

# 大型体育场馆资产证券化过程中的风险管理

高振杰, 张瑶

(华南理工大学 体育学院, 广东 广州 510641)

**摘 要:** 基于风险管理理论, 采用文献资料、层次分析、调研访谈等方法, 对大型体育场馆资产证券化过程中的风险管理进行研究, 探讨大型体育场馆资产证券化的可行性和现实基础, 分析场馆存在的信用风险、环境风险、资金风险, 提出强化场馆资产证券化风险管理的对策。期望通过资产证券化的风险管理, 帮助大型体育场馆走出融资困境, 优化场馆资源配置, 切实提高大型体育场馆的发展水平。

**关 键 词:** 体育管理; 大型体育场馆; 资产证券化; 风险管理

**中图分类号:** G80-05 **文献标志码:** A **文章编号:** 1006-7116(2020)04-0071-07

## Risk management in the process of asset securitization of large sports venues

GAO Zhen-jie, ZHANG Yao

(School of Physical Education, South China University of Technology, Guangzhou 510641, China)

**Abstract:** Based on the risk management theory, by using methods such as literature study, hierarchy analysis as well as survey and interview, the authors studied the risk management in the process of asset securitization of large sports venues, analyzed the feasibility and realistic basis of asset securitization of large sports venues, as well as the credit risk, environmental risk and capital risks existing in the venues, and put forward countermeasures and suggestions for intensifying the risk management of venue asset securitization. The authors hope to help large sports venues get out of the financing predicament through the risk management of asset securitization, optimize venue resource configuration, and practically improve large sports venue development performance.

**Key words:** sports management; large sports venue; asset securitization; risk management

大型体育场馆是举办体育赛事和开展全民健身活动的主要载体, 也是国有资产的重要组成部分。作为服务型公共基础设施, 大型体育场馆在提供体育服务发挥社会效益的同时, 也为经济社会发展带来了直接或潜在的经济效益。但调研发现, 我国大型体育场馆普遍存在投入回收慢、经营负担大的现金流不匹配现象, 进而导致场馆经营阻力重重。因此, 为了解决大型体育场馆经营性与公益性的矛盾, 实现场馆资产保值增值的目标, 大型体育场馆的管理者需要更新传统思维, 跳出事业单位模式, 在资本市场中寻求新的出路。

采用多种方式综合推进大型体育场馆保值增值是促进体育事业发展的重要环节, 而利用大型体育场馆自身资产进行资产证券化融资则是维持场馆良性运转

的一种新思路。本研究运用风险管理理论, 从资产证券化的风险管理视角分析大型体育场馆资产证券化的可行性和现实基础, 通过实践中场馆发展的风险分析提出强化场馆资产证券化风险管理的对策, 期望能够依托金融市场, 抓住资本政策的机遇, 为大型体育场馆经营提供新的模式和思路, 在提高大型体育场馆资产证券化可行性的同时, 推动实体经济与虚拟经济协调发展。

## 1 大型体育场馆资产证券化的可行性分析

### 1.1 政策条件

1) 吸收市场存款, 盘活国有资产。

2018 年 9 月 13 日国务院办公厅发布《关于加强

收稿日期: 2020-03-01

基金项目: 国家社会科学基金项目(19BTY011)。

作者简介: 高振杰(1998-), 男, 在读本科, 研究方向: 体育产业经营与管理。E-mail: 1372559292@qq.com

国有企业资产负债约束的指导意见》指出,要为高负债国有企业降低资产负债率创造良好政策和制度环境,完善资本补充机制,扩大股权融资,支持盘活存量资产。随后,国务院发布的《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》更是鼓励依法依规筹措重大投资资金,其中便包括对于基础设施建设以及有利于社会经济发展的行业,为项目法人和项目投资方提供发行权益型、股权类金融工具的各种渠道。一系列政策文件的颁布,显示出我国资产证券化市场的日渐成熟。因此,对大型体育场馆这一基础设施通过租赁,发放股权债权,最大化使用现有资源,能够不断提升场馆的投资价值。各级主体可通过发行相应的资产证券,引入社会资本,有效盘活存量资产,有效推动了我国体育产业的可持续发展。

