

株式会社九州不動産鑑定所  
不動産鑑定士 藤井 貞人

- 1 はじめに
- 2 バブル経済崩壊によるゴルフ場経営環境の変化と現状
- 3 ゴルフ場評価と評価上の留意事項
- 4 破綻したゴルフ場の再生と鑑定士の役割
- 5 おわりに

## 1 はじめに

わが国におけるゴルフ場の経営環境は1990年代のバブル経済の崩壊とともに大きな転換期を迎えた。利用者数の減少、客単価、会員権価格の下落など長期に亘る低迷状態に陥り、多くのゴルフ場が破綻した。このような状況を受け、我々不動産鑑定士がゴルフ場の鑑定評価を行う機会も担保評価だけでなく、M&Aにおける資産査定、民事再生法に基づく鑑定評価、会計上の時価評価など多岐に亘ってきている。

当稿ではまず預託会員権方式という独特のビジネスモデルを背景としたわが国のゴルフ場開発、ゴルフ場経営方式を紹介する。そして、このモデルが崩壊した現在のゴルフ場評価における手法の適用とその留意点を概観する。さらに、破綻したゴルフ場の再生事例についても言及する。

## 2 バブル経済崩壊によるゴルフ場経営環境の変化と現状

### (1) バブル経済の端緒

そもそもバブル経済の発端は1985年9月22日、アメリカ合衆国・ニューヨークの「プラザホテル」で行われたG5（先進5カ国蔵相・中央銀行総裁会議）による合意（プラザ合意：Plaza Accord）であると言われる。この合意の狙いはドル安によって米国の輸出競争力を高め、貿易赤字を減らすことにあった。一方、わが国にとっては円高により、貿易黒字が減少することを意味していた。こうして1985年以降、日本基幹産業であった輸出産業は厳しい状況に立たされることになった。当時の不況を円高不況（High-yen recession）と呼ぶ。

円高不況を克服するため政府及び日銀は公定歩合を2.5%に引き下げるなどの超低金利政策をとるとともに、様々な内需拡大政策を行った。一方、これらの政策により発生した大幅な余剰資金は不動産や株式などへ流入し、バブル経済と呼ばれる資産インフレの下地を作ることとなった。

## (2) バブル経済とゴルフ場開発

### ① 1990年以前のゴルフ場を取り巻く経営環境

1987年、内需拡大政策の一環として総合保養地域整備法（通称：リゾート法）が施行された。リゾート法は民間企業による滞在型リゾート施設の建設を促進しようとする法律であった。この法律により、豪華な設備を持った数多くのゴルフ場、リゾート施設が全国で開発されることとなった。

同時期、低金利を背景とした過剰流動性は株式、不動産のみならずゴルフ会員権の高騰をももたらすことになった。会員権はキャピタルゲインが見込まれるものとして投資の対象となり、実需を反映しない価格へと騰貴した。

そもそも預託会員権方式によるゴルフ場開発はバブル期に始まったわけではなく、それ以前から莫大な初期投資を賄う資金調達手段として一般に行われてきた。預託会員権によるゴルフ場開発のビジネスモデルは次のように単純化することができる。

- 1) ゴルフ場開発者はゴルフ場の開発に当たり会員を募集する。
- 2) 会員はプレー権（優先的施設利用権）を付与される一方で、高額な預託金（一定期間据置き後、無利子での返済を条件とした預かり金）を支払う。
- 3) ゴルフ場開発者は預託金でゴルフ場開発に必要な初期投資の大部分を賄う。
- 4) 会員が何らかの理由で預託金の回収を図りたければ、会員権取引市場で会員権を売却することができ、直接、ゴルフ場に対して預託金を返還請求して資金を回収する必要性はない。
- 5) ゴルフ場運営に必要な経費は通常の営業収入によって賄う。
- 6) さらに、資金が必要な場合には（限度はあるものの）、さらに会員を募集し、預託金を受領することで資金確保が可能であった。

以上のようなビジネスモデルが成立するためには前提としてゴルフ会員権に対する旺盛な需要があり、取引市場において預託金を上回る会員権価格が形成されていることが必要であった。また、実際にそのような状況が長く続いた。

