

わが国における介護事業をめぐる M&A

Mergers and Acquisitions within the Care Industry in Japan

堀 田 真 理

1. はじめに
2. わが国における介護事業の現状
 - (1) 統計上から分かる介護業界の実態
 - (2) 介護事業が抱える問題
3. 介護業界における M&A の現状
 - (1) 介護業界におけるシェアと取り組み
 - (2) 介護業界における M&A の実際と今後
 - (3) 介護業界にかかわる M&A の特徴
4. M&A における価値の評価
 - (1) 適正な価値評価の必要性
 - (2) 中小規模の企業の事業承継と M&A
5. おわりに

1. はじめに

2018 年は、2 年ごとに見直される診療報酬改定の時期を迎える。これまで診療報酬の引き下げや、とりわけ 2012 年改定を機に、病院の機能分化と在宅医療重視の方向へと大きく転換を迫られ、医療機関をとりまく環境が厳しくなってきたことについては、度々にわたり言及してきた。介護医療型の医療施設廃止にともない、「介護医療院」や介護老人保健施設への転換の必要性なども含めて、一層の医療と介護の連携による、地域包括システムの必要性が強調されている中で、他方の介護報酬もまた、2018 年には、3 年に 1 度の改定の時期を迎える。

介護業界の動向については、これまでとりわけ焦点をあてて取り上げてきたわけではなかったが、医療と同様に、介護報酬の引き下げや介護保険制度の改正など、その影響は介護事業者にも影響を与えつつある。2015 年の介護保険制度の改正において、利用者負担割合の一部引き上げとともに、特別養護老人ホーム（特養）の入居基準が「要介護 3」以上に厳格化されるなど、利用者に与えた影響も大きい。2017 年 5 月の制度改正において、今後に向けては、さらなる利用者負担引き上げや、軽度の「要支援者」等に対する「生活援助サービス」を訪問介護から市町村事業へ移行することや、介護状態を改善させた自治体に財政的な支援を行なう、いわゆる「財政インセンティブ」の導入も大きな問題として議論されている。

一方、介護事業を提供する事業者にとっても、総量規制により、とりわけ小規模のデイサービスに与える影響は大きく、今後は小規模の介護事業者が単独で残ることは厳しい環境下にあるともいわれている。2000 年の介護保険制度の創設

以来、介護業界においては、サービス付き高齢者住宅（サ高住）やグループホーム、有料老人ホーム等への民間企業の参入が相次ぎ、そうした環境のもと、M&Aによる再編も多く見られるようになった。介護事業においては、民間企業が事業展開することも可能な点で医療機関とは大きく異なるが、こうした制度改正の影響を大きく受けて、2018年度の医療・介護の同時改定を目前に、今後はより一層、M&Aの活性化が見込まれる領域でもある。

本稿においては、介護業界において、今後、そうしたM&Aによる再編を考える必要性が問われている状況を鑑みて、介護業界の現状や、これまでのM&Aの状況について概観するとともに、M&Aにおける価値評価の観点についても検討を加えている。介護事業の多くは、中小規模の事業者から成り立っており、今後の厳しい状況下においては、介護事業に関して、後継者をめぐる問題、経営不振による事業譲渡の必要性など、中小企業におけるM&Aの問題として検討する必要があると考えられる。とりわけ、中小企業に焦点をあてて事業承継の問題をあつかった先行研究としては、中井（2008）・（2010）等がある。介護事業におけるM&Aは、民間企業の参入が多くみられる点で、一般企業のM&Aに近い部分も多いが、介護報酬の改定などの制度リスクの影響を受ける点で異なる部分もある。今後、M&Aの活性化が見込まれる状況にそなえて、再度、M&Aにおける適正な価値評価の観点から検討する必要があるように思われる。

本稿における構成は以下の通りである。まず、第2章において、厚生労働省の統計をもとに、介護分野の現状について概観するとともに、介護業界が抱える問題について触れる。第3章においては、介護業界におけるこれまでのM&Aの状況や特徴について整理する。次に第4章において、こうした現状を踏まえつつ、M&Aに関する価値評価の問題に関する先行研究を紹介し、今後に向けて検討する。最後に第5章において、本稿についてまとめる。

2. わが国における介護事業の現状

(1) 統計上から分かる介護業界の実態

以下では、介護にかかわる3つの統計資料を通じて、要点をまとめる。

まず、厚生労働省（2015）「平成27年度 介護保険事業報告（年報）のポイント」によると、介護保険制度の創設時（平成12年）において、要介護・要支援認定の合計は256万人、1か月平均でみた介護サービス受給者数は184万人、利用者負担分を除く給付費の年度累計額は3兆2427億円であった。これに対し、平成27年度でみると、要介護・要支援認定者数は606万人へと増加し、そのうち、要支援1～要介護2までの軽度認定者が65.3%を占めている。1か月平均でみた介護サービス受給者数は521万人へと増加し、利用者負担分を除く給付費の年度累計額は9兆0976億円の規模にのぼるという。利用者負担分も含めると、介護市場の規模は約10兆円近いことになる。

このうち、サービス別に要介護度に応じた構成割合についてみると、居宅介護（予防）サービスについては、「要介護1」の認定者の構成割合が22.9%と最も多く、要介護2まで含めた軽度認定者で約73%を占める。地域密着型介護（予防）

