企业价值评估中自由现金流量指标的运用

祝 涛

（湖北民族学院 湖北恩施 445000）

【摘要】本文从自由现金流量的内涵入手，剖析了实务中运用自由现金流量评估企业价值存在的难点和不足，并提出了对策，以期为我国企业价值评估实务提供有益的借鉴。

【关键词】企业管理 价值评估 自由现金流量

一、自由现金流量释义

1. 自由现金流量的内涵。一般认为，自由现金流量是指企业经营活动所创造的，在扣除了缴纳的所得税并满足了必要的再投资需要后所剩余的可供企业管理当局自主支配的那部分额外现金流量。自由现金流量包括企业自由现金流量和股东自由现金流量。本文所述自由现金流量为企业自由现金流量。

2. 企业价值计量模型。在实务中自由现金流量运用最为广泛的是企业价值评估领域。运用自由现金流量评估企业价值的计量模型有多种，如稳定增长模型、两阶段模型、三阶段模型、H模型、N阶段模型、通用计量模型等，由于企业内外部环境复杂多变，各期产生的自由现金流量实难有规律可循，本文也倾向于采用通用计量模型来评估企业价值。具体计算过程包括三步：

（1）预测企业未来各年经营性现金流量：经营性现金流量=营业收入-付现营业成本费用（不含债务利息）-所得税=税后净营业利润+折旧及摊销等。

（2）预测企业未来各年自由现金流量：自由现金流量=经营性现金流量-资本性支出-营运资本净增加=税后净营业利润+折旧及摊销等-资本性支出-营运资本净增加。

（3）计算企业价值。

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}+\frac{v_n}{(1+WACC)^t}$$

其中：V为企业价值；FCF_t为第t年预计的自由现金流量；v_n为第n年预计的企业终值；WACC为加权平均资本成本。

二、实务中运用自由现金流量评估企业价值存在的难点

1. 企业未来各期的自由现金流量大小难以确定。企业未来各期的自由现金流量高低是决定企业价值大小的关键因素，但合理预测企业未来各期的自由现金流量并不是一件容易的事情。在社会经济发展的不同阶段，不同行业的企业在生命周期的不同时期，其自由现金流量会呈现出不同的特点和变化规律。

（1）经济周期波动影响自由现金流量。在经济周期波动的不同阶段，企业采取的经营方针与策略是不一样的。在经济复苏阶段，企业会加大投入，以扩大生产规模来满足市场不断增长的需求，因此自由现金流量会不断增加；在经济繁荣阶段，企业会充分利用市场机会创造更多的自由现金流量；在经济衰退和萧条阶段，企业创造的自由现金流量会逐步减少，甚至出现负增长。因此，进行企业价值评估时必须深入研究经济周期波动的规律，对经济周期波动的启动机制、制约机制和表现形式等作进一步的探讨。

（2）产品生命周期影响自由现金流量。企业的产品会经历诞生、成长、成熟和衰退的过程。能否准确预测企业产品生命周期时间跨度对预测未来各年自由现金流量非常重要，但产品生命周期的变动规律受到行业特点、经济因素、竞争因素和技术发展水平等诸多因素的综合制约，这是导致利用产品生命周期预测自由现金流量难度较大的主要原因。

（3）企业生命周期影响自由现金流量。准确判断企业所处生命周期的具体阶段，科学预测企业生命周期各阶段的时间跨度对于预测企业未来各期的自由现金流量至关重要，而对企业生命周期各阶段的时间跨度的预测难度较大，它不但受到产品生命周期、企业经营周期的影响，而且受到劳动生产率、消费支出水平、制度因素等诸多方面的制约。

2. 企业持续经营年限长短难以确定。根据企业价值计量模型可以看出，我们只可能对持续经营年限做一个合理的估计。目前有学者提出将持续经营期间分为两个时期，即明确的经营年限预测期（如企业生产经营的前10年）和以后期间（如从企业生产经营的第11年至企业消亡）。对于第一个时期，要分别预测企业每年的自由现金流量；对于第二个时期，不需再关心企业各年自由现金流量而代之以估计的一个企业终值，企业价值即为明确的经营年限内各年自由现金流量现值之和加上估计的企业终值的现值。但实际上问题并没这么简单，以我国企业为例，据有关资料显示，中小企业平均寿命为3～5年，大企业为7～8年，虽也不排除发展潜力巨大的长寿企业存在，但其生存和发展也具有很大的不确定性。对企业持续经营年限预测的随意性或刻意标准化常使得企业价值评估工作流于形式，导致评估人员本身也常常对结论表现出质疑和无奈。

3. *自由现金流量贴现率高低难以确定。*若假定企业未来各年自由现金流量以及持续经营年限能够准确预测，则企业价值大小主要取决于企业价值计量模型中贴现率的大小。正因为贴现率如此重要，也就产生了对贴现率的取值如何确定的思考。但由于贴现率取值的不同，计算结果所代表的经济含义是不一样的。若以加权平均资本成本为贴现率，计算结果代表的是剔除权益与负债的资本成本后企业价值的大小；若以加权平均资本成本与风险报酬率之和作为贴现率，则计算结果所代表的是在剔除了权益与负债的资本成本，并在考虑企业未来所面临的风险导致自由现金流量的不确定性基础上计算出来的企业价值；若再考虑企业面临的通货膨胀因素的影响，则贴现率=加权平均资本成本+风险报酬率+通货膨胀补偿率。

