

高等学校工程管理系列教材

项目融资

XIANGMU RONGZI LILUN YU ANLI

理论与案例

叶苏东 编著



清华大学出版社

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

北京交通大学出版社

<http://press.bjtu.edu.cn>

高等学校工程管理系列教材

F830.55/17

2008

项目融资 ——理论与案例

叶苏东 编 著

清华大学出版社
北京交通大学出版社

· 北京 ·

内 容 简 介

本书主要讲述了项目融资的基本概念、融资框架及运作过程,介绍了主要的项目评价方法和风险管理的基本概念,分析了项目融资的资金结构、投资结构、资信结构、融资结构及 BOT 项目开发模式。本书在著述过程中纳入了项目融资的最新研究成果和实践总结,设置了专门的案例篇章,收集了多种类型的基础设施项目案例,每章后面附有思考题、案例分析题,有利于教学使用。

本书可用作高等院校工程管理、项目管理专业本科生及研究生的教材,也可用作项目融资方面的培训教材,还可以供致力于项目融资实践的工作者参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

项目融资理论与案例/叶苏东编著. —北京:清华大学出版社;北京交通大学出版社, 2008. 4

(高等学校工程管理系列教材)

ISBN 978-7-81123-245-5

I. 项… II. 叶… 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 039363 号

责任编辑:王晓春

出版发行:清华大学出版社 邮编:100084 电话:010-62776969

北京交通大学出版社 邮编:100044 电话:010-51686414

印刷者:北京市梦宇印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×230 印张:17 字数:381 千字

版 次:2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-81123-245-5/F·317

印 数:1~4 000 册 定价:25.00 元

本书如有质量问题,请向北京交通大学出版社质监组反映。对您的意见和批评,我们表示欢迎和感谢。

投诉电话:010-51686043, 51686008; 传真:010-62225406; E-mail:press@bjtu.edu.cn。

前言

项目融资虽然有几百年的历史,但真正广泛运用始于20世纪80年代,而且项目融资仍然在不断地发展和完善,在实践中不断地有新融资模式出现;虽然主要用于资源开采和基础设施建设,但其应用范围也日益扩大,有关研究也日益深入。有鉴于此,本书在主要阐述项目融资的基本内容的基础上,通过案例分析,加深读者对项目融资的理解;同时还介绍项目融资的最新研究成果,以期读者在学习项目融资的基本知识的同时,扩大视野,能够创造性地运用项目融资模式。

本书在参阅大量国内外文献的基础上,结合作者多年的专题研究、项目咨询和教学实践经验编著而成。从教育心理学的角度出发,构建本书结构。编者认为单纯的整体式学习或单纯的直线式学习难以达到最佳效果,采用二者相结合的方法较为理想。因此,本书的第1章叙述项目融资知识体系,给读者一个项目融资的整体框架,让读者了解项目融资所涉及的主要内容;第2章至第6章分别介绍项目融资知识体系的5个主要知识领域,即项目投资分析(第2章)、项目资金结构(第3章)、项目投资结构(第4章)、项目资信结构(第5章)和项目融资结构(第6章)。至此,完成了项目融资基本理论内容的叙述。

理论是为实践服务的,如何应用理论是项目成功的关键。由于项目融资涉及面广,每个方面都有许多变化,因此,整个结构非常复杂。通过案例分析可以更好地理解项目融资的基本知识,掌握基本知识的应用。由于实际案例涉及商业秘密,所以很难获得详细的资料和数据,通过各种途径收集的资料难免存在一些不准确的内容,每个案例分析的详细程度也不一致。但是,主要的关键内容基本上反映了项目融资的特点,可以使读者增加对项目融资的认识和理解,掌握项目融资的应用。因此,第7章至第10章以案例分析为主,分别介绍项目融资在不同类型项目中的应用:第7章介绍电力项目融资;第8章介绍交通项目融资;第9章介绍水处理项目融资;第10章介绍其他的项目融资,包括电信、资源开采、专用设施(如输油管道、天然气管道等)、学校、医院等项目的项目融资。本书的篇章结构如图1所示。

