

## 事業再生ケーススタディ・日東興業

### 1 バブル崩壊後のゴルフ場経営

日本のゴルフ場の約1割が法的整理を経験する。

倒産件数：2002年度102件 2003年度100件、2004年度77件  
売上げの低迷により預託金の返還が行き詰まるケースがほとんど。

ゴールドマン・サックスやローンスターなどの外資系金融機関が破綻ゴルフ場を次々に買収。

### 2 日東興業の破綻までの経緯

#### 日東興業の概要（和議申請前）

国内に34コース、海外に4コース（全英オープン開催コースの1つであるターンベリーを含む）を運営する、日本最大手のゴルフ場経営会社。

#### 日東興業の業績推移

売上高 バブル期：300億円程度、平成8年度（平成7年10月～平成8年9月）：290億円、平成9年度（和議申請直前）：258億円、平成10年度：204億円。

当期利益ベースでは平成8年度から赤字が続き、平成10年度には営業利益が赤字転落。

#### 和議成立までの経緯

平成9年12月25日、日東興業と関連会社3社は、東京地裁に和議申請。

#### 和議申立理由：

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、資金繰りに行き詰まる。

#### 実際の理由：

預託金返還請求は26億円程度で、全体の1%未満。

貸し渋りもなし。

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。

平成9年12月28日に不渡りを出す寸前での和議申立。

平成10年7月3日和議手続き開始決定。

平成11年2月和議成立

#### 和議法：

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。

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 事業資産の維持が困難。

再生計画は債権者の4分の3以上の債権者の同意が必要。（民事再生法では2分の1）

債権者となる会員は7万人以上 和議の成立には多数の会員からの賛同が必要 説明会を各地で開く。

和議に反対する主な理由：

和議手続き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。

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。

和議の内容

ゴルフ会員権の取扱い：プレー権をすべて保護する(全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、預託金は全額保護するが、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。

経営改善計画の要点

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

その他、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も行う but 経営者の保身からスポンサー探しは凍結

### 3 破綻後の処理

田中氏による再建策

2000年9月：山持社長に代わり、元東レアルファート社長、田中健夫氏が社長就任。

銀行との債権カット交渉は失敗。

主要取引銀行の本音

「日東興業にできるだけ弁済させ、債権残高を減少させ、資金ショートをきたして弁済できなくなったときに担保実行するか、債権を高値で外資に売却。」

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、大雪による打撃。

スポンサー探し

2000年12月：スポンサー探しを本格化。

外資系の銀行や証券会社、ファンド。

2001年8月：ゴールドマン・サックスと基本合意。

## 事業運営の改善

値下げ合戦に負けないコスト競争力

コスト削減：

労務費の削減：能力に見合った給料への改定等、半年で13億円の削減

仕入れ価格の見直し：本社での集中購入の部分導入

地代引き下げ交渉：地主に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）

成果をあげた社員には、社長賞を与えるなどのインセンティブプランも導入。

## ゴールドマン・サックス（GS）による債権買収

2001年8月：GSとの基本合意

2001年12月：日東興業はGSの100%子会社にGSが日東興業再建の舵取りを行う。

日東興業の26取引銀行と相対で債権買い取り交渉に奔走。

資金ショート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することを未然に防ぐ。

2001年3月末までの3か月で、日東興業の負債の7割を買収。（買収価格は額面の5割程度）

## 民事再生法の申請

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

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多かった。

このような会員の声をくみ上げる形で、2002年7月に民事再生法の適用申請。（日東興業及びグループ11社の計12社）

会員の97%が賛成。

「いつ返還されるかわからない預託金が額面どおり存在するより、預託金をほぼ全額諦めてでも、プレー権が確保できれば良い。」

2003年2月：民事再生手続は認可。

スポンサーが民事再生法適用を主導したという点で、プレパッケージ型再建の先駆的事例。

再生計画案：

預託金などの一般債権の97.5%カット（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）

G S 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。株主として一般債権（額面の 2.5%）を一括弁済。  
日東興業とグループ会社を合併。

