化スキームの場合は、建物保有者である信託銀行又は信託銀行から建物を一括賃借する賃借人が賃貸人となって、オペレータと賃貸借契約を締結する。

表 18 賃貸借契約書の主な規定内容（例）

		主に規定されている内容
1. 総則		
	定義	契約における文言、対象物、関係者等の定義
	表明保証	契約締結日に賃貸人・借借人が互いに保証する事項
	善管注意義務	建物使用にかかる注意義務の遵守
2. 賃貸借条件及び取り決め条項等		
	本件建物の賃貸借	賃貸借契約上の借借人の地位等
	使用目的	建物を当初の使用目的以外に使用しない旨
	賃貸借期間	賃貸借期間、契約更新等
	賃料	賃料の計算、支払い方法等
	諸費用の負担区分	賃貸人、借借人間の修繕費用等の負担区分
	敷金	入居時の敷金の負担方法等
	転貸等	借借人の入居者以外への転貸の禁止及び承諾等
	原状変更	建物の現状維持、変更等
	修理	建物修理の手続き、費用負担等
	立入点検	賃貸人及び資産運用業者の建物立入り点検
	遵守事項	賃貸人と借借人が互いに遵守する事項
	変更事項の通知	関係者の名称変更等にかかる通知方法
	報告	借借人が賃貸人に報告すべき情報及びその方法等
	その他の特約事項	その他の賃貸人、借借人等の取り決め事項等
	建物管理	建物の点検等、建物使用上にかかる管理業務
3. 契約の終了時の取扱い		
	契約の終了	天変地異等による建物使用不能時の契約終了
	契約の解除	契約解除事由とその手続き等
	違約金及び損害賠償	契約解除等に伴う損害賠償等
	原状回復及び明渡し	契約終了時等の建物原状回復等
	費用償還請求権及び造作買取請求権等	契約終了時等の造作費用等の取扱い
4. 雑則		
	省略	—

（出所）デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

以上は、条文の項目名とその規定内容であるが、各規定内容の設定目的や背景等の観点から大別すると、賃貸借契約の基本的な条件と、ヘルスケア施設の特性や不動産賃貸において必要な条件等を勘案して、当事者が遵守すべき事項等を規定した内容、さらに、賃貸借契約書における主な規定内容とは別に、取引関係を維持していくために必要な取り決め事項として当事者が設定している特約事項の三つに大別できる。

また、ヘルスケア施設の特性から、長期安定した賃貸借条件が求められるため、賃貸借期間や賃料設定の条件は重要なポイントである。

上記の例で、上記 から の要素が含まれているのは、主に表 18 の青色でハイライトした部分にあたる。

この 4 項目の主な内容と目的は、以下の通りとなっている。

(1) 表明保証

#### 主な内容

賃貸借契約の当事者が、契約開始時あるいは契約期間を通じて、当該条項に記載された内容が真実であることを相手方に対して表明し、かつ、保証することをいう。

#### 主な目的

賃貸借契約を締結し、適切に運用していくために必要な条件を満たしていることを確認している。

例えば、賃貸借契約の当事者が適法に設立され、有効に存続し、法的権能を有する事業主体（法人）であること、賃貸借契約を締結し、契約に基づく義務を実行することが法令に違反しないこと、賃貸人に倒産手続きの開始原因になるようなリスクが存在していないこと、等を、相手方に対して保証する。

表明保証は、賃貸借契約が存続する上で基礎的な条件であるから、表明保証した条件が満たされていないことが発覚した場合、当該事象を是正するための手続きや、当該事象の是正が困難な場合の手続きを検討することになる。

このような手続きを事前に約定しておくことで、事前にトラブルを抑止し、万が一、トラブルが発生したときの混乱を防ぐのが本項目の主な目的である。

表明保証した事実が真実と異なった場合の取り決めとして、相手方に対して直ちに通知する義務、表明保証した事実が真実と異なることによって生じた損害の賠償義務、契約を解除する権利がある。

また、契約解除プロセスとしては、(a) 表明保証した事実のいずれかについて真実と異なることが判明すれば直ちに解除できるとするもの、(b) 表明保証した事実のうち重要な点について真実と異なることが判明した場合に直ちに解除できるとするもの、(c) 一定の催告期間を設定し、当該期間内に表明保証違反を是正できなければ解除できるとするものなどがあり、表明保証の対象となる事象の重要度や是正の可能性有無等によって、規定の仕方を変えている例が多い。

## (2) 報告

#### 主な内容

主にオペレータから賃貸人に対し、当該施設の運営状況等がわかる情報として、経営指標等の定例報告等について規定したもの。

#### 主な目的

ヘルスケア施設など、当該施設の事業収支やオペレータの業況が、賃料収入の確実性に大きな影響を与える施設（オペレーショナルアセット）の場

合、一定のモニタリングを行い、状況を把握することが必要になるため、オペレータと資産運用会社等の間の当該情報共有のプロセス等について規定することで、円滑に事業運営ができるようにするのが主な目的である。

### (3) 遵守事項

#### 主な内容

賃貸借契約の当事者が、ヘルスケア施設の適切な運営等のために、賃貸借契約の期間を通じ、継続して遵守すべき項目について規定し、当該項目が遵守できない場合の取扱い等について規定したもの。

契約開始時に表明保証した内容が遵守事項に含まれるとともに、建物使用における遵守事項、禁止事項、施設運用上、取り決めておくべき項目等が含まれる。

#### 主な目的

遵守事項は、表明保証と同様、賃貸借契約が存続する上で基礎的な条件であり、表明保証と同様、遵守事項に違反した場合の取り決めとしては、相手方に対する損害賠償義務と契約の解除がある。

このような手続きを事前に約定し、賃貸借契約の当事者が想定する項目を遵守することで、事前にトラブルを抑止し、適切な施設運営を実現させることが主な目的であり、万が一、トラブルが発生したときの混乱を防ぐ狙いもある。

### (4) その他の特約事項

#### 主な内容

上記項目以外で、将来想定される事象とその対応等に関して、あらかじめ取り決めておくべき内容について規定したもの。

#### 主な目的

個別案件によって規定される内容は様々なものがあると考えられるが、対象施設の長期安定的な運営継続の観点等から、あらかじめ対応時の検討プロセス等を定めておくことによって、想定される事象への対応を円滑に行うこと等が主な目的である。

また、ヘルスケア施設の所有者とオペレータの賃貸借期間等については、入居者が当該施設を安定的かつ継続的に利用できるか、という観点で、以下のようなガイドラインが出されている。

一般社団法人投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則ガイドライン」(再掲)

「基本的な考え方、課題点」(抜粋)

施設利用者において、当該施設を安定的かつ継続的に利用できるか等の懸念や不安を持つことが考えられる。

「対応方針」(抜粋)

リート等とオペレータとの間で締結する賃貸借契約等において、以下の点を可能な限り明確に記載することが考えられる。

契約内容等に関連してオペレータに適用される関係法令及び行政指導に適合・対応した運営を行う

賃貸借契約の解除・解約や賃料変更の条件

厚生労働省「有料老人ホーム設置運営標準指導指針」

「3 立地条件」(抜粋)

(3) 借地・借家により有料老人ホームを設置する場合には、入居契約の契約期間中における入居者の居住の継続を確実なものとするため、契約関係について次の要件を満たすこと。

- ・定期借地・借家契約による場合には、入居者との入居契約の契約期間が当該借地・借家契約の契約期間を超えることがないようにするとともに、入居契約に際して、その旨を十分に説明すること。
- ・なお、入居者との入居契約の契約期間の定めがない場合には、定期借地・借家契約ではなく、通常の借地・借家契約(普通借地契約・普通借家契約)とすること。

(中略)

イ 借家の場合

(ア) 有料老人ホーム事業のための借家であること及び建物の所有者は有料老人ホーム事業の継続について協力する旨を契約上明記すること。

(イ) 入居者との入居契約の契約期間の定めがない場合には、当初契約の契約期間は20年以上であることとし、更新後の契約期間(極端に短期間でないこと)を定めた自動更新条項が契約に入っていること。

(ウ) 無断譲渡、無断転貸の禁止条項が契約に入っていること。

(エ) 賃料改定の方法が長期にわたり定まっていること。

(オ) 相続、譲渡等により建物の所有者が変更された場合であっても、契約が新たな所有者に承継される旨の条項が契約に入っていること。

以上の項目も含め、各モデル事業の賃貸借契約書の具体的な規定内容等について、次項 5 . 2 にて分析、検討等を行う。



## 5.2 本モデル事業における賃貸借契約書の規定内容

モデル事業1～3で使用されている賃貸借契約書の規定内容のうち、特約事項が含まれる項目等を中心に、主要項目を抜粋して抽出、比較する。

各モデル事業の契約書の規定内容のうち、ほぼ共通している項目と差異がある項目は、主に以下のようなものがある。

### (1) 本モデル事業を通じ同様に取扱われている項目

#### 事業運営等における遵法性、コンプライアンスの維持

デューディリジェンスの段階で、リート等は、ヘルスケア施設の不動産が、第三者である調査会社に委託して調査を行い、建築基準法、土壤汚染対策法等の関連法令に準拠していることを確認している。

賃貸借契約書では、こうした不動産関連法令への準拠に加え、賃貸借契約を締結し、その義務を遂行していくために、「オペレータ及び賃貸人が遵守すべき法令等に関する取り決め」が行われている。

表明保証と遵守事項の範囲や具体的な規定の仕方は、各モデル事業によってかなり差異があるが、全体的な考え方としては、賃貸借契約を履行するのに必要な法令遵守やコンプライアンス上の必要事項、賃貸借契約継続の障害となるリスク要因等が規定され、これらを遵守することで、賃貸借取引を継続していくうえでの信頼関係の維持が求められている。

また、有料老人ホーム等の特定の施設種類として使用するため、ヘルスケア施設の運営に必要なオペレータの許認可等に関する事項が含まれている。

#### 長期契約期間と固定賃料の設定

いずれの物件においても、概ね契約期間20年の固定賃料<sup>33</sup>となっており、契約期間到来後は、自動更新することになっている。

賃料の改定は、物価が大幅に変動した場合等、大きな経済環境の変化があった場合、賃貸人とオペレータが双方合意したときのみ可能となっており、賃貸人から任意で賃料を上げるような行為はできないこととなっている。

---

<sup>33</sup> モデル事業3においては、契約開始後約1年の間に段階的な賃料変更が規定されているが、初期的に賃料水準を調整するため予め予定された変更であり、以後19年間は固定賃料となっている。

表 19 賃料設定の比較

	モデル事業 1	モデル事業 2	モデル事業 3
契約形態	普通賃貸借契約	普通賃貸借契約	普通賃貸借契約
対象物件	土地、建物	土地、建物	土地（一部物件は定期借地権）、建物
契約期間	20年（以後10年毎に自動更新）、当初8年間は解約不能	20年（以降、2年毎に自動更新）	20年（以後5年毎に自動更新）、当初8年間は解約不能
連帯保証人	なし	なし	なし
賃料の改定	改定しない（物価や追加投資等の大きな状況変化を事由として、3年毎に協議により合意した場合のみ改定可能）	-	改定しない（物価や追加投資等の大きな状況変化を事由として、協議により合意した場合のみ改定可能）
契約内容	不動産の賃借 不動産管理業務の一部受託	不動産の賃借 不動産管理業務の一部受託	不動産の賃借 不動産管理業務の一部受託

（出所）賃貸借契約より抜粋、加工

## (2)本モデル事業の間で取扱いに差異がある項目

### 表明保証、遵守事項における詳細事項の規定

モデル事業1の契約書には、表明保証、遵守事項の各項目が比較的詳細に規定されているのに対し、モデル事業2の契約書で列挙している条文は、モデル事業1に比べると少なく、例えば、契約締結時の表明保証は反社会的勢力に該当しないことに関するものを除き、規定されていない。