第1章(项目融资概述)叙述项目融资的定义、特征、适用范围,阐述项目融资知识体系(项目融资框架),以及实施项目融资的阶段、步骤和项目融资成功的基本条件,比较项目融资与公司融资的不同,介绍项目融资的起源和发展趋势及应用范围。第2章(项目投资分析)介绍主要的项目评价方法,项目风险的种类及其划分的方法,风险管理对策,以及项目融资中主要风险的管理对策。第3章(项目资金结构)叙述项目的资金结构、股本资金、准股本资金和债务资金的特点,项目资金的主要来源。第4章(项目投资结构)

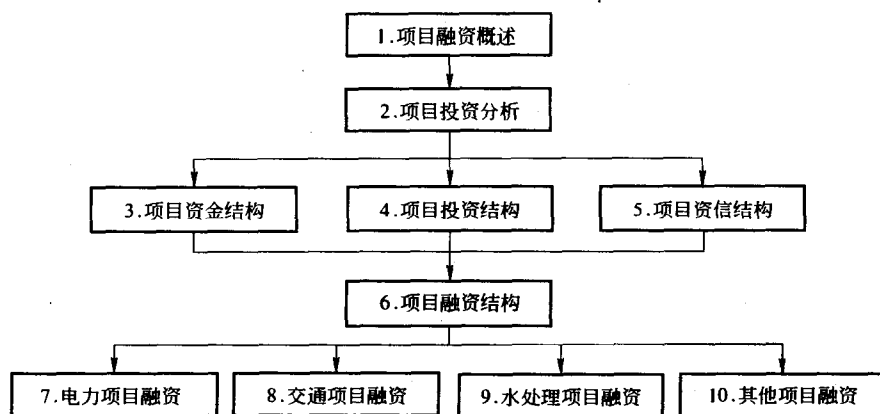


图1 本书的篇章结构

叙述投资结构的作用，投资结构的基本形式，各种投资结构的优缺点，设计投资结构的主要考虑因素。第5章（项目资信结构）叙述项目担保的主要类型，项目融资的主要担保形式，项目担保范围。第6章（项目融资结构）叙述项目融资结构的设计原则，主要融资结构形式，BOT模式的特点。第7章（电力项目融资）分析电力项目的特点，总结现有的电力项目的项目融资模式/方式，并进行多个国内外典型案例的分析。第8章（交通项目融资）分析交通项目（公路和铁路）的特点，总结现有的交通项目的项目融资模式/方式，进行国内外典型案例的分析。第9章（水处理项目融资）分析水处理项目的特点，总结现有的水处理项目的项目融资模式/方式，进行国内外典型案例的分析。第10章（其他项目融资）进行除了上述类型以外的项目融资案例的分析，例如电信、资源开采、专用设施（如输油管道、天然气管道等）、学校、医院等项目的项目融资。

叶苏东

2008年4月

目 录

第1章 项目融资概述	(1)
1.1 项目融资的定义和相关概念	(1)
1.1.1 项目融资的定义	(1)
1.1.2 项目融资与相关概念	(3)
1.2 项目融资的融资框架	(7)
1.2.1 项目分析与评价	(10)
1.2.2 项目的资金结构	(10)
1.2.3 项目的投资结构	(10)
1.2.4 项目的资信结构	(10)
1.2.5 项目的融资结构	(10)
1.3 项目融资的运作过程	(11)
1.3.1 项目决策规划阶段	(11)
1.3.2 项目设计施工和运营维护阶段	(13)
1.4 项目融资的主要特点	(13)
1.4.1 项目融资的主要参与人	(13)
1.4.2 项目融资的贷款特点	(17)
1.4.3 项目融资的优缺点	(17)
1.5 项目融资的起源及应用	(19)
1.5.1 项目融资的起源	(19)
1.5.2 项目融资的应用	(20)
1.6 本书的组织结构	(21)
第2章 项目分析	(23)
2.1 概述	(24)
2.2 项目效益分析	(24)
2.2.1 确定条件下的现金流量分析	(24)
2.2.2 风险条件下的现金流量分析	(27)
2.3 项目投资决策方法	(29)