#### 2) 促进国有资产与经济市场相结合。

近年来我国体育消费市场稳步增长,2018年全国体育消费规模已达到9105.3亿元<sup>[1]</sup>,如此体量的体育消费需求背后,势必需要大量体育场馆的支撑。2018年9月6日《关于抓紧贯彻落实国务院部署促进民间投资持续健康发展的通知》文件指出,鼓励民间资本采取多种方式规范参与PPP项目,将社会资本通过各种方式引入基础设施融资当中,减少融资成本。由此可见,政府政策已经逐步向体育市场改革倾斜,资产证券化更为大型体育场馆发展提供了新机遇。鼓励培育和引进多元化的大型体育场馆投融资主体,通过建立各投融资主体的沟通协作机制,能够为投资者提供更多信息和交流途径,减少大型体育场馆的运营风险,增加场馆的经营收益,推进体育市场向资产证券化转型。

### 1.2 社会资本

#### 1) 社会闲余资本提供了原始资金积累。

社会资本是指居民在日常经济活动中由于缺少使用途径而产生的多余资金,这部分资金由于没有被充分利用而造成资金浪费或者资金配置效率低下,存在着巨大的潜在投资效益。社会资本的存在,特别是闲余社会资本的存在,为投资者实现大型体育场馆的资本积累提供了历史条件与可能。社会资本总量的增加需要依靠相关主体的生产,最大化地利用现有资源。就大型体育场馆而言将其证券化,可以降低交易成本,实现这一资产的积累。同时,社会资本的价值与社会关系存在关联<sup>[2]</sup>。借助场馆的资产证券化,能够推动各投资主体之间的相互联系、相互沟通,从而进一步保障资产证券化实现。

#### 2) 我国现有储蓄资金规模投资潜力巨大。

我国基础设施需求正快速提高,政府基础设施投

资建设也大幅度增长,使得我国平均年投资资金缺口急剧上升。2019年1月15日中国人民银行公布了2018年全年金融数据,在2018年居民存款68万亿元,储蓄资金规模有巨大的投资潜力,证券的发行可以有效盘活资金存量。现今人们对于生活有了更高的要求,消费结构不断优化,体育消费更是逐年增加,为体育产业的发展创造了良好的物质基础。当人们有了多余资金后,自然就会有投资者对其进行关注,进而就会有各种资金进入到体育领域之中。大型体育场馆对外发行证券时,有利于吸纳民间游离资本,利用剩余资金来创造价值,提高投资者收益率,分散经营风险,使体育活动运行更加合理,促进社会效益,对社会总体效益带来积极影响。

### 1.3 市场需求

#### 1) 以政府税收为担保,发挥场馆潜在价值。

大型体育场馆资产证券化可以减少对于政府和银行信贷的依赖,将融资对象转向全社会,使场馆融资途径多元化。将资金投资于优质的体育产品也有利于社会闲置资本的减少,降低了市场风险,为资产证券化市场提供良好的利率类理财产品。大型体育场馆资产证券化是通过未来收益和政府税收作为担保,在市场上发行证券以多渠道获得场馆建设资金<sup>[3]</sup>。如果遇到对外发行的体育场馆证券不能弥补有价证券时,政府会通过税收给与补偿,这也体现了大型体育场馆证券发行对于投资者的低风险性。同时体育市场需要将体育资产的潜在价值有效地发挥,大型体育场馆作为体育文化的象征,通过证券发行对于场馆的文化传播以及价值体现的实现也都发挥着重要作用。

#### 2) 大型体育场馆信誉和未来收益质量良好。

现阶段大型体育场馆运营收益甚微,由于其属于公益性建设,盈利获取就会受到限制。大型体育场馆本身具有良好信誉和较好质量,在市场多渠道获得资金需求的形势下,进行大型体育场馆证券化能够多渠道开发场馆价值,实现资产积累。将预期的大型体育场馆收益作为证券化的基础,通过这一资金的使用对外发行收益凭证,市场对于大型体育场馆发行的各种类型的证券可进行选择性融资,根据不同运营的情况来向外发行不同类型的证券。这一过程有利于兼顾实现场馆的经济和社会效益,有利于促进大型体育场馆建设和盈利,发挥场馆多功能价值。