このように、前提条件等が詳細に規定されているのは、取引に際して、当事者同士が取り決めた事項を取引契約に反映させる取引慣行が、海外の取引慣行の影響を受け、銀行等が行うシンジケートローン（協調融資）等を通じて広まってきた背景にある。

各モデル案件の例をみてもわかる通り、実際の契約書をみると、個別案件の状況や関係者の意向等によって、規定内容にかなり差異が出ざるを得ない状況があることから、今後、ヘルスケア分野において、こうした取引慣行や賃貸借契約の規定内容がオペレータにいかん理解され、運用されていくかが、ヘルスケアリート推進における実務上のポイントの一つになると考えられる。

表明保証や遵守事項は、ヘルスケア施設の運営や、事業会社として通常満たしておくべき事項等の規定であるため、デューディリジェンス等において、オペレータや当該ヘルスケア施設の運営能力の高さや信用力等が確認できれば、あえて詳細に記載しない対応も考えられる。

### 報告における提供情報の内容

モデル事業1とモデル事業2には、ヘルスケア施設にかかる経営指標や、オペレータの財務内容等に関する定期的な情報提供の規定があるが、モデル事業3の場合は、賃貸人である信託銀行の請求等に応じ、オペレータ等が保有する資料を任意の形式で開示する程度の規定となっている。

これは、モデル事業3の場合、オペレータが、当該不動産流動化スキームの投資家であるモデル事業者3の子会社であり、施設運営の状況が把握できているからである。

情報提供において、対象情報をどのように特定し、授受の手続きをいかに円滑に行うか、については、情報共有が有効に機能し、賃貸人・賃借人双方の事務負担にならない関係づくりが重要と考えられ、賃貸借契約書への規定ぶりに、いかに規定されるかが重要である。

次に、各規定内容に関する具体的な分析を、5.2.1～5.2.3で行う。

## 5.2.1 モデル事業1：ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社

モデル事業1の具体例に基づき、個別の規定内容が、オペレータ及び入居者に与えると想定される影響等を、契約書における主要4項目毎にわけて整理する。

### 表明保証

#### 条文内容抜粋

##### オペレータが賃貸人に対して契約締結日に保証

- ▶ ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - ・ オペレータが、ヘルスケア施設運営事業に必要な必要許認可等（老人福祉法、介護保険法、所在する都道府県及び市の有料老人ホーム設置運営指導指針等を含む）を遵守していること。
  - ・ オペレータに、ヘルスケア施設の存続に悪影響を与える行政処分、通知、法令違反等がないこと。
  - ・ オペレータが、ヘルスケア施設の運営を継続的かつ確実に遂行できる経営基盤を保持していること。
- ▶ ヘルスケア施設の特性と関係なく、不動産の賃貸借契約において一般に規定されることが考えられる事項
  - ・ オペレータの委託先及び転借人が反社会勢力等に該当しないこと。

以上の条文は、オペレータにとっては、いずれもコンプライアンス及び適切な業務運営上、必要な内容であることから、特に不利益はないものと考えられる。

この条件に重要な点で違反すると、賃貸人は賃貸借契約を解除することができることとなっており、オペレータはここで規定された条件を必ず満たさなければならない。

入居者にとっては、適切なヘルスケア施設運営につながる項目であり、安心して入居継続することに繋がるため、望ましい内容と考えられる。

表明保証、遵守事項及びその他の特約事項において、取引の前提となる必要条件等を満たせない場合、当該条文に実効性を持たせるため、それに違反したときの手続き（何らかのペナルティーや、特定の手続きに従った解決策、等）を規定することが多い。

但し、条文の運用を考えると、軽微な違反があったからといって、その都度契約を解除してオペレータチェンジを行っていても、賃貸管理の手間や、適任のオペレータが見つからないリスク等もあるため、賃貸人としては、決して安易に契

約解除を行うことは望んでおらず、あくまで必要条件を満たしてもらうための抑止力のような位置づけと考えられる。

これらの条項に抵触しそうな事案が発生した場合、その違反の「重要な点」がどの程度であれば契約解除につながるかの目安について、オペレータとよく協議や検証を行って、個別に判断することが必要になってくるため、オペレータとの将来に向けた取引関係等を勘案し、これらの条文にどのような条件を盛り込み、どのように運用していくか、意識を共有しておくことが重要と考えられる。

## 報告

### 条文内容抜粋

#### オペレータから賃貸人への情報提供について規定

- ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - ・ 定例報告
    - ✓ 月次報告：
      - 入居者の状況
      - 当該ヘルスケア施設の事業収支、等
    - ✓ オペレータの財務諸表：半期及び年度終了後
    - ✓ 事業計画（年次報告）：
      - 当該ヘルスケア施設運営事業の損益、資金収支
  - ・ 定期訪問
    - 定期的に面談

以上の条文は、リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータから賃貸人への定例報告する情報とその手続きについて規定している。

対象となる情報は、施設運営上、いずれも代表的な経営指標や計数であるが、計数管理の担当部門が異なる場合等、計数の集計等に特別の事務負担がかかるときは、オペレータと資産運用業者との間で円滑なリレーション作りが求められる。

モデル事業1で契約書に規定されている報告情報は、施設経営にかかる主要指標や情報をほぼ網羅しており、資産運用会社は、取引開始時のデューディリジェンスとほぼ同等の項目で施設の運営状況を把握することができると考えられる。

また、通常のケースでは、訪問や面談の頻度は任意で実施していくことが多いと考えられるが、モデル事業1では定期訪問の頻度と相手方を具体的に契約に規定しており、オペレータとの関係性が明確になっている。

なお、これらの条項はあくまで情報共有の手続きに関する規定であることから、開示情報には含むべきでない個人情報が出ない取扱い等が担保されていれば、

入居者にとって大きな問題はない。

## 遵守事項

### 条文内容抜粋

リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータと賃貸人が相手方に対し、契約期間において継続的に遵守することを約した規定。オペレータが継続的に遵守する項目。

- ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - 必要許認可等の維持、履行
  - 法令等の遵守
  - 賃貸人の承諾のない当該ヘルスケア施設運営事業の譲渡の禁止
  - 特定施設の運営基準の遵守
  - 入居者より預かる一時金等への保全措置の実施

以上の条文は、リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータと賃貸人が、相手方に対して遵守することを約した規定であるが、これに違反したことが判明した場合は、契約相手方は当該違反状態の是正を求める催告を送付し、設定された期間内に当該違反状態が是正されない場合は、賃貸借契約を解除できることとなっている。

この条文の設定目的及び運用上のポイントは、表明保証の条項と同様と考えられる。

長期安定的に適切な取引関係を保つための取り決めであり、どの程度の事案が条項違反に該当し、契約解除等の条項を実際に発動させるべきか等、オペレータと賃貸人との間でレベル間を共有し、合理的に運用していく必要がある。

具体的な規定内容をみると、その多くは、表明保証と共通した、適切なヘルスケア施設の運営や取引関係において必要な項目（許認可の維持、等）であり、さらに、適切な不動産使用のために必要な項目（有害物質の搬入、等）が追加されている。

また、オペレータにとっては、「賃貸人の承諾のない当該ヘルスケア施設運営事業の譲渡の禁止」等、事業継続に向け、賃貸借関係を安定させることを目的とした条項が含まれている。

例えば、賃貸人にとっては、現オペレータがヘルスケア施設を運営する前提で事業評価しているので、オペレータでない事業者に変更しないよう遵守してもら

うことが必要になる。

但し、長期にわたる契約期間においては、経営環境の変化に伴ってオペレータが施設運営事業内容の変更を希望する可能性もあることから、基本的な遵守事項を定めておき、変更が必要な場合のプロセス等について予め規定しておくことで、安定的な施設運営に資するものである。

この条項は、相手方を拘束することが本質的な目的ではなく、長期的な施設運営の中で、経営環境等の変化に対して、施設運営者（オペレータ）と不動産所有者（リート等）が協力して、より良い施設運営を目指すことが目的となっている。

リートが取得している他の代表的なオペレーショナルアセットである「ホテル」では、オペレータとリートが定期的にホテルの業況について情報共有を行い、より良い運営のための施策を検討しているとのことであるが、オペレータの施設運営がより望ましい状況になれば、リート等の投資における事業リスクも低くなり、ひいてはリート等に対する投資家等の評価等も上がるため、基本的に両者の利害関係は同じである。

例えば、オペレータがヘルスケア施設の経営環境の変化に適応した事業計画を立案し、リート等が必要な協力をし、双方が必要な手当てを実施していくといった関係が想定されるが、そういった連携関係を構築する前提として、この遵守事項が設けられていると考えられる。

入居者に直接影響があるとみられる条項としては、「入居者より預かる一時金等への保全措置の実施」、「規定された入居契約書の使用」といった項目がある。

モデル案件1のヘルスケア施設は入居一時金を受領しない料金体系であるが、将来受領することになった場合を想定した保全措置の取扱いや、利用者との権利関係やサービス内容等を望ましい状態に維持する、といった目的等が考えられる。

入居契約の商品性等は、オペレータの施設運営のノウハウの一つであり、介護事業運営者がオペレータの運営を過度に制限することにならないよう、資産運用会社との間で、本条文の設置目的と運用上のレベル感を具体的に共有しておくことがポイントと考えられる。

入居者にとっては、先払いした入居費用のうち未経過分の債権の保全等につながるため、望ましい内容と考えられる。

#### その他の特約事項

#### 条文内容抜粋

表明保証、遵守事項及び報告事項に含まれない事項で、将来、何らかの事象

が発生した場合の対応等について、予め約定する規定。

(契約の解除)

- ・賃借人が次の項目に該当し、賃貸人から是正を求める催告を受領した後、一定期間内にその違反状態が是正されない場合には、賃貸人は賃貸借契約を解除することができる。
- ✓ 本賃貸借契約に規定する使用目的に違反したとき。
- ✓ 賃料の支払を連続2ヶ月以上怠ったとき。
- ✓ 本賃貸借契約に規定する表明保証事由が、重要な点において真実でないこと、又は不正確であることが判明したとき。
- ✓ 本賃貸借契約に規定する遵守事項に違反したとき。
- ✓ ヘルスケア施設を運営するために必要な許認可等を失ったとき。
- ✓ 賃借人に法令等の違反があり、ヘルスケア施設の運営が不可能若しくは困難になったとき。
- ✓ 賃借人が、業務停止、清算を行うことを決定したとき。
  
- ・賃借人が次の項目に該当した場合には、賃貸人は、賃借人に書面で通知することにより賃貸借契約を解除することができる。
- ✓ 賃借人の解散決議がなされた場合
- ✓ 賃借人の重要な財産に対する強制執行、競売開始決定、若しくは滞納処分がなされた場合
- ✓ 賃借人自ら又は第三者により賃借人にかかる倒産手続開始の申立てが行われた場合
- ✓ 賃借人に手形小切手の不渡り処分、銀行取引停止処分等がなされた場合
- ✓ 賃借人が反社会勢力等に該当することが判明したとき



## 5.2.2 モデル事業2：ヘルスケアアセットマネジメント株式会社

デューディリジェンスの項目でも述べたとおり、賃貸借契約に反映させる特約事項等の内容は、資産運用会社等が物件取得前に不動産デューディリジェンスや事業デューディリジェンスを実施した結果、その信用力等を勘案して設定していく関係にある。資産運用会社等として物件取得後にどの程度のモニタリングや情報開示等が必要かは、デューディリジェンスの結果によって変わってくるものであり、オペレータ側の情報開示可能性や事務負担等を勘案し、オペレータの要望を含め、両者がよく協議したうえで、契約書の記載内容を決定している。