こうしてゴルフ場開発主体にとって預託金は、実質的に無利子無返済非課税というこの上ない資金調達手段となった。

### ② 1990年以降のゴルフ場を取り巻く経営環境の変化

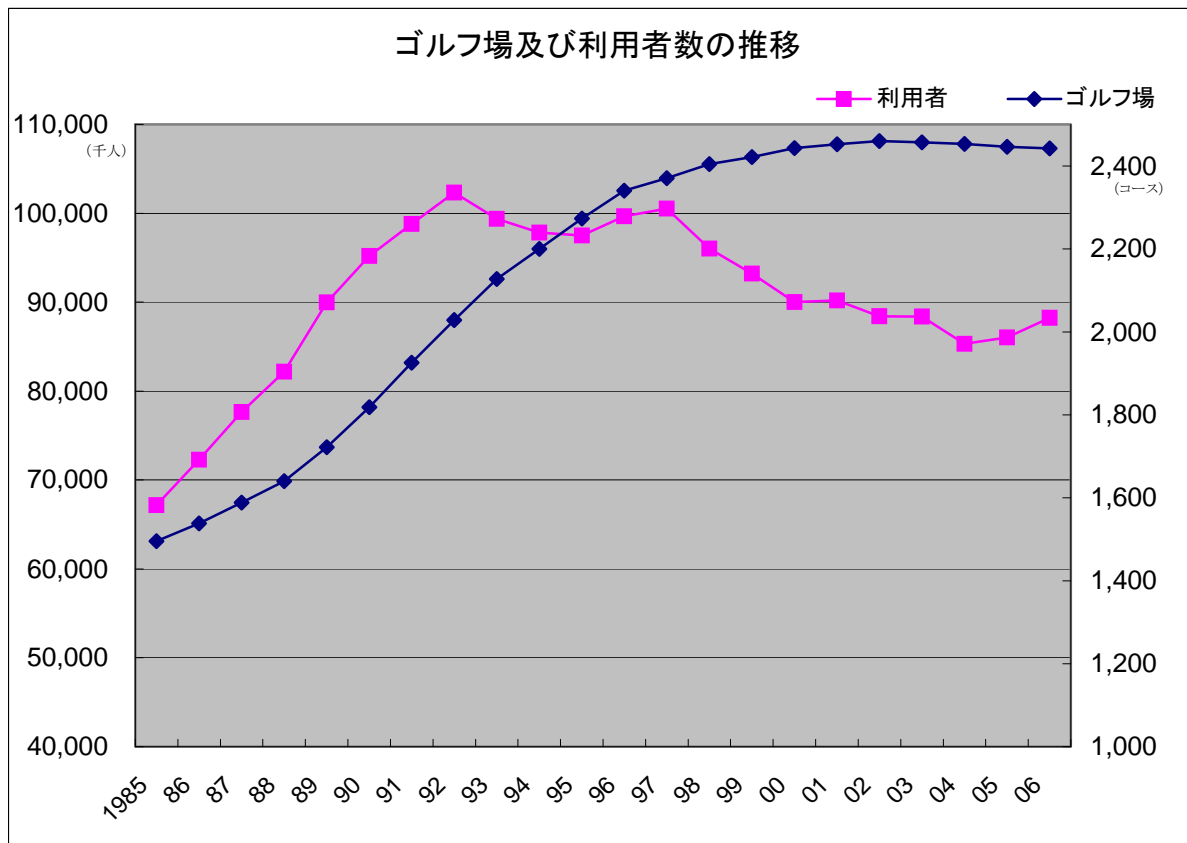
1990年前後から、政府・日銀は未曾有の資産インフレを抑制するための政策を打ち出していった。1990年3月に大蔵省から出された通達「土地関連融資の抑制について」（いわゆる総量規制）は、不動産の価格高騰に対して特に大きなインパクトを与えた。総量規制は不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑えることを要求した。行き過ぎた不動産価格の高騰を沈静化させることを目的とする政策であったが、影響は不動産価格の下落を通じて金融機関にも多額の不良債権を発生させ、バブル経済の崩壊をもたらす要因の一つとなった。このほか、日銀による金融引き締め政策などとも相まって、景気は急速に悪化していくことになる。こうして1990年代のバブル経済の崩壊とともにわが国におけるゴルフ場の経営環境は次のように大

