

学术文选

企业分红能力之理论研究

谢德仁

一、问题的提出

自2008年以来,我国资本市场与上市公司治理最热门的关键词之一就是“分红”(本文中分红系指现金分红),证监会和证券交易所已陆续出台多项监管规则来促进上市公司分红。从证监会发布的上市公司分红统计数据来看,这些监管措施似乎取得些许监管成效且分红数据也渐次乐观起来。但是,我们不由会问,且不论上市公司主观上是否具有分红意愿,仅从客观角度看,上市公司真有较强的或很强的分红能力吗?要从经验数据研究上市公司是否具有分红能力,则首先需要从理论上厘清企业的分红能力及其决定因素。企业若想分红,必须有正值的留存收益(而不仅是利润为正值),这一点对于投资者和资本市场而言属于基本常识,故本文对此不予赘述。本文欲要详析的是企业分红能力还受制于另一个关键因素,即是否有足够的源自自由现金流(free cash flow)的自由现金(free cash)。令人遗憾的是,对于自由现金流概念之界定及其计量至今在学术界尚未达成共识,甚至不乏一些错误的计量方法在流行着,对自由现金和现金增加值概念界定及其计量的讨论则基本未展开。故本文将尝试通过从理论上厘清自由现金流、自由现金、现金增加值的概念,讨论其具体计量方法,提出关于净利润、留存收益和利润分配之本质的新见解,然后基于自由现金和留存收益来从理论上厘清企业的分红能力。

除本节外,本文还包括4节。其中,第2节界定和计量自由现金流;第3节界定和计量自由现金;第4节厘清企业的分红能力;最后为结论。

二、自由现金流之界定与计量

虽然收付实现制(现金制)在会计上的采用历史更为悠久,但权责发生制(应计制)却具有后发强势。因为自1930年代以来,基于权责发生制的利润表(损益表)一直占据着财务会计发展的中心(尽管1970年代之后FASB着力推进以资产负债表为中心的财务会计),而1980年代末才开始有会计准则要求和规范编制基于现金制的现金流量表,且因使用习惯等原因其受重视程度尚未能与利润表乃至资产负债表等量齐平。这致使会计界对“净利润”和“留存收益”概念及对它们的计量与编报等方面内容有深入地研究,但对于“自由现金流”和“自由现金”概念及其计量和编报等方面的研究却有待

深入。正因如此,我国业界都很熟悉留存收益小于零的企业不能进行分红,但对于虽有正值留存收益却缺乏自由现金(更准确地是源自自由现金流的自由现金)的企业也不能进行分红的理念却几近闻所未闻。这进而导致我国资本市场利益相关各方对企业分红及分红能力的关注长期以来基本上着眼于利润和留存收益,而忽视自由现金流和自由现金,如《公司法》和相关监管规则及公司章程等都是把公司分红与净利润及未分配利润挂钩,基本上没有与自由现金流和自由现金挂钩。这一结果很可能致使我国企业存在或轻或重的超过分红能力之庞式分红问题。为此,本文先尝试研究清楚自由现金流和自由现金,以为研究企业的分红能力打下基础。

(一)自由现金流之界定:区分股东视角和经理人视角。

令人遗憾的是,因所读文献有限,笔者不能确认是哪位作者哪篇文献最早提出了“自由现金流”这一概念。但更为令人遗憾的是,就笔者所搜索到和阅读的文献而言,到目前为止,学术界和实务界并未能就自由现金流这一概念及具体计量方法达成共识。到底什么是一家企业的自由现金流呢?

Jensen(1986)曾把自由现金流界定为满足所有净现值为正(以相关资本成本折现)的项目投资所需现金后所剩余的现金流。Jensen(1986)的这一定义并未明确其所理解的总现金流是什么。是某类或某几类性质之活动的净现金流入,还是仅仅某类或某几类性质之活动的“毛”现金流入(未扣除相应的现金流出)?直觉地看,这一定义中的现金流应该是指企业的经营现金流(即经营活动净现金流入,下同),但将之扩展至包含筹资现金流(即筹资活动净现金流入,下同)乃至筹资活动毛现金流入似乎也是可以的。此外,即使我们把Jensen(1986)定义的自由现金流中涉及的总现金流理解为经营现金流,这一定义也不具有可计量性,因为企业的投资者乃至内部的经理人其实并不确切掌握企业所有的净现值为正的项目到底有哪些,需要流出的现金总额及其时间分布和未来投资期间的不确定性。所有项目投资所需现金其实包括两部分,其一为项目所需的固定资产和无形资产等非流动资产投资,其二为营运资本投资。后者其实更难以预测其在项目生命周期内的动态变化。其实,从现有的信息披露来看,外部投资者甚至不了解所投资的企业下一年度已列入资本预算(含需追加的营运资本投资)金额及其调整情况。进一步分析,造成Jensen(1986)定义的自由现金流范围游离不定和难以计量的原因还在于,他没有区分股东和经理人各自视野中的自由现金流。下面本文分别从股东和经理人视角来界定企业的自由现金流。

