

*Finance*  
经济管理类课程教材

金融系列

# 项目融资

(第二版)

任淮秀 主编



中国人民大学出版社

013062899

F830.55-43  
01-2

# Finance

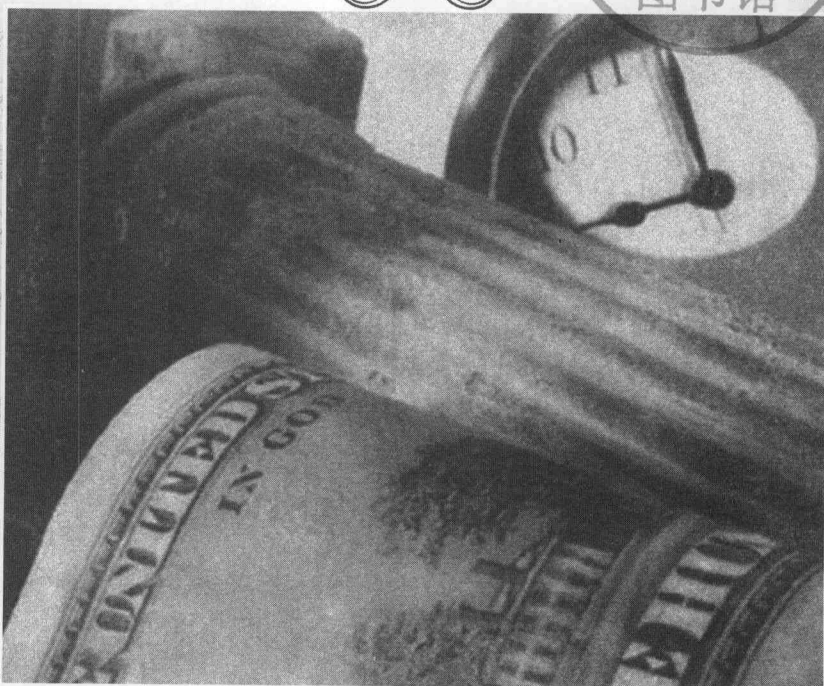
经济管理类课程教材

金融系列

# 项目融资

(第二版)

任淮秀 主编



中国人民大学出版社



北航

C1670640

图书在版编目 (CIP) 数据

项目融资 / 任准秀主编. —2 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 6  
经济管理类课程教材·金融系列  
ISBN 978-7-300-17514-0

I. ①项… II. ①任… III. ①项目融资-高等学校-教材 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 104647 号

经济管理类课程教材·金融系列

项目融资 (第二版)

任准秀 主编

Xiangmu Rongzi

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 185mm×260mm 16 开本

印 张 16.75

字 数 421 000

邮政编码 100080

010-62511398 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2004 年 11 月第 1 版

2013 年 9 月第 2 版

印 次 2013 年 9 月第 1 次印刷

定 价 32.00 元

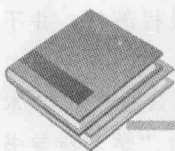


北航

C1670640

必究

印装差错 负责调换



## 出版说明

改革开放以来,中国的金融走上了高速发展的快车道,获得了前所未有的发展,有关院校都开设了金融课程,以便培养我国急需的人才。

一套高质量的教材是提高教学质量的前提之一。教材规定了教学内容,是教师授课取材之源,是学生求知和复习之本,没有优秀的教材,就无法提高教学质量。中国人民大学出版社推出“经济管理类课程教材·金融系列”,旨在推动国内金融人才培养工作的发展。

组织编写这套教材时,我们遵照以下原则:

1. 教材实行本土化。为了更快地与国际接轨,许多人主张采用“拿来主义”原则,直接引进国外的教材。实践证明,我国与发达国家相比,国情不同,文化背景不同,思维方式不同,语言表述方式不同,广大的专家教授一致认为:我们培养的是中国金融人才,是为中国的金融服务的,教材还是本土化为宜。在了解我国现况之后,再学习国外的知识。把中国的背景知识与国际接轨才是我们最需要的。该套教材均为本土原创作品。

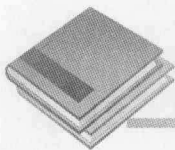
2. 精选作者,保证教材质量。金融与国家的政策联系紧密,应用性强,培养的学生既要懂理论又要会应用,既要与国际接轨,又要考虑中国的国情。该套教材涵纳全国“政产学研”方面的作者,从源头上保证了这套书的质量。

3. 要始终保持教材的“精”与“新”。现代









## 第二版前言

近年来,中国经济高速增长,令世人瞩目。据统计,2002年我国国内生产总值刚刚突破10万亿元,2011年这一数字已逾47万亿元。在此基础上,党的十八大报告进一步提出了到2020年实现全面建成小康社会的宏伟目标。而城镇化也被放在了更为重要的位置,成为我国经济发展和结构转型的重要一环。大量的项目建设及巨大的资金投入伴随着城镇化的稳步推进。在此过程中,项目融资将发挥更为重要的作用。