モデル事業2においては、オペレータの代表者が有料老人ホーム等の業界団体である一般社団法人全国特定施設事業者協議会の理事であることもあり、高齢者向けの施設・住宅業界の発展の観点からも、ガイドラインの趣旨と内容をよく理解いただき、形式面でもガイドラインに則した条項を設定している。

モデル事業者2によると、デューディリジェンスやモニタリングの実施と、賃貸借契約への反映方法は、個別事案毎にケースバイケースで検討しており、同社が保有するヘルスケア事業のノウハウ等を活用し、オペレータの状況にあった関係を構築すべく努力を行っているとのことである。

### (1) 表明保証

モデル事業2の契約書には、反社会的勢力に該当しないことに関するものを除き、表明保証に関する個別具体的な規定はない。

ヘルスケア施設の運営や、事業会社として通常満たしておくべき当たり前の事項等の規定であるため、表明保証条項を記載しない対応等も考えられる。

## (2) 報告

### 条文内容抜粋

#### オペレータから賃貸人への情報提供について規定

- ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - ・月次報告
    - ✓ 定型様式により、入居一時金の取扱・保管状況、従業員の状況、入居契約等及び入居者等の状況を報告する。
    - ✓ 賃貸人が要求した場合は、オペレータ及び建物の管理及び運営状況等を報告する。
    - ✓ 入居者等に関する報告では、個人情報の取扱いに留意して調査・報告する。
  - ・四半期報告
    - ✓ 定型様式により、財務諸表、建物管理及び運営状況、入居契約等及び入居者等の状況を報告する。
  - ・年次報告書
    - ✓ 事業年度終了後、前事業年度の建物管理状況を報告する。
    - ✓ 定型様式により、年次報告書及び年間資金計画を報告する。
    - ✓ 賃貸人から要求した場合は、業務報告書等の基礎資料を賃貸人が確認できる。

以上の条文は、オペレータの当該ヘルスケア施設にかかる施設運営状況及び建物管理にかかる定例報告、オペレータの財務諸表の報告、年度資金計画の提出等について規定したものである。

本条文のうち、ヘルスケア施設の運営状況報告及びオペレータの財務諸表には、A R E Sとりまとめにも含まれているモニタリング項目にかかる情報が網羅されており、ヘルスケア施設の運営及びオペレータの財務状態について、包括的に把握できるようになっている。

また、モデル事業2では、建物管理業務のうち、管理運営業務、工事発注代行・監理業務等をオペレータに委託している。これは、建物所有者として定めた長期修繕計画を執行するにあたり、実際に建物を使用しているオペレータに工事発注等の事務を委託することが実務上合理的であるとの判断等によるものと考えられる。本条文のうち、建物管理業務に関する項目は、当該建物管理業務の実行計画を、年度毎にオペレータ及び賃貸人間で合意し、執行、管理していくことを目途にした項目である。

オペレータにとっては、定例報告する経営指標が報告様式にコンパクトかつ明確に定義されており、情報提供手続きが簡潔にできるようになっている。

また、賃貸人は、必要に応じて報告された情報の基礎資料等の開示を要請できるようになっており、定例報告の内容から、何らかのリスクに対して懸念があるような場合は、必要に応じて調査できるようになっている。

平常時のオペレータの事務負担を極力抑制し、オペレータの業況変化等に伴う重要度等に応じ、賃貸人は必要な情報を得られるため、合理的に工夫された取扱いと考えられる。

なお、入居者への影響についても、個人情報の取扱いに留意した規定が含まれており、ガイドラインに基づいた取扱いとなっている。

### (3) 遵守事項

#### 条文内容抜粋

リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータが賃貸人に対し、契約期間において継続的に遵守することを約した規定。

- ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - ・ヘルスケア施設を運営するために必要な法令規則等の遵守。
  - ・必要許認可等の維持、ヘルスケア施設の適切な運営。
- ヘルスケア施設の特性と関係なく、不動産の賃貸借契約において一般に規定されると考えられる事項
  - ・反社会勢力への建物転貸、入居契約等に基づく利用許諾等の使用収益させないこと。
  - ・禁止事項
    - ✓ 賃借権の第三者への譲渡、担保提供
    - ✓ 全部または一部の建物転貸
    - ✓ 本契約に基づく権利の譲渡
    - ✓ 危険行為、近隣の迷惑行為等、建物に損害を及ぼす行為
    - ✓ 反社会的勢力等の事務所等としての建物使用
    - ✓ 敷地内での建物等の新增設、危険物等の搬入等、不動産保全上有害な行為
    - ✓ 建物の保全に有害な建物変更、設備の設置等

以上の条文は、リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータと賃貸人が、相手方に対して遵守することを約した規定であるが、このうち、「禁止事項」に違反したことが判明した場合は、賃貸人は当該違反状態の是正を求め、一定期間内

に当該違反状態が是正されない場合は、一定期間以上の期限を定めて催告を行った後、賃貸借契約を解除できることとなっている。

「禁止事項」はいずれも賃貸人との信頼関係を損なう行為であり、そのような行為がないよう、資産運用会社によるチェックが入ることは、入居者にとってより望ましい施設運営に繋がるものと考えられる。

#### (4) その他の特約事項

表明保証、遵守事項及び報告に含まれない事項で、将来、何らかの事象が発生した場合の対応等について、予め約定するもの。

- ヘルスケア施設の特性から規定されていると考えられる事項
  - ・ 本物件の売却等
    - ✓ 賃貸人が本物件を売却しようとするときは、必ず事前にオペレータに通知する。
    - ✓ 賃貸人が本物件を売却する場合は、賃貸人は本契約を当該第三者に引継ぎ、本契約内容を遵守させるものとし、賃貸人が引継ぎを怠った為にオペレータが被った損害は賃貸人の負担とする。
    - ✓ 賃貸人が本物件を第三者に売却してその所有権が第三者に移転した場合、本契約上の賃貸人の地位は、当該第三者に承継される。

以上の条文は、信託契約の受託者としてヘルスケア施設の不動産を保有し賃貸人となっている信託銀行が、当該不動産を譲渡またはSPCに返還するときは、事前にオペレータに通知するとともに、現在の契約内容のまま、賃貸者契約が引き継がれるよう約定したものである。

## 5.2.3 モデル事業3：株式会社学研ココファンホールディングス

### (1) 表明保証

#### 条文内容抜粋

オペレータが賃貸人に対して契約締結日に保証し、以後、契約期間を通じて保証する規定。

- ・ 適法に設立された株式会社で有効に存続し、本契約の締結、義務の履行に必要な法的な権利と能力を維持していること。
- ・ 本契約の締結や義務の履行は、法令、オペレータの事業目的及び規定等に反しないこと。
- ・ 本契約上の義務は適法で有効であり、拘束力があること。
- ・ 本契約の締結及び本契約に基づく義務や関連取引等の実行により、許認可、法令、契約等に抵触又は違反しないこと。
- ・ 賃貸人の財務・経営の状況、本契約の締結及び本契約に基づく義務や関連取引等の実行に重大な悪影響を及ぼす裁判上及び行政上の手続が継続していないこと。
- ・ 倒産手続の開始原因、本契約の締結及び履行による倒産手続の開始原因が発生する虞がないこと。
- ・ オペレータ及びオペレータの役職員が反社会的勢力等ではなく、
- ・ 反社会的勢力等に使用収益させないこと。

以上の条文は、オペレータにとっては、いずれもコンプライアンス及び適切な業務運営上、必要もしくは望ましい内容と考えられる。

このうち、反社会的勢力等に関連する2項目に該当する場合は、何らの催告を要せず賃貸借契約を解除できることとなっており、反社会的勢力の排除に関する取組の観点から特に重要視されている項目と考えられる。

表明保証は、入居者にとってみれば、オペレータの遵法性や反社会的勢力の排除を確保する事項であり、適切な施設運営を通じて、安心して入居継続することに繋がるため、望ましい内容と考えられる。

## (2) 報告

賃貸人（信託銀行）の請求により、オペレータ及び親会社（モデル事業者3）の財務状況や運営施設の状況資料を提出することとしているが、定期的な報告は建物の稼働状況等にかかる月次報告のみであり、他のモデル事業に比べて報告対象が少ない。

## (3) 遵守事項

### 条文内容抜粋

リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータが賃貸人に対し、契約期間において継続的に遵守することを約した規定。

- ・ 本契約に基づき委託を受けた財産を他の財産と分別管理する。
- ・ 本不動産について、自己又は利害関係人との間で取引を行わない。（但し、賃貸人が同意した取引条件や市場実勢等に基づく公正な取引条件である場合等は除く）。
- ・ 本不動産に損害を与える取引や、本不動産の情報を利用して第三者の利益のために行う取引等を行わない。
- ・ 禁止事項  
賃借権の第三者への譲渡、担保提供  
全部または一部の建物転貸、本契約に基づく権利の譲渡  
危険行為、近隣の迷惑行為等、建物に損害を及ぼす行為  
反社会的勢力等の事務所等としての建物使用  
不動産保全上有害な行為
- ・ 必要許認可等の維持

以上の条文は、リート等がヘルスケア施設を取得後、オペレータと賃貸人が、相手方に対して遵守することを約した規定であるが、これに違反したことが判明した場合は、契約相手方は当該違反状態の是正を求める催告を送付し、設定された期間内に当該違反状態が是正されない場合は、賃貸借契約を解除できることとなっている。

遵守事項は、入居者にとってみれば、表明保証の条項と同様、オペレータの遵法性や反社会的勢力の排除を確保する事項であり、適切な施設運営を通じて、安心して入居継続することに繋がるため、望ましい内容と考えられる。

## (4) その他の特約事項

#### 条文内容抜粋

表明保証、遵守事項及び報告事項に含まれない事項で、将来、何らかの事象が発生した場合の対応等について、予め約定する規定。

##### ・契約終了時の対応

- ✓ 賃貸借契約が終了したとき、入居者の賃貸借契約が継続している場合には、賃借人は、賃貸人が指定する新たなオペレータに対して、賃借人の入居者の賃貸借契約上の貸主としての地位、権利及び義務を承継させ、賃貸人は、新たなオペレータとの間で本契約と同様の内容で賃貸借契約を締結できる。
- ✓ 賃貸人または賃借人からの申入れ又は義務違反等によって賃貸借契約が期限前に終了する場合、賃借人は新たなオペレータを選任する。
- ✓ 賃借人が賃貸借契約が終了するまでの間にオペレータを選任できなかった場合、信託受益権の受益者が新たなオペレータを選任し、賃借人は、新たなオペレータが選任されるまでの間、本物件の運営を継続し、新たなオペレータが選任された場合には、速やかに新たなオペレータに運営を引き継ぐ。

以上の条文は、モデル事業1およびモデル事業2でも同様の内容が規定されているもので、オペレータが施設運営を継続できなくなった場合、ヘルスケア施設の運営継続を図るため、賃貸人とオペレータが協力して、ヘルスケア施設を適切に運営できる新しいオペレータへの変更を検討し、円滑に運営を引き継ぐ手続きである。

### 5.3 賃貸借契約に関するまとめ

これまでの整理から、ガイドラインにおける「ヘルスケア施設の取引に関し留意すべき事項」と、各モデル事業の賃貸借契約書の約定内容と比較すると、以下の通り、いずれもガイドラインの各項目に準拠した形になっていると考えられる。

(ガイドライン 5.より抜粋)

#### (1) オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握

資産運用会社は、オペレータの運営状況を適切に把握できるよう、オペレータとの緊密なコミュニケーションに基づいた信頼関係を相互に構築することが望ましい。

#### モデル事業の取組み

モデル事業1とモデル事業2では、賃貸借契約に基づいてオペレータと賃貸人との間の情報提供及び定例ヒアリング等、コミュニケーションを行うための関係維持が規定されている。