2.3.1 基于确定现金流的评价方法	(29)
2.3.2 基于风险考量的评价方法	(33)
2.3.3 考虑社会利得和成本的方法	(37)
2.3.4 贷款人的项目评价决策方法	(39)
2.3.5 项目投资决策方法的比较	(40)
2.4 项目风险分析	(43)
2.4.1 项目风险识别	(44)
2.4.2 项目风险评估	(45)
2.4.3 项目风险对策	(45)
2.4.4 项目风险对策的实施措施	(49)

第3章 项目资金结构

3.1 项目的资金结构	(53)
3.1.1 股权资金	(53)
3.1.2 高级债务资金	(54)
3.1.3 次级债务资金	(54)
3.2 资金来源及金融工具	(55)
3.2.1 短期资金市场	(55)
3.2.2 长期资金市场	(56)
3.2.3 借款人的资信评估	(57)
3.3 股权资金的筹集	(58)
3.3.1 以股权证书形式筹集股权资金	(58)
3.3.2 以股票形式筹集股权资金	(58)
3.4 债务资金的筹集	(60)
3.4.1 债务资金的设计	(60)
3.4.2 债券市场融资	(61)
3.4.3 辛迪加银团贷款	(68)
3.5 项目资金结构的设计	(72)
3.5.1 项目资金的股债比例	(73)
3.5.2 项目资金的币种组合	(74)
3.5.3 项目资金的投入时间	(75)
3.5.4 项目资金的筹集方式	(75)
3.5.5 项目资金的来源组合	(75)
3.5.6 项目资金结构设计应考虑的因素	(76)
3.6 案例分析——加拿大407公路项目融资	(78)

3.6.1	项目概况	(79)
3.6.2	项目资金结构	(80)
3.6.3	项目收入及其分配	(81)
3.6.4	贷款和债券的风险-回报	(82)
3.6.5	经验教训	(84)
第4章	项目投资结构	(86)
4.1	经济实体类型	(87)
4.1.1	有限责任公司	(87)
4.1.2	股份有限公司	(87)
4.1.3	合伙制	(88)
4.1.4	契约型组织	(89)
4.1.5	信托机构	(90)
4.1.6	经济实体的特点比较	(92)
4.2	投资结构的设计	(94)
4.2.1	投资结构的构成	(94)
4.2.2	单实体投资结构	(95)
4.2.3	双实体的投资结构	(98)
4.2.4	多实体的投资结构	(100)
4.3	投资结构设计的主要考虑因素	(103)
第5章	项目资信结构	(106)
5.1	项目资信的构成	(107)
5.2	项目的资产和收益	(108)
5.2.1	项目资产的特点	(108)
5.2.2	项目收益的特点	(109)
5.3	项目的合同结构	(110)
5.3.1	特许权协议	(111)
5.3.2	投资协议或股东协议	(111)
5.3.3	项目建设合同	(112)
5.3.4	项目运行维护合同	(112)
5.3.5	项目销售协议	(113)
5.3.6	供应合同	(114)
5.4	项目的资信增级	(115)
5.4.1	担保的概念及种类	(115)

5.4.2	项目担保人	(120)
5.4.3	项目融资的主要担保安排	(122)
5.4.4	其他的资信增级措施	(125)
5.5	项目资信结构设计的主要考虑事项	(127)
5.5.1	物的担保有其局限性	(127)
5.5.2	融资协议中的积极和消极保证条款	(127)
5.5.3	项目融资的主要资信基础	(128)
5.5.4	项目开发策略	(128)

