

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-003

事業再生に関するケーススタディ：
日東興業

東京大学大学院経済学研究科
柳川 範之
大木 良子

2004 年 4 月

❁ 現在、CARF は第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

事業再生に関するケーススタディ：日東興業*

2004年4月

柳川 範之

東京大学大学院経済学研究科

大木 良子

東京大学大学院経済学研究科修士課程

要旨

本ケーススタディでは、ゴルフ場運営会社である日東興業の再生について取り上げた。日東興業は、かつては日本のゴルフ場運営会社として最大手のひとつであった。しかし、バブル崩壊後、売上が低下、1997年和議に追い込まれる。その後、米系投資銀行、ゴールドマンサックスによる買収、ゴールドマン主導での民事再生法の申請を経て、現在、経営の再生を図っている。本ケーススタディでは、日東興業の不振から再生までの事実を調査、整理した上で、いくつかの重要なポイントに絞り論じている。これらのポイントは、ゴルフ場の再生事例だけでなく、一般の事業再生や、不良債権処理の問題を考えるうえでも重要な含意を持っている。

* 本稿は、経済産業省委託「平成14年度創業・起業促進型人材育成システム開発等事業(事業再生人材育成プログラム導入促進事業)」のために作成されたものである。

A case study about corporate revival process: Nitto Kougyou

Abstract

This paper explains the corporate revival process of Nitto Kougyou, a famous golf courses managing company in Japan. After the crash of bubbles in Japan, the profit condition of Nitto Kougyou dropped drastically. Goldman Sachs bought this company in 2001 and filed for court-mandated rehabilitation. This paper carefully examines the corporate revival process of this company and makes clear the important points for considering the restructuring process of Japanese firms and for solving the non-performing loans problems.

企業再生ケーススタディ：日東興業¹

1.はじめに

現在、日本のゴルフ場の約1割が法的整理に追い込まれている。(表1) 売上の低迷によって業績が低迷したり預託金の返還が行き詰ったりするケースがほとんどである。ゴルフ場が破綻に追い込まれる裏側には、「値上がり続けるはずの会員権」と「増加し続けるはずのゴルフ人口」という、バブル経済の虚像の崩壊がある。事実、会員権の市場価格は払い込んだ預託金を大きく下回り、会員からは預託金の返還請求を求められ、接待ゴルフは激減し、ゴルフ人口も低下の一途である。

日東興業は、ゴルフ場をめぐる逆風の只中で、先鞭を切って和議から外資系への売却、民事再生法まで経験した、「元」日本のゴルフ場運営会社の雄である。したがって、日東興業の再建のプロセスは、日本のゴルフ場経営再建の歴史であると同時に、土地投資の後始末に苦しむ日本企業の再生プロセスの歴史でもある。このケースを検討することによって、我々はそこから企業再生に関する多くの貴重な情報を得ることができると考えている。

そして、昨今、そのような破綻ゴルフ場を続々と買収しているのがゴールドマンサックスやローンスターなど、外資系金融機関である。(表2) 彼らの投資戦略はどのようなもので、どのような展望があるのだろうか。日東興業の事例を通じて、現在主流となりつつあるゴルフ場ビジネスの再生の手法についても考えていくことにしよう。さらにはそれに加えて、一般的な不振企業の再生、もしくは不良債権の処理にも応用可能な、事業再生の成功の鍵となる点についても探っていくことにしたい。

2.日東興業の破綻までの経緯

まず、和議申請前の日東興業の概要や業績について説明しよう。その中で、どのように和議申請にまで追い込まれていったのかについても整理したい。

2-a 日東興業の概要 (和議申請前)

日東興業グループの設立は、1960年と古く、日本でのゴルフ業界の草分け的存在であった。国内に34コース、海外に4コースを運営し、日本における最大手のゴルフ場経営会社であった。抱えるコースの中には、習志野カントリークラブや浜野ゴルフクラブなど国内でも有数の名ゴルフコースもあり、尾崎将司をはじめとする多くの人気プロゴルファーが所属していたため、知名度は高かった。またイギリスでは、スコットランドの名門コースであり、全英オープン開催コースのひとつであるターンベリーを所有していた。会員数は合計すると7万人にも上り、日東興業は、間違いなく日本のゴルフ業界のリーディングカ

¹ 本ケースは、東京大学経済学研究科助教授柳川範之とリサーチアシスタントの大木良子が討議用の資料として作成したもので、経営状況の適否を例示しようとするものではない。

ンパニーであった。「日東興業なら間違いない」と考えゴルフ会員権を購入するケースもいたほどで、ゴルフ場運営会社としてのブランドを築くことが出来ていた。

2-b 日東興業の業績推移

日東興業の業績は、バブル期には売上高300億円程度で推移していたが、バブルの崩壊とともに低迷を続けることとなった。売上高では、平成8年度(平成7年10月~平成8年9月)は290億円、和議申請直前の平成9年度(平成8年10月~平成9年9月)は258億円、平成10年度(平成9年10月~平成10年9月)は204億円にまで落ち込んだ。当期利益ベースでは、平成8年度から赤字が続き、平成10年度には営業利益赤字にまで転落した。(表3)

2-c 和議までの経緯

1997年末、日東興業は、ついに和議を申請するところまで追い込まれる。97年12月25日、日東興業および関係会社3社は、東京地方裁判所に和議を申し立てた。当時の日東興業経営陣の説明によれば、和議申立理由は、

会員権相場の低迷で預託金返還の請求が急増

金融機関の貸し渋りもあり、資金繰りに行き詰った

というものであった。事実、12月28日に不渡りを出す寸前での和議申立であった。

しかし、のちの新聞報道などによれば、「預託金返還請求は26億円程度で全体の1%に満たず、貸し渋りの事実も無かった。実際の破綻要因は、関連会社を通じた財テク(91年にはデリバティブで90億円の損失を計上)やバブル時に傾倒した不動産取引の失敗というのが業界の共通認識」とされており、本業以外のビジネスの失敗も和議に追い込まれた要因のひとつではあると考えられる。「2600億円と潤沢な預託金があるのだから、実際1200億円以上もの借り入れは必要なかったはず。本業以外の失敗が大きい。」(日東興業元社長田中氏)というコメントもあった。

2-d 和議成立までの道のり

当時、ゴルフ場経営会社の倒産には大きな前例がなく、また業界トップであった日東興業の倒産ということもあり、日東興業の経営破たんは大きなニュースとなった。7万人の会員も、和議というまったく予期せぬ出来事によって、自らのゴルフ会員権(金融債権としての預託金返還請求権とゴルフ場の永久利用権であるプレー権から成る)がどのように処理されるのか、推測することすら難しい状況に陥った。その結果、和議申立後、和議手続き開始までもに経営陣は批判にさらされることになった。

「和議申立後、全国各地で行われた会員説明会において、会社および旧経営者は厳しい批判にさらされた。申立代理人は交代し、和議条件の見直しが行われ、旧経営陣は退陣し

た。」(『債権管理(86号)』 瀬戸英雄弁護士)

そして和議手続開始決定がなされたのは、申立から半年経過した1998年7月3日のことであった。

和議法については、民事再生法にとって代わられる形で廃止になった法律なので、ここでは詳しい説明はしないが、破産原因があるときに、債務者が裁判所に申し立てて和議をする再生型の破綻法制であった。和議条件の履行に裁判所の監督が及ばず、計画通りの弁済が行われないことが多い、担保権者に和議法の効果が及ばないため、事業資産の維持が困難等、多くの問題点が指摘され「詐欺」法などと揶揄されていた。また再建計画は債権総額の4分の3以上の債権者の同意が必要であった。(民事再生法は2分の1。)

日東興業の債務としては、大きく分けて、銀行などからの金融債務とゴルフ場に特有な預託金の二種が存在した。銀行の持つ金融債権の多くには、担保が設定され、その債権の約40%が和議においては別除権として扱われた。日東興業には、26行の取引銀行があり、別除権の対象となる金融債権は総額約500億円存在した。最大の債権保有銀行は、あさひ銀行で全体の1-2割程度を保有、あさひ銀行を含む残高10億円以上の金融機関は8行で、その8行の債権総額が1000億円と債務全体の83%を占めていた。「金融債権者の間での目立った和議に対する反対意見などは見受けられなかった。」(『債権管理(86号)』 瀬戸英雄弁護士)

一方、会員がゴルフ場の建設費・設備投資費のためにと払い込んでいた預託金は、無利子無担保で、期限が来たときに全額償還請求をすることが出来る、というものであった。日東興業においてはこの預託金が2600億円にものぼり、債権者となる会員は7万人以上存在した。和議の成立には、多数の会員からの賛同が必要となるため、会社側は説明会を各地で開くなどして理解を求めていった。

和議の賛否をめぐっては、会員の間で意見がわかれ、一部会員は、会社更生手続開始を申し立てるなど和議に強硬に反対し、会員組織と経営陣との間での和議内容に関するコンセンサス形成にも時間がかかった。

「(会員組織が)和議に反対する主な理由は、和議手続では担保権が別除権とされるため競売されるおそれがあること、旧経営陣の保身のために和議が選択されたものであり、和議では経営責任を明確にすることができないことなどであった。」(『債権管理(86号)』 瀬戸英雄弁護士)

このような混乱に対し、弁護団側は和議条件の修正や(主な修正内容については表4参照)和議の正当性などの説明を繰り返し、最終的な和議成立までこぎつけた。和議が成立したのは、申立から1年2ヵ月後の1999年2月のことであった。

2-e 和議の内容

和議の主だった内容は以下のとおりである。

ゴルフ会員権の扱い：プレー権をすべて保護する(すべてのゴルフ場の存続)。

預託金の扱い：退会し、預託金返還を請求する場合には、預託金の82%をカットし、残余分を2年間据え置きし、13年かけて分割返還。退会を選択しない場合には、預託金は全額保護、償還請求は2013年まで凍結し、その後年間10億円を上限に償還する。返還請求が10億円を超えた場合には、抽選を行う。

金融債権の扱い：2001年から13年分割で弁済を開始。

これらの和議条件に付け加え、会社側としては、経営改善計画を作成、弁済計画の実行可能性を裏付けている。経営改善計画の要点は以下のとおりである。2003年現在から振り返れば、景気の回復などを見込んだ上でのやや楽観的なシナリオになっており、売上・利益ともに成長を見込んでいた。

