





# 高等教育工程造价专业“十三五”规划系列教材 建设委员会

主 任 张建平

副主任 时 思 卜炜玮 刘欣宇

委 员 (按姓氏音序排列)

陈 勇 樊 江 付云松 韩利红

赖应良 李富梅 李琴书 李一源

莫南明 屈俊童 饶碧玉 宋爱苹

孙俊玲 夏友福 徐从发 严 伟

张学忠 赵忠兰 周荣英



# 序

21 世纪，中国高等教育发生了翻天覆地的变化，从相对数量上看中国已成为全球第一高等教育大国。

自 20 世纪 90 年代中国高校开始出现工程造价专科教育起，到 1998 年在工程管理本科专业中设置工程造价专业方向，再到 2003 年工程造价专业成为独立办学的本科专业，如今工程造价专业已走过了 25 个年头。

据天津理工大学公共项目与工程造价研究所的最新统计，截至 2014 年 7 月，全国约 140 所本科院校、600 所专科院校开设了工程造价专业。2014 年工程造价专业招生人数为本科生 11 693 人，专科生 66 750 人。

如此庞大的学生群体，导致工程造价专业师资严重不足，工程造价专业系列教材更显匮乏。由于工程造价专业发展迅猛，出版一套既能满足工程造价专业教学需要，又能满足本、专科各个院校不同需求的工程造价系列教材已迫在眉睫。

2014 年，由云南大学发起，联合云南省 20 余所高等学校成立了“云南省大学生工程造价与工程管理专业技能竞赛委员会”，在共同举办的活动中，大家感到了交流的必要和联合的力量。

感谢西南交通大学出版社的远见卓识，愿意为推动工程造价专业的教材建设搭建平台。2014 年下半年，经过出版社几位策划编辑与各院校反复地磋商交流，成立工程造价专业系列教材建设委员会的时机已经成熟。2015 年 1 月 10 日，在昆明理工大学新迎校区专家楼召开了第一次云南省工程造价专业系列教材建设委员会会议，紧接着召开了主参编会议，落实了系列教材的主参编人员，并在 2015 年 3 月，出版社与系列教材各主编签订了出版合同。

我认为，这是一件大事也是一件好事。工程造价专业缺教材、缺合格师资是我们面临的急需解决的问题。组织教师编写教材，一是可以解教材匮乏之急，二是通过编写教材可以培养教师或者实现其他专业教师的转型发展。教师是一个特殊的职

业——是一个需要不断学习更新自我的职业，也是特别能接受新知识并传授新知识的一个特殊群体，只要任务明确，有社会需要，教师自会完成自身的转型发展。因此教材建设一举两得。

我希望：系列教材的各位主参编老师与出版社齐心协力，在一两年内完成这一套工程造价专业系列教材编撰和出版工作，为工程造价教育事业添砖加瓦。我也希望：各位主参编老师本着对学生负责、对事业负责的精神，对教材的编写精益求精，努力将每一本教材都打造成精品，为培养工程造价专业合格人才贡献力量。

中国建设工程造价管理协会专家委员会委员  
云南省工程造价专业系列教材建设委员会主任

张建平

2015年6月

# 前 言

工程项目融资是一个新兴的专门领域和一种融资方式，它的形式多样、涉及面广，具有国际性和专业性。项目融资已经广泛应用于大型工程项目，尤其是基础设施项目和资源开发类项目。它作为一种重要的资金筹集手段，在国内外已有很多成功的实践范例。项目融资的理论研究也在不断走向成熟，它是工程管理人员应该掌握的新型筹资方式。

“工程项目融资”是一门具有很强理论性、综合性和实践性的课程，是工程管理专业学生的学科基础必修课，是教育部、住房和城乡建设部有关教学指导委员会所指定的工程管理专业的专业课程，国内工程管理或项目管理类专业大多开设了这门课程。但工程项目融资是一个复杂的系统工程，它作为一门交叉学科与专门实践领域，涉及较多公司组织、金融、风险与保险等知识，在课程教学中老师常感觉内容多、授课学时短，学生难以较好地理解。本教材主要是针对工程管理专业人才知识结构、综合素质和管理能力培养的需求编写的，编者从多年的教学实践中总结出本书的内容，从项目融资的四个框架结构出发来组织本书的编写，便于学生接受，以达到易教易学的效果。

本教材主要介绍工程项目融资的概念与相关内容，并从项目融资四个基本模块出发介绍了项目投资结构、资金结构、融资结构和信用担保结构所涉及的主要内容。全书共 10 章，第一、二章介绍工程项目融资概述与组织结构；第三章涉及项目的投资结构内容，介绍项目融资的投资结构类型及投资结构设计需考虑的因素；第四、五章涉及项目的资金结构内容，介绍项目融资的方式、渠道和资金结构的优化选择；第六、七章涉及项目的信用担保结构内容，介绍项目融资的风险与保险；第八、九章介绍项目融资的基础模式与现代模式，为项目融资结构确定了基础；第十章介绍项目融资的典型案例分析。本教材利于组织教学内容，各部分后均加入了典型案例及其分析，使学生对掌握工程项目融资的内容有明晰的思路，对工程项目融资的方法和融资模式有较好的把握。

本教材由昆明理工大学孙玉梅担任主编，由昆明理工大学刘亚丽担任副主编。教材共分

10章，由孙玉梅提出总体思路、框架及详细编写计划，最后统稿完成。全书编写分工为：昆明理工大学孙玉梅编写三~十章，云南大学滇池学院容丽晖编写第一、二章，昆明理工大学刘亚丽参与了第八~十章案例部分的编写，云南农业大学程静参与了第九、十章案例的编写。

本教材在编写过程中，参阅了大量的相关教材，引用了同行专家、学者论著的有关资料，在此表示衷心的感谢！同时，感谢西南交通大学出版社的吴迪和宋彦博编辑对本教材的支持与帮助！

本书可作为高等院校本科生及高职本科生的教材，主要定位于工程管理、工程造价专业的学习，使学生系统学习项目融资的内容和方法，为以后从事项目管理、项目筹资、项目贷款工作奠定基础。本书也可作为建筑经济管理、土木工程等专业选修课程的教学用书，还可供项目建设各方的管理人员与工程技术人员业务学习使用。

本教材编者致力于向读者奉献一本既有一定理论价值又有较高使用价值的教科书，但由于编者的学术水平有限和实践经验不足，加之时间仓促，书中难免有疏漏和不足之处，恳请各位读者批评指正，以使此书不断完善。

**编者**

2016年4月



# 目 录

第 1 章 项目融资概述	错误！未定义书签。
1.1 项目融资的概念	错误！未定义书签。
1.2 项目融资与公司融资	错误！未定义书签。
1.3 项目融资的优势及适用范围	错误！未定义书签。
1.4 项目融资的发展	错误！未定义书签。
复习思考题	错误！未定义书签。
第 2 章 项目融资的组织与框架结构	错误！未定义书签。
2.1 项目融资的参与者	错误！未定义书签。
2.2 项目融资的运作阶段	错误！未定义书签。
2.3 项目融资的结构框架	错误！未定义书签。
2.4 案例：分析深圳沙角 B 电厂项目融资的四个框架结构	错误！未定义书签。
复习思考题	错误！未定义书签。
第 3 章 项目融资的投资结构	12
3.1 项目的投资结构设计	12
3.2 股权式投资结构	17
3.3 契约型投资结构	22
3.4 合伙制结构	28
复习思考题	32
第 4 章 项目融资方式与渠道	错误！未定义书签。
4.1 权益资本的融资方式	错误！未定义书签。
4.2 债务资本的融资方式	错误！未定义书签。
复习思考题	错误！未定义书签。
第 5 章 资金成本与资本结构决策	错误！未定义书签。
5.1 项目融资的资金构成及资金结构	错误！未定义书签。

