

## TMフィナンシャル・コンサルティングがレジャーホテル19棟の証券化をアレンジ

FCも含め、ピーク時には全国で130ものラブホテル(レジャーホテル)を展開していたアイネシステムグループから2003年9月に50店舗の経営権を譲り受け分離・独立したRe・Stay(レステイ)は07年5月、全国に分布して立地するレジャーホテル19棟を証券化し51億円を調達した。アレンジは、オリックスやゴールドマン・サックス証券で主にパチンコ、レジャーホテル、ゴルフ場、旅館等に対する投融資業務を経験した難波勉氏が06年1月に設立したTMフィナンシャル・コンサルティング(TMFC)。

一般的にレジャーホテルは、部屋数として20前後、1室1か月当たり売上げ約50万円、営業利益率40%弱をおおよその平均像とするキャッシュリッチなアセットであり、また、3~5年ごとに1室当たり400万円前後を投じてリニューアルすることで集客を維持していくという事業構造を有している。

しかし、借入先がノンバンク等に限られ、融資枠にも限度があること、また、金利が高く、元本返済期間も短いということから、リニューアルのためにさらに借入れなければならないことも少なくない等、レジャーホテルの資金調達環境は必ずしも良好ではない。そもそもレステイの独立も、借入額が多店舗展開により膨らんだア

イネシステムグループが、債権者ごとにホテルを分類し、所有ホテルのおよそ半分をレステイに売却(もしくは譲渡)する形で設立されたという経緯がある。

従って、今後の新規出店のための資金調達や、いわゆる「真水」狙いではなく、より低金利かつ長期の資金に借り換えることで、各ホテルが生み出すキャッシュフローで適確にリニューアル投資を行えるようストラクチャリングすることが、レステイの最大の目的であったわけだが、証券化の結果、既存の借入れを調達資金で借り換えたことで、金利を半分、返済期間を倍とすることを実現している。

なおスキームとしては、昨今の信託受託基準の引き上げに伴いTMKが活用され、ムードイーズより格付けを取得していることも特徴。19ホテルの質や本社経費を除いた年間EBITDAを指標とする返済能力の高さ等が評価され、シニア特定目的借入れ15億円にA2、メザニン特定目的借入れ20億円にBaa、特定社債5億円にBaa1が付与され、いずれも全額をコメルツ銀行東京支店が引き受けた。

さて、対象資産となった19ホテルは、レステイグループの所有ホテルのうち、新法(旅館業法)適用ホテルの全てであった。「旧法

(風営法)適用ホテルも対象とすればより多額の資金調達も可能であり、ファイナンスサイドもそのほうが魅力的でしょうが、それはオリジネーターのニーズではない。たまたま19ホテルの評価額が借入希望額に近似したのであって、「真水」についても少額にすぎない(難波氏)とのことだが、借り換えによりレステイ所有の旧法適用ホテルを担保とした抵当権も全て消滅させることにも成功したことで、法改正の度に規制が強化される旧法適用ホテル事業における機動性も確保できたこともレステイにとって大きなメリットとなった模様である。

昨今、オフィスや住宅等に加え、レジャー産業関連施設の証券化もみられるようになってきたが、「証券化」そのものに対しネガティブなイメージが一部オリジネーターサイドで広がっている。提案される額に飛びつき安易にサインしてしまうオリジネーターにも非がないとは言えないものの、ひとえにファイナンスサイドの事業構造そのものに対する理解不足から、リザーブする額にせよ、設定されるトリガーにせよ、理解を超える水準であることも少なくない。特に事業証券化では、キャッシュフローを頭から抑えられるため、例えば半年に1回といったキャッシュリリースでは機動的な運営の足かせとなる場合もある。

その意味で本件は、レステイが賢明な判断をしたこと、そしてアレンジャーが中心となって、コメルツ銀行ほか関連プレイヤーがレジャーホテル事業に対する深い理解を示した点で、まさにレジャー産業関連事業者の資金調達ニーズに優れたソリューションを提供した事案として評価できよう。

TMFCによると、旅館やパチンコ、レジャーホテルといったレジャー産業関連事業者の大半を占める数店舗を展開する小規模事業者における借り換え、あるいはオフバランスに関するニーズは高く、多くの相談が寄せられているというが、「証券化ありきではなく、また可能な限り多額を引っ張ってほしいというわけでない(難波氏)と、あくまでオリジネーターサイドに立脚したアレンジメントを行っていきたくしている。

スキーム図