アメリカ型のセルフ制への移行（キャディなし・カート制）による合理化

料金の引き下げによる利用者数の拡大

海外資産などの売却によるリストラクチャリング

経営の改善にあたっては、スポンサー探しは不可欠と考えられ、旧さくら銀行（現三井住友銀行）の企業情報部などをアドバイザーとしてスポンサー探しにも乗り出していた。

しかし、当時の経営者（注：和議申立後にオーナー社長松浦氏から山持氏へ交代）の一種の“御身大事”の方針から、スポンサーとの本格的な交渉の席につくということは無かった。

3.破綻後の処理

ここでは、1999年の和議成立後から2002年のゴールドマンサックスによる買収、そして民事再生法による法的整理に到るまでの経緯をやはり時系列的に説明する。そのなかで、新しい経営者達の経営改革などについても触れることにしよう。

3-a 田中氏による再建策

和議成立後、しばらくの間、日東興業は迷走を続けることになる。前述のとおりスポンサー探しは事実上凍結され、経営改善計画と実際の業績との乖離に対しても大きな打ち手を打てずにいるという、いわば空白の時期であった。

そのような中、2000年9月に、山持社長に代わり、元・東レアルファート社長、田中健夫氏が社長に就任する。田中氏は、和議の履行を監視するために設置された有識者とゴルフ場会員とで組織された監督委員会に、ゴルフ場会員代表として参加していた。ここから、本格的な日東興業の再生が始まることになる。

田中氏は、「金融債権の弁済（年間60～55億円）が始まる2001年9月までが勝負だと思った」という。当時の営業キャッシュフローでは、第一、第二回弁済はなんとか乗り切れるが、それ以降の弁済を行うのは難しい。二次倒産を避けるためにも、弁済前というまだキャッシュポジションが比較的良好な時期にスポンサー選定や、債権放棄などなんらかの手段を講じて具体的な再建のめどをつけておかなければならないと考えたのである。当

時田中氏が思い描いていた再建案は 2 つあり、ひとつはスポンサーに頼らない自主再建の策として、銀行に債権カット・放棄を申し入れることであり、もうひとつはスポンサーへの売却であった。

まず田中氏は、銀行に債権カットの可能性についての交渉を試みた。しかし、当時の銀行側の反応は、

「債権放棄後、(残りの)債権が優良債権になるのでなければ、受け入れられない。今の情勢を見ると、ゴルフ場の債権は優良には成り得ない」というものが大半だった。(田中氏談)当時の主要取引銀行の腹積もりとしては、

「日東興業に弁済できるだけ弁済させ、自行の再建残高を出来るだけ減少させておき、資金ショートをきたし弁済できなくなったときには担保を実行するか、または債権を出来るだけ高値で外資に売却すること」であったのではないかと田中氏は推測している。つまり少なくともこの段階で主要取引銀行は、債権放棄をしても日東興業の経営状況が抜本的に改善するとは考えておらず、可能な範囲での返済を優先していたと考えられる。また、すすんで経営に介入し、債権価値や企業価値を高めようという積極的な動きも見られなかったようである。

このような交渉を行っている間にも、日東興業の業績は低下していった。ゴルフ場利用者の絶対数の減少、利用料の値下げによる収入減、そして不運にもその冬は大雪に見舞われた。残された再建への選択肢は、スポンサーへの売却、ただひとつとなった。

3-b スポンサー探し

2000年12月に、日東興業はスポンサー探しを本格化させた。スポンサー候補として手を挙げたのは、10数社、ほとんどが外資系の銀行や証券会社、ファンドであった。田中氏はスポンサー選定の条件として、従業員の雇用の確保、会員のプレー権確保の2点を大きな柱としていた。日東興業の経営陣は何度も候補企業と話し合いを重ね、最終的には、ゴールドマンサックス証券会社を選定、2001年8月にスポンサーとしての基本合意に到った。

3-c 事業運営の改善

債権カット、スポンサーへの売却いずれの手段を用いるとしても、日東興業の日々のオペレーションの改善・効率化は必須であった。債権カットや債権放棄によって債務から解放され自力での生き残りを図るためにも、また、よいスポンサーを見つけるためにも収益構造の改革は避けては通れない課題だったからである。

収益構造改革の目標は、これまでのような「売上拡大」ではなく「コストの削減」であった。当時の経営陣は、不況でゴルフ場市場が低迷を続ける中で、日東興業に必要なものは値下げ合戦にも負けないコスト競争力であると考えたのである。

コスト削減のために行った具体的な施策としては、以下の4つの点が挙げられる。

労務費の削減：能力に見合った給料へ改定等、半年で 13 億円の削減
仕入れ価格の見直し：本社での集中購買の部分導入
地代引き下げ交渉：地主に対し経営状況への理解を求める
その他（本社費用の削減・ゴルフ場食堂のコスト削減・固定資産税の引き下げ交渉）

田中氏は、このような厳格なコスト削減の戦略を「競争力をつける前向きな施策」と位置づけ、従業員に対し、危機感の醸成と、それを乗り切るために達成すべきゴールを打ち出した。ともすると「倒産会社の社員」として後ろ向きになりがちな社内に活気を持たせるために、成果を挙げた社員には社長賞を与えるなどのインセンティブプランも導入した。

これらの収益構造の改善策によって、売上の前期比低下にも関わらず、短時間で収益構造の改善にめどをつけた。実際、ゴールドマンサックスが、スポンサーになるにあたり、事業価値精査（デューディリジェンス）を行った際にも、

「日東興業には無駄が無い。あとは必要なことは、ゴルフコースへの設備投資だ」という感想を話したほどであった。（田中氏談）

3-d ゴールドマンサックスによる債権買収

2001 年 8 月、日東興業とゴールドマンサックスはスポンサーとしての基本合意を交わし、その年の 12 月、日東興業はゴールドマンサックスの 100%子会社となる。ここから、社長の田中氏に代わりゴールドマンサックスが日東興業再建の舵取りを行うこととなった。

この間の 2001 年 9 月に迎えた第一回弁済は、ゴールドマンサックスとの交渉に入ったということで、一時的に銀行に猶予をもらう形で延期された。12 月の 100%子会社化後、ゴールドマンサックスは、日東興業の 26 行の取引銀行と相対で債権買い取り交渉に奔走することになる。

ゴールドマンサックスが債権の買い取り交渉に踏み切った背景には、

「このまま弁済を続けていけば、2002 年の資金ショートによる二次倒産は免れられない。この時限性を考えると、金融債権を全部買い上げて、時間を稼いだ上で経営改善をしたほうが良いという判断があった」（ゴールドマンサックス担当者）。つまり、資金ショートの危険性を察知した銀行が、担保権を行使してゴルフ場を競売でばら売りしてしまうことを未然に防ぐために、スポンサー、つまり新しい株主となるゴールドマンサックスは、その債権を買い取る必要があると考えたのである。

ゴールドマンサックスは、子会社化した 12 月 1 日からその年の 3 月末までの 3 ヶ月間の中で、日東興業の負債の 7 割（額面ベース）を買収した。（買収価格に対しては公表されていないが、一部の報道によれば額面の 5 割程度といわれている）

この債権買収により債権者と株主が同一化し、弁済計画をゼロから練り直すことができ、ひとまず資金ショートの危険性からは脱することが出来た。

3-e 民事再生法の申請

ゴールドマンサックスは、子会社化後、各地のゴルフ場の理事会へ出向き、再建計画の説明や、会員の意向、経営への希望をヒアリングしていった。その中で会員の声として大きくあがってきたのが早期の経営安定化（債務超過会社、和議会社という分類債務者からの脱却）の要望であった。和議後の預託金の扱いは、預託金は額面維持されているものの、早期返還の見込みは低く（抽選にあたった人だけで、年間上限返還額が10億円）すべての返還が終わるまでに260年かかる。相続上の問題や会員権取引市場で敬遠される、などのデメリットを強く感じていた会員から、預託金を含む過剰債務から早期に脱却し、ゴルフ場への設備投資などを再開してもらいたいという希望が「当初の予想より非常に多かった」（ゴールドマンサックス担当者）。

このような会員の声をくみ上げる形で、日東興業は2002年7月に民事再生法の適用を申請することになる。（日東興業およびグループ11社の計12社）この判断に会員の97%が賛同した。いつ返還されるか分からない預託金が額面どおり存在することよりも、預託金をほぼ全額諦めてでも、プレー権が確保されさえすればよい。そのほうが、経営が早期に安定化しゴルフ場への投資が再開されて望ましいと考えたのである。民事再生手続きは2003年2月に認可された。（浜野ゴルフクラブに関してはこの時点では認可されず、会社更生法に切り替えられた。）スポンサーが民事再生法適用を主導したという点では、このケースはいわゆるプレパッケージ型再建の先駆的事例といえるかもしれない。

認可された民事再生手続きの要点は次の2点である。

預託金などの一般債権の97.5%カット（これにより債務超過解消）

会員のプレー権はすべて維持（ゴルフ場は閉鎖しない）

この認可を受け、ゴールドマンサックスは、債権者として保有していた日東興業グループの債権を放棄、また株主として一般債権（額面の2.5%）を一括弁済した。また本体である日東興業とグループ会社を合併し、全体で収益を改善させ、将来的には株式上場も視野に入れていると発表した。

3-f ゴールドマンサックスによる経営改革

ゴールドマンサックスは、2001年12月の子会社化後から田中氏の後を引き継ぎ、日東興業の経営改善化をさらに推し進めた。（ゴールドマンサックスの担当者は、民事再生法の申請、適用も「過剰債務の圧縮、債務超過の解消」という経営改善策であったと位置づけている。）ゴールドマンサックスが行っている経営改善化には3つの大きな柱がある。資金繰り管理の徹底、コスト効率化（共同購入、人件費の削減）、ブランディングによる市場開拓、である。

