上海迪士尼融资模式问题分析及创新探究

陶 金

【摘要】香港迪士尼在建设运营的融资工作上出现了入不敷出的问题，而上海迪士尼在建设运营融资上与香港迪士尼存在着诸多相似之处，所以上海迪士尼在资本结构和融资成本上是否存在着让利过多、内在盈利诉求较低的问题值得引起思考。分析发现，上海迪士尼缺乏成熟的授信模式、信贷产品缺乏、融资手段不够丰富、金融支持配套机制不完善。为完善上海迪士尼融资工作提出创新策略，对于上海迪士尼的后续融资工作和持续发展具有重要意义。

【关键词】主题乐园；上海迪士尼；香港迪士尼；融资模式

【中图分类号】F719.5　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)13-0080-5

一、引言

随着我国经济的增长和人均收入的不断提高，我国文化产业相关消费日益得到社会民众的重视，文化产业的发展也得到了金融资本的重视。2010年中央宣传部、财政部等九个部门联合发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，这表明文化产业的投融资发展得到了政府和社会资本的高度重视。2016年6月上海迪士尼乐园（简称“上海迪士尼”）正式开园，得到了国人的热捧，然而其背后的融资模式与我国其他文化产业一样存在着很多问题，体制上也存在着一定的障碍。上海迪士尼虽然成功开业，但是其融资模式较单一且股权结构也较单一，这对其未来发展难免形成一定的阻碍。

本文以上海迪士尼的融资模式为研究对象，通过对上海迪士尼的融资模式现状和存在的问题进行分析，以期找出上海迪士尼融资模式的问题所在，得出改进我国主题乐园融资模式的对策，并提出创新我国主题乐园产业融资模式的建议，以期对我国主题乐园产业的发展有所裨益。

二、上海迪士尼融资案例分析

（一）案例背景

从2004年开始，上海市政府就同美国迪士尼集团开始了长达六年的谈判，终于在2010年签订了合作协议。2010年8月，负责上海迪士尼建设、开发、运营工作的上海申迪集团有限公司（以下简称“上海申迪”）宣布成立，其注册资本为120亿元人民币，股东主要为上海锦江国际控股公司、上海广播电影电视发展有限公司、上海陆家嘴集团有限公司，股权比例分别为25%、30%、45%，这些公司都为国有资本控股企业。上海申迪下设三家全资子公司，分别为上海申迪旅游度假开发有限公司、上海申迪建设有限公司、上海申迪发展有限公司。其中上海申迪旅游度假开发有限公司与美国迪士尼集团的全资子公司WD HOLDINGS，LLC（以下简称“迪士尼子公司”）达成合作协议，成立了三家合资合作分公司，即上海国际主题乐园配套设施有限公司、上海国际主题乐园有限公司、上海国际主题乐园和度假区管理有限公司。这三家公司的注册资本、股权结构、主营业务如表1所示。

由此可见，上海迪士尼项目在初始成立时，采用的是股权融资方式，并且是中外两方按比例出资，成立了一个专门负责上海迪士尼经营活动的中外合资的集团公司。

（二）香港迪士尼与上海迪士尼融资策略的比较

1. 香港迪士尼的融资策略。香港迪士尼是全世界第五座迪士尼乐园，根据相关资料，其在建造时的建设成本141亿港元采用的是注资和借贷这两种融资方式，两者融资规模比例接近于40∶60。其中香港特区政府注资32.5亿港元（占57%的股权），美国迪士尼集团注资24.5亿港元（占43%的股权），剩余84亿港元贷款由政府贷款61亿港元和商业贷款23亿港元组成（这些贷款均含有化作本金的贷款利息，共

表 1　　上海迪士尼中方股权出资构成

	注册资本(亿元人民币)	股权结构	主营业务
上海国际主题乐园配套设施有限公司	171.36	上海申迪旅游度假开发有限公司占57%;迪士尼子公司占43%	上海迪士尼乐园的开发、建造、运营,并提供园区内各种服务
上海国际主题乐园有限公司	31.68	上海申迪旅游度假开发有限公司占57%;迪士尼子公司占43%	上海迪士尼乐园周边配套设施的开发、建造及运营
上海国际主题乐园和度假区管理有限公司	0.20	上海申迪旅游度假开发有限公司占30%;迪士尼子公司占70%	在授权范围内对主题乐园和配套设施进行日常管理和提供服务