## 2 大型体育场馆资产证券化过程

大型体育场馆资产证券化过程涉及到众多主体(如图1所示)。其中,资产证券化发起人是大型体育场馆的经营方,作为场馆基础资产的原始权益人和资

金的最终使用人,他们通过转让基础资产的所有权、使用权或营收权来获得资金<sup>[4]</sup>。管理人多以证券公司为主,通过设立管理计划来筹集资金、购买基础资产并负责基础资产管理。托管人是具有托管资格的商业银行,主要负责专用账户的托管。担保机构包括商业银行、担保公司、保险公司和第三方企业,为发起人提供连带责任担保。评级机构为场馆基础资产提供信用评级。投资者则可以是银行、保险公司、基金公司和个人等<sup>[5]</sup>。大型体育场馆的资产证券化属于实体的资产证券化,操作主要包括构建基础资产池、组建特设信托机构、信用增级、信用评级、证券销售、到期支付等流程。

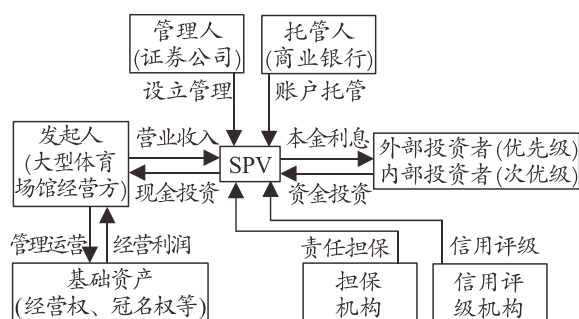


图1 大型体育场馆资产证券化主体与证券化过程

## 2.1 基础资产池的构建

大型体育场馆进行证券化的基础资产池是一个具有一定规模的资产组合,在预期内可以产生现金流,包括配套设施经营权、场馆产品销售权、场馆投资决策权、场馆留用资金支配权等经营权、冠名权、电视转播权、标志使用权等赛事活动举办权利。大型体育场馆基础资产的原始权益人常常由事业单位或国有企业组成,他们通过分析融资需求,将符合条件的场馆资产进行证券化,并根据目标需要组成资产集合,通过资产集合的方式提高资产的信用水平。具有稳定预期现金流和相对稳定现金流记录的且已经运营一定时间,有着良好运营效果和信用记录的大型体育场馆可以作为优质的基础资产,更容易实现证券化。

资产池组建主要分为3个步骤:第一,要框定大型体育场馆资产池的总体目标过程,发起人根据场馆资产结构、结合市场剩余资金投资和居民消费需求,确定资金预期回收期、融资金额、资产类别、风险水平、构成要素、地区分布等特征;第二,设定筛选标准,准备备选资产,大型体育场馆资产证券化的目标是将固定资产通过金融手段将未来的资金提前变现,它需要选择具体的资产筛选标准,包括场馆收益

项目和场馆基础资产本身。一般选择在场馆进行融资完毕后,能够具有稳定现金流的项目。所选资产的剩余期限要在资产池总体的预定期限内。在融资过程中,由于资产并不是一体的而是分散的、相对独立的,并且在融资管理过程中产生一定成本,每笔资产都无法精确的预估,对于每笔资产的金额有个上下限。第三,运用夏普比率将筛选出来的备选资产进行组合,使得在较低的风险上取得较高的收益。

## 2.2 组建特设信托机构

SPV是为资产证券化而特别设立的信托机构简称,通常仅为特定、专向目的设立的法律实体,实质是通过有效机制确保SPV将场馆发起人与场馆的破产风险进行隔离,这也是整个证券化过程的核心。大型体育场馆在实行资产证券化前要设立SPV,它相当于大型体育场馆的空壳公司,是一道风险“防火墙”,可以将场馆资产证券化后的一系列的风险进行隔离。根据相关规定,发起人将资产转让给SPV可以采取真实出售和担保融资两种方式。在真实出售方式下,大型体育场馆的资产所有权以真实出售方式将其资产打包销售给SPV,将其基础资产所有权完全转移给SPV,从而获得表外融资,实现风险隔离目的<sup>[6]</sup>。在担保融资模式下,大型体育场馆的基础资产将作为债权进行抵押,仍然存在于资产负债表的资产项目中,需要通过“让予担保”解决发起人与SPV的破产风险完全隔离。

