

财 政 部 规 划 教 材

全国高等院校财经类教材

(第二版)

# 项目融资

马秀岩 主编

高等



中国财政经济出版社

财政部规划教材  
全国高等院校财经类教材

# 项目融资

(第二版)

马秀岩 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

项目融资/马秀岩主编. —2 版. —北京: 中国财政经济出版社, 2009.2  
财政部规划教材. 全国高等院校财经类教材

ISBN 978-7-5095-1108-4

I. 项… II. 马… III. 基本建设项目-融资-高等学校-教材 IV. F830.55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 192216 号

责任编辑: 樊 闽

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 12.75 印张 306 000 字

2009 年 2 月第 2 版 2009 年 2 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3060 定价: 22.00 元

ISBN 978-7-5095-1108-4/F·0930

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

# 编写说明

本书是财政部规划教材，由财政部教材编审委员会组织编写并审定，作为全国高等院校财经类教材。

本教材适合全国高等院校财经类专业金融、财务管理和工程管理等相关专业学生学习，其他类院校相关专业的学生、从事项目融资工作的有关人员也可使用。

为全面、系统地反映项目融资实践中出现的新做法和新经验，满足高等院校本科教学需要，我们在第一版教材的基础上，通过深入实际调研，广泛搜集资料，充分借鉴已有的相关成果，按照财政部编写本科教材的要求，编写了这部新教材。

在编写本书过程中，我们始终遵循本科教材应重点讲清基本理论、基础知识和基本方法的总原则，并力求做到：第一，在合理地继承第一版教材精华的基础上，充分注意吸收本学科领域的最新研究成果；创新教材编写理念，突出思想的先进性、体系的完整性和知识的准确性。第二，根据本科层次该专业教学的规律、学生特点和实际需要，精选教材内容，突出案例教学，理论联系实际，注重学生知识与能力的培养。第三，语言文字流畅，表述清楚，深入浅出，通俗易懂。

本书由东北财经大学部分教师集体编写。各章执笔人（以姓氏笔画为序）如下：马秀岩（第一、七、十二章）、卢洪升（第四、五、六、八章）、宋维佳（第二、十、十一章）、屈哲（第三、九章）。全书由马秀岩负责修改并总纂，宋维佳作了大量的具体工作。

在编写本书过程中，我们参考了近年来出版的有关项目融资方面的专著、教材和论文，从中获取了许多有益的知识，开阔了视野，丰富了教材内容，提升了教材质量，在此向有关作者表示感谢。

项目融资的实践在不断发展，编写一部理论密切联系实际的项目融资教材需要理论工作者和实际工作者的共同努力。由于编者水平有限，书中必有不妥之处，恳请同行专家批评指正，以便进一步修订完善。

编者  
2008年10月

# 目 录

|                     |        |
|---------------------|--------|
| 第一章 项目融资概述          | ( 1 )  |
| 第一节 项目融资的定义         | ( 1 )  |
| 第二节 项目融资的产生与发展      | ( 4 )  |
| 第三节 项目融资的基本特征       | ( 6 )  |
| 第四节 项目融资的参与者        | ( 8 )  |
| 第五节 项目融资的框架结构       | ( 12 ) |
| 第六节 项目融资的运作程序       | ( 13 ) |
| 案例与习题               | ( 15 ) |
| 第二章 项目可行性研究         | ( 19 ) |
| 第一节 可行性研究的几个基本问题    | ( 19 ) |
| 第二节 项目融资环境评价        | ( 23 ) |
| 第三节 项目的财务效益分析       | ( 25 ) |
| 第四节 项目的不确定性分析       | ( 27 ) |
| 第五节 项目的国民经济评价       | ( 30 ) |
| 案例与习题               | ( 34 ) |
| 第三章 项目风险的种类和降低风险的方法 | ( 39 ) |
| 第一节 风险概述            | ( 39 ) |
| 第二节 项目风险的种类         | ( 41 ) |
| 第三节 降低项目主要风险的方法     | ( 47 ) |
| 案例与习题               | ( 52 ) |
| 第四章 项目投资结构          | ( 55 ) |
| 第一节 影响项目投资结构的基本因素   | ( 55 ) |
| 第二节 公司型合资结构         | ( 59 ) |
| 第三节 契约型合资结构         | ( 61 ) |
| 第四节 合伙制结构           | ( 62 ) |