第6章 项目融资结构

6.1	项目融资结构设计	(132)
6.1.1	项目融资结构设计的主要目标	(132)
6.1.2	项目融资结构设计的关键问题	(132)
6.1.3	项目融资结构的典型结构	(133)
6.2	项目发起人直接安排融资	(134)
6.2.1	统一安排融资并统一销售的融资结构	(135)
6.2.2	各自安排融资但统一销售的融资结构	(136)
6.2.3	统一安排融资但各自销售的融资结构	(137)
6.2.4	各自安排融资并各自销售的融资结构	(138)
6.2.5	直接融资的特点	(139)
6.3	项目发起人通过独立机构融资	(140)
6.3.1	利用项目公司安排融资	(140)
6.3.2	利用租赁公司安排融资	(142)
6.3.3	利用专用融资公司安排融资	(145)
6.4	基于不同资信基础的融资结构	(145)
6.4.1	以“产品支付”为基础的项目融资	(146)
6.4.2	以设施使用协议为基础的项目融资	(147)
6.4.3	以销售协议为基础的项目融资	(150)
6.4.4	以市场销售为基础的项目融资	(151)
6.5	融资结构设计应注意的事项	(152)
6.5.1	有限追索融资的实现	(152)
6.5.2	项目风险的分担	(153)
6.5.3	融资结构的整体优化	(154)
6.6	BOT/PPP 模式的项目融资	(154)
6.6.1	BOT 模式的基本概念	(154)

6.6.2	BOT 模式的主要优缺点	(155)
6.6.3	特许经营期的设计	(157)
6.6.4	收费设计	(160)
6.6.5	BOT 模式应注意的事项	(164)
第 7 章	电力项目融资	(167)
7.1	电力项目类型及融资主要考虑因素	(168)
7.1.1	电力项目的类型	(168)
7.1.2	电力项目融资的主要考虑因素	(171)
7.2	电力项目案例分析	(172)
7.2.1	中国广东省沙角 B 电厂	(172)
7.2.2	中国广西来宾 B 电厂	(176)
7.2.3	印尼 Paiton 电厂	(179)
7.2.4	巴基斯坦 Hub 电厂	(187)
第 8 章	交通项目融资	(193)
8.1	交通项目的主要特征	(194)
8.1.1	公路项目的主要特征	(195)
8.1.2	铁路项目的主要特征	(195)
8.1.3	机场项目的主要特征	(196)
8.2	交通项目融资的主要考虑因素	(197)
8.3	案例分析	(197)
8.3.1	四川省宜泸渝高速公路	(197)
8.3.2	北京地铁四号线	(201)
8.3.3	欧洲隧道工程	(208)
8.3.4	加拿大多伦多机场三号航站楼	(216)
第 9 章	水处理项目融资	(220)
9.1	水处理项目的主要特征	(221)
9.1.1	净水处理项目	(221)
9.1.2	污水处理项目	(224)
9.2	水处理项目案例分析	(225)
9.2.1	成都自来水六厂 B 厂	(225)
9.2.2	北京第十水厂 A 厂 BOT 项目	(232)
9.2.3	新加坡大士 (Tuas) 海水淡化厂	(235)

9.2.4 比利时布鲁塞尔北污水处理厂	(237)
第10章 其他项目融资	(241)
10.1 电信项目	(242)
10.1.1 电信项目的主要特征	(242)
10.1.2 案例分析: 澳大利亚-日本海底通信光缆项目	(243)
10.2 资源开采项目和石油/天然气管道项目	(244)
10.2.1 资源开采项目的主要特征	(244)
10.2.2 案例分析: 乍得-喀麦隆石油开发和输油管道项目	(245)
10.3 医院项目	(248)
10.3.1 医院项目的主要特征	(249)
10.3.2 案例分析: 澳大利亚长湾法庭医院和监狱医院项目	(249)
10.4 学校项目	(252)
10.4.1 学校项目的主要特征	(252)
10.4.2 案例分析: 新南威尔士州学校项目	(252)
10.5 其他建筑物类项目	(256)
参考文献	(259)

第 1 章 项目融资概述

任何项目的建设都需要资源，其中资金是最基本的资源，因为其他资源都可以用资金采购而获得。对如何为项目筹集资金的探讨从未间断。随着筹集资金的方式和使用的金融工具不断发展和创新，涌现出许多筹措项目资金的方式，其中最为突出的是项目融资（Project Financing 或 Project Finance）。