在这种背景下,为了更好地反映近年来项目融资领域的发展和变化,使本书中的内容更适应未来经济发展的需要,我们对《项目融资》进行了修订。这次修订的突出特点是:在形式上,各章新增了“学习目标”,还有一些补充知识和内容则以专栏形式出现;及时更新了相关的法律法规、政策文件以及数据,特别是适当增加了相关法规的介绍,这在各章均有体现;对部分章节结构进行了重新设计,使之更科学、合理。具体来看,各章节的主要修订内容如下:

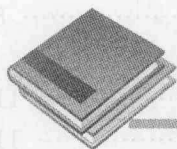
第二章增加了“项目投资收益分析”一节,使之与“项目的风险分析”相呼应,从而在内容上更加完整。将第四章标题改为“项目的融资模式”,同时第四章还增加了不同融资模式比较的内容,以便读者了解不同项目融资模式的特点和区别。第五章将原来的“债务资金”、“商业银行贷款”、“国际辛迪加银团贷款”合并为“债务资金及其主要种类”一节,同时增加了“信托资金”一节。第六章将“项目担保人和担保文件”一节的内容融入第一节“担保概述”中。第七章在第三节关于风险评估的部分增加了对压力测试方法的介绍。近几年,该方法在实务中经常用到。第八章“项目融资典型案例”精简为两节,第一节“国外项目融资典型案例”介绍了马来西亚南北高速公路项目融资、欧洲迪士尼乐园项目融资等案例;第二节为“国内项目融资典型案例”,增加了近几年国内发生的典型项目融资案例,比如国家体育场“鸟巢”项目、北京地铁四号线项目。

全书修订工作由主编任淮秀教授主持,并设计了修订框架和原则,具体分工如下:汪诚编写第一章、第二章、第七章;戈岐明编写第三章、第五章、第六章;许洋编写第四章、第八章、第九章。全书由任淮秀总纂定稿。

本书适于作为高等院校经济、管理学科本科生的教材或教学参考书,也可供从事相关行业的经济管理人员阅读和参考。由于时间紧迫和水平有限,书中不足之处,恳请读者批评指正。

编 者





# 目 录

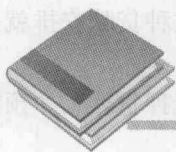
|     |                            |    |
|-----|----------------------------|----|
| 第一章 | 绪 论                        | 1  |
| 第一节 | 项目融资简介                     | 1  |
| 第二节 | 项目融资的框架结构和合同关系             | 11 |
| 第三节 | 项目融资的运作程序                  | 14 |
| 第二章 | 项目可行性研究                    | 20 |
| 第一节 | 项目可行性研究概述                  | 20 |
| 第二节 | 项目投资收益分析                   | 26 |
| 第三节 | 项目现金流量分析                   | 29 |
| 第四节 | 项目的风险分析                    | 30 |
| 第三章 | 项目实体的投资结构                  | 37 |
| 第一节 | 项目投资结构设计应考虑的要<br>点         | 38 |
| 第二节 | 公司型投资结构                    | 42 |
| 第三节 | 合伙制投资结构                    | 45 |
| 第四节 | 契约型投资结构                    | 48 |
| 第五节 | 加入贷款银行影响因素后的项目<br>融资投资结构选择 | 50 |
| 第六节 | 项目投资结构的关键协议                | 53 |
| 第四章 | 项目的融资模式                    | 58 |
| 第一节 | 项目融资模式设计                   | 58 |
| 第二节 | 项目融资的基本模式                  | 64 |
| 第三节 | 项目融资的经典模式                  | 70 |



|      |                           |     |
|------|---------------------------|-----|
| 第四节  | 公共项目融资模式 .....            | 83  |
| 第五章  | 项目的资金选择 .....             | 118 |
| 第一节  | 项目资金的结构与选择 .....          | 118 |
| 第二节  | 股本资金与准股本资金 .....          | 120 |
| 第三节  | 债务资金及其主要种类 .....          | 125 |
| 第四节  | 欧洲债券 .....                | 132 |
| 第五节  | 信托资金 .....                | 137 |
| 第六节  | 融资租赁 .....                | 144 |
| 第六章  | 项目的信用保证结构 .....           | 150 |
| 第一节  | 担保概述 .....                | 150 |
| 第二节  | 项目担保的范围 .....             | 156 |
| 第三节  | 项目融资物权担保 .....            | 159 |
| 第四节  | 项目融资信用担保 .....            | 162 |
| 第七章  | 项目融资的风险管理 .....           | 174 |
| 第一节  | 项目融资风险管理概述 .....          | 174 |
| 第二节  | 项目融资风险的定性分析——风险识别 .....   | 177 |
| 第三节  | 项目融资风险的定量分析——风险评估 .....   | 185 |
| 第四节  | 项目融资的风险处理 .....           | 192 |
| 第五节  | 金融衍生工具在项目融资风险管理中的运用 ..... | 198 |
| 第六节  | 项目融资风险的实证分析 .....         | 204 |
| 第八章  | 项目融资典型案例 .....            | 210 |
| 第一节  | 国外项目融资典型案例 .....          | 210 |
| 第二节  | 国内项目融资典型案例 .....          | 223 |
| 第九章  | 项目融资在中国的实践 .....          | 235 |
| 第一节  | 项目融资在中国的发展 .....          | 235 |
| 第二节  | 中国进行项目融资面临的问题 .....       | 239 |
| 第三节  | 环境保护问题 .....              | 243 |
| 参考文献 | .....                     | 259 |







