

自由现金流量与 企业价值评估

张 媛

摘 要: 由于会计上遵循权责发生制, 财务操纵利润有很大的余地, 因而关于会计造假的丑闻屡禁不止, 这样, 就使基于利润为基础的企业价值评估大打折扣。本文介绍了一种源于西方并已发展成熟的价值评估指标——自由现金流量, 美国企业公布的年报都要求披露这一数据。相对于国内现通行的各项指标, 它有很多突出优势, 对进一步了解企业价值有一定的借鉴作用。最后, 根据自由现金流量在实际运用中的局限性, 提出几点建议。

关键词: 企业价值评估; 自由现金流量; 权责发生制

中图分类号: F233 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2005)05-0018-05

自由现金流量作为一种企业价值评估的新概念、理论、方法和体系, 最早是由美国西拉巴波特、哈佛大学詹森等学者于 20 世纪 80 年代提出的, 经历 20 多年的发展, 特别在以安然、世通等为代表的之前在财务报告中利润指标完美无暇的所谓绩优公司纷纷破产后, 已成为企业价值评估领域使用最广泛, 理论最健全的指标, 美国证监会更是要求公司年报中必须披露这一指标。那么究竟什么是自由现金流量, 它与我们熟悉的利润指标相比有什么优势, 实行以自由现金流量为基础的企业价值评估又有什么意义呢?

一、自由现金流量文献综述

(一) 自由现金流量涵义

自由现金流量于 20 世纪 80 年代一经提出, 就在学术界和实务界引起了重视。发展至今, 虽形成众多说法, 但共同之处都是指在不危及公司生存与发展的前提下可供分配给股东(和债权人)的最大现金额。

科普兰教授(1990)更是比较详尽地阐述了自由现金流量的计算方法: “自由现金流量等于企业的税后净营业利润(即将公司不包括利息收支的营业利润扣除实付所得税税金之后的数额)加上折旧及摊销等非现金支出, 再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。它是公司所产生的税后现金流量总额, 可以提供给公司资本的所有供应者, 包括债权人和股东。”

自由现金流量 = (税后净营业利润 + 折旧及摊销) - (资本支出 + 营运资本增加)

要说明的是,自由现金流量中所谓“自由”即体现为管理当局可以在不影响企业持续增长的前提下,将这部分由企业核心收益产业的现金流量自由地分派给企业的所有的索偿权持有人,包括短期、长期债权人以及股权持有人等。

公司作为企业的一种组织形式,设立的资本来源有两部分:一部分是股权投资者(股东)对企业的投入即权益资本;另一部分是来自债权人的债务资本。债务资本主要是向银行或其他非银行金融机构借入的长短期借款和发行的公司债券。企业通过债务方式获得的资本与通过股东投入及留存的方式获得的资本虽然来源有别,但在企业生产经营中发挥的作用是相同的。因此公司所产生的现金流量在扣除对库存、厂房设备等资产所需的投入及缴纳税金后,其余应属于股东和债权人,应提供给公司资本的所有供应者。这部分剩余现金流量就是自由现金流量。应该看到的是,利息费用是属于债权人的自由现金流量,尽管它作为费用从收入中扣除。因此仅在计算股权自由现金流量时要扣除利息费用,而在计算公司自由现金流量时则不能扣除。

自由现金流量 = 股权自由现金流量 + 债权自由现金流量

(二) 自由现金流量表现形式

随自由现金流量的定义衍生出两种表现形式:股权自由现金流量(FCFE, Free Cash Flow of Equity)和公司自由现金流量(FCFF, Free Cash Flow of Firm)。FCFE是公司支付所有营运费用,再投资支出,所得税和净债务支付(即利息、本金支付减发行新债务的净额)后可分配给公司股东的剩余现金流量,其计算公式为:

FCFE = 净收益 + 折旧 - 资本性支出 - 营运资本追加额 - 债务本金偿还 + 新发行债务 (1)