数据来源:上海迪士尼乐园中美双方合作协议。

计约7亿港元)。

此外,香港特区政府还提供了一系列政府财政配套拨款。例如:136亿港元的政府拨款用于配套建设,用于填海和基础设施工程用途;16亿港元的政府拨款用于土地征收及拆迁补偿;另有估值为40亿港元的土地使用权。

香港特区政府对于香港迪士尼的政府贷款也提供了优惠政策,不仅贷款由香港特区政府直接向合资公司提供,而且借款期长达25年,可以在商业贷款偿还完后再偿还政府贷款本金。而且政府贷款利息较低,在贷款发放到开园运营的八年内,政府贷款的利率在最优惠利率的基础上再减1.75厘。香港迪士尼的融资结构如表2所示:

表 2　　香港迪士尼融资结构

成本项目	金额(亿港元)	融资方式	
兴建成本	141	股权融资	香港特区政府出资32.5亿港元
			美国迪斯尼集团出资24.5亿港元
		借贷融资	政府贷款连本带息共计61亿港元
			商业贷款连本带息共计23亿港元
填海、周边公路等基建费用	136	香港特区政府财政拨款	
土地拆迁费用	16	香港特区政府财政拨款	

数据来源:香港特别行政区立法会网站。

可见,香港迪士尼得到了香港特区政府的大力支持,而美国迪士尼集团只提供了3.14亿美元现金外加若干特许权,就占有香港迪士尼43%的股份,而且享受了若干优惠利率和配套建设优惠。然而香港迪士尼运营几年就面临亏损局面,香港特区政府将政府贷款转化为香港迪士尼的股权,其实质是香港特区政府用财政资金(来自纳税人的税收)向香港迪士尼持续投资。

2. 上海迪士尼的融资策略。上海迪士尼的公共配套设施建设融资同样由上海市人民政府的财政投入完成,其主题乐园部分计划投资245亿元人民币,酒店及零售餐饮娱乐部分计划投资45亿元人民币。上海市政府还联合区域旅游度假区建设迪士尼乐园旅游度假区,该度假区及其周边公共配套建设的投资约为720亿元人民币,所以上海迪士尼及上海国际旅游度假区整体投资在1000亿元人民币以上。

上海迪士尼项目主要采用的是借贷融资方式,其银行信贷融资主要由国家开发银行、浦东发展银行、交通银行这三家银行牵头,以及中国银行、中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行外加十多家中小商业银行联合提供银团贷款。2011年7月国家开发银行首先提供了20亿元的土地储备贷款。到2013年上海迪士尼第一期建设已经吸收了120亿元的银行贷款。

上海迪士尼的银团贷款有3~5年的宽限期,预计整个项目的还款期限长达20年,而且可以获得基准利率下浮10%的优惠贷款利率。可见我国商业银行和上海市政府都为上海迪士尼提供了优惠政策支持。

在直接融资上,上海国际集团公司牵头发起了设立上海国和现代服务业股权投资基金(以下简称"国和基金"),并于2011年上半年成功募集了50亿元人民币。上海陆家嘴集团有限公司也是此基金的发起人之一,国和基金宣称要参与上海迪士尼的建造过程。

3. 香港迪士尼与上海迪士尼的融资比较。根据前文对香港迪士尼和上海迪士尼资金来源的分析,香港迪士尼与上海迪士尼都以信贷融资作为主要融资模式,但香港迪士尼采用的是政府贷款模式,而上海迪士尼则采用的是政府主导的政策性银行贷款模式,主要以商业贷款、国有控股大型企业的股权投资为主。这表明香港特区政府和上海市政府都非常重视迪士尼乐园的建设、开发、运营工作,并不仅仅追

求盈利最大化，而是强调文化效益和社会效益，追求可持续性的长期经济利益增长。

香港迪士尼主要由香港特区政府直接出资，作为最大股东来管理、运营迪士尼乐园；而上海迪士尼，主要由若干国有控股的集团公司共同出资成立上海申迪集团有限公司来负责其运营工作。可见，上海迪士尼的中方股东是国有大型集团企业，香港迪士尼的中方股东是香港特区政府，而企业比政府能采用的融资方式更多，所以可以预见，上海迪士尼的后续融资模式将比香港迪士尼的更加多样。

除了初始投资，2011年7月在基建过程中国家开发银行首先为上海迪士尼提供了20亿元的土地储备贷款。到2013年，上海迪士尼第一期建设已经吸收了120亿元的银行贷款。根据国和基金的官方网站中披露的已投资项目，其中并没有上海迪士尼的投资项目。