项目融资已获得了广泛的应用，特别是在基础设施项目建设中，为这类工程项目的建设运营做出了重要贡献。需要指出的是，项目融资仍然处在发展和创新的过程之中，学习和研究项目融资的理论和实践具有现实意义。

1.1 项目融资的定义和相关概念

1.1.1 项目融资的定义

项目融资的概念来源于实践，是通过对大量的融资实践进行抽象总结、提炼出其共性特征而形成的。因而，不同的人对“项目融资”的定义有所不同，但都是围绕项目融资的主要特征进行定义的。下面列举几个典型的项目融资定义。

Clifford Chance 法律公司（1997 年）在其编著的《项目融资》一书中写道：“‘项目融资’用于代表广泛的、但具有下述共同特征的融资方式：融资主要不是依赖项目发起人的资信或其有形资产，而是在相当大的程度上依赖于项目本身的效益，因此，债权人的收益与项目的可行性，以及对项目具有不利影响的潜在的敏感性因素紧密联系在一起”。这个定义明确地用总结项目融资共性特征的方式进行定义，它突出项目融资的两个主要特征：一是融资主要不是依赖于项目发起人^①的资信；二是债务的偿还依赖于项目本身的效益。

《美国财会标准手册》（1981 年）把项目融资看作是“对需要大规模资金的项目采取的金融活动。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，将项目资产作为抵押，而该项目实体的信用能力通常不作为重要因素来考虑”。该定义强调项目融资的下列两个主要特征：一是以项目资产作抵押，以项目收益还贷付息；二是项目实体本身的信用

^① 项目发起人的定义见 1.2.1 节。



不重要。在实践中,项目实体常常是为实施项目而专门成立的公司,没有任何历史信用记录,因而,其信用能力不作为重要因素来考虑。

中华人民共和国国家计划委员会和国家外汇管理局联合颁布的《境外进行项目融资管理暂行办法》(计外资[1997]612号)的第一条把项目融资定义为“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”,并强调项目融资应具有以下性质:“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”。虽然该定义也是以列举项目融资的主要特征的方式进行定义,但完全是针对中国当时的项目融资,不具有普遍性。例如:把项目融资的范围限定在“在境外筹措外汇资金”,而把国内资金市场排除在外;此外,所说的“境内机构”主要是指政府部门和国营企业,没有考虑私营企业。

P. K. Nevitt 和 F. Fabozzi 在其合著的《项目融资》(2001年,第7版)一书中,把项目融资定义为“贷款方在向一个经济实体提供贷款时,考察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作为贷款的抵押,若对这两点感到满意,则贷款方同意放贷”。该定义突出项目融资的两个要点:一是项目融资是以一个经济实体为主体安排的融资,而不是以项目发起人^①为主体;二是项目融资中偿还贷款的资金来源仅限于项目本身产生的现金流,如果进行清算,也只限于项目本身的资产。

项目融资还被定义为“是以项目的资产、预期收益或权益作抵押取得的一种无追索权或有限追索权的融资或贷款”。债权人的追索权是指债务人未能按期偿还债务时,债权人要求债务人以抵押资产以外的其他资产偿还债务的权利。理论上,债权人对项目发起人有不同程度的追索权,如完全追索、有限追索和无追索。在无追索权的融资情形下,贷款的清偿完全局限在抵押资产之上,如果该抵押资产不足以清偿全部贷款,债权人无权向债务人进行追偿。在有限追索权的融资情形下,除了抵押资产外,债权人还要求由债务人之外的第三方提供担保,如果该抵押资产不足以清偿全部贷款,债权人有权向担保人进行追偿,但不超过担保范围。一般只把无追索权和有限追索权的贷款看作是项目融资。因此,该定义强调项目融资的无追索权和有限追索权特征,即债务清偿只限定在所抵押的“项目的资产、预期收益或权益”或其他担保(如果有的话)。

