

# 融资成本不计入投资项目 现金流出的理论依据

孙 羨 于 君(教授)

(吉林工商学院会计分院 长春 130062)

**【摘要】** 本文依据融资成本不计入投资项目现金流出的理论进行归纳与梳理,总结出四种有代表性的观点,即项目投资假设论、重复扣除论、决策顺序论、投资与筹资分离论,并逐一分析评述,认为投资与筹资决策分离论能够科学、合理地解释融资成本不计入投资项目现金流出的原因。

**【关键词】** 融资成本 现金流出 理论依据 观点评述

目前,《财务管理》教科书及相关文献对于估算投资项目现金流量的看法基本已达成共识,即“融资成本不计入投资项目现金流出”。然而对为什么融资成本不计入投资项目现金流出的原因却有不同的看法。这些关于融资成本不计入投资项目现金流出的不同看法可归纳为项目投资假设论、重复扣除论、决策顺序论、投资与筹资分离论等四种观点。为了提高理论解释能力,增强理论对实践的指导作用,有必要对各种观点进行梳理与评述,寻求一种更为合理、科学的理论解释。

## 一、项目投资假设论

这种观点认为投资项目现金流量的估算比较困难,为简化其计算过程,可建立投资项目现金流量来源假设,即假设在确定投资项目的现金流量时,从企业投资者角度考虑全部投

资的资金都是企业自己的,而不具体区分为自有资金和借入资金等具体形式的现金流量,即便实际存在借入资金也将其作为自有资金对待。

传递流程;整合海外项目人员报销流程;整合财务报告编制中关键事项确认控制流程;建立并整合财务报告数据模板,作为国际公司的常规报表规范,以一套相对固定的基础数据满足中国、香港地区、美国以及本公司内部管理层等对披露信息的要求;建立财务报告模板和各类合同模式的海外项目经营目标的调整转换流程,以加快报表报送速度。

建立标准化流程的同时要不断优化流程。由于公司海外项目众多,各项目成长阶段不同,财务资源配置差异很大,需要充分调动海外派驻人员的积极性,合理配置资源、充分发挥总部的支持和服务作用,使共享中心能够与海外项目人员实现互动和协同发展。

3. 搭建 FSSC 信息管理平台。财务共享服务的信息管理平台非常重要,直接决定了 FSSC 的工作效率和质量。统一的海外财务信息管理平台需要有规范的境外公司标准化体系,并以固化的系统流程为基础。海外的财务信息系统在满足国内会计一级集中核算系统的基础上还要针对海外特点增加诸多功能,以便能够支持多语言、多准则、多本位币、多会计期间;支持多级别、多层次的自动重估与自动折算;满足多合同模式会计集中核算需要;满足本地化会计核算的需要;满足

资的资金都是企业自己的,而不具体区分为自有资金和借入资金等具体形式的现金流量,即便实际存在借入资金也将其作为自有资金对待。

笔者认为这种观点明确了项目现金流量的估算主体与归属。因为项目投资的主体是企业,企业的投资人包括股权投资人和债权投资人,项目现金流量是企业现金流量的一部分,理应属于企业全部投资人。这种观点的局限性在于:①混淆了投资决策与筹资决策的界限。即在进行投资决策时考虑了资金来源,背离了投资决策与筹资决策相分离的投资项目现金流量估算原则。因为对不知道是否具有财务可行性的投资项目,根本没有进行筹资决策的必要。然而不通过筹资决策,却又无法确定融资成本,因此该假设缺乏管理条件。②将融资成

国际化环境下外部监管部门、投资者、当地政府及税务部门对会计数据的需要;适应复杂的应用环境及当地监管环境。

## 五、结语

综上所述,建立海外共享服务中心能够进一步密切总部与海外各项目之间的联系,促使海外财务管理专业化、精细化程度大大提高,确保海外财务管理风险得到有效控制,助推海外业务全面拓展。

实施财务共享服务是国内外大型企业集团财务管理体制的发展趋势,大型跨国集团公司可以从建立海外财务共享服务中心开始尝试财务管理模式创新,探索建立符合自己公司实际需求且具有自身特色的财务管理新模式,使财务管理再上一个新台阶。

## 主要参考文献

1. 卜海涛. 财务共享: 跨国企业的集体冲动. 中国财经报, 2008-02-15
2. 刘思远. 中兴网信将在衡建共享服务中心. 衡阳日报, 2010-11-09
3. 丁文欣. 大型企业集团如何建构财务共享服务中心. 上海国资, 2010; 9

本区分为自有资金成本和借入资金成本,只用“假设”解释借入资金成本不计入投资项目现金流出的原因,无法解释自有资金成本不作为投资项目现金流出处理的原因。③项目投资假设缺乏理论解释力。在经济理论研究中,通常存在两种假设:一种是构成理论要素的假设,如会计假设、财务管理假设等;另一种是属于模型建立前提的假设,因为“模型”毕竟不是“原型”,为了建立模型,必须舍掉一些因素,或增加前提限制条件,基本模型建立后,再逐一放宽假设,研究更复杂的问题。如何估算投资项目现金流量就是建立现金流量预测模型,而项目投资假设就是该模型的假设,其不能成为融资成本不计入投资项目现金流出的理论依据。可见,项目投资假设的应用实质上是一种研究方法,而不能成为一种方法的理论依据。

