

资产证券化在体育产业中的运用

倪刚¹, 孙芳², 陈丽娟¹

(华东师范大学 1. 体育与健康学院; 2. 商学院, 上海 200062)

摘 要: 提出一种兼具资金投入和退出两种功能的方式: 在体育项目这种资产基础上的资产证券化, 以期
为体育产业的发展引入一种新观念。在分析体育产业资产证券化的含义和特点的基础上, 着重讨论了体育场
馆建设收费权资产证券化的条件、操作程序以及引进外资的“离岸模式”, 并提出体育场馆建设收费权资产证
券化实施过程中应注意的问题。

关 键 词: 资产证券化; 收费权; 体育产业

中图分类号: G80-05 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-7116(2003)06-0020-03

The application of abs in the physical culture

NI Gang¹, SUN Fang², CHEN Li-juan¹

(1. College of Physical Education & Health; 2. Business School, East China Normal University, Shanghai 200062, China)

Abstract: Here we put forward a new way to attract private capital into the investment of physical culture, at the same time
maintain the ownership of state. Some issues including ABS for right of charge in stadium, the operation and the foreign capi-
tal importing are studied in the paper.

Key words: asset-backed securitization(ABS); right of charge; sports industry

日本学者佐聪夫认为“体育产业是一个以体育运动自身生产财富和提供服务的产业, 是一个以生产、提供和运动直接相关的财富和服务为工作内容的产业”。在市场经济发达的国家, 体育健身娱乐场所、设施和活动, 大部分依靠私人投资。以挪威为例, 在每年近 80 亿挪威克郎的体育经费中, 中央政府投入仅约 6 亿挪威克郎, 主要来自国家的彩票收入; 县市两级政府投入约 4.5 亿克郎; 公司赞助的经费约为 5 亿克郎; 其余的 60 多亿克郎来自各体育组织自行经营获得的收入。在挪威整个体育投资格局中, 政府少量投资带动大量社会资本投入的杠杆作用凸现。在我国现行的社会主义市场经济条件下, 也可以充分利用社会力量办体育, 借助金融证券市场机制的力量来发展体育产业, 从而缓解我国体育事业高速发展带来的财政资金投入不足的压力, 同时, 也能推进我国整个体育产业实行现代企业管理制度的进程。资产证券化就是一种能够有效引入民间资本投资体育产业的金融创新形式。

1 体育产业资产证券化的含义和特点

资产证券化(Asset-backed Securitization)是将资产产生的收入现金流量转变为可以在资本市场上销售和流通的证券的过程。或者说, 资产证券化是一种从已经形成的非证券

形态的存量资产到证券资产的转变过程。在一般情况下, 它由发起人将自身持有的某些流动性较差的资产加以分类并汇集成一系列资产组合, 交给负有信托义务的专门机构, 这些专门机构再以这些资产组合的预期现金收入作为偿债保证, 发行各类可以流通转让的证券, 出售给投资者。

利用资本市场实现投资变现的速度和规模都是靠自身积累和私人投资无法比拟的。目前欧洲的足球俱乐部股票上市共 38 家, 其中, 英国已进入一级、二级市场的俱乐部达 25 家, 其次丹麦 6 家, 意大利 3 家, 葡萄牙 2 家, 德国和荷兰各 1 家。2000 年 10 月, 多特蒙德的股票上市, 立刻给其带来了 1.37 亿欧元的进帐; 2001 年 12 月, 尤文图斯进入米兰交易所, 也使得拉涅利家族增加了 1.64 亿欧元的资金。

体育产业利用资产证券化可以实现我国体育产业资产的可流动性和可转让性。目前我国体育产业融资渠道单一, 资产证券化为体育产业融资方式引入了创新模式, 使得筹资者可以直接通过资本市场筹集足额资金, 减少向银行申请贷款的间接融资额, 并且体育产业的投资者也可以拥有风险小、收益稳定的投资品种, 提高了我国体育产业的资金运行效率。