なお、モデル事業3は、オペレータと建物または信託受益権保有者であるモデル事業者3がグループ会社の関係にあることもあり、特段のプロセスは記載されていない。

#### (2) 情報の収集及び開示

資産運用会社がオペレータに提示を求める情報及び投資家への情報開示については、A R E Sとりまとめ及び不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則等を参考にすることを推奨する。

#### モデル事業の取組み

各モデル事業の情報開示については、「4.各モデル案件におけるデュージェンスの実例」において、具体的な情報の種類と開示方法及びその課題点等について整理した。

入手が困難な情報については、

(不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則等から抜粋)

オペレータ側にデータは存在するものの、体系立ててデータ整備がなされていない、(中略)といった対応を行ったうえでもオペレータからの資料やデータの提供・入手が困難な場合には、ヒアリングや現地閲覧等で対応するなど、オペレータの実情等に即した柔軟な対応を行うこと



となっており、賃貸借契約書においても、契約締結後（不動産取得後）モニタリングにおける定例情報等の報告と、必要に応じてヒアリングを行うといった、情報開示に関する対応方法等について規定されている。

（ガイドライン 5.より抜粋）

（3）利用者への配慮事項

資産運用会社は、リートの運用対象としてヘルスケア施設の取引を行う場合、利用者に不安を抱かせることのないよう、以下の から までの内容について、適切に対応することが望ましい。

（ヘルスケアリートの仕組みの周知は省略）

ヘルスケア施設の適切な運営の確認

資産運用会社は、利用者の安心感を確保するため、施設の状態、利用料及び契約内容等について、関係法令に適合しているものであるかどうかの確認や、地方公共団体による通知等への対応状況の確認などを行うこと。

ヘルスケア施設の適切な運営の確保

資産運用会社は、利用者の安心感を確保するため、オペレータに対し、利用料及び契約内容等に関して、投資法人とオペレータの賃貸借契約書又はこれに代わる協定書、覚書等において、オペレータがリートの運用対象となるヘルスケア施設に適用される関係法令に適合し、行政指導に対応した運営を行う旨を表明させるよう求めること。

モデル事業の取組み

各モデル事業のヘルスケア施設における適切な運営の確保及び確認については、不動産取得前のデューディリジェンスにおいて、これを確認すると共に、契約締結後（不動産取得後）は、賃貸借契約書における表明保証及び遵守事項によって確保されている。

モデル事業1の契約書には、報告情報の中にこれらの要素を明記しているが、モデル事業2及びモデル事業3についても、定例訪問等を通じて、継続的に確認を行っている。

なお、これまで整理してきたように、賃貸借契約書の内容は、各案件における当事者間の関係や判断、事務的な事情等、複合的な要素によって決まってくる。

モデル案件から、賃貸借契約書の規定内容に影響を与える実務的な課題を再整理すると、以下の通りである。

（1）賃貸借契約書にどの程度明確に規定するか

既に流動化されている物件を取得する場合、既存の賃貸借契約に新たな条項を反映するためには賃借人の承諾が必要となるが、賃借人が応じないために明確な規定ができない場合、等。

主な対応の例

情報提供、モニタリング等については、ヒアリング、外部情報の活用や、任意での情報収集等で代用できるか検討する（例：信頼できる財務情報が活用できる大手上場企業等）

## （２） 情報入手における弾力的な対応

定型的な情報ではないが、対象物件やオペレータにかかる経営情報が入手可能な場合、等。

主な対応の例

特定のオペレータが運営する複数のヘルスケア施設への投資を行う場合で、必要な情報を一括して入手すること等が可能な場合

モデル事業3のように、複数物件への投資でも、投資先が同一オペレータであれば、賃料負担力の検証において、個別物件よりもオペレータ自身の経営情報の重要性が相対的に高まる。

オペレータが作成している当該資料の写し等で代替する。

オペレータの情報管理の体制や内部資料に、一定の信頼性・継続性があると判断される場合は、いくつかの経営指標を継続的に把握できていれば、大きな問題はないと考えられる。

#### 5.4 賃貸借契約書のひな型

本モデル事業においては、望ましい賃貸借契約書のあり方等を検討し、契約書の「標準型」や「ひな型」を作成することが目的となっている。

「ひな型」は形式、様式のことを指し、特定の業界における典型的な取引等を対象としてさまざまな契約書のひな型が作られているが、リート等で使用する賃貸借契約で実際に使用されている契約書をみると、用語の定義の仕方や章立ての構造、条文の名称や表現等、その形式が案件によって千差万別であり、定型様式化することは困難である。

従って、モデル事業において実際に規定されている条文や、モデル事業者との調査、検討を経て、ヘルスケアリートにおける賃貸借契約書として想定される規定内容を反映し、契約書の基本項目の比較表を作成した。(別添資料4)

ガイドラインに規定されている、「b.ヘルスケア施設の適切な運営の確認」及び「c.ヘルスケア施設の適切な運営の確保」の観点から、標準的と考えられる表明保証及び遵守事項の規定を例示したものである。

## 6．モデル事業の個別調査テーマ（取り組み紹介事例）

本モデル事業のテーマである、ガイドラインに基づく「リート等がヘルスケア施設を取得・運用する際の留意点」等について、各モデル事業の特徴等から、ガイドラインを実践するうえで参考になるテーマ等を個別に取り上げ、分析・開示を行う。

### 6．1 モデル事業2：リート等の仕組みや資産運用会社の組織体制にかかる解説

不動産流動化スキームとする目的、機能及び構成について個別に取り上げ、不動産流動化スキームがオペレータ及び入居者に与える影響等を特に分析し、そのメリットや、ガイドラインの実践例等について調査を行う。

#### 6．1．1 不動産流動化スキームの主な機能と構成

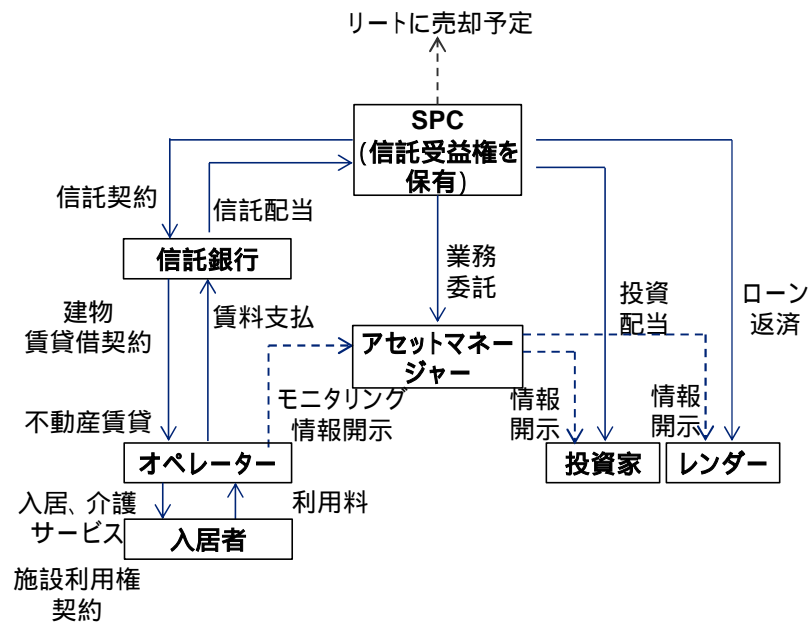
##### (1) モデル案件2の不動産流動化スキーム

不動産流動化スキームの説明（再掲）

モデル案件2において、ブリッジファンドとして現状採用されているスキームについて整理する。

介護付有料老人ホームの不動産は信託銀行が所有しており、大家（賃貸人）として、オペレータに賃貸している。

図 16 モデル案件 2 (ブリッジファンド) のスキーム概要図



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

信託銀行は、SPCから不動産の信託を受けることによって、不動産を保有、運用する機能等を担っている。

信託銀行は、信託契約に基づいて不動産を保有、運用する。

信託契約とは、信託を委託する者が財産を受託者(信託銀行)に譲渡し、当該財産を運用・管理することで得られる利益等を受領する権利(信託受益権)を保有する者(受益者という。図17の場合はSPC)に与える旨を、受益者と受託者が契約するものである。

信託銀行は、名目上は信託財産の所有権を持つが、その管理・処分は受益者の利益のために行わなければならないこととなっており、信託契約の規定に基づき、必要な場合は、資産運用会社等や金融機関等の指図に従う。

SPCは、不動産流動化スキームにおける資産と投資家を結ぶ機能を担う組織体(ビークル)である。

信託契約によって実物不動産は信託銀行に譲渡しているが、当該不動産にかかる信託受益権を保有し、不動産から得られる利益等を受領することから、実質的にはSPCが不動産を保有している。

SPCは、信託受益権を保有するとともに、不動産取得にかかる借入れ(ローン)並びに投資家からの出資を受け入れており、信託銀行から、不動産から得た賃料収入等から固定資産税等を差し引いた配当(信託配当という。)を受領し、それを原資として、ローンの返済や投資配当を行っている。

#### リートへの譲渡の影響

現在のモデル事業2の流動化スキームは、あくまでリートが上場されるまで一時的に保有することが目的となっている。

リートに不動産の所有権を移転させる際の具体的なプロセスは、SPCが保有している信託受益権を、リート(ヘルスケア&メディカル投資法人)が取得することで、実質的な不動産の所有者がリートに移ることとなる。

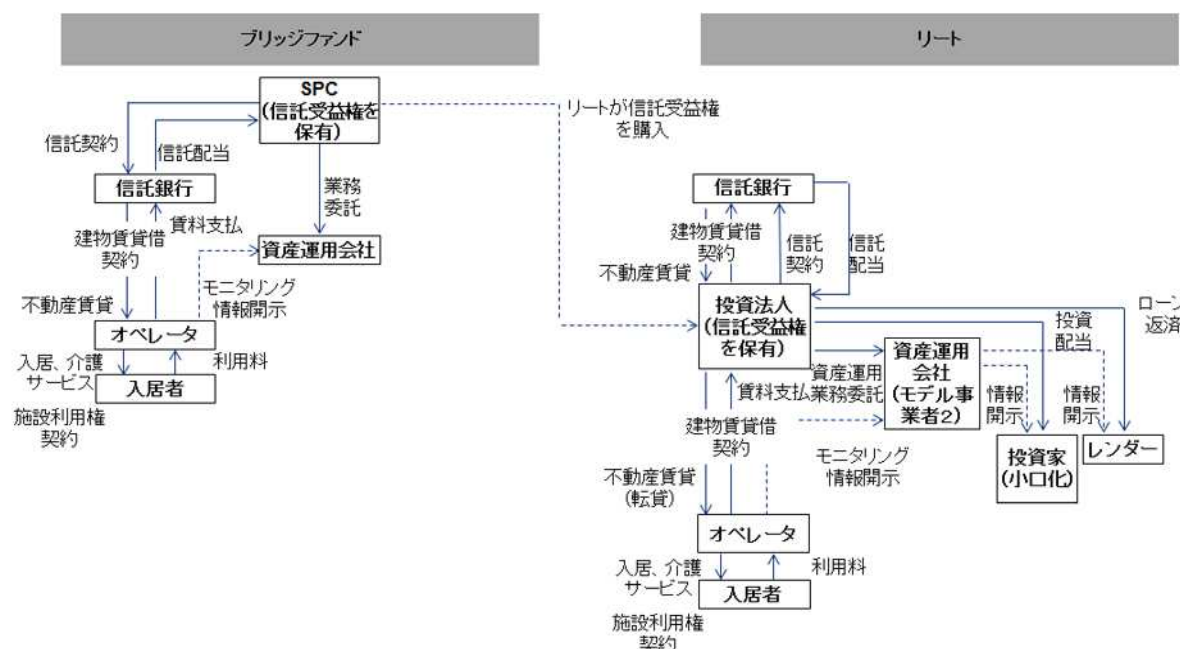
モデル事業2におけるリートへの譲渡では、不動産所有者である信託銀行からリートが建物を賃借し、さらにオペレータに転貸するスキームを想定しているため、賃貸借契約を再締結する。(図18参照。現在のモデル事業1と類似したスキームとなる)