コスト効率化の面では、全ゴルフ場での仕入れ品の共同購入を行い、支払いも和議後現金決済を中心にしていったものから、ゴールドマンサックスの信用を利用し、掛けで購入す

ることでコストの低下と資金繰りの改善を実現した。また、各ゴルフ場で損益分岐点分析を導入や、外部コンサルタントによる能力査定によって人件費の見直しなどをした。

田中氏の改革と同様に、全国に 30 コースを持つ自社の規模を利用した効率化の徹底が大きな柱となっている。

またブランディングによる市場開拓では、更なる売上の成長を模索し、新しいゴルフ人口を開拓するための施策を、やはり外部の専門家との共同で検討中ということである。

またゴールドマンサックスは、日東興業買収の後に同様に破綻した大手ゴルフ運営会社、スポーツ振興を傘下におさめる予定であり、旧日東、旧スポーツ振興あわせて 60 近くのゴルフコースを、新たに設立したアコーディアゴルフで一括して運営する計画である。つまり、共同購入などの規模を活かしたコスト削減とブランド構築による営業施策実行は、ゴールドマンサックスの手によって日東興業の枠を越えて行われている。

ゴールドマンサックスでは、これらの経営改善策に加え、ゴルフ場としての魅力を付けるために、設備投資などに約 50 億円を拠出している。これらの施策によって「日東興業のゴルフ場の会員権の相場を上昇させていく」(ゴールドマンサックス担当者)という。

4.日東興業の事例におけるポイント

ここまで、1997 年末の和議申請から 2003 年現在までの、日東興業の再生の状況を時系列的に振り返った。ここからは、一連の日東興業の事例において、重要な意味合いを持つポイントを取り上げ、議論を深めていきたい。

ポイント : ゴルフ会員権の仕組みと特殊性

日東興業の破綻の引き金でもあり、再生にあたっての経営陣の大きな悩みの種でもあったのが、ゴルフ場の「預託金」問題と 7 万人を超える会員とのコンセンサス構築である。ここではまず、ゴルフ会員権の仕組みを説明し、その後、株主、債権者に加え、会員が存在するゴルフ場経営会社におけるガバナンス構造に言及したい。

-a ゴルフ会員権の仕組み

ゴルフ場の会員になるためには、会員権を購入しなければならない。通常は、一ゴルフ場に対して一会員権であり、ひとつの会員権で複数のゴルフ場を利用することはできない。会員権を購入するには、ゴルフ場から直接購入する場合とゴルフ会員権市場で既存の会員から購入し、名義変更を行う場合の 2 通りの方法がある。(ゴルフ会員権の法的権利についての議論は参考資料 1 を参照のこと。)

まず、ゴルフ場から直接会員権を購入する場合には、入会金や手数料のほかに、預託金を支払う。この預託金は、文字通り「預けているお金」であり、ゴルフ場の建設、土地取得、設備投資などに当座必要なお金を会員が拠出し、一定期間後に全額返還されるものである。通常、無利子、無担保の長期貸付であり、契約による明確な用途制限などはない。

会員権は、優先的にゴルフ場を利用できるプレー権とこの預託金の返還請求権という 2 つの権利を合わせたものであり、金融債権としての会員権は、この預託金返還請求権に基づき、預託金の金額分だけの価値があるとみなすことができる。

会員権の市場流通価格は、この会員権が市場で売買されている際に取引される価格である。仕組みは株式などと同様で、ゴルフ会員権市場では、ゴルフ会員権の仲介業者が寄り集まり、売り注文、買い注文の状況の情報交換を行いながら、売買を成立させている。

会員権が上記のふたつの権利を表しているものだとすれば、市場流通価格も本来はプレー権と預託金返還請求権を反映した価格がつくはずである。よって市場流通価格が預託金の金額を上回っていること自体は、さほど不思議なことではない。それはプレー権の価値を反映したものであり、たとえ名義変更料を支払ってでも十分に価値のあるプレー権だと購入者が判断すれば、その分は預託金の額よりも高い価格がついても当然だからである。(表5 参照)

しかし、80年代以降のバブル期には、市場流通価格と預託金の金額とが大きく乖離していく。ゴルフ会員権市場でも他の資産市場と同様に価格の高騰が続き、ゴルフ場の利用を考えない、資産運用や投資目的での会員権購入が急増したのである。「どんなに高い価格を支払っても、市場でより高く売ればもとが取れる」とばかりに多くの人々が会員権を購入していった。それらの人々は市場流通価格の値上がりを期待し、預託金の返還のことなどは毛頭考えていなかったのである。これは、ちょうど将来の配当や地代のことなどをまったく考えず、値上がり益のことだけを考えて株や土地を購入した投資家の行動とほとんど同じである。

このような状況においては、市場でより高く売ればよいと投資家が考えてくれるため、ゴルフ場運営会社側も高い預託金を請求することが可能であった。誰も預託金を返還請求することなど考えていなかったのだから、ゴルフ場の側も返還のことなどほとんど考えず、高い金額を設定し、高額な資金を手にすることができた。

しかし、バブル景気は崩壊し、ゴルフ会員権市場も暴落を続けた。あっという間に預託金の額面のほうが市場流通価格よりも大きくなってしまったのである。そこで、幾つかのゴルフ場で、会員がプレー権を放棄する代わりに、ゴルフ場運営会社に預託金の返還を求めるケースが出始めた。日東興業もその例外ではなかったのである。

会員だけでなく、ゴルフ場運営会社の経営者も同様に、会員権の市場流通価格が預託金金額を下回ることにまったく想定していなかったことが、さらに問題を深刻化させる。ゴルフ場経営者達は、償還期限後に預託金返還を請求されることを予想しておらず、手元に返還できるだけの現金を用意していなかったからである。これは、日東興業だけでなく、国内の多くのゴルフ場に見られる状況である。

「預託金返還を請求するのであれば、当ゴルフ場は倒産するしかありません。いままでどおりプレー権を優先させるか、返還請求を通すか、どちらを選びますか？」

これが、現在国内のほとんどのゴルフ場から会員に突きつけられている問いかけなので

ある。

-b ステークホルダーとしての「会員」と経営との関係

日東興業の和議や民事再生法における条件策定の際に大きな意思決定権を持ち、表舞台に立ったのは、経営陣や金融機関よりも、ゴルフ場会員であった。7万人を超える会員は、総額で2600億円以上の預託金の請求権を持つ最大の債権者であったからである。(前述のとおり、銀行の金融債権は1000億円程度であった)

和議の再生計画案が可決されるためには債権総額の4分の3以上、民事再生法の場合には債権総額の2分の1以上の賛成が必要である。会社の方向性を決めるにあたり、会員がもっとも重要な鍵を握っていたのである。各ゴルフ場の会員で構成される理事会において、会員の意思の統一を図るための討論や、経営陣、弁護士、スポンサーとの議論が繰り返し行われた。

また、和議成立後も経営計画の遂行を監視する目的で監督委員会が設置され、そこでも会員の代表が大きな発言権を持っていた。

このようにゴルフ場においては、経営者や銀行などの金融機関に加え、会員というステークホルダーが存在し経営に対して影響を与えている。この点は、ゴルフ場経営のコーポレートガバナンスを考える場合に極めて特徴的な点であるし、またゴルフ場の再建計画を考える際の大きなポイントでもある。

会員が最大の債権者になっていることから、法的整理の段階における会員の影響力は大きい。しかしその一方で、会員はほとんどが言ってみれば小口債権者であり、債権者数は通常の企業と比較にならない位多い。そのため、会員全体の統一的な意思決定をすることがなかなか難しいという側面も持っている。この二面性があるが故に、再建計画を決定する際には、多数いる会員の要望をいかにまとめて、いかに会員多数の合意を取り付けるが重要であり、かつ難しい問題であったのである。これは、日東興業に限らず多くのゴルフ場運営会社が再建にあたって、直面している課題である。

その際、法的再建をいかに活用するかが、当然重要になってくる。その意味では、和議法から民事再生法への制度変更は、やはりゴルフ場再建のプロセスに大きな影響を与えたと考えられるし、また会員の影響力の変化という意味でも、制度変更がゴルフ場経営のガバナンスに結果的に与えたインパクトは、かなりのものだったと考えられる。

会員の影響力が大きいという点は、会員権購入時には、実は預託金返還の可能性すら考慮していなかったという事実とはかなり対照的である。購入した段階ではほとんど認識していなかったガバナンスの権利を、多くの会員が破綻後に認識し、かつそれが会社の運営に大きな影響を与えている。これは、興味深い現象ではある。しかし実はこれはゴルフ会員権だけではなく、バブル前後に購入された株式等の日本の有価証券に共通した特徴なのである。

ポイント : ゴールドマンサックスによる資金投入 (不良債権の買い取りと子会社化)

- a 外資系金融機関による日本のゴルフ場ビジネス

外資系金融機関による日本のゴルフ場買収、再建は、現在大きなビジネスになってきている。日本のゴルフ場は、現在バブル期の 10 分の 1 以下で買収でき、買収後、法的整理に持ち込めば会員からの預託金や金融債務も一割以下に圧縮可能である。

買収・再建の大まかな手順としては、以下のようになっている。

ゴルフ場を出来るだけ安く買収

法的整理や自身による不良債権買い取りで負債を圧縮

経営の合理化を行って利益体質に転換

低価格化やブランディングなどで更なる市場の開拓

他社への売却や株式上場などでエグジット

一部の報道では、外資系プレーヤー達は、このようなゴルフ場再建ビジネスで、20%程度の利回りを期待しているという。

-b 今回の GS のスキームの説明

まずここで、日東興業の事例においてゴールドマンサックスがどのように活動してきたのかを再度整理したい。

日東興業におけるゴールドマンサックスの投資スキームは、表 6 のようになっている。日東興業は債務超過会社であったため、買収にあたっては全株式を備忘価格で購入している。したがってゴールドマンサックスによる大きな資金の注入は銀行からの債権買い取りである。約 700 億円の金融債務のうち、民事再生法申請以前に 7 割以上を額面の 5 割程度の金額で購入したと見られている。

このうち、買収した債権に関しては、民事再生法適用後に全額放棄している。また、その他の債権者の債務は、民事再生法により、預託金、金融債務とも一律 97.5% がカットされ、それらの額面の 2.5% が日東興業の負債となった計算になる。(単純推計で、預託金は 65 億円程度、金融債務は 5 億円程度)