从企业股东视角看,关心的是企业的价值创造。一方

面,企业要持续经营,基业长青,成为百年老店,自然离不开保证持续经营所需的投资活动,也必须持续满足债权人(系指融资性债权人,下同)关于利息的优先索取权,故企业经营现金流首先要用于满足企业利息支出和企业的投资活动所需现金,剩余的部分才是可供向股东支付投资回报(分红)的现金流;另一方面,筹资活动所带来的现金流入是融资性债权人和股东投入企业的资本金,是将本求利之中的“本”,而非“利”,自然不属于企业的价值创造。故从企业股东视角看,自由现金流就是企业通过利用股东投入资本开展持续的资产经营活动而创造出的除向股东支付回报之外“无处可用”的现金净流入。当然,若是把债权人和股东都视作企业财务资本提供者,企业价值创造则包括支付给债权人的利息,进而自由现金流包含按照合约支付给债权人的利息。就此而言,企业创造的自由现金流量可进一步区分为可供流向债权人和可供流向股东的自由现金流。正因如此,长期来看,自由现金流的多寡反映了一个企业的价值创造能力。这也是企业估值中采用自由现金流折现法来估算一个企业的价值之内在逻辑。但从股东视角看,一个企业的经营现金流首先应用于支付企业债务的利息,然后才可用于满足自身投资活动所需现金,若无法满足自身投资所需现金,则股东可获取的自由现金流就无从谈起。

由于信息不完备和不对称分布、知识和经验的不完备与不对称分布以及人的效用函数差异,经理人视角的自由现金流应该是指企业总现金流入中可供经理人利用其信息优势、知识和经验优势,并基于其自身效用而自由支配的现金流。如前述,并非所有潜在投资项目的信息都为股东和债权人所知(其实经理人也未必全部知晓),更何况某个投资项目在股东、债权人和经理人各自眼中的净现值其实是存在很大差异(正因如此,才导致投资过度或投资不足或股东和债权人之间财富转移等问题),而现代企业中的积极控制权主要掌握在经理人手中,故经理人视角的自由现金流首先是,在股东(及债权人)视角的自由现金流基础上被经理人利用其信息、知识和经验优势操纵过的自由现金流,其次,与股东视角的自由现金流更为本质不同的是,筹资现金流(尤其是股权融资带来的现金流入)也可以增加经理人视角的自由现金流。经理人在安排企业筹资活动时,可以虽有指定投资项目但却超额融入资本或在融入资本后撤销指定的投资项目或干脆无指定项目用途的融入资本,这些融入的资本带来的筹资现金流都可以成为可供经理人自由支配的暂时或非暂时性的自由现金流。正因如此,自由现金流被 Jensen(1986)视作是企业代理成本高低的重要影响因素,诸多学术文献干脆用自由现金流来直接衡量企业代理成本,在企业治理质量不佳时,自由现金流越多,企业的代理成本越大。故从代理成本和经理人视角衡量自由现金流,应该把筹资活动所带来的暂时性或非暂时性自由现金流考虑在内。

自然,本文要研究的是企业的分红能力,这是从股东视角来看企业的价值创造。为此,本文将从企业股东价值创造视角来界定和计量自由现金流,经理人视角的筹资现金流入中可能包含的自由现金流不在本文分析计量之列。如前述,企业外部投资者(现有或潜在的股东和债权人)并不完全清

楚企业潜在的净现值大于零的投资项目有哪些及其具体现金流信息,故 Jensen(1986)所定义的自由现金流在学术研究和实践上是无法计量的,为便于自由现金流的分析和应用“落地”,具备可操作性,还是要把自由现金流直接界定到可以直接基于企业已披露财务数据的层面上来。具体而言,在后续研究中,本文把企业各会计年度的自由现金流界定为,在保障企业持续经营之前提下,当期经营现金流中可供向股东自由分配的现金流。故理论上,自由现金流是大于等于零的,当经营现金流中没有可供向股东自由分配的现金流,则自由现金流为零。但是,在下面的研究中,为计量自由现金流方便,直接把利息支出、投资现金流或折旧与摊销等从经营现金流之中予以扣除,直接取其差额来计量自由现金流,故允许自由现金流为负值(其实这时已经不存在任何所谓“自由”的现金流了)。这样一来,企业各期间正值的自由现金流就需要先行回补以前期间负值的自由现金流,完全回补之后才会真正带来企业“自由现金”的增加。简言之,虽然从定义上看,“自由”的现金流不应该有负值,但为计量方便及其是流量的特点,本文允许其成为一个负值。而本文后面将要讨论到的“自由现金”,由于其为一个现金资产的一部分,是一个存量,故自由现金在计量上不被允许成为负值,只能大于等于零。

(二) 自由现金流的计量。

1. 自由现金流计量的困境:自由现金流计量之组成部分 VS 自由现金流之运用。

对自由现金流的计量取决于如何界定自由现金流。综合文献来看,即使从企业实际披露的各会计年度的经营现金流出发,基于真实的现金流量表数据测算自由现金流,也还存在诸多争议,这些争议的根本分歧还是在于如何理解和界定自由现金流,其更深刻的根源也许在于类似 Jensen(1986)那样,学术界并未清晰分离股东视角(价值创造视角)的自由现金流和经理人视角(代理成本视角)的自由现金流。具体来说,学者们由于对自由现金流界定测算的视角分类混乱不清,对于某些类别的现金流出到底性质上属于“不自由”的现金流出,还是属于“自由”的现金流出产生争议,前者应该在测算自由现金流时予以扣除,而后者其本身就属于自由现金流的运用,故在测算自由现金流是不予扣除的。例如,企业当期支付的现金股利到底是自由现金流的运用还是测算自由现金流时需予以扣除的一类现金流出。再如,关于企业并购所发生的现金流出,在性质上到底属于企业自由还是不自由的现金流出,是属于在自由现金流测算时需扣除的现金流出还是将之视作自由现金流的运用。其实在实务中,这是很难处理的。因为企业并购可能是企业经理人为私人利益而滥用企业自由现金流所致,为此则应将并购所发生的现金流出视作自由现金流的运用;但企业发现了好的投资机会,未必都需要自己去购建固定资产和无形资产,然后形成生产力,而可以直接去并购已有的生产力,这样可以更快速进入市场,避免购建时间过长可能带来的机会损失,这样一来,并购所发生的现金流出就是在做新的有利于股东价值创造的项目投资所发生的现金流出,应在测算自由现金流时予以扣除。其实,即使是企业利用所谓内部投资机会自己直接展