もし、リート側が既存の賃貸借契約の規定内容の変更を希望する場合は、当該変更内容を反映した変更契約を締結する必要があるが、信託銀行とオペレータとの双方合意を経る必要があるため、リートの都合だけで変更することはできない。

モデル事業2においては、現在締結されている賃貸借契約は、将来のリートへの移行時のトラブルを未然に防ぐため、先行取得の段階から、リートでの運用を想定した約定内容となっており、信託受益権の譲渡があっても、原則として賃貸借契約は変わらない。

このように、ブリッジファンドがリート等に信託受益権を譲渡するとき、新たなリート等の関係者である投資家や金融機関等が、賃貸借契約書の変更を要求してきても、オペレータの承諾がなければ、契約書を変更できない。

図 17 リートへの信託受益権譲渡時のスキーム



(出所) デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー作成

また、オペレータと有料老人ホームの入居者等との関係は、信託銀行とオペレータとの賃貸借契約を背景に、オペレータが入居者に施設利用権契約に基づき利用を許諾する形で施設に入居する権利等が確保されている。

リートへの信託受益権の譲渡と同時に、賃貸借関係は、信託銀行 投資法人 オペレータに変更されるが、オペレータは、転借権を背景に、入居者に施設利用権契約に基づく利用許諾ができるため、これによって入居者の施設利用権が変更又は制限されるものではない。

従って、オペレータと入居者との契約は、オペレータと入居者との相対契約であり、一方の契約当事者である入居者の同意がなければ変更できな

いため、オペレータから一方的に契約変更することはできない。

なお、リートへの信託受益権の譲渡に伴って、オペレータが支払う賃料が増額され、入居者がオペレータに支払う利用料等が値上げされる不安が指摘されているが、信託銀行とオペレータとの間の賃貸借契約が変更されなければ、信託受益権がリートに移転したことをもって、オペレータが入居者との間で施設利用権契約を変更する理由にはならないと考えられる。

#### 主な参加者とその役割

モデル事業2の流動化スキームへの主な参加者とその役割等は、以下の通り。

##### ➤ S P C：不動産保有のみを目的に設立された会社

###### 主な役割

- ・対象不動産の実質的な保有（形式的な所有者は信託銀行になるが、受益者として不動産から得られる賃料収入等を受入れ、信託受益権を取得するための資金調達を行う）
- ・信託受益権とそれに関連する財産（現預金等）の分別管理を行う。
- ・S P Cの運用にかかる意思決定は、原則としてアセットマネージャーが行う。（債権者間の取り決めに応じ、重要な意思決定等については、レンダー等のステークホルダーの意思を確認する場合もある）

##### ➤ 賃貸人：三井住友信託銀行

###### 主な役割

- ・対象不動産の形式的な所有。
- ・事前に規定された範囲内で業務を行い、修繕の実施等、個別に発生する事象について判断が必要な場合は、資産運用会社の指図に従う。
- ・対象不動産とそれに関連する財産の分別管理を行う。

##### ➤ オリジネーターかつ貸借人（オペレータ）：介護事業者（株式会社アズパートナーズ）

- ・不動産の流動化前は、不動産を所有して有料老人ホーム「アズハイム光が丘」を運営しており、当該不動産を三井住友信託銀行との信託契約によって信託受益権化し、当該信託受益権をS P Cに譲渡することで、オリジネーターとして流動化を行った。
- ・信託受益権譲渡と同時に、新たに有料老人ホーム不動産の所有者となった信託銀行と賃貸借契約を締結し、賃借人（オペレータ）となった。



➤ アセットマネージャー：株式会社マックスリアルティ

モデル事業者2の一部出資者である三井住友銀行等が出資している不動産投資顧問会社で、流動化スキームの戦略立案、アレンジ、投資判断等、不動産投資に関する総合的な実績とノウハウを保有。

主な役割

モデル事業者2は、ヘルスケアリート設立のために新たに立上げられた資産運用会社であるが、ヘルスケアリート設立準備と並行して物件を先行取得するため、モデル事業者2の既存のグループ会社で、不動産投資の経験が豊富な当社とモデル事業者2とが連携してブリッジファンドの資産運用を行っている。

➤ その他の参加者とその役割

上記のほか、流動化スキームに参加あるいは関与する者として、以下の者が挙げられる。

・投資家及び金融機関（レンダー）

流動化した不動産の資金調達のため、ビークル投資または融資を行い、資金を供給する。

・プロパティマネージャー

不動産所有者やアセットマネージャーからの委託を受けて、対象不動産のテナント管理業務と、建物管理業務を行う。

モデル事業2のように、シングルテナントが建物全体を一括して使用している場合、オペレータと協力して建物の維持管理を行う。

なお、ヘルスケア施設の場合、対象不動産全体をオペレータが使用している関係から、定期点検等の建物管理をオペレータに委託している例がある。

・流動化スキーム組成時に参加する主な関係者

不動産流動化のスキームは、具体的な前提条件や参加する関係者の意向等によって、各部分またはスキーム全体を検討することが必要になるため、スキームを成立させるときには、オリジネーター、オペレータ、投資家、金融機関(レンダー)等の関係者と協議しながら検討していく。

以下、これらの協議に当たり、スキーム組成時に参加する主な関係者とその役割を整理する。

✓ アレンジャー

各当事者のニーズを正確に把握し、実現するためのコーディネー

トを行う。一般的には、証券会社、都市銀行・信託銀行等の金融機関、不動産会社、コンサルタント等がそれを担うが、ヘルスケア施設を取扱うにあたっては、上記の各機能・能力のほか、ヘルスケア事業に精通した者が含まれることが望ましい。

モデル事業2においては、ヘルスケア施設専門の資産運用会社（後述）であるモデル事業者2と株式会社マックスリアルティとの連携で不動産流動化スキームの調整を行っている。

✓ 弁護士

不動産流動化スキームでは、多くの関係者が参加することになるため、これらの参加者間の利害関係を予め想定し、当事者間の意思を客観的に表明するための手段として多くの契約書を作成しなければならないため、弁護士が契約内容のチェックを行う。

さらに、契約書を作成するだけでなく、各参加者が想定するスキームのメリット等を実現するためのチェックを行う。

例えば、倒産隔離（後記6.2.2リート等を利用するメリット参照）を実現するために、倒産申立てが行われにくいスキームや契約書を作成するための助言等を行う。

✓ 公認会計士、監査法人

不動産流動化のピークルは、その透明性を高めるため、貸借対照表、損益計算書等の財務諸表を作成するにあたっては、専門家である公認会計士や監査法人の監査を受けることが一般的となっており、リートは金融商品取引法により監査法人の監査が義務付けられている。

さらに、財務諸表の監査だけでなく、不動産を流動化する時点において、オリジネーター側の会計処理に関するアドバイスも実施する。

✓ 税理士、税理士法人

不動産流動化で利用されるピークルには、税務上のメリットがあるため（後記6.2.2リート等を利用するメリット参照）それを実現するためのアドバイス等を行う。

✓ デューディリジェンスにおける委託業者（再掲）

資産運用会社等は、対象不動産を調査して、汚染物質の有無等、不動産にかかる法令上の問題の有無等について確認を行う。その際、専門的な項目については、外部の調査会社に調査を依頼する。

- i. エンジニアングレポート：建物について、建築基準法、消防法、廃棄物処理法等に関する法令違反の有無、建物を長期

- 使用するにあたって必要な修繕項目とその費用、等
- ii. 土壤汚染調査レポート：敷地について、土壤汚染対策法等に関する法令違反の有無、等
  - iii. 地震リスクレポート：建物の耐久性が一定水準以上であること
  - iv. 不動産鑑定評価書：不動産の取引価格の妥当性

## (2) モデル事業者 2 への参加企業等の特徴

モデル事業者 2 は、上場ヘルスケアリートの資産運用を行うべく、組織体制が整備されており、大手銀行（メガバンク）、不動産ファンド・事業再生等のノウハウをもつリース会社、医療・介護にかかる大手総合商社グループが中心となり、証券会社、不動産関係事業者等が出資者として参加している。

### モデル事業者 2 への出資企業

株式会社三井住友銀行（大手銀行）

NEC キャピタルソリューション株式会社（リース会社）

：リース、ファクタリング<sup>34</sup>、不動産ファンド・事業再生等の実績が豊富な株式会社リサパートナーズを子会社としており、資産運用会社（モデル事業者 2）に不動産ファンドに関するノウハウを提供

シップヘルスケアホールディングス株式会社（医療・介護にかかる総合ソリューションを提供する商社グループ）

：有料老人ホーム及びグループホームの運営のほか、医療機関支援、メディカルサプライ、薬局運営等、医療・介護分野における総合支援事業を展開

SMBC フレンド証券株式会社：三井住友銀行系大手証券会社

三井住友ファイナンス&リース株式会社：三井住友銀行系大手リース業者

銀泉株式会社：三井住友銀行系不動産、損保会社

神戸土地建物株式会社：三井住友銀行系ビル管理、物販会社

室町建物株式会社：三井住友銀行系ビル管理（オフィス、商業）

株式会社陽栄：三井住友銀行系デベロッパー、ビル管理等

## (3) 賃貸借契約書とその機能

賃貸借契約書は、賃貸借契約に必要な契約内容に加え、適切な施設運営や、運営状況を把握するために必要な項目等が規定されている。（内容は、上記 5 . 2 . 2 で説明済みのため省略）

---

<sup>34</sup> ファクタリング：事業会社等の売掛債権を買取り、当該事業会社等に代わって債権回収を行うこと。事業会社等にとっては債権を早期に現金化することにより資金繰りを改善させる効果がある。

## 6.1.2 リート等を利用するメリット

以上の通り、モデル事業2の流動化スキームと構成要素について整理してきたが、モデル事業2においてこのようなスキームとしている具体的な合理性（メリット）について整理する。

以下、投資スキームとしてのメリット、各関係者からみたメリット（入居者、オペレータ及び投資家）や想定される懸念点への対応の順で整理する。

### (1)投資スキームとしてのメリット

#### 遵法性の確保

リートの場合、保有する不動産に高い遵法性が要求されるため、リートが物件を保有している事実をもって、不動産のコンプライアンス上、相当の信頼性が期待できると言われている。

将来のリートでの取得を想定してリートに準じた取扱いを行っているブリッジファンドについても、リートと同様の信頼性が期待されると考えられる。

#### 不動産の適切な管理と経済的価値の維持

リートの場合、物件の取得時にエンジニアリングレポートや不動産鑑定評価書等を通じて、不動産の管理状況と経済的価値を確認しており、さらに、運用期間中においても、計画的かつ適切な管理を行うことで、不動産の経済的価値が長期間維持されることが期待できる。

将来のリートでの取得を想定してリートに準じた取扱いを行っているブリッジファンドについても、リートと同様の信頼性が期待されると考えられる。

#### 倒産隔離

不動産流動化スキームでは、ビークルや信託銀行を活用し、投資対象となる不動産や関連する財産を、他の資産と分別して管理するため、例えば、一般の不動産賃貸において、不動産の所有者である大家が経営破たんした場合に賃貸不動産が大家の資産として債権者に差し押さえられてしまう、といったリスクを防ぐことができる。