5.2	资金成本	错误! 未定义书签。
5.3	资金结构的优化选择	错误! 未定义书签。
	复习思考题	错误! 未定义书签。
<b>第 6 章</b>	<b>项目融资的风险及保险</b>	<b>错误! 未定义书签。</b>
6.1	项目融资风险的分类	错误! 未定义书签。
6.2	项目融资的风险及管理	错误! 未定义书签。
6.3	项目保险	错误! 未定义书签。
6.4	项目融资对政治风险管理的例证	错误! 未定义书签。
	复习思考题	错误! 未定义书签。
<b>第 7 章</b>	<b>项目融资的担保</b>	<b>错误! 未定义书签。</b>
7.1	项目融资担保及项目担保人	错误! 未定义书签。
7.2	项目融资的物权担保	错误! 未定义书签。
7.3	项目融资的信用担保	错误! 未定义书签。
	复习思考题	错误! 未定义书签。
<b>第 8 章</b>	<b>项目融资模式基础</b>	<b>错误! 未定义书签。</b>
8.1	项目融资模式设计的原则	错误! 未定义书签。
8.2	项目融资模式的基本种类	错误! 未定义书签。
8.3	产品支付融资模式	错误! 未定义书签。
8.4	杠杆租赁融资模式	错误! 未定义书签。
8.5	设施使用协议融资模式	错误! 未定义书签。
	复习思考题	错误! 未定义书签。
<b>第 9 章</b>	<b>项目融资现代模式</b>	<b>错误! 未定义书签。</b>
9.1	BOT 项目融资模式	错误! 未定义书签。
9.2	ABS 项目融资模式	错误! 未定义书签。
9.3	PPP 项目融资模式	错误! 未定义书签。
	复习思考题	错误! 未定义书签。
<b>第 10 章</b>	<b>项目融资案例</b>	<b>错误! 未定义书签。</b>
10.1	上海大场自来水处理 BOT 项目融资	错误! 未定义书签。
10.2	广西来宾 B 电厂 BOT 项目融资	错误! 未定义书签。
10.3	泉州刺桐大桥 BOT 项目融资	错误! 未定义书签。
10.4	马来西亚南北高速公路 BOT 项目融资	错误! 未定义书签。

10.5 英法海底隧道..... 错误！未定义书签。

复习思考题..... 错误！未定义书签。

参考文献..... 错误！未定义书签。

## 第3章 项目融资的投资结构

项目融资中的投资结构是指项目单位的组织结构，即项目的资产所有权结构，主要包括项目实际投资者对项目资产权益的法律拥有形式和项目投资者之间的法律合作关系。项目投资结构对项目融资的组织和运行起着决定性的作用，项目发起人在项目融资之前必须明确采用何种投资结构，尤其是存在多个发起人的情况下，必须选择合理的项目投资结构。一个在法律上结构严谨的投资结构是项目融资得以实现的前提条件。

本章涉及项目融资的投资结构问题，介绍了三种最常见的投资结构的形式，讨论了选择项目投资结构设计时应考虑的因素。在这一章里，我们重点介绍了股权式投资结构、契约型投资结构的主要特点，及这两种结构的优缺点，并运用案例对这两种结构在项目中的运用进行了分析，还简要介绍了合伙制结构的特点及优缺点。

### 3.1 项目的投资结构设计

由于融资项目大多具有资金需求量大、项目周期长、风险程度高等特点，单一投资者往往难以具备项目的投资、筹资和承担项目风险的能力，因此有必要由多个主体共同投资建设，共同承担风险，形成互补性效益，利用不同投资者的信用等级和所在国的优惠政策吸引项目贷款。项目的实际投资者往往不止一个，这就产生了项目的投资结构问题。这一问题是进行项目融资结构设计的一个重要方面。

#### 3.1.1 项目投资结构设计概念

所谓项目投资结构设计，是指在项目所在国的法律、法规、会计、税务等外在客观因素的制约下，寻求一种能够最大限度地实现各投资者投资目标的项目资产所有权结构。由于融资项目通常有两个以上的投资者，因此项目投资各方的权益协调也是投资结构设计的重要考虑因素。项目投资者在投资结构设计中所考虑的投资目标通常不仅仅只是利润目标，而往往是一组相对复杂的综合目标集，既包括投资者对融资方式和资金来源等与融资直接相关的目标要求，也包括投资者对项目资产的拥有形式、对产品分配、对项目现金流量控制、对投资者本身公司资产负债比例控制等与融资间接相关的目标要求。

通常，采用项目融资方式筹集资金的项目可以是单一投资者全资拥有的项目，也可以是由多个投资者组成的合资结构所拥有的项目。近年来，采用项目融资方式的项目结构越来越多地体现出一个趋势，即项目是由具有互利的目标、能力和资源的多个投资者组成的合资集团共同开发、拥有和控制的。

投资者选择联合投资往往是出于以下几点考虑：

(1) 共同投资，共担风险。采用项目融资方式筹集资金的项目多为基础设施项目或资源开发性项目，这些项目一般资金占用量大、投资回收期长，其投资规模往往超过任何一个投资者的筹资能力；而且该类项目受政治性因素或国际市场周期性波动影响大，使得任何一个投资者都很难全面承担起项目的风险。如果由多个投资者共同投资，不仅可以大大提高筹资能力，项目的风险也可以由所有的项目参与者共同承担。

(2) 充分利用不同背景投资者之间具有的互补性效益。参与融资项目投资的各方追求的目标不同，其自身条件和背景也不同，这样就可充分利用各投资者的优势提高项目成功的可能性和综合效益。例如，有的投资者可为项目提供长期稳定的市场，有的拥有资源，有的可以提供技术和管理技能，如果这些投资者联合投资，将为确保项目成功提供各种条件。再如，投资者到一个不熟悉的国家去投资，如果有一个了解当地情况的公司作为合作伙伴，无疑将会提高投资成功的机会。

(3) 利用不同投资者的信誉等级吸引优惠的贷款条件。投资者之间不同优势的结合可以为项目争取到较为有利的贷款条件。例如，有的投资者具备较好的生产、管理和财务资信，可以构成对项目融资有力的信用支持，从而有可能在安排项目融资时获得较为有利的贷款条件，包括贷款利率、贷款期限、贷款限制等方面的优惠。

(4) 充分利用各合资方国内的有关优惠政策。各国税法规定的内容不尽相同，但可以通过在合资企业中作出某种安排使其中一个或几个投资方可以充分利用项目可能带来的税收优惠，而后以某种形式将这些优惠和利益与其他投资方分享，提高投资者的实际投资收益。

### 3.1.2 项目投资结构设计时应考虑的主要因素

由于项目投资结构设计既要考虑投资者对项目风险隔离、现金流量控制等方面的要求，又要结合项目本身的特点及各参与方的特点和要求来进行，因此项目投资结构设计往往是一个考虑多个目标、平衡各方利益得失的复杂过程，而且，在投资结构的设计过程中，往往要经过反复的交流、修正、调整才能形成大家都接受的方案，从而增加了项目投资结构设计的难度和复杂性。项目投资结构设计的复杂性往往决定了每一个融资项目的投资结构都有其特殊性，但在投资结构设计时也有一些规律可以遵循。通常在选择项目投资结构时，应考虑如下一些主要影响因素。

#### 1. 项目风险分担和项目债务隔离程度的要求

实现融资的有限追索是采取项目融资方式的一个基本出发点。在设计项目投资结构时，必须考虑如何根据各项目参与方的特点和要求来实现项目风险的合理分配，同时要努力使项目的债务追索性质和强度符合项目投资者的要求。通常，项目投资者期望实现的目标收益率

和其承担的风险是紧密相关的，因此各个投资者往往由于其背景、投资目标和对项目融资的具体要求不同，可能会对投资结构提出不同的要求。投资结构的设计必须经过不断的修正和调整，最大限度地满足各投资者的要求。例如：如果项目发起人愿意承担间接的风险和责任，则多偏好于有限责任公司的投资结构；而如果投资者有能力且愿意承担更多的风险和责任，以期获得更大的投资回报的话，则可能会选择契约型的投资结构。

## 2. 补充资本注入的灵活性要求

由于融资项目所需资金数额巨大、项目风险种类较多且风险较一般项目要大，而且融资项目的债务股本比例一般较高，因此当项目遇到经营困难时，往往难以通过其他方式筹集资金，只能通过补充资本的形式来满足资金需求。融资项目要求注入补充资本的可能性大小和数额多少往往取决于项目性质、项目的投资等级、经济强度等因素。如果投资项目具有较高的经济强度，则要求注入补充资本的可能性不大；反之，在设计项目投资结构时，就要格外重视这一问题。因此，当项目要求注入补充资本的可能性较大时，一般倾向于选择公司型投资结构；而如果项目出现财务困难的概率较小，则可能会偏向选择契约型投资结构。

## 3. 对税务优惠利用程度的要求

充分利用合理的项目税务结构来降低项目的投资成本和融资成本是国际投资活动的一个重要特点，因此税务问题是设计项目投资结构和融资结构时需要考虑的一个重要问题。同时，税务结构问题也是投资结构设计中需要考虑的最为复杂的问题之一。许多国家的税法中都有规定，不同公司之间的税收在某些特定条件下可以合并、统一纳税。在项目投资结构设计时，可以设法用一个公司的税务亏损去冲抵另一个公司的盈利，从而降低其总的应缴税额，提高其总体的综合投资效益。