FCFF是公司支付了所有营运费用、进行了必需的固定资产与营运资产投资后可以向所有投资者分派的税后现金流量。FCFF是公司所有权利要求者,包括普通股股东、优先股股东和债权人的现金流总和,其计算公式为:

FCFF = 息税前利润 × (1 - 税率) + 折旧 - 资本性支出 - 追加营运资本 (2)

(三) 自由现金流量评估模式

以现金流量折现模型为例,对被投资企业进行价值评估一般应按以下步骤进行。

1. 预测绩效与自由现金净流量 包括:计算扣除调整后的营业净利润与投资成本;计算价值驱动因素;分析企业财务状况;了解企业的战略地位及产品的市场占有率;制订绩效前景;预测个别详列科目;检验总体预测的合理性和真实性。应该说,将企业经过审计的现金流量表进行分别明细科目的细化分析,结合企业经营的历史、现状和预测分析所得出的企业预计现金流量表,应该具有相当强的科学性和准确性,以此为基础计算出的自由现金净流量的可信程度是很高的。

2. 估测折现率 包括:权益性资金成本估算;负债性资金成本估算;确定目标市场价值权数;估计不同行业的企业的报酬率随整个上市公司平均报酬率变动的“β系数”或根据机会成本要求最低资金利润率。从而合理选定折现率。

3. 估测连续价值 包括:选择预测期限;估计参数;连续价值折现。

价值评估工作主要取决于对企业、对其所在行业及普遍的经济环境的了解,然后进行仔细的分析、认真的预测。选择正确的方法是价值评估过程中的重要方面,更主要的是拥

有齐全的历史财务、统计数据,采用科学的态度去认真分析和预测,才能避免误区,得到真实可靠的结论。风险投资与企业价值评估在我国起步较晚,针对不同的投资项目,评估测算过程中遇到的问题很多。如何将西方风险投资与企业价值评估的理论与技术,结合我国的实际情况作进一步的理论研究,并应用到实际中去,是今后管理会计实际工作者和科研、教育工作者应共同承担的任务。

二、自由现金流量:优点、局限性及相关思考

(一) 自由现金流量较其他企业价值评估指标的优点

从上述概念可知,自由现金流量是企业通过持续经营活动创造出来的财富,并且涵盖了来自三大报表的资料,与利润、经营活动产生的现金流量等指标存在很大差别。下面就人为操纵、股权投资、持续经营、时间价值、信息综合性5个方面来对比分析自由现金流量较其他财务价值指标的优点。

1. 人为操纵方面 由于会计上遵循权责发生制,收入不需以收到现金来确认,损失可被挂账或以谨慎为由以准备形式产生,财务操纵利润有较大的空间。自由现金流量则是根据收付实现制确定的,认准的是是否收到或支付现金,一切调节利润的手法都对它毫无影响。此外,自由现金流量认为只有在其持续的、主要的或核心的业务中产生的营业利润才是保证企业可持续发展的源泉,而所有因非正常经营活动所产生的非经常性收益(利得)是不计入自由现金流量的。它只计算营业利润而将非经常性收益剔除在外,反映了企业实际节余和可动用的资金,不受会计方法的影响。所以自由现金流量弥补利润等指标在反映公司真实盈利能力上的缺陷,是企业在扣除了所有经营成本和当年投资之后剩下来的现金利润。这些利润可以以真金白银的形式全部分配给企业的投资者,包括股权投资者和债权投资者。

2. 股权投资方面 会计利润核算有个致命的缺陷,就是未考虑股东的股权投资成本。会计方法上尽管将债务资本的成本在计算时以财务费用利息支出的形式扣除了,但通常不扣减因使用权益资本而产生的成本,认为留存收益、通过发新股获得的资金是可以无偿使用的。这就会造成很多企业的经营者根本不重视资本的有效配置。因此,也就不难理解2001年上市公司因融资政策放开而引发的如洪水猛兽般增发新股的“圈钱狂潮”了。这种重筹资、轻使用、随意改变募集资金使用的不正常现象导致股东财富在不断缩水,上市公司价值在逐渐遭到毁损。正是会计利润“股权资本免费”的幻觉我国众多国有企业虚盈实亏的根源。经营活动产生的现金流量只关注由企业的经营活动带来的现金流进,更是没考虑到股东的资本成本。关于股权资本成本的问题,自由现金流量显然是考虑到了。因为自由现金流量指的就是在不影响公司持续发展的前提下,将这部分由企业核心收益产生的现金流量自由地分配给股东和债权人的最大红利,是投资收益的客观衡量依据,消除了可能存在的水分,反映了企业的真实价值。

