

我国体育产业收费资产证券化的路径选择

安徽财经大学 杨亚西 杨波

[摘要] 体育产业收费资产证券化是缓解我国体育产业发展资金短缺的有效途径。本文指出我国体育产业收费资产证券化可以采用专项理财的模式,并根据我国的实际情况,对其可行性进行了详细的分析,最后对我国体育产业收费资产证券化的运作过程和关键环节进行研究和设计。

[关键词] 体育产业收费;资产证券化;专项理财;

目前,我国体育产业的发展资金短缺,急需寻求新的融资方式,拓宽融资渠道。体育产业收费资产证券化是以体育产业的未来收费权产生的现金收入为支撑发行资产支持证券(Asset - Backed - Securities,ABS)进行融资的方式。它是缓解我国体育事业发展资金短缺的有效途径。

一、体育产业收费资产证券化的模式选择——专项理财

体育产业收费资产证券化属于企业资产证券化的范畴,根据我国的实际情况,它应采用专项理财的模式。专项理财是指券商为客户办理特定目的的专项资产管理业务。以专项理财模式操作的资产证券化项目,与委托理财和集合理财产品都不同,它是券商所提供的一种双向理财服务,即为资金的供需双方都提供了专业的理财服务:一方面券商为投资者提供了理财服务,它将该计划所筹集的资金用于购买融资方在未来能产生稳定收益的资产,满足了社会资金寻求风险与收益相匹配的投资需求;另一方面,券商也为融资方提供了理财服

- 上市时间间隔(TI)和新股上市首日涨幅负相关与市场预期有关,相对于发股时,新股上市时间具有不确定性,投资者会把过去市场的平均间隔时间作为预计发行-上市时间间隔,若实际间隔期超过了预期值,投资者可能认为管理层对发行公司对其上市认同度较低,购买热情会降低,这样新股上市首日涨幅也会较小。

三 主要结论及政策建议

基于以上的实证分析,可以得出如下结论:

1. 信号假说理论对中国 IPO 低定价现象的解释能力较弱。若信号假说成立,质量较高的发行公司抑价程度应高于质量较低的公司,这样发行价格和发行股票数量这些能在一定程度上反映公司价值实力的指标理应与上市首日涨幅正相关,但实证的结果刚好相反,而发行上年每股收益这一最重要的价值指标不能进入模型则更好地验证了这一点。而且由于在中国新股发行过程中过度包装和虚假上市广泛存在,现行的会计制度和信息披露制度又不能保证投资者公开轻易地获取发行公司价值的真实信息,这种现实情况使得即使发行公司低定价发行以吸引投资者,也难以得到投资者的认同,从而低定价发行的信号传递作用被严重弱化。Rock 的理论也较难具有说服力,虽然可能存在投资者之间的信息不对称,但在目前市场高捧新股的情况下,发行公司和承销商似乎也没有必要低价发行以吸引处于信息劣势的投资者。

2. 导致中国 IPO 低定价现象最直接的原因是投资者的非理性投资行为和热衷于新股炒作。二级市场收益率较低和“新股不败”的神话使得投资者纷纷追逐新股,新股申购中签率极低,1999 - 2001 年间平均中签率仅为 0.5839%,2001 年成发科技首发时甚至低到 0.0766%,中小投资者中签如同大海捞针一样困难,新股发行成为资金量的较量。机构投资者申购新股一旦套现就迅速离场,散户投资者盲目跟风,甚至于承销商以普通投资者身份进入二级市场托市故意抬高新股价格(徐文燕、武康平,2002)。市场缺乏理性投资者和长期投资观念,炒作风行,质地较好的发行公司得不到肯定,流通盘较小的新股因易于炒作而得到投资者的宠爱,而发行-上市时间间隔与新股上市首日涨幅负相关也反映了投资者急于出仓的投机心理。

3. 尽管样本数量较大降低模型的可决系数 R^2 ,但不能排除是忽略了其他重要变量所致。如中国股票发行的制度安排的影响,管理层出于推动股市发展的目的要竭力保证新股的顺利发行,投资者一旦扑捉到这种政策意图会形成对新股发行的良好预期,这在某种程度上正成为投资者炒作新股的制度根源。一旦这种状态被锁定,管理层实施市场化的改革会遇到强大的阻力。近年来的实践也表明了这一点,99 年以来管理层逐步放发行市盈率的限制以期达到新股发行市场化的目的,但模型却表明发行市盈率与新股上市首日涨幅正相关,政策意图达不到预期效果。