## 第一章

# 绪 论

### 学习目标

- ◇了解项目融资的起源及发展历程；
- ◇理解项目融资的定义、种类、基本原则及适用范围；
- ◇理解项目融资与传统融资的不同及其独有特点；
- ◇对项目融资的框架结构及运作程序进行初步了解，为学习本书打下基础。

在当今活跃的国际资本运作市场中，存在着多种资本运作方式，项目融资（project financing）是其中最为重要的一种。它适用于各种规模的项目，其投资决策都是建立在高度专业化和程序化的基础之上，投资银行、律师和会计师事务所等中介机构都起着极为重要的作用。当前，中国经济正处于快速发展的过程中，基础项目的开发与建设已成为经济发展的重要方式。项目融资作为重要的融资方式被广泛应用于实践中。

## 第一节 项目融资简介

### 一、项目融资的起源

项目融资源于西方发达国家，这与其作为石油资源开发的重要金融手段有着密切的联系。首先，项目融资应用在资源项目，而后应用在基础设施项目。目前，它已发展成一种为资源开发项目、大型工程项目筹集大量资金的卓有成效且日趋成熟的融资手段。最早的项目融资可以追溯到 13 世纪英国的德文郡白银矿（the Devon Silver Mines）项目。1299 年英国王室从当时英格兰的一家商业银行 Frescobaldi 借入了一笔贷款，贷款协议中规定 Frescobaldi 拥有银矿一年的经营权。Frescobaldi 可以取走这一年中所有开采的矿产，但它必须支付



矿山开发的所有费用,而且英国王室不对矿山的产量和质量做任何保证。这种贷款安排就是如今所说的“产品支付贷款”的原型。

随后,按照抵押物的不同来划分,可以说项目融资大致经历了“产品抵押贷款”、“预期产品抵押贷款”和“以项目收入为偿还来源的贷款”三个阶段。

**项目融资的第一个阶段:**“产品抵押贷款”阶段。它是作为石油资源开发的金融手段出现的。1929年华尔街股票市场的暴跌,使得20世纪20年代以繁荣而自豪的美国经济瞬间步入了混乱、黑暗的30年代。突如其来的经济大萧条使美国的石油产业蒙受了很大的冲击,中小企业相继倒闭,美国银行界对石油企业信心不足,石油企业很难得到贷款。考虑到石油商品耐储存、能经受价格变动的影响,银行采用了以石油企业拥有的地上储油罐里的石油为抵押物进行贷款的方式。这一新型的金融方式,相对于以借款人自身的资产和信用为担保的传统贷款方式而言,戏剧性地将贷款人的风险评估对象从借款人转移到现存的产品,可以说是项目贷款的思想萌芽和最初形式。

**项目融资的第二个阶段:**“预期产品抵押贷款”阶段。第二次世界大战结束至20世纪60年代期间,随着石油储量评估和生产技术可靠性的不断提升,人们认识到,贷款抵押商品不一定局限于开采后的地上商品,埋藏在地下的石油也可以作为抵押品。在一些美国银行为石油天然气项目安排的融资活动中,出现了买方将购入的矿区作为抵押从银行借入资金的贷款方式,这实际上就是项目贷款。其具体做法是:石油企业为了购买拟开采的矿区,以该矿区将来生产出的部分或全部石油(或者直接以矿区)为担保物,向银行借入资金。抵押的范围从现存的产品扩展到了尚未成为产品的资源。

**项目融资的第三个阶段:**“以项目收入为偿还来源的贷款”阶段。从注重实物资源在项目贷款偿还中的作用发展为以货币收益作为还款来源的项目贷款,是以20世纪70年代在英国北海油田开发中所使用的有限追索项目贷款作为标志的。在整个70年代至80年代能源工业的繁荣时期,项目贷款被许多国家和项目所采用,发展成为大型能源项目融资的一个主要手段。

