实体现金流量法与股东现金流量法之比较

李民寿

(西北农林科技大学经济管理学院 陕西杨凌 712100)

【摘要】本文阐述了投资项目评价体系中实体现金流量法与股东现金流量法的不同内涵,认为对同一个投资项目而言,两种评价方法的营业现金流量、所采用的折现率、原始投资额可能不同,运用两种评价方法得出的结论也会存在差异。实体现金流量法比股东现金流量法更为简洁,且运用风险更小。

【关键词】投资项目 实体现金流量法 股东现金流量法

长期以来,在我国的投资项目评价体系中,不论在理论上还是在实务中一直都没有对实体现金流量法和股东现金流量法加以严格区分。虽然从总体上可以将我国的投资项目评价方法归入实体现金流量法的范畴,但在投资项目的可行性研究实务中又经常将属于股东现金流量法的内容纳入其中,其结果必然对投资项目的评价结论产生影响。为此我们有必要首先从理论上对这两种评价方法加以研究比较,以指导投资项目的评价实务,使投资项目评价体系更趋完善和科学。

一、实体现金流量法与股东现金流量法的不同点

1. 营业现金流量的内涵不同。现金净流量是指在一定期间内(通常指1年)投资项目所引起的现金流入量和现金流出量的差额。现金流入量大于现金流出量时,现金净流量是正值;反之,现金净流量是负值。只考虑投资项目营业期间内每年的现金净流量称之为营业现金流量。在实体现金流量法和股东现金流量法下,投资项目的营业现金流量所包含的内容是不同的,其区别如下表所示:

实体现金流量法和股东现金流量法下营业现金流量的对比

	实体现金流量法	股东现金流量法
营业现金流量	=经营收入-经营付现成本-所得税	=经营收入-经营付现成本-利息-所得税
	=经营收入-(经营成本-折旧)-所得税 =EBIT+折旧-所得税 =EBIT+折旧-EBIT×T =EBIT×(1-T)+折旧	=经营收入-(经营成本-折旧)-所得税-利息 =EBIT+折旧-(EBIT-I)×T-I =(EBIT-I)×(1-T)+折旧 = EBIT×(1-T)+折旧-I×(1-T)
	=经营收入×(1-T)-经营付现成本×(1-T)+折旧×T	=经营收入×(1-T)-经营付现成本×(1-T)+折旧×T-I×(1-T)
		=经营收入×(1-T)-经营付现成本×(1-T)+折旧×T-I×(1-T)-S

注:EBIT表示息税前利润;T表示所得税税率;I表示利息费用;S表示借款本金归还。

从上表可以看出,两种评价方法的主要区别是:①利息支出处理不同:在实体现金流量法下,利息既不是现金流出,也不能抵减所得税;在股东现金流量法下,利息既要作为现金流出,又要抵减所得税。②所得税的内容不同:在实体现金流量法下,所得税指的是"EBIT×T"即息税前利润×所得税税率;在股东现金流量法下,所得税指的是"(EBIT-I)×T"即税前息后利润×所得税税率。③借款本金归还的处理不同:在实体现金流量法下,借款本金归还不是现金流出;在股东现金流量法下,借款本金归还是现金流出,但没有抵税作用。

两种评价方法的营业现金流量也具有一定的联系,它们之间可以相互换算,其关系如下式:

$$UCF=LCF+I\times(1-T)=LCF+B\times r_b\times(1-T)$$

式中:UCF表示实体现金流量;LCF表示股东现金流量;I表示利息;T表示所得税税率;B表示负债的市场价值;r_b表示负债的平均利息率。

如涉及借款本金归还(S)时,上式可以变化如下:

$$LCF=UCF-I\times(1-T)-S$$

2. 所采用的折现率不同。在实体现金流量法下,由于只考虑投资项目自身的经营风险而不考虑企业为投资项目筹资所带来的财务风险,因而一般用企业或投资项目的加权平均资本成本作为折现率,即用筹资的加权平均资本成本作为投资项目分析的折现率进行分析。由于此时隐含着一条假设,即投资项目的内含收益率要高于负债筹资的利息率,因此采用实体现金流量法进行投资项目分析时,不用考虑负债筹资的利息支出,利息支出不构成投资项目分析的现金流出,也不具有抵税作用。

在股东现金流量法下,不仅要考虑投资项目自身的经营风险,同时还要考虑企业为投资项目筹资所带来的财务风险,因而一般用股东要求的报酬率作为折现率。此时,负债筹资的利息支出构成了股东净收益的抵减项,利息支出是投资项目分析的一种现金流出,由于利息支出在企业所得税前列支,因此又具有抵税作用。