开新项目的投资也可能是过度投资,从而性质上属于经理人滥用企业自由现金流。进一步看,在我国,项目投资(无论是内部直接投资还是外部并购)所发生的现金流出之性质还与投资活动的决策权、控股股东和其他股东之间的代理问题严重程度等有关。鉴于实务中无法识别其性质以及我国公司法要求由股东来批准企业的投资方案以及企业基本上存在绝对或相对控股股东,故本文在后续研究中,将企业内部购建固定资产无形资产和外部并购或参股其他企业的投资所发生的现金流出都视作是“不自由”的现金流出,在测算自由现金流时予以扣除。

2、对现有文献中自由现金流的计量方法之述评。

由于直到1988年7月,美国的上市公司才被率先要求编报现金流量表,故学术界在1980年代末循Jensen(1986)而开始的对自由现金流的研究就不得不面对没有上市公司直接具体现金流数据的问题,而采用类似间接法测算经营现金流的做法来间接测算企业的经营现金流,并利用企业资本支出等数据来测算出投资现金流数据甚或不考虑之,然后进行调整后得到不那么准确的自由现金流数据。Lehn and Poulsen(1989)和Lang et al.(1991)就是这方面的代表之作,后来的诸多文献也就直接模仿他们这么测算自由现金流(如Gul and Tsui, 1998)。

Lehn and Poulsen(1989)是这么计量自由现金流的:

自由现金流=折旧前营业利润-所得税-长短期负债的利息总额-优先股股利-普通股股利

上面的测算公式其实就是在税后营业利润基础上加回企业的折旧费用,然后减去利息和股利,亦即“自由现金流=税后营业利润+折旧-利息-股利”。

显然,这一广为流行的计量方法是错误的。首先,税后营业利润加上折旧只是非常粗糙地模拟了经营现金流,丝毫没有考虑营运资本“吞噬”或“释放”经营现金流,而营运资本之变动对经营现金流的影响是非常大。其次,更糟糕的是,这一方法的错误在于没有扣除企业投资活动发生的现金流,因为如上述,税后营业利润加上折旧测算的只是粗糙的经营现金流,直接以经营现金流减去利息和股利怎么可能得到自由现金流呢?这显然不是Jensen(1986)所定义的自由现金流,该作何理解呢?难道所有投资活动现金流出都是自由现金流之运用?第三,即使假定企业所有的投资活动所需现金都来自外源融资,但已有的固定资产之未来更新所需现金还是需要依靠折旧所对应的经营现金流,折旧所对应的这部分经营现金流若说是自由现金流之一部分的话,那也只是暂时性的自由现金流,不是真正的自由现金流。第四,该计量方法把普通股股利也理解为企业“不自由”的现金流出,是计算自由现金流时需予以扣除的部分,而非自由现金流的运用。但从普通股东视角看,普通股股利是自由现金流的运用。此外,该计量方法忽视了无形资产(及商誉)摊销成本,随着1990年代以来无形资产日渐重要和日渐被确认进入资产负债表,对于无形资产的摊销也应该予以考虑。自然,若是计量企业整体视角的价值创造,则不但股利不应该扣除,利息也不应该扣除。令人遗憾的是,这一错误的自由现金流计量方法却成为企业金融和会计领域顶级学术期刊发表的文

献中应用最广的方法之一,我国学术界也因简单模仿国际论文而多年沿用这一错误方法计量自由现金流(如沈洪涛等,2003;沈红波等,2007;王培林等,2007),甚至有些学者还干脆利用“净利润加折旧”或直接的经营现金流替代自由现金流(如肖作平,2004;沈红波等,2007)。

当然,也有些学者提出的计量方法更接近Jensen(1986)意义上的自由现金流。如,Francis et al.(2000)提出,“自由现金流=(营业收入-营业成本费用-折旧费)×(1-所得税税率)+折旧费-营运资本的变动-资本支出”,这一计量方法基本上就是以经营现金流减去投资现金净流出。Richardson(2006)提出,“自由现金流=经营现金流-折旧与摊销+研发支出-新增投资”,他用当期折旧与摊销额来衡量维持性投资,且使其新增投资并非企业当期真实的全部新增投资(即当期研发支出加资本性支出加上并购支出减去固定资产出售收入减去维持性投资),而是在此基础上通过一个模型测算出来的所谓合理的新增投资额。国内也有学者模仿这一计量方法来计量自由现金流,或在此方法中没有加回研发支出的数据(如俞红海等,2010)。Richardson(2006)的思路在虽在逻辑上没有什么问题,但其在实际计量方法设计上存在较为严重的问题,后面再予详述。