サービスについては、「要介護 2」の認定者の占める割合が 24.2%と最も多く、軽度の認定者割合は 44%、要介護 3 以上の重度認定者も 56%と、重度者の利用も多いことが分かる。最後に、施設サービスについては、3 施設（特養、介護老健、医療型療養）の合計でみて、「要介護 4」レベルの認定者の割合が 31.4%と最も多く、重度認定者で 82.9%を占めている。この施設サービスについては、要支援者は利用ができず、2015 年改正において、特養の入居条件も「要介護 3 以上」と厳格化され、介護老健も 3 ケ月以内の利用制限等があることから、結局のところ多くは民間の有料老人ホームの利用となる。なお、民間の有料老人ホームにも多様なタイプがあるが、介護保険制度上、「介護付き有料老人ホーム」は、開設に一定の介護水準を満たすための指定を受ける必要があり、その場合のみ、「特定施設入居者」としての区分で介護保険の適用となる。

民間による施設サービス（3 施設）への参入は認められていないため、民間企業の場合には、こうした有料老人ホームを開設して経営する場合が多い。厚生労働省（2015）「平成 27 年 社会福祉施設等調査の概況」⁽¹⁾によると、有料老人ホーム（サ高住を除く）は 10,651 施設であり、前年より 10.6%増加している。これらの入居率平均は 82.7%と、他の社会福祉施設の在居率が 90%超である状況を鑑みると、それほど高い数値ともいえない状況にある。有料老人ホームの経営主体別の構成割合をみると、上述の総施設数のうち、社会福祉法人が 5.3%、医療法人が 7.1%、会社等の営利法人が 83.5%となっており、ほとんどが、営利法人による民間経営であることが分かる。また、「職種別常勤換算従業員数」をみると、総数 138,452 人のうち、介護職員（85,818 人）が最も多く、保健師・看護師等（13,085 人）、調理員（9,071 人）、事務員（6,389 人）、サービス管理責任者（6,322 人）、生活指導・支援員等（5,614 人）、理学療法士や作業療法士等のセラピスト（1,274 人）等となっており、逆に常勤の医師はわずか 65 人である。

最後に、厚生労働省（2015）「平成 27 年 介護サービス施設・事業所調査の概況」⁽²⁾について取り上げてみたい。

まず、施設・事業所数に関して、最も多いのは、居宅サービスで、多い順に、通所介護（43,406）、訪問介護（34,823）、訪問看護（8,745）等となっている。ただし、前年比での増加率でみると、訪問看護ステーションは 10.7%増と多いものの、通所介護は 2.7%増、訪問介護は 4.6%増である。事業所としては多いものの、すでに出尽くした感がある。一方で、施設数としては少ないものの、地域密着型サービス事業所には多様なタイプがあり、増加率でみても、かなりの格差がみられる。施設・事業所数が多いのは、認知症対応型共同生活介護（12,983）、小規模多機能型居宅介護⁽³⁾、認知症対応型通所介護（4,308）、地域密着型介護老人福祉施設⁽⁴⁾（1,901）等であるが、認知症型通所介護は 1.3%増、認知症対応型生活共同介護は 3.9%増と少なく、すでに多くの事業所が参入してサービス展開をしていることがうかがわれる。その他、事業所数としては少ないが、定期巡回・随時対応型訪問介護看護⁽⁵⁾（616）は、30.8%と高い増加率にあり、直近の改正で導入された看護小規模多機能型居宅介護⁽⁶⁾（250）に至っては、52.4%という増加率である。利用者側の利用ニーズ⁽⁷⁾からしても、最近では、こうした地域密着型サービ

スに対する需要が大きい傾向にあるが、施設数が少ないこと、1 月について定額であることから、質の低下につながりかねない可能性も懸念される。また、訪問介護の具体的なサービス内容に関しては、「掃除、洗濯、調理」等の生活援助サービス利用を軽度の要介護者が 6 割以上占めており、この点は制度改正の論点ともなっているところである。利用者の需要はあるものの、保険サービスとしての報酬単価が引き下げられるのであるならば、自費サービスの拡大や事業者側のサービス提供に対する工夫が求められてくる。

次に施設・事業所の経営主体の形態については、特養に関わる介護サービスは、社会福祉法人が 80～90%超であるものの、通所リハビリテーション、介護老健、医療型の介護療養施設、介護付き有料老人ホームでのショートステイ（特定施設入居者生活介護）等は、医療法人が 75%～85%を占めており、こうしたサービス以外については、民間の営利法人が最も高い比率を占めている。このように、実際の統計上も、民間の介護サービスへの参入が大きいことが分かる。

さらに、1 施設・事業所あたりでみた常勤換算従事者数の集計結果からは、訪問系においても施設系のサービスにおいても、介護職員がほとんどを占めており、リハビリに関する機能訓練指導員やセラピスト、看護師等の専門的な職種も少ない。医師に至っては、ほぼゼロに近く、前述の「有料老人ホーム」の場合と、ほぼ同じような傾向が見られる。介護施設において、医師がほとんど常駐していないことは、必要な処置がその場ではすぐには出来ないという状況にもつながりかねない。介護職員についても、「介護福祉士」などの有資格者や、高度な実務経験をもった介護職員は少なく、こうした点が、介護現場の抱える問題点につながっているともいえるのではないだろうか。

