

自由现金流量指标的计算及运用

广东佛山 赵红英

由于自由现金流量(FCF)指标需要进行多项调整计算才能得到,因而其在实务中的运用和推广遇到了一些阻碍。笔者将 FCF 指标分为两类,即 FCF1 指标和 FCF2 指标。FCF1 指标和 FCF2 指标计算所依据的数据可直接取自现金流量表,其计算简单方便,有着传统财务分析指标不可比拟的优势。

一、自由现金流量指标的计算

1. FCF1 指标的计算。 $FCF1=CFO-折旧$ 。自由现金流量是企业通过持续经营活动创造出来的财富。与经营活动无关的收入(非常项目导致的收入)和与经营活动无关的支出(非常项目导致的支出或损失)应予以扣除。FCF1 可以被近似地认为是经营活动现金净流量(CFO,现金流量表中“经营活动产生的现金流量净额”项目金额)与资本性支出之差。资本性支出是企业为了维持或扩展其经营业务而必须安排的固定资产投资,以此保证未来企业价值的增长。资本性支出可以分为维持性资本支出、重置性资本支出和扩张性资本支出。在企业价值稳定增长阶段,资本性支出主要是维持性资本支出,其在

不具备专业的财务知识,也不愿意深入分析这些因实施股票期权激励计划而亏损的上市公司的实际经营业绩。他们大多数只是看一眼显性的报表上的“巨额亏损”就改变对这些上市公司的看法,进而改变其投资决策。因此笔者认为,《企业会计准则第 11 号——股份支付》的规定或许将逆向引导上市公司和投资者的行为。

首先,上市公司势必想方设法“降低”授予股票期权的公允价值,从而减少计入当期费用的金额。股票期权激励计划一般都要设置非市场的业绩条件。这样,为了提高净利润、满足行权条件,上市公司会想方设法缩小行权价与授予日股价的差距。实际中,不少上市公司修改了股票期权激励计划,大幅度提高了行权价。但是,对于大幅度提高行权价,激励对象心里实际上是不愿意的,不少上市公司的股价长时间低于行权价,而且因为市场原因股价没有上升迹象。另外,为了提高激励对象的行权收益,上市公司势必又要扩大行权价与出售时股价的差距。这两个方面是一对矛盾体。要使它们达到平衡,比较有效的方法是在股价较低时授予股票期权。这样一来,上市公司就存在调控净利润和股价的内在动因。如管理层完全可以利用内部控制人的优势,降低基期业绩以降低行权条件,并且拉低股价以减少激励费用等。而一旦股票期权激励计划获得通过,又可以“释放”隐藏的利润,大幅度提升业绩,刺激股价的上升。

金额上与折旧额接近,故用折旧额代替资本性支出,即 $FCF1=CFO-折旧$ 。

2. FCF2 指标的计算。 $FCF2=CFO-CFI$ 。其中,CFI 为现金流量表中“投资活动产生的现金流量净额”项目金额,包括重置性资本支出和扩张性资本支出。

二、自由现金流量指标在财务分析中的应用

例 1:选取中国联通年报所披露的财务数据,对其进行财务分析。

表 1 中国联通自由现金流量分析表 单位:万元

时 间	FCF1	FCF2	NI	CFO	CFO-NI
2007-09-30	879 863	4 015 486	315 430	2 490 198	2 174 768
2007-06-30	700 750	2 812 146	129 602	1 775 802	1 646 200
2007-03-31	299 034	1 298 838	117 237	846 582	729 345
2006-12-31	1 472 777	5 349 483	364 461	3 639 696	3 275 235

由表 1 可以看出:

其次,上市公司提供的会计信息使投资者无所适从。此前投资者认为实施股票期权激励计划的公司都是经营有道的优秀的上市公司,但是其年报披露的巨亏,使得大多数投资者认定上市公司中受到激励的高管“吞食了应该属于股东的巨额利润”,从而认为这些上市公司不具备投资价值,进而改变投资决策,纷纷由持有转而沽售其股票。

四、修改建议:定向发行方式下股票期权激励之股份支付按照定向增发股票处理

我国上市公司的股票期权激励主要是向激励对象定向发行股票,而且行权价按照股票期权激励计划披露前 30 个交易日股票的算术平均价与前一交易日收盘价之间的较高者确定。这种特点使得我国上市公司实施的股票期权激励计划在实质上是一种定向增发股票的行为。

针对《企业会计准则第 11 号——股份支付》在上市公司实施过程中出现的不正常现象,笔者建议,细化股份支付的类型,将定向发行方式下股票期权激励之股份支付单独归类,并且明确其按照定向增发股票进行会计处理。

上市公司在等待期的每个资产负债表日,不进行任何会计处理,只需在附注中披露股票期权激励计划。而在实际行权日,进行以下会计处理并在财务报告中披露:借:银行存款(行权价×行权数量);贷:股本(行权数量×面值),资本公积——股本溢价。○

中国联通在 2007 年前三个季度,其 CFO 与 NI(净利润)同步增长。这段时期,公司呈良性发展态势。

FCF1 均高于 NI,反映了中国联通不仅有维持性资本支出,还有扩张性资本支出。2007 年前三个季度的折旧额逐步上升,所以 CFO 与 FCF1 之间的差距逐步加大。

