

## 从金融产品创新看美国体育场馆融资

廖理 朱正芹

随着体育产业市场化程度的提高,目前体育场馆的收入已经成为各专业球队主要的收入来源。自 90 年代以来,美国已经掀起了一轮新建或升级改造体育场馆的热潮,并由此引起了会计以及价值评估领域的一些革新。而政府部门也极力想拥有体育场馆的所有权,种种诱发原因使得体育场馆建设规模空前浩大。

体育场馆建设由于具有投资规模较大、收益高且收益与投资之间存在时间差的特点,同时体育场馆建设又具有部分公用事业性质,因而受到法律的制约较大,正是这种情况,使得金融创新产品在体育场馆融资中发挥了巨大作用。本文主要以美国为例,研究金融产品创新在体育场馆融资中的应用,以及美国体育场馆融资手段的发展变化。

### 一、 体育场馆融资的特点

与其它项目相比较,体育场馆融资具有很多特点。首先,体育场馆融资规模大。一方面,从单个场馆建设的融资角度看,相对于其它项目,场馆融资规模惊人!我们以美国 NBA 联赛的菲尼克斯太阳队(Phoenix Suns)1992 年建成的美国西部球馆(America West Arena)为例,按照 1995 年物价指数计算,该竞技场总投资额达到了\$0.977 亿美元之巨。而目前场馆建设成本又呈现出明显的上升趋势。另一方面,从总体规模上来说,场馆融资需求正在逐年增长。在美国,四大职业联赛俱乐部所拥有的 103 处体育场馆设施中,有 60 处是 1990 年后建的,而目前还有 6 处正在建设中,尚有 11 家体育场馆明确提出要进行升级改造,职业俱乐部场馆建设规模庞大。

其次,体育场馆融资回收期短且回报率高。在美国,体育场馆建设回收期少于或等于 3 年,而体育场馆的盈利能力正在逐步增强。Rick Horrow 指出,球队收入的 80%~85% 来自门票收入和电视转播合同,余下的 15%~20% 来自与体育场馆相关的收入(Amusement Business, 1997),而体育场馆还会影响到门票收入和电视转播合同收入。据统计,目前在美国四大职业联赛俱乐部的收入构成中,体育场馆收入已经成为俱乐部最主要的收入来源。

最后,体育场馆融资方式受外界因素影响较大,它受到相应的市场、法律、制度环境的

影响。其中法律政策的影响最大，而在诸多的法律政策中，税收法律以及关于某些特定融资工具的合法性问题的法律对体育场馆融资影响最大。正是由于美国 1986 年税收法案的改革，才使得政府在体育场馆融资中的作用更加突出；而现有的私募基金、产业基金法案等都加大了体育场馆融资的选择范围。

## 二、美国体育场馆融资中主要的金融创新产品

体育场馆建设的传统融资方式，主要是通过政府担保债务或政府拨款和投资等方式筹集资金，私营机构很少投入资金。随着体育产业的发展，政府作为出资人的作用慢慢淡化，转而通过赋予私营机构一定的特许权，使私人资本负责主要的资本投资及设施的设计、建设、融资和营运，政府主要提供一定的支持，通过合约约束，主要发挥“监督人”的作用。目前的融资方式已经演化为典型的建设—营运—转让项目的结构模式，即成为由政府、发起人、贷款人、承包商、特许经营人及融资公司等各方共同参与、协调的一项庞大的系统工程。

总的来说，体育场馆投资主要有四种形式：政府资本、私人资本、公私联营、补助金。

1. 政府资本：政府资本投入方式包括但不局限于税收、市政公债、参与凭证以及特定权利机构债券。

### （1）税收形式的政府资本投入

通过税收为体育场馆融资，是所有政府一贯施行的手段。政府主要通过两种方式促进体育场馆融资：以直接的税收收入投入体育场馆融资，或刺激其它经济实体介入体育场馆融资。

当然，在两种方式中，直接征税是较为明显的政府资本投入。但政府具体的课税政策却在不断的调整之中：House Bill 92（对当地公众征税 + 减免介入体育场馆融资的私人资本的税收）1999 年调整（公众上缴一部分税收 + 球队及捐赠人无偿捐款）随后进一步调整（当地公众税 + 对访问人员征税，使得征税对象扩大）。