不同的项目投资结构往往关系到投资者能否合理有效地利用融资项目的税务亏损问题。例如：在有限责任公司投资结构中，项目公司是纳税主体，其应纳税收入或亏损以公司为单位计算，较难实现税务冲抵；在契约型的投资结构中，项目资产由投资者分别直接拥有，项目的产品也由投资者直接拥有，销售收入直接归投资者所有，投资者可以自行决定其纳税收入问题，这就为冲抵税务亏损提供了可能。

## 4. 财务处理方法的要求

项目的投资结构不同，其财务处理方法往往也存在差异。这种差异主要体现在两个方面：一是财务资料的公开披露程度；二是财务报表的账务处理方法。

按照各国公司法、证券法等相关法律法规规定，股份公司要承担信息公开披露的责任和义务，因此如果投资者不愿意将项目资料公布于众，则可能会对有限责任公司尤其是股份公司投资结构持谨慎态度。而且按照各国相关法律规定，采用不同的投资结构，或者虽然投资结构相

同，但是采用不同的投资比例，往往会影响项目的资产负债情况是否反映在投资者自身的财务报表上以及其反映的方式，这也就对投资者的资产负债情况带来不同的影响。因此，在设计项目投资结构时，应注意对投资结构作适当的会计处理。

对契约型投资结构而言，不管投资比例大小如何，该项投资全部资产负债损益状况都必须在投资者自身的公司财务报表中全面反映出来。而对于有限责任公司投资结构而言，情况往往比较复杂，大致可以分为三种情况进行不同的账务处理：

第一，如果投资者在一个项目公司中持股比例超过 50%，此时投资者被认为拥有被投资公司的控制权，该项目公司的资产负债表需要全面合并到投资者自身公司的财务报表中去，以达到全面真实地反映该投资者财务状况的目的。

第二，如果投资者在一个项目公司中持股比例介于 20%~50%，此时投资者对公司没有控制权，不存在合并财务报表的问题。但由于投资者在项目公司中持股比例较大，对公司的决策可以起到很大的影响，因此应在投资者自身的财务报表中按投资比例反映出该项投资的实际盈亏情况。

第三，如果投资者在一个项目公司中持股比例低于 20%，则其对项目公司的决策影响有限，所以只要求在其自身的财务报表中反映出实际投资成本，而不需要反映任何被投资公司的财务状况。

由于投资比例会影响账务处理上的差异，因此投资者应根据实际要求在项目投资结构设计时合理确定投资比例，以实现其对账务处理的要求。假如投资者不希望将新项目的融资安排反映在自身的财务报表上，同时又不失对项目的实际控制权，就需要小心处理投资者在项目公司中的投资比例。反之，如果投资者尽管在一个项目中所占比例较小，但仍希望能够将其投资合并进自身的资产负债表中以增强公司的形象，则可适当选择合伙制投资结构。

## 5. 产品分配形式和利润提取的难易程度

项目投资者参与项目的投资、开发、建设往往以获取一定的经济目标为目的，这种经济目标可能是直接的项目产品，也可能是分得的项目利润。项目的特点和投资者自身的情况不同，对项目产品的分配形式和利润提取方式也会有不同要求。为了适应投资者在此方面的要求，在投资结构设计时往往要考虑以下两个方面：

一方面，投资者不同背景的影响。通常，不同的投资结构对利润的提取形式有不同的规定。如在有限责任公司投资结构中，由项目公司统一对外销售、统一结算、统一纳税，在弥补项目经常性支出和资本性支出后，剩余利润可以在投资者之间进行分配；而在契约型投资结构中，项目产品是直接分配给各投资者自己支配的，投资者如果拥有较广泛的销售渠道和市场知名度，就很容易将产品变现，从而顺利地获得收入并赚取利润。因此，从这个意义上说，大型跨国公司在参与项目融资时，往往会偏向于选择契约型投资结构，而中小型公司参与项目融资时往往更愿意采取公司型投资结构。

另一方面，投资项目的不同性质也对项目投资结构的选择有重要影响。例如：在资源开发项目中，多数投资者愿意直接获得项目产品，因为这些产品很可能是其后续工业的原材料，也可能是其特定客户或特定市场所必需的一些关键性资源，这是大多数跨国公司在资源丰富

的发展中国家和地区从事投资活动的一个重要原因；而在基础设施项目投资中，多数投资者一般不会十分重视对项目产品的直接拥有形式，而可能只是为了开拓公司的业务活动领域，增加公司利润。因此，在资源性开发项目中一般以契约型投资结构从事项目的开发和建设，而在基础设施项目中则以公司型投资结构为主要投资形式。

## 6. 融资便利与否要求

项目投资结构不同，意味着项目资产的法律拥有形式有所不同，投资者在进行融资时所能提供的抵押担保条件就会不同，因此投资结构将直接影响项目的融资活动。

在有限责任公司投资结构中，项目公司是全部资产的所有人，它可以较容易地将项目资产作为一个整体抵押给贷款银行来安排融资，并且可以利用一切与项目投资有关的税务好处及投资优惠条件来吸引资金。同时，项目公司完全控制着项目的现金流量，较利于银行对全部项目现金流量的监管和控制，因此以项目公司为主体安排融资就比较容易。在契约型投资结构中，项目资产是由一些投资者分别直接拥有的，项目资产很难作为一个整体来向贷款银行抵押并申请项目贷款，而只能由各个投资者将其所控制的项目资产分别或者联合（也并非是一个整体的项目公司）抵押给贷款银行，并且分别享有项目的税务好处和其他投资优惠条件，分别控制项目现金流量，这时项目融资的安排就较为复杂。所以，从融资便利与否来看，选择公司型投资结构比选择契约型投资结构更有优势。当然，如果一些投资者本身资信较高，能够筹集到较优惠的贷款，则契约型投资结构会更受青睐。同时，在考虑融资便利与否时，还要顾及各国对银行留置权的法律规定，如有些国家法律规定银行要对合伙制结构的抵押资产行使留置权，此时，契约型投资结构要比公司型投资结构更为困难。

## 7. 资产转让的灵活性要求

投资者在一个项目中的投资权益能否转让、转让程度以及转让成本是评价一个投资结构有效与否的又一重要因素。投资结构在这一方面的不同不仅会直接影响投资者的投资决策，也将对项目的融资安排产生非常重要的影响。

项目融资中的贷款银行通常需要投资人提供抵押的资产或权益是可以较方便地转让的。这样，一旦借款人违约，贷款银行就可以通过出售用作抵押的资产或权益以抵消贷款本息，减少贷款的违约风险。反之，如果投资者用作融资抵押的资产或权益无法转让或转让困难，项目的融资风险就相应增加，贷款银行在安排融资时就会要求增加融资成本、增加信用保证以减少贷款风险，这种要求对投资者来说就意味着财务负担的增加，同样也意味着投资收益的降低。正是从这个角度上说，公司型投资结构比契约型投资结构更受银行欢迎。在公司型投资结构中，项目资产或股份抵押给贷款银行，一旦项目公司违约，贷款银行可以很方便地在公开市场上抛售项目资产或股份以弥补贷款本息；而在契约型投资结构或合伙制结构中，项目资产或权益的出售要经过所有投资者的一致同意等限制，不仅转让程序复杂，而且转让成本很高，贷款银行为契约型投资结构提供资金时将更为谨慎。



## 8. 项目管理的决策方式与程序

项目管理的决策方式与程序的关键是在充分保护少数投资者权益的基础上，建立一个有效的决策机制。解决决策方式与程序问题需要确立不同投资者在合资结构的不同层次中拥有的管理权和决策权，以及这些权利的性质和实际参与管理的形式及程度。在生产管理方面，多数合资结构都会任命其中一个主要投资者（该投资者应具备项目管理的生产技术能力）或者一个独立的项目管理公司作为项目经理，负责项目日常生产经营工作，其他的投资者则只参与不同层次的管理委员会（或董事会），对项目的重大问题拥有决策权。这些决策权包括审批项目的资本开支预算、年度经营预算、长期经营计划，批准项目的扩建或停产，改变项目经营方向，处理或出卖项目的部分或全部资产等与项目生存有关的重大问题。在市场管理和财务管理方面，具体管理权的归属与投资结构有更直接的联系。例如：对于非公司型合资结构，财务管理和产品销售的控制权分别掌握在各个投资者手中，基本上不存在集中统一的决策问题；然而对于公司型合资结构来说，财务管理和产品销售的控制权则掌握在项目公司手中。

无论采取何种投资结构，投资各方都需要按照各种决策问题的重要程度序列通过合资协议将决策程序准确地规定下来。确定决策方式的一般原则是：最重要的问题需要百分之百的投资者同意才能决策，次重要的问题要求绝大多数（2/3 或 3/4）的投资者同意才能决策，一般性的问题只要求多数同意即可作出决策。