20世纪80年代初期到中期,受世界性经济危机的影响,项目融资经历了一个低潮时期,而后随着世界经济的复苏和若干代表性项目的完成而重新活跃起来。80年代中期至今,项目融资贷款方的风险意识和管理要求因国际经济环境的发展变化而呈上升趋势,风险管理模式也从以往的重视风险评估、资金封闭运作流程设计和合同条款设计,逐步发展为全过程风险控制。例如,出现了分享股权贷款(participating share loan),贷款人以低于市场水平的利率放贷,进而获得该项目的部分股权,借此介入和监督项目的日常管理;同时,贷款协议也包含有利于贷款人的定价规定,以便通过控制价格来确保收益。在风险管理模式创新发展的同时,项目融资出现了证券化趋势,开项目融资证券化先河的是著名的雷曼兄弟公司。该公司于1992年作为牵头行,在国际资本市场上为美国加利福尼亚能源公司的一个项目公开发售了5.6亿美元债券进行融资,此后的许多大型项目都采用了证券化融资方式。实际上,从直接投资和银行贷款的上升期逐步转变为国际证券投资的繁荣期也是国际融资的一个变化趋势。

中国的项目融资实践是从借入世界银行项目贷款开始的。商业性项目贷款作为一种重要的国际金融工具,在20世纪80年代中期引入我国,并在一些大型的投资项目中得到成功的运用。我国金融界结合银团贷款方式在国际上筹措的首笔项目贷款发生于1986年1月,中国银行作为牵头行向北京香格里拉饭店项目贷款4500万美元,参加银行有11家。同年,



深圳沙角火力发电厂项目是我国第一单采取 BOT 融资模式筹集资金兴建的基础设施建设项目。1995 年,我国第一例 BOT 试点项目(即广西来宾电厂 B 厂项目)获得成功,并被评为当年世界十大 BOT 项目之一。另外,我国在项目融资创新方面也做出了一些贡献,ABS、TOT 等模式先后都在业界引起了不小的震动。目前,各类模式的项目融资在我国的运用已相当普遍,涉及的项目分布在能源、石化、基础设施建设、房地产等各个行业。

## 二、项目融资的定义

项目融资的定义有很多种,按照 P. K. 内维特(P. K. Nevitt)所著的 *Project Financing* (1995 年第 6 版)一书中的定义,项目融资是“为一个特定经济实体所安排的融资,其贷款人在最初考虑安排贷款时,满足于使用该经济实体的现金流量和收益作为偿还贷款的资金来源,并且满足于使用该经济实体的资产作为贷款的安全保障”,或者说是“贷款人在保证对资产有抵押权的同时,主要通过关注该经济实体自身的现金流和盈利能力,考察其是否具备还款能力”。另外,按照 1981 年 3 月美国财会标准手册 FASB(第四十七号)的表述,项目融资是指“对需要大规模资金的项目金融活动,借款人原则上将项目本身拥有的资金及其收益作为还款资金来源,而且将其项目资产作为抵押条件来处理。该项目事业主体的一般性信用能力通常不被作为重要因素来考虑”。

国内对于项目融资也给出了一些类似的定义。1997 年 4 月,在国家计划委员会与国家外汇管理局共同发布的《境外进行项目融资管理办法》中把我国当时使用的项目融资定义为:以境内建设项目的名义在境外筹措资金,并以项目自身预期的收入现金流量、自身的资产与权益来承担债务偿还责任的融资方式,也是“无追索”或“有限追索”的融资方式。采用这种方式,既要求境内机构不能以建设项目以外的资产、权益和收入进行抵押或质押,也要求境内机构不能提供任何形式的融资担保。但是,随着项目融资近些年(尤其是 2005 年后)在国内的迅速发展,目前市场上的项目融资更多的是国内贷款人(如银行、信托公司、租赁公司等)为国内大项目(如基础设施建设、工厂建设、房地产建设等)安排的融资。2009 年,中国银行业监督管理委员会颁布了《项目融资业务指引》(银监发[2009]71 号)<sup>①</sup>,对项目融资进行了如下定义:

项目融资,是指符合以下特征的贷款:

(一) 贷款用途通常是用于建造一个或一组大型生产装置、基础设施、房地产项目或其他项目,包括对在建或已建项目的再融资;

(二) 借款人通常是为建设、经营该项目或为该项目融资而专门组建的企事业法人,包括主要从事该项目建设、经营或融资的既有企事业法人;

(三) 还款资金来源主要依赖该项目产生的销售收入、补贴收入或其他收入,一般不具备其他还款来源。

这里需要特别注意的是区分“项目融资”和“为项目融资”这两个不同的概念。“为项目融资”是一个广义的概念,是指为建设、收购或整合一个项目所进行的融资活动,包括在

<sup>①</sup> 《项目融资业务指引》约束的对象主要是银行业金融机构,但信托公司、租赁公司等金融机构也参照该办法管理其项目融资业务,全文见本章附录。



股权市场上的融资活动(如发股票),也包括在债务市场上的融资活动(如发债券或银行贷款等)。“项目融资”是指一种特定的融资方式,它以一个特定的经济实体(项目)为融资对象,以项目的收益和现金流量为偿债来源,以项目资产为安全保障。项目融资的一个重要特征是:融资不是主要依赖于项目发起人的信用或所涉及的有形资产。在项目融资中,提供优先债务(如银行贷款)的参与方的收益在相当大的程度上依赖于项目本身的效益,因此它们将自身利益与项目的可行性以及潜在不利因素对项目影响的敏感性紧密联系起来。