(2) 介護事業が抱える問題

介護産業は、介護保険制度の創設以来、成長産業として注目されてきた。その結果が、前項でも明らかであったように、民間企業による多くの参入でもあった。しかしながら、いまや現実には、介護報酬の引き下げや人出不足、後述のように参入企業の倒産増加や再編など、介護業界の抱える課題は多く存在しており、日本医療企画（2016）によれば「介護崩壊の危機」ともいわれ始めている現状がみられるという。同資料では、「介護現場の問題点」として、「介護労働実態調査 2014 年度」（公益財団法人介護労働安定センター）をもとに、次のような点を指摘している。まず、介護職員からみた「労働条件の悩み、不安、不満等（複数回答）」として、多い内容の順に、人手不足、賃金の低さ、身体的負担の大きさ、夜間の時間帯の不安等が挙げられており、施設サービスほど、その割合は大きいという。指定介護サービスの提供にかかわる書類作成やその管理にも時間を要することや、入居者の安全管理を 24 時間行なうためのシステム導入には、多額の設備投資が必要となり、中小の事業所では難しいという。また、賃金が低いことへの対応として、介護報酬が下がり続ける中^⑧で、「介護職員処遇改善加算」^⑨も十分には機能していないのが現実であり、後述のように、こうした加算と相まって、人材育成の尽力により効果が出ている事業所もある一方で、困難な状況が続いている所

もある。また、「介護サービス事業を運営する上での問題点」としては、良質な人材の確保が難しいことや、人材確保のための賃金が支払えず、経営的な資金に余裕がない点が挙げられている。書類作成の煩雑さや設備投資資金の確保、人材確保、介護報酬における加算の問題など、多くは医療機関において、すでに明らかになっていた課題とも類似するところが見られる。介護報酬についても、診療報酬と同様に、介護事業者に対する政策的な誘導の側面が存在している。診療報酬に比べると、その加算の種類や報酬体系は単純化されているものの、基本報酬の相次ぐ引き下げなど、最近の介護事業者の安易な参入の状況を見据えたものであるようにも思われる。馬場（2016）によれば、この他にも、加算として、中重度、認知症、多職種連携等にかかわる加算や、地域包括ケアに対する取り組みを評価する加算を取得できない限り、介護報酬のみでの事業継続は困難な状況であるという。加算の算定要件として、「構造」（利用者の要介護度、認知症の区分、人材の資格や経験等）、「過程」（会議や研修の実施）、さらに「成果」（要介護度の改善や在宅への移行度）などが求められることも、医療の場合と同様の仕組みであるが、介護の場合には、とりわけ「成果」について、アウトプットを重視して要介護度が下がれば、事業者にとっての報酬も逆に下がるという「ジレンマ」が存在している。こうした「ジレンマ」の存在が、より事業者にとっては収益の増加につなげにくい状況を生んでいる点も、経営の難しさでもある。

3. 介護業界における M&A の現状

(1) 介護業界におけるシェアと取り組み

前節までにおいて、わが国における介護事業が今後も厳しい環境のもと、一層の再編の可能性が残されているとともに、経営主体の多くは民間企業による参入であり、各企業においても、様々な工夫が求められてくる可能性について述べた。

以下の表は、日本医療企画（2017）をもとに、「介護業界における主な上場企業の業績一覧」についてまとめるとともに、各企業の特徴的な点について整理したものである（いずれも介護関連部門に限る）。

図表 1 介護業界における主な企業の業績と特徴 （百万円）

企業名	売上高	営業損益	特徴
1. ニチイ学館	143,788	11,048	<ul style="list-style-type: none"> ・総合的な介護サービスの提供 ・居住系介護サービス増加 ・中国への進出による介護モデルの輸出
2. SOMPO ホールディングス	119,155	▲6,847	<ul style="list-style-type: none"> ・2016年3月に業界3位の「メッセージ」を買収 ・定期巡回・随時対応型訪問看護の利益大 ・社員教育として企業内大学を開設
3. ベネッセ	103,090	8,186	<ul style="list-style-type: none"> ・業界2位から3位へ ・高齢者向けホームや住宅数を拡大

4. ツクイ	73,295	3,798	<ul style="list-style-type: none"> ・デイサービスは業界1位 ・デイサービスにおける加算率をアップ ・有料老人ホームやサ高住も開設
5. セコム	66,839	4,600	<ul style="list-style-type: none"> ・在宅医療中心、訪問看護ステーション ・新たにインドの総合病院事業を加える
6. ユニマット・リタイアメント・コミュニティ	44,243	2,114	<ul style="list-style-type: none"> ・新規開設と統廃合 ・高齢者住宅
7. セントケア・ホールディングス	37,088	1,901	<ul style="list-style-type: none"> ・「ずっとお家プロジェクト」で在宅支援中心のサービス ・医療との連携重視、訪問看護、看護小規模多機能型等、地域密着型サービス重視
8. 総合警備保障 (ALSOK)	24,921	▲354	<ul style="list-style-type: none"> ・HCM、ウィズネット等の子会社化 ・高齢者住宅
9. ケア 21	22,568	782	<ul style="list-style-type: none"> ・社内求職者紹介制度により雇用安定化
10. シップスケアホールディングス	21,167	634	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーンライフ（大阪）とグリーンライフ東日本（東京）で有料老人ホーム展開 ・全国施設の一体型経営 ・不採算デイサービスの閉鎖

（出所）日本医療企画（2017）「主な上場企業の2017年3月期決算」をもとに作成。

以下、主な企業としては、学研ホールディングス、日本ケアサプライ、ウチヤマホールディングス、ソラスト、シダー、ロングライフホールディングス等が続いている。SOMPOやベネッセ、セコム、総合警備保障、学研等は、異業種からの参入である。大手企業の売上規模も10兆円近い介護市場においては、それほど大きいわけでもなく、3位のベネッセ以降は、シェアも小さいことは明らかであり、残りの多くは地域の中小事業者である。SOMPOや総合警備保障、シップスケア、ソラストなど、比較的M&Aに積極的である一方で、ツクイやセコムなど、M&Aには消極的で必要に応じての検討という立場をとる企業もある。日本医療企画（2017）によると、M&Aに関する影響については、赤字会社や収益の低い会社を子会社化したり、拠点を拡大したものの新規の先行投資を回収できなかったり、売却ができない事業所等も増えており、「M&Aは確実に収益が見込まれるところに限られてきている（前掲資料、P4）」との指摘もある。図表1に示した多くの企業において、居宅系サービスでの入居率の上昇や、運営体制・人事制度等の適正化によるコスト削減、人材確保や育成の問題に対応すべく社内教育制度の拡充や、中重症者への対応、認知症の要介護者受け入れ等、サービスを充実させて介護報酬加算の算定等を取り入れることで、利益増加につなげていると

