

## 日本不动产证券化的发展及其借鉴

文/孙一男

不动产证券化,即是对不动产的投资转变为证券形态,使投资者与标的物之间由直接的物权关系,转为持有债权或股权性质的有价证券,使不动产由固定的资本形态转化为具有流动性功能的资本性证券,以扩大投资参与层面,提高市场参与的公平性的过程。与传统的不动产投资方式相比,不动产证券化这种金融创新成本低、风险小、流动性大。因此在发达国家的资本市场中占有不可或缺的地位。在我国,房地产融资渠道单一化,使得我国房地产市场特别脆弱。我国有必要借鉴发达国家经验,发展不动产证券化,以增加不动产产品的流动性。

### 一、日本不动产证券化的发展历程

#### 1、萌芽阶段

一般来说日本不动产证券化的萌芽,在早期是以1931年的抵押贷款或者是1973年住宅贷款债权信托为开始。在最近则是以1987年的不动产信托受益权的小额单位化(小口化)的商品,或是1990年根据国铁清算事业而产生的不动产贷款为另一阶段的开端。这两种说法都是将不动产转换为“容易流通的小额资产”特性的历史证据。

#### 2、小额单位化(小口化)阶段

在1987年登场的不动产小额单位化投资(小口化商品)是将无法单独投资的过大且欠缺流通的不动产予以小额单位化,使一般投资大众易于购买。然而在1990年代初期不动产泡沫崩盘后,投资大众收到的损害案例增多,为了保护投资大众的权益,明确的立法制度愈显重要。因此于1995年4月制定了“不动产特定共同事业法”也是在这种背景下所形成的。

#### 3、资产证券化阶段

在1993年6月实施的“特定债权等事业规则相关法律”(通称特定债权法,简称特债法),针对以特定债权作为租金,或是信用债权之流动性作相关规定。其后在1996年4月该法的修订内容当中,就金融资产担保证券等在日本国内的公开方式发行明确规范。

在1998年推动的金融大改革中,与金融系统改革的相关法律被纷纷成立,其中之一是有关于活用不良债权处理的部分,订定“特定目的公司资产流动化法”(通称旧SPC法)。有关综合性资产证券化的内容首次在该法中明确规定,而特定资产亦有相关规定,不动产成为明确的投资标的项目。在同年同时亦制定“证券投资信托及证券投资法人法”。

在2000年中,针对上述两法又有所修订。“特定目的公司资产流动化法”虽然对于证券化当中所必备特定目的事业之中介机构给予相关的规定,然而因实务上有报告义务等的复杂手续与诸多障碍,以致难以推行。为改进此种无效率的现状,因此于2000年11月新修订部分内容为“资产流动化法”(SPC法),亦即“资产流动化型”的不动产证券化正式实施。同时“证券投资信托及证券投资法人法”也修法将证券二字去除,明确规定不动产可以被直接应用,“资产运用型”(所谓J-REITs)的不动产证券化也正式实施。

由于此阶段各相关法律的推动,促使“资产流动化型”和“资产运用型”这两种不动产证券化的实施架构确定,而不动产证券化所必备的导管体(特别目的事业主体)和特定目的公司和投资法人、投资信托相关法律相继具备之下,不动产证券化的实施环境也日臻成熟。

### 二、日本不动产证券化的现状

目前日本不动产资产证券化组织形态同时采用公司型及信托型投资架构,引导投资大众资金于不动产市场,确立日本不动产证券化是取“资产运用型”(即“投资法人及投资信托法”)及“资产流动型”(即“资产流动化法”)二大制度的方向。

根据国土交通省所进行的实绩调查结果为基础,来检视不动产证券化的现状,可以归纳以下三点的主要内容:

1、以2003年所实施证券化的不动产或信托受益权的总额约有四兆日元,累计的总资产额约有12兆7千亿日元,其中除旧有SPC等法令所存在原有的资产占8.6兆日元外,2001年至2003年不动产证券化资产中,J-REIT占1.6兆日元,SPC占1.7兆日元,而Syndication占0.8兆日元。就目前趋势而言,J-REIT近三年已成长五倍,成长非常快速。

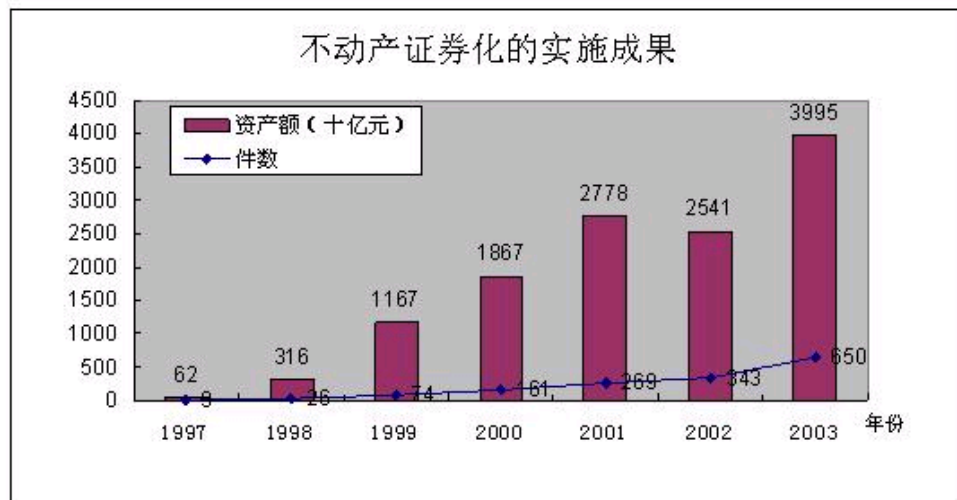
2、以各种不同用途的分类来分析,在2003年各种用途的不动产占有证券化全部的资产总额的百分比显示:办公室43.4%,住宅17.9%,商业设施10.5%。在实施不动产证券化的初期,办公室占了全部的半数左右,但在最近对象不动产的用途有多样化的趋势。