1997 年，德克萨斯州通过了一种叫做 House Bill 92 的体育场馆建设期权。House Bill 92 事实上是一种将来可以获取资金的期权，它通过赋予某些团体（主要指各城市政府）特定权利（征收某种税收或减免销售税）的方式吸引它们对体育场馆建设进行投资。然而，House Bill 92 的使用遭到了公众的反对，因为无论是对公众征税还是减免个别投资者一定数额的销售税，都会导致财富从公众手中转移到个别投资者（参与体育场馆融资的个人）手中。

考虑到公众的反对态度，政府不断改变 House Bill 92 的具体课税政策。到了 1999 年，圣安东尼奥城推出了类似于 House Bill 92 的体育场馆融资方案：公众上缴 0.125% 的税收，

而圣安东尼奥马刺队以及其它个人捐赠人也要进行捐款。这种方案使得公众所担心的财富转移问题得到了较大程度的缓解。

随后，政府又制订了新的规定：除了征收销售税外，House Bill 92 还允许城市政府征收其它公众性税收，如：机动车辆租赁税、活动停车税、旅馆占用税以及设备使用税（访问的队伍使用体育场馆平均花费 5000 美元）等。这就使得 House Bill 92 从最初的只向当地居民征税转向对访问人员征税。同样，这一举措遭到了贸易团体的反对，他们指出，这种规定使得访问人员大量减少，影响到了团队的发展。

总的来说，政府目前为体育场馆融资征收的税种主要包括旅馆/汽车旅馆税、餐饮税、销售收入税、财产税或者汽车租赁税。政府首选的是对旅馆、汽车旅馆或类似功能场所、汽车租赁业等征税，因为这些课税对象是访问者，而对当地居民没有任何影响。

除了直接的税收收入外，政府还通过间接方式为体育场馆建设引入资金。针对参与体育场馆建设的公司，政府推行了“税收减免”，通过对他们在特定时间内免征财产税，大大激励了私人资本介入体育场馆融资，从而间接地帮助了体育场馆进行融资。

目前，美国国内仍然就是否该为建设体育场馆而征税争论不休，但是大家已经基本上形成共识，认为体育场馆建设至少在经济效益上是值得的。新的体育场馆或者体育场馆的升级能够为政府带来巨额收入。St. Louis Cardinals 在 2000 年的研究中指出，一个新建的体育场馆会为圣路易斯和密苏里州带来巨额税收收入：1999 年为 1450 万美元，2005 年将达到 2320 万美元，而到 2035 年则可以达到 7700 万美元；旧体育场馆的升级同样也能为政府带来大额的税收收入，他研究发现，旧体育场馆的升级，在 1995 年为政府增加了 630 万美元税收收入，而 2000 年时的该数额已达到了 1640 万美元。

## （2）债券形式的政府资本投入——市政公债

目前国外用于体育场馆建设的市政债券主要有 3 种类型：资产支持型债券（asset-backed bonds，指以资产或资产组合的未来现金流为基础发行的债券，而这些产生未来现金流的资产就是资产证券化的基础资产）、税收支持型债券（tax-backed bonds，以政府税收为基础发行的债券），以及项目收入支持型债券（bonds backed by project revenues，以项目的未来收入作为基础而发行的债券）。其中，比较传统的是税收支持型债券（主要是一般债务债券）和项目收入支持型债券（主要是无担保债券）。

政府发行的债券主要有两种：一般债务债券和无担保债券，而资产支持型债券使用较少（个人也可以发行资产支持型债券）。下面就目前使用最多的两类债券进行分析。资产支持型债券我们在后面给出介绍。

