

“自由现金流量”概念及计算方法分析

四川大学工商管理学院
四川师范大学
四川大学工商管理学院

符蓉
黄继东
干胜道

本文为国家自然科学基金《基于自由现金流量的我国上市公司业绩变化研究》的阶段性成果,课题编号:70672013

【摘要】本文深入讨论了作为现代公司财务理论的核心概念之一的自由现金流量。首先,分析了不同的定义者所处的角度并由此带来的在自由现金流量概念认识上的一些差异,提出了管理者自由现金流量这一层次;其次,对实证研究中自由现金流量的计算方法进行了评述,以期对今后的自由现金流量研究提供帮助。

1986年詹森在《美国经济评论》上发表了文章《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》。在文中,他正式提出了自由现金流量这一概念:企业在满足了净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量,即为自由现金流量。此后,詹森又在《并购争论:分析与证据》、《并购:原因与结果》、《褪色的上市公司》、《公司控制与财务政治学》等文章中,不断地重申这一概念,以致于短短的一二十年时间,自由现金流量迅速成为最为流行的公司财务理论的核心概念之一。但是,在各类文献中,对该概念的定义和使用各不相同,故有必要对此进行进一步归纳和探讨。

一、“自由现金流量”定义概念的不同角度分析

在詹森自由现金流量概念的基础上,不少财务学家对自由现金流量进行了研究,并给出了各自的理解。他们对自由现金流量的基本认定是:扣除必要的运营资本和长期资本投资之后的经营活

动所带来的现金流量即为自由现金流量。其所谓的“自由”,表现为不影响公司的持续经营或投资增长对现金流量的要求,可以将这部分“剩余”现金流量自由地分派给企业的投资者。例如,提高股利分配比率,实施股票回购等。

由于定义者所处的角度不同,对自由现金流量的认识出现了一些差异,并因此而形成常见的关于自由现金流量的两种分类:企业自由现金流量和股东自由现金流量。这两种分类的主要分歧点在于是否将筹资活动产生的现金流量,即发行和偿还债务本息是否纳入自由现金流量的范畴。

首先,从企业的角度来看,企业经营所需要的资金是由各类收益索偿权持有人来提供的,既包括股权投资者(含优先股持有者等),还包括债权投资者。因此,企业自由现金流量是指扣除税收、必要的资本性支出和运营资本增加后的、能够支付给所有的清偿权者的现金流量,可以用公式表示为:

企业自由现金流量= 税前利润+ 折旧和摊销- 所得税- 必要的资本性支出- 营运资本净增加

按照这种方式来定义自由现金流量的有:卡普兰和科勒、范霍恩、康纳尔以及标准普尔的定义等。比如,汤姆·卡普兰和蒂姆·科勒认为:自由现金流量等于公司的税后经营利润加上非现金支出,再减去营业流动资金、物业、厂房与设备及其他资产方面的投资。它未纳入任何与筹资有关的现金流量,如利息费用或股息。……实际上,自由现金流量也等于向所有资本供应者支付或收取的现金流量总额(利息、股息、新的借款、偿还债务等)。

1. 经营活动产生的现金净流量与流动负债之比,即现金比率。该比率反映企业经营活动获得现金偿还短期债务的能力。比率越大,说明偿债能力越强。但这并不意味着该比率越高越好。因为过高的现金比率,恰恰说明企业经营活动产生的现金未能被很好地利用,从而会影响企业的获利能力。一般保持在1:1较为合适。

2. 经营活动现金净流量与负债总额之比。该比例反映企业用经营活动中所获现金偿还全部债务的能力。该比率越大,说明企业承担负债的能力越强。

3. 经营活动现金净流量与净利润之比。该比率能在一定程度上反映企业利润的质量。也就是说企业每实现1元的账面利润中,实际有多少现金支撑。若该指标大于1,表明企业的经营活动现金流量高于净利润,企业的净利润有足够的现金保障,收益质量较高。反之若该指标小于0.5,则表示企业收益质量差,在常规情况下企业会因

