

张旭明 主编
刘则福

项目融资

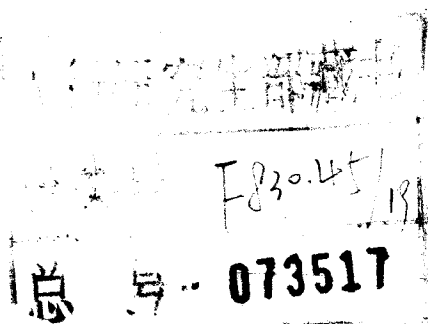
理论与实务

XIANGMU RONGZI LILUN YU SHIWU

中国经济出版社

项目融资理论与实务

张旭明 刘则福 主编



073517

中国经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

项目融资理论与实务/张旭明,刘则福主编. —北京:
中国经济出版社,1999.1

ISBN 7-5017-4360-6

I. 项… II. ①张… ②刘… III. 项目—融资 IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字

责任编辑:¹

封面设计:白冰

发行部门:68319286

邮购部门:68344223

中国经济出版社出版发行

(100037·北京市百万庄北街3号)

各地新华书店经销

中国人民解放军 9138 厂印刷

850×1168 毫米 1/32 14 印张 350 千字

1999 年 1 月第 1 版 1999 年 1 月第 1 次印刷

印数:0 001—4 000 册

ISBN 7-5017-4360-6/F·3330

定价:24.80 元

版权所有 盗版必究

序

项目融资,作为一种新型的融资方式,其雏形早在本世纪六、七十年代就已出现,真正兴起于八十年代,并在世界范围流行,八十年代中期被介绍到我国,首先在深圳沙角电厂应用,并获成功。它被认为是中国最早的一个有限追索的项目融资案例,也是中国第一次使用 BOT 融资方式兴建的基础设施项目。此后,1995 年 5 月国家计委正式批准广西来宾 B 电站采用 BOT 融资方式建设,标志着我国 BOT 融资方式进入正轨。深圳沙角电厂和广西来宾 B 电站项目的成功,使 BOT 方式在我国已成为项目融资的代名词。然而,正如该书所指出的,BOT 方式并不能涵盖项目融资的全部内容,只是项目融资的一种形式。

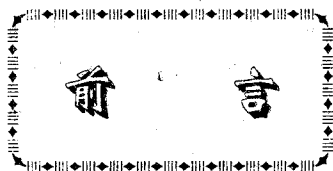
国家经济发展离不开基础设施。1995 年 9 月,中共中央通过了《关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》。为实现“九五”计划和 2010 年远景目标,国家要进行大规模的基础设施建设。基础设施是资金密集型行业,我国去年在基础设施方面的投资约合 600 亿美元。今年 2 月份,李岚清副总理在瑞士达沃斯世界经济论坛上宣布,中国未来三年内将在基础设施建设上投资 7500 亿美元。可见,我国经济高速增长,建设资金需求随之增长,资金供求矛盾日趋尖锐。目前,我国基础设施的投资除了政府财政拨给的有限资金外,主要依赖于传统的信贷融资方式,即商业银行信贷以及世界银行等国际金融机构的信贷支

持,但从现实情况看,仅靠这些资金难以满足我国基础设施项目的资金需求,必须拓宽融资渠道,利用多种融资方式,以开辟新的资金来源。项目融资就是这样一种有利于基础设施融资的新型融资方式,它与传统的公司融资方式不同,不是依赖公司的资产和信用、而是依靠项目本身的收益与未来现金流量作为融资的基础。项目融资有利于吸引国内外私人投资者参与基础设施项目建设投资,能使项目的参与各方在获得收益的基础上分担项目风险,并使项目运营效率提高。由于项目融资主要适用于资金密集型的基础设施项目,而且通常在东道国政府缺乏资金和技术的条件下采用,所以对于发展中国家来说更具重要的现实意义。

为进一步推动项目融资方式在中国发扬光大,张旭明、刘则福等几位同志根据自己多年的实践经验和理论学习,查阅和搜集大量国内外资料,分析和概括地总结中国项目融资的新情况、新问题,应时之需,主编出版了《项目融资理论与实务》这本书。该书的特点是以唯物辩证的方法吸收相关学科研究成果,强调中国国情,理论与实际结合,定性与定量结合,注意理论上的相关性和完整性,以案例为实证,突破传统,在体系上注意创新,内容新颖,有一定的深度和广度,介绍的方法实用。它可供大专院校有关专业师生参考,也可供投资机构、企业界和金融界经营管理实践者阅读。