笔者也阅读了两本比较流行的公司金融和财务报表分析的教材,从中观察作者对自由现金流的理解和提出的自由现金流计量方法。其中,Penman(2009)认为,自由现金流就是经营现金流满足了投资所耗现金后的差额,他所提出的自由现金流计量方法为,“自由现金流=经营现金流-投资所耗现金”。Penman(2009)显然对财务报表有更佳的认知,所以他又提出,“自由现金流=(报告的经营现金流+税后的净利息支出)-(报告的投资现金流-有息证券上的净投资)”或“自由现金流=(税后营业利润+折旧与摊销+营运资本的变动)-(资本支出+并购)”或“自由现金流=营业利润-净经营性资产之变动”等等。可以看出,Penman(2009)是从企业整体的价值创造视角来计量自由现金流,从而把利息支出也看作是自由现金流的运用了。而Ross et al.(2010)采用企业总现金流的概念来替代“自由现金流”,他们认为总现金流或自由现金流就是指因为无需用于补充营运资本或固定资产投资而可自由用来向股东和债权人进行分配的现金,有时他们又将之定义为企业内部创造出来的满足值得投资的项目所需资金之外的现金流或是支付完全部税金和满足了所有净现值为正的项目投资所需资金之后的可用现金流。具体地,Ross et al.(2010)认为,总现金流(自由现金流)等于“经营现金流-资本支出-追加的净营运资本”。显然,Ross et al.(2010)也是从企业价值创造视角来界定自由现金流的,故没有从经理人视角把筹资现金流引入。按照美国的公认会计原则,经营现金流中是扣除了利息支出的,若Ross et al.(2010)了解这一点,那么他们关注的股东视角而非企业整体视角的价值创造。需指出的是,Ross et al.(2010)在计量方法中的资本支出和追加的营运资本若是预测数字,则会使得其计量方法可操作性不强。

3、如何计量自由现金流:笔者的思考。

在讨论如何计量自由现金流之前,需强调笔者思考的几

个前提。第一,本文假定企业是追求基业常青,在可预见的未来会持续经营下去,故在现有固定资产物理或经济使用寿命(视何者为短)到期时会进行更新改造以及会不断进行新的项目投资,而非像普通的具体某个项目投资一样,生命周期终止就予以清算。第二,本文主要从企业股东价值创造视角来计量自由现金流,而不是从经理人视角计量经理人可自由支配的现金流。最后,类似Penman(2009)的处理,本文要寻求具有可操作性的自由现金流计量方法,故对于新的投资项目所需配套的新增营运资本,本文不予以考虑,因为这需要去人为虚拟(预测),使得自由现金流计量不具可操作性,且从较长时期看,由于新增营运资本必然会“吃掉”部分经营现金流,故这一忽略对多期累积的自由现金流计量影响不大。在进一步讨论自由现金流的计量方法之前,不妨先简要理解一下企业经营现金流与利润、折旧与摊销及营运资本等之间的关系。从“资产=负债+所有者权益”这一会计恒等式可以推理出:

$$\text{经营现金流} = \text{税后营业利润} + \text{折旧和摊销} + \text{利息支出} - \Delta \text{营运资本} \quad (1)$$

按照我国现行会计准则,在等式(1)中,税后营业利润中需加回那些对应的现金流计入经营现金流的营业外损益,并排除那些对应的现金流不计入经营现金流的投资损益和投资类资产的资产减值及投资类资产的公允价值变动损益及固定资产无形资产处置损益等,折旧和摊销中则包含在建工程、固定资产和无形资产等的资产减值损失。营运资本则是指不含现金的经营性流动资产减去经营性负债的后差额。经营现金流之中的非费用税金(如增值税)有现金流入和流出,其现金流入和流出的差额包含于营运资本之中,故其不影响经营现金流的测算,故未列入等式(1)中。从等式(1)可以看出,排除非费用税金及其相应部分的营运资本所影响的经营现金流后,当企业的销售规模不变和营运资本管理水平不变时(这意味着“ Δ 营运资本=0”),经营现金流主体部分应该等于“税后营业利润+折旧与摊销+利息支出”。换言之,正常情形下,经营现金流应该大于企业的税后营业利润,当其比“税后营业利润+折旧与摊销+利息支出”还大时,说明企业的营运资本在“释放”现金。当经营现金流比“税后营业利润+折旧与摊销+利息支出”要小时,说明企业的营运资本在“吞噬”现金,税后营业利润未完全实现现金流入,甚至连企业的折旧与摊销也未真正以现金方式实现投资成本回收,若经营现金流比利息支出还要低的话,那么,企业随时可能陷入财务困境。以上讨论假定利息支出全部费用化,若存在利息支出资本化到存货之中,对以上讨论没有影响,但若利息支出被部分资本化到在建工程之中,则等式(1)中利息支出在量上仅仅指费用化部分的利息支出(但在做上述财务分析时,应考虑全部的利息支出)。

(1)自由现金流计量方法之一:更“亲近”收付实现制的自由现金流。

本文在前面从企业的股东价值创造视角出发,把自由现金流界定为企业各期间经营现金流中可供向股东自由分配的现金流。按照这一对自由现金流的界定,基于投资现金流是“不自由”的现金流或按照企业筹资优序理论对于项目投