3. 原始投资额不同。在实体现金流量法下,进行投资项目分析时的原始投资额即为该投资项目的总投资额(即全部原始投资),它既包括企业的自有资金(股东资金),也包括企业为投资项目筹措的资金(负债等筹措的资金);在股东现金流量法下,进行投资项目分析时的原始投资额为股东所投入

中国联通多元化融资的实践分析

韦秀长

（中国联通广西分公司　南宁　530028）

【摘要】本文以中国联合通信有限公司（简称“中国联通”）的融资实践为案例，探讨其境内外上市融资模式、内源融资的拓展和融资租赁等方面的问题，以探寻我国电信企业多元化融资创新策略和方式。

【关键词】多元化融资　资本　中国联通

电信企业无论是在网络建设还是项目投资上，都面临着庞大的资金需求，随着电信企业持续快速的成长和市场化、全球化进程的进一步深化，资本取代技术成为推动发展的首要因素。同时，在用户持续增长、竞争日趋激烈的情况下，电信企业必须投入更多的资金，满足用户多层次、差异化的需求。

研究中国联通的资本需求，我们可以发现电信企业具有高资本投入特性。而正是这一庞大资金需求的激励，为电信企业铺设了寻求多元化融资的道路。

一、多元化融资的理论依据及现实应用

权衡融资成本和风险建立最佳融资结构，实现企业价值最大化，是现代融资理论研究的重要内容。其研究对象是市场化程度相对完备的经济体。在现实中，研究企业资本结构或融资模式至少受到以下三个方面的影响：一是企业所处的制度环境；二是企业所在的行业特征；三是企业自身的特点（如股权结构、经营者能力、企业规模大小等）。而我国大量实证研究也证明了企业在融资偏好方面与理论是有所偏离的。

对于我国实际情况而言，资本市场、公司治理结构相对于西方国家的运作效率本身存在很大差距，融资制度和企业管理水平等因素对企业融资方式和融资策略的选择影响更大。作为新兴运营商的中国联通，在进入初期的资本积累更是无法满足上千亿资金的网络建设要求。因此，研究融资策略更应当结合宏观政策环境和企业成长历程来进行，融资策略的演变是渐进的、与时俱进的。

二、中国联通多元化融资策略的实施

1. 1994～1998年初创期的单一融资模式阶段。此时的中国联通正处于资金饥渴期：利用各种融资渠道都难以筹集到大量资金用于网络建设，而内部资金积累又因业务量过小而不能提供充裕的资金。在内外交困的情形下，尤其引人注意的是“中中外”的融资策略模式。即由中国联通股东单位所属的一家中方企业与境外公司设立中外合作或合资企业，后者再

的资金额，不考虑负债筹措的资金（即全部原始投资－债权人的投入）。一般用股东报酬率进行贴现分析，评价该投资项目能否给企业股东带来超额收益。

4. 风险评估不同。在实体现金流量法下，进行风险评估时一般只考虑投资项目自身的经营风险，而不考虑企业为投资项目筹措资金所带来的财务风险，比股东现金流量法的风险小；在股东现金流量法下，进行风险评估时不仅要考虑投资项目自身的经营风险，还要考虑企业为投资项目筹措资金所带来的财务风险，比实体现金流量法的风险大。但不论采用哪种方法，计算净现值时应该使用与该投资项目相关的折现率，或者说折现率应当反映现金流量的风险。

5. 简捷程度不同。因为股东要求的报酬率不但受经营风险的影响，而且受财务杠杆的影响，所以估计起来十分困难。而只考虑企业或者投资项目的加权平均资本成本相比较而言较为简捷。因此，进行投资项目评估时，不如将投资和筹资分开考虑，首先评价投资项目自身的经济价值而不管筹资的方式如何，如果投资项目有正的净现值，再去考虑筹资的细节问题，因为筹资只是如何分配净现值的问题。

二、实体现金流量法与股东现金流量法的相同点

实体现金流量法与股东现金流量法虽然在经营现金流量的内涵、所采用的折现率、原始投资额等方面存在很大差异，但两者也有相同点。

第一，不论是采用实体现金流量法还是股东现金流量法对投资项目进行分析，所采用的贴现分析方法是相同的，两者均采用净现值法、内含报酬率法、现值指数法等方法进行分析。

第二，实体现金流量法和股东现金流量法对同一个投资项目的评价结果一般来说是一致的，即对独立项目进行评价时两者的结果是一致的。但在评价互斥项目时，两者的结果有时会出现一定的差异，即使用内含报酬率法或现值指数法评价互斥项目时，由于实体现金流量法和股东现金流量法在营业现金流量、折现率等方面的差异，可能会影响项目的先后顺序。

主要参考文献

中国注册会计师协会.财务成本管理.北京：经济科学出版社，2008