FCF1 均大于 0,这是中国联通快速发展的标志,表明中国联通在保证原有的经营能力的同时,还有足够可自由支配的现金,其灵活运作的空间大。

FCF2 大大高于 FCF1,说明中国联通寻找净现值大于零的项目较难,投资不积极。要积极预防此时自由现金流量增多使得公司实际价值下降的风险。

例 2: 选取中兴通讯年报所披露的财务数据,其 NI、CFO、FCF1、FCF2 之间的关系如表 2 所示。

表 2 中兴通讯自由现金流量分析表 单位:万元

时 间	NI	CFO	FCF1	FCF2	折旧
2007-09-30	60 285	-245 476	-245 476	-121 996	0
2007-06-30	45 984	-21 200	-46 533	50 857	25 333
2007-03-31	4 245	-128 399	-128 399	-82 831	0
2006-12-31	80 735	-155 499	-205 829	-39 142	50 330

从表 2 可以看出:

中兴通讯在 2006 年 12 月至 2007 年 9 月这段时期,CFO 大大低于 NI,且呈负数,这可能是由经营性应收项目以及存货的增加小于收入的增加造成的。经营性应收项目的增加反映了公司对应收项目的管理不善,存货的增加说明其市场竞争力正在下降。虽然中国联通也存在大量的经营性应收项目和存货,但与中兴通讯不同的是,这些经营性资产的增多有销售增加的支持,而这正是中兴通讯所缺少的,表现为 CFO 的值很低。

2007 年 6 月,FCF2 大大超出 CFO,呈正数,这是公司该时期投资活动产生的现金净流量比 CFO 小的结果,说明公司所需要的现金不是单靠经营活动产生的现金净流量所能补充的。中兴通讯从 2006 年到 2007 年 9 月在着力进行资产投资,投资产生的效益尚未彰显。因此,应预防公司陷入成本不断上升,对收入的要求不断增加,不断增加投资来提高收入,同时,成本也随之不断上升,又需要继续扩大投资的怪圈。

是否存在上述情况,进一步的分析如下:

我们可以对主营业务收入增长率和经营性现金流出增长率作一比较。如果前者大于后者,说明销售收入与现金流出同步,不会陷入“老鼠赛跑”的怪圈。

通过计算可得出,中国联通 2007 年 3 月、6 月、9 月的经营性现金流出增长率分别是-0.64、1.05、0.58,主营业务收入增长率分别是-0.75、1.05、0.51,经营性现金流出增长率与主营业务收入增长率基本持平。这说明中国联通的现金流出与主营业务收入保持同步增长,日常费用开支基本正常。中兴通讯同期的主营业务收入增长率分别是-0.72、1.53、-0.46,经营性现金流出增长率分别是-0.75、1.36、0.74。中兴通讯 2007 年 9 月的主营业务收入增长率大大低于经营性现金流出增长

率,这说明其日常费用开支有压缩的余地。这也正是中兴通讯 2007 年 9 月 CFO 呈巨额负数的原因。

不难看出,自由现金流量是一个重要的概念。当企业的现金满足了全部净现值为正的投资项目的需要之后,就意味着企业的利润实现了最大化,而且这里的利润最大化是以现金为支撑的,它实现了数量最大化和质量最高化。进一步说,满足了全部净现值为正的投资项目的需要之后的剩余现金流量越大,表明能够支付给股东的红利越多,企业的价值也就越大。因此,自由现金流量最大化概念包含了企业利润最大化和股东红利分配最大化双层含义。

自由现金流量最大化意味着企业在一定时期内进行了有盈利的投资,说明企业具有很强的投资项目发现和决策能力。另外,自由现金流量越大,表明企业内部产生现金的能力越强。企业内部产生现金的能力是指经营活动产生现金净流量的能力。当一个企业的现金满足了全部净现值为正的投资项目的需要后,说明企业经营活动产生的现金净流量实现了最大化,它成为自由现金流量的来源。一般来说,企业的现金净流量来源于经营活动、筹资活动和投资活动。来自于筹资活动的现金净流量是投资者投入的结果。投资者之所以进行投资,是以企业投资项目净现值大于零为前提的,所以筹资活动产生的现金净流量不是自由现金流量的来源。来自于投资活动的现金净流量只是资产结构变化的结果,与资产总量无关。这部分现金净流量没有改变企业的投资规模。在既定的投资规模下,投资项目的净现值大于或等于零不会形成自由现金流量。尽管此时企业账面上仍有库存现金,但其不是自由现金流量的组成部分,仅仅是企业的现金净流量。只有当现金净流量来自于经营活动并且不再能够找到净现值大于零的投资项目时,才成为自由现金流量。不难看出,自由现金流量可以反映企业的决策能力和经营能力,这正是自由现金流量作为高质量的财务分析指标的原因。

三、相关注意事项

1. 企业实际的自由现金流量并非越大越好。静态地说,在某一时期内或某一时点上,企业有可能因找不到净现值大于零的项目而产生现金剩余。但是动态地说,寻找投资项目是一个永续的过程,净现值大于零的项目是可以不断被发现的。这样看来,自由现金流量是不存在的,那么以其为基础的分析也必然存在一定的缺陷。也就是说,投资越积极的企业,其未来的盈利预期越好,但当前的自由现金流量却越小;而在经济衰退期,寻找净现值大于零的项目越来越困难,企业的投资不积极,此时自由现金流量增大,但企业的实际价值却在下降,此时以自由现金流量作为分析指标会使投资者做出错误的判断。

2. 用此方法计算的 FCF1 指标,用折旧额代替资本性支出,只是适用于企业稳定增长阶段。

3. 本文所用数据是 2006 年 12 月至 2007 年 9 月的,时间跨度短,不能反映企业的长期发展趋势。但文中所讨论的方法在评价企业的经营能力和剖析企业价值方面具有其他财务分析指标不可比拟的优势。○