この仕組みを「倒産隔離」といい、不動産流動化スキームの関連当事者（信託銀行、SPC、オリジネータ等）の信用リスクから、投資不動産を守るメリットがある。

### 税務上のメリット（二重課税回避、不動産流通税）

不動産流動化スキームにおいて、例えばビークルが法人である場合、原則的な考え方としては、当該法人の利益に対して法人税が課税されるが、不動産投資スキームのビークルに法人税が課税されてしまうと、投資家への配当原資であるビークルの利益から法人税が差し引かれ、さらに、投資家側でも、配当が投資家の利益として法人税（投資家が個人の場合は所得税（配当所得））が課税されることとなり、投資家が直接不動産を保有して不動産所得を得る場合に比べて二重に課税されることとなる（これを二重課税という）。

従って、この二重課税を回避するため、不動産流動化スキームでは、不動産からの収益を直接投資家に分配するよう、ビークルの利益に対して法人税が課税されることなく投資家に配当できる仕組みが活用される（この性質を持つビークルを導管体という）。

具体的には、信託や匿名組合のように非課税のビークルを使う方法と、投資法人のように一定の分配のルール（導管性要件<sup>35</sup>という。）を満たせば利益の配当等を損金に算入することが認められているビークルを使う方法がある。

また、実物不動産を取得すると、不動産取得税や、不動産登記に関する登録免許税（これらを総称して不動産流通税ともいう。）について、税率等の軽減措置がある。

## (2) 信託受益権を活用したスキームとするメリット

### 税務上のメリット（不動産流通税）

実物不動産を取得すると、不動産取得税や不動産の移転登記に関する登録免許税の支払いが必要である一方で、信託を活用したスキームでは、有価証券である信託受益権を売買する形で権利を移転するため不動産取得税が不要となり、信託を登記する場合の登録免許税も税率が優遇されている。

### 適切な管理等（信託銀行の活用）

適切な不動産管理を維持していくため、ヘルスケア施設の不動産を、不動産管理処分信託契約に基づいて信託銀行等（信託銀行または信託業法により内閣総理大臣から登録または免許を受けている信託会社）に信託譲渡する。

不動産管理処分信託とは、信託契約の委託者（受益者）が受託者（信託銀行

---

<sup>35</sup> 導管性要件：ビークルの配当可能利益の90%以上を投資家に分配することや、特定の投資家の保有比率が出資の50%以下であること等の条件を満たすことにより、投資家への配当をビークルの損金に算入でき、配当に法人税が課税されない要件。

等)に対し、対象不動産を維持管理していくために必要な、財産の管理及び処分等を委託することをいい、信託銀行等は、建物の大家として、オペレータと共同して不動産の賃貸および保守管理を行う。

信託銀行等が不動産を保有することで、長期運用の観点から修繕工事等を計画的に実施できるメリットがある。(適切な管理)

また、信託銀行等は、不動産の保守管理、運用に関して高い専門性を持っており、信託銀行等が保有を継続することで、対象不動産の品質や管理に加え、遵法性が充足されていること等が期待されるため、対外的な不動産に係る信用力向上に寄与すると考えられる。(不動産に係る遵法性の確保、信用力の向上)

### (3)入居者にとってのメリット

次に、モデル事業2を通じて、入居者等からみたメリットや想定される懸念点への対応について整理する。

#### 不動産の長期かつ適切な維持管理(再掲)

不動産の専門家によって計画的に維持管理が行われることは、入居者にとっても、安心して入居を継続することに繋がる。

リート等は、土地、建物にかかる遵法性について、不動産取得時に専門家による調査を行い、問題があれば必要な対応を行ってから取得している。

また、建物の老朽化に伴う、建物の維持管理については、物件取得時に算定した想定コストをもとに長期修繕計画を作成し、それに基づいて修繕資金を積立てるとともに、不動産管理の専門家である信託銀行等とオペレータが負担区分を定め、計画的に修繕を実施していくこととなっている。

従って、将来、違法部分が発覚するリスクや、修繕等を怠ったことに伴う追加的な修繕等、不動産について想定外のコストが発生するリスクを防ぐことに寄与している。

#### 質の高い施設運営への期待

モデル事業者2により、ヘルスケア事業にかかる事業の評価、モニタリング等が行われ、オペレータが質の高い施設運営を行っていることが検証されている。

また、モデル事業者2(資産運用会社)は、オペレータの財政状態等をモニタリングするだけでなく、介護事業の企画、運営等に精通したノウハウを保有しているため、万が一、オペレータの業況が悪化したとき、モデル事業者2が

らのアドバイスにより施設運営の向上の一助となることが期待できる。

なお、入居者にとって、リート等が施設を取得することで、以下のような不安が惹起されることが想定されるが、モデル事業2ではそれぞれ以下の通り対応している。

- ヘルスケアリート等が施設を売却した時、オペレータ変更、契約・サービス内容の変更等が起こる不安

- 対応

- ・ 信託契約における信託受益権の譲渡と賃貸借契約の関係

前述の通り、モデル事業2では、不動産の実質的な支配権を移転する場合、信託受益権を売買することが想定されている。従って、オペレータが従前どおり施設を運営している状態で、不動産の信託受益権という実質的な所有権のみが移転するのであり、当該オペレータと施設利用契約を結んでいる入居者との関係は変わらない。

- これまでのヘルスケア施設と比べた場合、当事者が多くなることから、さまざまなコストが加算され賃料やサービス利用料などがそもそも高めになるのではないかという不安

- 対応

モデル事業2の場合、運営されている施設を取得し、同じオペレータが運営を継続するため、入居者との既存契約はそのまま存続しており、諸料金の設定は変わっていない。

ヘルスケアリート等の関係者は、例えば、不動産の維持管理等、対象物件の建物や運営について、一定以上の品質を維持するために必要な専門業者であり、その契約先や主な業務内容等を投資家等がチェックできるようになっている。

ヘルスケアリート等の関係者への支払いは、投資家から求められる品質を維持するための対価であり、その原資は、オペレータが支払う賃料を通じて間接的に負担していると考えることができる。

つまり、ヘルスケアリート等の投資対象となるヘルスケア施設は、品質を維持するためのコストを負担しているのであり、リート等は、既に運営している施設を取得する場合は、現状の事業収支の範囲内で上記のコストが負担できる施設を選定している。

従って、リート等に対してオペレータが支払う賃料は、品質を維持するためのコストを、現状のサービス利用料等を前提とした事業収支



から無理なく負担できるよう設定されるのであり、リート等が取得するからといって、サービス利用料等が高めに設定されるということはない。

- ヘルスケアリート等が投資家の求めに応じて賃料を値上げし、その結果として入居者等が支払う賃料や利用料が急に引き上げられたりサービス低下が起こったりするのではないかという不安
- 対応

賃料は長期固定賃料であり、賃貸人側から任意で賃料を上げることはできない。

規定内容の要約

- ・ 賃貸契約期間：20年（以後2年毎に自動更新）
- ・ 賃料は改定しない

なお、本契約のように自動更新のある「普通借家契約」の場合、借地借家法第32条において、周辺の賃料相場からみて著しく賃料が高い場合は、オペレータから賃料減額請求が可能。

従って、リートへの支払賃料の上昇を原因として、入居者が支払う利用料が急に引き上げられたり、入居者サービスが低下する可能性はほぼないと考えられる。

#### (4) オペレータにとってのメリット

モデル事業2を通じて、オペレータからみた投資スキームのメリットや想定される懸念点への対応等について整理する。

オペレータがリート等を活用する理由には様々なものがあると考えられるが、モデル事業2においては、オペレータの情報開示の観点から、個別取引にかかる判断理由を聴取することはできなかった。

モデル事業者2からのヒアリング等に基づき、リート等を利用するオペレータが感じていると想定されるメリットには、以下のようなものがある。

##### 保有不動産の流動化に伴う事業資金の確保

既存の保有施設の不動産を流動化したオペレータ（セールアンドリースバック）にとっては、不動産を賃借する形で施設の運営を継続でき、不動産を譲渡した資金を新たな事業（例えば新たな施設開発）のための原資に活用することができるため、迅速な事業展開の一助となる。

#### 不動産保有に伴う費用負担、リスク等からの開放

不動産の保有・管理を専門業者であるヘルスケアリート等に委ねることで、本業である施設運営に専念でき、建物の経年劣化等に伴う修繕・維持費用、税負担、不動産開発のための借入れ等、不動産保有に伴うリスクから開放される。

#### (5)その他、想定されるメリット

相対的、間接的な内容であるため、一般的なリート等のメリットとはいえないものの、個別物件やオペレータの考え方によっては、以下の項目もメリットになり得ると考えられる。

ヘルスケアリート等から運営を任されることで、対外的にオペレータの信用力が評価されることが期待できる。

ヘルスケア関連事業の専門業者であるヘルスケアリート等のほうが、ヘルスケア施設の事業内容や実務的な事情等に関する知見やノウハウを持っているため、ヘルスケア施設の業況に関する情報共有が円滑に行える等、一般の金融機関と比べて信頼関係が構築しやすい。

オペレータにとっては、金融機関からの借入で建物を自己所有する場合と比べ、モニタリングに係る事務負担等が大きくなる可能性が高いことから、資産運用会社等との良好な関係の構築がポイントと考えられ、資産運用会社等のオペレータに対する配慮や弾力的な運用等によって、如何にオペレータの負担を軽減することができるかが課題である。

#### (6)投資家にとってのメリット

上記のメリットのほか、上場リートの場合、投資家にとって、さらに以下のようなメリットが考えられる。

#### 小口かつ分散された不動産投資が可能

通常、実物不動産に投資するためには多額の資金が必要になるが、上場リーートの投資口を購入することで、一般投資家にとっては、小口資金で実質的に不動産に投資することが可能となる。

さらに、投資する地域や不動産の用途が異なったタイプのリーートの投資口を複

数購入することで、小口資金でもリスクを分散する投資が可能となる。

#### 換金性が高いこと

通常、不動産投資においては、投資対象の不動産を取得したり売却することに相当の手間がかかり、流動性が低いと言われているが、上場リートの場合は、証券取引所に上場されているため、上場株式のように機動的に売買することが可能となり、実物不動産よりも換金性が高い。

### 6.1.3 ヘルスケア施設特有の事象への配慮

ガイドラインでは、資産運用会社がヘルスケア施設の取引を行うに当たって望ましい対応方法が規定されている。

モデル事業2において、ガイドラインで規定された留意すべき事項への対応状況を、以下に整理する。

#### (1) オペレータとの信頼関係の構築及び運営状況の把握

ガイドラインによると、「資産運用会社は、オペレータの運営状況を適切に把握できるよう、オペレータとの緊密なコミュニケーションに基づいた信頼関係を相互に構築することが望ましい」とされている。

また、具体的なアクションとして、(1)資産運用会社は、ヘルスケア施設の取引時に実施される不動産鑑定評価が、評価対象不動産の事業特性を踏まえた当該事業の持続性・安定性について分析を行っていることを確認することが望ましい、(2)必要に応じて、資産運用会社自らも、取引を行うヘルスケア施設に赴き、施設長などのヘルスケア施設の運営責任者へのヒアリング等を通じ、オペレータが適切に運営していることを確認することが望ましい、と規定されている。

モデル事業2においては、将来のリートでの取得を想定し、ブリッジファンドのアセットマネージャーと、モデル事業者2が、共同でオペレータとの調整、連絡にあたっている。

モデル事業者2において、オペレータである介護事業者の事業リスクを審査、評価したり、投資後にモニタリングするノウハウは、モデル事業者2(資産運用会社)の事業参加者であるシップヘルスケアホールディングス株式会社における介護事業の運営、支援等にかかる総合的なノウハウや、三井住友銀行やNECキャピタルソリューション株式会社における介護事業者向け融資等の審査・管理ノウハウによるところが極めて大きいと考えられる。