### 一般债务债券 (General Obligation Bonds)

一般债务债券由政府的一般征税权力担保，主要以政府的一般的财产税收来偿还，这种债券只能由有权征税的政府发行。它的发行通常需要得到公众投票同意，难度较大。但由于几乎不存在违约风险，成本较低。

### 无担保债券 (Non-guaranteed Bonds)

这种债券的发债主体往往没有课税权利，债券主要依靠项目运营产生的收入偿还，因此通常被称为收入债券，这些收入可以是各种优惠、门票收入或者广告权等。这种债券和一般收入债券很相似，但却不需要获得公众投票同意，因此颇受欢迎。在美国，政府发行的债券中，无担保债券约占 2/3，一般债务债券约占 1/3。

在体育场馆融资方面，无担保债券主要有三种：收入债券、参与凭证和特定权利机构债券。

收入债券 (Revenue Bonds) 主要以项目本身产生的收入以及相关的税收 (如旅馆、汽车旅馆、汽车租赁等的税收收入) 偿还。收入债券的发行人不一定是政府，政府的代理机构和授权机构也可以是发行人。收入债券的类型有许多，不同类型的债券最终通过法律的形式固定其专用性。该种债券的发行不需要得到公众投票同意，难度较小。

参与凭证 (Certificates of Participation) 是政府单位所发行的债券。政府单位购买体育设施出租给一般公众，并以这种租赁收入偿还该债券。

特定权力机构债券 (Special Authority Bonds) 由特定的具有公共权力的机构或组织发行的债券，以这些事业所获得的收入偿付债券。

除了以上主要融资手段外，政府还通过特许发行的票据 (franchise notes) 或联赛组织机构发放的资助性贷款 (league obligations) 以及直接的现金捐款等进行融资。当然，银行贷款以及预付款收入等也是体育场馆融资的重要手段。而所谓的特许发行的票据 (franchise notes) 或者特许发行的公司债券 (franchise corporate bond)，是指发行的票据或者公司债券受到一些政策上的优惠，主要是政府为了提高从事体育产业的公司融资能力而设计的。

## 2. 私人资本投入

私人资本介入体育场馆的新建或者升级改造，大大缓解了增加税收的压力，同时也减轻了纳税人的风险。在美国的旧金山、丹佛、华盛顿地区、波士顿以及加拿大的温哥华、蒙特利尔和渥太华，新的体育场馆建设完全是由私人资本进行投资。而美国的其它城市如哥伦布、波特兰以及费城，也只有很少量的政府资本介入新的体育场馆建设中。

私人资本主要通过以下方式介入体育场馆建设：捐款、实物捐赠、冠名权、排外性的特

权受让人、餐馆经营权、各种赞助组合、寿险组合、租赁协议、豪华套间、优先的座位安排、永久座位许可、停车费、商品收入、餐饮业服务经营权、广告权、销售合同、遗赠和信托物、房地产赠送、资产支持型证券、各种基金（私募基金、产业基金）等。

其中，资产支持型证券是以资产为基础发行的证券。这种金融创新能够不直接出售资产，以发行证券的方式在处置资产之前进行筹资。随着资产证券化技术的日益提高，资产支持型证券在体育场馆的融资中使用越来越频繁。例如，美国科罗拉多州新建的 Pepsi Center 体育馆就是通过资产支持型证券进行融资的。

### 3. 私联营融资 (Public-Private Partnership)

在这种融资结构中，政府一般不以直接投资者和直接借款人的身份介入。他们主要为项目提供专营特许、市场保障等优惠条件来组织融资，即使投资，他们往往也是通过土地捐赠及奢侈品税收的形式。民间资本则集中在设施本身的融资上，他们往往对项目利润相关的部分进行投资。