一个成功的项目融资方案的标志是它在各参与方之间实现了令人满意和有效的项目收益及风险分配。项目发起人和优先债权人承受的风险可能大于或小于原材料、设备供货商,承包商,项目产品或服务的买方和最终用户,保险商和政府代理机构(包括出口信贷机构)所承受的风险。任何一方所愿意接受的风险程度都取决于预期的回报。因此,不同的参与方对承担风险索要的报酬大不相同。

### 三、项目融资的种类

项目融资的方式有两种:一种是无追索权(no resource)的项目融资,另一种是有限追索权(limited resource)的项目融资。

无追索权的项目融资,也称纯粹的项目融资,即贷款的还本付息完全依赖于项目的经营效益。但是,需要理解这里的无追索权并不是指完全没有追索形式。通常说来,贷款人为保障自身的利益,必须从该项目拥有的资产中取得物权担保。如果该项目由于种种原因未能建成或经营失败,同时其抵押的资产或收益不足以清偿全部的贷款时,贷款银行无权向该项目的发起人追索。

无追索权有三层含义:

第一,贷款人无权要求项目发起人(借款人)以其他资产偿还债务。

第二,项目融资的基础是项目自身的盈利能力,其中包括现金流偿债能力,贷款人在项目融资前期可行性研究阶段应充分考证这一点。

第三,这种无追索权的项目融资形式对贷款人来说风险很大,除要求更高的报酬外,贷款人还可以要求第三方担保人的加入,也就是下面所说的“有限追索权”融资。

有限追索权的项目融资,即除了以贷款项目的经营收益作为还款来源和取得物权担保外,贷款银行还要求由项目实体以外的第三方提供担保。贷款行有权向第三方担保人追索,但担保人承担债务的责任,以他们各自提供的担保金额为限,所以称为有限追索权的项目融资。实践中,绝大部分项目的融资是“有限形式”的追索,因为这更符合满足各方利益及风险的原则。贷款人既重视项目正常经营时的盈利能力,以确保其按时按量偿债,又需要项目发起方及相关第三方提供一定形式的担保,以防项目出现不可预料的风险。

有限追索权也有三层含义:

第一,贷款人在项目建设期内,有权对项目发起人进行完全追索,但建设期后,债务可能转变为无追索权形式。

第二,担保人的责任在金额上具有局限性,以他们各自提供的担保金额为限。

第三,贷款人一般只能追索到项目实体,对项目发起人的追索权可能需要其他特殊合同或条款的约定。

关于项目融资追索权实现的法律形式,我们将在稍后章节进行讨论。





## 四、项目融资的特点和功能

### ▶▶▶ (一) 项目融资的特点

项目融资的特点可以归纳为以下几方面:

(1) 一般项目融资的一次性融资金额巨大,因此贷款和担保文件很复杂,并且经常需要对融资结构进行创新。

(2) 因为项目建设期和回收期长、不确定因素多,所以贷款人需要对项目的技术和经济效益、项目发起人和经营者的实力进行评估,并对正在建设或运营的项目本身进行监控。

(3) 项目一般具有良好的经济效益和社会效益。

(4) 在一定程度上依赖于项目的资产和现金流量,贷款人对项目的发起人(在一些例子中,即借款人)没有完全的追索权。

(5) 贷款人因承担项目风险(经常是政治风险)而要求较高的资金回报和费用。

### ▶▶▶ (二) 项目融资与其他有限追索权融资的区别

对于传统的融资方式来说,如贷款,债权人在关注项目投资前景的同时,更关注项目借款人的资信及现实资产,追索权具有完全性;而对于项目融资方式来说,如前所述,是就项目论项目,除债权人与签约方另有特别约定外,不能追索项目以外的任何形式的资产,也就是项目融资完全依赖项目资产本身的价值和未来的盈利能力。

我们也可以从使用的担保结构来比较项目融资和其他有限追索权融资的不同。

例如,有时对用来购买或开发房地产项目的贷款结构进行设计,使贷款方仅对出售特定的房地产所得和项目自身收益有追索权,而对借款人没有追索权。这样的贷款将用房地产和租金收益权作为担保。