郎荣荣

1998年7月20日



《项目融资理论与实务》从理论、实践和政策三个方面研究投融资项目的决策方法、筹资方式、建设实施和风险管理办法等内容。本书共十三章。第一章导论：根据项目融资和 BOT 方式在中国的实践，界定项目融资范畴和基本概念，介绍项目融资组织形式和运作流程；第二章至第八章，结合项目融资案例分析，着重阐明项目股本资金和债务资金以及准股本资金（如可转换公司债）的融入方式，系统地分析和介绍 BOT 方式、租赁融资和共同基金参与项目的途径；第九章着重探讨了项目融资结构与融资成本的关系，并据此对项目资金结构和融资方案的确定进行定性与定量分析；第十章至第十二章分别为：项目融资可行性分析、项目融资决策和项目融资实施，比较系统地介绍了项目融资的风险类型与防范措施、融资决策程序和决策方法，融资谈判的特性与技巧，以及项目投融资管理方法；第十三章项目融资法规，根据中国利用外资的实践，重点介绍了中国和某些典型国家与地区的外资法规和国际公约。

在编写本书过程中，我们力图遵循四个原则：一、在处理中外项目融资关系上，侧重介绍中国项目融资现状和发展，较准确地概括和总结项目融资在中国的新实践经验，揭示和分析项目融资进一步发展的障碍，并探索解决问题的思路，旨在抛砖引玉；二、在处理投资与融资关系上，把融资看成是项目投资的前提和重要组成

部分,以项目为中心安排融资,把项目资金主要地分为项目股本资金和债务资金,侧重介绍融资方式、融资方案的设计和选择技巧;三、在处理专用性和通用性关系上,侧重专用性。本书重点介绍和研究中国基础设施项目的融资方式和融资渠道问题,主要为对项目融资有兴趣的中国读者而编写的;四、在处理理论与实务的关系上,侧重介绍项目融资实践和政策法规,在坚持理论与实践相结合的基础上,突出可操作性。换言之,本书着眼中国特色,具有适用性、专用性和可操作性特点,还有一定的前瞻性。然而,由于编者水平、时间十分有限,本书缺点错误在所难免,恳请读者朋友指正。

借本书出版之际,我们真诚地感谢郎荣荣教授给予我们的指导,帮助和督促。他曾任北京市人民政府顾问、中国人民大学投资经济系主任十余年,现为中国投资学会副秘书长,中国人民大学博士生导师、教授,是国家级突出贡献专家。没有他的支持,本书难以顺利完成。本书由张旭明、刘则福主编。参加编写的有(按章次排序):张旭明第一、四、九章;吕民第二、三章;阳军第五、七、十章;刘兵第六章;刘则福第八、十一、十二、十三章。张朝明参加本书多数章节初稿修改工作。全书由张旭明负责指导并起草写作大纲,由刘则福统纂定稿。

主编

1998年6月6日

第一章

项目融资导论

第一节 项目融资概述

一、项目融资的定义

项目融资(Project Financing),作为一个金融术语,目前的认识尚没统一,但有两种主要观点。一种是只将具有无追索或有限追索形式的融资活动当作项目融资,持有这种观点的重要代表是北美洲金融界,可谓“项目融资窄派”;另一种则是把一切针对具体项目所安排的融资都称为项目融资,这种观点盛行于欧洲,算是“项目融资宽派”。

目前在中国,尤其是咨询业,对“项目融资”的认识,应归于“项目融资窄派”的观点,即只把有限追索或无追索性质的项目融资划归为项目融资的范畴。这也许是因为项目融资在中国登陆的时间比较短,BOT融资几乎成了“项目融资”的代名词以及中国大多数建设项目需要通过贷款来解决大部分资金。不过,本书所界定的项目融资范畴应归于“项目融资宽派”的观点,即把一切以项目为主体所安排的融资活动都纳入项目融资的范畴,理由如下:

1. 若把“项目融资”这个词拆开,“项目”和“融资”都是较常见的词语。先从项目的概念谈起。项目是指一项复杂的、具有相当规模 and 价值的、有明确目标的一次性任务或工作。如美国专家约翰·宾提出的在我国被广泛引用的观点:“项目是要在一定时间、在预算规定范围内,达到预定质量水平的一项一次性任务。”^①又如世界银行较著名的著作《农业项目的经济分析》指出:“项目就是花