资所需现金先利用内源筹资(从而投资现金流不是自由现金流之运用)之思路,自由现金流的合适计量方法是:

$$\text{自由现金流}_{S1} = \text{经营现金流} - \text{利息支出} + \text{投资现金流} \quad (2)$$

在等式(2)中,经营现金流和投资现金流都是以相应活动的现金流入减去现金流出,若投资活动现金流为正值,则会增加自由现金流。此外,对于投资活动可能包含的性质上属于企业暂时利用闲置现金和交易性机会进行的变现能力较强的投资(可以包括交易性金融资产乃至可供出售金融资产)而发生的现金流出,性质上基本属于自由现金流之运用,故理论上应在等式(2)中予以加回(若金额不具有重要性的话,也可忽略之)。这一计量方法与前面Penman(2009)等的计量方法比较接近,但我们扣除了利息支出。之所以扣除利息支出,是因为虽然利息支出为企业经营和投资活动创造出来的价值之一部分,但仅站在股东视角看企业的价值创造,利息支出不属于股东的价值增加,其所对应的那部分经营现金流是不能供股东自由分配的,故应该从企业自由现金流中予以扣除。这还因为利息支出是企业只要负债筹资就需按照合约定期发生的现金流出,就此而言,是“不自由”的现金流出。还需指出的是,等式(2)中的利息支出是企业当期支付的全部利息,不论其是否资本化,且若企业存在延期欠付利息问题,则这部分应付而未付的利息也需纳入,尽管这使得自由现金流的计量在一定程度上脱离了真实现金流。

需指出的是,在反映企业为股东创造的价值方面,等式(2)所计量的自由现金流必须基于足够长之时间窗口才成立。因为只有从足够长的时期来看(如单个投资项目的完整生命周期),把多期间的自由现金流累积起来计量这一足够长时期的总自由现金流,才真正反映企业为股东做出的价值创造。我们不妨设想一下,就单个投资项目而言,假定投入资本部分来自负债筹资,并假定固定资产和无形资产无残值,在其生命周期之中,一开始在固定资产和无形资产构建期间,没有经营现金流,只有投资现金流出和利息支出,故自由现金流为负值,投产后直至生命周期终结项目清算完成时,无投资现金流出,则各期扣除了利息支出后的经营现金流就是各期的自由现金流,把生命周期中的这些自由现金流相累积起来形成总的自由现金流,其实也就是权责发生制基础上的各期净利润加总后的净利润之和。这很好理解,就单个项目而言,从其完整生命周期汇总来看,权责发生制和收付实现制计量结果是完全相同的,累积的自由现金流 S_1 等于累积的净利润。

但是,若从单个会计年度(短期)乃至3年一个经理人聘期(中期)来看,等式(2)计量的自由现金流 S_1 就难以真正反映一个企业为股东创造的价值了,除非投资项目的生命周期都只有1~3年。因为在单个项目生命周期内,对于项目投产后的某个会计年度,就单个项目而言,基于等式(2)计量的自由现金流其实就是扣除了利息支出后的经营现金流,它是正值却未必反映企业已给股东创造价值,因为没有考虑项目投产之前期间发生的负值的自由现金流,只有在完全回补了前期的负值自由现金流之后,才有可能为股东创造出价值(还需有后述的正值现金增加值)。换个角度看也是

如此,如从等式(1)可以看出,经营现金流中除包含利息支出所对应的部分之外,还包含了折旧与摊销所对应的部分,无疑,经营现金流中由折旧与摊销所对应的部分只是企业原先投资成本的回收(或项目投产前时期负值自由现金流的回补),这部分经营现金流虽然在现有固定资产和无形资产使用寿命内是可供企业“自由”运用的(在保持既有资产规模和资本结构情形下不能向股东和债权人分配),但对于持续经营的企业,这部分经营现金流累积起来的现金最终将会在固定资产和无形资产使用寿命终结时用于资产更新,故只是暂时的“自由”而已。且从价值创造角度看,这只是前期投资成本的回收,自然不是新创造出来的价值。更何况,当企业存在非流动融资性负债情形下,固定资产和无形资产的部分投资成本其实是来自非流动融资性负债(甚至在企业存在短贷长用情形下来自于短期融资性负债,甚至可能来自部分经营性负债),为此,折旧与摊销作为前期投资成本的回收至少部分对应于资产负债表右边的非流动融资性负债(甚至流动负债),这一部分所对应的经营现金流更不是可供股东自由分配的现金流。换言之,短期非累积的自由现金流 S_1 并不完全是可供股东自由分配的现金流。更具体些,如果某年度的自由现金流 S_1 小于0,则自然没有可供股东自由分配的现金流;如果某年度自由现金流 S_1 大于0,也未必就有可供股东自由分配的现金流。此外,实践中的企业处于持续经营之中,则一般都会存在多个处于生命周期不同阶段的投资项目在运行之中,不同项目的经营现金流和投资现金流及利息支出无法清晰区分,不同项目的现金流在叠加交错着,而投资者对企业的估值、企业的分红、经理人的激励等等却都是在一个个连续的短期中滚动进行着的,不可能等到足够长的时期过去才进行一次。如何进一步从短期的自由现金流 S_1 中识别出真正可供股东自由分配的现金流呢?