综合上述5种定义,项目融资具有3个基本特征:一是项目融资是以一个经济实体为主体安排的融资,而不是以项目发起人为主体;二是项目融资中偿还贷款的资金来源仅限于项目本身产生的现金流;三是进行清算时,一般只限于项目本身的资产,如果有担保的话,一般不超过担保范围,是一种无追索权或有限追索权的融资。其基本思想是利用项目自身来筹集资金。

^① 项目融资中,项目发起人一般不是债务人。



1.1.2 项目融资与相关概念

为了更好地理解项目融资的基本概念,需要对“项目融资”与“筹集项目资金”、“结构性融资”、“公司融资”、“项目开发模式”、“抵押贷款”、“信用贷款”等几个术语或概念进行简要的区分。

1. 项目融资与筹集项目资金

“筹集项目资金”是指针对具体项目的一切融资活动,即筹集项目所需的资金。筹集资金的方法不限,其融资方式可能很单一,也可能很复杂,例如可以是公司融资,也可以是项目融资,也可以是二者的结合,因而可泛指为建设新项目、收购或改造已有项目或者债务重组所进行的融资活动,是为了项目去融资;而“项目融资”是指利用项目本身的未来收益来筹集该项目所需的资金,是利用项目来融资。由此可见,“筹集项目资金”包括“项目融资”。此外,项目融资只是项目债务资金的一种,是项目所需资金的一部分。本书所讨论的内容主要是“项目融资”,但为了对比,并不局限于严格定义的“项目融资”。

2. 项目融资与结构性融资

结构性融资(Structured Finance)不同于传统的融资,是针对具体情况进行特别设计的融资结构。主要是针对不同投资人的需求,混合运用债权(高级与低级、短期与长期)和股权(普通和从属)及其他的融资技术,控制信用风险的结构,解决一般融资方式难以解决的问题。结构性融资业务广义上包括资产证券化、项目融资和并购融资。项目融资是其中的一种。

3. 项目融资与公司融资

根据筹集资金的资信基础不同,筹集项目资金的方式可分为两种:一种是建立在项目发起人本身的资信基础上的公司融资(Corporate Finance);另一种是建立在项目资产及其预期收益基础上的项目融资。二者的主要区别可以通过一个例子来说明。

某项目总投资为100亿元,A公司决定与B公司和C公司一起合作开发,出资比例分别为A公司45%、B公司30%、C公司25%;项目利润按相应的出资比例分配,即A、B和C三家公司分别获得项目利润的45%、30%和25%。如果采用公司融资,则A公司需要出资45亿元、B公司需要出资30亿元、C公司需要出资25亿元。每家公司的资金可以是自有资金,也可以是贷款,或者二者的混合。如果是贷款,则公司负责还贷付息。当从项目中获得的收益不够还贷时,公司需要利用其他的业务(或项目)的收益来补足;进行清算时,如果项目资产不足以抵偿债务,则追索到公司的其他资产。以A公司为例,A公司的45亿元资金中部分是自有资金,部分是贷款资金,如图1-1所示。

如果采用项目融资,需要在三家公司之外成立独立经济实体(例如,项目公司),由该经济实体进行项目融资。假设项目的债股比为70:30,则需要70亿元外部贷款,30亿元股本资金,其中,A公司需要出资13.5亿元、B公司需要出资9亿元、C公司需要出资7.5亿

