

所謂不動產「證券化」係指不動產「流動化」架構下的一種型態，創始機構（Originator）將可以產生現金流量的特定不動產，透過發行「證券」的方式，在資本市場上調度資金。此處所謂「流動化」的定義則更加擴大解釋為除了上述證券化之外，尚包括透過發行「證券」以外的資金調度方式（例如無追索權貸款，Non-Recourse Loan），是一種比「證券化」更為廣義的資金調度方法。

1 不動產流動化、證券化的必要性

一、資產負債表的重整

1990 年代中期以後，受到泡沫經濟崩潰的影響，日本土地價格持續崩跌，金融機構遂開始檢討對不動產擔保融資的態度，導致企業很難憑藉手中持有的不動產去調度所需的資金。尤其是在經濟成長宣告結束，資產通縮持續進行的情況之下，企業的資金調度手段已經來到一個必須與傳統方式訣別的臨界點。在企業推動業務再造的同時，也被迫必須去進行資產負債表的重整作業。

在上述的環境下，與企業信用力毫無關係，僅憑藉著表外化（Off-Balance）資產所產生的現金流量來作為資金調度的方式，亦即所謂資產「流動化」、「證券化」也逐漸在日本普及。

欲與企業的信用力做出切割，從一般市場上直接進行資金調度，就必須建立一個投資者易於接受的投資架構。從 1990 年代末期開始，除了金錢債權之外，「不動產流動化」、「不動產證券化」的投資架構也終於正式普及。

另一方面，日本除了修正「商法」(公司法)等法令中所規定的流動化、證券化之外，尚參酌了在證券市場上發展快速的美國不動產證券制度，於 2000 年 11 月修訂「資產流動化相關法律(資產流動化法)」與「投資信託及投資法人相關法律(投信法)」，日本不動產證券化於焉正式踏出第一步。

企業資金調度方法除了可以區分為「直接金融」與「間接金融」兩大類之外，亦可歸類為「企業金融(Corporate Finance)」與「資產金融(Asset Finance)」兩種，而「流動化」、「證券化」正是資產金融的主要代表方法。

二、資產金融 (Asset Finance)

就傳統的方式而言，企業大多以公司整體的信用力或獲利能力為擔保來進行資金調度，這就是所謂的「企業金融」。

日本的泡沫經濟崩潰之後，企業的信用力大幅下滑，在「企業金融」必須反映企業信用風險的前提下，資金調度難度增高，而且利率也相對偏高。因此，企業便將自己所持有而且能夠產生一定現金流量的資產，轉移至另一個

獨立機構，再來進行資金調度。這一種透過提供特定資產來進行資金調度的方法即稱為「資產金融」。

透過上述方法進行資金調度時，所取得的資金（負債）並不會列計在該公司的資產負債表上，具有所謂表外化 (Off Balance) 的效果。因此初期的不動產流動化、證券化，大多是藉由這種表外化的效果來達到美化資產負債表或彰顯資產潛在獲利能力的目的。

除了企業表外化的目的之外，不動產的投資者也可以利用不動產流動化、證券化的機制來調度資金。最初，利用類似的資金調度方式者，只限於外資等部分的投資者，但是從 2000 年開始，日本國內的不動產開發業者也開始利用這一種以積極性投資為目的的流動化、證券化手段來從事資金調度。

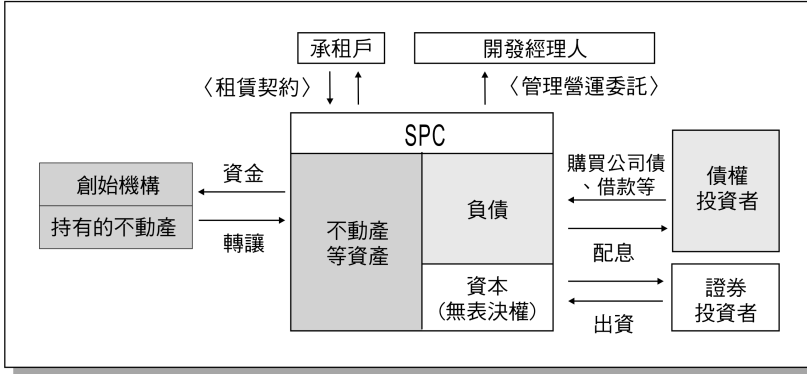
目前，這一種積極性投資目的的流動化、證券化大致可以區分為「J-REIT」與「私募基金 (Private Fund)」兩種，而且在投資者層級方面，也從法人投資者逐漸延伸至一般的個人與年金資金等。