以上几方面只是简单地讨论了在设计项目的投资结构时所必须考虑的基本因素，具体设计一个项目的投资结构时可能考虑的因素将不仅仅局限于上述这些因素，投资结构设计过程也会更为复杂。

## 3.2 股权式投资结构

### 3.2.1 股权式投资结构的特点

股权式投资结构又称为公司型合资结构，这种合资结构的基础是有限责任公司。股权式投资结构是按照“公司法”建立的，具有一个与投资者完全分离的独立法人实体，股东以其所持股份为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任的一种投资结构。采用该投资结构需要成立一家项目公司，作为一个独立法人，该项目公司拥有一切项目资产和享有处置资产的权利，股东则按照股权份额行使自身的权利。该项目公司的法律形式为股份有限公司和有限责任公司。合作双方共同组成有限公司，共同经营、共负盈亏、共担风险，并按股份份额分配利润。采用该投资结构的项目，可以以项目公司为主体进行融资。

股权式投资结构的公司是与其投资者（公司股东）完全分离的独立法律实体，即：公司法人作为一个独立的法人，拥有一切公司资产和享有处置资产的权利，公司股东对公司资产既没有直接的法律权益也没有直接的受益人权益；公司承担一切有关的债权债务，在法律上具有起诉权也有被起诉的可能，并且除了公司被解散的情况之外，公司对这些资产和权益具

有永久性继承权，而不受其股东变化的影响；投资者通过持股拥有公司，并通过选举任命董事会成员对公司的日常运作进行管理。由于公司型合资结构相对简单明了，国际上大多数的制造业、加工业项目采用的都是公司型合资结构。这种结构是目前世界上最简单有效、使用广泛的一种投资结构。

### 3.2.2 股权式投资结构的优缺点

#### 1. 股权式投资结构的优点

对于项目投资者来说，在项目融资中选择公司型合资结构往往具有如下一些优点：

(1) 公司股东承担有限责任。在公司型合资结构中，投资者的责任仅限于投入公司的股本金额，在偿还债务时，项目公司承担直接的还贷责任，公司股东不承担任何连带追索的风险。这就是所谓的“风险隔离”，它使投资者的风险大大降低，实现了对项目投资者债务的有限追索。风险的隔离可以说是选用公司型合资结构的一个最重要的考虑。在公司型合资结构中，项目公司对偿还贷款承担直接责任，而项目投资者除为项目债务提供担保外不承担任何债务责任，从而对投资者来说实现了有限追索融资。

(2) 融资安排比较容易。公司型合资结构对于安排融资有两方面的优点：第一，公司型合资结构中项目资产所有权集中，而不是分散于各个投资者手中，便于项目的经营和管理。所有权集中，也便于贷款银行取得项目资产的抵押权和担保权，便于贷款银行对项目现金流量的控制。一旦项目出现债务违约，银行可以比较容易地行使自己的权利。第二，公司型合资结构易于为资本市场所接受，条件许可时可以直接进入资本市场，通过股票上市或发行债券等多种方法筹集资金。

(3) 投资转让比较容易。项目公司股票代表着投资者在一个公司中的投资权益，相对于项目资产的买卖而言，股票的转让程序比较简单和标准化。投资者只要转让其手中的股票，就能达到转让公司投资的目的，这比转让项目资产要容易得多，同时也不影响项目公司的存续。公司法中对股东之间的关系有明确的规定，其中最重要的一点是股东之间不存在任何的信托、担保和连带责任。另外，通过发行新股的方式，公司型合资结构也可以较容易地引入新的投资者。

(4) 可以安排成非公司负债型融资结构，即资产负债表外融资。根据一些国家的会计制度，成立项目公司融资可以不将有限追索的融资债务列入项目发起人自身的资产负债表上，实现非公司负债型融资，从而降低项目发起人的债务比率。如一些国家的公司法规定，如果投资者在项目公司中拥有的股份不超过 50%，则项目公司的资产负债情况不需要反映到项目投资者的资产负债表中，这就实现了非公司负债型融资。

#### 2. 股权式投资结构的缺点

与其他投资结构相比，公司型合资结构也存在着几个明显的缺点：

(1) 投资者对项目的现金流缺乏直接的控制。在合资公司中，没有任何一个投资者可以对项目的现金流量实行直接的控制，这对于希望利用项目的现金流量自行安排融资的投资者来说是一个很不利因素。

(2) 项目的税务灵活性差，即不能利用项目公司的亏损去冲抵投资者其他项目的利润。由于项目公司不是任何一个投资者的控股公司或子公司，项目开发前期的税务亏损或优惠就无法转移给投资者而只能保留在项目公司中，并在一定年限内使用，如果项目公司在几年内不盈利或者盈利额不足，税务亏损就会有部分或完全损失掉的可能，税务亏损的损失降低了项目的综合投资效益。

(3) 存在“双重征税”的问题。这种投资结构还可能存在“双重纳税”的现象，项目公司获得盈利时要缴纳公司所得税，项目投资者取得股东红利后还要缴纳公司所得税或个人所得税，这样无形中便降低了项目的综合投资回报率。近年来，一些国家的税收法律进行了相应的调整，以避免此类“双重纳税”现象的发生，但是“双重纳税”现象仍然是投资者在跨国投资时需要考虑的问题。

### 3.2.3 股权式投资结构灵活运用的案例

股权式投资结构中持股比例的不同，其财务要求也不同。在有的国家，如投资者持股比例 $>50\%$ ，则投资者对公司有控制权，项目的资产负债需全面合并到投资者自身财务报表中；如投资者持股比例为 $20\% \sim 50\%$ ，则不需合并财务报表，但应在自身公司报表中按投资比例反映出该项目投资的实际盈亏情况；如投资者持股比例 $<20\%$ ，则在自身公司财务报表中反映出实际投资成本，不需反映任何投资公司的财务状况。这就可看出这种结构中项目的税务灵活性差，如投资者不希望新项目的融资安排反映在自身的财务报表上同时又不失去对项目的实际控制权，就需小心处理投资者在项目公司中的比例。

为了克服公司型合资结构带来的缺陷，国外许多公司在法律许可的范围内尽量对其基本结构加以改造并创造出了多种复杂的公司结构，争取尽快、尽早地利用项目的税务亏损（或优惠），提高投资的综合经济效益。公司型合资结构变通的一种典型做法是在合资公司中做出某种安排，使得其中一个或几个投资者可以吸引项目投资前期的税务亏损（或优惠），同时将因吸收税务亏损（或优惠）所获得的部分利益以某种形式与其他投资者分享。下面通过一个实例说明这种公司型合资结构的变通方法。

#### 股权式投资结构融资案例分析——新西兰钢铁联合企业的收购项目

##### 1. 项目简介

新西兰钢铁企业由于管理不善导致倒闭，被收购时留下了超过5亿新西兰元的税务亏损。1989年年初，有4家公司（A、B、C、D）在新西兰联合组成了一个投资财团，投标收购濒于倒闭的新西兰钢铁联合企业。项目投资者，即组成投资财团的4家公司的情况如下：

(1) A公司是当地最大的工业集团之一，在合资合同中持股 $50\%$ 。它具有雄厚的资金实力并拥有钢铁工业方面的生产管理经验和技術，但是由于该公司过去几年发展过快，资产负

债表中的负债比例较高，不希望新收购的钢铁联合企业再并入公司的资产负债表，所以要求持股比例不超过 50%。

(2) B 公司是外国投资公司，在合资合同中持股 10%，想通过投资该收购项目取得利润。

(3) C 公司是外国投资公司，在合资合同中持股 10%，想通过投资该收购项目取得利润。

(4) D 公司是当地一家有较高盈利的有色金属公司，在合资合同中持股 30%，经营业绩较好，有较高盈利，它可以吸收这些税务亏损。

投资财团希望利用这些税务亏损节约投资成本，但是只有 D 公司一家可以吸收这些亏损，因此投资财团内的几家公司在律师和会计师的协助下设计出如图 3-1 所示的合资公司结构。