きな転換期を迎えた。

1) 不況による可処分所得の減少、企業の接待交際費の削減などを受け、1992年頃からゴルフ場利用者数が減少傾向となる。

2) 一方、ゴルフ場数は開発計画から実際の開場までのタイムラグにより、急激な方向転換ができず増加を続けた。

3) ゴルファーが減少する一方でゴルフ場数は増加するという需給のアンバランスはゴルフ場間の競争を激化させ、客単価の下落及びゴルフ場の採算悪化を招いた。



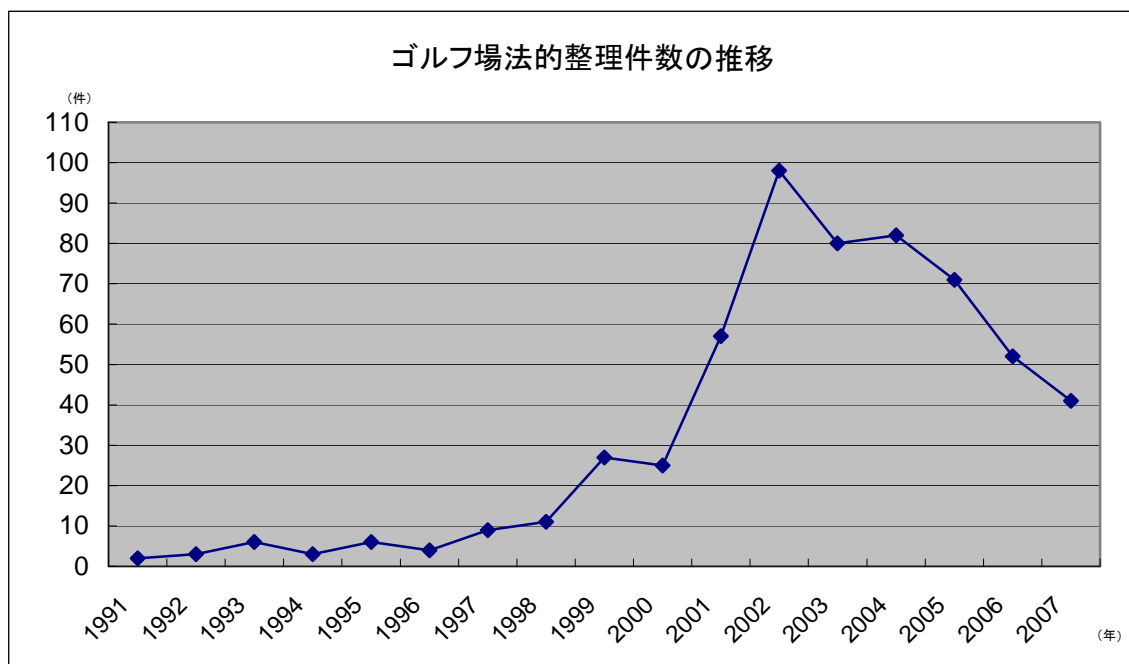
4) 資産デフレ、ゴルファーの減少などの影響を受け会員権価格も大幅に下落した。

5) 市場での会員権価格が預託金の額を下回る状況になると償還期限を迎えた会員は直接、ゴルフ場に対して返還請求権を行使した。

6) ゴルフ場は預託金の大半を既に土地や建物造成費等に固定化しており、巨額の預託金を返還できるだけの余力はなかった。(従前のビジネスモデルからすれば将来の預託金返還請求自体が想定外であった。)

7) 据置期間満了後、収益の低迷と相次ぐ償還請求に応じられなくなったゴルフ場の多くは破綻するしか選択肢がなく、法的整理の道を選ぶこととなった。

こうして会員権価格の上昇を盲信した従来のビジネスモデルは破綻した。



### 3 ゴルフ場評価と評価上の留意事項

今日、我々不動産鑑定士がゴルフ場の鑑定評価を行う機会は、担保評価、M&Aにおける資産査定、民事再生法に基づく鑑定評価、会計上の時価評価など多岐に亘ってきている。

ゴルフ場の評価においても通常の評価と同様に原価方式、比較方式、収益方式の適用が考えられる。

#### (1) 原価法

原価法はゴルフ場を構成する土地やクラブハウスなどの不動産の取得に必要な費用からアプローチした手法である。

従来のように預託会員権によるゴルフ場経営モデルが順調であった時期には、ゴルフ場の価値は現実の投下資本を基礎とするとの考え方は通常、妥当と考えられた。しかし、当該モデルが困難となった現在、ゴルフ場の価値は基本的にゴルフ場事業によってもたらされる収益性に基礎を置くものであるとの価値観の変化がある。そのため、原価法の適用に当たっては市場性の観点から大幅な減価修正（観察減価）を行わなければ現実の市場実態とはかけ離れた評価額となる。この場合、預託金総額を減価額査定の基礎とする方法も考えられる。