2

不動產證券化的基本架構

不動產流動化有各種不同的組織架構，以下謹針對最基本的架構來加以說明。

圖表 I-1 證券化的組織架構



首先，選定作為證券化標的的不動產之後，必須成立以購買該不動產與辦理不動產租賃事業為目的的公司（亦稱為 SPV：Special Purpose Vehicle，在日本這種目的公司的組織型態可為股份有限公司、有限公司、特定目的公司、信託、任意組合、匿名組合等。如屬於股份有限公司、有限公司、特定目的公司者，稱為 SPC：Special Purpose Company）。由於 SPC 採取倒閉隔離的措施，透過發行公司債或從金融機構或投資者借得資金等，以及來自投資者的出資（無表決權）的方式，來籌措購買不動產的資金，並從創始機構取得該不動產。然後，再從該不動產的承租戶處取得租金，支付公司債與貸款的利息，以及分配股息給出資人。最終而言，還是必須處分不動產，並將所收取的資金用來償還公司債或貸款，並配息給出資人。因此，一般而言，出售不動產所得的現金，必須優先支付公司債或貸

款的本息，其餘的現金再分配給出資人。(上述對債權者與投資者的支付優先順序稱之為優先順序結構)

● 註 ●

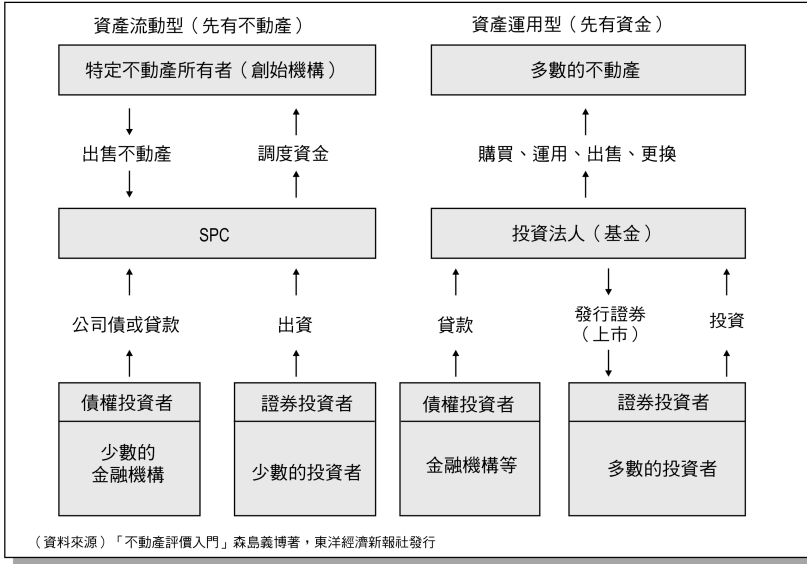
- ◆ 任意組合：依據 2 名以上當事人的合意，在共同目的下出資並經營共同事業的團體。
- ◆ 匿名組合：當事者(匿名組合員)對經營者(對手方)的營業出資，並享受其營業活動所產生的利益分配的契約，此處組合並非意指團體或組織。

基本上，由於 SPC 並無持有不動產以外的資產，因此投資者必須承擔不動產租賃業務相關風險，例如價格變動風險、現金流量變動風險等。但是，利用上述的優先順序結構，可以在結合承擔不動產租賃相關風險與高報酬的投資者，以及極力排除該風險的投資需求之下，來完成「不動產證券化商品」的供給與資金調度。

3 兩種證券化的型態與J-REIT

不動產證券化可分為兩種，一種是根據結合創始機構資金調度與表外化需求的「資產流動型」，另一種則是結合投資者資金運用需求的「資產運用型」。

圖表1-2 證券化的兩種方法



一、「資產流動型」的特徵

如前所述，企業以表外化為目的的流動化、證券化即是屬於此種型態。首先，持有特定不動產的創始機構，將該不動產售予 SPC 後取得必要的資金，另一方面，由 SPC 對法人投資者等發行有價證券，來調度購買該不動產的資金。

其主要的特徵在於，從一開始就已經決定了標的不動產，是一種相當「靜態性的架構」，而且幾乎大部分的案例均顯示，投資者的數量也都是極少數（數家）。其所發行的證券係以公司債等為主，而且比重多數均在 70% 左右；