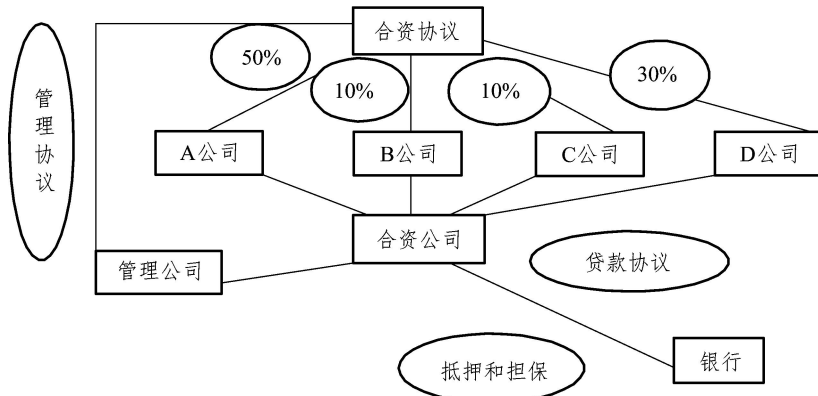


图 3-1 合资公司结构

## 2. 具体操作过程

该项目的具体操作过程见图 3-2。

(1) 成立新西兰钢铁联合企业法人实体，D 公司认购控股公司的 100 股票（1 元 1 股），成为控股公司以至于钢铁联合企业法律上百分之百的拥有者（完全控股）。这样，控股公司以及钢铁企业的资产负债和经营损益可以并入 D 公司的财务报表。同时，控股公司和钢铁企业的税收也可以与 D 公司的税收合并，统一纳税。

(2) 控股 D 公司发行 2 亿新西兰元可转换债券。

(3) 认购可转换债券。投资财团内的 4 个投资者通过认购控股公司的可转换债券（在合资协议中规定出可转换债券持有人的权益及转换条件），将其作为此项投资的实际股本资金来源。可转换债券方式作为初始资本投入，对投资者而言，既可定期取得利息收入，又可以在项目成功转换股票中取得巨大好处。

4 个公司分别认购控股公司发行的可转换债券对控股公司进行实际股本资金投入：A 公司认购债券 7 500 万新西兰元；B 公司认购债券 1 500 万新西兰元；C 公司认购债券 1 500 万新西兰元；D 公司认购债券 4 500 万新西兰元。由于可转换债券定期支付利息，这又为投资者安排股本资金融资提供了一定的可能性。

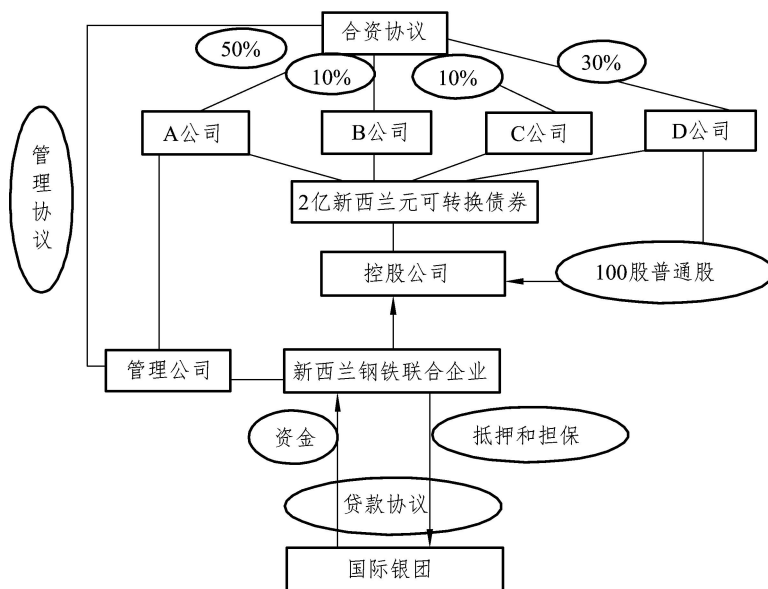


图 3-2 新西兰钢铁联合企业的收购项目操作

(4) 任命 A 公司下属公司负责项目的日常生产经营。投资者根据合资协议组成董事会负责公司的重要决策，并任命 A 公司的下属公司担任项目管理公司，负责项目公司的日常生产经营。

(5) 由于 D 公司通过此项投资可以获得 5 亿新西兰元税务亏损的好处，所以 D 公司多出资 5 000 万新西兰元。

### 3. 资金融资情况

(1) 债务资金。

项目公司（D 公司控股），以收购企业的资产或权益作抵押和担保向国际银团融资。

(2) 股本资金（2 亿新西兰元）。

① D 公司发行可转换债券获得 1.5 亿新西兰元。

② A、B、C 公司融资 57.5% 的股本金。

③ D 公司获得 5 亿新西兰元的税务亏损的好处，所以愿多出资 5 000 万新西兰元。

### 4. 节约资金情况分析

表 3-1 列出了各方投资者在项目中的投资比例和出资金额。

从表 3-1 中可以看出，各公司节约情况：

A 公司——节约投资资金  $50\% - 37.5\% = 17.5\%$ ；

B 公司——节约投资资金  $10\% - 7.5\% = 2.5\%$ ；

表 3-1 各方投资者在项目中的投资比例和出资金额

单位：万新西兰元

公司	持股比例 (%) ( 合资协议中的权益 )	可转换公司 债券	购买税务 亏损	总计	实际投资占 总投资比例 (%)
A 公司	50	7 500		7 500	37.5
B 公司	10	1 500		1 500	7.5
C 公司	10	1 500		1 500	7.5
D 公司	30	4 500	5 000	9 500	47.5
合计	100	15 000		20 000	100

C 公司——节约投资资金  $10\% - 7.5\% = 2.5\%$ ;

D 公司——通过税务亏损合并冲抵利润，可获 1.65 亿新西兰元的税款节约（ $5 \text{ 亿} \times 33\% = 1.65 \text{ 亿}$ ），扣除多出资的 5 000 万新西兰元，还可节约 1.1 亿新西兰元。

由于巧妙地利用了被收购企业的税务亏损，除 D 公司外的其他投资者都可以实现一定程度的投资资金节约，而 D 公司通过将钢铁联合企业的税务亏损合并冲抵其他方面业务的利润，也可以预期获得 1.65 亿新西兰元的税款节约（当地公司所得税税率为 33%）。

### 3.3 契约型投资结构

契约型投资结构又称为非公司型合资结构，是项目发起人为了实现共同目的而根据合作经营协议结合在一起的一种投资结构，是一种大量使用并且被广泛接受的投资结构。该投资结构主要用于石油天然气开发、采矿、初级矿产加工、钢铁及有色金属等领域。

这种投资结构严格来说不是一种法律实体，只是投资者之间所建立的一种契约性质的合作关系，投资者之间没有连带责任或共同责任。选择这种投资结构的原因可能是在这些领域仅由一个投资者来开发，其融资能力不足，又不愿失去对项目的控制权，所以联合其他投资者来共同融资、共同解决技术和管理问题，并共同承担风险；或者投资者具有进行项目开发所需要的所有条件，如技术、经验及融资能力，但缺少当地政府授予的经营合同，此时它就可能与当地的经营商联合起来共同投资。

#### 3.3.1 契约型投资结构的主要特征

契约型投资结构尽管在概念上与合伙制有一定的相似之处，但是这种投资结构与合伙制结构和公司制相比都有明显区别。其主要特征体现在以下几个方面：

(1) 契约型投资结构是通过每一个投资者之间的合资协议建立起来的。这种投资结构在合作企业合同中约定投资或者合作条件、收益或者产品的分配、风险和亏损的分担、经营管理的方式和合作企业终止时财产的归属等事项。

(2) 在契约型投资结构中，每一个投资者直接拥有全部项目资产的一个不可分割的部分。

每一个投资者可以直接拥有项目部分资产，有权独立处理与其投资比例相当的项目最终产品。

(3) 契约型投资结构是为取得产品而合作的。契约型投资结构不是以“获取利润”为目的而建立起来的，合资协议规定每一个投资者从合资项目中将获得相应份额的产品，都有权独立作出其相应投资比例的项目投资、原材料供应、产品处置等重大商业决策。可以说合作不是单纯以获取利润为目的，而是根据合作协议使每一个投资者从项目中可以获得相应份额的产品，即合作生产产品，或者为取得产品而合作。所以该种结构更适用于作为产品“可分割”的项目的投资结构。

(4) 根据项目的投资计划，每一个投资者需要投入相应比例的资金，这些资金的用途可以包括项目的前期开发费用、项目的固定资产投资、流动资金、共同生产成本和管理费用等。采用该投资结构时，一般由项目发起人根据自身资金实力和税务结构独立地安排项目融资，筹集其所需投入的资金，因为法律不允许以合作结构或者项目管理公司的名义举债。

(5) 由投资者代表组成的项目管理委员会是契约型投资结构的最高决策机构，负责一切有关问题的重大决策；项目的日常管理由项目管理委员会指定的项目经理负责；项目经理可以由其中一个投资者担任，也可以由一个独立的项目管理公司担任。有关项目管理委员会的组成、决策方式以及项目经理的任命、责任、权利和义务，需要通过合资协议或者单独的管理协议加以明确规定。

(6) 投资者同意他们之间在契约型投资结构中的关系是一种合作性质的关系，而不是一种合伙性质的关系。投资者只承担与其投资比例相应的责任，投资者之间没有任何的连带责任或共同责任。