因此,消除中国 IPO 过高低定价现象的根本出路在于:进一步推进新股发行的市场化改革,培育理性的投资者,树立价值投资和长期投资观念,规范机构投资者行为,杜绝各类违规资金炒作新股,从而构建出一个良好的市场环境。同时辅之以合理的新股发行定价机制,即在对发行公司进行合理估值的基础上,通过市场化的发行方式寻求供需关系均衡的发行价格,使得新股发行价格既能体现股票的内在价值,又能体现市场供求关系。

[参考文献]

- 1、黄新建《影响上市公司首次公开发行股票抑价的实证分析》,《财经理论与实践》2002 年第 2 期
- 2、沈艺峰,陈雪颖《我国首次公开发行股票实证研究》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2002 年第 2 期
- 3、黄新建,张宗益《影响我国新股超额收益率的实证研究》,《重庆大学学报(社会科学版)》2002 年第 2 期
- 4、夏新平,陈历北《谈我国 IPO 市场引入效率机制的重要性和必要性》,《技术经济与管理研究》2000 年第 3 期
- 5、胡旭阳《我国新股发行制度准市场化改革效果的实证分析》,《财经论丛》2005 年第 3 期

务,将融资方的资产进行证券化,满足了融资方的融资需求。而且,以专项理财操作的资产证券化项目有实质性的资产支持,并不像以前的委托理财和集合理财产品那样投资于虚拟资本。目前,体育产业收费资产证券化在实际操作中采用专项理财的模式已完全具备了可行性,具体表现在以下几个方面。

(一)监管部门的大力支持。券商以专项理财模式操作资产证券化项目属于专项资产管理范畴,归证监会监管。对于券商开展资产证券化这一创新活动,证监会持积极的支持态度。2005年8月12日在北京举办的证券公司创新大会上,尚福林就表示“鼓励创新类证券公司在合规合法和风险控制的前提下,研究开发专项理财产品。”另外,中国证监会资产证券化工作组负责人于2005年9月19日透露,将在100多家券商中筛选出10家左右,允许其开展资产证券化业务。¹企业资产证券化有望如火如荼地开展起来。

(二)法律结构完备。我国资产证券化业务采用专项理财模式所需要的法律结构完备。第一,《证券公司客户资产管理业务试行办法》规定,证券公司可以通过设立综合性集合资产管理计划,办理专项资产管理业务。这就使券商的专项资产管理业务在法律层面上得到了明确的许可。第二,券商所设计的专项理财计划作为SPV完全可以做到破产隔离。资产证券化的关键在于破产隔离,即通过构造特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV),从资产原始权益人处真实购买证券化资产,再以自身名义发行证券进行融资,使证券化资产与原始权益人完全隔离,即使原始权益人发生破产、清算、接管等情况,该资产也不会处于破产、清算、接管的行列,其它债权人不能对该基础资产享有求偿权,从而实现破产隔离的目的。按照证监会在2004年10月颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》规定:“资产托管机构应当由专门部门负责集合资产管理计划资产的托管业务,并将托管的集合资产管理计划资产与其自有资产及其管理的其他资产严格分开。”证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务,应当签订专项资产管理合同,针对客户的特殊要求和资产的具体情况,设定特定投资目标,通过专门账户为客户提供资产管理服务。因此,专项理财计划是个专户,以专户中的客户资金去真实购买的证券化资产,在风险防范上,是能与原始权益人、计划管理人及托管机构的资产完全隔离的。

(三)券商具有参与资产证券化的内在动力。我国券商业务主要由自营业务、承销业务及经纪代理业务三大块传统业务组成,经营严重受制于证券市场行情波动,只要行情下跌,几乎所有的业务类型都会受到冲击。有资料显示,2004年,国内114家证券公司的利润总额为-103.64亿,扣减资产减值损失后利润总额为-149.93亿,全行业处于亏损状态。如何尽快实现业务转型以适应新形势的发展已经成为我国券商的当务之急。以专项理财模式操作资产证券化业务,作为一种金融创新品种,可以有效地帮助我国券商摆脱行情制约,为券商带来新的盈利增长点。在这类业务中,券商可以全面参与项目设计、主承销、组织承销团等,获取最大收益:券商的投行部门直接参与资产证券化业务的设计,收取产品设计的财务顾问费用;理财计划份额的发行还使券商获得承销费;券商为投资者提供了理财服务,满足了他们的投资需求,券商相应从投资者手中获得管理费或参与业绩分成;在一些需要券商参与管理的资产证券化项目中,券商可以向融资方收取管理费用。而且通过专项理财计划的推广,券商还能积累相当的机构客户资源,并且能够培养出与新业务发展相适应的风险控制和内部管理机制。据有关权威人士预测:我国未来两年内企业资产证券化业务规模将达到2000亿元。券商的资产证券化业务发展前景是非常广阔的。