我国的资产证券化更多采取真实出售方式。当大型体育场馆通过真实出售实现风险隔离与有限追索,此时SPV在法律上是一个独立的法人实体,能够独立核算与独立审计,当场馆亏损时并没有影响到场馆原始权益人的收益,当获得收益时,场馆原始权益人也能从中获得分红<sup>[7]</sup>。在SPV运营管理不佳造成了巨大的经济损失时,可以直接宣布破产,对场馆原始权益人仅是有限的追溯,从而隔离破产风险。同时,对发行人而言,由于大型体育场馆基础资产出售给SPV,将实现表外融资。对SPV而言,能够获得保密性和税收上的优势。

## 2.3 信用增级

为了增强投资者对SPV按时支付投资者利息的预期,SPV将根据预期现金流对场馆基础资产池进行信用增级,包括内部增信和外部增信。内部增信可以从场馆基础资产池的结构设计、产品的增信机制设计角度开展<sup>[8]</sup>。在发起人参与投资时进行优先级安排,使大型体育场馆经营方持有投资次级的份额,而其他外部投资者持有优先级的份额。对于超额抵押,可以采用保证金和现金储备账户方式,也可以通过权益类资产未来现金流大于支付本息的方法,降低本息偿付风险。

大型体育场馆资产证券化可以通过信用背书或者担保人进行担保,这是外部增信的一种方式。在基础资产获利的前提下,以外部企业或金融机构提供的信用担保为主的资产担保人要获得具有一定的报酬以作为抵御证券化风险的条件。在场馆出售资产产品时,给予购买者追索权,当购买者获得无法得到满足时,可以对场馆经营者进行追索已获得必要的利润<sup>[9]</sup>。还有一种方法就是通过专业保险公司提供的保险,但是保险机构等级要足够高(一般为 AAA/Aaa),通过购买他们的保险,保险公司会给你每笔交易预留一份资金以防范可能面对的风险,面对可能无法及时支付的利息,保险公司及时偿还补上。

#### 2.4 信用评级

在债券发行前,SPV 需要聘请信用评级机构对场馆资产评级,信用评级对于场馆资产证券化有重要的推动作用,发行人需要依托比较有权威的信用机构对其进行信用等级评估,获得一个较好的信用等级以便大型投资机构和投资者更加深入了解他们,通过这个来投资参考,是否可以融资,而且可以扩大发行者融资渠道、减少融资成本以及吸收更多的资金流进来,增强了场馆权益人利益保障,不仅可以降低证券化融资成本,还可以促进证券的销售<sup>[9]</sup>。不过在评级过程中,有些不道德的评级机构为获取更多利益而出现评级级别虚高的情况,对投资者进行购买误导。

#### 2.5 发行证券

证券发行是以筹集资金为目的,实现场馆资本优化的重要手段,也是大型体育场馆投资者出售资金使用权并获得收益权的一种证券化机制<sup>[10]</sup>。SPV 将资产支持证券这个权益委托给销售商去承销将其卖出,这个时候发行者要选择承销商,可以通过路演方式选择合适的承销商,以帮助证券成功发行。承销商通过将证券合法化,获得监管机构的批准,公开发行政券,公开竞售。承销商会根据场馆自身价值、近期盈利情况、未来盈利预估以及市场现状来确定发行价格。在发行的过程中,证券承销商有着不可或缺的作用,扮演着类似于银行金融顾问的角色,一边为投资者提供比较好的融资方案,一边又为场馆权益者争取更多的利益。但是在发行过程中,要避免承销商出现违背信用的行为,为谋取更多的利益而对投资者进行欺骗,将不合格、劣质产品卖给投资者,损坏他人利益。

#### 2.6 到期清偿

当大型体育场馆资产成功资产证券化进入金融市场后,SPV 需要聘请专业的托管人对场馆资产池进行专用账户托管,收取资产池的现金流,划拨账户之间的资金,处理相关税务和行政事务<sup>[10]</sup>。当证券化项目

到期至结算日,根据合同约定,SPV 需要对投资者进行本金偿还和收益兑现,全部偿付之后,如仍有现金流剩余,将返还给发起人。在清偿之时,对于可能产生的收益无法支付的情况,SPV 需要通过股票、债券等方式进行偿还。