^① 《项目管理》,中国工业科技管理大连培训中心编,企业管理出版社,1986年版。

费一定资金以获取预期收益的活动,并且应当合乎逻辑地成为一个便于计划、筹资和执行的单位。作为国家计划或农业发展规划中的一个单独实体,它是进行准备和执行的最小业务单位。它是一项有着特定起点和终点,特定目标的特殊活动。”^①由此可见:项目需要花费资金,项目融资是以项目为主体;项目是资金的载体,融资与投资都是围绕着项目进行的。没有项目,项目融资便无从谈起。

2. 对“融资”也应有一个明确的认识。据《现代汉语词典》,“融”有“融合”的意思,即“把几种不同的事物合成一体”。而“融资”指“融通资金”,即通过各种方式和各种渠道筹措资金并把不同来源的各种资金合成一体。项目资金的主要来源:一是项目自有资金,包括投资者投资认购的股份和在资本市场上发行股票获得的股本资金;二是项目债务资金,包括各种贷款和债券等。由此可见:贷款只是项目资金来源的一个重要方面,而并非是项目的唯一资金来源。贷款不大可能解决项目的全部资金需求,几乎没有一个项目是完全依靠贷款来建设的。因此,不能把项目融资与项目贷款融资划等号,换言之,项目贷款融资,无论是有限追索形式还是通过各种融资结构设计和信用安排所实现的无追索形式,都只能是项目融资的重要部分,但决非是项目融资的全部。

3. 石油、煤炭、采矿、钢铁、有色金属、森林、电力、以及市政基础设施建设等巨型项目和多数大型项目需要大量的资金投入,通常是依赖借贷资金来解决其中的大部分资金需求,这是事实。然而,还有一些大型项目和为数众多的中小型项目,并没有采用贷款来融资,这也是无争的事实。由此可见,不能把项目贷款方看成是“项目融资”必不可少的参与方。项目贷款方通常是项目融资的重要参与者,而不是必不可少的参与者。

^① 世界银行 JJ·普赖斯,中国财经出版社,1986 年版。

4. 项目融资区别于传统的企业筹资,其主要表现为:在项目融资中,项目未来的净现金流量和项目本身的资产价值为项目债务资金(如银团贷款)提供偿还保证;而企业筹资主要取决于企业本身的资信能力、企业信用评级、企业的经营历史和财务现状,而把企业所投资的具体项目的认识与控制放在不重要的位置上。同时,项目融资又明显地区别于传统的贷款方式。这主要表现为:在传统的贷款方式下,贷款银行注重项目投资者(借款人)本身的信用,将资金贷给项目投资者并要求其提供担保,因而,项目投资者除了以项目收益偿还贷款外,有时还必须以其他经营收入或资产来偿还贷款本息,但贷款银行一般不参与借款人的日常经营管理;在项目融资方式下,通常是项目投资者以股东身份组建项目公司,银行直接贷款给项目公司,偿还贷款本息的责任由项目公司而非项目投资者承担。项目的投融资风险由项目的参与各方(包括贷款银行)共同承担,项目投资者的风险仅限于其在项目中的投资额,因而,项目贷款银行派自己的项目管理专家参加项目公司的日常管理工作,协助控制和管理项目风险,并通过专设的保管帐户监控现金流量的进出,以实现稳定的现金流量和收入。项目的贷款银行参与项目管理工作,直至其贷款本息基本偿还为止。

项目融资,是指为特定项目所安排的融资,即为项目融合资金,也就是为了一个特定项目的开发建设,或更新改造,或收购兼并,采用各种方式、通过各种渠道吸收和筹措资金的活动。因而本书所讨论的项目融资重点是指一切针对具体项目所安排的融资活动。

二、项目公司

项目融资是以项目预期现金流量为其债务资金(如银行贷款)的偿还提供保证的,换言之,项目融资用来保证项目债务资金偿还的资金来源主要依赖于项目本身的经济强度,即项目未来的可用