与体育产业一般融资方式相比, 资产证券化融资具有资产隔离和表外融资的特点。资产隔离是资产证券化交易顺

收稿日期: 2003-05-19

基金项目: 国家社会科学基金课题(批准号: 01CTY002)阶段研究成果。

作者简介: 倪刚(1968-), 男, 讲师, 硕士, 研究方向: 体育经济。

利运作的根本前提,可以起到保护投资者利益的作用。证券发行的依据是原始权益人资产负债表中的某一部分资产,而不是全部法定财产。原始权益人通过资产向特色的信托机构转移,形成一个隔离状态的资产池,资产池中资产的偿付能力与原始权益人的资信能力没有联系。因此,如果原始权益人发生破产,这部分证券化资产不作为清算财产,所产生的现金流仍然按照证券化交易契约规定支付给投资者。表外融资是指资产证券化融资不构成原始权益人资产负债表中的负债项目,形成表外融资。这有利于原始权益人以有限的财力从事更多的投资,同时将投资的风险分散和限制在不同项目之中。

2 体育场馆建设收费权资产证券化的条件

证券化标的资产的特性是缺乏流动性或流动性较差,但是能够产生稳定现金流量。债券和股票本身具有很强的流动性,是证券化资产所要转化的目标。证券化所发行证券的投资回报是靠证券化资产所产生的现金流来支付。如果证券化资产没有稳定现金流产生,证券化所发行的证券将是无水之源。适于证券化交易的标的资产应具备以下特征:

- 1)能在未来产生可预测的现金流;
- 2)现金流入的期限与条件易于把握;
- 3)持续一定时期的低违约率、低损失率的历史记录;
- 4)本息偿还可以分摊于整个资产的存续期间;
- 5)证券化资产未来现金流的承担人有广泛的地域和人口统计分布;
- 6)原所有者已持有该资产一段时间,且资产达到一定的信用标准;
- 7)证券化资产有较高的变现价值。

在体育产业各项投资中,最适合资产证券化的项目就是体育场馆设施项目,可以通过体育设施收费证券化的方式实现资金变现。体育场馆收费资产证券化属于以基础设施收费为支撑发行债券的范畴。它是指以体育场馆设施的将来收费所得产生的现金流为支持发行债券进行融资的方式,债券的还本付息来源于体育场馆设施的将来收费所得产生的现金流。

体育场馆设施的收费收入通常具有能在未来产生可预测的稳定的现金流(消费者对体育设施的消费数量或次数相对而言是比较稳定的,不会有较大的波动,而且随着居民收入水平的提高和我国体育竞赛市场的不断完善,这种现金收入流还有不断增加的趋势)。如果体育场馆采用融资租赁或经营租赁的方式将使用权转移给经营单位,场馆所有者可以获得一笔稳定的现金流入,是一种很适合采取证券化融资的优良资产。

3 体育场馆建设收费权资产证券化的操作程序

在整个体育产业资产证券化过程中,资产证券化的主要参与者有:发起人(即原始权益人,通常是体育场馆建设商)、发行人(特设信托机构)、投资银行、信用提高机构、信用评级机构、受托管理人及投资者(图1)。

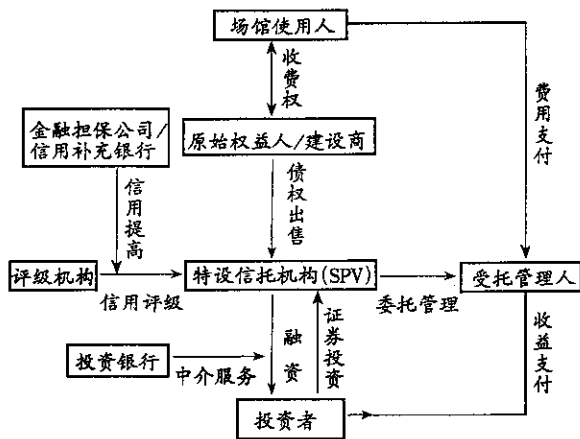


图1 体育场馆收费权证券化各要素

体育场馆建设收费权为基础发行证券,需要有以下几个基本步骤:

(1)确定资产证券化目标,组成资产池。由体育场馆建设单位担任资产证券化的发起人,建设商根据清理、估算、信用考核等程序决定收费权证券的价值,将应收和可预见现金流资产进行组合,确定证券化的体育场馆收费权资产的总金额,最后将这些资产汇集成一个资产池。

(2)由建设商将资产池中的资产真实地出售给特设信托机构。特设信托机构是一个以资产证券化为唯一目的的、独立的信托实体,注册后的特设信托机构的活动必须受法律限制,其资金全部来源于发行证券的收入。发起人这种真实出售行为,即使在发起人破产时,资产池也不作为法定财产参与清算,从而达到“破产隔离”的目的。

(3)建立信用担保机制。为了吸引更多的投资者,改善发行条件,特设信托机构必须提高资产支持证券的信用等级,以减少证券发行的整体风险。特设信托机构可以采取内部信用担保和外部信用担保两种方式使信用提高。体育场馆收费情况的好坏会直接对投资者利益产生影响,因此信用提高是体育场馆收费权资产证券化成功与否的关键环节。

(4)资产证券化的评级。在信用提高后,特设信托机构将聘请信用评级机构对体育场馆收费权资产进行评级。证券的信用等级关系到投资者对该证券的选择。评级主要考虑资产的信用等级,而不关注于由利率变动等因素导致的市场风险。在一般情况下,资产在经过信用提高后,资产支持证券的信用级别会高于发起人的信用级别。资产证券的评级较好地保证了证券的安全度,降低了投资的风险。

(5)安排证券销售,向体育场馆建设商支付发行收入。投资银行负责向投资者销售资产支持证券,销售方式可采用包销或代销。特设信托机构从投资银行处获取发行收入,再按合同中的购买价格把发行收入的大部分支付给建设商,用于体育场馆设施的建设。

(6)实施资产管理,完善交易结构。特设信托机构应与建设单位一起确定受托管理人,并达成协议。受托管理人负责对资产池产生的现金流进行管理,并将应收帐款本金和利息存入收款专户。受托管理人按约定建立积累金,准备用于

特设信托机构对投资者还本付息。待证券到期时,还要向特设信托机构聘用的各类机构支付服务费,若还有剩余,按协议规定在发起人和特设信托机构之间进行分配。

资产证券化是以基础资产可预见的未来现金流为支撑在金融市场上发行证券的过程。被证券化的资产可以采取多种形式,但这些资产必须具备一个先决条件——能产生可预见的未来现金流。所以,从表面上资产证券化似乎是以资产为支撑,但实际上是以资产所产生的现金流为支撑的,这是资产证券化的本质和精髓。换句话说,资产证券化所“证券化”的不是资产本身,而是资产所产生的现金流。因此,现金流分析成为资产证券化理论的核心原理。

4 体育场馆建设收费权资产证券化的“离岸模式”

为了使发行的证券的现金流只由基础设施的收费情况决定,而不受基础设施经营方的信用情况影响,需要由经营方设立特设信托机构(SPV),将基础设施收费权真实销售给SPV,SPV以收费权所能带来的现金流为支撑发行债券。SPV有不同的设立方式,最简单的方式是基础设施的建设经营方直接设立SPV,经营方将收费权(在一定期限内的收费权)转让给SPV,由SPV发行证券融资。这种方式运作简单,但如果经营方是国内的经济实体并且要从国际资本市场上融资的话,就需要采取“离岸模式”实施证券化。已有珠海高速和广深珠高速证券化都采取的是“离岸模式”。

我国经济发展资本比较缺乏,因此如果在资产证券化中有效的吸引外国资金投资体育设施建设资金,不失为一种一举两得的方式。在体育产业的投资中,引入外资有以下几个方面的益处:首先是通过引入国外资金,可以大大弥补国内投资的资金缺口;其次,可以利用国外基金管理的先进理念为国内提供科学投资和项目管理的范例;再次,资产证券化发源于证券市场发达的国家,在国外发行债券容易得到投资者的认可,等待经验成熟后可以进一步在国内推广;最后,由于体育产业是一个新兴产业,我国与世界上发达国家的水平还有很大差距,国外投资者可以将世界上体育产业最新的资本运作和资产经营的经验运用到我国的实践中,有助于使我国体育产业在较短的时间内能够上升一个台阶。