显然，第三种方法考虑得最全面，也最科学，若采用其他方法对企业价值进行评估则会产生较大偏差。国内已有学者开始尝试通过计算自由现金流量来评估上市公司价值，但遗憾的是，出于简化预测工作量的目的，他们往往直接采用加权平均资本成本作为贴现率。并且风险报酬率和通货膨胀补偿率也存在较大的不确定性，对其进行合理预测成为实务工作者面临的又一道难题。

三、实务中运用自由现金流量评估企业价值存在的不足

1. *自由现金流量的计算只考虑经营活动现金流量，而将非经营活动现金流量排除在外。*企业自由现金流量模型的设计基于对现金流量稳定性的判断，认为企业商品销售和提供劳务等形成的经营活动现金流量是具有稳定性特点的增强企业可持续发展能力的真正源泉，而非经营活动现金流量多具有一次性特征，缺乏稳定性，无法通过它来预测企业价值大小，因此在评估企业价值大小时将非经营活动现金流量剔除在外。这种处理方法存在明显的缺陷，即低估了企业价值。我国企业利润表中的非经营活动现金流量主要包括投资收益、营业外收支净额、获得的临时性补贴收入等项目产生的现金流量。为了防范企业利用非经常性损益操纵利润的行为，部分学者也赞成将非经营活动现金流量不列入自由现金流量的计算范围之内。这种做法极易扭曲企业真正的价值，造成企业价值被严重低估，因为这些非经营活动产生的现金流量给企业带来的毕竟是实实在在的现金增加，完全可以作为自由现金流量的来源之一提供给企业资本的所有供应者。

当然，也有一些特殊情况需要考虑，比如企业集团内部各成员单位间的相互投资产生的投资收益，即使给企业集团内部各成员单位带来现金流量也不应予以考虑，因为企业集团在编制合并会计报表时，各成员单位之间的投资活动会作为企业集团内部会计事项而相互抵销，即企业集团内部各成员单位相互投资产生的投资收益不会导致整个企业集团现金流量的增加。

2. *未真正体现企业价值最大化财务管理目标。*现代财务管理理论认为，企业财务管理目标应定位于谋求企业价值最大化，这一目标定位有利于正确指导企业的财务决策活动，同时要求企业必须实现所有利益相关者的价值最大化，这样才可能实现整个企业价值最大化。但在利用自由现金流量评估企业价值的过程中，实际上将企业的关注点片面导向企业所有权利要求者，导致企业没有考虑并重视其他利益相关者的利益，也就是说，企业还应同时担负起所要履行的社会责任，包括创造就业机会、维护消费者利益、保护生态环境、支持社会文化与教育事业等。

四、对策

1. *扩展自由现金流量的内涵与外延。*应将非经营活动现金流量也纳入自由现金流量的涵盖范畴。当然，这必须首先确保企业财务数据的真实可靠性，这样处理的优点主要在于：①使自由现金流量的计算完全可以建立在企业现金流量表基础之上，计算公式为：企业自由现金流量=现金及现金等价物净增加额+偿还债务所支付的现金+分配股利、利润或偿还利息所支付的现金，这样处理可以保证计算结果相对而言更加真实可信，避免利用拉巴波特模型等公式进行简化计算的随意性。②能更加全面、严谨地反映自由现金流量的本质。凡是企业创造的可以自由支配的剩余现金流量都应是自由现金流量，而不管其来源于营业领域还是非营业领域，也不论其是经常性收入还是非经常性收入。

2. *企业价值评估应与企业战略管理及财务预算有机结合起来。*企业价值评估的基本操作程序具体应分为以下四个步骤：

（1）制定企业战略。企业战略是企业对未来（一般为5年及以上）生存与发展所做出的长远性、全局性的谋划，企业战略的制定建立在对企业内外部环境详细分析的基础之上。其中，外部环境分析包括政治、法律、经济、社会文化、技术等宏观环境分析，以迈克尔·波特的五种竞争力模型为主要分析工具的行业环境分析以及对企业直接面对的竞争环境的分析；内部环境分析主要包括企业资源分析、基本能力分析、核心能力分析等诸多方面。

企业战略管理以内外部环境分析为依据和前提条件，通过对企业所在行业、产品及企业经营的未来发展趋势进行预测，对风险与收益进行权衡，从而制定出包括投资战略、筹资战略、收益的实现与分配战略在内的财务战略、销售战略、生产战略、人力资源战略等职能战略。

（2）制定企业未来各年的财务预算。销售预算是企业财务预算的编制起点，然后是生产预算、产品成本预算、资本支出预算、现金预算、预计损益表、预计资产负债表，最后编制预计现金流量表。