3. 持续经营方面 自由现金流量最大的特色也就在于其“自由”二字,它是以企业的长期稳定经营为前提,是指将经营活动所产生的现金流用于支付维持现有生产经营能力所需资本支出后,余下的能够自由支配的现金,它旨在衡量公司未来的成长机会。而拥

有了稳定充沛的自由现金流量意味着企业的还本付息能力较强、生产经营状况良好,用于再投资、偿债、发放红利的余地就越大,公司未来发展趋势就会越好。经营者也可将它作为经营者判断财务健康状况的依据,当自由现金流量急剧下降之时,就说明企业的资金运转不顺畅,可能也是财务危机即将来临之日。自由现金流量还可以作为经营者判断销售及收现能力的依据,如销售增加而自由现金流量并未变化,说明销售的收现能力下降,存在大量赊销,增大了经营风险。总之,自由现金流量可为投资者、管理者和债权人提供了企业在未来一段时间内发展的指向。

4. 时间价值方面 利润在计算过程中采用历史成本原则,企业的各种资产应按其取得或购建时发生的实际成本进行核算,并在以后的期间保持一致。但资本是有价值的,今天的一元钱比明天的一元钱更值钱。显然,利润忽略了资本的时间价值。自由现金流量则考虑到了资本的连续运动过程,任何资金使用者把资金投入生产经营用以购买生产资料与劳动力相结合以后,都会生产新的产品,创造新的价值,带来利润,实现增值。自由现金流量通过折现反映了资本的时间价值,为指标使用者带来一个更可信的价值。

5. 信息综合性方面 利润来自于损益表中,经营现金净流量来自于现金流量表中,由于它们的计算局限于各自所在财务报表的编制情况,因而在一定程度上不能代表企业整体特征。自由现金流量则涵盖了来自损益表、资产负债表、现金流量表中的关键信息,比较综合地反映了企业的经营成效,并通过各种信息的结合,甩开上市公司各项衡量指标的“水分”,去伪存真。

综上所述,自由现金流量不受会计方法的影响,受到操纵的可能性较小,可在很大程度上避免净利润和经营活动现金净流量指标在衡量上市公司业绩上的不足,并结合多方信息,综合股东利益及企业持续经营的因素,有效刻画上市公司基于价值创造能力的长期发展潜力。自由现金流量无愧于是评价衡量上市公司利润质量的有效工具,具有长盛不衰的生命力。

(二) 自由现金流量运用的局限性

自由现金流量法估价的基石是未来的自由现金流量和折现率。但它的使用要有一定的假设:公司在被估价时有正的现金流,并且未来的现金流可以较可靠地加以估计,同时,又能根据现金流相关特征确定恰当的折现率,那么就适合运用自由现金流量折现法。但现实情况与模型的假设条件往往大相径庭,特别对于以下几类公司,自由现金流量运用存在其局限性。(1) 陷入财务困难状态的公司。其当前的收益和自由现金流量一般为负,并很难断定何时公司会走出困境,而且公司有可能会走向破产。对这类公司估计现金流量十分困难。(2) 拥有未被利用资产的公司。自由现金流量折现法反映了产生现金流资产的价值。如果有资产未被利用,则其价值未体现在现金流中。如果有资产未被充分利用,也会产生类似问题,只是程度不同。通常我们可以单独获得此类资产的价值,然后把它加到计算出的价值中。从这个方面,我们可以理解上市公司的市盈率偏高的原因之一。因为上市公司普遍管理水平较低,企业盈利水平未能充分反映其潜在的赢利能力。(3) 拥有未利用专利或产品选择权的公司。它们在当前并不产生任何现金流量,预计近期也不能产生现金流量,但我们不能否认专利或选择权所具有的价值,对这个问题,我们可以在公开市场上对这些资产进行估价,然后将其加入现金流量折现模型估价之中。(4) 涉及并购事项的公司。对涉及并