|                               |                |
|-------------------------------|----------------|
| 第五节 信托基金投资结构·····             | ( 65 )         |
| 第六节 项目投资结构的重要协议·····          | ( 67 )         |
| 案例与习题·····                    | ( 69 )         |
| <b>第五章 项目资金结构·····</b>        | <b>( 71 )</b>  |
| 第一节 项目资金结构的确定·····            | ( 71 )         |
| 第二节 股本资金的筹集·····              | ( 73 )         |
| 第三节 债务资金的筹集·····              | ( 78 )         |
| 案例与习题·····                    | ( 84 )         |
| <b>第六章 项目融资模式 (上) ·····</b>   | <b>( 86 )</b>  |
| 第一节 项目融资模式的设计原则·····          | ( 86 )         |
| 第二节 项目直接融资模式·····             | ( 90 )         |
| 第三节 杠杆租赁融资模式·····             | ( 91 )         |
| 第四节 生产支付融资模式·····             | ( 94 )         |
| 第五节 以设施使用协议为基础的融资模式·····      | ( 95 )         |
| 案例与习题·····                    | ( 96 )         |
| <b>第七章 项目融资模式 (中) ·····</b>   | <b>( 99 )</b>  |
| 第一节 BOT 项目融资模式概念·····         | ( 99 )         |
| 第二节 BOT 项目融资的当事人·····         | ( 102 )        |
| 第三节 BOT 项目的运作程序·····          | ( 104 )        |
| 第四节 政府在 BOT 项目实施过程中的作用 ·····  | ( 106 )        |
| 第五节 BT 项目融资模式 ·····           | ( 110 )        |
| 案例与习题·····                    | ( 114 )        |
| <b>第八章 项目融资模式 (下) ·····</b>   | <b>( 118 )</b> |
| 第一节 PPP 融资模式 ·····            | ( 118 )        |
| 第二节 ABS 融资模式·····             | ( 121 )        |
| 案例与习题·····                    | ( 127 )        |
| <b>第九章 项目融资中的风险分析与管理·····</b> | <b>( 129 )</b> |
| 第一节 项目风险分析的方法·····            | ( 129 )        |
| 第二节 项目融资中的风险管理·····           | ( 134 )        |
| 第三节 金融衍生工具在项目融资风险管理中的应用·····  | ( 135 )        |
| 案例与习题·····                    | ( 140 )        |
| <b>第十章 项目融资担保·····</b>        | <b>( 142 )</b> |
| 第一节 项目融资担保概述·····             | ( 142 )        |



|                            |       |
|----------------------------|-------|
| 第二节 项目担保人.....             | (143) |
| 第三节 项目担保的范围.....           | (146) |
| 第四节 项目担保的主要类型.....         | (148) |
| 第五节 项目融资的主要担保形式.....       | (149) |
| 案例与习题.....                 | (152) |
| <br>第十一章 工程项目保险.....       | (155) |
| 第一节 工程保险概述.....            | (155) |
| 第二节 商业风险的保险.....           | (158) |
| 第三节 政治风险的保险.....           | (163) |
| 案例与习题.....                 | (165) |
| <br>第十二章 项目融资的法律体系与文件..... | (171) |
| 第一节 项目融资的法律体系.....         | (171) |
| 第二节 项目融资文件的作用与分类.....      | (175) |
| 第三节 项目融资主要文件（一）.....       | (177) |
| 第四节 项目融资主要文件（二）.....       | (184) |
| 案例与习题.....                 | (195) |
| <br>主要参考文献.....            | (196) |

## 项目融资概述

### 学习目标

- ☐ 掌握项目融资的定义、基本功能及其应用范围
- ☐ 了解项目融资产生与发展的过程和原因
- ☐ 重点掌握项目融资的特征和项目融资的参与者
- ☐ 熟悉项目融资的框架结构和项目融资的运作程序

### 第一节 项目融资的定义

#### 一、项目融资的定义

项目融资 (Project Financing) 是国际上 20 世纪 70 年代末、80 年代初广泛兴起的一种新的融资方式。由于项目融资方式与传统的融资方式相比,能更有效地解决大型基础设施建设项目的资金问题,因此被世界上越来越多的国家所应用。我国最早采用项目融资方式进行建设是在 20 世纪 80 年代,深圳沙角 B 电厂采用了 BOT 方式 (Build Operate Transfer) 进行投资建设。

对项目融资定义的表述有多种,总体而言,可分为广义和狭义两类。从广义上讲,凡是建设一个新项目或者收购一个现有项目以及对已有项目进行债务重组所进行的融资,均可称为项目融资;狭义的项目融资专指具有无追索或有限追索形式的融资。本书各章所讨论的内容均指狭义的项目融资。

究竟如何理解项目融资的定义,可从以下四种具有代表性的论述中得到启示:

1. P.K.Nevit 所著的《项目融资》1996 年第 6 版中的定义是:项目融资就是在向一个经济实体提供贷款时,贷款方查看该经济实体的现金流和收益,将其视为偿还债务的资金来源,并将该经济实体的资产视为这笔贷款的担保物,若对这两点感到满意,则贷款方同意贷予。

2. 总部设在英国伦敦的国际著名法律公司 Clifford Chance 编著的《项目融资》一书的定义是:“项目融资”用于代表广泛的、但具有一个共同特征的融资方式,该共同特征是:融资不是主要依赖项目发起人的信贷或所涉及的有形资产。在项目融资中,提供优先债务的参



与方的收益在相当大的程度上依赖于项目本身的效益，因此他们将其自身利益与项目的可行性以及潜在的不利因素对项目影响的敏感性紧密联系起来。

3. 美国《财会标准手册》中的定义是：项目融资是指对需要大规模资金的项目而采取的金融活动。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。这是因为其项目主体要么是不具备其他资产的企业，要么对项目主体的所有者（母体企业）不能直接追究责任，两者必居其一。

4. 我国国家计委（现发展和改革委员会）与国家外汇管理局共同发布的《境外进行项目融资管理暂行办法》中的定义是：项目融资是指以境内建设项目的名义在境外筹措外汇资金，并仅以项目自身预期收入和资产对外承担债务偿还责任的融资方式。它应具有以下性质：（1）债权人对于建设项目以外的资产和收入没有追索权；（2）境内机构不以建设项目以外的资产、权益和收入进行抵押、质押或偿债；（3）境内机构不提供任何形式的融资担保。

上述四种定义虽然表述不同，但并无实质性的差别，它们都包含了以下基本的内容：其一，项目融资是以项目为主体安排的融资，项目的导向决定了项目融资最基本的方法。其二，项目融资中的贷款偿还来源仅限于融资项目本身。换言之，融资项目能否获得贷款完全取决于项目的经济强度。项目的经济强度可从两个方面来测度，一是项目未来可用于偿还贷款的净现金流量；二是项目本身的资产价值。

上述定义中，有的是从学术角度定义的，有的是从政府管理角度定义的，为了便于掌握项目融资的定义，通过对项目融资实践的总结，本书认为还可以从项目融资的实务角度对其定义：项目融资是指项目发起人为项目的筹资和经营而专门成立项目公司，由项目公司承担贷款，并以项目的未来现金流量为首要还款来源的一种融资方式。

为更准确地理解项目融资的定义，应把项目融资与工程项目融资区别开来，第一，项目融资是工程项目融资的一种，更确切地说是一种特例。能采用项目融资模式的项目是工程项目中投资数额巨大，建设周期长，风险多，传统融资方式难以解决其资金的项目，如大型基础设施项目等。第二，一般工程项目融资采用的是传统的公司融资模式，项目能否成功地进行融资的基本前提条件是项目发起者或项目主办者的资信状况，如前所述，项目融资的基本前提条件是项目的经济强度。从这个意义上讲，并不是任何项目都能以项目融资方式进行融资。第三，项目融资和工程项目融资在资金筹措方式上基本相同，都可以采用股权、债权形式融资。但项目融资的资金筹措渠道要比一般工程项目融资多一些，例如，有外资参与，可在国际资本市场上融资。

## 二、项目融资的功能

项目融资与传统公司融资方式相比，突出了下述功能：

### （一）筹资功能

凡是大型工程项目，就投资而言，少则几亿元，多则上百亿元资金。一般投资者仅凭自己的筹资能力几乎很难筹集到工程项目所需的全部资金；同时，由于大型工程项目需要巨额投资，随之而来的投资风险也很大，这两点就决定了采用传统的融资方式行不通，而采用项目融资能更有效地解决大型工程项目筹资问题。因为项目融资通常是无追索或有限追索形式的贷款，项目融资的能力大大超过投资者自身筹资能力，从而解决了大型工程项目的资金问

题。例如, 20 世纪 80 年代中期澳洲西北部海上石油天然气项目, 第一期工程投资已超过 14 亿美元, 远远超出当时该项目任何一个投资者本身的融资能力, 采用了项目融资方式之后, 则顺利地解决了该项目的资金问题。

### (二) 风险分担功能

项目融资的风险分担功能包括两个方面的内容: 其一, 项目融资的有限追索性使项目的风险与项目发起人有效地隔离, 这是传统融资方式所不具备的优点; 其二, 项目融资可以使项目的风险分散化, 而风险分散化的结果是降低了风险或者有效地规避了风险。项目融资之所以能实现这一功能, 是因为在设计融资方案时就已明确了项目融资的参与者必须共同分担风险。这种风险分担功能一方面使项目发起人不会因为项目的失败而破产; 另一方面也由于各参与方的风险收益的紧密相关性, 提高了关注项目的积极性, 从而有助于项目运行的成功。