いう。今後もそうした各企業なりの工夫がより求められることになる。

(2) 介護業界におけるM&Aの実際と今後

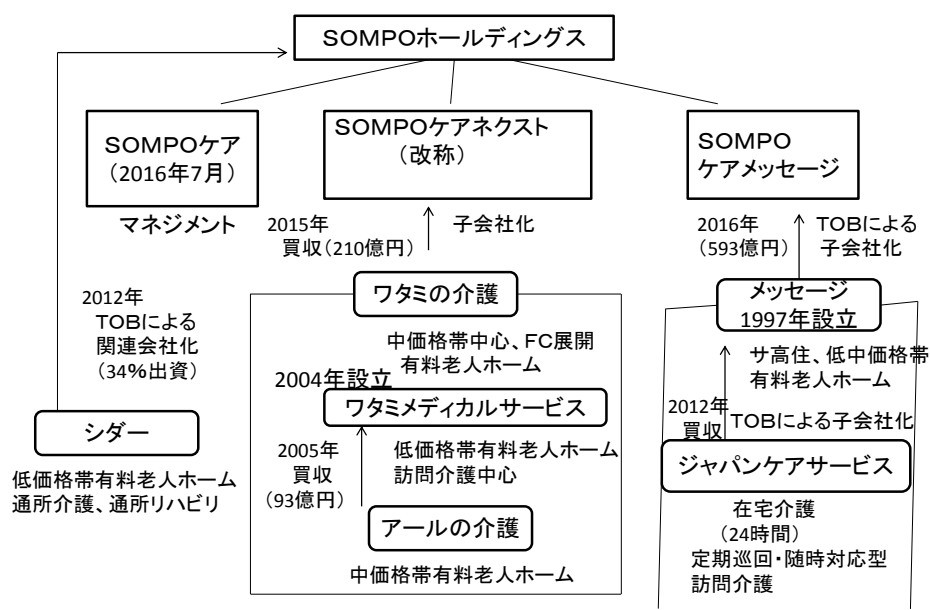
介護業界において、民間企業のM&Aによる再編が進んでいることについては、これまでも触れてきたが、吉富・池田（2011）によると、こうした介護業界におけるM&Aは、1997年にすでに4件みられ、2000年の介護保険制度創設を機に22件となり、2008年には過去最大の44件まで増えたものの、2010年には16件に減っているという。前項において、介護業界の主な上場企業について、その現状を整理したが、1例として、異業種からの参入でもあり、業界2位でもある「SOMPOホールディングス」について取り上げ、これまでのM&Aがおこなわれた状況について示したものが、図表2である。この例では、介護を中心に当初開設されていた事業所等で買収済みであった所を、異業種がさらに買収し、子会社化や関連会社化するとともに、買収や合併などのM&Aが繰り返され、TOBなどといった、民間の株式会社特有の手法も利用され、より複雑化していることがわかる。こうしたM&Aの繰り返しによって、サービスの提供の幅が拡大し、差別化をめざすことが可能となる。

介護業界においては、とりわけ中小規模の事業所も多いことから、三宅（2015）は、むしろM&Aにより、大企業の傘下となることで、設備投資の拡大やサービスの充実化などが期待できると指摘する。また、今市（2015）は、訪問介護や通所介護（デイサービス）にかかわる利益率と事業規模の関係について、「利用者が多いほど、利益率が高くなる傾向にあり、しかも利用者の増減は事業規模による」ことから、「介護業界であっても規模のメリットが存在する（今市（2015）、P8）」という興味深い結論を示している。今後、こうした在宅サービスに関わる介護報酬が一層引き下げられる方向にあり、中小規模の事業所は厳しい状況を迎えることになるが、こうした結論は、三宅（2015）の指摘と同様に、大企業の傘下となることでM&Aによる再編が進む可能性を示している。

一方で、最近では、人手不足と介護報酬の引き下げにより、新規参入に消極的な企業も増えているという（日経流通新聞2016年11月21日）。東京商工リサーチの調べによると、2013年に3,796件であった新設法人数が、2016年1月～6月において1,483社へと減っており、とりわけ、認知症向けのグループホームやデイサービスにおいて、その減少が目立つという。この現状は、統計上からも、明らかになっていた状況でもある。週刊ダイヤモンド（2017）においては、多くの中小事業者にとって単独での経営は難しく、今後は、参入が止まり、大企業を中心とした再編が起きる可能性について指摘している。大企業の再編になれば、介護部門だけの事業譲渡につながるケースもあり得るであろう。

実際に、東京商工リサーチによると、2016年の倒産件数は過去最多の108件となり⁽¹⁰⁾、倒産した事業者は、従業員5人未満が73.1%、設立5年以内が50%を占め、小規模事業者の倒産が目立ったという。介護報酬の引き下げに加え、資金的な制約、経営不振などの理由により、「事業消滅型の破産」が104件と、ほとんどを占めていた。このように、介護業界においては、今後も制度リスクのもと、