于偿还债务的净现金流量和项目本身的资产价值。是否采用项目融资方式融资取决于项目公司的能力。通常为一个项目单独成立的项目公司采用项目融资方式筹资。

项目公司是根据项目发起方之间的合资协议或股东协议由项目投资者共同投资组建的。项目公司的设立应严格遵守国家有关法律如《公司法》的规定,因而项目公司是独立的法律实体,是与公司股东完全分离的独立的公司法人。因此,项目公司拥有一切公司资产和处置资产的权利,并且承担一切有关的债权债务。项目投资者通过持股拥有公司,并依拥有的股份或出资额享受相应的权力和承担有限责任。投资者的最大责任被限制在已支付的股本资金以及已认购的但尚未支付的股本资金之内。

1. 项目公司资金来源

项目公司是独立的法律实体,因而可将项目公司视为独立核算的会计主体,则该项目的融资结果体现为项目公司资产负债表上的各种债务资金和股本资金的金额、期限、成本及比例结构,有时还需加上未作评估的特定项目的各种无形资产价值。项目公司股本资金来源于项目投资者根据合资协议直接投入的资金或认购的股份额,以及发行项目公司股票募集的股本金等;项目公司债务资金来源于项目贷款融资、项目债券融资和票据融资等。

值得指出的是,实际存在但未作定量评估的无形资产,是项目融资中出现无追索或有限追索现象的经济本质。一般情况下,这部分无形资产价值应视为项目发起方的自有资金。在非法人式项目合作过程中,这一点容易被忽视。例如,在 BOT 项目的实施过程中,往往需要得到政府在政策和行政上的支持,对后勤供应的保证,对项目收入的保证,直接贷款和股本投入,同时还要求政府能给予外汇兑换的方便,对通货膨胀的项目损失能给予补偿等等,其实质是政府在政策或法律上给予的垄断经营权、设施利用权及其他能带来特殊利益的无形资产。这些无形资产,在 BOT 项目合作

中,往往不进行估值入股,从而使人感到举办国获得了许多“额外的利益”,获得了无追索或有限追索的“便宜贷款”。因此,在 BOT 项目融资中,仍应对无形资产价值进行或粗或细的评估,以有利于在互惠互利的基础上使项目融资获得成功。

2. 项目公司融资与企业融资

市场经济条件下,企业欲获得资金,除了靠企业自身的自我积累外,无非有两种方式:一是间接融资,即企业通过银行信贷融资;二是直接融资,即企业通过资本市场发行债券或股票融资。到 1996 年底,我国企业通过发行股票和企业债券共筹资(1996 年底期末额)约有 5800 亿元(其中企业债券期末未偿额约 600 亿元,从 1986 年到 1996 年底实际发行企业债券总量为 2064 亿元),1996 年底我国企业通过银行获取的融资额约有 59204 亿元,两项合并总量约为 6.5 万亿元,由此可见,目前我国企业直接融资占到全部融资量的 9% 左右,企业通过银行间接融资约占到全部融资量的 91%。

项目投资者根据股东协议组建项目公司,通过项目公司为项目建设和运营进行筹资,其具体的融资方式多种多样,而总的融资结构也可以划分为项目公司间接融资和直接融资,在这一点上,项目公司融资与传统的企业融资相同。但是,项目融资与传统的企业融资相比,有其特点,如下:

(1)项目融资以融资建设一个具体的项目或收购一个已有的项目为出发点,以项目为导向;企业融资则以一个企业的投资和资金运动需要为出发点。

(2)在项目融资中,项目债务资金提供者主要关心项目本身的经济强度、效益前景、战略地位等,因为项目融资中的项目债务资金的偿还保证依赖于项目本身的资产价值和项目预期净现金流量;而在企业融资中,项目债务资金提供者主要关心企业资信、偿债能力、获利能力和企业管理当局经营管理能力。

(3)项目融资比一般的企业融资,需要更大的、更集中的资金量、更长的占用周期。

长期以来,交通、能源等基础设施落后,一直是我国经济发展的“瓶颈”。发展基础设施需要大量长期投资资金,仅靠我国政府和公司通过传统的投资和对外借款渠道远远不能满足需求。项目融资在我国金融市场上的产生和发展,并越来越受到各界重视,是适应社会经济发展形势、促进大型项目筹资的需要。

项目融资作为为项目,尤其是为大型工程项目筹集资金的金融工具,如何为项目发起者提供完整的融资参考思路,是本书试图解决的主要问题。围绕这一主题,着重阐述以下内容:一是组建项目法人、筹集项目资本金的法律组织形式及筹资渠道;二是筹措各种债务资金的渠道和主要方式;三是进行项目可行性分析、项目融资决策和实施的重点问题。

