



折现自由现金流量企业价值评估模型修正

于志坤

(河北大学 河北保定 071002)

【摘要】 企业价值评估的对象是企业的内在价值,而企业的内在价值与其未来能产生的现金流量密切相关。如何找到与企业内在价值有关的现金流量从而分析其影响因素,对于准确评估企业价值有着决定性的意义。本文在分析折现自由现金流量企业价值评估模型的基础上,对其各项目逐一进行分析,从而得出折现自由现金流量企业价值评估的修正模型。

【关键词】 价值模型 自由现金流量 经营现金流量 修正

关于企业价值的衡量,国内外学者和企业界在长期的研究和实践中从不同角度形成了不同的企业价值观,主要有折现自由现金流量价值观、市场价值观、企业资源价值观和未来收益折现价值观等。在现代金融学和企事业务领域,折现自由现金流量价值观是被西方学术界最为广泛认同和接受的主流企业价值观。这种观点认为企业价值等于企业未来自由现金流量的折现值,即选定恰当的折现率,将企业未来的自由现金流量折算到现在的价值之和作为企业当前的估算价值。当自由现金流量与利润不一致时,企业价值的变化与自由现金流量的变化更为一致,而与利润的变化无关。经过对相关文献的研究,笔者认为折现自由现金流量企业价值模型中还存在值得进一步思考的地方,本文就此展开论述。

一、折现自由现金流量企业价值评估模型评价

目前,折现自由现金流量企业价值评估模型备受理论界的关注,其应用也最为广泛。在企业价值评估过程中,采用自由现金流量指标有以下优越性。首先,利用自由现金流量指标能更合理地评价企业的业绩。在预测自由现金流量时,不仅考虑企业过去的获现能力,还要考虑企业未来营运的变化,把企业未来创现能力纳入考核体系。其次,运用自由现金流量指标能促使企业更加重视销售、利润、投资等影响自由现金流量的因素,这有利于企业重视长期战略,使经营活动服务于企业战略决策。运用自由现金流量指标虽有诸多优点,但也存在局限性:企业未来经营的变化导致自由现金流量预测的不确定性增大,致使财务评估的可靠性降低。因此,企业未来可能状态的多变性也是预测自由现金流量时需要考虑的重要因素。我们先来看达姆达兰教授对自由现金流量的定义:自由现金流量是指企业经营活动产生的现金流量扣除资本性支出的差额,即:自由现金流量=(息税前利润-所得税+折旧及摊销)-(资本支出+营运资本增加)。其中,“息税前利润-所得税+折旧及摊销”是经营性现金流量,这正是值得我们进一步探讨之处。经营性现金流量是企业持续发展具有核心竞争力产品或服务所提供的现金,由此产生的营业利润才是保证企业不断发展的源泉。笔者认为,在进行企业价值评估时应以经营性现

金流量为基础,即对息税前利润进行调整后再折现,得出的才是更具有说服力的企业价值。

运用经营性现金流量折现模型对企业价值进行评估,是建立在企业的买卖双方根据企业预期产生的未来现金流量作为评价企业的依据这一假设基础之上的。企业的价值取决于未来现金流量,而不是历史现金流量。因此,要进行企业价值评估,就需要预测企业自评估时点开始到未来足够长时期的现金流量。预测现金流量涉及对企业所处的宏观经济环境、企业产品与顾客、企业管理水平等基本情况的认识和了解,熟悉和把握企业的经营环境、经营业务、产品与顾客、商业模式、企业战略和竞争优势、经营状况和业绩等方面的现状,在此基础上对企业历史财务数据进行深入分析,从而预测企业的发展远景,估计与此有关的现金流量。从我国目前的情况来看,折现经营性现金流量价值模型是评估企业价值的一种常用工具,企业价值的高低主要取决于对未来经营性现金流量的预测及折现率的合理选定,因此提高现金流量的预测质量及选择恰当的折现率对企业价值评估至关重要。

下面我们对折现自由现金流量企业价值评估模型的各项项目逐一进行分析,以此引出折现自由现金流量企业价值修正模型。

二、折现自由现金流量企业价值评估模型的修正

(一)未来现金流量的估计

1. 经营性现金流量的调整。经营性现金流量是根据企业的息税前利润进行调整得出的,由于息税前利润是按照会计准则对利润表的编制要求计算得出的,而会计准则对利润表的编制有其多方面的要求,因此其中包含了一些不属于经营性现金流量的项目,在进行企业价值评估时就需要对这些项目进行适当调整,具体包括以下几个方面。

(1)投资收益。“投资收益”项目需要我们对投资收益的构成进行具体分析,区分债权投资收益和股权投资收益。前者属于金融活动产生的收益,应作为利息费用的减项处理,而不列入经营收益;后者属于企业经营活动的一部分,一般可以列入经营收益。因此在进行企业价值评估时,应将债权投资收益从

息税前利润中扣除。

(2)资产减值损失、公允价值变动收益。企业资产的公允价值受多方面因素的影响,不可能持续处于减值状态,也不可能持续升值,也就是说财务报表中的“资产减值损失”和“公允价值变动收益”项目通常不具有可持续性,对企业的未来现金流量不会产生持续的影响,因此也不应计入经营性现金流量,应从息税前利润中扣除公允价值变动收益,加回资产减值损失。