为解决上述问题,我们首先不由要问,能否在等式(2)的基础上直接扣除折旧与摊销来计量自由现金流(即,令“自由现金流=经营现金流-利息支出-折旧与摊销+投资现金流”)呢?可以看出,这一计量方法接近前述Richardson(2006)的处理方法。答案是否定的,因为这在逻辑上存在原则性错误。试想,若把多期的这一计量方法计量出来的自由现金流相加就会导致投资现金流出的重复扣除。不妨从单个投资项目在其完整生命周期内的总自由现金流角度来观察,所谓折旧与摊销本就是项目投产前的负值自由现金流(即构建固定资产无形资产的现金流出)按照权责发生制和具体方法进行的分摊配额而已,总的折旧与摊销所对应的其实就是项目投产前期间的投资活动现金流出(假定固定资产和无形资产无残值,且除固定资产无形资产构建之外无其他投资活动现金流出),而总自由现金流通过扣除投产之前期间的投资活动现金流出方式自然扣除了总的折旧与摊销,故无需再在生命周期内逐期扣除折旧与摊销了。换言之,单个项目的完整生命周期内,基于“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”计量的总自由现金流与基于“经营现金流-利息支出+投资现金流”计量的总自由现金流是相等的。其实可以更简单地来理解这一结论,那就是假如企业财务会计处理过于稳健,在项目投产之日即将全部固定资产和无形资产投资成本确认为

当期的折旧与摊销,那么项目投产当期的“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”其实就是“经营现金流-利息支出+投资现金流”,此后直至项目清算,则无折旧与摊销了。

上述自由现金流在短时间窗口内难以反映企业股东价值创造的困境使我们认识到,基于收付实现制的自由现金流不是一个“万能药”,收付实现制虽有其优势,但其也存在诸多缺陷,其中最大缺陷在于,从短期(如一个乃至三五个会计年度等较短的时间窗口)来看,收付实现制不能较好地实现收入(经济利益流入)和费用(经济利益流出)之配比。这时就会想到权责发生制,权责发生制应有助于解决上述问题。因为短期看,权责发生制比收付实现制能更好地实现收入和费用之配比,基于之计量出来的净利润合理反映了投资成本的回收。故在分析企业股东价值创造和分红能力时必须结合基于收付实现制的自由现金流和基于权责发生制的净利润等相关财务指标。

(2)自由现金流量计量方法之二:更“亲近”权责发生制的自由现金流。

虽然前述在自由现金流 S_1 基础扣除折旧与摊销这一计量方法存在逻辑错误,但却提供了另一思路。既然从一个项目的完整生命周期看,“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”计量的总自由现金流与基于“经营现金流-利息支出+投资现金流”所计量的总自由现金流是相等的,那么,不妨以“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”来计量短期时间窗口的自由现金流。这样,就不需要去考虑前期负值自由现金流的回补问题,而当期的投资现金流会在未来期间通过合乎会计准则的分配程序转化为未来期间的折旧与摊销,在未来期间进行回补。这相当于假定当期的新增投资现金流都是“自由”的现金流,是自由现金流的运用,或者理解为,新增投资项目所需现金都是通过外部筹资来满足,折旧与摊销所对应的经营现金流累积存放起来用于现有项目的未来更新。故从短期的时间窗口来看,基于各期新增项目投资的现金流是自由现金流之运用的假定提出,可以按照下面的方法来计量自由现金流:

自由现金流 S_2 =经营现金流-利息支出-折旧与摊销

(3)

在等式(3)中,严格意义上,因更亲近“权责发生制”,似乎利息支出应该是指费用化部分的利息支出。但是,当利息支出仅仅是被资本化到存货之中,存货成本如何计量并不影响经营现金流,故不存在重复扣除问题,故应扣除全部的利息支出。而当利息支出被部分资本化到在建工程之中时,在以后固定资产使用期间会转化为折旧费用,若在固定资产购建期间扣除了全部的利息支出,而在以后固定资产使用期间又扣除包含资本化利息在内的折旧费用,确实存在一定程度的重复扣除,但为了稳健计量起见,笔者主张考虑扣除全部利息支出,因为毕竟是在计量自由现金流,仅仅是“亲近”权责发生制,且这一重复扣除问题逐年来看应该不会很严重。在等式(3)中,折旧和摊销中包含在建工程、固定资产和无形资产等的资产减值损失。需注意的是,按照等式(1),“经营现金流=税后营业利润+利息支出+折旧与摊销- Δ 营运资本”,从可持续的谨慎观点来看,若营运资本为负值,

则其所带来的经营现金流之增加是不能供股东自由分配的,这只是暂时地“免费”利用客户和供应商等的资金而已,未来终究要以提供现金或非现金资产与服务等方式归还,即使这部分现金长期存在,也需以现金或其他变现能力较强的非现金资产形式存在着以备不测。故在等式(3)中,若企业的营运资本小于0,则在企业经营的第1年计量自由现金流 S_2 时需将之加回以减少自由现金流 S_2 。在企业持续经营期间,若营运资本持续为负值,且 Δ 营运资本小于0(即期末比期初更多免费占用了别的企业的资金),则也应该在等式(3)中予以加回 Δ 营运资本。当然,若 Δ 营运资本大于0,则说明营运资本在“吞噬”现金,自由现金流自然减少,无需进行处理。若营运资本本身是正值,无论 Δ 营运资本如何,都不进行处理。此外,由于按照业务性质,投资收益相对应的现金流是属于投资现金流,不在经营现金流之中,但投资收益在净利润的计量之中,故若企业存在较大额(具有重要性)的已实现现金净流入的投资收益(注意,不是全部的投资收益),应作为加项放入等式(3)左侧对自由现金流 S_2 的计量之中。