现阶段,资产证券化发行的债券构成我国对外负债,在当前外汇管制的情况下,很可能无法通过审批,离岸模式就是适应外汇管理要求产生的。离岸模式的主要内容是“出售+资产证券化”。这一方式可以包括以下两个步骤:

(1)出售:政府根据规划确定需要兴建的体育场馆设施项目,选择合适的公司或单位依据项目的资金缺口,确定需要融资的规模。由国内建设经营该项目的经济实体负责对基础设施项目进行投资、建设、运营和维护,并拥有项目的收益权。国内投资者适时将其对项目的部分或所有所有权出售给外国公司。如果体育产业投资基金是中外合作投资基金的法人形态,则可以将项目的所有权转让给外方合作者。

(2)资产证券化:外国公司将其在合作公司中所拥有的那部分对场馆设施运营产生的收费的收益权真实销售给一

家在境外设立(通常设在无金融管制、税费低廉的离岸金融市场,比如开曼群岛)的SPV,由SPV根据这种部分收费权预计所能带来的现金流确定发行债券规模,采取措施进行信用增级,邀请评级机构对拟发行债券进行信用评级。通过证券承销商向投资者发行体育设施收费支撑证券,将债券发行收入投入场馆项目的建设。其间,外方全权委托中方承担项目的经营和维护工作。外国公司将其每年所获得的项目收入转入SPV帐户,由信托人管理该帐户并定期动用该帐户向债券投资者还本付息。期满,外方将其所拥有的权益无偿移交给中方,或者是将其所经营的基础设施无偿移交给政府。发行体育设施收费支撑证券的是外国公司设立的SPV,与中方经营者无关,不构成外债,因此,这种运作方式符合现行的政策法律的规定。

5 体育场馆建设收费权资产证券化实施过程中应注意的问题

(1)相关法律、法规制度不健全。资产证券化是一项系统工程,需要金融、证券、会计、资产评估等多方面的参与和协作,这就要有相关的法律、法规来约束各经济主体的行为,协调各部门的工作。但是,我国由于历史的原因,《抵押法》、《破产法》、《信托法》、《会计法》、《证券法》及税收制度都没有有关资产证券化方面的规定。在这种局面下,会造成各个经济主体出于自身利益进行不规范运作。

(2)资产证券化所需的相关机构不多,尤其是信用机构不多,规模小,市场信誉低,信用评级制度不完善。

(3)现金流风险问题。主要是体育场馆经营现金流的管理、维持信用水平以及偿付安排能力的风险。市场环境、竞赛表演业的发展、职业联赛制度的完善和发展等都直接影响体育场馆经营现金流量的稳定性。因此,保证现金流的稳定性是体育产业资产证券化实施过程中最主要的问题。

参考文献:

- [1] 倪刚.“体育产业融资结构与方式的研究”[J].广州体育学院学报,2003,23(1):15-18.
- [2] 倪刚.“BOT融资方式参与体育场馆建设的实用性研究”[J].成都体育学院学报,2003,29(2):11-14.
- [3] 胡章宏,刘入岭.“美国资产证券化的运作”[J].国际金融研究,1998(9):62-65.
- [4] 石谦.“试论资产证券化的现实障碍和急需解决的问题”[J].经济问题探索,2000(4):113-115.
- [5] 沈丽.“关于在基础设施项目融资中推行资产证券化问题的思考”[J].山东财政学院学报,2001(2):30-33.
- [6] 何小锋,刘永强.“资产证券化理论及其在中国实践——对中国一个早期案例的研究”[J].学术研究,1999(2):23-28.
- [7] 杨大楷,张效梅,杨纲.资产证券化对中国的启示[J].上海综合经济,1998(2):42-44.