公私联营融资的基本特征很简单，包括共享投资收益、分担投资风险和承担社会责任等。它的典型结构是：公共机构设立独立投资项目，民营机构投资建设并负责运营。其主要方式有 BOT、TOT 两种：BOT (Build - Operate - Transfer) 是一种新型投融资方式，投资对象常是一些大型基础设施项目，政府不直接投资，而是引入民间资本或外资，政府允许其享有一定时期内的专营权，并享受专营收益，专营期届满后，政府即无偿收回经营权；TOT (Transfer - Operate - Transfer) 是另一种新型投融资方式，指政府将一些已建成的大型基础设施项目作价后转让给民间资本或外资，政府收回投资后可以进行新的项目建设，而受让方则在一定时期内享有专营权，专营期满后，受让方必须无偿将经营权交还政府。目前还存在 BOT 等多种变形，但基本上是在上述两种模式下的进一步演变。

在美国 NBA 联赛的菲尼克斯太阳队 1992 年建成的美国西部球馆的投资中，政府投资占 39%，并拥有体育场馆所有权，其余 61% 完全由民间资本构成。具体投资额状况是：菲尼克斯市政府投入了 0.35 亿美元（0.28 亿用于建设场馆，0.7 亿用于购买土地），菲尼克斯太阳队投入 0.55 亿。同时，菲尼克斯太阳队做出承诺：在为期 30 年的时间里每年上缴 50 万美元（保持 3% 增长率）给菲尼克斯政府，同时该场馆的豪华包厢收入以及广告收入的 40% 也要上缴给菲尼克斯政府。

### 4. 补助金

在美国，既有联邦政府和州建立的补助金，也有各市政部门建立的补助金（有些是由州所属的彩票局资助），同时也有私人基金参与。通常，只要项目与补助金的赋予资格、指导

方针相匹配，就可能会获得这种补助金资助，从而为项目进行融资。

总之，在美国体育场馆融资中大量应用了新型金融创新产品，如：资产支持型债券、BOT、TOT、投资基金、金融租赁、收入债券、各种特许发行的公司债券等等。

### 三、美国体育场馆融资结构性分析

我们对截止到 1995 年的美国 4 大职业联赛俱乐部（MLB、NBA、NFL、NHL）所拥有的 82 个（由于有 2 家无法得到数据，我们从统计中删除，最终只考察了这 82 个体育场馆）体育场所使用的体育场馆融资结构进行分析，发现美国场馆融资结构具有如下统计结果：

1. 通过横截面分析，我们可以发现融资在体育场馆建设中的重要作用，具体见下表：

表 1910~1995 年间，美国主要体育场馆融资结构

政府投资比重范围	场馆数	所占比重(%)
100%	44	53.66
80~100% (含 80%，不含 100%)	8	9.76
50~80% (含 50%，不含 80%)	8	9.76
0~50% (不含 50%)	10	12.20
0% (完全私人投资)	12	14.63