### (三) 享受税收优惠功能

目前, 世界上许多国家的贷款利息是免税的, 而股权收益却必须纳税, 因而高水平的负债结构在某种程度上意味着资本成本的降低, 项目融资可以允许项目发起人投入较少的股本, 进行高比例的负债, 从而可以较多地享受税收优惠。此外, 由于许多国家的新企业享受资本支出的税收优惠和一定的免税期, 所以成立单一的目的公司进行项目融资还可以享受新企业的税收优惠政策。

为了充分享受税收优惠待遇, 有时项目融资方式的变化也是出于税收的考虑, 例如, 在英国对机器和设备的税收优惠, 因而在融资时经常采用融资租赁。

## 三、项目融资的适用范围

从项目融资产生和发展的进程看, 无论是发达国家还是发展中国家, 采用项目融资方式都比较谨慎, 尽管它具有筹资能力大、风险分散等优点, 但它毕竟风险较大, 融资成本高。从目前各国应用项目融资的范围看, 主要有三大类: 资源开发项目、基础设施项目和工业项目。

### (一) 资源开发项目

资源开发项目一般可分为两大类: 一类是能源开发类项目, 如石油、天然气、煤炭和铀等; 另一类是金属矿产资源开发类项目, 如铁、铜、铅和矾土等。

一般地说, 资源开发项目具有两大特点: 一是开发投资数额巨大; 二是一旦项目运作成功, 投资收益丰厚。运用项目融资方式开发资源的典型是英国北海油田项目, 还有被誉为“开创了澳大利亚铁矿史上的新时代”的澳大利亚恰那铁矿开采项目等。

### (二) 基础设施项目

从世界范围看, 无论是发达国家还是发展中国家, 项目融资应用最多的是基础设施项目。此类项目可分为三大类: 第一类是公共设施项目, 如电力、电信、自来水和排污等; 第二类是公共工程项目, 包括铁路、公路、海底隧道和大坝等; 第三类是其他交通工程项目, 包括港口、机场和城市地铁等。

在上述三大类项目中, 国际上已经成功运作的项目又大都集中在电力、公路和海底隧道等项目。例如, 电力项目有美国霍普威尔火力电站项目、巴基斯坦赫布河燃油发电厂项目和菲律宾大马尼拉汽轮机发电厂项目等; 公路项目有马来西亚南北高速公路项目、泰国曼谷二

期高速公路项目等；海底隧道项目有英法合作的英吉利海峡隧道项目、澳大利亚悉尼海底隧道项目和土耳其的博斯普鲁斯海底隧道项目等。

中国从20世纪80年代初开始尝试运用项目融资方式搞建设。按照中国政府目前的有关规定，项目融资主要适用于投资规模大、贷款偿还能力强、有长期稳定预期收入的部分基础设施和少数基础产业建设项目，具体包括发电设施、高等级公路、桥梁、隧道、城市供水厂及污水处理厂等基础设施项目以及其他投资规模大且有长期稳定预期收入的建设项目。从早期已经运作的项目看，基本集中在电力、公路和铁路等项目，如电力项目有深圳沙角B电厂、广西来宾电厂、山东中华发电项目、山东日照电厂、合肥二电厂、福州湄州湾电厂等；公路项目有广州至深圳高速公路、海南东线高速公路、北京京通高速公路等；地铁项目有重庆地铁、深圳地铁等。

各国项目融资相对集中于基础设施领域的主要原因是：一方面这类项目规模大，资金投入多，完全由政府出资建设确有困难；另一方面这类项目大都可以商业化经营，通过项目建成后的收益收回投资。正因为如此，许多发达国家的基础设施项目采用了项目融资方式，并取得了成功。

### （三）工业项目

随着项目融资运用范围的扩大，近年来，项目融资在工业领域也有运用，但与运用到资源开发项目、基础设施项目的数量相比，工业项目显然很少。不过，在这方面也有成功的典型，如澳大利亚波特兰铝厂项目、加拿大塞尔加纸浆厂项目和中国四川水泥厂项目等。

#### 【小测试】

1. 项目的经济强度可从哪几个方面来测度？
2. 项目融资的适用范围是什么？

## 第二节 项目融资的产生与发展

### 一、项目融资产生的过程

从世界范围看，项目融资的早期形式可以追溯到20世纪50年代，美国的一些银行利用产品贷款的方式为石油天然气项目融资，然而项目融资开始受到人们的重视却是60年代中期，其标志是英国北海油田开发中使用的有限追索项目贷款。70年代，第一次石油危机之后出现了能源工业的繁荣时期，项目融资有了较快的发展，成为当时大型能源项目融资的一种主要手段。