(7) 项目经营所需的资金由一种被称为“资金支付系统”的机制来提供，这种资金支付系统是由各个投资者分别出资开通的一个共同账户。通过该系统，在项目运营期间，项目管理公司考虑各投资者承担债务的比例和项目费用支出预算，以估算每个月各个投资者应出资的数额并按计划事先通知投资者及时支付。如果某个投资者违约，则其他投资者将不得不代其履行支付义务，然后再要求违约者偿还。

图 3-3 是一个契约型投资结构的简单示意图。

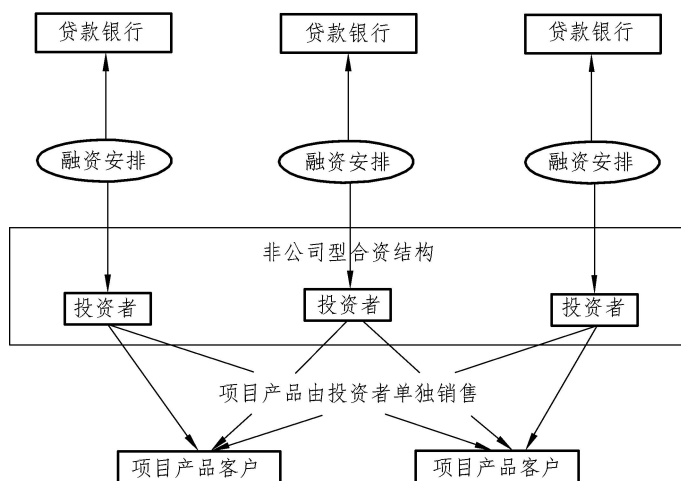


图 3-3 契约型投资结构示意图

### 3.3.2 契约型投资结构的优缺点

#### 1. 契约型投资结构的优点

契约型投资结构具有以下几方面的优点：

(1) 投资者直接拥有部分资产，他们之间没有连带责任。投资者在合资结构中承担有限责任，每个投资者在项目中所承担的责任将在合资协议中明确规定。除特殊情况外，这些责任将被限制在投资者相应的投资比例之内，投资者之间没有任何的连带责任或共同责任。

(2) 有效分配和利用税务优惠。由于合资结构不是一个法人实体，所以项目本身不必缴纳所得税，其经营业绩可以完全合并到各个投资者本身的财务报表中去，其税务安排也将由每一个投资者独立完成，这就为经营业绩较好的投资者利用项目建设期的经营亏损冲抵公司所得税提供了可能，从而降低了项目的综合投资成本。

(3) 融资安排较灵活，投资者直接控制项目现金流量，可独立安排项目融资。项目投资者在契约型投资结构中直接拥有项目的资产、直接掌握项目的产品、直接控制项目的现金流量，并且可以独立设计项目的税务结构，可以按照自身的发展战略和财务状况安排项目的融资。

(4) 投资结构设计灵活。世界上多数国家迄今没有专门的法律来规范契约式投资结构的组成和行为，这就为投资者提供了较大的灵活空间，投资者可以按照投资战略、财务、融资、产品分配和现金流量控制等方面的目标要求设计项目的投资结构和合资协议。

#### 2. 契约型投资结构的缺点

契约型投资结构也存在着一些难以克服的缺点：

(1) 结构设计存在一定的不确定性因素。契约式投资结构在一些方面的特点与合伙制结构类似，因此在结构设计上要注意防止合资结构被认为是合伙制结构而不是非公司型合资结构。

(2) 投资转让程序比较复杂，交易成本比较高。契约式投资结构中的投资转让是投资者在项目中直接拥有的资产和合约权益的转让，与股份转让或其他资产形式转让（如信托基金中的信托单位）相比，契约式投资结构中的投资转让程序比较复杂，与此相关联的费用也比较高。

(3) 管理程度比较复杂，合作协议内容构成复杂。参加该种结构的投资者各权益基本依赖合资协议加以保护，必须在合资协议中对所有的决策和管理程序按照问题的重要性清楚地加以规定，这就必须在该协议中对所有的决策和管理问题进行详细的规定，这要求协议的内容尽可能地完全，从而提高了协议的复杂性。另外，对于投资比例较小的投资者，特别要注意保护其在合资结构中的利益和权利，要保证这些投资者在重大问题上的发言权和决策权。

### 3.3.3 契约型投资结构融资案例：澳大利亚波特兰铝厂的投资

中国国际信托投资公司在澳大利亚波特兰铝厂的投资结构是非公司型投资结构的一个很好实例。



## 1. 项目简介

波特兰铝厂位于澳大利亚维多利亚州的港口城市波特兰，始建于1981年，后因国际市场铝价大幅度下跌和电力供应等问题，于1982年停建。在与维多利亚州政府达成30年电力供应协议之后，波特兰铝厂于1984年重新开始建设，1986年11月投入试生产，1988年9月全面建成投产。波特兰铝厂由电解铝生产线、铝板生产、铝锭浇铸、原材料输送及存储系统、电力系统等几个主要部分组成，其中核心的铝电解部分采用的是美国铝业公司20世纪80年代的先进技术，建有两条生产线，整个生产过程采用电子计算机严格控制，每年可生产铝锭80万吨，是目前世界上技术先进、规模最大的现代化铝厂之一。

澳大利亚波特兰铝厂采用的就是契约型投资结构，项目的投资者分别为美国铝业公司在澳大利亚的子公司（以下简称美铝澳公司）、澳大利亚维多利亚州政府（以下简称维州政府）、中国国际信托投资公司直属地区性子公司中信澳大利亚有限公司（以下简称中信公司）、澳大利亚第一国民资源信托基金（以下简称第一国民信托）和日本丸红商社在澳大利亚的子公司（以下简称日本丸红公司）。

每个投资者在项目中分别投入相应的资金用作项目固定资产的投入和再投入以及支付项目管理公司的生产费用和管理费用；对于电解铝生产的主要原材料和能源——氧化铝和电力供应，每个投资者需要独立安排，最后投资者将从项目中获得相应份额的最终产品——铝锭，并独立地在市场上销售。

## 2. 项目投资结构

（1）项目投资结构。

美铝澳公司持有该投资项目的45%；

维州政府持有该投资项目的25%；

中信公司持有该投资项目的10%；

第一国民信托持有该投资项目的10%；

日本丸红公司持有该投资项目的10%。

（2）“项目管理委员会”。“项目管理委员会”由各投资者的代表组成，负责项目的生产、建设、资本性支出和生产经营的审批等一系列重大决策。

（3）波特兰铝厂管理公司。它是美铝澳公司的单一项目公司，作为项目经理具体负责项目的日常经营活动。

该项目的合资形式结构见图3-4。

## 3. 合资协议

（1）分别投入资金。每个投资者分别投入相应资金，作为固定资产投资、生产费用、管

理费用的所需资金。

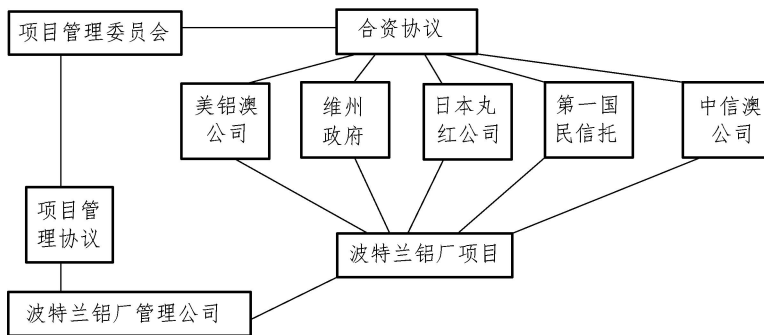


图 3-4 合资公司结构

(2) 独立安排主要原材料。项目需要的两种主要原材料——氧化铝和电力供应，由每个投资者独立安排。

(3) 独立安排融资。各投资者根据自身资金实力和税务结构独立安排融资，筹集其所需投入的资金。

(4) 获得相应份额产品，独立销售。投资者获得相应份额的最终产品——电解铝锭，独立在市场上销售。

#### 4. 融资模式

由于采用的是契约型投资结构，每个投资者都可以根据自身在项目中所处的地位、资金实力、税务结构等多方面因素灵活地安排融资，实际上五个投资者选择了各不相同的融资方式。

(1) 美铝澳公司——用传统的公司融资方式筹集。

美铝澳公司在澳大利亚拥有三个氧化铝厂和两个电解铝厂，资金雄厚、技术先进，在波特兰铝厂项目中担任项目经理。美铝澳大利亚公司在项目中的投资采取的是传统的公司融资方式，之所以这么做，是因为以其实力使用公司融资可以获得较低的贷款成本。