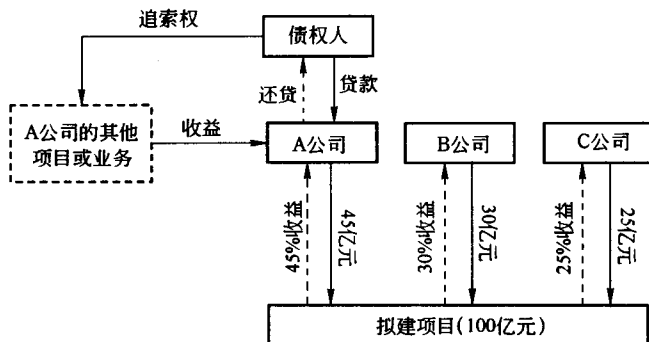


图 1-1 典型的的公司融资

元。每家公司的股本资金可以是自有资金，也可以是贷款（即以公司名义借款的公司融资），或者二者的混合。为了简化，这里假设股本资金都是自有资金。每家公司可以直接投资，也可以通过专门成立的子公司进行投资。为了简化，这里假设是直接投资。项目公司负责融资 70 亿元贷款，并承担还贷责任，以项目资产和预期收益作抵押，用项目的收益进行还贷付息，还贷盈余才能进行分红；进行清算时，清算范围限定在项目资产之内，不追索投资公司的其他资产，如图 1-2 所示。

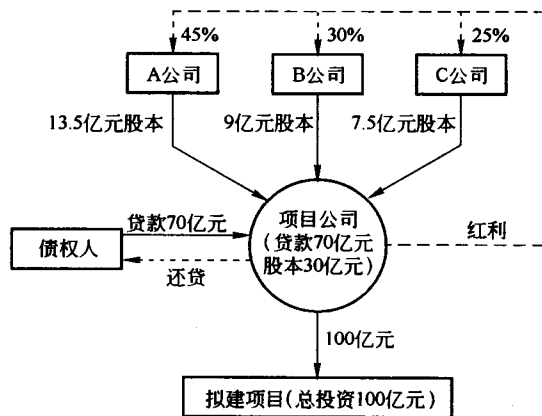


图 1-2 典型的项目融资

由上面的例子可以看出，公司融资与项目融资有很大的不同，具体表现在下列几个方面。

(1) 资信基础不同

公司融资是建立在公司资产负债表资信基础上的贷款。用公司融资方式为项目筹集资金时，贷款人的贷款对象是项目发起人（借款人），其贷款决策主要考虑借款人的资信状况（资产状况和信誉水平）；而拟建项目只作参考，主要是看如果该项目失败，是否影响公司



的还贷能力。因此,即使项目本身不能产生足够的现金流或者完全失败,只要借款人有足够的资金(例如,其他商业活动或项目产生的现金流)还本付息即可。项目融资是建立在项目的预期现金流基础上的贷款,债权人的债权清偿只能靠项目自身产生的现金流和项目实体的其他资产。用项目融资方式为项目筹集资金时,贷款人的贷款对象是为项目融资专门成立的项目实体(如项目公司),其贷款决策主要考虑项目本身产生现金流的能力和资产价值;项目发起人的资信状况只作为衡量资信担保的依据,起辅助参考作用。

(2) 追索程度不同

公司融资属于完全追索的融资,要求借款人在整个贷款期内承担完全清偿贷款的责任。借款人未按期偿还债务时,被清算的资产范围是借款人的全部资产,即不限于项目本身,可涉及项目资产以外的其他资产。项目融资一般是有限追索的融资,贷款人要求项目发起人在项目的出资以外,只承担有限的承诺,如完工担保等,被清算的资产范围只限于项目本身和项目发起人提供的担保,除此之外,不能涉及其他资产。无追索项目融资在实践中很少使用,被清算的资产范围完全限于项目资产本身,不涉及项目资产以外的任何资产。

(3) 债务比例不同

项目融资的对象是一个特定的项目,其资产较容易控制,项目公司的业务范围比较单一,管理相对较简单,资信评估相对简单;而公司融资的对象是一家公司,其资产较难控制,公司的业务范围较广,管理较复杂,资信评估较为复杂。因此,项目融资可以有较高的债务比例(一般70%以上),而公司融资一般不超过60%。进行公司融资时,银行对公司的债-值比有一定的要求,并根据公司的价值确定一个信贷限额;采用项目融资时,所借债务理论上不影响项目发起人的这一信贷限额。