#### (2) 情報の収集及び開示

ヘルスケアリート等を推進していくにあたり、ヘルスケア施設の事業の特性等を評価する手法が体系化されていない、といった課題点が指摘されており、ガイドラインによると、「一般社団法人不動産証券化協会が2013年12月に公表した「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」、並びに、一般社団法人投資信託協会が定める「不動産投資信託及

び不動産投資法人に関する規則」及び「ヘルスケア施設供給促進のための REIT の活用に関するガイドライン」を参考とすることを推奨する」とされている。

デューディリジェンス及び契約締結後のモニタリングにおける情報の収集等の状況は、4.2.2 及び 5.2.2 のとおりであるが、情報が入手できないものについては、可能な範囲でヒアリングで代替することにより、オペレータの事務負担に配慮し、対象施設の業況等を定期的に把握できるようなモニタリング体制を構築している。（後記(4)参照）

### (3) 入居者等への配慮事項

ガイドラインによると、資産運用会社は、「リートの運用対象としてヘルスケア施設の取引を行う場合、利用者に負担を抱かせることのないよう、以下の a. から c. までの内容について適切に対応することが望ましい」とされている。

ガイドラインに規定されている項目について、モデル事業 2 での取組み状況を整理する。

（ガイドラインより抜粋）

#### a. ヘルスケアリートの仕組みの周知

オペレータが入居者等にヘルスケアリートの仕組み（例えば、a. 施設の大家はリートであり、施設のサービスはオペレータが提供していること、b. リートは運用対象施設を長期保有することが原則であること等）並びにリート等の実績及び取組み等を十分に周知させるよう、資産運用会社はオペレータに働きかけ、必要に応じて資産運用会社自らも入居者等に周知活動を行うこと。

#### モデル事業 2 での取組み

モデル事業 2 は、既に運営されている施設の不動産を取得したものであるが、オペレータは従前と変わらないため、入居者等（入居者）の施設利用権契約の内容や相手方も全く同じである。

入居者に対しては、施設の不動産についてのオペレータの使用権原が、自己所有から、信託銀行からの賃貸借に変わったことを、全ての入居者に対して速やかに説明し、賃貸人の変更にかかる承諾を得る必要があった。

入居者は 80 歳代の高齢者が多いため、入居者本人だけでなく、その家族等も含めた説明会を実施し、大家がオペレータから信託銀行に変更されることに関する説明を行なった。

ここで重要なポイントは、不動産の所有者が変更されたことや、入居者にどの

ような影響があるかについて確実に入居者に伝えることであり、入居者の不安を解消するため、必要に応じて入居者やその家族等からの質問に答えられるよう、個別に質疑応答を行う配慮を行った。

#### b. ヘルスケア施設の適切な運営の確認

資産運用会社は、入居者等の安心感を確保するため、施設の状態、利用料及び契約内容等について、関係法令に適合しているものであるかどうかの確認や、地方公共団体による通知等への対応状況の確認などを行うこと。

特に有料老人ホーム(サービス付き高齢者向け住宅の登録を受けたものを除く。)については、「有料老人ホームの設置運営標準指導指針について」(平成14年7月18日老発第0718003号厚生労働省老健局長通知)を参考に、地方公共団体が地域の実情に応じた指導指針を策定し、それに基づいた行政指導を行っているのを留意すること。

##### モデル事業2での取り組み

地方公共団体の指導等も含め、有料老人ホームを実際に運営するために必要な許認可、指導等を確認している。

さらに、賃貸借契約上、オペレータ(賃借人)は、必要許認可等を維持することを表明保証している。

#### c. ヘルスケア施設の適切な運営の確保

資産運用会社は、入居者等の安心感を確保するため、オペレータに対し、利用料及び契約内容等に関して、投資法人とオペレータの賃貸借契約書又はこれに代わる協定書、覚書等において、オペレータがリートの運用対象となるヘルスケア施設に適用される関係法令に適合し、行政指導に対応した運営を行う旨を表明させるよう求めること。

##### モデル事業2での取り組み

賃貸借契約上、オペレータ(賃借人)は、ヘルスケア施設に適用される関係法令に適合し、行政指導に対応した運営を行う旨を表明保証している。

以上の通り、モデル事業2においては、賃貸借契約書において、当該施設が地方公共団体等が定めた指導指針等に基づく行政指導に対応した運営を行うことを常に求めている。

従って、オペレータがこのような対応を長期的に継続することにより、入居者等の安心感を確保し、リートの運用対象となっているヘルスケア施設は、適切な

運営がなされているという心証を与えることになり、ひいては、対象施設の評判を上げ、施設の安定稼働につながるという点で、資産運用会社はオペレータと利害が一致しているということができる。

#### (4) 体制整備

モデル事業者2は、上記の通り、オペレータの情報提供に関する課題を極力カバーできるような仕組みを取り入れることによって、オペレータとの信頼関係を構築しているが、それを実現させるためには、資産運用会社が保有する機能、ノウハウ及びスキル等が大きな要因となっているものと考えられる。

以下、ガイドラインへの準拠状況及び具体的な体制について整理する。

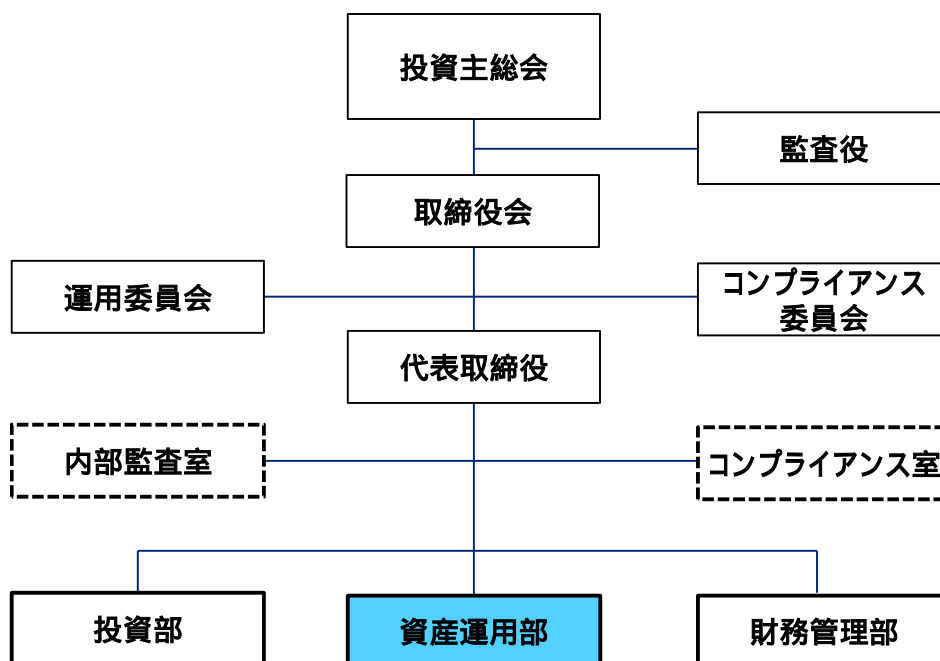
##### ガイドラインへの準拠状況

ガイドラインにおいて、取引一任代理等の認可申請等に際して資産運用会社が整備すべき組織体制として、ヘルスケア施設の取引を行う場合には、ヘルスケア施設への投資業務、融資業務、デューディリジェンス業務、不動産鑑定評価業務又はオペレーション業務の経験等により、生活サービスや介護サービス等が提供されるというヘルスケア施設の事業特性を十分に理解している者の配置について、次のいずれかを満たすこととされている。

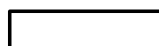
- a. 重要な使用人として配置する
- b. コンサルタント会社等の外部専門家から助言を受ける
- c. 投資委員会等（資産の取得・譲渡、資産の運営管理に関する事項を審議又は決定する委員会）において外部専門家からの意見を聴取する
- d. 上記 a. から c. までに掲げる者に相当する専門家が関与する

これに対し、モデル事業者2（資産運用会社）の体制は、会社組織の各部門に、当該部門の所管業務への専門性を有するだけでなく、資産運用部にヘルスケア施設の事業特性を十分に理解している者を重要な使用人として配置しており、ヘルスケア施設に特化した投資に必要なノウハウを内包化している。

図 18 資産運用会社の組織体制



…ヘルスケア施設の業務特性を十分に理解している重要な使用人を配置



…不動産投資顧問業における判断業務、投資法人の資金調達及び資産運用会社の運営等、適切なリート運営を図るため、会社規程等で指定された重要な使用人を配置



…組織の適切な運営のためのチェック機能となる部門

#### ヘルスケア施設の特性に配慮した機能配置の状況

各部門の主な機能は以下の通り。

資産運用会社の担当者が、オペレータの経営者、事業企画担当者、施設責任者等に対し、対象施設の業況や、報告データ等では単純に把握できない背景等の情報をヒアリングの上収集するとともに、不動産関係取引全般にかかる要望について意見交換することで、賃借人と賃貸人との間の情報共有を図り、十分な信頼関係の構築に寄与している。

また、資産運用やコンプライアンス等、リーートの運営に必要な機能について独立した専門部署を設け、十分な業務経験のある担当者を配置し、内部監査室によるチェック等を行うことにより、適切な運用がなされるようになっている。



➤ 資産運用部

主な機能

- ・ 投資法人の運用ガイドライン、運用資産に係る貸貸及び維持管理等の方針の企画
- ・ 投資前、運用中のオペレータ候補やオペレータの事業評価
- ・ 与信管理及び運用資産のリスク管理  
(ヘルスケア施設の事業特性を十分理解している者のノウハウ)
- ・ 医療・介護業界に係る数十社の子会社群を有する東証1部上場の医療系商社における、介護事業の企画、経営統合、M & Aの投資判断業務等のノウハウ
- ・ 介護施設経営のノウハウ

➤ 投資部

主な機能

- ・ 投資法人の運用ガイドライン、資産管理及び年度運用管理計画の方針の企画
- ・ 不動産の取得及び運用資産の処分
- ・ 不動産市場及び物件の調査及び分析

➤ 財務管理部

主な機能

- ・ 投資法人の資金計画、財務方針等の企画
- ・ 投資法人の資金調達、財務、経理及び決算、ディスクロージャー

➤ 運用委員会

主な機能

- ・ 資産の運用に係る基本方針
- ・ 資産管理及び年度運用管理計画
- ・ 投資法人の運用資産の取得及び譲渡に関する決定及び変更

➤ コンプライアンス室

主な機能

- ・ 資産運用会社のコンプライアンス体制の確立及び法令等の遵守

➤ 内部監査室

主な機能

- ・ 内部監査の統括、方針及び計画の策定
- ・ 内部監査の実施、報告書及び改善指示の作成

ヘルスケア施設向け不動産投資等の取引実績  
資産運用会社への出資企業等がブリッジファンドの形で取得した物件や、  
事業参加者の不動産流動化実績等が豊富である。

- ブリッジファンドが取得済みであり、将来リートが保有することを想定されている物件
- （対象施設）有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅
- 介護事業の運営
- 介護事業での不動産流動化経験

資産運用会社は、数多くのヘルスケア施設を新設し、運営してきた施設運営ノウハウを取り入れており、かつ、ヘルスケア施設に関する不動産流動化についても、投資側とオペレータ側の双方の立場で、実際の案件を通じた豊富な経験がある。

従って、オペレータと信頼関係を構築するための実務的な手法や、個別物件にかかるデューディリジェンス及びオペレータや施設運営にかかる業況把握、分析（モニタリング）において、よりの確で実態に応じた判断が可能になるものと考えられる。

上記の中から参考になる取組みを次章にて例示する。

#### 6.1.4 オペレータとの関係構築にかかる取組み（事例）

オペレータとの信頼関係構築等の観点から、情報共有の工夫点を例示する。

「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」において、オペレータとの間の円滑な情報共有のために、以下のような指針が示されている。