上海迪士尼同香港迪士尼一样都享受了银行信贷利率优惠政策和延长还款期政策，然而香港迪士尼投入运营后不久就出现了亏损。上海迪士尼在2016年才开始投入运营，目前尚不清楚盈利状况如何，上海迪士尼兴建过程中由上海市政府提供的财政投入及银团提供的贷款，能否得到未来收益的弥补，仍然是未知数。

（三）上海迪士尼融资策略中存在的问题

1. 缺乏成熟的授信模式。上海迪士尼在银行信贷融资上主要从大型银行信贷集团中获取资金资源，该融资渠道的特点有：公益政策性和优惠性，利率较低、期限较长。然而根据香港迪士尼的融资经验，香港特区政府给予的利率和还款期等融资优惠政策实际上并没有得到良好回报，香港迪士尼投入运营的前几年实际是亏损的，导致香港特区政府不得不进行债转股处理。这说明香港特区政府在评估香港迪士尼的盈利前景、经营风险等经营信息时，并没有预计到项目建成运营的投资风险，所以在信贷利率、还款期的制定上显得过于慷慨。

而上海迪士尼在银行信贷融资上也存在着同样的问题。由于主题乐园信贷项目本身就比较稀少，银行难以对这种项目进行风险评级，而且迪士尼的品牌效应很强，又是银行组团从事贷款业务，所以在分析该项目未来盈利能力、风险系数时并无先例可参考，也就难以评估针对上海迪士尼贷款的未来成本收益和风险情况。同时，由于上海迪士尼的建设具有一定的社会公益性和政策性，所以营利性并不是唯一考虑的目标，这又增加了商业银行授信的复杂程度。上海迪士尼项目对于商业银行来说是一个非常新颖的项目，并没有前例可参考，所以授信模式相对不成熟。

2. 银行信贷产品缺乏。上海迪士尼的银行信贷融资从公开披露的资料上看，信贷融资产品非常单一，品种不够多样化，只是简单的银行直接信贷融资。而适用于文化产业的融资模式是非常多的，如供应链融资、应收账款抵押融资、融资租赁信贷、权利收益抵押贷款等新型信贷模式。

例如：2012年，蚌埠农村商业银行创新推出“租金收益权质押贷款”，蚌埠花鼓灯嘉年华主题乐园通过租金收益权质押获得该行6000万元该类贷款，意味着企业可将收缴的租金盘活使用，提高了企业的资金使用效率。按照贷款规定，蚌埠花鼓灯嘉年华主题乐园将商铺的租金收益权质押给蚌埠农村商业银行，在该行开立账户，所有商铺租赁者将租金打到该账户上。这样银行可以连本带息直接在账户上划拨，一来降低了银行的风险，二来省去了蚌埠花鼓灯嘉年华主题乐园每月去银行还款的麻烦。该租金收益权质押贷款期限为3年，按照租金收入的50%，蚌埠花鼓灯嘉年华主题乐园获得了6000万元的贷款。相比之下，上海迪士尼仅仅采用的是政府担保形式从银行贷款，可见上海迪士尼的银行信贷产品是比较缺乏的。

3. 融资手段不够丰富。我国不少新兴的主题乐园采取了股权融资、众筹融资等融资方式。例如2015年2月26日，主打儿童主题乐园概念的悠游堂公司获得第三轮融资2亿元人民币，由达晨创投、同创伟业、TCL产业基金、重山资本、广发证券、正和岛等多家企业联合投资。万达集团对于旗下的主题乐园建设宣称将要试水众筹融资方式；2016年北京乐客灵境科技有限公司（简称“乐客VR”）获得A轮数千万人民币融资，由海尔赛富领投，西部资本、和君资本、清科创投、九合创投跟投，准备打造VR主题乐园。

上海迪士尼的融资模式主要依赖于银行信贷，而且针对上海迪士尼的银行信贷大多带有公益政策性和优惠性，利率较低、期限较长，上海迪士尼在建设开发运营中缺乏股权融资方式，融资模式选择上相对保守。这导致上海迪士尼建设项目缺乏从资本市场上搜集相关收益、风险评估信息的渠道。此外，我国股票资本市场的审查制度较为严格，而据有关资料显示：美国迪士尼集团可享有上海迪士尼门票收入的43%以及园内收益的70%，可见美国迪士尼

集团是占有上海迪士尼收益的最大头。上海迪士尼由于美国迪士尼集团的品牌使用费过高，而且收入分成模式过分偏向美方，其盈利能力如何尚不明确，能否上市融资的变数较大，所以风险投资机构也缺乏贸然投资的积极性，这也使得上海迪士尼项目缺乏股权融资。