#### ゴールドマン・サックスによる経営改革

##### G S の経営改善化

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

：

- ・ 全ゴルフ場での仕入れ品の共同購入
- ・ G S の信用を利用し、掛けで購入。

コスト低下と資金繰りの改善

- ・ 各ゴルフ場での損益分岐点分析の導入や外部コンサルタントによる能力査定による人件費の見直し

：

- ・ さらなる売上げの成長を模索し、新しいゴルフ人口の開拓するための施策を外部の専門家と行う。
- ・ アコーディア・ゴルフのポイントカード制の導入。（会員に対し、商品購入やサービス利用の実績に応じてポイントを貯め、割引金額に換算して使える。ゴルフ商品を購入するたびに 15% 割引、18% のポイント還元 アコーディア・ゴルフの物販部門に約 3 倍の伸びを促す。）

G S はスポーツ振興や緑営グループを傘下に収め、併せて 90 近くをゴルフ場運営会社アコーディア・ゴルフで一括運営。  
設備投資などに約 50 億円 ゴルフ場の会員権相場を上昇させていく。

#### 4 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

##### ゴルフ会員権の仕組み

ゴルフ会員権 = プレー権 + 預託金返還請求権

1980 年代のバブル期：預託金の金額やプレー権と関係なく高騰

バブル崩壊：預託金の額面よりも低い価格になる 預託金返還を請求

「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？」

##### ステークホルダーとしての「会員」と経営との関係

ゴルフ場会員：7 万人を越え、総額で 2600 億円以上の預託金請求権。

銀行の金融債権：1200 億円程度。

民事再生の計画案が可決されるには、債権総額の2分の1以上の賛成が必要 会員が重要。

最大の債権者 法的整理の段階における会員の影響力は大きい。

小口債権者で債権者数の多さ 会員全体の統一的な意思決定が難しい。

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)

#### 外資系金融機関による日本のゴルフ場ビジネス

買収・再建の手順

ゴルフ場をできるだけ安く買収

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さらなる市場の開拓

他社への売却や株式上場などでエグジット

外資系プレーヤーは、ゴルフ場再建ビジネスで20%程度の利回りを期待。

#### 今回のGSのスキームの説明

GSは、200億円~300億円で金融機関の債権を買い取り、あわせて経営権を取得。法的整理によってその200~300億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り放棄。

#### ゴールドマン・サックスの資金回収スキーム

買い取った債権を全額放棄 債権買取りに投じた資金とその後に投じた設備投資資金等は、株式価値を高めることにより回収。

スケールメリットを生かしたオペレーションコストの引き下げ。(運営するゴルフ場の数を拡大): 共同購入による仕入原価の削減、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

証券化:(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。)

・ GSの関連会社が日東興業や同グループ会社に170億円を貸付け。

・ この貸付債権を信託銀行に譲渡し、信託受益権として証券化。

・ GSが信託受益権証券を国内の機関投資家に

販売。

- ・ 調達した資金は借入金の返済にまわす。

アコーディア・ゴルフの株式公開。

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

和議：会員をや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。(2013 年まで凍結し、その後年間 10 億円を上限に償還)

再生法：預託金が 97.5%カットされ、2600 億円が 65 億円にまで圧縮。9 割以上の会員が賛成。金融機関も債権カット受入れ。

- ・ 預託金が全額維持されても、実際に将来返還される保証がない。
- ・ 不確定要素がなくなる 会員権売買がしやすくなる。
- ・ (金融機関も) 債権の回収可能確率が低いまま維持するより、大幅に債権放棄しても、経営が安定化して回収確率が高まる方が得。

不良債権についても、実質価値を明確にすることは、取引を促進させるうえで有効。

ポイント : 営業利益と存続の判断基準

初期投資費用、あるいはその裏側にある借入総額を将来の営業利益の合計が上回って初めて、ゴルフ場建設のうまみが生じる。

ゴルフ場再生ビジネスのポイント：

負債を圧縮し営業利益の拡大を図る。

G S 担当者「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、すでに存在するゴルフ場経営には魅力がある。」