现金不足而面临困境。

4. 经营活动现金净流量与销售收入的比。该比率可以大致说明企业销售回收现金的情况及企业销售的质量。比率越高,说明销售收入产生现金流量的能力越强。

5. 分得股利或利润及取得债券利息收入所得到的现金与投资收益比较,可大致反映企业账面投资收益的质量。

6. 经营活动产生的现金净流量减去优先股股利之后与普通股现金股数之比,它反映企业支付股利的能力,比率越大,说明支付股利能力越强。

四、如何加强对现金流量的管理

笔者认为,企业加强现金流量管理要做好两方面的工作:

(一)要编制现金预算。编制现金预算要解决两个关键问题,一是有关现金流量的时间安排问题,为了维持企业的流动性,企业必须规划现金流入的时间以满足预算

期间的现金需求;二是有关维持适当的现金余额问题。现金预算应该确认何时现有现金流入,并允许做短期的投资、借款、资本性支出以及其他派发股利等自愿性支出,以期能够保持最有利的现金余额。

(二)要运用现金管理策略。主要有:一是力求现金流量同步,使企业所持有的交易性现金余额降到最低水平;二是控制现金使用时间,利用好现金浮游量;三是实施有效的收账策略,加速应收账款的收回;四是在不影响企业信誉的前提下,尽可能推迟应付款的支付期,充分享用供货方提供的信用优惠。

总之,在实际工作中,与投资者和债权人分析现金流量一样,企业管理者需要分析净现金流量与收益的关系;分析现金流量的来源和用途;分析偿债能力,不断根据企业发展趋势,确定理想的现金流量,对其进行动态管理,以提高财务决策的准确性,确保企业可持续性发展。

其次,从股东的角度来看,作为企业剩余收益索偿权的所有人,在企业自由现金流量的基础上,还要扣除债务的利息和本金,如果仍有剩余现金,即属于股东的自由现金流量。其计算公式为: 股东自由现金流量= 税前利润+ 折旧和摊销- 所得税- 必要的资本性支出- 营运资本净增加+(发行新债- 清偿债务本息)

按照这种方式来定义自由现金流量的有詹森、汉克尔和李凡特等。比如,肯尼斯·汉克尔和尤西·李凡特(2001)认为,自由现金流量与经营现金流量不同的是,自由现金流量没有严格的定义,因此它被蒙上了一层神秘的面纱。同时,自由现金流量被冠以的名称也众多,有袭击者现金流量(raiders' cash flow),超额现金流量(surplus cash flow),多余现金流量(excess cash flow),可分配现金流量(distributable cash flow),可自由使用的现金流量(disposable cash flow)等等。然而这些名称的假设前提是在不影响成长前景的情况下,公司可以分配给股东的最大现金。具体地说,自由现金流量是指除了在库存、厂房、设备、长期股权等类似资产所需的投入外,企业能够产生的额外现金流量。如果在持续经营的基础上,企业除了维持正常的资产维护外还可以产生更多的现金流量,那么该企业就有正自由现金流量。

如果我们把向债权人借款所引起的现金净流量,称为债权人自由现金流量,则企业自由现金流量和股东自由现金流量的关系为:

企业自由现金流量= 股东自由现金流量+(清偿债务本息- 发行新债)

即: 企业自由现金流量= 股东自由现金流量+ 债权人自由现金流量

此外,笔者认为还应该管理者自由现金流量这样一个层次。当企业支付了优先股和普通股股息,如果仍有剩余现金,这部分现金的所有权归属于股东,但实际上管理者通常有很大权利来支配和使用这部分现金。对掌握现金的管理者而言,这才是真正的可以“自由”使用的现金流量,是在考虑企业的筹资政策、投资政策及股利分配政策之后,尚有剩余的现金流量,这就是所谓的管理者自由现金流量。