4. 金融支持配套机制不完善。文化产业的融资工作需要相关的多层级信贷风险赔偿和分散机制，例如应有担保机构为上海迪士尼的融资项目提供担保，但是实践中缺乏相关的保险机构为其分散风险。此外，相关诚信担保基金、贷款风险补偿基金也没有建立起来，而且我国文化产业的无形资产流通平台尚未建成，导致相关文化产业评估机制缺失，知识产权保障强度不够。上海迪士尼的专利交易、著作权交易、技术交易等文化无形资产流通机制尚待完善，所以上海迪士尼由于无形资产评估工作不够透明，我国无形资产流通市场机制不够完善，还要向美国迪士尼集团上缴品牌管理费，我国上海投资方缺乏品牌资产，导致股权投资机构对于上海迪士尼的股权投资缺乏积极性。

三、上海迪士尼融资工作的完善及创新

（一）银行建立专门针对主题乐园文化产业的授信模式

我国银行等金融机构应当完善对主题乐园文化产业项目贷款的利率定价制度，科学制定贷款利率和贷款期限，根据主题乐园的实际经营状况，在可持续盈利和风控目标下，为主题乐园项目设定具备弹性且区别化的定价系统。根据主题乐园特有的经营周期特点和风险特点，银行等金融机构应根据上海迪士尼项目资金的周期性需要和现金流形态，设置合理贷款期限。对于上海迪士尼这种政府重点支持的文化产业大型项目，银行等金融机构应当在政策框架内，在合理风控的前提下，给予合适的贷款利率与贷款期限。

对于上海迪士尼这样的经营项目，银行等金融机构应当在预设内部评分标准时，制定内部评估指标、评分体系和评分方式，及时搜集主题乐园相关的经营信息和财务特征信息，以方便银行等金融机构为主题乐园项目设置专用的信用评分制度。为了提高金融服务质量，银行等金融机构应当建立专业的与主题乐园产业对口的工作小组和专家团队，提供信贷、债券、信托、基金等多层次金融工具的咨询、筹备甚至发行等一系列金融服务。对于政府重点扶持的主题乐园文化产业项目，银行等金融机构应从简从优制定审批流程，针对主题乐园的建设经营各阶段制定相适应的融资方式。

（二）开发适合主题乐园文化产业的信贷产品

我国银行等金融机构应当对主题乐园提供多样化的信贷产品，例如推出大力支持主题乐园经营企业的上下游供应商的产业链融资产品。可以通过上海迪士尼的建设需求提供原材料、设备采购的产业链融资产品；可以尝试推出针对上海迪士尼门票等的订单抵押信贷产品，为上海迪士尼提供固定资产融资租赁信贷服务；还可以针对上海迪士尼的著作权、专利权等提供权利抵押发放专项贷款和权利收益抵押贷款。这些新型的信贷产品可以为银行信贷服务提供补充，并有利于构建主题乐园企业无形资产的评价制度。

我国主题乐园企业可以考虑利用债券市场进行直接融资，大力发展针对我国文化产业的债券市场。对于符合债券发行条件的主题乐园类文化企业，应鼓励其采取发行企业债券、公司债券等方式进行直接融资。对于上海迪士尼这样的预期现金流较平衡、在全世界运营相对比较成熟的文化产业项目，应当积极创新实施资产债券化融资工作，鼓励上海迪士尼通过发行短期融资债券、集合票据、中期票据等方式进行直接融资。

（三）大力发展股权类融资模式

对于预期能够符合上市条件的企业，应当利用资本市场融资，扩大直接融资规模，尝试构建证券监管部门和文化宣传部门等有关主题乐园项目的信息交流机制，增加主题乐园类企业上市项目的筛选与储备工作，推动符合上市条件的主题乐园企业尽快进入审批程序。

应支持多层次资本市场发展来扶持主题乐园产业的发展，充分利用保险公司、机构投资者的作用，发挥保险公司保险资金融资能力，在良好风险防控的基础上，提倡保险公司对于主题乐园企业进行债权、股权等形式的投资，引入经营成熟的保险公司参与到类似于上海国和现代服务业股权投资基金这类的文化产业投资基金运作中来。同时应鼓励风险投资基金、私募股权基金等社会资本充分参与主题乐园项目的初建阶段融资工作，以在后续市场经营前景良好的状态下获取投资收益。其中风险投资不仅能解决上海迪士尼的融资问题，而且风险投资机构能够对上海迪士尼的发展前景和价值进行预测与评估，为上海迪士尼的中方管理者提供参考，对上海迪士尼的盈利能力进行调整。