3、透过开发中不动产的证券化此种过程,用在充当该对象的开发事业调度资金(即所谓“开

发型的证券化”），在2003年有91件，共6千6百亿日元（约2千百亿台币）。

另根据2000年（平成十二年）十一月公布实施的“投资信托与投资法人相关法律”，J-REIT的设立变得可能，（J-REIT 不动产投资法人及不动产投资信托），2001年三月在东京证券交易所中相关的上市制度经过整备后，在同年的九月中即有两家公司上市，2004年3月底为止共有12家公司上市。这些上市的J-REIT，合计约有203万的交易单位发行，约有时价一兆三千二百亿日元的投资证券流通。J-REIT到2004年3月底为止所取得的不动产、信托受益权的总额约扩增至一兆五千九百亿日元，仅2003年就有六千七百亿日元。以所占的资产额来分析，办公室占了72.0%，商业设施占了19.2%，住宅占了5.5%。更进一步来说，不仅仅是东京证券交易所，大阪证券交易所等证券市场也跟进开设（2003年十二月）。这种透过各地区证券市场的开设，预计在不久的将来，不动产证券化的投资大众将更为增加。

图1 不动产证券化的实施成果



注：关于不动产投资法人，以投资法人为一件

出处：国土交通省“不动产证券化实绩调查”

日本不动产证券化协会（Association for Real Estate Securitization, ARES）提出不动产证券化的五个基本要件：1. 破产隔离2. 双重课税的免除3. 风险管理与信用增强4. 流动性5. 信息披露，此五个基本要件的落实，非常重要，值得重视。

从上述基本要件，可以发现日本从广义的角度界定其三类型不动产证券化：（1）不动产特定共同事业型（2）资产流动化型（3）资产运用型。其中虽不动产共同事业只具小额单位化而不是有价证券，且无法在公开市场上流通，但其本质为不动产证券化，故日本一般会将其列入不动产证券化产品中讨论；而资产流动化型为证券化法中的有价证券，但并无法在公开市场上交易，且主要是以特殊目的公司（TMK）为证券化导管；第三类J-REIT为最新产品，是最狭义的不动产证券化的界定。

另外，从上述的日本三类不动产证券化产品中，可以看到日本是以分别立法的方式去规范此三类产品，此与台湾将不动产资产信托与投资信托共同立法方式显然不同。

从日本近年来开始创立不动产证券化市场的成果来看，可以说是相当蓬勃发展，不但扩大不动产与证券市场的规模，不同类型使用的不动产也均被证券化，其中尤其是开发型不动产也被积极推动，显示其多样化的趋势与分散风险的能力增强。

### 三、对我国不动产证券化发展的借鉴

1. 提高投资者对不动产证券化的参与。利用税收等因素，鼓励投资者对不动产证券化商品的参与程度。

2. 特设机构的设立和选择问题。在选择和设立特设机构时首先要考虑的是进行何种证券化，在我国国内证券化的实践都设有独立或明确的特设机构，而跨国资产证券化中特设机构则成为每个交易的核心机构，并且都设在国外，这也间接地反映我国目前缺乏表外证券化的制度条件，准表外或表内证券化是近期内更贴近实际的选择。就特设机构所采用组织结构而言，对于公司形式的特设机构，由于《公司法》的限制，例如注册资本要求、信息披露要求等，且设立手续繁杂，成本耗费巨大，审批程序复杂，从经济上是不合理的。从理论上讲，以信托方式设立特设机构是可行的，但是，具体运行还有待于今后的实施。

3. 专业人才问题。不动产证券化利用现代金融工程学技术，需要大量跨学科的复合型管理人才、稳定的发行主体、成熟的中介机构；而且不动产证券化最终需要吸收投资者，如果投资者素质不高，无法理解证券化，就不可能参与和支持。因此，应尽快着手培养熟悉基金管理、不动产分析、经济预测、法律、会计、审计等多方面的专门人才；同时，宣传普及金融知识，提高投资者的素质，使不动产证券化的产品成为大众认可的投资工具之一。

4. 投资的标的物问题。从我国现有证券化的实践来看，产品主要表现为债券、应收账款支付票据。对于投资的标的物仅仅限于不动产所有权、租赁权等。就理财时代而言，越是多元化开放对投资人越有保障，因此，应放宽信托财产的投资标的如抵押权、选择权等（作者单位：苏州大学商学院）

#### 相关链接

东西方情、理、法的管理学诠释  
中美企业成本管理方法比较分析  
日本不动产证券化的发展及其借鉴  
西方上市公司治理结构分析与启示  
荷兰制定天然气政策法律经验研究  
普惠制原则在我国出口贸易中的应用研究  
跨国公司在我国承担社会责任的现状和原因分析

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心