另一个案例是:长期航运协议或船舶使用协议通常是船舶项目融资的基础,唯一的担保是把船舶本身作抵押并将航运收益权转让给贷款人。

在项目融资中,担保常采用项目有形资产抵押以及项目现金流量转让的方式。但是,与一般的有限追索权融资不同,项目融资还要求考虑项目技术的可行性和经济效益的可靠性。在技术测试中,可能涉及比建造船舶和房地产建设更复杂的技术,因此项目的竣工风险很大。在经济效益测算中,项目有形资产的价值可能远远小于项目先期使用的资金,因此准确测算项目的经济效益是至关重要的。

此外,必须解决在贷款人和项目其他参与方之间的风险分担问题。随着项目的进展,从一个阶段到另一个阶段,风险分担可能会不同。

### ▶▶▶ (三) 项目融资的功能

对于借款人而言,由于对贷款的论证非常复杂,牵涉各个方面,所以项目融资的成本高于一般的融资方式。尽管如此,项目融资仍有其独特的魅力和好处。对项目的发起人和运营方来说,项目所带来的利益足以弥补其额外的成本。由于项目融资在风险分担、规避政治风险、避免财务恶化、突破借款限额和享受税收减免等方面具有独特功能,所以它已成为许多项目筹集资金的首选方式。



### 1. 风险分担功能

当项目贷款人完全或部分丧失对借款人和发起人的追索权时, 贷款人必须全部或部分承担在项目不能产生足够现金流量情况下的风险。当借款人的实力相对于项目规模较小时, 风险分担就变得十分重要。如果项目失败, 应不至于造成借款人或项目发起人破产。

### 2. 规避政治风险功能

对海外进行大量投资的投资者希望由提供贷款的贷款人承担一定的政治风险, 如价格控制、税收、进出口壁垒、市场竞争、国家征用或国有化等。事实上, 当有来自各国的贷款人(特别是项目母国的贷款人)提供资金时, 这些政治风险会大大降低。

### 3. 避免财务恶化功能

与项目融资特别是无追索权融资相比, 一般的借款可能对借款人或项目发起人的资产负债表有不利影响。但在项目融资的情况下, 项目发起人在无货亦付款(take-or-pay)合同、收费(tolling)合同、项目产量(throughput)合同中承担的责任(甚至是担保责任), 并不总是显示在资产负债表中, 从而能使资产负债表保持一个良好的状态。<sup>①</sup>

### 4. 突破借款限额功能

当项目发起人的公司章程或已存在的信贷协议规定了其借款限额时, 该项目发起人也许希望使用一种法律上不视为借款的项目融资方式, 比如通过预先购买合同、受托人借款(trustee borrowing)或产品支付(production payment)合同等突破借款限额。

### 5. 享受税收优惠待遇功能

一些国家对资本性投资和新成立公司所采取的税收减让政策使项目发起人愿意采用项目融资的方式。为了享受税收减让的好处, 必须在项目所在国成立项目公司。通常的做法是: 项目公司本身作为借款人, 而且项目公司中的所有项目资产被孤立起来。这种融资结构的好处来自税收方面。例如在英国, 对工厂和机器设备的资本性投资的减税政策鼓励人们在项目融资中使用融资租赁。

## 五、项目融资的基本原则和适用范围

### ▶▶▶ (一) 项目融资的基本原则

一个成功的项目融资一般必须遵循以下几项原则:

- (1) 项目由一个与发起人分离的独立实体所有。
- (2) 项目个体的营业活动范围有严格限制。
- (3) 项目个体拥有独立营运的各项权力。
- (4) 贷款人拥有项目所有资产和权利的第一顺位求偿权。
- (5) 贷款人充分了解并接受项目的风险或项目风险已被适当分担。

### ▶▶▶ (二) 项目融资的适用范围

项目融资主要用于需要巨额资金、投资风险大而传统融资方式又难以满足, 但一旦成功

<sup>①</sup> 关于这一点, 随着国际会计准则的变更, 此项规定已被逐步取消, 为项目筹措的贷款金额通常必须在项目发起人的合并资产负债表上列出。



后现金流量稳定的工程项目,如天然气、煤炭、石油等自然资源的开发,以及运输、电力、农林、电子、公用事业等大型工程建设项目。自然资源开发、基础设施等大型工程建设项目的建设周期长、投资量大,同时收益稳定,受市场变化影响较小,因此较适合采用项目融资模式。项目融资用于基础设施时,投资人能够通过向设施(或服务)的使用人收费而获得投资回报。当然,政府在利用私人资本的同时,还需保持出于公共利益保障所需的宏观控制。基础设施的投资建设、经营管理,尤其是收费权的取得,一般需要经过政府授予特许。项目融资一经与政府特许相结合,便转化为所谓的 BOT 模式了。在发展中国家的经济建设中,尤其是东南亚新兴工业化国家中,项目融资的应用非常广泛。