基于等式(3)计量的自由现金流 S_2 也能够反映可持续视角中的股东价值创造(假定采用了合理的折旧与摊销方法)。因为企业的固定资产和无形资产之投资成本的回收是靠经营现金流,经营现金流在满足了利息支出之后,扣除其中对应于折旧与摊销的金额,剩余金额所衡量的大致是——税后营业利润中已实现现金流入的部分所对应的经营现金流。若“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”小于税后营业利润,则说明营运资本吞噬了部分现金,自由现金流 S_2 就等于“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”;若“经营现金流-利息支出-折旧与摊销”大于税后营业利润,则是营运资本释放了部分现金,在营运资本本身为正值的情形下,说明企业营运资本管理水平得以提升,以前期间未实现现金净流入的税后营业利润在本期实现了现金净流入,自然增加了自由现金流。因此,自由现金流 S_2 其实是反映了税后营业利润(可能含部分前期的税后营业利润)中到底有多少实现了现金流入。这从现金流视角反映了企业为股东实现的价值创造,且在假定投资现金流(不含已有投资项目的更新)都是自由现金流之运用之前提下反映了真正可供向股东进行分配的自由现金流。

(3) 现金增加值。

类似于从净利润中扣除股权资本成本可以计量企业为股东真正创造的价值——经济增加值,从现金流角度看,不妨利用股权资本成本来模拟企业应该为股东创造出的必需自由现金流,而在此金额之外的自由现金流才是企业为股东真正的新创造出的自由现金流——“现金增加值(Cash Value Added)”。由于自由现金流 S_2 从经营现金流中扣除了利息支出、折旧与摊销,反映了税后营业利润中真正实现了现金流入的部分,那么,就可以在其基础上来计量现金增加值(CVA):

$$\begin{aligned} \text{现金增加值} &= \text{自由现金流}_{S_2} - \text{基于股权资本成本模拟} \\ &\quad \text{的必需现金流} \\ &= \text{经营现金流} - \text{利息支出} - \text{折旧与摊销} - \\ &\quad \text{股权资本成本} \end{aligned} \quad (4)$$

这样,业界就可以基于现金增加值来进行企业业绩评价和企业估值。因此,一个企业要真正为其股东创造价值,不但要创造出基于权责发生制的经济增加值,还要创造出基于收付实现制的现金增加值。当现金增加值能够进一步可持续地增加下面将讨论的自由现金并向股东进行分配时,股东财富的可持续增长才真正得以实现。

(4) 小结。

综上,笔者认为,从企业股东价值创造视角来计量企业的自由现金流,可以分别测算两类自由现金流:其一,从足够长期的时间窗口来看,“自由现金流(自由现金流 S_1)=经营现金流-利息支出+投资现金流”,这是更“亲近”收付实现制原则的自由现金流。其二,完全从短期时间窗口来看,“自由现金流(自由现金流 S_2)=经营现金流-利息支出-折旧与摊销”,这是更“亲近”权责发生制原则的自由现金流。基于自由现金流 S_2 ,还可以扣除股权资本成本,计量企业为股东创造的现金增加值。

三、自由现金之界定和计量

若仅从净利润角度来看企业的分红能力,企业当期净利润为正值,就一定可以分红吗?答案是否定的,还需看作为存量的留存收益是否大于0。反之,若当期净利润为负值,只要期末留存收益为正值,则有可能具有分红能力。与此相类似,若仅从自由现金流角度看企业的分红能力,企业当期自由现金流为正值,就一定可以分红吗?答案是否定的,这还需看作为存量的“自由现金”是否大于0。反之,若当期自由现金流为负值,只要分红决策日的自由现金(尤指源自自由现金流积累的自由现金)为正值,则有可能具有分红能力。那么,到底什么是“自由现金”呢?又如何计量之?

(一) 自由现金之界定。

虽然学术界和业界尚未就自由现金流之界定和计量达成共识,但相关讨论毕竟已展开,而对于自由现金之界定和计量,则尚处于待展开之起步阶段。在界定自由现金之前,首先需明确的是,在本文中,现金不同于现金流,现金是指某个时点的现金存量,而现金流则是指某个时期内的现金流量。现金和现金流之间存在如下关系:期初现金+当期现金流入-当期现金流出=期末现金。至于自由现金,顾名思义,是指企业某一特定时点所持有的除向股东进行分配(包括股份回购)之外“无处可用(无可增加股东价值之用途)”的存量现金,从而在股东视角来看是可供“自由”分配的现金。但是,自由现金未必都是源自自由现金流的累积,而还可能来自企业的股权筹资等活动。在企业金融相关研究中,有关于最优现金持有量的研究,这一研究认为企业持有现金的目的在于为了满足交易性需求、预防性需求和投机性需求等。本文下面则从存量现金能够实现的功能和是否处于闲置状态(从而“自由”)出发,对企业特定时点的现金存量的可能构成进行分析以厘清自由现金。

笔者认为,理论上,一个财务健康的企业在特定时点的现金存量(含现金等价物)足够大的话,或可模仿军事学上的“防御纵深”或球队“板凳深度”而曰“现金深度(cash depth)”足够大的话,则可以按照存量现金能够满足的

功能及是否自由将之区分为下面的五个部分：

其一，正常经营周转所需现金。企业为了维持正常经营周转自然需要保持一定的现金存量，这类类似于所谓满足交易性需求，这其实也可以被当作该时点营运资本之一部分。

其二，保障经营安全所需现金。企业出于风险管理（尤其是危机管理）之需，假定自己的运营因受某些因素影响突然恶化，经营现金流入断掉，为了安全渡过可能长达数月直至年余的最困难的致命期而应保留的现金存量（金额至少有助于留住核心员工、支撑这一期间的一般办公活动、利息支出乃至偿付短期融资性负债等），这类类似于满足预防性需求。