### 3 大型体育场馆资产证券化的风险分析

#### 3.1 信用风险

信用风险是大型体育场馆资产证券化过程中最受关注的部分。所谓信用风险,是在场馆资产证券化过程中,由于发起人在证券到期时没有及时偿还本金或支付利息,而导致债务人受到损失的行为,主要包括发起人信用风险、债务人信用风险和第三方机构信用风险。大型体育场馆资产证券化涉及到众多的参与主体,环节复杂且操作时间长,任何一个环节一旦发生违约行为,就会影响资产证券化过程的总体质量<sup>[11]</sup>。大型体育场馆的产权所有者和经营者是委托代理关系,管理者并没有大型体育场馆的股权,作为产权所有者和负责运营的管理者之间的目标不完全一致,当双方利益存在冲突时,如果监管不到位,管理者就会做出偏离股东利益的行为,影响场馆资金价值。因此,挑选一个适合的、有能力去经营好场馆运营的运营公司或聘请职业管理人员是让投资者放心的保证。而该类风险主要表现为场馆管理人员可能存在一系列不忠诚的行为:(1)隐瞒行为,场馆管理者在管理过程中会有因运营操作失误为了个人利益而导致对场馆名誉和场馆资产造成损失的事件进行隐瞒,致使更大的损失;(2)牟利行为,管理者在工作中利用个人职权谋求个人利益;(3)不尽责行为,管理人收取管理费用,但在工作中偷懒,行动效率低,决策随便;(4)最大化个人利益,利用公款消费,假公济私,伪造虚假财务报表以获取利益等现象;(5)欺诈行为,在管理过程中,管理者为谋取更多的利益而对投资者进行欺骗,例如管理者将不合格、劣质产品卖给投资者,损坏他人利益。

#### 3.2 经营风险

经营风险更像是一种操作行为,是指由于场馆经营者不适当或失败的内部事务、人员、硬件设施缺乏等造成的经营不善,致使大型体育场馆收益损失。资产证券化是将大型体育场馆的非流动性资产打包成产品并将其卖出,从而保证投资者愿意购买持有这个资产<sup>[9]</sup>。在这个过程中,场馆运营起着保持盈利的作用,场馆商业运营是指对场馆证券化经营过程的计划、组织、实施和控制,在实施资产证券化的过程中,场馆原始权益人是否将实际的经营权转包给管理者<sup>[10]</sup>,从而做到场馆所有权和经营权的分离,提高场馆竞争力。

从这一分类看,主要存在定价风险、资产重组风险和破产隔离风险。对体育产品的定价是进行体育活动的基础,体育产业由于本身的公益属性和经济数据之间的比重结构较为复杂,对其定价就需要综合考虑各方面的相关因素,如场馆属性、资金现金流、交易结构设计、信用等级等一系列因素。在组建资金池的过程中,如果场馆商业化管理运营模式不成熟,投资者会认为大型体育场馆未来收入现金流无法满足偿付支持证券本息的要求,影响场馆资产证券化的价值,从而影响场馆资产未来的可预期状态,降低对风险的剥离效果。当然,场馆也存在破产隔离等不可抗风险,任何一个参与主体出现异常,都会导致资产证券化过程失败或者发行推迟。

### 3.3 环境风险

环境风险作为企业风险之一,有自然环境风险和社会环境风险之分,也是对大型体育场馆而言较为恰当的环境风险分类。自然环境风险是指大型体育场馆受台风、暴雨、暴雪以及地震等自然灾害影响。例如,在场馆运营赛事期间,若出现台风等极端天气可能会影响赛事举办,人员活动减少,进而对场馆举办方利益造成损失,影响场馆的资金现金流。这也是场馆区别于其他经济体进行资产证券化的特殊之处。

社会环境风险相对于自然环境风险变数会更大更多,它受到国家政策、宗教信仰、社会结构、社会观念和形势政策等社会因素的影响。(1)宏观经济政策变化的风险。若国家进行政策变革,欲收回大型体育场馆的一些重要经营主权,会给场馆经营造成巨大困难,也会影响场馆的证券化过程,打击了投资者的投资信心。(2)竞争格局变化的风险。资产证券化融资需要大量的市场资金注入,这就与市场繁荣状况有密切的联系,经济变动带来的不确定性会造成场馆证券违约、降价等风险。(3)社会形势变化的风险。场馆活动的有效运营需要一个稳定的社会经济和社会形势作为保障,如果社会形势不稳定,那么场馆经营就谈不上盈利。同时国内外政治环境的不稳定也会影响场馆资产证券化市场,使得证券价格产生波动,降低场馆资产证券化水平。