新聞報道等に基づいて金銭的な動きを整理すれば、ゴールドマンサックスは 2-300 億円で債権を買い取り、併せて経営権を取得、法的整理によってその 2-300 億円の債権を全額放棄、一方他の金融機関やゴルフ場会員は、所有する債権の 2 千数百億円を法的整理によって放棄したことになる。

-c ゴールドマンサックスの資金回収スキーム

ゴールドマンサックスは、買い取った債権を法的整理によって全額放棄している。したがって、債権の買い取りに投じた資金とその後に投じた経営改善のための設備投資資金等は、株式価値を高めていくことによって回収していかなければならない。ゴールドマンサ

ックスは、この回収戦略をどのように考えているのだろうか？

その方策の第一に挙がるのが、スケールメリットを活かしたオペレーションコストの引き下げである。ゴールドマンサックスは、現在アコーディアゴルフというゴルフ場運営会社を設立、日東興業の30コースに加え、国内のゴルフ場買収を続け、報道によれば、将来は100コース程度の取得も視野に入れていとされる。このように運営するゴルフ場の数を拡大し、スケールメリットを効かせることで、コスト効率化を図ろうというのである。

スケールメリットの源泉は、共同購入による仕入れ原価の削減や、営業施策の統一など運営の標準化によるオペレーションコストの削減などである。ゴールドマンサックスの担当者によれば「日本のゴルフ場のデファクトスタンダードを作っていきたい」ということであり、今後もゴルフ場の買収を続けていくと見られている。

このとき考えるべき問題のひとつは、不採算コースの取捨選択である。そもそもすべてのゴルフ場に会員が存在し、彼らはそのゴルフ場でのプレー権を所有するため、プレー権を何らかの形で補償しないかぎりには、ゴルフ場の閉鎖はありえない。そのため、日東興業では、不採算コースの閉鎖は基本的に行わない方針であった。

しかし、日東興業としての収益性を最大化するためには、不採算コースの閉鎖も当然考慮に入れるべき事項となろう。たとえプレー権を補償してでも不採算コースを閉鎖することで赤字を大きく減らせるのであれば、それは長期的な収益性に貢献する。ただし、たくさんのゴルフ場を運営することで得られるスケールメリットとどちらが大きいかを判断する必要が出てくる。これは、スケールメリットを生かすために、どこまで不採算コースを残すのかあるいは採算性のあまり良くないコースを取り込むのか、という課題である。日本のゴルフ場すべてが超優良コースというわけではない以上、スケールメリットを押し進めていこうとする場合には、必ずこの問題に直面することになる。この場合、考慮すべきポイントは、単にどこまでコスト削減が図れるか、だけではないだろう。優良な会員の確保の必要性や既存のブランド価値の活用など、コースの取捨選択を判断するにあたって、考慮すべきポイントは多い。

またコースの取捨選択の問題だけではなく、どの程度までゴルフ場の標準化を進めるべきかも、検討すべき重要なポイントである。標準化を押し進めればコスト削減には大きく貢献するかもしれない。しかし、各地域・各ゴルフ場の特色がそれによって失われてしまう危険性もある。同様に、すべてを同一ブランドで経営すべきか、それとも地域や品質（ゴルフコースの質やクラブハウスの質）の差を前面に出して異なるブランドで異なる価値を顧客に提供していくべきか、も考える必要がある。そしてそのとき、コストのスケールメリットにどのような影響が生じるのか、についても慎重に考えるべきであろう。

おそらく、このようなスケールメリットを生かすという戦略は、今までの日本のゴルフ場経営ではあまり十分には考えられていなかったものであろう。その意味ではゴールドマンサックスの展開は日本のゴルフ場経営に大きな影響を与える可能性がある。その際、上記のようなさまざまなポイントをどのように考慮し、どのポイントを重視した戦略を採用

するかは、明確にしておくべき重要な課題であろう。

また、コストのスケールメリット追求に加えて、証券化もゴールドマンサックスにとっての重要な資金回収策である。

2003年10月、ゴールドマンサックスは、日東興業の保有するゴルフ場28コースの現金収入を担保に、170億円を調達すると発表した。証券化のスキームとしては、ゴールドマンサックスの関連会社が日東興業や同グループ会社に170億円を貸し付け、この貸付債権を信託銀行に信託譲渡し、信託受益権として証券化、ゴールドマンサックスが信託受益権証券を国内の機関投資家に販売する。調達した資金は借入金の返済にまわすという。ゴルフ場への融資が手控えられらる中で、証券化という資産の流動性を高める形で資金調達が可能になったことは、ゴールドマンサックスの戦略として重要であると同時に、今後の破綻企業の資金調達のあり方としても注目される。ゴールドマンサックスはこの証券化以外にも、日東興業もしくはアコーディアゴルフの株式公開や、保有する不動産投資信託(REIT)などの金融商品の開発、販売によって投資資金を回収していくとみられている。

ポイント：和議と民事再生法での預託金の扱い方の違いと会員権市場への影響

日東興業は、和議と民事再生法、二つの法的整理を経験した珍しいケースである。この2つの再建案での最も大きな違いのひとつが、ゴルフ場会員の支払った預託金の扱いである。

和議の場合には、会員を辞めない限り預託金の返還請求権は全額維持され、その結果2600億円もの預託金が和議後も引き継がれることとなった。(ただし、2013年まで凍結し、その後年間10億円を上限に償還するという条件がついていたことは先の述べたとおりである。)

これに対して、民事再生法では、預託金が97.5%カットされ、2600億円が65億円にまで圧縮された。驚くべきことは、このような大幅な預託金カットにも関わらず、最終的には9割以上もの会員がこの案に賛成したことである。この結果を理解する上で重要なポイントは、たとえ預託金が全額維持されたといっても、実際に将来全額返還されるという保証はどこにもなかったという点である。そのため、会員の中には、「かえってくるかどうか分からない預託金を相続したくない」という意見も強くあった。

預託金に限らず債権の実質的な価値というのは、額面の金額だけでは決まらない。債務不履行が生じる確率とその場合に得られる金額(弁済率)に大きく依存している。そのため、たとえ額面どおりの権利が維持されていたとしても、債務不履行が生じる確率が大きかったり、その場合に受け取れる金額が小さかったりすれば、債権の実質的な価値は小さくなる。(表7)

つまり、経営基盤が不安定で将来の収益性に不安があり、しかも年10億が上限、全額返還が260年後という状況においては、結果的に預託金が全額返還されない可能性をかなり考慮せざるをえない。よって、その位ならばたとえ大幅に債権額がカットされてでも、経営基盤が強化され、実際に返済される確率が大幅に高まるならば、そちらの方が望まし

いと会員が考えたとしても不思議ではない。これが民事再生法における大幅な預託金カットを会員が受け入れた第一の理由であろう。

この点は、金融機関が債権カットを受け入れた理由と共通したものである。金融機関の側も自身の債権を回収可能確率が低いまま維持しておくよりも、たとえ大幅に債権を放棄しても経営が安定化して回収確率が高まるならば、その方が得だと考えて債権カットに同意したのであろう。

それに加えて、民事再生法による預託金カットには会員側にもうひとつの大きなメリットがあった可能性がある。それは、会員権売買がしやすくなるという点である。将来返還される可能性についての不確実性が高いと、単に会員権の価値が低くなるばかりでなく、その価値の客観性が小さくなる場合が多い。なぜなら将来の不確実性に対する評価は人によって様々だからである。そのため、会員権を売買しようと考えても市場の評価が定まらず、うまく取引が成立しなくなってしまう可能性がある。このような場合には、たとえ債権額がカットされてしまっても、ある程度会員権の価値の主観的なブレが小さくなった方が、会員権の取引がスムーズに行われる可能性がある。

ただし取引というのは、本来人によって評価が違うからこそ行われるという側面があるし、民事再生法によって債権がカットされたとしても、将来の償還可能性についての不確実性がまったくなくなったわけではない。したがって、この売買や取引を促進させるというメリットがどのようなときに発揮されるのか、そのためにはどのような条件が必要なのかという点については、検討していくべき興味深い問題であろう。

また、このポイントは会員権や預託金の問題を離れて、ひろく日本の不良債権問題を考える際にも重要な含意を持っている。上記の議論は不良債権についても、債権の実質価値を客観的に明確にすることが、取引を促進させる上で有効だということを示唆しているからである。したがって、債権売買を促進させる上では、法的整理に持ち込まれた場合のカット率の明確化など、実質的な価値を明確にし、客観性を高めていくことが重要と考えられる。また不良債権については、その時価評価の必要性が近年議論されているが、時価評価もある意味では、債権の実質的な価値をより客観化するプロセスだと考えることもできるかもしれない。預託金問題を出発点として、不良債権の売買をこのような切り口で考えてみることは、議論のテーマとしても意義のあるものだろう。

ポイント：営業利益と存続の判断基準

通常ゴルフ場を建設する際には、大きな投資費用が必要であり、それを金融機関からの借り入れや預託金でまかなってビジネスをスタートさせる。したがって、毎年の営業収入から営業費用とともにそれらの負債に対する金利支払いや返済を行っていく必要がある。預託金についても、それが全額返還すべきものであれば、返還請求に備えて積み立てておかなければならない。これらの負債への返済が行われてはじめて、その残りの分として株主の利益が生じる。つまり、初期投資費用あるいはその裏側にある借り入れ総額を将来の

営業利益の合計が上回ってはじめて、ゴルフ場建設のうまみが生じるのである。したがって、現在のように景気が低迷し、営業収益があまり上がらない状況下では、ゴルフ場を建設するうまみはあまりないのかもしれない。

それではゴールドマンサックスのように現在ゴルフ場を買収しているビジネスには、どこにうまみがあるのだろうか。それはゴルフ場を建設するうまみとは異なるものなのだろうか。

現在のゴルフ場再生ビジネスにおけるポイントのひとつは、負債を圧縮し、営業利益の拡大を図るという再生戦略である。つまり、投資のために生じた負債をあまり被らない、返済負担をほとんどしなくても良いのであれば、その分費用負担は小さくてすむ。そうであれば、たとえ不況下においても十分利益を上げるビジネスになりうる、という戦略である。たとえゴルフ場建設にはうまみがなくても、ゴルフ場再生ビジネスにはビジネスの可能性があるのである。前出のゴールドマンサックスの担当者も「投資コストをかけてゴルフ場を新たにつくるのはビジネスにならないが、既に存在するゴルフ場経営には魅力がある。」と述べている。