需要注意的是,虽然从理论上说,项目融资由于涉及各方利益较多、时间跨度长以及交易成本较高等特点,更适于大型建设投资项目,但随着市场环境的变化、相关参与者风险控制能力的提高以及交易手段的丰富,项目融资的规模越来越小,更多的企业开始使用项目融资的方式筹措资金。这对于普遍提升企业的经营效率是有好处的,但对于贷款人来说,也是对其专业能力的挑战。

## 六、项目融资的参与者

由于项目融资的结构要比传统融资方式复杂得多,所以参与项目融资并发挥不同作用的利益主体也比传统方式多。概括起来,项目融资的参与者主要包括以下几个方面:项目的发起人,项目的直接主办人(项目实体),项目的债务资金提供者,原料或设备供应商,产品需求方,项目承包商,财务顾问,政府机构,保险公司,保证人等。

### 1. 项目的发起人

项目的发起人是项目的实际投资者。项目投资者通过项目的投资活动和经营活动获取投资利润及其他利益。在有限追索权的项目融资结构中,项目投资者除了拥有项目公司的全部或部分股权,并提供一部分股本资金外,还需要以直接担保或间接担保的形式为项目公司提供一定的信用支持。项目投资者可以是单独一家公司,也可以是由多家公司(如承包商、供应商、项目产品的购买方或使用方)组成的投资财团;可以是私人公司,也可以是政府机构或者是两者的混合体。

### 2. 项目的直接主办人

项目的直接主办人是指直接参与项目投资和项目管理,直接承担项目债务责任和项目风险的法律实体。项目融资中一个普遍的做法是成立一个单独的项目公司作为项目的直接主办人。项目公司可以是一个真正的实体,即实际拥有项目管理所必需的生产技术、管理、人员条件,也可以只是一个法律上拥有项目资产的公司,实际的项目运作委托给富有生产管理经验丰富的专业管理公司负责。项目直接主办人的身份、注册地址和法定形式取决于许多因素,例如当地政府的法律框架可能规定了外国投资的方式,比如根本不允许外来实体在当地经营,或者必须在所在国建立由本国企业参加的合资企业或新企业。

### 3. 项目的债务资金提供者

商业银行、非银行金融机构(如租赁公司、财务公司、一些投资基金等)、各国政府的出口信贷机构和一些相关的经营实体(如工程承包商、原料供应商等)是项目融资债务资金的主要提供者。

(1) 商业银行。商业银行是项目融资最主要的资金来源,其他来源往往也是从商业银行





融资。许多大规模的项目需要银团融资。选择组团银行是一项十分重要的工作,应该尽量组成一个由许多国家银行组成的银团,从而避免所在国政府对项目的征用或干涉,因为所在国政府可能不愿意因此破坏与这些国家的经济关系。银团可能包括一些所在国的银行,特别是当不允许外国银行取得项目资产担保权益时,可以安排按比例分担协议,使所在国银行取得的资产担保权益能够对所有贷款人有效。

项目融资计划可能分为不同层次的贷款:一些是担保的,一些是未担保的;一些是短期的,一些是长期的;部分融资可能是附属贷款,在还款顺序上从属于其他贷款人或债权人的债权。商业银行可能作为担保银行参加银团。例如,当可能从多边金融机构获得优惠贷款,或有出口信贷机构参加时,一些或所有的商业银行可能同意以优惠贷款的贷款人为受益人出具担保或开立信用证。对在有限追索权基础上获得优惠贷款的项目发起人来说,由于优惠贷款的贷款人风险被转移给商业银行,其好处将远远大于在担保费用和管理费上的付出。在商业银行看来,这种安排的优点在于:它们不需要与出口信贷的贷款人分享项目的担保资产(即项目公司用项目资产作反担保来换取商业银行担保),也不会因加速还款或强制实施对担保品的权利时受后者的干涉。因此,出具担保而承受额外风险是值得的,特别是当优惠贷款的贷款人要求在任何情况下对担保资产享有优先权时。

(2) 各国政府的出口信贷机构。这些出口信贷机构一般以贷款和提供保证书两种形式为项目融资。

(3) 国际金融机构。它包括世界银行,特别是其下属的国际金融公司以及亚洲开发银行、非洲开发银行、美洲开发银行、欧洲投资银行等地区性开发银行。

(4) 公共基金机构。它包括人寿保险公司、退休养老基金和慈善基金。在美国,公共基金机构不但在过去提供了巨额长期固定利率资金,还可以向境外提供一定数额的贷款。过去50年间,国际大型项目融资中一个最重要的发展就是公共机构资本市场向大型项目打开了大门。在我国,随着住房制度和社会保障制度的深化改革,逐步建立起来的住房、养老、退休、失业、医疗公积金将是一笔数额庞大的基金,条件成熟时也可用于项目融资。