### 3.4 资金风险

资金风险也就是财务风险,是指由于大型体育场馆收支状况发生意外变动给财务造成困难而引发的风险。主要有:(1)在场馆进行证券化前经营收支状况是否有发生过意外变动;(2)场馆自身有没有存在债务风险;(3)在证券化过程中有没有涉及到债务处理问题;(4)证券化的资产中原始权益人有没有完全的自主权。针对这一问题,可以参考场馆经营报表和资产负债表

来检查,通过未分配利润和货币资金、预收款项、预付款项等与利润表和现金流量表勾连起来,核实信息基本情况对称性,对于场馆实控人、大股东、场馆主要的收入来源进行了解,查看在过往的经营业绩中是否存在着重行政处罚或违约行为。

现金流风险作为财务风险的主要风险之一,也会影响对场馆资产证券化带来威胁。现金流风险是指场馆运营当中由于现金循环存在不稳定因素而给场馆带来流动风险。现金流作为场馆资产证券化的保障存在以下情况:(1)现金流稳定性风险,当大型体育场馆现金流出现问题时,可能会导致企业经营陷入困境,无法支付投资者利息,对场馆的资产证券化造成冲击;(2)税收变化风险,大型体育场馆隶属于国有资产,国家会对其进行定期收税,但经济不稳定情况下,国家可能会加大税收或者推动场馆转企改制,这会对场馆的经营计划造成影响;(3)流动性支持风险,流动性支持人是否能够按时支付流动性资金也是参与主体对场馆证券进行考虑的重要方面。

## 4 强化大型体育场馆资产证券化风险管理的策略

### 4.1 强化政府管理能力,审慎处理监管问题

以资产证券化手段改善大型体育场馆经营与融资,需要明确把握顶层设计内容,合理制定制度。在管理决策中,政府管理部门应明确大型体育场馆的职能和功能,正确处理体育服务、商业经营、体育赛事、娱乐赛事的关系,适度简政放权,扮演好“监管者,服务者”的角色,明确政府定位与职能,把体育场馆进一步推向市场<sup>[2]</sup>。对于优质场馆,要敢于放开进行试点,获取实证经验,进而构建有利于资产证券化开展的科学宏观环境,用政策支持体育场馆管理体制改革和融资模式创新,逐步改变大型体育场馆的单一财政依赖。

同时,要加强监管的有效性。目前,我国大型体育场馆在改革中存在着监管缺位的现象,不仅会导致国有资产的流失,也有损政府形象与公信力。应采取更为合理的监管手段,形成多渠道共同监管、内外部监督共同作用的立体监管体系,提高监管水平和监管效率。构建横向协调机制,尝试跨行业、跨领域结合监管,避免证券化过程中可能存在的真空区域;建立市场化的惩戒机制,对违规违法操作进行曝光,降低信用市场中信息不对称的程度。

### 4.2 出台专门法律法规,构建合理宏观环境

法律法规的不完善为资产证券化的推行与监管带来较大阻力。我国立法机关应在“真实出售”、特殊目

的实体的建立与存续、破产隔离等需重点规范领域通过资产证券化专门法进行指导,明确各主体利益关系,利用法规政策加强约束与规范;在其余领域,针对试点逐渐深入中暴露的问题进行补充,修改与完善《资产证券化规范》等指令性文件,形成统一标准。

在证券化产品发行上,可以通过法律手段标准化发起人持有比例资产支持证券以降低风险、规定发行者对产品的信息披露程度从而增加投资者信心与市场透明度;在资产证券化的监管上,逐步统一不同种类资产证券化模式的监管者与监管制度,减少监管难度与监管上的灰色领域<sup>[13]</sup>。我国立法机关应紧密关注试点情况,广泛听取各个机构的意见,针对试点情况及时作出反馈;也可以在综合我国《民法》《公司法》《担保法》等相关法律的基础上适当借鉴证券化市场