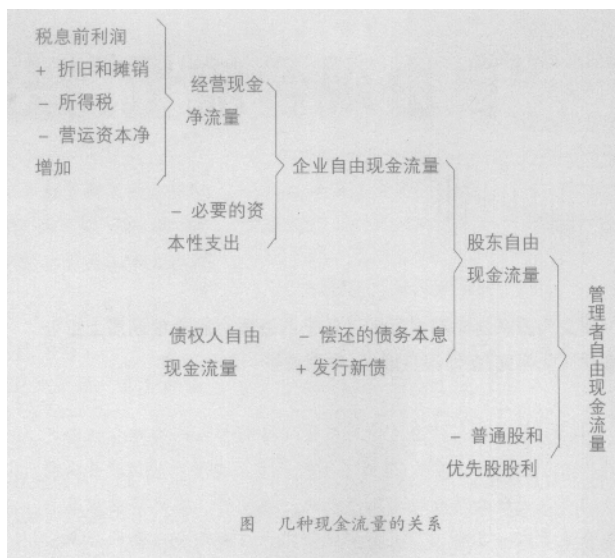
无论从哪个角度看自由现金流量,企业存在自由现金流量本身并非坏事,说明企业当期未受到融资约束的困扰,但是,由自由现金流量而引发的代理成本却降低了企业的效率。由于公司管理者与所有者的利益未必完全一致,当存在管理者自由现金流量时,管理者常常会从自身效用最大化出发,产生自由现金流量代理成本。故管理者自由现金流量才是人们真正关注的部分,其计算公式如下:

管理者自由现金流量= 税前利润+ 折旧和摊销- 所得税- 必要的资本性支出- 营运资本净增加+(发行新债- 清偿债务本息)- 优先股和普通股股利

经营现金净流量、企业自由现金流量、股东自由现金流量、债权人自由现金流量、管理者自由现金流量的关系可用下图表示:

二、“自由现金流量”的实证计算方法分析

在对自由现金流量代理成本进行实证研究中,常常需要计算自由现金流量。但是,定量描述自由现金流量是很难的,即使能够量化,也只能近似而已。汉克尔和李凡特(2001)曾说:“不幸的是,目前并没有自由现金流量的简单定义,没有一个分析师可以运用现金流量报表中的数据计算出精确的自由现金流量,因此我们只能大致地预测自由现金流量”。如果严格按照詹森的定义来计算,则要求准确估量投资项目的净现值,但其本身并非易事。况且,在



项目投资之初,只能依靠预测来区分净现值为正或负的项目,而预测并非总是正确的。我们通常只能在事后才能判断哪些投资项目是必要的。所以,在实证研究和实际运用中,往往采用近似的方法来计算自由现金流量。比如,对于企业自由现金流量的计算,标准普尔的计算公式为:

自由现金流量 = 税前利润 - 资本性支出

康纳尔教授在其分析的一个案例中提出自由现金流量的计算公式:

净现金流 = 息税后利润 + 递延税收增加额 + 折旧 - 营运资本增加额 - 资本性支出

以上两种方法,将所有的投资支出都减去,而不是减去必要性投资支出,其原因恐怕就是区分净现值为正或负的项目有一定的难度。

此外,到目前为止,各类研究中运用最多的自由现金流量的计算方法是沿用莱恩(Lehn)等的公式,即

自由现金流量绝对额 = 扣除折旧前的经营活动现金流量净额 - 所有税赋 - 长短期债务利息 - 普通股和优先股股利

自由现金流量相对额 = 自由现金流量绝对额 / 上期期末股权账面价值

或者:

自由现金流量相对额 = 自由现金流量绝对额 / 上期期末总资产账面价值

莱恩等的公式实质上是计算企业可使用的现金流量,是在扣除了利息和股利、未扣除必要的资本性支出的基础上所进行的自由现金流量的简化计算。其特点在于:一是未扣除资本性支出,故计算自由现金流量时,不必判断哪些投资是属于净现值大于零的,减少了计算上的很多麻烦。只是这样处理后与詹森的定义有了差异。二是计算的结果趋近于管理者自由现金流量,即剔除了企业支付的利息和股利,其剩余部分是管理层真正可自由支配的现金流量,这样便于研究公司管理层“自由”使用这部分现金的效率,尤其是当我们关注公司管理层如何针对这部分自由现金流量而采用的财务决策、是否可能存在自由现金流量代理成本时,莱恩的计算方法更容易被理解和接受。而后来的很多研究采用了莱恩的方法,或者在他的基础上稍作修改,但实质是一致的,如郎咸平等(1991)、Doukas(1995)、Szewczyk等(1996)、Ferdinand等(2001)。