（3）根据预计现金流量表计算企业未来各年预计自由现金流量。

（4）运用企业价值评估基本模型对企业价值进行估算。

3. *企业价值评估模型中的持续经营年限应与企业战略规划年限保持一致。*企业持续经营年限的时间跨度短，虽然会使预测较准确，但说明不了问题；而企业持续经营年限的时间跨度太长又会使预测的准确度大大下降；只有企业持续经营年限的时间跨度与企业战略规划年限保持一致，才可以确保企业价值评估有据可依，从而提高评估结果的准确度。在企业

上市公司会计信息披露与监管的博弈分析

姜 丹　孟庆彬

（中国人民大学商学院 北京 100872　中国银行业监督管理委员会江苏监管局 南京 210004）

【摘要】本文运用博弈论的方法，从经济学的角度对上市公司会计信息披露与监管方的监管行为进行了分析，指出披露方与监管方的行为战略选择及博弈过程中存在的问题，提出治理会计信息失真、提高会计信息披露质量的政策建议。

【关键词】会计信息披露　监管　博弈

在经济全球化的趋势下，我国证券市场发展迅速并日趋成熟，但由于其发展历程不长，参与者数量有限，因而与西方发达国家的证券市场相比还存在很大的差距。许多学者认为，我国证券市场正处于从无效到弱势有效的过渡阶段，通过证券市场自发进行约束来解决我国上市公司信息披露质量不高的问题是不现实的，因此必须加强我国证券市场的外部监管。

从博弈论的角度来看，会计信息披露与监管的博弈主体主要包括披露方、监管方、投资方及其他利益相关者，各博弈方对会计信息披露内容的关注重点是不同的，披露方为了降低成本，必然尽可能少披露会计信息或披露虚假会计信息，造成会计信息披露违规性失真的存在。为了保证会计信息披露的公开、公平、公正，切实保护广大投资者的利益，必须要加强外部监管，因而信息披露与外部监管之间就形成了一个明显的博弈过程。

一、会计信息披露与监管的博弈过程

1. 博弈基本假设。为使论述在更加可靠的基础上进行，首先应明确以下几个基本假设：

（1）个体行为理性，即个体行为始终都是以实现自身的最大利益为唯一目标。

（2）非合作原则，即信息披露方与监管方不能串通以谋求双方利益的最大化。在会计信息披露这个问题上，即使信息披露方与监管方会串通一气，也只是暂时的和有条件的，并不影响总体上的不合作关系。

（3）不存在会计信息披露技术上的障碍或监管技术上的缺陷。

（4）会计信息的披露方和监管方都完全了解自己和对方在各种情况下的所能采取的各种对策及其概率分布，以及

持续经营年限的时间跨度的确定上，笔者建议在采用两阶段模型预测企业自由现金流量时，明确的经营年限预测期应以企业战略规划年限为参考，明确的经营年限预测期以后的各年企业价值评估可采用零增长公式进行，替代对预计残值求现值的简单做法。因为参照我国学者提出的微观经济分析结论可知，随着时间的推移，自由现金流量的增长不会使公司价值有任何额外的增加，也就是说公司处于零增长阶段。

4. 企业战略规划与财务预算应兼顾各利益相关者的利益。企业在制定战略规划与财务预算时应合理而充分地兼顾不同利益相关者的利益要求，这样才能保证企业在追求企业所有权利要求者自身财富最大化的同时兼顾其他利益相关者的利益。这在一定程度上也可以解决目前我国企业在评价企业价值是否达到最大化时缺少一套科学的评价方法的问题，从而确保被我国理论界和实务界普遍认同的企业价值最大化这一财务目标函数在实践中得到充分运用。

5. 明确自由现金流量适用范畴。自由现金流量目前在国外的财务咨询、信用评级、投资银行等机构中被大量采用，由于其在衡量企业经营业绩及投资价值上的表现明显优于净利润、市盈率、经营活动现金净流量等指标，因此我们应在攻克难点及克服缺陷的前提下将其广泛应用于企业价值评估，同时在企业业绩评价及无形资产单项价值评估等领域进行大力推广。

例如，我国财政部在颁布的《企业效绩评价操作细则（修订）》中规定，企业效绩评价指标由反映企业财务效益状况、资产营运状况、偿债能力状况和发展能力状况的基本指标、修正指标和评议指标共三个层面28项具体指标构成。为进一步完善企业效绩评价指标体系，可考虑增加企业自由现金流量状况这个项目，这样才能真正确保企业效绩评价结果的科学、客观、公正。

另外，由于财务报表的局限性和人们对无形资产价值的普遍争议，使得无形资产价值评估成为价值评估实务中的难点问题，而自由现金流量法为我们进行无形资产单项价值评估提供了一个行之有效的途径。

主要参考文献

1. 周守华，陆正飞，汤谷良.现代财务理论前沿专题.大连：东北财经大学出版社，2001

2. 杨世忠.管理咨询：理论、实务、案例、习题.北京：首都经济贸易大学出版社，2003