在上海迪士尼的发展和项目新建过程中，应大力引进我国民营资本、机构资本等社会资本，对其实施股权投资。由于上海迪士尼在建设过程中对社会效益的考虑较多，对经济效益的考虑较少，然而上海迪士尼的长久发展与其持续盈利能力是密不可分的。所以应积极发展股权融资模式，引进社会资本对上海迪士尼实施股权投资。这有利于从内部治理上增强对于盈利能力的强调，完善股权结构，防止一股独大，也有利于上海迪士尼发展过程中各项决策工作的规范化、科学化，同时积极引入社会资本也有利于增强我国资本方在上海迪士尼发展中的决策权。

本文建议上海迪士尼在新开设的小型娱乐项目建设上可以考虑采用众筹融资方式，一方面能够解决小型项目的融资问题，另一方面也能起到广告宣传作用，使社会大众成为主题乐园的股东，也有助于上海迪士尼营销收入的提高。

（四）建立主题乐园文化产业相关的资产评估等配套机制

首先，应设立多层级的针对主题乐园项目的信贷风险赔偿与分散机制，应大力支持担保中介机构对主题乐园企业融资提供保险服务，积极利用再保险、联合保险、担保与保险结合等多种保险机制来分散主题乐园项目的经营风险。

其次，可以考虑设立主题乐园企业诚信担保基金和专项保险机构，采用各种手段鼓励、支持专项保险组织的发展，以满足主题乐园企业的金融需求。应当建立主题乐园企业贷款风险赔偿基金，以分担银行可能出现的坏账风险。

最后，应当建立健全与主题乐园项目有关的知识产权相关法律法规。对于主题乐园类文化企业，应研究专利权、著作权等无形资产的交易流通、抵押、托管等管理体制，以积极发展我国文化企业无形资产交易平台；应积极利用上海文化产权交易所、深圳文化产权交易所等流通平台，为主题乐园企业的商标权交易、专利交易、技术交易、著作权交易等资产流通业务提供金融服务；应逐步提高对主题乐园相关知识产权的保障力度，建立健全主题乐园企业无形资产交易市场，积极保护投资人的合法权益。

四、结论

上海迪士尼的融资模式同香港迪士尼的融资模式存在很多相似之处，如都享受了优惠利率和延长还款期的优惠政策，也都有政府配套财政支持措施。然而香港迪士尼却存在着运营亏损的问题，上海迪士尼应当积极汲取这一前车之鉴，采用更灵活的融资模式，并完善相关资本市场、保险机制、资产评估机制，积极培育相关资本市场和保险市场，建立主题乐园相关的无形资产交易机制，积极评估主题乐园的经营风险，寻求更科学、合理的信贷利率。

上海迪士尼在融资模式上的缺陷本质上是缺乏市场化的融资方式，强调社会效益而忽视经济效益，本文建议上海迪士尼在保障社会效益的同时提高我国出资方的经济效益。应当引入社会资本和风险投资对上海迪士尼积极实施股权投资，以更好地完善上海迪士尼的资本结构，增强其盈利能力和社会公共效益的承担能力。这样更有利于上海迪士尼的后续发展，使上海市政府对于上海迪士尼的财政资本和银团信贷能够取得良好的社会效益和经济效益。

主要参考文献：

黄海天. 上海迪士尼对长三角旅游业的拉动效应研究[J]. 特区经济，2011(1).

毛润泽，何建民. 上海迪士尼乐园多重效应的问题与对策研究[J]. 华东经济管理，2010(10).

刘建刚，穆婷. 香港迪士尼投融资制度对上海迪士尼项目的思考[J]. 重庆科技学院学报(社会科学版)，2010(18).

杨颂. 迪士尼落户上海的研究[J]. 才智，2010(25).

张映，何赛男，唐淑芬. 迪士尼进驻上海对旅游人才培养模式的影响分析[J]. 经济师，2010(9).

潘宇，范振宇. 浅析迪士尼进驻上海对本土游乐园业影响[J]. 大众商务，2010(14).

毛润泽，何建民. 上海迪士尼乐园对其周边区域产业发展的影响研究——基于国际经验借鉴[J]. 华东经济管理，2010(5).

作者单位：中国医科大学财务处，沈阳 110122