(四)我国已有成功的案例可兹借鉴。到目前为止,我国已有两个由券商主导的采用专项理财模式进行企业资产证券化的成功案例。一个是“中国联通CDMA网络租赁费收益计划”。2005年9月6日,我国首个企业资产证券化产品——“中国联通CDMA网络租赁费收益计划”在上海证券交易所的大宗交易市场挂牌交易。该计划由券商中金公司担任簿记管理人、计划设立人及计划管理人,中国银行作担保,以中国联通CDMA网络租赁费收益权为基础资产,向境内合格的机构投资者发行计划份额。中国联通CDMA网络租赁费收益权产生的现金流将用于到期向计划份额持有人支付本金和投资收益。另一个则是2006年1月6日在深交所大宗交易市场挂牌交易的“莞深高速公路收费收益权专项资产管理计划”。该计划设立人、计划管理人为广发证券,工行担任其托管人、清算银行和担保机构,以东莞控股所持有的莞深高速一、二期的未来现金流作为该计划的投资者收益和本金的偿还来源。通过资产证券化,中国联通和东莞控股均以低于同期限银行贷款的融资成本获得所需资金。这两个成功的案例对于非金融类企业扩大融资渠道、降低融资成本具有重要意义,对于其它券商参与其资产证券化业务更是产生了极大的吸引和鼓励,也为我国采用专项理财模式进行体育产业收费资产证券化提供了宝贵的经验。

二、体育产业收费资产证券化的运作过程

以专项理财模式操作体育产业收费资产证券化项目的基本运作过程如下:1、融资企业(原始权益人)根据项目的资金缺口,确定融资规模;2、融资企业将超过融资规模的未来一定期限的收费权(基础资产)交给券商设立定向资产管理业务,委托券商对其进行管理;3、券商设计一个专项理财计划,以融资企业未来一定期限的收费权为投资对象;4、券商聘请信用评级机构对拟发起的专项理财计划份额,进行发行之前的内部信用评级;5、券商根据内部信用评级的结果和融资企业的融资要求,采用相应的信用增级手段,以提高专项理财计划份额的信用级别;6、券商再次聘请信用评级机构进行发行信用评级;7、券商发起设立一个专项理财计划,向投资者募集资金用于购买融资企业未来特定时期的收费权;8、计划设立完毕,托管银行根据券商的指令,将募集资金划给融资企业的指定账户,支付未来特定时期收费权的购买款;9、融资企业将收费权所产生的现金流存入券商指定的收款账户,由券商负责管理;10、券商按期对计划份额的投资者还本付息,并对聘用的中介机构(如信用评级机构等)付费。

中国国债规模趋势和因素分析

安徽大学 杨俊龙

[摘要] 国债恢复发行促进中国国民经济快速发展,国债规模过大会危及财政安全,如何判断和控制国债规模十分重要;结合中国国情,论文从国债规模的变动趋势和影响因素两方面进行分析,趋势分析表明中国国债规模呈现分阶段增长的规律,因素分析表明预算内固定资产投资额、债务还本付息额和财政赤字是影响国债规模主要因素,根据变动趋势和因素分析提出基本判断和政策建议。