## 二、重复扣除论

这种观点认为在项目投资决策中,评价投资项目财务可行性的主要依据是时间价值的折现指标。在折现指标的计算中,通常使用资本成本作为折现率,即在计算评价指标时,已将融资成本扣除,如果在现金流量估算中再扣除融资成本,就会形成重复扣除,因而估算投资项目现金流量时,不能将融资成本作为现金流出处理。

仔细分析我们发现,这一观点不仅与实际不符,而且概念模糊。其一,以投资项目现金流量为基础计算的评价指标,既有考虑时间价值的折现指标,也有不考虑时间价值的非折现指标,如静态投资回收期等。那么我们如何理解以现金流量为基础计算的非折现指标呢?假如在估算投资项目现金流量时扣除了融资成本,难道还需要计算考虑时间价值的折现指标吗?依据“重复扣除论”不仅无法理解以现金流量为基础计算的非折现指标,折现指标也可有可无。这显然与事实不符,在实际投资项目决策中,折现指标是迄今为止应用最广泛、理论依据最充分的评价指标。其二,“折现”与“扣除融资成本”并非同一概念,折现是将未来不同时间上的货币折算到现在时点,折现后的货币量虽然有所扣除,但扣除的并非融资成本。其三,折现率与融资成本不是必然相等的关系,折现率的选择除要考虑融资成本之外,还要考虑企业或行业平均投资报酬率等,即便是选择融资成本作为折现率,该融资成本也不可能是该项目的融资成本。因为在估算投资项目现金流量时,还不知道该项目是否可行,对不知道是否可行的投资项目是不能为其筹资的,即无法确定该项目的资金来源和资金结构,更无法确定该项目的融资成本。

## 三、决策顺序论

这种观点认为,企业财务决策的顺序是先进行投资决策后进行筹资决策。企业在进行投资项目决策时,首先考虑的是投资项目是否具有财务可行性,如果投资项目可行,则再考虑资金来源问题,只有具备财务可行性的投资项目才有进行筹资决策的必要。如果在投资决策时就考虑资金来源,可能导致不同的资金来源产生不同的决策结论,使投资项目决策失去客观性。因此,在进行项目现金流量估算时,由于不知道资金来源如何,就不能确定和扣除融资成本。

这种观点依据投资与融资决策的先后顺序解释融资成本

不能作为现金流出依据的原因,具有较强的说服力。因为现代企业置身于资本市场环境中,而资本市场总是青睐优质股票。只要有好的投资项目,便能筹集到所需要的资金,所以投资者总是先进行投资决策,在确定投资项目后,再考虑为投资项目筹集资金,进行筹资决策。但这种观点无法解释“多方案组合的资本定量分配决策”。投资项目决策类型主要有三种:单一方案的“接受”或“拒绝”决策、多方案的互斥选择决策和多方案组合的资本定量分配决策。顾名思义,多方案组合的资本定量分配决策就是将一定量的资本科学、合理地分配给多个方案,从而构成一个最佳方案组合的决策。显然,一定量的资本是通过筹资决策确定的,即在投资决策前就进行了筹资决策,这说明投资决策是以筹资决策为前提的。

## 四、投资与筹资分离论

这种观点认为投资与筹资决策是分离的。投资者进行投资决策时,无须考虑筹资渠道、筹资方式和筹资成本等问题。即在评价投资项目财务可行性时,不以筹资决策和筹资渠道、筹资方式为前提。筹资的目的是为投资项目筹集资金,因此筹资的前提是投资项目具有财务可行性。如果投资决策和筹资决策不能进行有效地分离,则只能依靠单个投资者的偏好情况做出投资决策,那么源于自身条件和时间的限制,大型的现代化公司就不可能存在。

这种观点的理论依据是费雪分离原理,根据这一原理,资本市场产生了一个单一的利率,借贷双方都依此为依据进行决策,促使投资与筹资决策相互分离。企业进行投资决策时,只要投资项目的收益率大于或等于市场利率,就可以接受该项目。如果内部资金不足,则可以按市场利率从资本市场筹资。企业进行筹资决策时,只要求其投资收益率高于市场利率,而无需考虑个别投资者的具体投资或消费偏好。

依据投资决策与筹资决策相分离原理,不仅投资项目经营期的融资成本不能计入经营期现金流出,投资项目建设期的融资成本也不能计入建设期的现金流出,更不能将建设期的借款利息资本化,计入固定资产原值。从而使投资项目现金流量的估算统一且规范,因而可以认为“投资与筹资分离”是估算投资项目现金流量最重要的原则之一。

财务管理理论的构成要素至少包括财务管理概念、假设、原理和原则。财务管理假设是指对财务管理领域中存在的尚未确知或无法论证的事物按照客观事物发展规律所作出的合乎逻辑的推理或判断。其不仅是逻辑推理的出发点,而且是建立财务管理理论体系的基础,也是财务管理理论的构成要素。投资决策与筹资决策相分离原理在许多财务管理理论文献中均被视为一项重要的财务管理假设或原则。因此,笔者认为投资决策与筹资决策相分离原理能够解释融资成本不计入投资项目现金流出的原因。

## 主要参考文献

1. 财政部会计资格评价中心. 财务管理. 北京: 中国财政经济出版社, 2008
2. 威廉·L. 麦金森著, 刘明辉主译. 公司财务理论. 大连: 东北财经大学出版社, 2002