购的公司,至少要解决两个重要问题:首先,并购是否会产生协同效应?协同效应的价值是否可估计?如果可单独估计,应将其单独估计。但这种估计极为主观。其次,公司管理层变动对公司现金流量和风险的影响,在敌意并购导致的目标公司管理层大范围离职时,尤其应注意其影响。(5) 对非上市公司。最大的问题在于非上市公司的风险难以度量从而难以确定适当的折现率。因为多数风险/收益模型要求根据被分析资产的历史价格来估算风险参数。由于非上市公司的股票不在公开市场上交易,所以这一要求无法满足。解决方法之一就是考察可比上市公司的相关数据来确定。

(三) 建议及启示

由于上述局限性的存在,为企业价值评估带来较大困难。要正确使用自由现金流量对企业的价值做出评估,必须充分考虑公司自由现金流量产生的基本因素及其对预期自由现金流量的影响,因此在实际运用时,非常依赖与公司相关的一切财务信息,甚至还要一些非财务报表信息,并将这些信息所引起的变化反映在预期现金流量及其增长状况中,使估值结果更符合实际。

但同时,现有的业绩报告为估价带来了困难。由于目前国内的会计制度还不非常完善,每年都要出台相应的补充解答来满足各企业的需求,从而也导致了有些行业要时常调整报表数,造成连续几年的数据较难具有可比性。人们需要投入很大精力对报表及其附注进行详细分析,然后进行数据调整,显然这是种巨大的成本,所以要加大改革力度,完善企业会计制度与其他相关制度,为人们提供能够判断企业价值的信息。

目前,国内对自由现金流量的运用仍然较少。其原因不仅在于人们对它的认识不够,也在于指标运用的局限性。如果各研究机构能够持之以恒地把自由现金流量指标分析透彻,深刻认识其优越性,并公开提供一些有辅助作用的数据,来帮助广大投资者运用其对企业内在价值、真正的盈利能力进行评估,那么自由现金流量被广泛运用将指日可待。作为上市公司而言,这项指标的推行会引导企业努力增加价值和盈利能力,将对提高中国上市公司的整体价值,提高中国各个产业乃至整个工业的价值起到极大的积极促进作用,从而营造出一个健康向上的市场投资环境。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] (美)汤姆·科曾兰等著,贾辉然等译.价值评估——公司价值的衡量和管理[M].北京:中国大百科全书出版社,1997.第8—9页,第54—61页.
- [2] 博依,张平.公司价值评估与证券投资分析[M].北京:中国财政经济出版社,2001.
- [3] 肯尼斯·汉克尔,尤丙·李凡特著,张凯,刘英等译.现金流量与证券分析[M].北京:华夏出版社,2002.第22—37页.
- [4] 布瑞德福特·康纳尔.公司价值评估[M].北京:华夏出版社,2001.第11—14页.
- [5] 徐国祥,檀向球.上市公司综合评价系统研究[M].北京:中国财政经济出版社,2001.
- [6] Tom Copland, Tim Collar, Jack Murrain. Valuation—Measuring And Managing The Value of Companies, Second Edition, Page 14—16.
- [7] 罗文.中国上市公司自由现金流量的测算.2002. <http://kyzjgzk.com>.
- [8] 上海证券交易所网站, <http://www.sse.com.cn>.
- [9] Aswath Damodaran. Investment Valuation — 2nd Edition.
- [10] Robert C. Higgins. Analysis for financial management. 北京:中信出版社,2002.
- [11] Frank K. Reilly, Keith C. Brown. Investment analysis and portfolio management. 中信出版社,2002.