様々な M&A による再編が続くことが予想される。



（出所）加藤（2016）をもとに作成。

図表 2 M&A による再編の事例（SOMPO ホールディングス）

（3）介護業界にかかわる M&A の特徴

前項までにおいて、実際の異業種参入の事例を示しつつ、介護事業における M&A の現状について概観してきた。谷口・今市（2015）においては、医療にかかわる M&A と比較しつつ、介護業界にかかわる M&A の特徴について、以下のよう指摘して整理している。

まず、介護事業において、M&A がおこなわれる目的については、多様化しており、「後継者の不在」、「事業再生」、「選択と集中」、「パートナーシップ」の4つを挙げている。介護保険制度の創設時に事業を始めた経営者が後継者を探す時期にかかってきており、介護以外の事業で資金を確保してきたケースも多いという。

「後継者不在」の目的は、医療機関においても事業承継の大きな理由の1つとなっている。「事業再生」や「選択と集中」は、有料老人ホームを中心に事業展開してきたケースが多く、他との競争に勝てずに経営不振になった場合や、介護報酬の引き下げと人材不足等により、介護事業から撤退する場合である。特徴的なのは、最後の「パートナーシップ」である。介護事業で成功はしているものの、大企業の傘下で効率的な経営をおこなうために事業譲渡するケースであり、今後は中小規模の介護事業を中心に、増えていく可能性もあるのではないだろうか。

M&A のメリットについて、谷口・今市（2015）では、規模拡大・人材確保・効率的経営といった点を挙げている。規模拡大が、利用者の増加による利益率を

高めることにつながる可能性については既述の通りであるが、M&A を通じて、すでに開設済みの既存施設や設備を引き継ぐことで、人材の確保や入居費の適正化につなげることができるという。医療分野とは異なり、介護事業のほとんどの経営主体は民間企業であり、さまざまな業種の参入も可能であること、M&A の手法としても、一般企業の M&A と同様に、多様な方法が利用できる点は、大きなメリットともいえるであろう。

2000 年当初からの成長局面においては、在宅系のサービスから始まり、参入企業も多く、M&A に対するニーズもしだいに増加して、「買い手優位」の市場であったという。しかしながら、2015 年あたりを頂点に、しだいに市場が成熟局面に入ってくると、参入企業も減少し、M&A に対するニーズも減少していき、規模と既得権の点で施設系サービスにおいて「売り手優位」の状況に変化していくと指摘する。こうした「売り手優位」の状況になってくると、高く評価されやすい売り手企業の価値評価を、どのように適正に見積もるのかといった、次章で検討するような点が求められると考えられる。

とりわけ、今後は、小規模のデイサービスを中心に単独での経営が困難になる可能性については、これまでも指摘してきたが、谷口・今市（2015）は、制度リスクの存在とも相まって、「体力のないところは自然と淘汰され、医療以上に集約化が進んでいく（p6）」と見据えている。従来型の事業モデルでは通用しなくなっていくものの、今後は、介護保険の制度内だけに限らず、その枠を越えた制度に頼らない事業を展開できる企業が残っていく可能性を指摘しており、廃業や撤退も増える一方、M&A による再編が拡大する余地も、いまだ介護業界においては残されているのではないだろうか。

4. M&A における価値の評価

(1) 適正な価値評価の必要性

介護業界における M&A に関して、今後「売り手優位」となっていく状況のもと、砂川（2011）は、M&A が失敗におわる原因の 1 つとして、買収価格が高すぎることを、すなわち、適正な企業価値評価の必要性について指摘している。砂川（2011）は、「M&A を経営戦略の重要な手段（p49）」と位置づけ、DCF 法を前提に⁽¹¹⁾、その正しい評価と予測に成功した企業こそが M&A によって価値を向上させることができるとする。

一般に、M&A における企業価値の評価方法は 3 つあるとされている。すなわち、貸借対照表上の純資産額をベースにした「コストアプローチ」、将来の収益予測による「インカムアプローチ」、類似会社等の株式市場での価値をもとにする「マーケットアプローチ」の 3 つであり、医療機関の場合には、非営利組織であることから、マーケットアプローチの適用は出来ないものの、その他のケースでは、これらの組み合わせによって評価される。

永井（2013）によると、「実務では、コストアプローチの時価純資産法とマーケットアプローチの株価倍率法⁽¹²⁾を組み合わせる場合が多い（p.56）」としている。ただし、未上場企業の株式譲渡による M&A については、「資産・負債を時価評価

後、同様の類型サービスを提供している上場企業と比較して株式評価額を決める（永井（2013），p.56）」と指摘する。実際に永井（2013）においては、2013 年 10 月時点での介護関連上場企業 12 社の業績データをもとに、この株価倍率を提示しており、その結果について、「介護事業者は全般的にこの数値が高くなって値上がりしており、買収後の回収期間が長期化している（永井（2013），p.57）」と指摘している。図表 1 において 2017 年度の主な企業の一覧を示したが、2013 年度の調査結果によると 12 社の平均倍率は 7.7 であり、高い順に、やまねメディカル（21.4）、シダー（11.3）、メッセージ（8.4）、ケア 21（8.1）等であり、逆に低い順に、ケアサービス（2.7）、光ハイツ・ヴェラス（2.9）、ケアサプライ（3.5）、ツクイ（6.1）等であるという。これらのうち、シダーとメッセージは実際にも SOMPO ホールディングスの傘下に入っているものの、これら以外は現在も買収されていない企業である。やまねメディカルと一方のケアサービスとは、倍率からみれば逆の関係にあるものの、どちらも売上高規模としては、ほぼ同規模で小さく、2017 年はどちらも減益である。したがって、こうした実務的な方法が、必ずしも適正な価値評価といえるのかどうかは疑問である。