（抜粋）

オペレータ側にデータは存在するものの、体系立ててデータ整備がなされていない、又は適時の情報提供ができる体制にない、といった状況にある場合、運用会社がデータの整備や情報提供のための支援をしていくこと  
オペレータからの資料やデータの提出・入手等が困難な場合には、ヒアリングや現地閲覧等に対応するなど、オペレータの実情等に即した柔軟な対応を行うこと

モデル事業2においては、定期情報共有は簡易様式に基づいた必要最小限の内容とし、当該情報から想定される懸念事項等がもしあれば、ヒアリングによって確かめることで、オペレータ側の事務負担を極小化し、かつ包括的な情報共有ができるモニタリング体制づくりを行っている。

図 19 簡易帳票（月次報告）

<報告日>		2014/○/○				
月初入居室数		0室				
月内入居室数		0室				
月内退去室数		0室				
月末入居室数		0室				
月内入居者						
	性別	年齢	要介護度	入居一時金	入居プラン	ルート
1						
2						
3						
4						
5						
月内退去者						
	性別	年齢	要介護度	退去理由		
1						
2						
3						
4						
5						

※インシデントアクシデントレポート件数(行政報告)

この情報共有の仕組みは、平素から施設運営の現場を想定しておき、限られた情報から施設運営の問題点と経営に与える影響度を予測し、オペレータとの信頼関係の中で必要な確認ができる体制が構築されていることで、初めて機能するものと考えられる。

そういう意味で、モデル事業者2が保有するヘルスケア施設の運用ノウハウに基づいて、企画、運用が可能になっている。

## 6.2 モデル事業3：入居者等への説明等にかかる課題点と方策

### (1)入居者向け説明の概要

モデル案件3に含まれる4施設のうち1施設において、施設建物所有者の変更（元のオペレータから信託銀行へ）やオペレータの変更（元のオペレータから新オペレータへ）が行われたが、当該変更に伴って、入居者向けサービスや、入居者がオペレータと締結している賃貸借契約は、従前どおり変更されていない。

入居者に対する説明については、入居者が要介護状態の人を含む高齢者であること等を踏まえ、以下の項目に留意して、入居者やその家族を一同に集めた説明会を行った。

最低限必要な項目について確実に理解してもらったうえで、入居者の承諾等を得ること

入居者の不明点、質問等について理解してもらえるように柔軟に対応すること

上記変更について入居者が過度な不安を招かないよう、施設の運営は変わらない旨を説明すること

説明会においては、上記 について簡潔な書面を作成、上記 について新たなオペレータを紹介するパンフレットを作成し、それぞれ配布している。（別添資料5にサンプルを添付）

説明会においては、配布資料をもとに経緯や変更内容について説明した上で、質問事項があれば、説明会で具体的かつ柔軟に個別説明を行って、初期段階において入居者等の疑問点がなくなるよう、対応を行っている。

また、説明会の後、改めて質問を受けたり、入居者やその家族からの質問に対しては、必要に応じて個別に説明する形式をとることで、十分な説明ができるよう、配慮している。

### (2)入居者向け説明における現場のニーズと課題点

入居者向けの説明において、現場の実際からみた注意点としては、入居者に対して、一方的に不動産流動化スキームの内容を説明しても、かえって混乱を招くおそれがあることから、「入居者の権利やサービス内容についてどんな影響や変

化があるか」といった身近なテーマから簡潔な説明が必要ということである。

モデル事業者3が、過去の不動産流動化案件において入居者から質問を受けた項目には、以下のようなものがある。

なぜ不動産をリートに譲渡するのか。

なぜ資金を作ってまで経営規模を拡大するのか。

ヘルスケア施設の運営が堅調なら不動産を譲渡する必要はないはず、という心理から、オペレータの不動産譲渡の理由を問われたもの。

オペレータが倒産したらどうなるのか。

オペレータが倒産した場合、資産運用会社は責任をもって次のオペレータを探すと言うが、見つからなかったらどうするのか。

オペレータが倒産した場合、次のオペレータを探す義務はあるのか、探す責任はリート側にあるのか、オペレータにあるのか、その場合国は助けてくれるのか。

オペレータの信用不安が起こったとき、ヘルスケア施設の運営が継続されるかの不安について、関連する質問を受けたもの。

リートの会社の信頼性は確認できないのか。

リートの属性や信用等について質問を受けたもの。

また、ガイドラインにおいては、以下の通り考え方が示されている。

(ガイドラインより抜粋)

### (3) 利用者への配慮事項

資産運用会社は、リートの運用対象としてヘルスケア施設の取引を行う場合、利用者に不安を抱かせることのないよう、以下のa. からc. までの内容について、適切に対応することが望ましい。

#### a. ヘルスケアリートの仕組みの周知

オペレータが利用者にヘルスケアリートの仕組み(例えば、施設の大家はリートであり、施設のサービスはオペレータが提供していること、リートは運用対象施設を長期保有することが原則であること等)並びにリート等の実績及び取組み等を十分に周知させるよう、資産運用会社はオペレータに働きかけ、必要に応じて資産運用会社自らも利用者に周知活動を行うこと。

(一般社団法人投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」及び「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関するガイドライン」より抜粋)

(2)施設利用者に不安を惹起することがないようにするための情報提供等の対応

< 基本的な考え方、課題点 >

施設利用者において、

- 当該施設を安定的かつ継続的に利用できるか
- リート等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のではないか
- オペレータからリート等に支払う賃料が引き上げられ、施設利用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

等の懸念や不安を持つことが考えられる。

< 対応方針 >

以下に掲げる事項について、情報提供や説明をオペレータが施設利用者に行うよう運用会社から促すこと、及び運用会社自身がオペレータと協力して可能な限り施設利用者に情報提供や説明を行うことが考えられる。

リート等の仕組みや特徴、リート等、オペレータ、施設利用者の関係  
ヘルスケア施設の長期の安定した所有を目指すというリート等の投資方針と、当該方針の下で適切に建物等の維持管理を行うこと

施設転用の可能性が小さいこと

投資実績やスポンサーに関する情報

リート等が行う、オペレータのサービスの質に係るモニタリングの取組み等

上記のような個別具体的な説明内容について、利用者等からの照会に応じて個別に対応できるようにしておきつつ、想定される主な質問項目への対応は事前に準備しておくことが考えられる。

モデル事業3は、リート立上げ前の私募ファンドでの取得準備の段階にあるが、過去の説明した内容の記録が明確に残っておらず、今後、正確にわかりやすく説明を行っていくためにも、入居者向けの説明用ツールの作成が有用であると考えられる。

従って、その多くが後期高齢者<sup>36</sup>である入居者等にもわかりやすい説明資料を作成し、その実践方法を検討するとともに、一般向けに使用できるように、ひな型を開示することとした。

---

<sup>36</sup> 後期高齢者：「高齢者の医療の確保に関する法律」で規定している75歳以上の高齢者（65～74歳までは前期高齢者）のことを指す。なお、国連の世界保健機関（WHO）では、65歳以上の人のことを高齢者と定義しており、一般的な有料老人ホームの入居対象者の年齢は「60歳以上」または「65歳以上」となっている。

### (3)事例（サンプル）の作成

上記(1)の経験に基づき、以下の考え方に沿って、実際に入居者に説明することを想定したツールのサンプルを作成した。（別添資料6）

高齢者でも理解できるように汎用性をもたせたツールを作成する。成果物は、一般に配布、使用可能なツールとする。

主な読み手となる入居者は高齢者であり、個別具体的な状況に併せ、解り易く説明する必要があるため、対象施設の名称、運営方針やサービス内容等の個別事象を適宜記載して使用する想定とした。

利用者に説明するタイミングは、既に運営されている施設をリートが取得したケースがほとんどと想定されるため、「リートの施設取得時における入居者向け説明会」等で使用することを目途としている。

#### （主な説明内容）

施設をリートが保有することで、入居者に与える影響

大家が変わることについては、所有者変更に伴う同意を得るため、案内書面を手渡し、主な内容は説明用ツール（Q & A）と口頭にて説明する。

- 施設の所有者がリートになったことで入居者にとって何が変わるか
  - 施設の運営体制やサービスに変更はあるか
  - 入居者が締結している契約などに変更はあるか
  - 敷金や賃料支払い先など、施設との手続き面に変更はあるか
- どんなメリット、デメリットがあるか

説明用ツール（Q & A）と口頭にて説明する。

- リートには、入居者にとってどのようなメリットがあるか
- 不動産に関してリートが確認している内容は何か
- 施設の運営についてリートが確認している内容は何か
- リートは、高齢者向けの施設の運営に関する知見があるのか
- リートの指導で、将来、施設の運営会社が入替わったり、サービス内容が変更されることはないか
- リートが大家になることで施設の運営コストが上昇し、施設利用料が上がることはないか

リート、スキーム等、用語や事業目的の説明

説明用ツール（Q & A）と口頭にて説明する。

- リートとは何か
- 施設の運営者の経営状態に問題があるからリートを利用するのか



- なぜ施設を売却して資金を作り、経営拡大を図るのか
- 不動産会社や一般の大家から建物を借りるのと何が違うのか
- なぜ不動産を信託するのか
- 不動産を信託するとはどういうことを指すのか
- 信託銀行とは何か
- Jリートとは何か
- リートにはどのような種類があるか
- ヘルスケアリートとは何か
- リートはどのような関係者によって運用されているか

## 7. おわりに

国土交通省としては、ヘルスケアリートの設立やリートによる高齢者向けの施設・住宅の適正な取得・運用を促進するとともに、同施設・住宅の利用者の安定的な利用等に資するために、高齢者向け住宅等を対象とするリートに係るガイドラインの検討・整備を踏まえて、本モデル事業を実施した。

本モデル事業は、3つの事業者のご協力の下、今後ヘルスケアリートを立ち上げることを検討している事業者、あるいはリートの活用を検討しているオペレータ等の参考となるよう、特に2つの点、リートが高齢者向けの施設・住宅を取得する際のデューディリジェンス項目、リートとオペレータが締結する賃貸借契約書の主な内容、を成果として示すことを念頭に行った。

1点目のデューディリジェンス項目については、どの程度のデューディリジェンスを実施するかについては、個別案件の状況、オペレータの信頼性、及びオペレータとの関係性等により資産運用会社が入手できる情報等によって異なっており、3つの調査項目（対象施設の権利・物的状況の把握・確認、キャッシュフローの分析、事業評価）に関して、各項目で例示されている提供情報の項目や入手方法等、デューディリジェンスの事務手続きに違いが見られた。一方で、各々のモデル事業者が3つの調査項目について何らかの分析を行っていることは確認できた。

次に、賃貸借契約書の主な内容については、案件毎に利害関係者が協議して作成するため、基本的にオーダーメイドであり、契約書としての条文構成や、各条文における文章表現等は案件毎に異なっていることが一般的で、各モデル事業者が使用している賃貸借契約の記載ぶりにも差異が見られるものの、共通の項目として4項目（表明保証、報告、遵守事項、その他の特約事項）をピックアップし、各モデル事業者の記載内容につき比較・分析を行った。

ヘルスケアリートについては、平成26年度に高齢者向けの施設・住宅等に専門に投資するリートが2銘柄東京証券取引所に上場し、さらに専門リートの立ち上げを検討している資産運用会社も見られるほか、既存の総合型リートや私募リートも含め今後も取引が活発化していくことが予想される。

平成26年6月に当省から公表した「高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケ

アリオートの活用に係るガイドライン」とともに、本モデル事業の成果がヘルスケアアリオートに係る関係者に活用され、アリオートによる高齢者向けの施設・住宅の適正な取得・運用の促進、さらには同施設・住宅の利用者の安定的な利用等に資する一助となることを期待する。

最後に、各モデル事業者におかれては、業務多忙の中、本モデル事業に多大なご協力いただき、改めて感謝申し上げます。