20世纪80年代初，由于世界性经济危机，项目融资的发展进入低潮期。据统计，1981—1986年的6年间，西方国家在能源、原材料领域投资的新项目比上一时期减少60%，投资总额减少了33%。80年代中后期，随着世界经济的复苏和若干具有代表性的项目融资的完成，项目融资又进入一个新的发展时期。

随着世界各国经济的发展，无论是发达国家还是发展中国家，都先后出现了大规模的基础设施建设与资金短缺的矛盾，为此，人们不断地寻求一种新的融资方式。在这方面首先

河的是土耳其总理奥扎尔在 1984 年讨论土耳其公共项目的私营问题时,提出了 BOT 的概念,随后用此种方式建设了土耳其火力发电厂、机场和博斯普鲁斯第二大桥。尔后, BOT 融资方式作为基础设施项目建设的一种有效融资方式逐渐流行起来,并得到了长足的发展。

## 二、项目融资发展的原因

项目融资的出现是经济发展和经济建设的客观需要,也是其发展的必然结果,但项目融资在不同国家和地区发展的原因是不同的。

### (一) 发达国家和地区采用项目融资的原因

从经济发展的历史看,许多发达国家和地区以往的基础设施项目主要是由国家财政预算安排,政府直接拨款建设。进入 20 世纪 80 年代,这些国家和地区经济发展的现实迫使他们不得不改变传统的做法。其一,随着经济的快速发展、人口增长和城市化水平的提高,各国对交通、电力、供水等基础设施的需求日益膨胀,但同时各国也都面临财政赤字、债务负担过重、政府投资能力下降的困境,无力承担耗资巨大的基础设施建设任务;其二,一些发达国家和地区企业私有化程度较高,而政府又允许私人企业和投资进入基础设施建设领域,这既调动了私人投资的积极性,又缓解了国家财政困难,这些都为项目融资的发展和应用提供了较好的客观条件。因此,减轻政府财政负担,吸引私人资本参与基础设施建设,是这些国家和地区采用项目融资的根本原因。

### (二) 发展中国家采用项目融资的原因

长期以来,许多发展中国家都存在严重的资金短缺问题,但为了尽快改变本国长期落后的经济状况,必须大力加强基础设施建设,以消除制约经济发展的“瓶颈”,**资金严重短缺是经济发展中的主要矛盾**。与此同时,发展中国家大多存在国有部门效率低下、基础设施管理不善的问题。为解决这些矛盾和问题,许多国家制定了引进民间资本和国外资金进行基础设施建设的政策,以此缓解财政上的紧张局面并促进国有部门提高效率。国际建筑业的变化也给发展中国家项目融资的发展带来了新的契机。例如,传统的单纯建安承包或 EPC 承包等已向项目全过程承包,如代建制、“带资承包”、项目融资、项目管理等方式发展,以“带资承包”特别是项目融资 BOT 方式承揽工程具有很强的竞争优势,已被国际上的承包商大力应用。例如,日本承包商、供应商和银行积极主动提供出口信贷并应用 BOT 方式在国际承包市场取得项目。据统计,国际市场 1.3 万亿美元承包合同中,约 60% 是带资承包,并且其中有许多是 BOT 项目。在这样的经济背景下,项目融资不但被广泛采用,而且还成为引进外资的一种新形式。

## 三、项目融资在中国的发展

20 世纪 80 年代初,深圳沙角 B 电厂采用了类似 BOT 的建设方式,标志着中国利用项目融资方式进行建设的开始。我国政府在制定“八五”计划时,国家计委首次提出运用 BOT 方式加快基础工业发展和基础设施建设方面的新思路。进入 90 年代,我国陆续出现了一些采用类似 BOT 方式进行建设的项目,如上海黄浦江延安东路隧道复线工程、广州至深圳高速公路、上海大场水处理厂、海南东线高速公路、三亚凤凰机场、重庆地铁、深圳地铁、北京京通高速公路、广西来宾 B 电厂等。这些项目虽然相继采用 BOT 模式进行建设,但只有重庆地铁、深圳地铁、北京京通高速公路等项目被国家正式认定为采用 BOT 模式的基础设

施项目；广西来宾 B 电厂 BOT 项目是经国家批准的第一个 BOT 试点项目，经过各方的多年努力，该项目已取得了全面成功，被国际上很有影响的金融杂志《亚州金融》评为最佳项目融资案例，在国内则被誉为“来宾模式”。