砂川（2011）では、DCF 法の妥当性について言及した上で、FCF（フリーキャッシュフロー）の妥当な予測可能期間について、「投下資本の 1/2 を回収できる期間（p.49）」とするならば、リスクの程度に応じて割引率は変化し、その予測期間は短くなると指摘している。こうした DCF 法の適用について、介護業界の場合はどうなのであろうか。民間の新規参入や異業種の参入など、とりわけ介護分野に関する制度的な理解が乏しいもとでの、FCF の正確な予測は難しい。また介護報酬も 3 年ごとに改定される等、制度リスクの影響は大きく、予測期間の目標値としてもせいぜい 4～5 年程度が限度ではないだろうか。それだけ、ハイリスクな業界であることになる。こうしたもとで、適正な買収価格の算定が理論的に可能であるのか、多くの買収を繰り返し経験している介護事業も存在するものの、今後も続くであろう M&A としては再度、慎重に検討していく必要がある。

岩田（2008）は、事業譲渡型の M&A も増えている一方で、最近の医療や介護分野においては、経営破綻による救済型 M&A も見られる点に注目している。砂川（2011）の指摘のように、DCF 法が妥当な評価方法であるとしても、健全な企業の場合とは異なり、「その評価には経営破綻の度合いに応じた対応（岩田（2008），p.6）」が必要であるという。マーケットアプローチも、例外的に同種の企業の経営破綻が続くようなケースでは適用されることもあるものの、破綻企業の場合には、正常な株価等が示されないため難しい。また DCF 法についても、経営の安定性がないため、経営者の交代や業績回復後を見込んでの FCF 予測、清算や売却を考慮に入れた将来の FCF の調整等が必要になるという。結果として、経営破綻企業の場合には、こうした不確実な予測に基づく評価よりも、資産額などによる価値算定が現実的な実態に即した方法になると指摘する。いずれにしても、「経営破綻企業の企業価値評価は健全企業の企業価値に比べ複雑で理論的に明解には説明できないことが多い（岩田（2008），p.8）」と結論づけている⁽¹³⁾。

しかしながら、既述のように、すでに介護業界においては、経営不振による倒

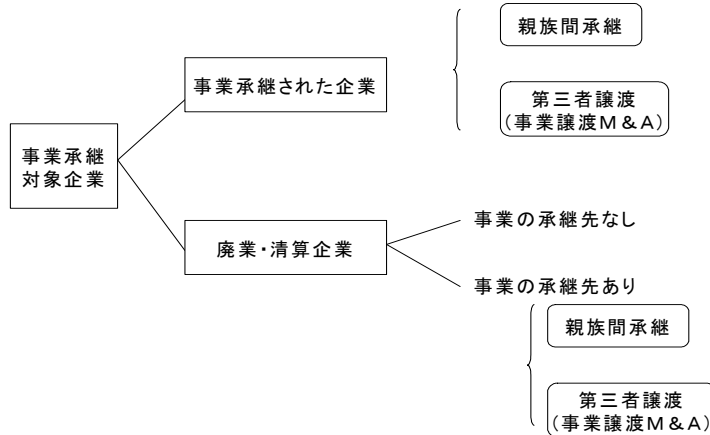
産数の増加など、今後はこうした救済型 M&A に頼るケースも増えてくる可能性もある中で、廃業か M&A による事業承継か、その的確な判断が求められる。

(2) 中小規模の企業の事業承継と M&A

医療や介護分野において、今後、ますます再編が進んでいく可能性については、既に述べたが、とりわけ介護業界においては、積極的に M&A を展開する大企業が存在する一方で、小規模事業者にとっては、厳しい環境のもと、現実にも廃業となるケースが増えていることが明らかとなってきた。介護業界における M&A の特徴として指摘されていたように、最近では、「後継者の不在」といった問題に限らず、「事業からの撤退」や「パートナーシップ」といった理由で事業譲渡が行なわれるケースも見られるものの、「経営不振」を理由に廃業や救済型 M&A に至る場合まで、様々である。中井（2010）においては、小規模企業が事業承継を行なうか、あるいは廃業や清算に至るか、という意味決定に影響を与える要因について、「企業価値という分析視角を取り入れることによって明らかにしている（中井（2010），P.6）」。従来、小規模企業の事業承継は、「親族間承継」が一般的であったものの、最近では、後継者がいてもその事業を承継するとも限らず、後継者不在の場合も見られる。結果として廃業にいたる場合も多いが、そうした状況を回避する選択肢の 1 つとして、「事業譲渡型 M&A」が考えられると指摘する。

このような状況をもとに、中井（2010）においては、中小企業基盤整備機構が 2003 年 11 月に実施した「小規模企業経営者の引退に関する実態調査」に基づき、実証的な観点からの検討をおこなっている。中井（2010）の想定する状況は、図表 3 のように示される。非公開企業が多い小規模企業において、事業承継に至る決定要因と、その際における M&A の価値算定根拠はどのような点にあるのか、また第三者への事業譲渡であれば、高い企業価値が求められるのに対して、これまで、とりわけ親族間承継においては、相続税対策として資産評価を引き下げる傾向がみられ、企業価値の適正な評価とは無関係に低い価値評価がなされてきた点に鑑みて、その決定要因を明らかにしている。

中井（2010）の分析結果によると、結論として、まず、事業承継か廃業かの決定要因については、資産価値よりも収益性による価値が重視され、収益性の高い企業のほうが事業承継の可能性が高いことが示されている。また、第三者への事業譲渡か親族間承継かについては、事業譲渡の場合には同様に収益性の観点が決定要因となるのに対して、親族間承継においては、超過収益力につながるような経営上の強みとは別に、負債の存在と従業員規模が小さいこと、そして経営者の在任期間が長いこと等を決定要因として挙げており、相続税対策を見据えた価値低下とは別であることを示している。