見方を変えて整理すると、ゴルフ場は、一度建設されてしまうと他の用途にはあまり転用しにくいという場合も多い。そうであれば、一度建設されてしまったゴルフ場については、たとえ投資費用が回収できなくても、営業利益が生じるのであれば、荒れ野にするよりはましということで存続させて活動を続けるべきという考え方が成り立つ。(表8)

ただし、より厳密には営業利益が生じていれば常に存続が望ましいということにはならない。建設された後の事後的な判断としても、他の用途に転用された場合の利益と比較して、より高いかどうかは少なくとも考慮すべき点ではある。

また、そのようなことが恒常的に起こるようになると、投資費用に対して貸し付けを行っている金融機関の方の戦略が変更されてくる可能性も考える必要がある。法的整理に入って債権放棄を迫られることが多いと予想されるのであれば、貸し倒れの場合の回収率を低く見積もるようになるだろうし、その結果としての貸し出し行動は慎重にならざるを得なくなるからである。そこまで考えたうえで、日本のゴルフ場ビジネスのあり方として、再生ビジネスをどのように活用していくか、その際に法的整理をどう運用していくかが、今後の重要な検討課題だろう。

5. 今後の事業再生を考える上での検討課題

これまでのところ日東興業の事業再生事例において、経営者、スポンサー、会員がどのように行動し、どのような意思決定が行われ、それらはどのような構造に基づいていたのかについて、それぞれ事実に基づいて整理した。これらの事実は、今後のゴルフ場再生ビジネスを考えるうえで参考になる、様々な重要な情報を提示している。また、そればかりではなく、その他の事業再生事例に活かすことのできる、いろいろな含意や検討課題も示唆しているように思われる。そこで最後に今まで述べたポイントに加えて、今後の事業再

生問題を考えていく上で参考になるとと思われる検討課題を 2 点提示してこのケースの締めくくりとしたい。

問題提起 : 和議後の日東興業の再建にあたっては、最終的にはスポンサーになったゴールドマンサックスが民事再生法を利用して経営再建を行った。しかし、一般的に考えると他のステークホルダーが再建の主演となる可能性も考えられたはずである。

たとえば、債権者であった金融機関は、あまり表立った行動をとっていなかったように見える。結果として生じた事実だけから見ると、民事再生法の適用によって銀行は 97.5% の債権を放棄し、大部分の債権は貸し倒れてしまった。それでは取引銀行が、どこかの段階でもっと経営改革にコミットするような戦略はあり得たのだろうか。もしなかったのなら、それはどのような制約に基づくものなのだろうか。あるいは、会員組織がもっと影響力を発揮して、経営を取り仕切るようなことはありえたのだろうか。さらに言えば、ゴールドマンサックスの経営戦略は、他のステークホルダーでは実行できないものだったのだろうか。出来ないとすれば、それはどのような理由に基づくものなのだろうか。

問題提起 : 日東興業のケースでは、再生にあたり、1997 年の和議申請からはじまり、スポンサーへの売却、債権の買い取り、民事再生法の申請という複雑なプロセスをたどった。現段階で考えてみた場合に、この再生プロセスはベストなものだったと考えられるだろうか。考えられないとすれば、どのようなプロセスが望ましかったのだろうか。たとえば、早い段階での会社更生法の適用は、どのように評価することが出来るだろうか。その際の判断のポイントはどのようなものだろうか。

現在、経営不振に陥った企業の再生手段には、たとえば以下のようなものがある。

私的整理（銀行による債権放棄やデットエクイティスワップ）

民事再生法の適用

会社更生法の適用

他社への売却

事業分割、営業譲渡

もちろん、これらの手段を組み合わせて使うことも出来る。また、タイミングの選択も重要である。たとえばスポンサー選定のタイミングと法的整理活用のタイミングには様々な選択肢が考えられ、どのような組み合わせを考えるかで、再建プロセスは大きく変わってくるだろう。日東興業のケースにおいては、どのような選択肢が考えられ、どのような組み合わせが望ましかったのだろうか。

これらの疑問への回答の試みは、日東興業のケースだけからみれば、過去の問題に関する仮想的な検討にすぎないかもしれない。が、今後のゴルフ場再建問題を考えていくうえでは、重要な選択肢であり、検討課題を提示してくれるであろう。また、そこから浮かび上

がってくるであろう日本経済の構造も今後の企業再生や事業再生を考える上で、有意義なものとなるだろう。

【表 1】2002年に破たんした主なゴルフ場経営会社

企業名	時期	適用	負債総額
大宝塚ゴルフ	1月	会社更生法	310億円
スポーツ振興	2月	会社更生法	2109億円
ロックヒルゴルフクラブ	3月	民事再生法	881億円
コスモヒル	3月	破産	690億円
石岡カントリー倶楽部	5月	会社更生法	305億円
川奈ホテル	5月	民事再生法	670億円
昭産業	5月	民事再生法	450億円
ザ・サイプレスゴルフクラブ	5月	特別清算	280億円
多度軽井沢開発	7月	民事再生法	373億円
日東興業グループ	7月	民事再生法	4269億円
地産	8月	会社更生法	3200億円
エステティ開発	10月	民事再生法	4922億円
アバイディング	11月	民事再生法	337億円
北浦ゴルフ倶楽部	11月	民事再生法	389億円
太平洋観光開発	11月	会社更生法	1250億円
ウエストヴィレッジ	12月	民事再生法	400億円

(注) 帝国データバンクの資料から抜粋。負債総額は破たん当時

出所：日本経済新聞 2002年12月30日付

【表 2】国内ゴルフ場を経営する主な企業グループとコース数

(2003年8月中旬時点)

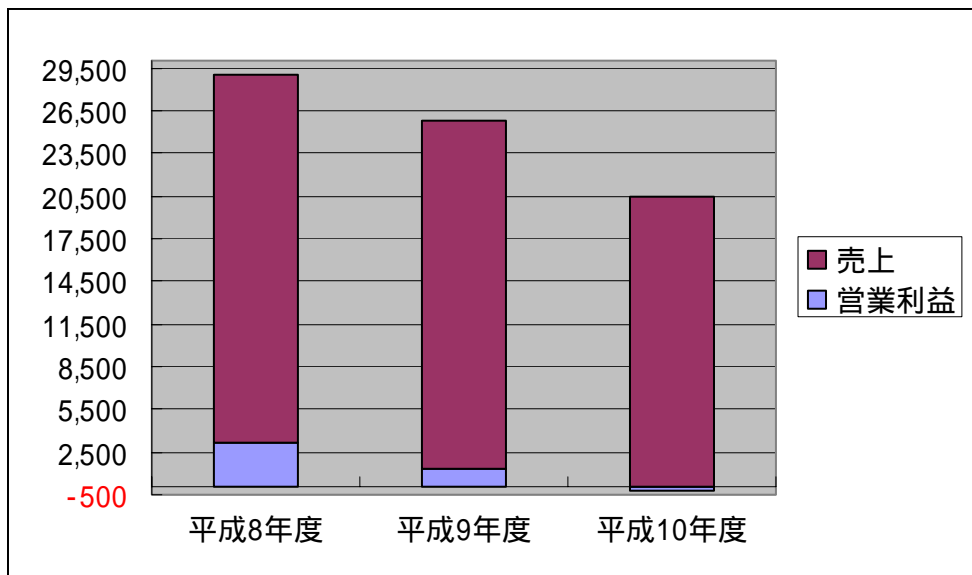
(1)	西武	46
(2)	ゴールドマンサックス	30
(3)	日本ゴルフ振興*	28
(4)	東急	27
(5)	スポーツ振興*	26
(6)	富士カントリー	25
(7)	緑営開発*	20
(8)	太平洋	18
(9)	地産*	16
(10)	ローンスター	15

(注)日経新聞社調べ、*は法的整理を申請

注1:ゴールドマンサックスは、緑営開発グループや会社更生手続き中のスポーツ振興などのスポンサーになる方向で、計画通りに進めば保有するコースは合計七十九に達する見込み

注2:ローンスターは、民事再生手続き中の地産グループやエステティ開発など三十五コースを傘下におさめるのが確実とされている。民事再生手続き中の日本ゴルフ振興(大阪市)の支援に名乗りを上げており、来春にも七十八コースになる見通し

【表 3】日東興業売上・営業利益推移（単位百万円）



【表 4】修正和議条件

：退会者に対する弁済率は、預託金請求権元本の 18%とし、2 年据え置いて 13 回分割して弁済する。3 回目の弁済時に残債権の免除を受ける

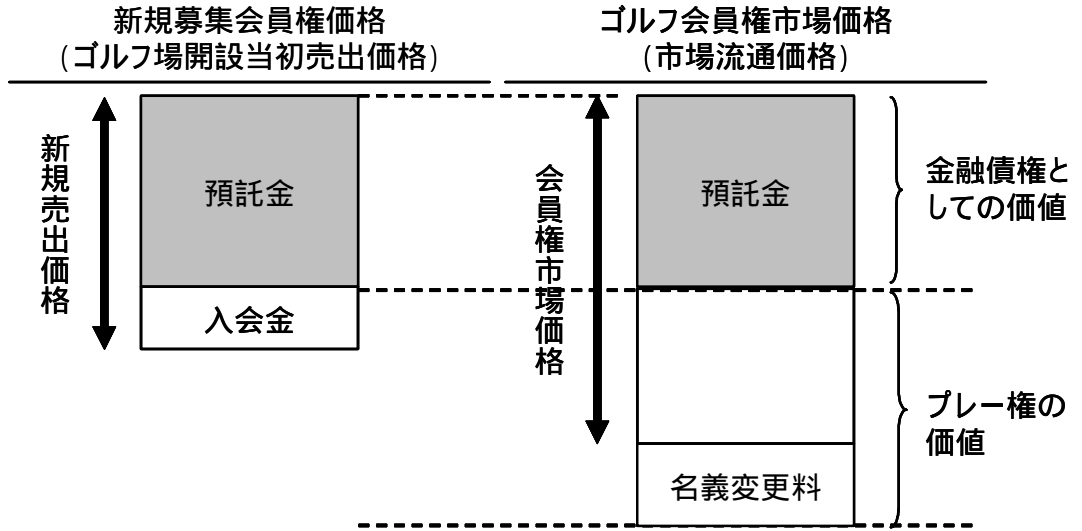
：退会しない会員は、15 年間は預託金返還請求権を行使せず、入会しているゴルフ場のプレー権を行使する。15 年経過後に退会を希望する会員には、預託金を返還するが、その総額は毎年一定額を限度とし、これを超える請求があったときは、抽選とする