(2) 维州政府——提供由政府担保的银团贷款。

维州政府为了鼓励当地工业的发展和刺激就业也在项目中参与投资，其投资的资金形式是由政府担保的百分之百融资，维州政府并不直接拥有项目的资产，而是以一个 100% 拥有的信托基金作为中介机构。这样的结构为维州政府提供了一种资金安排上的灵活性，可以在适当的时机将项目资产出售或者将信托基金在股票市场上市，然后将获得的资金用于偿还政府担保的银团贷款。

(3) 中信澳公司——100% 的项目融资方式（有限追索杠杆租赁融资模式）。

中信澳公司投资波特兰铝厂采用的是百分之百的项目融资。电解铝项目资本高度密集，根据澳大利亚的有关税法规定可享受数量相当可观的减免税优惠，如固定资产加速折旧、投资扣减等。但是在项目投资初期，中信澳公司刚刚建立，没有其他方面的经营收入，不能充分利用每年可得到的减税优惠和税务亏损，即使每年未使用的税务亏损可以向以后年份结转，

但从货币时间价值的角度考虑，这些减税优惠和税务亏损如能尽早利用，也可以提高项目投资者的投资效益。进一步，如果能够利用减税优惠和税务亏损偿还债务，还可以减少项目前期的现金流量负担，提高项目的经济强度和抗风险能力。从这一考虑出发，中信澳公司选择了杠杆租赁的融资模式，充分利用这种模式可以吸收减税优惠和税务亏损的特点，减少了项目的直接债务负担，提高了投资的综合经济效益。（具体杠杆租赁融资模式案例见本书第八章内容）。

（4）第一国民信托——通过股票市场上发行信托单位集资。

第一国民信托是一个公开上市的信托基金，通过在股票市场上发行信托单位集资，基本上没有债务筹资。在第一国民信托基金结构中，作为基金经理的第一国民管理公司隶属于澳大利亚国民银行（澳大利亚四大商业银行之一），是该银行的投资银行分支，主要从事项目投资咨询、基金管理、项目融资等业务。当 1985 年美铝澳大利亚公司为波特兰铝厂寻找投资者时，第一国民管理公司认为这是一个很好的投资机会，从而发起组建了第一国民资源信托基金，在证券市场上公开上市集资，投资收购波特兰铝厂 10% 的资产。第一国民管理公司在信托基金中没有任何投资，只是被基金的受托管理人任命为基金经理，负责信托基金的管理，并以项目投资者经理人的身份参与波特兰铝厂项目的管理，负责项目的产品销售、财务安排和其他的经营活动。通过这一投资结构，澳大利亚国民银行以公众集资的形式参与了铝工业的生产和市场开发，并从信托基金中获得了管理费收入。

（5）日本丸红公司——用传统的公司融资方式筹集。

丸红铝业澳大利亚公司同样采用的是公司融资模式，其债务全部由总公司日本丸红商社担保。

澳大利亚波特兰铝厂的投资结构见图 3-5。

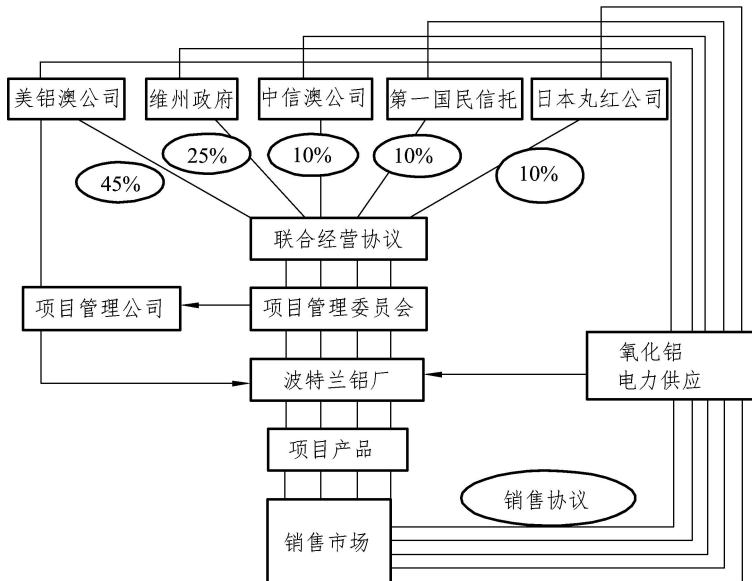


图 3-5 澳大利亚波特兰铝厂的投资结构

### 3.4 合伙制结构

合伙制结构是至少两个以上合伙人之间以获取利润为目的共同从事某项投资活动而建立起来的一种法律关系。它是由各合伙人订立合伙协议，共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险，合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任的营利性经济组织。合伙制结构不是一个独立的法律实体，其合伙人可以是自然人也可以是公司法人。

合伙制结构通过合伙人之间的法律合约建立起来，没有法定的形式，一般也不需要由政府注册，这一点与成立一个公司有本质的不同。然而，多数国家都有完善的法律来规范合伙制结构的组成及其行为。合伙制结构包括普通合伙制和有限合伙制两种。

#### 3.4.1 普通合伙制结构

普通合伙制是所有的合伙人对于合伙制的经营、债务以及其他经济责任和民事责任负有连带的无限责任的一种合伙制。普通合伙制结构中的合伙人称为普通合伙人。在大多数国家，普通合伙制结构一般被用来组成一些专业化的工作组合，如会计师事务所、律师事务所等，以及被用来作为一些小型项目开发的投资结构。普通合伙制结构很少在大型项目中使用，只有在北美地区偶尔被用来作为项目的投资结构（特别是在石油天然气勘探和开发领域）。投资者（即合伙人）以合伙的形式共同拥有资产进行生产经营，并以合伙制结构的名义共同安排融资，如图 3-6 所示。

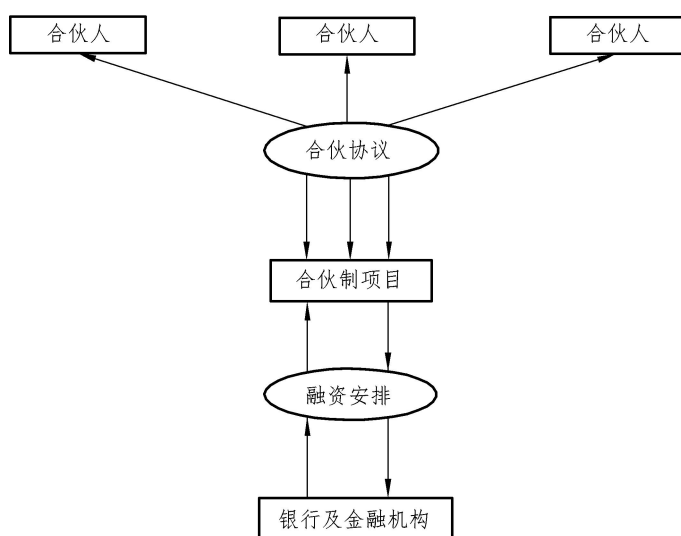


图 3-6 使用合伙制的项目投资结构

## 1. 合伙制结构的特点

与公司型投资结构相比，合伙制结构具有以下几方面的特点：

(1) 公司型结构资产是由公司而不是其股东所拥有，而合伙制结构的资产则是由合伙人所拥有。

(2) 公司型结构的债权人不是其股东的债权人，但是合伙人将对普通合伙制的债务承担个人责任。

(3) 公司型结构的一个股东极少能够请求去执行公司的权利，但是每个合伙人均可以要求以所有合伙人的名义去执行合伙制结构的对外权利。

(4) 公司型结构的股东可以同时又是公司的债权人，并且根据债权的信用保证安排（如资产抵押等）可以取得较其他债权人优先的地位；而合伙人给予合伙制的贷款只能在合伙制解散时且所有外部债权人收回债务之后方能回收。

(5) 在公司型结构中股份的转让除有专门规定之外，可以不需要得到其他股东的同意，但是合伙制结构的法律权益转让必须要得到其他合伙人的同意。

(6) 公司型结构的管理一般是公司董事会的责任，而在普通合伙制结构中，每个合伙人都有权参与合伙制的经营管理。

(7) 公司型结构可以为融资安排提供浮动担保，但是在多数国家中合伙制结构不能提供此类担保。

(8) 合伙制结构中对合伙人数目一般有所限制，但是公司型结构中股东数目一般限制较少。

(9) 公司型结构的税务结构灵活性较差，而合伙制结构由于不是一个纳税主体，其在一个财政年度内的净收入或亏损将全部按投资比例直接转移给普通合伙人，普通合伙人单独申报自己在合伙制结构中的收入、扣减和税务责任，并且从合伙制结构中获取的收益（或亏损）允许与合伙人其他来源的收入进行税务合并，从而有利于合伙人较灵活地作出自己的税务安排。