(出所) 中井(2010),p.48より抜粋して作成。

図表 3 事業承継対象企業の承継先

中井(2008)においては、すでに同様の調査結果を用いて、事業承継か廃業かの決定要因が「資産価値に関する変数よりも収益価値に関する変数での有意さが認められる(p85)」ことを明らかにしており、企業価値の高い企業が事業承継されるのであれば、「その際に求められる企業価値の評価は収益価値にもとづいておこなわれる方が、妥当性があると解釈できる(中井(2008), p.85)と指摘していた。今後、事業譲渡型 M&A の案件が増えていくとするならば、収益還元法による評価方法を取り入れるべきであるとして、適正な価値評価に関して、砂川(2011)に近い内容を提示している。しかしながら、そのためには、将来の収益予測が重要であり、中小企業の場合には、業績が不安定であることに加え、事業譲渡後のビジネスモデルとは異なる等、その予測が困難である点についても言及している。今後の介護業界における M&A においても、制度リスクゆえの収益予測は難しく、こうした M&A が今後も拡大していく余地はあるものの、そうした点を考慮しての検討が一層、必要となってくる。

5. おわりに

本稿においては、介護事業に焦点をあてて、介護業界をめぐる M&A の現状について概観するとともに、中井(2010)や砂川(2011)等をもとに、適正な企業価値評価の問題についても触れてきた。介護報酬には、そもそも要介護度が改善すると事業体の報酬額が下がるという「ジレンマ」が存在していたものの、今後の報酬改定において、この点が見直され、成果を上げた事業所への報酬を増やす一方で、自立支援に消極的なデイサービス等の報酬を引き下げる方向性を打ち出したという(毎日新聞、2017年8月24日, p.6)。医療における成果主義が介護業界にも採り入れられることになるわけであるが、こうした方向性は、一方では収益拡大につながる企業と、経営不振により淘汰される事業とを分けることになり、介護業界においては、事業譲渡型 M&A や救済型 M&A、あるいは廃業など、

より今後も再編が進むものと考えられる。

2018 年は、介護と医療の同時報酬改定を迎えることになるが、医療の分野においても、常に制度リスクの影響を受ける点では同様であり、非営利組織ゆえに適用できる M&A の手法に相違はあるものの、診療報酬の引き下げや人材確保の問題、さらには病床機能の分化等の課題を抱え、選択と集中による集約化や再編の動きが見られている。長・今市他 (2017) は、最近の特徴として、人材不足から、医療法人における介護事業の切り離し案件が増えており、介護事業の譲渡が多くなっていると指摘する。こうした状況のもと、業態の異なる 3 病院を統合再編し、一般財団法人へと組織変更することで、地域完結型医療をめざす新たな存在として注目されたのが、「とちぎメディカルセンター」である。急性期病院の新築移転、栃木地区には少なかった回復期や療養期の病床をもつ多機能病院、介護保健施設や訪問看護ステーション、健診センターなど、介護や高齢者福祉の役割を担う複合的施設へと再編した。経営状況は改善しているものの、人材不足や市民の理解など、いまだ課題は多いという (日本経済新聞、2017 年 4 月 29 日)。こうした医療機関に関する再編については、稿を改めて論ずることにしたいが、中井 (2010) が指摘していたように、中小規模の企業をめぐる事業譲渡には、収益性の観点からの価値評価が重視される。介護事業の場合には、医療とは異なり、民間の参入がほとんどであった点からも、一層、そうした視点が求められてくるであろう。しかしながら、医療と同様、制度リスクの存在ゆえに、将来の収益予測にもとづく価値評価には慎重に対応すべきであり、民間ゆえの安易な参入や譲渡、廃業につながる可能性も懸念されるところである。

小松 (2017) は、介護事業について、「株主への配当を重視する一般企業と、患者や利用者の満足度を高めることが第一にある医療とは考え方が違う (p.12)」と指摘している。有料老人ホームなど、介護を中心とする施設においてさえ、常勤のほとんどは介護職員に限られ、医師や看護師等の存在が不足している状況下においては、必要な時に適切な処置が迅速に行なわれるとも限られず、介護は医療とは異なるものである。昨今の診療報酬改定において、在宅医療を推進する方向性が示され、通院困難な患者に対する「在宅訪問診療料」に高い評価が与えられたものの、その後、有料老人ホームなど同一建物を中心に頻回の訪問診療等による不適切な事例が多くみられ、改定によって、そうした報酬額が大幅に引き下げられた。これにより、訪問診療をとりやめる医療機関が増えるなど、さらなる見直しや検討がなされてきている。サ高住やグループホームなど、介護サービスの提供も様々な形態が現れている現状において、介護と医療の連携が可能か、といえば、いまだそのつながりが持ちにくい状況にあるように思われる。

「かかりつけ医」という定義さえ曖昧な中で、長年にわたり主治医として在宅医療にも尽力してきたものの、ある時、突然、患者の施設への入居が決まり、経営主体である介護会社の指定する医療機関との関わりが中心へと変わる。家族の負担も大きかったであろうが、患者にとっても主治医としても、無念な介護・在宅医療の現実ともいえるのではないだろうか。