发展较成熟国家的经验。例如:2000年日本修订的《资产流动化法》;2008年次贷危机后,美国颁布的《巴塞尔资本协议 III》《多德弗兰克法案》等一系列相关法律文件。

#### 4.3 完善资产操作流程,协调内外监管关系

首先,在税收政策上,厘清管理者、特殊目的实体等参与主体在大型体育场馆资产证券化业务中承担的角色,区分纳税基础;其次,应尽快向信贷资产证券化相关政策标齐。例如,信贷资产转让中,信托合同免收印花税。在企业所得税环节,“真实出售”环节由于资产交易不属于商业性买卖,可以适当减轻所得税,从税收领域提高发起人对证券化产品的认可度(见表1)。

表 1 大型体育场馆资产证券化中各主体适用税率

参与主体	增值税	所得税	印花税
大型体育场馆	“体育文化业”按照6%的增值税税率缴税; “租赁业务”按照17%的增值税税率缴税	按25%的企业所得税税率(公益性捐赠支出允许税前以12%的比例抵扣)	按税目行为缴纳印花税
SPV	按“贷款服务”6%的增值税税率缴税	按25%的企业所得税税率	免缴印花税
金融中介机构	按“直接收费金融服务”6%的增值税税率缴税	按25%的企业所得税税率	按税目行为缴纳印花税
投资者	持有至到期:无需缴纳 证券转让:按“金融商品转让”税目缴税	按个人或机构缴纳所得税	按税目行为缴纳印花税

由于大型体育场馆资产支持证券的基础资产是未来收益权,因而要合理准确地计算未来现金流。要求在根据多种影响因素综合考虑,对现金流进行建模,并定期核算。我国证券化资产转移终止确认的方法同时借鉴了国际上的风险与报酬分析法、金融合成法和后续涉入法3种方法。在未来的场馆证券化操作中,应结合证券化发展程度对会计确认方法的规定,在各种会计计量方法中选择最便于操作的方法,减少主观性。在存续期间内,场馆也应选择正确的方法对资产未来收益权进行摊销,根据情况进行减值处理,计入当期损益。再出现信用风险时,应及时核算未来现金流,根据变化的内部收益率计算每期利息。

在金融中介的设立与准入时,应建立统一标准对中介进行评级、审核。要避免在操作中由于追求利益而导致违规操作;在发行、特殊目的机构的创建、“真实出售”、评级等步骤中既要加强对中介的道德标准,也要用公开标准加强约束与惩戒。以行政手段限制场馆证券化操作中的信息披露程度。对于信用好的机构,可以通过评级制度进行激励,对信用较差甚至违法操作的机构应视情节严重程度加以惩罚。审慎操作,建

立强制监管措施。为保证各中介的支持与相互配合,要明确各方职责,保证各方相对的经济利益,对每一环节的风险进行识别与控制,防范不正规操作带来的风险。

#### 4.4 引导资本投资方向,培育有序市场环境

政府部门可以鼓励与引导民间资本进入体育领域,参与体育设施建设、体育上市公司融资等,通过银行业、证券业、保险业资金共同参与,为体育场馆业提供金融支持<sup>[14]</sup>。未来,资产证券化交易势必向普通投资者开放,因此要维护市场稳定,就要先加强对居民投资者对投资的科普与教育,帮助了解证券市场,了解资产支持证券及潜在风险。在此基础上,逐渐放宽投资者准入资格,提升二级市场活跃度,同时也有避免投资者跟风投资而扩大风险与杠杆,银行等做市商与交易中介也能有效对接二级市场供需,提高流动性。

场馆证券发行者也需提高信息披露程度,包括产品名称、募集金额、存续期、预期收益率、还本付息方式等基础信息外,还需要如实披露基础资产存续情况、资金池状况等信息,帮助投资者识别风险。构建合理的场馆资产评级机制,防止出现优质资产无法证

券化,不良资产借助评级机构包装证券化等情况发生。当前,信贷资产证券化和企业资产证券化的交易市场逐步合并银行间交易市场与交易所间市场,以信贷资产支持证券的交易带动资产支持证券的交易,二级市场交易量增加,市场流动性提高,也有利于场馆产品真实价格发现。