为使我国项目融资尽快走上正轨，并按国际惯例进行运作，国家对外经济贸易合作部于 1994 年发布了《关于以 BOT 方式吸引外商投资有关问题的通知》和《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》，国家发展计划委员会于 1997 年 4 月发布了《境外进行项目融资管理暂行办法》，建设部发布的《市政公用事业特许经营管理办法》也于 2004 年 5 月 1 日起开始施行。连同以前公布的《指导外商投资方向暂行规定》和《外商投资产业指导目录》，基本构成了中国 BOT 项目融资的法律框架。

#### 【小测试】

近年来，项目融资在发达国家和发展中国家得以广泛应用的基本原因是什么？

### ■ 第三节 项目融资的基本特征

项目融资具有以下基本特征：

#### 一、项目的经济强度是项目融资的基础

前已述及，项目融资的一个显著特点是项目能否获得贷款完全取决于项目的经济强度，即贷款人进行贷款决策时，主要考虑项目在贷款时期内能产生多少现金流量用于还款，贷款的数量、利率和融资结构的安排完全取决于项目本身的经济效益，这完全有别于传统融资主要依赖于投资者或发起人的资信。项目融资的这些特征使得缺乏资金而又难以筹措资金的投资者可以依靠项目的经济强度，通过项目融资方式实现融资。同时，由于贷款人关注的是项目本身的经济实力，因此，他必然密切关注项目的建设和运营状况，对项目的谈判、建设、运营进行全过程的监控。从这个意义上讲，采用项目融资有利于项目的成功。

#### 二、追索的有限性

是完全追索，还是有限追索或无追索，这是项目融资与传统的公司融资最主要的区别。追索是指借款人未按期偿还债务时，贷款人要求借款人用除抵押资产之外的其他资产偿还债务的权利。项目融资属于有限追索或无追索性质。所谓有限追索，是指贷款人可以在某个特定阶段或者规定的范围内对项目的借款人追索，除此之外，无论项目出现任何问题，贷款人均不能追索借款人除该项目资产、现金流量以及所承担义务之外的任何财产。有限追索融资的特征是“无追索”融资，即融资百分之百地依赖于项目的经济实力。在实际工作中，无追索的项目融资很少见。由于有限追索或无追索的实现使投资者的其他资产得到有效的保护，这就调动了大批具有资金实力的投资者参与开发与建设的积极性。

传统的公司融资方式属于完全追索形式。所谓完全追索，是指借款人必须以本身的资产作抵押，如果违约时该项目不足以还本付息，贷款方则有权把借款方的其他资产也作为抵押

品收走或拍卖，直到贷款本金及利息偿清为止。

完全追索与有限追索的区别十分明显，人们往往把这个区别作为是项目融资还是传统公司融资的最主要的标准。

### 三、风险分担的合理性

任何项目的开发与建设都必然存在着各种风险。项目融资与传统的公司融资方式相比较，在风险分担方面有三点显著不同：一是通过项目融资的项目都是大型项目，它具有投资数额巨大、建设期长的特点，因而与传统的融资项目相比，投资风险大。二是项目融资大多是利用外资的形式，因此，项目融资的风险种类多于传统融资的风险，如政治风险和法律风险等。三是传统融资的项目风险往往集中于投资者、贷款者或担保者，风险相对集中，难以分担；而项目融资的参与方有项目发起人、项目公司、贷款银行、工程承建商、项目设备和原材料供应商、项目产品的购买者和使用者、保险公司、政府机构等多家，通过严格的法律合同，可以依据各方的利益，合理分担责任和风险，保证项目融资的顺利实施。

### 四、融资的负债比例较高

在传统的公司融资方式下，一般要求项目投资者的出资比例至少要达到 30% ~ 40% 以上才能融资，其余的不足部分由债务资金解决。而项目融资是有限追索融资，通过这种融资形式可以筹集到高于投资者本身资产几十倍甚至上百倍的资金，而对投资者的股权出资所占的比例要求不高，一般而言，股权出资占项目总投资的 30% 即可，其余由贷款、租赁、出口信贷等方式解决，因此项目融资是一种负债比率较高的融资。

### 五、非公司负债型融资

项目融资也称非公司负债型融资 (Off - Balance Finance)，是资产负债表外的融资，这是与传统的公司融资在会计处理上的不同之处。**资产负债表外融资是指项目的债务不出现在项目投资者的资产负债表上的融资**，这样的会计处理是通过对投资结构和融资结构的设计来实现的。

非公司负债型融资对于项目投资者的好处是：可以使投资者以有限的财力从事更多的投资，同时将投资的风险分散和限制在更多的项目之中。而在传统的公司融资方式下，项目债务是投资者债务的一部分，它必定出现在投资者的资产负债表上，这样一来，投资者的项目投资和其他投资之间会产生相互制约的现象。