：15 年経過した後は、ゴルフ場ごとに 4 分の 3 以上の会員が、株主会員制への移行あるいはゴルフ場の売却による預託金の回収を請求した場合は、これに従う

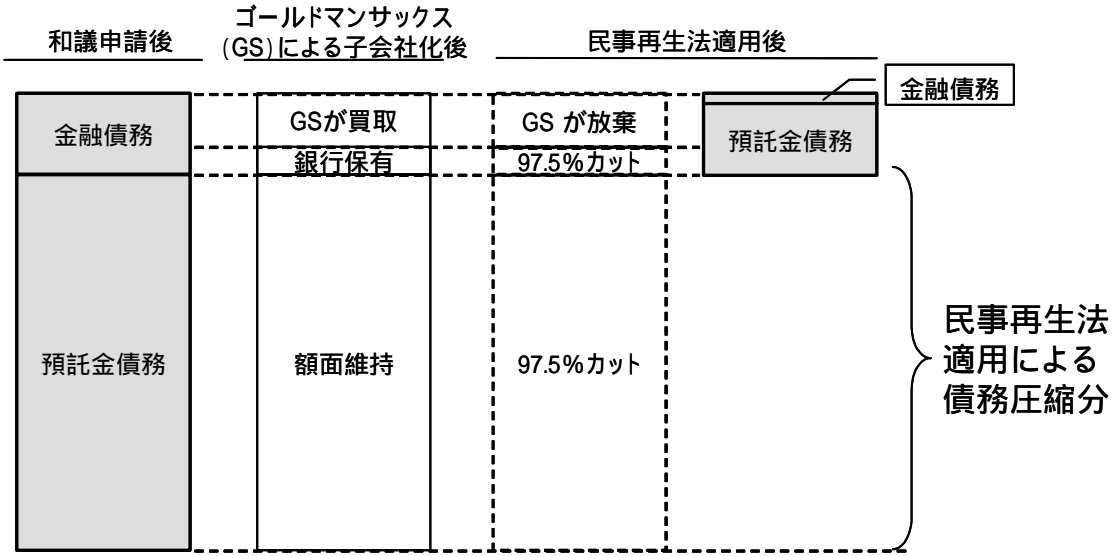
：旧経営者が所有する不動産は、工事中のゴルフ場（会員募集済み）を完成させるために提供する

：履行状況の監督のため、監督報告書を閲覧に供し、会員および学識経験者らで構成される監督機関を設置する

【表 5】ゴルフ場会員権の価格

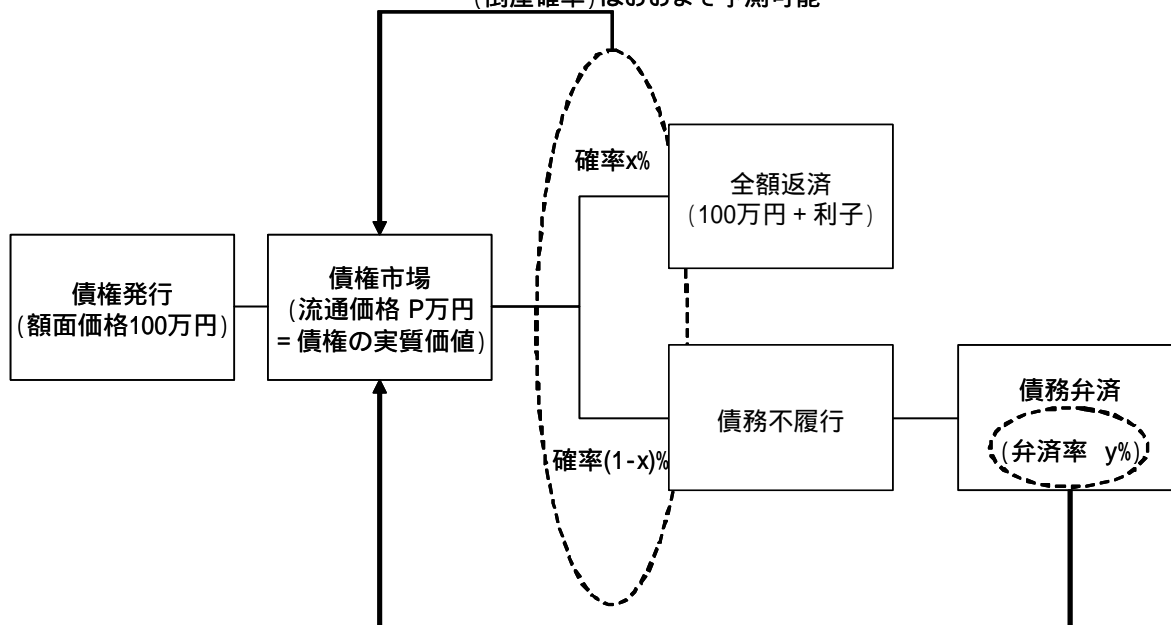


【表 6】ゴールドマンサックスの投資行動



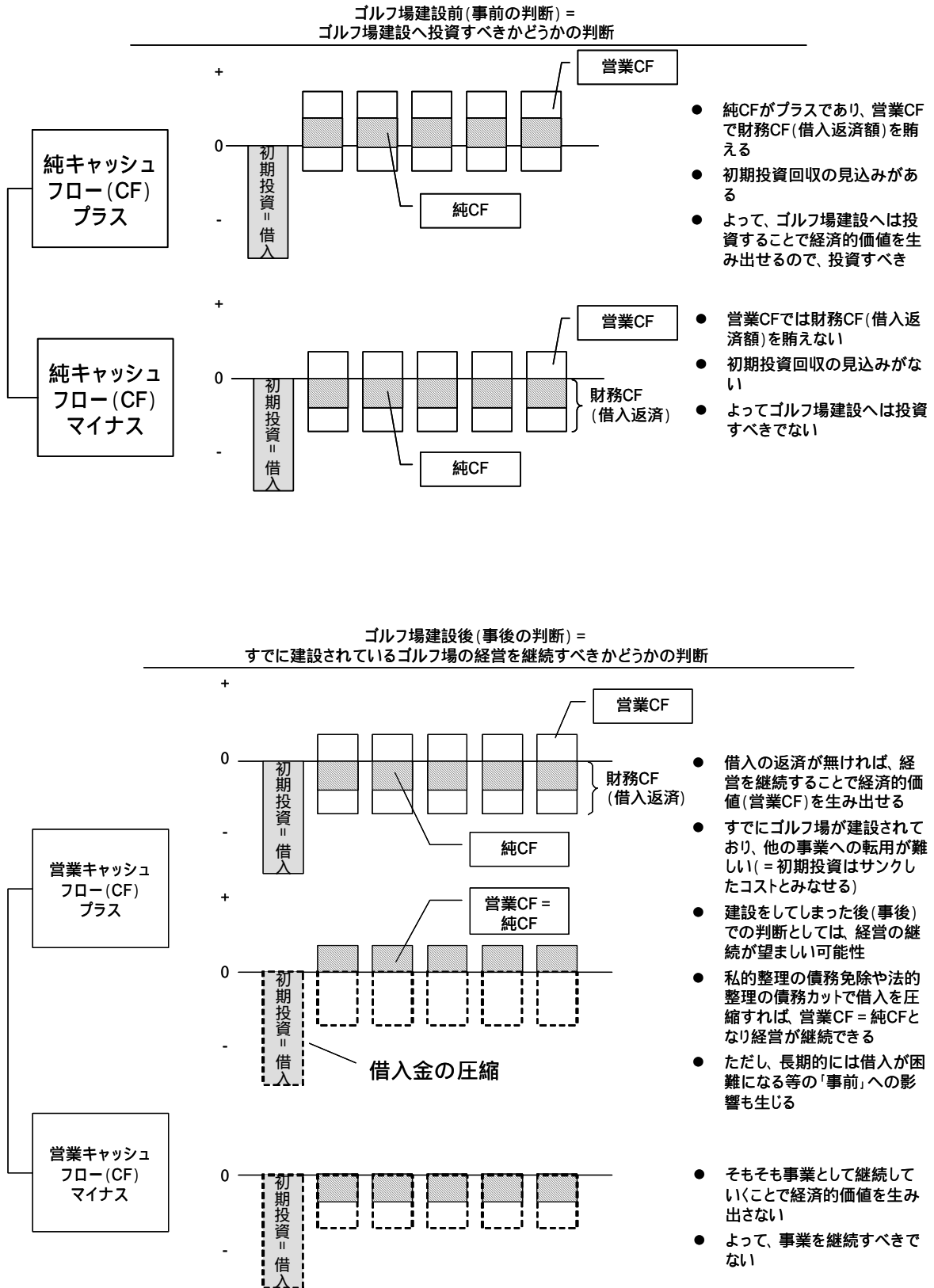
【表 7】債権の価格の実質的な価値

- 適正な事業、企業のリスク判断が出来ないと債権市場での適正な価格付けが行われない
- 日本のゴルフ場の場合、事例が増えたため倒産リスク(倒産確率)はおおよそ予測可能



- 弁済率の不確実性が高く、主観に大きく依存すると債権市場での流動性が低くなったり、適正な価格付けが行われなかったりする
- 法的整理の場合、過去の判例などからおおよその弁済率が推測できる
 - ゴルフ会員権預託金の場合1%~5%程度

【表 8】事前と事後の投資・経営継続の判断



参考資料 1 :