一方、ゴルフ場の価値は単に不動産の集合体というだけではなく、経営者や社員の資質、ゴルフ場としての歴史や品格、知名度、クラブメンバーとの友好関係などが有機的に結合したものであり、原価法ではこれらの価値が捨象されることになるとの指摘もある。

また、場合によっては宅地、墓地、果樹園などへの用途転換を想定して価格を求める方法も考えられるが、現実的にはプレー権や土地賃借権の問題などもあり、大規模なゴルフ場の用途転換

は極めて困難である。ただし、今後はさらなるゴルフ人口の減少や高齢化の進展などの影響を受け、立地条件の劣る地方のゴルフ場などが農地や山林などへ転換される可能性も指摘されている。転換に要するコスト、期間などの観点から現況利用価値との比較を行い、転換の可能性を探る必要がある。

## (2) 取引事例比較法

バブル経済崩壊以前においてゴルフ場の取引は稀であり、事例収集自体困難であった。バブル崩壊以降、経営悪化や破たんに伴い多くのゴルフ場取引(事業譲渡も含む)が行われた。そのためある程度の価格水準が形成されつつある。しかし、取引の多くは何らかの特殊事情を含んでおり、また、取引総額は把握できたとしても契約内容の詳細について把握できるケースは少ない。さらに、不動産のみの取引ではなく継続企業としてのゴルフ場営業譲渡のケースが大半であり、適正に補修正や要因比較を行って、精度の高い試算値を求めることは極めて困難であると言わざるを得ない。

## (3) 収益還元法

ゴルフ場経営はビジネスであり、新たにゴルフ場を取得しようとする者は主として収益面から検討を行うと考えられる。従って、ゴルフ場の鑑定評価においては収益性を十分検討する必要がある。従来の鑑定評価とりわけ賃貸以外の事業用不動産については、収益還元法の適用の困難さや得られた収益価格と現実の取引価格との乖離が著しいことなどから適用を割愛されるケースも多く見られた。しかし、1990年の不動産鑑定評価基準改定以降、わが国の不動産鑑定業界でも徐々に収益性を重視した評価がなされる傾向にある。今日ではDCF法が一般化し、賃貸マンションやオフィスビルなどの取引利回りが徐々に蓄積され、より説得力のある収益価格の査定がなされつつある。

ゴルフ場の評価においてもDCF法の適用は有用であるが、求められた収益価格の説得力は、想定した収益予測とその割引率の説得力に左右される。説得力の高い将来収益を予測するためには、②ゴルフ業界の状況とその将来予測、②評価対象であるゴルフ場のとり得る競争戦略の分析が重要である。

割引率の査定に当たっては、①類似の不動産の取引事例から求める方法、②国債利回り等を標準とし、事業リスク、運営リスク、非流動性リスクなどを総合的に加味して求める手法、③資金調達割合とこれらに関する割引率から求める方法などがあるが、ゴルフ場の場合にはその特殊性のため実証的データも少なく、また、リスクの定量化は容易ではない。従って、収益価格は重視されるべきであるが、他の試算価格との比較検討を十分行う必要がある。

以上、ゴルフ場評価における三手法の適用について概観した。ただし、ゴルフ場評価においては通常の住宅用不動産や商業用不動産等と異なり、以下のような点にも留意する必要がある。

①ゴルフ場の敷地は極めて広大であるため、借地や評価対象外の土地が介在するケースが多い。

借地部分については慣行的に取引の対象として価格が形成される地域か否か、地代水準、契約内容などを検討する必要がある。

②ゴルフ場は用途転換の困難性が認められる。敷地の一部を墓地や宅地などに用途転換した事例もあるが極めて稀である。このためゴルフ場の最有効使用は多くの場合、現状と同じゴルフ場であるケースが大半を占める。従って、市場性の観点から十分に検討しゴルフ場としての収益性に基づく処分可能性を織り込んだ評価をする必要がある。