在实际融资过程中，投资者的深刻体会是这样的：因为大型工程项目的建设周期和投资回收期都很长，对于项目的投资者而言，如果把这种项目的贷款反映在投资者的资产负债表上，很有可能造成投资者（公司）的资产负债比例失衡，超出银行通常所能接受的安全警戒线，并且短期内无法根本改变，这就势必影响投资者筹措新的资金，从而影响投资于其他项目的能力，但如果采取非公司负债型融资则可避免上述问题。

### 六、融资成本高

项目融资与传统的公司融资相比，其交易成本和费用较高，这主要是由于项目融资的前期工作十分浩繁、工作量大，公司组织融资所需的时间较长，又是有限追索性质等原因所造



成的。项目融资的成本包括融资的前期费用和利息成本两个部分。融资的前期费用包括融资顾问费、成本费、贷款的建立费、承诺费以及法律费用等，一般占项目贷款总额的 0.5% ~ 2% 左右；项目融资的利息成本一般要高出同等条件公司贷款的 0.3% ~ 1.5%，其增加幅度与贷款银行在融资结构中承担的风险以及对项目的投资者的追索程度密切相关。

从项目融资以上的基本特征可以看出，与传统的公司融资相比，其具有很多的优点。但正如世界上任何事物都不可能是十全十美的，项目融资也有不足，例如，组织实施项目融资的时间较长，一个完整的融资计划通常需要半年甚至更长的时间，其成本费用必然很高。再如，项目融资与传统的公司融资相比，其风险在各参与方之间的分配比较复杂，涉及相当多的法律合同，贷款银行的过分参与和监管可能会使项目的实施成本相应地增加等。但从整体而言，项目融资仍不愧为是一种金融创新，具有很强的发展潜力。

总结项目融资的上述主要特征，可将项目融资与传统的公司融资的主要区别列表如 1-1 所示。

表 1-1 项目融资与公司融资的主要区别

|        | 项目融资     | 公司融资        |
|--------|----------|-------------|
| 融资主体   | 项目公司     | 发起人         |
| 融资基础   | 项目的经济强度  | 发起人和担保人的资信  |
| 追索程度   | 有限追索或无追索 | 完全追索        |
| 风险分担   | 项目参与方    | 投资者、贷款者、担保者 |
| 融资负债比例 | 较高       | 较低          |
| 会计处理   | 资产负债表外融资 | 资产负债表内融资    |
| 融资成本   | 较高       | 较低          |

【小测试】

- 1. 何谓有限追索？
- 2. 何谓公司负债型融资？

第四节 项目融资的参与者

项目融资的特征决定了项目融资的参与者比传统的公司融资方式多，其主要有项目发起人、项目公司、贷款银行、承建商、供应商、项目产品的购买者或使用者、保险公司、融资顾问和有关的政府机构等。上述各参与者之间的基本合同关系如图 1-1 所示。

一、项目发起人

项目发起人亦称项目的实际投资者。项目发起人通过组织项目融资获得资金，经过项目的投资、经营活动，获取投资利润和其他利益，实现投资者的最终目标。在有限追索的融资



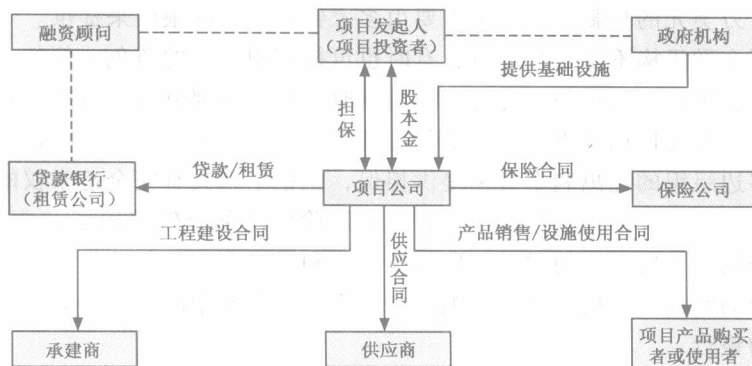


图 1-1 项目融资参与者之间的基本合同关系

结构中，项目发起人除拥有项目公司的全部股权或部分股权、提供一定的股本金外，还应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。