(4) 会计处理不同

用公司融资方式筹集项目资金时,项目债务是项目发起人的债务的一部分,必须反映在资产负债表上。用项目融资方式筹集项目资金时,项目债务是项目公司的债务,反映在项目公司的资产负债表上,但是否反映在发起人的资产负债表上取决于发起人与项目公司的财务关系。一般的会计准则是:在一家公司的持股比例如果超过50%,那么该公司的资产负债表需要全面合并到该投资者自身公司的财务报表中;持股比例如果在20%~50%之间,那么需要在投资者自身公司的财务报表中按投资比例反映出该公司的实际盈亏情况;持股比例如果少于20%,只需在投资者自身公司的财务报表中反映出实际投资成本,无需反映任何被投资公司的财务状况。通过合理安排,发起人可实现资产负债表外融资。

(5) 风险分担不同

因追索程度不同,贷款人所承担的风险也不同。在公司融资中,贷款人承担的风险相对较小,主要承担借款人的资信风险(即破产风险),项目风险主要由借款人承担;而在项目融资中,项目风险由项目参与人分担,贷款人承担部分项目风险。由于所承担的风险不同,导致融资成本不同。根据风险与回报均衡的原则,项目融资比公司融资的融资成本高,其利



息率一般要比同等条件的公司融资利率高 0.3%~1.5%。此外,项目融资的成本还包括融资的前期费用,例如融资顾问费、项目评估费用、法律费用及承诺费。

(6) 资金控制程度不同

项目融资的贷款条件比公司融资要严格。在项目融资中,由于贷款人的追索权除了发起人提供的担保外,只限于项目的资产和收入,因此,贷款人对借款人的经营活动进行较为严格的控制:不允许项目公司经营项目以外的任何业务;要求对项目实体所签订的合同和协议有接管权,当项目由贷款人接管后,原项目实体所签订的合同和协议仍然有效;要求项目实体在贷款期内为项目购买一定的保险;等等。特别是对项目资金的控制,公司融资中一般只规定提取贷款的机制;但项目融资通常规定贷款直接支付给承包商或存入指定托管账户,而且对项目实体的账户设立和项目收入分配的优先顺序也都有具体规定,目的是在保证项目正常运营的前提条件下,最大限度地控制项目实体的现金流。

二者的差别可以列表对比,如表 1-1 所示。

表 1-1 项目融资与公司融资的比较

	项目融资	传统融资(公司融资)
资信基础	项目的资产和预期收益	借款人(发起人)的资信
追索程度	有限追索或无追索	完全追索
债务比例	杠杆比率高,债务比例可达 70% 以上	债务比例一般不超过 60%
会计处理	债务不出现在发起人的资产负债表上	债务出现在借款人的资产负债表上
风险分担	贷款人承担部分项目风险	贷款人只承担借款人的资信风险
资金控制	严格控制项目的现金流	不控制公司的现金流

4. 项目融资与抵押贷款和信用贷款

抵押贷款是指贷款人要求借款人提供一定的抵押品作为保证而发放的贷款。抵押品一般为易于保存和变卖的财产,如有价债券、商品的提单、房地产等。这些抵押品在进行贷款谈判时就已经存在,且其价值比较明确可靠。项目融资是“以项目的资产、预期收益或权益作抵押取得的一种无追索权或有限追索权的融资或贷款”。从该项目融资的定义可知,项目融资在实质上也是一种抵押贷款,只是抵押品比较特殊,是拟建项目的资产及其预期收益,在签订贷款协议时还不存在,具有较大的不确定性。由此可见,项目融资与抵押贷款类似。但项目融资与信用贷款不同,信用贷款是仅凭借款人的信誉,不需要提供抵押品而发放的贷款。

5. 项目融资与项目开发模式

任何私营企业参与或投资基础设施都以获利为目的,如何获得偿付(如果投资的话,如何收回投资并获得合理利润)决定了他们的参与方式。从获得偿付的时间来看,可以是在建设期内分期付款、在完工时一次或多次付清或者在运行期内分期获得偿付;从偿付依赖于项目收益的程度来看,可以是与项目收益无关、与项目收益部分相关或者完全依赖于项目收益。这两个方面可以形成 9 种组合,但是,有效组合只有 5 种,对应 5 类开发模式(或策