## 2. 合伙制结构的缺点

但是，合伙制结构也存在一些明显的缺点：

(1) 合伙人承担无限责任。由于合伙人在合伙制结构中承担无限责任，因而一旦项目出现问题，或者如果某些合伙人由于种种原因无力承担其应负的责任，则其他合伙人就面临着所需要承担的责任超出其在合伙制结构中所占投资比例的风险，这一问题严重限制了普通合伙制在项目开发和融资中的使用。

为了克服这一缺陷，国外有些公司在使用普通合伙制作为投资结构时加入了一些减少合伙人风险的措施，其中：一种做法是投资者并不直接进入合伙制结构，而是专门成立一个项目公司并由其投资到合伙制结构中（图 3-7）；另一种做法是为采用合伙制结构的项目安排有限追索的项目融资。

(2) 每个合伙人都有约束合伙制的能力。普通合伙制另一个潜在的问题是：按照合伙制结构的法律规定，每个合伙人都被认为是合伙制的代理，因而至少在表面上或形式上拥有代

表合伙制结构签订任何法律协议的权利，这给合伙制的管理带来诸多复杂的问题。

(3) 融资安排相对比较复杂。由于合伙制结构在法律上并不拥有项目的资产，因此合伙制结构在安排融资时需要每一个合伙人同意将项目中属于自己的一部分资产权益拿出来作为抵押，并共同承担融资安排中的责任和风险。合伙制结构安排融资的另一个潜在问题是如果贷款银行由于执行抵押或担保权利进而控制了合伙制结构的财务活动，则有可能导致在法律上贷款银行也被视为一个普通的合伙人，从而被要求承担合伙制结构所有的经济和法律责任。

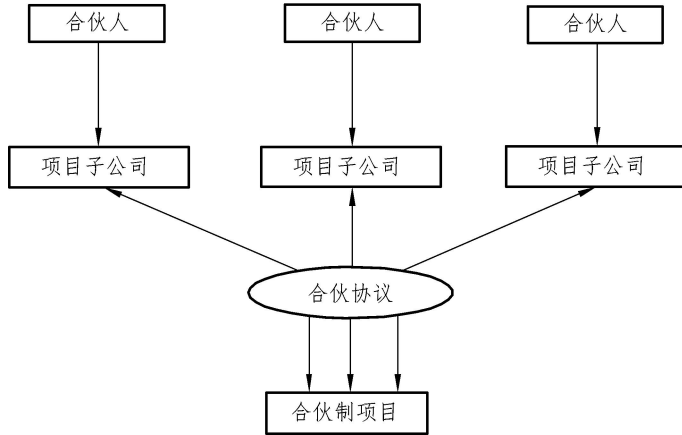


图 3-7 通过项目子公司建立的普通合伙制结构

### 3.4.2 有限合伙制结构

有限合伙制是在普通合伙制基础上发展起来的一种合伙制结构。有限合伙制结构需要包括至少一个普通合伙人和至少一个有限合伙人。在有限合伙制结构中，普通合伙人负责合伙制项目的组织、经营和管理工作，并承担对合伙制结构债务的无限责任，而有限合伙人不参与也不能参与项目的日常经营管理，对合伙制结构的债务责任被限制在有限合伙人已投入和承诺投入到合伙制项目中的资本数量。有限合伙制项目投资结构的操作程过程如图 3-8 所示。

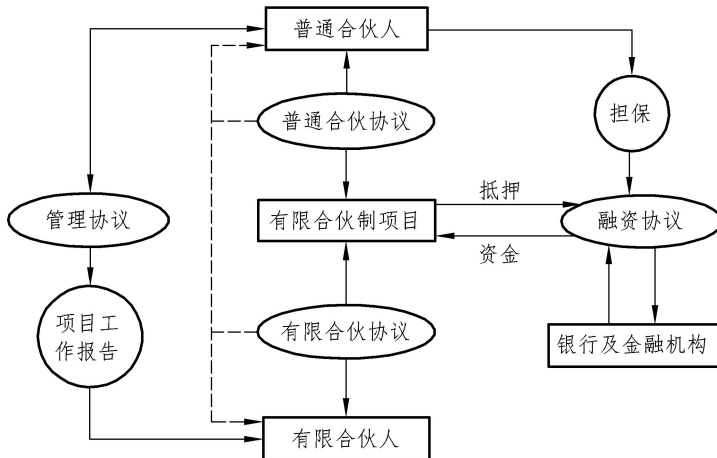


图 3-8 有限合伙制项目投资结构

有限合伙制结构是通过普通合伙协议和有限合伙协议组织起来的，在两类合伙协议中分别对普通合伙人和有限合伙人的资本投入、项目管理、风险分担、利润及亏损的分配比例和原则等方面作出了具体的规定。

有限合伙制具备普通合伙制在税务安排上的优点，一定程度上又避免了普通合伙制的责任连带问题，是项目融资中经常使用的一种投资结构。在使用有限合伙制作为投资结构的项目中，普通合伙人一般是在该项目领域具有技术管理特长并且准备利用这些特长从事项目开发的公司。由于资金、风险、投资成本等多种因素的考虑，普通合伙人愿意组织一个有限合伙制的投资结构，以吸引对项目的税务、现金流量和承担风险程度有不同要求的较广泛的投资者参加到项目中，共同分担项目的投资风险和分享项目的投资利润。

较常使用有限合伙制作为投资结构的项目有两大类型：一类是资本密集、回收期长但是风险相对较低的公用设施和基础设施项目，如电站、公路等。在这类项目中，有限合伙人可以充分利用项目前期的税务亏损和投资优惠冲抵其他的收入，提前回收一部分投资资金。另一类是投资风险大、税务优惠大，同时又具有良好勘探前景的资源类地质勘探项目，如石油、天然气和一些矿产资源的开发项目。许多国家对资源类项目的前期勘探费用支出给予优惠的税收政策（费用支出当年可以从收入中扣减 100%~150%）。此类项目通常由项目的主要发起人作为普通合伙人，邀请一些其他的投资者作为有限合伙人为项目提供前期勘探的高风险资金，而普通合伙人则承担全部或大部分项目建设开发的投资费用以及项目前期勘探、建设和生产阶段的管理工作，其操作过程如图 3-9 所示。

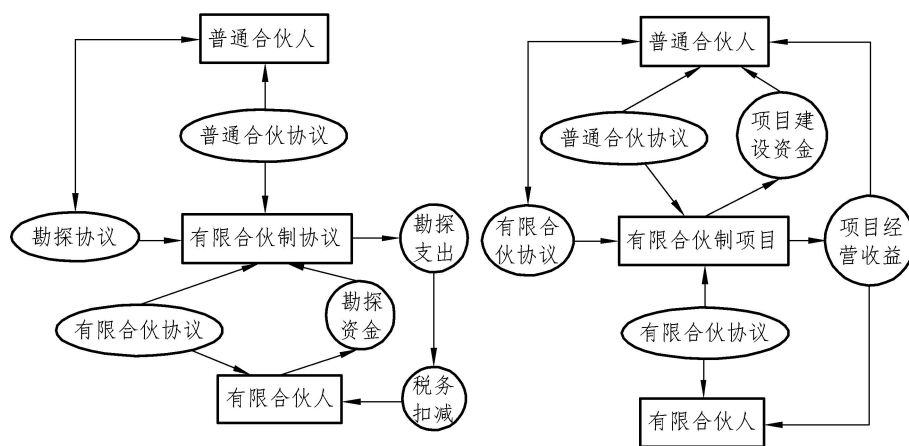


图 3-9 有限合伙制结构在资源开发项目中的运用

总体来说，合伙制结构在法律上比公司型结构复杂，有关的法律在不同国家之间也相差较大。在使用有限合伙制作为项目投资结构时，尤其要注意项目所在国对有限合伙制结构的税务规定和对有限合伙人的定义，防止由于结构设计考虑不周而可能出现的两种极端情况：一种情况是，如果结构安排不好，有限合伙制有可能被作为公司结构处理，失去了采用合伙制结构的意义；另一种情况是，如果对“参与管理”的界定不清楚，有限合伙人可能由于被认为“参与管理”而变成普通合伙人，从而也就增加了有限合伙人在项目中的风险。

### 复习思考题

1. 项目投资结构设计时需考虑的主要因素有哪些？
2. 试说明股权式投资结构的优缺点。
3. 契约型投资结构的项目管理有何特点？契约型投资结构有何优点？
4. 试分析美铝澳大利亚波特兰铝厂项目中采用非公司合资结构的原因及好处。
5. 对比分析公司型合资结构与非公司型合资结构的区别。



