

企业价值评估中自由现金流量运用初探资产评估师考试 PDF
转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/520/2021_2022__E4_BC_81_E4_B8_9A_E4_BB_B7_E5_c47_520804.htm 一、自由现金流量概念分析

20世纪Jensen在《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》一文中提出，自由现金流量是指企业在满足了净现值大于零的所有项目所需资金的那部分现金流量。詹姆斯范霍恩（1998）认为自由现金流量是为所有经内部收益率折现后有净现值的项目支付后剩下的现金流。汤姆科普兰和蒂姆科勒（1998）认为自由现金流量等于公司税后营业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。Jensen提出自由现金流量概念的主要用意是为其公司控制权理论服务。因此，其并不关心自由现金流量能否被量化，或者将之应用到更多的财务领域，而只关心如何支配和使用自由现金流量。后来的学者试图将自由现金流量定量化，并竭力开拓自由现金流量的应用范围。比如卡普兰（1994）和达摩达兰（1995）将自由现金流量运用到企业价值评估中。Jensen关注如何处置自由现金流量，而后来的学者们则是从自由现金流量的产生或其形成过程的角度来考虑的。笔者认为，既然自由现金流量针对的是流量问题，则必有流入和流出两个方面，要完整地研究自由现金流量，就必须对这两方面进行探讨。本文尝试按该思路分析自由现金流量在企业价值评估中的运用。

二、自由现金流入角度分析

自由现金产生的最终来源是企业的生产经营活动。筹资活动和投资活动也会带来一部分现金净流量。但筹资活动产生的现金净流量是投资者投入的结果，投资者投入资金是以

企业投资项目净现值大于零为前提的。因此，筹资活动并不产生自由现金流量。而投资活动产生的净现金流量只是资产内部结构变化的结果，与资产总量无关。在既定的投资规模下，投资项目的净现值大于或等于零就不会形成自由现金的流入。因此，从这个角度看，自由现金蕴涵着经营活动收益最大化的内涵。经营收益，即利润越大，则自由现金的流入就会越大。目前自由现金流量的计算公式都是从自由现金流入的角度来设计的。从企业的角度看，企业的资本是由股东或债权人等投入，因此，企业自由现金流量应该为扣除税收、必要的投资和营运资本增加剩下的现金流量，即企业自由现金流量=息税前利润加折旧（EBITDA）-所得税-资本性支出-营运资本净增加=债权人自由现金流量 股东自由现金流量。从股东的角度看，应在企业自由现金流量的基础上扣除债权人的自由现金流量，即股东自由现金流量=企业自由现金流量-债权人自由现金流量=息税前利润加折旧-所得税-资本性支出-营运资本净增加（发行的新债-清偿的债务）。从公式中可以看出，如果要产生更多的自由现金，需要有更好的经营效益，减少不必要的投资，具有更合理的资本结构等。自由现金的创造力显示了企业的整体实力。企业可以利用自由现金改善资本结构，抢占有利的投资机会。而且自由现金既考虑了以前现金创造的能力，也包含着应该扣除持续经营条件下必要的现金安排部分，考虑了以后的现金创造能力。这也正是自由现金流量能作为企业价值评估标准的重要原因。

三、自由现金流出角度分析 管理层决定着自由现金的流向。根据Jensen的观点，如果要使公司有效率，就必须把自由现金支付给股东。但是管理层往往并不会按如此合理的方式行事

，而是将自由现金流量用于个人消费或投资到低效益，甚至净现值为负的项目中。因此，自由现金流量会带来以下问题。一方面是过度投资的问题。莫蒂利亚尼和米勒（1958）认为在完全资本市场条件下，企业可以合理筹措资金进行投资，所有的净现值为正的投资项目都会被执行。企业可以实现当前资本成本条件下的最佳投资规模。而现实的资本市场条件是不完全的，具有正的净现值的投资项目并不都能满足。由于信息的不对称，管理层败德行为成本比得到的“个人利益”要少。因此，管理层有了营造“企业帝国”的动机。另一方面是道德风险和逆向选择问题。管理层虽然控制着自由现金，但并不具有100%剩余索取权，因此，其存在将自由现金用于个人在职消费的动机，比如购买高档的小轿车等。Jensen认为管理层不愿意将自由现金流量给股东主要有以下两个原因：一方面，将自由现金流量还给股东后，管理层所能控制的资源减少，而管理层需要这些资源来实现公司的增长。另一方面，现在将自由现金给股东，未来资金短缺时必须通过借债来解决，而债务是一种“硬”约束，举债让管理层必须完成还本付息的承诺，否则就有可能把公司带到破产法庭上。从根本上而言，管理层与股东之间利益函数关系的不同是自由现金被管理层“挥霍”的根源。从该角度看，产生的自由现金越多，代理成本越大，企业价值受损也就越严重。2007年Jing Liu、Nissim Doron和Thomas Jacob在《现金流在价值评估中是最重要的吗？》一文中指出，对多个行业进行价值评估时，行业基于报表中会计收益的数据要比基于现金流的数据结果更加贴近交易价格。从以上论述中可知，目前将自由现金流量引入企业价值评估的做法主要是从自由现金

流入的角度来考虑的，自由现金流量越大，则企业价值就越大。从自由现金流出的角度看，如果同样将自由现金流量用于企业价值评估，则得出的结果是自由现金流量越大，则代理成本就越大，企业价值受损也越大。显然，这两种结果是互相矛盾的。笔者认为，要使自由现金流量能用于企业价值评估，需要加上一个必备的条件，既管理层将所有的自由现金都分配给股东。只有在自由现金流量带来的代理成本为零时，自由现金流量才能较为准确地衡量企业的价值。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com