【注】

- (1) 全国の老人福祉施設、障害者支援施設、児童福祉施設等、126,426 施設・事業所における平成 27 年 10 月 1 日現在の状況についての調査結果のうち、活動中の施設等について集計した統計である。
- (2) 介護保険制度における全ての施設・事業所のうち、平成 27 年 10 月 1 日現在、活動中の延べ 369,292 施設に関する、介護サービス利用者数やサービス提供内容、職員の配置状況についての集計結果をまとめたものである。
- (3) 1 つの事業所において、通所介護、訪問介護、短期入所（ショートステイ）の 3 つのサービス提供を組み合わせたもの。
- (4) 特養での生活介護であるが、定員 29 名以下と小規模の場合に限定されている。
- (5) 定期的な巡回訪問のほか、通報を受けての介護福祉士や看護師等による居宅での介護や看護サービスである。
- (6) 1 つの事業所において、通所介護、訪問介護、短期入所（ショートステイ）、訪問看護の 4 つのサービス提供を組み合わせたもの。
- (7) 具体的な利用回数等についての詳細は、統計資料を参照のこと。
- (8) 週刊ダイヤモンド（2017）によると、介護報酬改定の推移は、2006 年に－2.4%、2009 年には＋3.0%となったものの、その後の 2012 年には実質－0.8%、2015 年改定では、実質－4.48%であったという。
- (9) 介護職員の賃金引き上げなど、処遇改善を実施していることを都道府県知事に届出をおこなった事業所が、介護サービスを提供した場合に、報酬に加算がなされる。その程度により、区分が分けられている。
- (10) 業種別では、「訪問介護」が最多で 48 件、「通所・短期入所介護」が 38 件、「有料老人ホーム」が 11 件であったという。
- (11) 砂川（2011）によると、2008 年にカネボウ株式の買収価格に関する訴訟において、東京地裁の判例において、DCF 法の妥当性が実際にも認められているという。
- (12) 永井（2013）によると、株価倍率法における倍率は、買収資金の回収年数を示すものであり、具体的には企業価値、すなわち、買収に必要な資金額にあたる EV(Enterprise Value)を EBITDA(Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)、すなわち事業活動から生み出されるキャッシュフローで割った値である。実務上は、便宜的に $EV = \text{株式時価総額} + \text{有利子負債} - \text{現預金}$ 、近似的に $EBITDA = \text{営業利益} + \text{減価償却費}$ が用いられるという。
- (13) 岩田（2008）は、経営破綻の度合いに応じて、コストアプローチの比重→インカムアプローチの比重→マーケットアプローチの比重というように、比重を変えて組み合わせて評価する方法を提示している。

【参考文献】

- 砂川伸幸（2011）.「企業価値評価と M&A:ファイナンス理論の貢献と FCF の予測期間」『MARR』201,レコフデータ, 47-49.
- 今市遼佑（2015）.「業界再編が幕開けへ 介護報酬改定が再編のトリガーを」『医療タイムズ』2210, 7-8.

- 岩田知孝 (2008). 「経営破綻企業の企業価値評価」『M&A Review』22(4), 6-10.
- 加藤美幸 (2016). 「M&Aによる規模拡大、異業種からの参入が継続」『MARR』259, レコフデータ, 90-95.
- 厚生労働省 (2015). 「平成 27 年介護サービス施設・事業所調査の概況」.
- 厚生労働省 (2015). 「平成 27 年介護保険事業状況報告 (年報) のポイント」.
- 厚生労働省 (2015). 「平成 27 年社会福祉施設等調査の概況」.
- 小松淳 (2017). 「今、変わりつつある介護業界」『H&F』25, 日本医療企画, 12.
- ダイヤモンド社 (2017). 「制度改悪に備える家族の介護」『週刊ダイヤモンド』105(31), ダイヤモンド社, 32-77.
- 谷口慎太郎・今市遼佑 (2015). 「活発に進む医療・介護 M&A、その現状と未来予想図」『H&F』4, 日本医療企画, 6-9.
- 長英一郎・今市遼佑・成田勝 (2017). 「今、変わりつつある介護業界」『H&F』25, 日本医療企画, 6-9.
- 中井透 (2008). 「中小企業の事業譲渡型 M&A」『京都マネジメントレビュー』14, 75-88.
- 中井透 (2010). 「小規模企業における事業承継の決定要因」『日本経営診断学会論集』9(0), 46-52.
- 永井学 (2013). 「活況を呈する介護 M&A の背景」『NIKKEI Healthcare』289, 日経 BP 社, 55-60.
- 日本医療企画 (2016). 「介護現場が抱える問題の本質」『H&F』5, 12-19.
- 日本医療企画 (2017). 「知っておきたい介護業界勢力図 2017 (介護業界主な上場企業の業績一覧)」『H&F』18, 日本医療企画, 4-5.
- 馬場博 (2016). 「施設長のアキレス腱」『H&F』5, 日本医療企画, 24-25.
- 三宅卓 (2015). 「介護単体の事業者は全て M&A の対象に」『医療タイムズ』2216, 21-23.
- 吉富優子・池田耕造 (2011). 「拡大する介護市場と M&A 戦略」『MARR』198, レコフデータ, 10-19.
- 日経流通新聞 (2016). 「介護事業参入 3 年連続減」『日経流通新聞』2016 年 11 月 21 日, 朝刊, 1.
- 日本経済新聞 (2017). 「栃木の 3 病院再編 1 年、役割分担 なお時間」『日本経済新聞 (地方経済面 北関東)』2017 年 4 月 29 日, 朝刊, 41.
- 毎日新聞 (2017). 「自立支援介護重点化へ 報酬改定 事業者の対応促す」『毎日新聞』2017 年 8 月 24 日, 朝刊, 6.
- 東京商工リサーチ (2016). 「2016 年老人福祉・介護事業の倒産状況」http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20170111_01.html (2017 年 8 月 21 日参照).

(2017 年 9 月 8 日受理)