古曳正夫(1998)「和議手続におけるゴルフ会員権の取扱い」NBL649号の要約

この参考資料では、日東興業の和議申立事件において整理委員に任命された弁護士古曳正夫氏による、ゴルフ会員権の法的取り扱いに関する論稿の概要を説明する。

会員の権利の主たる内容

- (a) 優先的にプレーすることを要求する権利・・・プレー権
 - (b) 預託金返還請求権
- (a)と(b)を総称して「会員権」と呼ぶ。

プレー権

- ・ 「プレー権は、会員がゴルフ場に対し、優先的にゴルフ場施設を使用することを求める債権である。」「プレー件とは、ビジターに優先して有償の、個別のゴルフ場施設の使用契約を締結することを求める内容の債権であるといえよう。プレー権は個別契約を締結するオプション権と理解するのが適切であろう。」
- ・ 「プレー権は(債権であり、財産性も認められるが)和議債権ではない。したがってプレー件を債権届出する必要はなく、和議条件による権利変更を受けることもなく、和議手続外で自由に権利を行使することができる。」
- ・ 「プレー権は和議債権ではないから、和議条件による権利変更の対象にならない。」

預託金返還請求権

- ・ 「預託金(入会保証金・入会資格保証金等の名称がある)は、入会時に原始会員がゴルフ場に対し、一定期間が経過しかつ退会した場合に返還する約束のもとに寄託した金員である。」「一定期間が経過しかつ退会した場合に行使することができる。」
- ・ 「預託金返還請求権は完全に和議債権の要件を充たし、和議債権である。」
- ・ 「預託金返還請求権の和議条件について、法律と当事者の意思との衝突という悩み深い問題が生じる。」「従来多くの和議条件の例では、プレー権の存続を希望する会員の預託金返還請求権をもカット(債務免除)することが多かった。」
- ・ そこで、古曳弁護士は、預託金返還請求権をカットしない和議条件として
 - 一般の和議債権は、カットしたうえ、分割弁済
 - 預託金返還請求権は、弁済期間中(たとえば15年間)弁済もカットもしないという例を提示されている。

【参考資料 2-1】～【参考資料 2-3】

「全国ゴルフ場調査から」

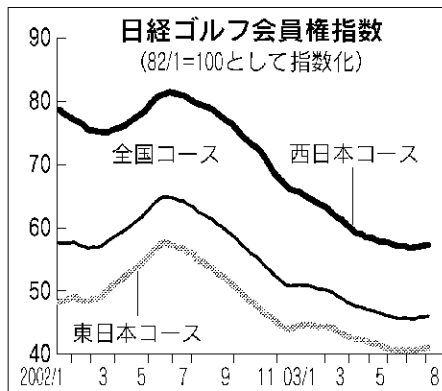
出所：日経産業新聞、2003年8月7日、8日、12日

全国ゴルフ場調査から

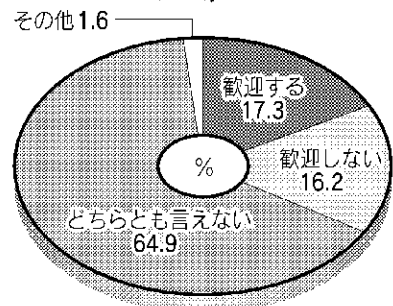
—上—

日経産業新聞が毎週掲載する「全国ゴルフ場の会員権指数」の会員権相場に底打ちの兆しがある。全国の会員権指数は七月上旬に過去最低の水準まで下落した後、先週末までに三週間連続で上昇した。日本経済新聞社の「ゴルフ場主要五百コース調査」(調査時点は六月)で相場について聞いた。

経営するコースの相場水準についての評価は回答したゴルフ場の八五・四%が「安い(安すぎる)」と答えた。「妥当」は一四・一%で、「高い(高すぎる)」との回答はわずかに〇・五%(二コース)だった。全国ゴルフ場の会員権指数は九〇年をピークに低下してきた。昨春いったが、その後相次いだ経済破たんの影響で昨夏から再び低迷していた。



ゴルフ会員権のインターネット売買(オークション方式)について



名義変更料引き下げ

名義変更料が大幅に下回る珍妙な現象が続く。パブリック期に会員権相場が高騰したのをみて名義料を高めに定めたコースが多いために、長期には名義料の固定化はゴルフ場の収益低下につながる。名義料の高さがネックになり、高

前向きは15.3%

員権売買が活性化しない大きな要因」とみる。年齢の会員が若い会員に平均年齢は上昇。一般的に六十五歳をすぎると会

ネットでの会員権売買 評価分かれる

「考えてない」が七三・二%を占めたが、「重要な収入源だが、引き下げについて聞いたところ、最新の動きとしては、インターネットを通じて会員権の売買がある。ゴルフ情報サイトを運営するイー・ゴルフ(東京・千代田)は一月末から、会員権を購入する人が増えている」(桜ゴルフの佐川八重子社長)と反騰を期待する向きもあるが、本格上昇に転じるには時間がかかりそうだ。

員の年間プレー回数は減るといわれる。収入が先細りする可能性が高い。武蔵野ゴルフクラブ(八王子市)は七月から名義変更料を引き下げた。正会員で従来の百万円から五十万円に値下げしたほか、書き換え手続きした会員権業者に五万円の手数料を支払う。名義変更料の引き下げについて聞いたところ、「考えてない」が七三・二%を占めたが、「重要な収入源だが、引き下げについて聞いたところ、最新の動きとしては、インターネットを通じて会員権の売買がある。ゴルフ情報サイトを運営するイー・ゴルフ(東京・千代田)は一月末から、会員権を購入する人が増えている」(桜ゴルフの佐川八重子社長)と反騰を期待する向きもあるが、本格上昇に転じるには時間がかかりそうだ。

全国ゴルフ場調査から

—中—

ゴルフ場経営大手の緑のうちの「預託金制度の破産開発（東京・新宿）なたん」を挙げたのは百六どグループ九社が四日、十二コースで、断然多か民事再生法の適用を東京地裁に申請した。総額で三千億円を超す巨額の負債の半分以上が会員から集めた預託金で、相次ぐ返還請求が破たんの引き金になった。「ゴルフ場主要五百コース調査」では、会員権の永久債化や株主会員制への転換など預託金制度の改革に期待する向きが多かった。ゴルフ場破たんの構造的な要因を聞いたところ、回答した二百コース

預託金の永久債化

63施設が関心

中間法人が経営に

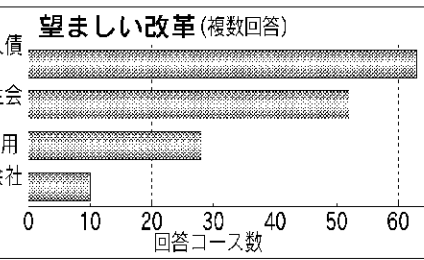
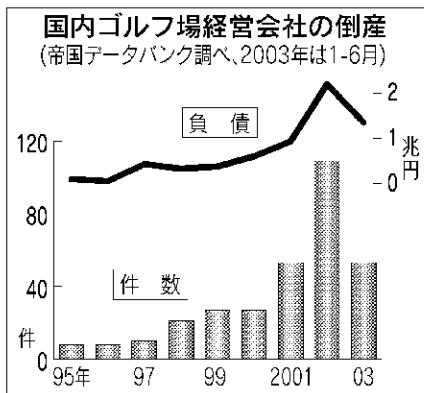
増える傾向に

「預託金制度の永久債への転換」に関心を示した回答が六十三コースと最も多く、「預託金制度の株主会員制度への転換」（五十三コース）、「中間法人の活用」（二十九コース）と続いた。

「預託金制度の永久債への転換」に関心を示した回答が六十三コースと最も多く、「預託金制度の株主会員制度への転換」（五十三コース）、「中間法人の活用」（二十九コース）と続いた。

「株主会員制も検討したが株主となってゴルフ場が、税務上の課題もあり経営者の暴走をくい止めるは三月末までに預託金の永久債を選んだこと語る。株主会員制に転換する運営会社が存続したまま、会員が一〇〇%出資するゴルフ場になった。

最近、預託金問題の解決手法として注目されると、債務免のが、二〇〇二年四月に法律が施行した中間法人の活用だ。会員を社員として課税とする中間法人がゴルフ場資産を保有する。中間法人がゴルフ場経営会社の株式を保有する間接株主会員制を採用するコースが増えつつある。



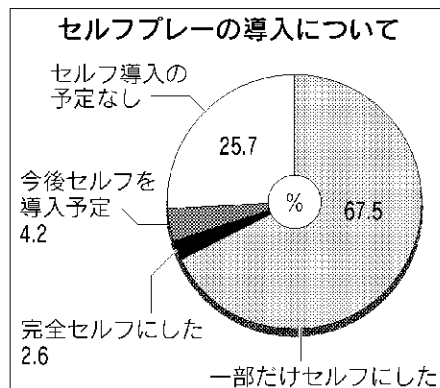
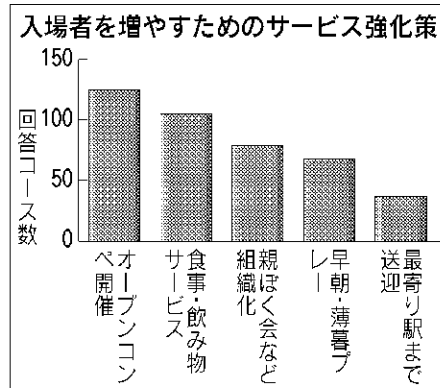
最近、預託金問題の解決手法として注目されると、債務免のが、二〇〇二年四月に法律が施行した中間法人の活用だ。会員を社員として課税とする中間法人がゴルフ場資産を保有する。中間法人がゴルフ場経営会社の株式を保有する間接株主会員制を採用するコースが増えつつある。

全国ゴルフ場調査から

—下—

日本経済新聞社が四十を聞いたところ、増加す七都道府県を対象に実施するとみるコースは三八・一した全国ゴルフ場調査 五%、マイナスとみる回によると、二〇〇二年度 答は六一・五%だった。のゴルフ場の入場者数は マイナス幅が「五%未満」三十三年ぶりに九千万人を は三四・四%、「五一」割った。「ゴルフ場主要〇%」が二一・四%、「一五〇〇コース調査」では、〇%以上が五・七%と回答したコースの平均売 大幅減を予測するコース 上高は二〇〇一年度比 が少なくない。