完全由政府资本兴建的体育场馆占总数的 53.66%，而完全由私人资本兴建的体育场馆才占 14.63%，规模相对较小。这足可见政府资本在体育场馆融资中的主导作用。

2. 通过时间序列分析，我们可以发现体育场馆融资的变化趋势。我们可以从图 1 发现政府资本在整个体育场馆融资中所占比重随时间的变化趋势。

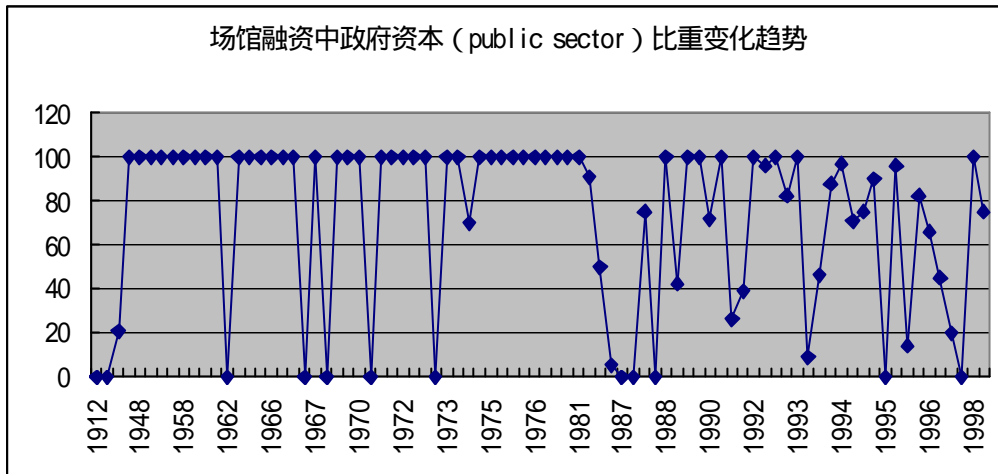


图 1 1910~1995 年间，政府资本介入体育场馆融资比重变化图

政府资本在体育场馆融资中的作用减弱，私人资本在体育场馆中作用越来越突出。在 1980 年之前，私人资本很少介入体育场馆融资，而且在 1980 年之前几乎没有公私联营结构的融资。正是由于 80 年代后美国体育产业市场化程度提高，民间资本对体育场馆建设兴趣增加，出现公私联营融资结构，并在以后的时间里一直占据主导地位。

在 Fitch Ratings 公司所做的 38 家（23 家政府融资评级，15 家私募资本评级）累计金额达到 60 亿美元的用于场馆建设和再融资的债券评级时，其中 35 亿美元来自 23 次税收支持的政府债券融资，而有 25 亿美元来自 15 次单独的项目融资或者资产支持的场馆融资。这进一步表明，私人资本在体育场馆融资中的作用越来越大。

3. 我们又将政府融资部分进行了细分，主要是市政公债和其它融资形式的对比，具体见图 2：

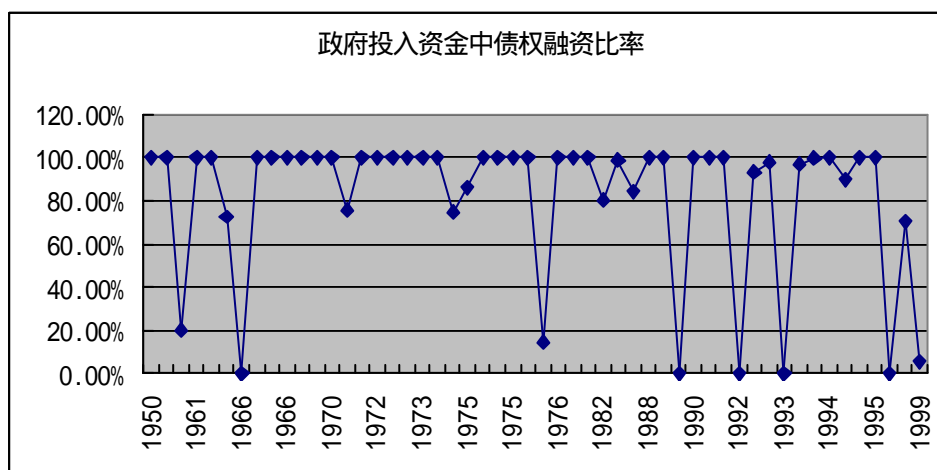


图 2 1910~1995 年间，参与体育场馆融资的政府资本中市政公债比率变化图

我们可以发现，几乎所有大规模体育场馆的投资资金是通过市政公债融通到的，只有那些融资规模较小，赢利性较好的体育场馆，政府才通过税收等其它方式进行投资。政府介入体育场馆融资的方式主要是各种市政公债。

总的来说，美国体育场馆基本上都采取公私联营结构进行融资。需要指出的是，几乎每个体育馆的融资组合都既包括税收支持的市政公债融资又包括收入支持型债券。至于两者比例则不同项目有不同的情况。从统计上来看，自 1990 年以来，政府资本对体育基础设施建设的贡献约 104 亿美元，而民间资本约为 76 亿美元。

