

简析国内运用 FCF 评估企业价值的疏漏

广东广业投资集团有限公司 林啸江

【摘要】国内自由现金流量(FCF)研究文献在计量 FCF 时均将筹资活动产生的现金流量排除在外。本文通过案例分析,认为筹资活动产生的现金流量是 FCF 的重要组成部分,而这与国外专业的 FCF 研究文献的观点是相符的。

【关键词】企业价值评估 自由现金流量 WACC

一、自由现金流量与企业价值评估概述

自由现金流量概念的提出,最早可以追溯到 1958 年,美国学者莫迪格利安尼和米勒重新诠释了企业目标是价值最大化,并非新古典经济学所述的利润最大化。他们还首次(1961)阐述了公司价值和其他资产价值一样也取决于其未来产生的现金流量,并通过建立“米勒—莫迪格利安尼”实体价值评估公式对公司整体价值进行评估。到了 20 世纪 80 年代,美国西北大学拉巴波特、哈佛大学詹森等学者在评估企业价值实践中系统地阐述了自由现金流量的概念。如今在公司价值评估工作中自由现金流量已得到了非常广泛的应用,并已经成为当今公司价值评估、产权交易等现代资本运作和金融交易的主要依据。

目前国内有关自由现金流量的文献都认为:①现金流入来自于企业的经营,是税后现金流量,但是在支付融资借款利息之前(即不扣减利息费用);②现金流出是因为增加了固定资产和营运资本投资;③扣除现金流出的税后现金流量净值被称为公司自由现金流量,然后通过对未来自由现金流量贴现得出目标公司价值。其计算公式是:自由现金流量=股权自由现金流量+债权自由现金流量=(营业利润+股利收入+利息收入) \times (1-所得税税率)+递延所得税增加+累计折旧-资本支出-营运资本增加,或=息税前利润 \times (1-所得税税率)+累计折旧-资本支出-营运资本增加。

纵观国内探讨 FCF 的文献,介绍均到此为止。更有学者据此公式认为,所谓的自由现金流量是排除了投资活动与筹资活动现金流量之外的,是区别于一般会计意义的现金流量,并认定投资活动与筹资活动产生的现金流量均是不为管理者所掌握的、非自由的现金流量。

笔者认为以上国内部分文献对“自由”的定义十分牵强:投资活动、筹资活动和经营活动均为企业管理者主要工作内容,三者相辅相成。三者所产生的现金流量,在实际工作中是相互渗透的,特别是投资与筹资更是紧密相关,是现金“源”(现金流入)的重要方面之一。而国内文献却往往考虑投资活动的现金流出项,对筹资活动的现金流入项却视而不见,缺乏说服力。

笔者参阅国外相关文献发现,一般简单的、入门级的介绍

性文献,与我国的文献对 FCF 的介绍基本相同,即仅将 FCF 介绍到经营活动产生现金流量为止。但专业性的学术探讨文献则认为 FCF 包括筹资活动带来的现金流量。

二、案例分析

案例资料如下:

1. 项目公司各股东第一年年初投入现金资本 1 亿元,用于收购一能源销售网络部分股权。

2. 收购计划如下:第一年年初出资 6 000 万元收购计划收购部分的 60%;第二年年初出资 4 000 万元收购计划收购部分的 40%。

3. 预计全资收购销售网络后每年将获得稳定分红 1 100 万元(税后)。因此第一年分红=1 100 \times 60%=660(万元),第二年分红=1 100 \times 100%=1 100(万元)。

4. 本案例将项目公司简化为一个单纯性的股权投资管理公司,为方便计算,忽略一般性的管理支出,也就是说 1 100 万元是公司全部净现金流入额。

5. WACC(股权与债权加权平均资本成本)=10%。

某评估机构认为对该项目公司评估作自由现金流量预计时,不考虑所要评估时点前的历史情况,着眼于对未来现金流量的考虑,编制的现金流量表如下:

项 目	第1年	第2年	第3~32年
收到股权投资税后分红	1 100	1 100	1 100
现金流出			
资本性支出	-4 000		
净自由现金流量	-2 900	1 100	1 100

计算出第一年年初该项目公司时点价值为 6 842 万元,似乎符合“未来现金流量贴现值”的概念,因而应是科学而客观的了。

那么,注册资本为 1 亿元的项目公司,年平均净现金流入 1 100 万元的企业价值仅为 6 842 万元吗?是否按此价值交易就是公平的呢?