#### 4.5 提升资产信誉度,发挥场馆综合效益

良好稳定的现金流是大型体育场馆提升信誉度的关键。在场馆日常运营中,应在保证基础公共服务的基础上改善经营,在改善经营水平基础上实现多元化发展:在专业赛事领域,依照国家标准规范运动队训练场地,保证场馆体育服务的专业性、针对性;在群众体育领域,要以体育公共服务为基础,提高服务质量,可以场馆的低收费与分时段免费相结合,鼓励更多群众从观看者转化为体育活动的参与者,营造“喜爱体育、参与体育”的社会氛围;在场馆运营中,可以依靠互联网积极探索新模式,对体育设备进行改造与升级,提高体育服务质量和效率,通过线上、线下、软件、硬件,多渠道吸引体育活动与体育主体的参与,发展多种经营<sup>[15]</sup>。将大型体育场馆改造为集体育赛事、购物、休闲、服务为一体的大型城市商业综合体,推动体育服务业与配套产业相互推动。

对部分整体经济水平较低的区域,可以将本地信誉较高、经营效益较差的大型体育场馆与较发达区域经营状况较好、信誉高的场馆组合构成区域性资产组合或共同纳入体育集团公司,在实际操作中将场馆组合的未来现金流投入同一资产池,按比例获得资金支持。在组合的证券化下,既降低了非系统性风险,也有利于盘活资产,帮助资产保值增值。

在当前我国资产证券化市场法律、信用、监管等制度逐渐完备的过程中,对体育领域进行资产证券化实践是大型体育场馆建设融资的新尝试,是体育事业融入市场化改革浪潮的新机遇,以大型体育场馆这一投融资难点为突破口,借助市场手段,加速体育资本的流动性,有利于实现国有资产的保值增值,也为场馆管理体制和企业制度建立提供了新思路。

#### 参考文献:

- [1] 2019年中国体育消费行业市场现状及发展前景分析[EB/OL]. (2019-10-23)[2019-12-28]. [https://www.sohu.com/a/348998537\\_114835](https://www.sohu.com/a/348998537_114835).
- [2] FERRAGINA E. Social capital and equality: Tocqueville's legacy: Rethinking social capital in relation with income inequalities[J]. *The Tocqueville Review/La Revue Tocqueville*, 2010, 31(1): 73-98.
- [3] 蒋艳阳,谢玉波,邓春林. 体育场馆的资产证券化融资[J]. *商场现代化*, 2006(15): 180-181.
- [4] 沈红波,李佳娇,华凌昊. 信息不对称、担保增信机制与私募债融资成本[J]. *证券市场导报*, 2019(10): 51-59.
- [5] 刘昱. A 融资租赁公司业务发展分析[D]. 南京: 南京大学, 2017.
- [6] 李俊生, 臧莹. 我国资产证券化税制问题探讨[J]. *税务研究*, 2017(7): 81-86.
- [7] 高鹏辉. 大型体育场馆的多元投融资模式分析研究[D]. 苏州: 苏州大学, 2018.
- [8] 高颖卓. 农信机构不良资产证券化探微[J]. *中国农村金融*, 2017(22): 2.
- [9] HE J. When PPP meets asset securitization—The first ppp experience enlightenment project of asset-backed special programs[J]. *Open Journal of Social Sciences*, 2019, 7(12): 120.
- [10] 杨勇平. 资产证券化推进非标金融产品规范发展的思路与方法探讨[D]. 上海: 上海交通大学, 2014.
- [11] 李佳. 资产证券化的流动性扩张: 理论基础、效应及缺陷[J]. *财经科学*, 2014(4): 11-21.
- [12] 董焯. 国家体育场(鸟巢)的资产证券化实证研究[D]. 北京: 北京体育大学, 2012.
- [13] 朱建勇, 战焱磊. 依托民间资本发展体育产业: 综合动因与路径选择[J]. *贵州社会科学*, 2014(12): 143-146.
- [14] 叶晓甦, 许婉熔, 徐青. 基于多目标的大型体育场馆 PPP 项目的融资性研究[J]. *成都体育学院学报*, 2016, 42(6): 12-16.
- [15] 李书娟, 李江伟. 我国体育产业投融资研究综述[J]. *湖北体育科技*, 2017, 36(12): 1058-1061.