#### 四、影响融资结构的主要因素分析

我们从分析中可以发现，影响体育场馆融资主要有两大因素——法律环境（税收政策）和体育产业市场化程度。

首先，法律环境的变化使政府在场馆融资中的角色发生明显改变。1986 年税收改革法案（The 1986 Tax Reform Act）将体育场馆建设从享受免税融资的几个私人活动（Private Activities）的行业中剔除，但同时做出规定，对政府所参与的体育场馆（Governmental Stadiums）融资可以作为特殊处理而享受免税待遇。参议院关于此次税法改革的报告中提出：如果发行了政府债券，则体育场馆可以享受免税融资。正是这个联邦税收法案的推出，通过对私有金融机构介入专业体育设施融资的限制性规定，使政府得以介入专业性体育场馆融资中，并扮演了重要的角色。

然而，2001—2002 年通过的第 107 届国会决议对免税项目进行了限制。除了一些正在建设中或已经得到了批准的项目所发行的债券，以及那些已经做出了债券融资的最终决议或只是进行当前项目的债务延展的，某些直接或间接用于专业体育设备融资的债券将被当作是民间性质活动发行的债券（Private Activity Bonds），因而不享受免税好处。例如，大学或者一些公共性质的大专院校的某些娱乐体育设施，如果一年中只有部分时间用于专业运动训练，将不能够享受免税好处。由于这一立法，使得纳税人建设新的体育场馆或者修缮现有场馆变得成本高昂，最终导致他们往往舍弃这些设施的建设。

而且，这一立法使得政府通过债务融资得到的资金投向受到限制。这样，国会限制了州和地方政府通过发行私人活动免税债券（Private Activity Tax-exempt Bonds）对私人经济实体（Private Entities）提供贷款或者融资资助，却不能限制州或地方政府为了地方性目的进



行借款。联邦政府没有足够的精力确认地方政府的目的，因此，这一规定还是有些灰色地带的。但是，这一规定的出台多少对政府资本介入体育场馆建设有些影响。

其次，体育产业市场化程度的高低也影响着体育场馆建设的融资结构。我们观察美国体育产业的发展历史就可以发现，事实上，正是体育市场化使体育场馆的盈利性一步步体现出来，民间资本才开始对介入体育产业产生浓厚兴趣，从而公私联营融资结构得以实现。随着市场化程度的提高，公私联营结构将会持续存在。

最后，资本市场的发达程度也对体育场馆融资产生了一定的影响。从我们上面的分析中，可以发现，美国体育场馆融资的资金基本上都来自资本市场，资本市场本身的资金规模以及在其中交易的各种金融工具直接决定了融资规模的大小。正是凭借着发达的资本市场，美国体育产业融资才能够做到多样化、资金需求充足以及融资成本合理化。

#### 参考文献：

- 1 . FitchRatings ( 2003 ) , "U.S. Sports Facility Finance - Yesterday, Today and Tomorrow," <http://www.fitchratings.com>
- 2 . "Stadium Finance: Government's Role in the 1990s," State of Wisconsin Legislative Reference Bureau, Informational Bulletin 96-1, Jan. 1996.
- 3 . "Financing Facility Development: On-line Lesson," 2001, Northern Arizona University.
- 4 . David Swindell, "Sports Stadiums can be privately Financed," The Buckeye Institute for Public Policy Solutions.
- 5 . Week in Review , " Stadium Bill Advances to Senate Floor, " Week Ending Friday, 2002.
- 6 . Baim, Dean V. , "The Sports Stadium as a Municipal Investment. Westport, "CT: Greenwood Press, 1994.
- 7 . Wisconsin, State of, Milwaukee County, City of Milwaukee, and Brewers Baseball Club. Partnership for Wisconsin: A Major League Community - A Winning State. News release by executive officers, Aug.19, 1995.

(作者单位：清华大学经济管理学院)

(整理、校对：时国英)