(3)营业外收支。我们知道,债权人放弃债权的机会是微乎其微的,那么企业的应付账款就不可能经常流入营业外收入。由于“营业外收入”和“营业外支出”项目属于偶然损益,不具有可持续性,不属于经营性现金流量的范畴,因此应从息税前利润中扣除营业外收入,加上营业外支出。

2. 资本支出的调整。资本支出指的是企业为维持正常经营或扩大经营规模而在物业、厂房、设备等资产方面的再投入,具体地讲,包括在固定资产、无形资产、长期待摊费用及其他资产上的新增支出。笔者认为在进行企业价值评估时,不应将这部分支出从现金流量中扣除,原因在于:

从财务报表内部使用者的角度来看,这部分支出应作为投资者的追加投资,而不应从现金流量中扣除。因为企业价值评估应建立在企业具有创造价值能力的基础之上,随着经营环境的不断变化,各种固定资产、无形资产等的投入都是生产经营所必需的,我们要评估企业价值就必须使企业具有创造价值的能力。比如A企业的同行企业都使用数控机床,那么A企业为了在市场中占有一席之地也必须使用数控机床,以此来满足竞争的需要。对于这部分资本支出,在评价企业价值时就不应该从经营性现金流量中扣除,原因在于企业只有使用了数控机床才有竞争的能力,才能创造价值。我们评估企业价值是在企业已有数控机床的基础之上,看它能创造多少价值。我们也可以这样理解:把A企业的经营期抽象为1,站在0的角度来看企业的价值,此时企业的各种资本投入都是原始投资,我们在进行价值评估时要看的是企业在这“1”的时间内所创造的价值,而企业只有有了这些投入才有生产的能力,我们才可以进行价值评估。如果考虑资本支出就意味着我们是在企业一无所有的条件下对企业价值进行评估,即此时的企业是一个空壳,它又怎么可能创造价值呢?在进行企业价值评估时,我们可以把企业的新增资本支出理解为投资者的追加投资,它的性质与原始投资相同,因此这部分支出不应该从经营性现金流量中扣除。

从财务报表外部使用者的角度来看,他们对企业价值评估的主要依据是企业对外公布的财务报表信息,对于企业计划何时增加资本支出、计划增加多少资本支出都是外部报表使用者无法估计出来的,因此他们在进行企业价值评估时,主要还是靠对企业经营性现金流量的估计。笔者认为,外部报表使用者在对企业价值进行评估时,应该把资本支出这部分的影响放在确定折现率的时候来体现,通过对折现率的调整来调整企业未来现金流量估计中的无法度量因素,以帮助投资

者做出正确的投资决策。

3. 营运资本。营运资本又称循环资本,是指一个企业维持日常经营所需的资金,通常指流动资产减去流动负债后的差额。在折现自由现金流量企业价值评估模型中,营运资本的增加从经营现金流量中被扣除。营运资本是为了维持企业日常经营所需的资金,在使用时计入各种成本费用项目,计算息税前利润时已被作为扣除项目,在估计现金流量时再次考虑这部分因素就等于做了重复扣除。因此笔者认为,在评估企业价值时不应再次从经营性现金流量中将营运资本的增加部分扣除。

(二)折现率的确定

确定折现率即确定能够反映经营性现金流风险的回报率。现金流的回报率由正常投资回报率和风险投资回报率两部分组成。按照折现原理对企业未来现金流量进行折现时,折现率始终应该与被折现的现金流量的性质相一致。一般来讲,现金流风险越大,要求的回报率越高,即折现率越高。它要由评估人员根据社会、行业、企业、各评估对象的资产收益水平综合分析确定。具体评估时,可以行业资产收益水平为基础,通过将企业的经营风险和财务风险与行业的经营风险和财务风险进行比较、调整,结合企业、评估对象、社会的资产收益水平及其未来变化情况进行确定,同时也要考虑在现金流量估计中无法确定因素的影响,在确定折现率时应予以体现。每一个行业的平均指标代表了该行业一般水平的综合指标,它是对行业中的各企业之间的数量差异加以抽象化的结果,综合体现了国家的经济状况、国家的产业政策、行业的市场地位、行业的管理能力和管理水平等各方面的因素,因此可以行业平均净资产收益率作为企业价值评估的折现率基础,它包括了行业的系统风险和非系统风险的所有因素。然后在行业平均净资产收益率基础上,根据企业的经营风险和财务风险与行业的经营风险和财务风险的比较来调整行业平均净资产收益率,得到企业价值评估的折现率,这不仅考虑了行业的无风险报酬率和风险报酬率的各种因素,而且考虑了企业特有的风险因素,是一种具有可操作性的折现率确定方法。

通过对折现自由现金流量评估模型中各指标概念的分析 and 修正,将企业所有财务指标统一于同一评价基础上,解决了企业折现自由现金流量指标模型中指标混乱的状况,得出的修正模型用来评估企业价值更易于理解,也更具有实用价值,它对于准确评估企业价值有着重要意义。

主要参考文献

1. 薛萃.自由现金流量与企业价值评价.中国农业会计,2006;8
2. 杜娟.企业价值评估中自由现金流量分析.河南大学学报(社会科学版),2006;1
3. 李廷喜,张启奎,李宁.基于动态现金流量的企业价值评估模型研究.科研管理,2003;2
4. 颜志刚.企业价值评估中自由现金流量分析.韶关学院学报,2001;5