(5) 商业金融公司。大型商业金融公司将是项目融资的重要来源,与商业银行和保险公司相比,金融公司没有存款户和投保人的资金来源,其资金从债务市场借来,然后再加上一一定利差贷放出去。因此,从金融公司借用的资金成本都比较高。某些大商业银行成立了专门的借贷部或子公司,从事长期投资贷款业务。

(6) 租赁公司。基础设施建设往往需要大批施工安装设备。项目发起方或承包商若自行购置,不但要占用很大一笔资金,而且在购置之后还要缴纳税款。用租赁的方式为项目所需的设备筹资,就可能转化为项目融资。租赁公司不仅能为项目设备融资,还可以以多种方式进行项目融资。租赁公司有的是独立经营,有的是附属于大银行或大金融公司。

(7) 投资管理公司和风险资金贷放单位。当投资管理公司可以通过认股证、购股权、转换权或其他类似权利享有风险投资权益时,就会以风险资金的形式发放贷款。投资管理公司一般仅提供数额有限的贷款。投资管理公司有的从属于大银行,有的则独立经营。

(8) 信托投资公司。信托投资公司是一种以受托人身份代人理财的金融机构,它与银行信贷、保险并称现代金融业的三大支柱。我国信托投资公司的主要业务包括经营资金和财产委托、代理资产保管、金融租赁、经济咨询、证券发行以及投资等。根据国务院关于进一步





清理整顿金融性公司的要求,我国信托投资公司的业务范围主要限于信托、投资和其他代理业务,少数信托投资公司经中国人民银行批准,可以兼营租赁、证券业务和发行一年以内的专项信托受益债券,用于有特定对象的贷款和投资,但不准办理银行存款业务。在项目融资中,信托公司常常以信托计划受托人的方式出现,从市场募集信托资金,然后为项目发放信托贷款。在有些案例中,信托投资公司也作为项目融资的第三方(财务顾问等)出现。

(9) 原料供应商。急于为自己的产品或副产品寻找销路的供应商,有时愿意为使用其产品的建设项目提供资金或保证书。

(10) 新产品的购买者或服务的接受者。需要某种产品或服务的企业愿意为生产此种产品或提供此种服务的建设项目提供帮助。一般来说,它们采取长期无货亦付款合同或产量合同的形式。无货亦付款合同或产量合同相当于保证书,可以用做从其他金融机构获得贷款的保证书。

(11) 承包商。不少承包商都热衷于项目融资,他们可以以固定价合同的形式支持项目的长期融资。承包商接受固定价合同相当于为项目的施工提供担保。有时,承包商还愿意将其应得的一部分酬金投入项目作为股本。由于承包商在与贷款单位、项目发起方和各级政府机构打交道方面很有经验,因此他们可以在如何进行项目融资方面向业主提供宝贵的建议。

(12) 设备经营商。为了促进自己设备的销售,许多设备经营商和制造商都有多种融资计划。这种类型的融资近年来越来越多,已成为项目融资的一个重要资金来源。

(13) 项目发起方。项目发起方除了为项目注入股本作为项目实体的自有资金外,还可以以项目从属贷款的形式注入资金。所谓从属贷款,从为项目筹集资金的角度来说,就是项目发起方为了提高项目主要贷款者的信心,促使他们出资或放松贷款条件而为项目提供的资金。因此,从属贷款是一种吸引主要贷款的种子资金,可以改善项目的流动资金状况。项目发起方为项目提供从属贷款可以享受利息和税收方面的好处。在某些情况下,项目发起方提供的贷款或预付款用于支付项目超支部分或其他项目发起方已承诺的不可预见费用。

#### 4. 财务顾问

由于项目融资的专业性很强,各种关系、法律规定和手续非常复杂,所以项目发起人一般都设法获取财务顾问的支持。国际上能够从事这类业务的专业人才数量有限,而且往往将他们办理过的项目融资业务记录作为内部秘密不对外公开。另外,项目融资本身的工作量也大,项目发起方的专业知识、经验和精力一般都有限,难以胜任项目融资财务方面的工作,更何况项目发起方还有许多其他工作要做。因此,许多大项目都聘请财务顾问负责处理项目融资的具体事务。财务顾问应熟悉项目所在国的情况,能够就项目结构和当地情况提供参考意见,并且具有向贷款方推销项目所需的专业知识和关系。聘请财务顾问当然要花钱,但一般付给财务顾问的佣金要比由于他们的参与而获得的收益少得多。财务顾问都积极地促使项目顺利完成,因为只有项目获得成功,他们才能取得咨询酬金。财务顾问的主要任务是进行可行性研究,规划资金来源,安排具体的融资策略以及监督和管理贷款协议。可以充当财务顾问的主要有商业银行、投资银行、大承包商、大金融公司和咨询公司。在选择财务顾问时,要考虑他们的声誉、在金融市场上的地位、有无本行业的知识、过去同项目发起方的关系、专业知识、对项目所在国风险的熟悉程度以及同负责本项目的官员的关系。此外,还要