「レジャー白書」によ べて五・九%減少した。 厳しい経営環境のなか ると、二〇〇二年のゴル で、それぞれのコースは フ場の市場規模は一兆三 増収策やコスト削減策を 千五百十億円と、二〇〇 打ち出している。 一年に比べて三・五%減 った。ダイワ精工が六月、 「五百コース調査」で、 首都圏のサラリーマンな 二〇〇二年度の来場者を 聞いたところ、増加した ど既婚男性七百人を対象 コースは二九・九%、減 に実施した調査では、様 少したコースは六九・六 々なスポーツのプレー料 金。平均は九千三百八円 %だった。 二〇〇三年度の見通し 二万円を割った。



来場者予想

増えるは38.5%

財布のひもを固くする

ゴルフファーを引き寄せるため、ビジター向けの料金を引き下げるコースが増えている。休日のビジター料金を値下げしたコースは四〇・四%で、平均二万三千三十一円と三年前に比べ千六百七十八

経営改革

人件費を削減

田下がった。今後も一四法としては、「オープンしたコスト削減の効果を今後セルフを 導入予定 4.2」を 検討する。 「飲み物のサービス」を 検討する。 「プレー料金の引き下げ 検討する。 「最寄り駅までのバスや

車での送迎」をあげたコ 減(百二十四コース)、 ても、コースは存続する ースが三七あった。 「給与体系の見直し」(百 ケースが多いためだ。 酒気帯び運転の罰金が 二十コース)、「キャデ かつて一世をふうびし 引上げられ、車ではな イーの契約社員への切り たボウリング施設は、倒 替えか削減」(九十六コ 産が相次いだ後はホーム も増えつつある。御殿場 ース)と続いた。 センターなどに転用され 市内のあるコースは四月 だ、人件費を中心と してコスト削減策には限 る。 広瀬所長は「コースの から七月まで、バス送迎 したコスト削減策には限 半分を都会の夫婦が週末 がついた平日パックによ 界がある。 に過ごせる(別荘などの) り入場者が増やした。 日本スポーツマーケット 場所にするとか、別の用 二〇〇三年の売上高が ト研究所の広瀬恒夫所長 途に転用する必要があ 増える予想するコース は「ゴルフ場の需給問題 場所にするとか、別の用 金倒産にかわって、純然 途に転用する必要があ るコースは七四・二%に たる経営倒産が増える」 とみる。 」と指摘している。

「五百コース調査」で は、ゴルフ場事業からの 撤退や売却を検討してい るのはわずか一コース。 全国のゴルフ場数は二千 四百四十カ所と十年前に 比べて四百二十九コース 増えた。経営会社が法的 整理を申請して破たんし

日東興業ケーススタディ・ティーチングノート

1.はじめに

このケーススタディで取り上げた日東興業は、バブル崩壊後の名門ゴルフ場破綻として、マスコミでも大きく取り上げられ世間の注目も集めたケースである。日東興業は、和議、外資系への売却、民事再生法の適用とかなり紆余曲折を経て、再建が行われてきた。その意味では、このケースには、日本のゴルフ場経営の特徴がかなり良く表れているだけでなく、バブルの時期に不動産投資等に失敗し経営再建に苦しむ企業の特徴も良く表されているように思われる。ゴルフ場運営と再建の特徴、法的整理プロセスの流れ、外資系金融機関の手法や考え方、バブル崩壊後の日本企業が抱えている本質的な問題点等等、このケースから読み取ることのできる情報は、多岐に渡っている。

また、筆者が経済学者であることもあり、経済学の視点から事業再生をどのようにみる事が出来るのかという視点も本文中には盛り込んである。ケース作成者の意図としては、単なるゴルフ場再建の歴史的記述というだけではなく、そこから企業再生・事業再生の特徴や、ガバナンス等日本企業の問題点など、より普遍的・一般的な問題点について気付き、考えるきっかけとなるように努めたつもりである。が、より具体的にゴルフ場経営再建の問題としてこのケースを取り上げることはもちろん可能である。

議論のポイントと思われる点については、すでに本文中で取り上げられているが、ここではそれらの諸点について、追加的なコメントを付け加えておくことにしよう。

2.日東興業の事例におけるポイント

ポイント：ゴルフ会員権の仕組みと特殊性

日東興業の破綻の引き金でもあり、再生にあたっての経営陣の大きな悩みの種でもあったのが、ゴルフ場の「預託金」問題と7万人を越える会員とのコンセンサス構築であった。預託金が存在するために、会員が債権者として大きな影響力をもつというのが、このケースにおけるひとつの大きな特徴である。その意味では、預託金の意味を理解すること、ゴルフ場再建のプロセスでは、その点で他の企業と異なった大きな特徴を有していることを理解することが、まずここで必要なことである。

しかしながら、このポイントから学べることはそれだけにとどまらない。より一般的に考えて、債権者が企業のガバナンスに大きな影響力を持つ可能性があること、そしてそれは企業再生の過程では非常に重要なポイントとなることを理解したい。その際に、法的整理が果たす役割も重要である。和議法から民事再生法に変わることによって、債権総額の4分の3以上から2分の1以上の賛成と計画案可決の条件が変化した。そのことの与える影響、事業再生へのメリット・デメリット等も議論したい。それによって、民事再生法に

関する理解、事業再生にあたって民事再生法をいかに活用していくかという視点も深まるだろう。

また、購入した段階ではほとんど認識していなかったガバナンスの権利を、多くの会員が破綻後に認識し、かつそれが会社の運営に大きな影響を与えている現象は、バブル前後に購入された株式等の日本の有価証券に共通した特徴であり、このような一般的な問題に議論を広げてみるのも面白いかもしれない。

ポイント：ゴールドマンサックスによる資金投入（不良債権の買い取りと子会社化）

ここでは現在積極的に活動している外資系金融機関の戦略を理解・検討することができる。まず、日東興業の事例においてゴールドマンサックスがどのように活動してきたかを再度整理したい。ゴールドマンサックスの戦略を整理し、そこにはどのようなリスクがあるのか、どのような収益見通しがあるのかを考えたい。

また、投資資金の回収戦略として、スケールメリットを生かすために、どのようなポイントをどのように考慮し戦略をたてていくべきかを議論したい。その際、不採算コースの取捨選択の問題や、標準化と各ゴルフ場の特徴を生かす戦略のトレードオフの問題など議論する上で興味深い点が多々あるように思われる。

さらに、証券化のスキームも今後のゴルフ場の再建問題を考えるばかりでなく、再建にあたってのファイナンス技術を考える上でも、重要なポイントだろう。

ポイント：和議と民事再生法での預託金の扱い方の違いと会員権市場への影響

日東興業は、和議と民事再生法、二つの法的整理を経験した珍しいケースである。この2つの再建案での最も大きな違いのひとつが、ゴルフ場会員の支払った預託金の扱いである。ここでは預託金の扱いを通して、債権の価値はどのようにして決まるのか、また債権の流通、売買を促進するためにはどのような点が重要か等を議論したい。

預託金に限らず債権の実質的な価値というのは、額面の金額だけでは決まらない。債務不履行が生じる確率とその場合に得られる金額（弁済率）に大きく依存していることをまず理解したい。

そのうえで、将来の不確実性の減少や客観性の確保が取引を促進させるうえで重要な点を考えたい。さらにこの点を通じて、広く日本の不良債権問題を考えるのも面白いだろう。不良債権売買においても、リーガルリスクなども含めて将来価値の客観的な予測が難しいために、うまく取引が成立しない場合がある。不良債権についても、債権の実質価値を客観的に明確にすることが、取引を促進させる上で有効だという点や、どのようにして客観性・明確性を確保していけばよいかを考えてみると面白いだろう。

ポイント：営業利益と存続の判断基準

このポイントは事前と事後の判断基準の違いという、経済学における重要な概念と関連

している。通常ゴルフ場を建設するには、大きな投資費用が必要であり、それを金融機関からの借入れや預託金でまかなってビジネスをスタートさせる。この投資を行う以前の「事前」段階の判断基準としては、当然投資費用も含めての収益性で考えるべきである。

しかし、いったん投資が行われ、その投資費用が退出しても回収できないようないわゆる sunk cost になってしまった「事後」の段階では、(いずれにしても投資費用は回収できないため) 存続すべきかどうかの判断基準は、投資費用を含めずに考えるべきだということになる。その意味では、債権放棄による存続は一定の意義を持ってくることになる。

しかし本当に投資費用が sunk しているかどうかは十分に考える余地がある。ゴルフ場を他の用途に転売すれば、実はもっと良い事業の展開が可能かもしれない。またより重要な点は、そのような事後的な判断が事前の行動に与える影響である。ここでの議論でいえば、たとえば、そのような債権放棄を続けていると誰も貸さなくなるのではないかという問題が生じる。この事前と事後のトレードオフの問題は、ゴルフ場の問題だけではなく、事業再生全般に横たわる問題であり、そこまで議論を広げてみるのも面白いかもしれない。

その他の検討課題

最後にその他の検討課題として、やや基礎知識を必要とするものの、議論してみると面白いと思われる点を 2 点問題提起している。

1 点目は、ゴールドマンサックスの戦略を、なぜ日本の金融機関は採ることができなかったのかという疑問である。この日東興業のケースでは、本当は日本の金融機関も、実はゴールドマンサックスがとったような戦略をとり得たのではないだろうか。そうすれば、もう少し多くの債権を回収できた可能性がなかったのだろうか。なぜそれが出来なかったのか、何を変えられなかったのか、あるいはそれをしないことがやはり最適戦略だったのか。さまざまな状況下で、このような問題を考えてみるのは面白い思考実験であると同時に、企業再生における金融機関の役割を議論する足がかりになるだろう。

2 点目は、再建のプロセスはベストだったのかという疑問である。法的整理に入るタイミングやスポンサーの選び方など、近年の事業再生は選択肢が多い。その中で個々の案件に応じてベストの戦略を選び出す能力を身に付けるためには、この日東興業のケースにおいて、実はどのようなプロセスを行っていくのが最適だったのかをじっくり考えてみるのが非常に有効であろう。