[关键词] 国债规模、发展趋势、影响因素

20多年国债恢复发行历程表明,国债并非意味着经济运行状态不佳,国债成为推动经济增长和社会发展的一个重要因素,国债发行不仅有力地弥补了国家财政收入的不足,而且满足了社会各类投资者的不同需要,同时国债规模的扩大和国债的发展对于推动债券及货币市场和资本市场的发展也发挥了积极作用。资金短缺和发展经济的任务繁重几乎是所有发展中国家共同面临的难题,能否及时充分地筹集资金,是社会发展和经济增长的重要因素。国债不仅具有筹措资金克服财政困难的短期功效,而且具有改善资源配置、促进经济发展等长期功效,是社会主义市场经济建设的重要财政手段。中国正处在经济转型时期,计划经济的传统惯性使得人们习惯依靠国家投资来推动本地区以至整个经济社会发展,国债作为国家动用信用手段筹集资金的一种形式,已经成为各国政府进行宏观经济调控的重要手段,1998年,我国因内受通货紧缩困扰,外受亚洲金融危机冲击,社会需求不足,经济增长速度变缓,为了应对国际国内经济形式的变化,避免可能出现的经济下滑,保持国民经济的持续快速健康发展,党中央国务院及时果断地做出扩大内需、实施积极的财政政策这一重大战略选择,国债政策作为财政政策的重要组成部分,无论是在增加收入方面,还是在扩张支出方面,都有其他政策替代不了的作用。然而,任何一项政策实施都有其反向作用,如果一味地扩大国债规模,则其反向作用会日益突出,产生一系列负面效应,进而影响到经济健康发展。为此,我们需要正确判断国债规模是否适度问题,论文从国债规模的趋势和影响因素两个方面分析之。

一、中国国债规模的趋势分析

中国自20世纪80年代恢复国债发行以来,国债发行量以较快的速度增长,中央财政债务依存度指标、中央财政国债偿债率两项指标数值显示,中国国债规模已经呈现过大趋势,尤其是中央财政债务依存度指标数值表明中国财政处于非常危险的地步,我们必须严格控制国债发行,否则将对国民经济造成巨大危害。因此国债规模受到中国学术界的广泛重视。国债规模大小的判断,我们既要参照国际惯例,但更要结合中国国情,

三、体育产业收费资产证券化关键环节的设计

(一) 基础资产的选择。体育产业收费资产证券化的基础资产是体育场馆门票收入、健身俱乐部会费收入、体育器材设备租赁收入等能在未来产生可预测的、稳定的现金流的资产。我国是人口大国,也是体育消费大国,随着我国居民收入水平的提高、闲暇时间的增多,居民体育休闲、健身消费的需求与日俱增,体育场馆、健身俱乐部的收入有不断增加的趋势。另外,我国体育竞赛市场的不断完善,也会促使体育场馆的门票收入、体育器材设备租赁收入不断增加。

(二) 信用增级方式。信用增级能增强拟发行的计划份额的信用,使其获得较高的资信评级,从而降低筹资成本和吸引投资者。在专项理财模式下,券商可以采用以下的几种信用增级方式:1、由银行或保险机构提供信用保证,如果到期专项理财计划无法支付本金和收益,银行或保险机构将按照担保协议代为偿还;2、划分优先级、次级计划份额,优先级计划份额向投资者发售,次级计划份额由原始权益人持有,将资产的大部分风险留给原始权益人;3、由专门的担保机构进行担保;4、券商的保本设计,即用自有资金参与理财计划,如果券商理财发生亏损,券商可以让自有资金部分先亏损,这样投资者可以少承担或者不承担亏损。

(三) 发行对象与交易方式。考虑到资产证券化在我国还是一个新的金融创新工具,一般的个人投资者较机构投资者抗风险能力较差,因此,在刚刚开始推出专项理财计划份额这类资产证券化品种时,主要在机构投资者集中与适合的大宗交易平台开展交易,参与者也以合格的机构投资者为主。而且从国外资产证券化市场来看,机构投资者是资产证券化市场的投资主体。因此,为了促进我国体育产业资产证券化的发展,我国政府应放松机构投资者的市场准入条件,在强化监管的条件下,逐步允许保险资金、养老金、投资基金、运动员伤残保险、体育产业及体育事业发展资金、体育俱乐部基金等社会资金进入体育产业资产证券化市场,使机构投资者成为体育产业资产证券化市场的主体。同时,券商也可以通过自己的代办股份转让系统进行专项理财计划份额的转让,让个人投资者也能尝试投资资产证券化产品。今后则视交易情况和证券发展规模,再逐步扩大或转移到证券交易场所的竞价撮合系统,以提高计划份额的流动性,增强对投资者的吸引力。

[参考文献]

- [1] 王开国等. 资产证券化[M]. 上海:上海财经大学出版社,1999:12, 36 - 42
- [2] 何小锋等. 资产证券化:中国的模式[M]. 北京:北京大学出版社,2002:409 - 414
- [3] 景俊杰,孔媛,齐伟. 体育产业投融资不足与应对[J]. 体育文化导刊,2005(1):58 - 60
- [4] 倪刚,孙芳,陈丽娟. 资产证券化在体育产业中的运用[J]. 体育学刊,2003(11):20 - 22