三、项目融资中的基本概念

1. 融资主体

项目融资与项目投资相辅相成,对立统一。要进行项目投资,首先需要筹集资金;而进行项目融资的目的是投资建设项目。融资主体和投资主体往往是同一的,有时称为投融资主体,融资和投资活动,合称为投融资活动。

经济体制改革以前,我国项目的投融资主体只有政府一家,与其相适应的融资方式也只有财政税收一种,融资主体划一,融资方式单调。经济体制改革以后,多元融资主体出现,有中央政府融资主体、地方政府融资主体、公司融资主体及外国融资主体。各融资主体既可以独立融资,也可以联合融资,构成了多元化、多层次的融资主体结构。与融资主体相适应的融资方式也不再单一,有财政税收、公司自有资金、银行信用、股票、债券和利用外资方式,其中政府融资主体可以利用的融资方式有财政税收、通过发行各类

债券实现的财政信用及举借外债；公司融资主体可利用的融资方式有自有资金、银行信用、发行股票债券和利用外资；外国融资主体融资方式就更是多种多样。

经济体制改革后项目融资总额不断上升，但财政预算内融资占全社会项目融资的比重逐年下降。由于融资主体多元化，中央财政与其它融资主体走联合融资的道路，使项目融资得到迅猛发展，有力地促进和保证了大型工程项目的建设。

2. 资本金和债务资金

融资方式尽管多种多样，但一个项目的总投资，基本上可分为资本金融资和债务资金融资两部分，有时也有资产负债表以外的资产资金。

资本金是指在项目融资总额中，由投资者认缴的出资额，是项目法人在工商行政管理部门登记的注册资金，对项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的还本和付息的责任。为了建立风险约束机制、提高投资效益、明确产权关系、界定有限责任，国务院决定，从 1996 年开始，对各种经营性投资项目，试行资本金制度，投资项目必须首先落实资本金才能进行建设。

通过吸收直接投资、发行股票等方式筹集的资本金属于项目法人的所有者权益。这部分资金不用还本，因而也称之为自有资金。

债务资金是项目法人从银行或资金市场筹措的债务性资金，是其所承担的能以货币计量、需以资产和劳务偿付的责任与义务。

通过发行债券、借贷、融资租赁、延期付款等方式筹集的资金属于债务资金，到期要还本付息，所以称之为借入资金。

项目投资总额中资本金与债务资金所占比例，属于资金结构问题。

3. 融资渠道与融资方式

融资渠道是指项目资金的来源，融资方式是指项目法人取得

资金的具体形式。资金从哪里来和如何取得,既有区别又有联系。一定的融资方式,可能只适用于某一特定的融资渠道,但同一渠道的资金,往往可采用不同方式取得,而同一融资方式又往往可适用于不同的资金渠道。

目前我国项目投资的资金来源渠道主要有:(1)财政资金;(2)银行资金;(3)非银行性质的金融机构的资金;(4)公共团体基金;(5)外商资金。

目前项目融资的方式主要有:(1)吸收投资;(2)发行股票;(3)发行债券;(4)银行借款;(5)融资租赁;(6)BOT;(7)组织产业基金。

4. 融资结构与资金成本

项目法人有多种融资方式,它们的资金成本各不相同。每个项目都要研究全部资金中各种资金的构成问题。不同的资金结构,对项目法人的风险、报酬及能否及时融入所需资金有不同的影响。一旦项目经营失败,债务资金比资本金优先得到偿付,也就是说无需专门法律手续,资本金即自动对债务资金起担保作用。但有限责任制,又使债权人对投资者的追索,仅限于投资者认缴的注册资本;对项目法人的追索仅限于项目法人的全部资产。

根据我国现有政策法规规定,外商投资项目要求资本金占总投资的比例为40%;国内投资项目,交通运输、煤炭项目,资本金比例为35%及以上;钢铁、邮电、化肥项目,资本金比例为25%及以上;电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸及其他行业的项目,资本金比例为20%及以上。

项目法人的股东和债权人等投资者投放于项目都是为了获得满意的报酬。因此,所有项目融入资金均是有成本的。所谓资金成本是指项目法人取得并使用资金所必须支付的费用。从投资者的角度来看,资金成本也就是投资者的报酬。资金成本与投资者报酬是同一事物的两个方面。