答案显然是否定的。资产 1 亿元的公司,年现金流入 1 100 万元,内部收益率为 11%,高于市场折现率 10%,没有理由认

为这样的公司会折价以 6 842 万元的价格出售。问题就出在该评估忽略了第一年年末 4 000 万元的资本性支出,其来源于第一年年初的现金流入项。为了方便比较,不妨假设该企业 1 亿元于第一年年初一次性用于收购股权,未来现金流量表变为:

现金流量表 单位:万元

项 目	第1年	第2年	第3~32年
收到股权投资税后分红	1 100	1 100	1 100
现金流出			
资本性支出			
净自由现金流量	1 100	1 100	1 100

按此计算得出的企业价值为 1.47 亿元,远远高于上面计算出来的 6 842 万元。

这就引起疑惑:如果仅仅因为股权收购款中的 40%晚了一年支付,便使得企业价值有如此大的悬殊,显然是让人难以信服的。问题的症结恰恰就在于该评估机构忽略了对企业融资活动产生的现金流量的考量。正确的未来现金流量计算见下表:

现金流量表 单位:万元

项 目	0	第1年	第2年	第3~32年
收到股权投资税后分红		1 100	1 100	1 100
现金流出				
资本性支出	-6 000	-4 000		
融资产生的现金流量				
注册资本	10 000			
净自由现金流量	4 000	-2 900	1 100	1 100

依据上表可以计算得出企业价值为 1.022 亿元,该结果是可以令人信服的,反映了对企业价值进行产权交易时的合理价格。这个价值比第一年年初就付清股权收购款情况下的 1.47 亿元企业价值少了 0.448 亿元,这便是出资的时间价值体现。

这里特别需要注意的是,如果把股本投入换为债务融资,其计算出来的企业价值的结果是一致的。但是,股权交易根据股权价值确定,而股权价值等于企业价值减去债权价值。通常债权的付息率低于 WACC,从而举债经营的杠杆效益得以体现。

三、评估中存在问题的原因分析

从案例分析中不难看出,目前国内介绍自由现金流量法评估企业价值的文献,有关计算公式均忽略了被评估主体融资活动产生的现金流量,而这正是造成在实际评估活动中不能充分考虑并计量企业获得的自由现金流量的关键所在。

而另一更深层次的原因,在于国内有关文献在讨论自由现金流量时,忽视了对会计计量或评估计量最重要的会计主体(或评估主体)前提问题的考虑。即没有明确现金流量的计量主体资格,从而在实际计量会计主体的自由现金流量时,没

有遵循计算口径的一贯性原则。

对于案例中的问题,其实也正是某些文献所强调的,自由现金流量中,不应包含对企业正常生产经营无用的现金。也就是说,只有运用于企业生产经营活动中的现金才是有价值的现金,否则便没有价值,在评估企业价值时应将之扣减掉。笔者认为这样的观点是荒唐的。对未来现金流量折现后的企业价值,是将未来的各价值流量换算为此时此刻的时点价值(存量)。在这一时点的存量中,即使有一部分现金是对于企业主营业务多余的现金,但这一部分现金对于现时仍然是有价值的。因为在一个充分竞争的市场中,这一部分现金仍然可以自由地被企业所有者用于新设项目的投资活动,获得相应的市场报酬,甚至可以立即通过分配的方式为投资者即刻获取。也就是说,现金对企业来说永远是有价值的。

将未来现金流量贴现为现值,这其实是基于一定的会计理论与经济学知识,将抽象的未来经营情况折算为现实的现金,从而有了统一的衡量尺度,判断投资是否可行。在投资者看来,未来的经营活动,仅仅是现金周转运动的一种表现形式而已。价值评估的目的就是要化繁为简,去伪存真,将企业的未来经营状况还原为现金价值形式。这就是为什么现金对于投资者来说永远不会多余的原因,其增减必将对评估对象价值产生影响。

存在对多余现金的困扰,其根源仍然是没有明确会计主体前提问题,即评估的目光仅仅局限于企业某一项、某一时间的经济行为,而忽视了企业是一个拥有各种经济资源、在市场中有着各种投资机会的有机综合体。一部分经济资源对于某一项生产经营活动或许已经显得过于充裕,但对于一个企业来说,仍然可以运用这部分资源,甚至将“多余的现金”予以分配,获得现实的价值。也就是说,如果明确了被评估对象的主体前提,同样可以很清晰地把企业所拥有的全部的、包括现金在内的各种经济资源予以充分考虑,而不至于认为现金对于一个企业主体来说是多余的。

可以看出,将筹资活动产生的现金流量作为 FCF 的一部分才是完整的 FCF。而筹资活动既包括举债,也包括向股东筹集资本金,这与国外某些专业性的学术讨论文献的定义是相吻合的。但笔者也注意到,这些文献大概是默认了企业已完全收到股东资本的情况,因而仅考虑了债务融资带来的现金流量,而没有强调股东资本投入这一重要的企业融资活动。

由此可以得出结论,进行价值评估时,首先要对被评估主体有一个清晰的界定,然后才能准确完整地影响企业价值的现金“源”与“流”进行确认、计量、记录,剩下的现值折算便只是个简单的计算过程了。

主要参考文献

1. 朱南军,王平.公司并购创造价值的财务学分析.财经问题研究,2002;11
2. 李晚梅,于宏志.自由现金流量与会计现金流量的比较.内蒙古科技与经济,2006;11
3. 张鸣.投资管理.大连:东北财经大学出版社,2001