#### 4 破綻したゴルフ場の再生と鑑定士の役割

ある企業が再生可能かどうかの分岐点は事業活動によって当該企業の存続に必要なキャッシュフローを生み出すことができるか否かによって判断される。ゴルフ場ビジネスについても同様である。

本来、ゴルフ場ビジネスは広大な土地とクラブハウスを始めとする施設に多額の資本を投下した装置産業である。さらにこれを利用するゴルファーからのフィービジネスであるという観点からすれば高い利益を生み出す事業ではない。従来は預託金会員制という独特なビジネスモデルと日本経済の成長があったからこそ、ある程度の収益を長期間に亘って安定的に享受することができたといえる。ゴルフ場評価において原価法による積算価格が重視されたのも、このビジネスモデルに対する価値の反映であるといえる。

一方で、過大な初期投資を行わず旧来の事業コンセプトを見直せば十分利益が得られるという認識も広がっており、M&Aや経営参画によって事業再生を行うビジネスも拡大している。

バブル崩壊後の経営悪化と経営破たんの結果、ゴルフ場のゴルフ場経営母体の国際化が一気に進展した。外資系ゴルフ場数は約300コース（国内全ゴルフ場の約13%）となった。このうち、米国系資本が大半を占めるが、特徴的なのは韓国系資本の進出である。

韓国系企業によるゴルフ場再生の一例として、オーシャンパレスゴルフクラブ（旧長崎空港カントリークラブ）を例示する。オーシャンパレスゴルフクラブは日本の西端、九州の長崎県に立地している。180ヤードの海峡越えショートホールを有するなど戦略性に富んだシーサイドコースである。2005年、多くのゴルフ場と同様に収益悪化と相次ぐ預託金返還請求により破綻した。これに対して韓国の大手財閥系企業が再生スポンサーとして名乗りを上げた。その韓国系企業の戦略は長期的に減少傾向が予想される日本人ゴルファーだけに頼らず、韓国からのゴルフツアー客を新たに開拓することによって採算を確保することにあるとされる。

韓国国内では若手韓国人プレーヤーの世界的大活躍をきっかけにゴルフブームが到来しているが、ゴルフ場数は250コース余りと少なく、需要に対して供給が追いつかない状況にあるという。週末はプレーの予約すら困難な状況で、またプレー代も高額なため、日本でのゴルフを組み込んだ観光旅行は十分に採算を確保できると言われている。日本でも特に九州地方は、距離的に最も韓国に近く、さらに九州の主要空港はソウルやプサンとの直行便があるなど利便性も高い。暖かい九州のゴルフ場は韓国のように雪でクローズすることもほとんどなく、近年、韓国人ゴル

ファーから非常に人気が高い。現在、外資系ゴルフ場約300コースのうち韓国系資本は九州地方を中心に28コースを占めるに至っている。



オーシャンパレスゴルフクラブ

ゴルフ場事業の再生において我々不動産鑑定士果たすべき役割として当然ながら、ゴルフ場ビジネスの構成要素である不動産を適切に評価することが要請される。とりわけ再生という観点からすれば、事業として存続するためのキャッシュが将来にわたって確保できるか否かがポイントとなる。ゴルフ場を含む他のレジャー産業の動向、競合関係にある他のゴルフ場の動向、対象ゴルフ場の競争力などを分析し、説得力のあるキャッシュフロー予測を行うことが極めて重要である。限られた期限内に必要な資料を収集し、かつ十分に分析することは容易ではない。一般的要因や業界に関する不断の情報収集が不可欠である。

## 5 おわりに

ゴルフ場業界だけでなく、不動産鑑定業界の経営環境も1990年代のバブル経済の崩壊とともに大きな転換期を迎えた。不動産に対する価値観も変化し、本当の意味で不動産鑑定士の能力が問われる時代となった。我々の業界も現状のビジネスモデルに安住することなく専門性を高め、多様化する依頼者の期待に応えていかなければ生き残れないとの思いを強くしている。

以上