项目发起人在项目融资过程中主要负责争取或协助项目公司取得项目所需的政府批文及许可证，如建筑、外汇兑换、营业执照、设备进口、融资及环境等方面的批准。

项目发起人可以是一家公司，也可以是许多与项目有关的公司（如项目的承建商、设备供应商、产品的买主或最终用户）组成的企业集团，还可以是与项目有间接利益关系的实体（如土地的所有者）。从发起人的国别看，发起人既可以是东道国境内的企业，也可以是境外的企业或投资者。一般地说，发起方中包括至少一家境内企业，这会有利于项目的获准与实施，降低项目的政治风险。

## 二、项目公司

项目公司亦称项目的直接主办人，是指直接参与项目的投资和管理，承担项目的债务责任和项目风险的法律实体。实施项目融资一个普遍的做法是成立一个项目公司，其优越性表现为：第一，将项目融资的债务风险和经营风险大部分限制在项目公司中，项目公司对偿还贷款承担直接责任，这是实现有限追索融资的关键；第二，根据一些国家的会计制度，成立项目公司进行融资可以避免将有限追索的融资安排作为债务体现在项目发起人的资产负债表上，实现非公司负债型融资；第三，对于有多国参加的项目来说，成立项目公司便于把项目资产的所有权集中在项目公司本身，由于它拥有必备的生产技术、管理、人员等条件，有利于集中管理；第四，从贷款人的角度看，成立项目公司便于银行在项目资产上设定抵押担保权益。

## 三、贷款银行

项目融资的债务资金来源于商业银行、非银行金融机构和一些国家的政府出口信贷机构的贷款。在本书中，把上述金融机构统称为“贷款银行”。采用项目融资方式建设的项目规模一般十分庞大，因此在融资时必须寻求由十几家银行甚至几十家银行组成的银团贷款，也称辛迪加贷款。项目融资时，究竟由一家银行贷款还是由多家银行贷款，主要依据贷款规模和项目的风险两大因素。根据国际上许多项目融资的经验，一般地说，贷款额超过 3000 万美元以上的项目，通常需要三家以上的银行组成银团来提供贷款；但对那些被认为是高风险

的国家，仅几百万美元的贷款，也常常需要由多家银行组成的银团来提供。

商业银行等金融机构不仅是贷款方，有时也可扮演担保人的角色。例如，当项目可以从诸如世界银行等多边国际组织得到优惠利率贷款时，所有或部分为项目提供贷款的商业银行可能会出具担保或开立信用证以支持提供优惠利率贷款的多边组织。对项目发起人来说，一旦商业银行为多边组织的优惠利率贷款提供担保，就把本来具有完全追索权的多边组织贷款转化为有限追索权贷款（因为优惠利率贷款方的风险已经部分转移给了商业银行），这种转化为发起人带来的好处要远远超过其花费的担保费和手续费。

在项目融资的实施中，根据银团组织中各家银行在贷款中的作用不同，可将其划分以下五种不同类型的银行：

#### （一）安排行

安排行是最初与项目公司签订贷款协议并销售全部或部分贷款的银行。由于安排行先与项目公司签订贷款协议，之后再在银团之间签订销售协议，因此，安排行承担后期无法全部售出其贷款协议的风险，按照惯例，安排行一般由专业力量强、实际操作经验丰富的几家大银行组成。

#### （二）代理行

代理行是指负责项目贷款日常事务管理的一家或数家银行，其主要职能是有效地管理贷款，但要收取一定的管理费。

#### （三）参与行

参与行是指参加银团，并按照各自先前承诺的份额向项目公司提供贷款的银行。

#### （四）技术行

技术行是指负责处理与项目贷款有关技术问题的银行。

#### （五）保险行

保险行是指专门处理项目融资中保险问题的银行。其主要职责是从贷款银行的利益出发，聘请保险顾问，并与保险公司联系和协商，其目的是减少贷款行因商业和政治风险而产生的损失。

### 四、承建商

承建商通常是指通过固定价格的一揽子承包合同而负责工程项目的设计和建设的工程公司或承包公司。项目建设的工程公司或承包公司的资金状况、工程技术能力、资历和信誉在很大程度上影响贷款银行对项目建设期风险的判断，信誉良好的承建商有利于项目按期完成并保证质量，可以大大降低贷款的商业风险，是项目融资成功的有力保证。

### 五、供应商

供应商包括设备供应商和能源、原材料供应商。设备供应商是指为项目提供各种机械和运输设备的公司、厂商。设备供应商通过延期付款、低息优惠、出口信贷的安排，构成项目资金的一个重要来源。能源、原材料供应商是指为项目长期提供稳定的能源、原材料的公司。它们为了寻求长期稳定的市场，在一定条件下愿意以长期的优惠价格为项目提供能源、原材料，这为项目融资安排提供了便利条件。

供应商在保证项目建设按期竣工和正常运营方面的作用十分重要，它的信誉和经济状况