其三，在建项目所需合理预备的现金。企业的项目投资往往需时较长，投资所需现金不会在投资开始日一次性对外支付，而是按照购建方案合理安排对外的分期现金支付，这样，企业必需为在建项目按照购建方案和资金筹措方案预备一定量的现金，如满足在建项目未来半年或一年的现金需求（这意味着，若在建项目跨多个会计年度，并非在建项目所需的全部现金一次性预备到位，然后短期甚至长于一年的时期内闲置着）。

其四，暂时性自由现金。暂时性自由现金其实不是严格意义上的自由现金，而只是在一段时期内无明确用途而暂时闲置进而可被企业有限度地“自由”运用而已。暂时性自由现金又可分为正常部分和非正常部分的暂时性自由现金。（1）正常部分的暂时性自由现金主要来自折旧与摊销所对应的那部分经营活动现金流以及可保持较长时期的负值营运资本所带来的经营现金流所累积的现金，这一部分现金可被暂时有限度地自由用于他处，但终究需变现回来用于固定资产和无形资产等的更新或用于营运资本的补充，这一部分暂时性自由现金的存在是企业运营中的正常现象。若企业在建项目本身就是对在用固定资产和无形资产等的更新或接替，那么，暂时性的自由现金就不再是自由现金，而应归入前面的第三部分。进一步看，若扣除利息支出后的经营现金流为负或虽为正但远小于折旧与摊销，则企业当期未能增加此部分暂时性自由现金。（2）非正常部分的暂时性自由现金主要是指，企业因负债筹资而融入的现金中无可用之处（如企业投资和新增营运资本之现金需求已得到满足）而被暂时闲置的现金，但其在债务合约到期时需归还给债权人，其只能以现金资产或变现能力较强（安全性高）的金融资产形式存在以便于到期偿还，这一部分暂时性自由现金的存在对于企业来说是不正常的，但在我国企业实践中确实存在着（如在我国2008年四万亿新增贷款政策实施中就存在企业从银行融入无用途的贷款，这会增加暂时性自由现金）。暂时性的自由现金是不能向股东进行自由分配的现金，即使将之向股东进行了分配，也不代表企业为股东创造了价值。

其五，非暂时性自由现金。非暂时性自由现金是真正可供股东自由分配的现金，其无类似债务那样的有固定到期期限的合约索取权约束着。非暂时性自由现金也包括两部分，其一是企业通过股权筹资融入的现金中无可用之处而被非暂时性闲置的现金（如我国企业IPO常发生的超募资金所形成的现金——IPO募集的现金超过招股说明书中投资项目计划所需现金的部分），其二是企业通过资产运营后创造出

来的自由现金流所累积而尚未分配给股东的非暂时性自由现金。可见，尽管非暂时性自由现金都是可供股东自由分配的（包括股份回购），但非暂时性自由现金并非都是企业为股东创造的价值，股权筹资形成的非暂时性自由现金在性质上是股东自己投入到企业的股权资本，并非企业运用股权资本之后创造出来的增值，自由现金流形成的非暂时性自由现金（长期看应是CVA所对应的部分）才是企业真正为股东创造的价值。以下本文提及的自由现金除非特别说明，一般均指非暂时性自由现金。还需指出的是，我们之所以称之为“非暂时性”意指其并非“永久”的自由现金，只是在可预见的未来是自由现金，因为企业的未来总是存在各种不确定性，不排除这些非暂时性自由现金在未来期间尚未分配给股东就失去了“自由”。

因此，从股东价值创造视角看，自由现金理应指在某个特定时点，在保障企业持续经营前提下，源自自由现金流的可供自由向股东进行分配的存量现金。当然，在实践中，未必所有企业特定时点都有足够的现金深度（现金存量中有对应于留存收益金额的自由现金以及其他几个部分的充足现金存量）。如，严重拖欠供应商货款的企业特定时点的现金存量很可能只有第一个部分，且还严重不足；在建工程变成烂尾工程项目的企业特定时点现金存量中也很可能只有第一个部分的现金，甚至有所不足；有的企业虽然现金存量能够满足经营周转、经营安全现金和在建工程所需现金之一部分，但已无任何自由现金。此外，在实践中，上述五个部分的现金不是截然分离的，现金存量首先是满足正常经营所需，其次是满足运营安全和在建项目投资所需（在管理思想落后的企业中两者未必存在先后顺序，甚至并未意识到运营安全的现金需求），若连这三者的现金需求都不能满足，那么，现金存量中自然没有任何暂时性或非暂时性自由现金。此外，还需注意的是，上述五个部分分类及其结构仅仅具有时点意义，动态来看，不同时点的现金存量中五个部分的结构是不断变动的，如，上一个时点的非暂时性自由现金很可能因为下一时期营运资本之扩大而去补充正常经营周转所需现金或用于新增项目之投资，从而虽未对股东进行分配，但可供股东分配的自由现金却减少了。再如，当企业因产业技术变迁等原因而不针对原项目进行更新改造时，由折旧和摊销所对应的暂时性自由现金之中对应于股权资本或留存收益的那部分也就转化为非暂时性自由现金了。自然，自由现金也可能因企业营运效率之提高或业务收缩等原因得以增加。从现金来源观察，存量现金要么来自自由现金流_S1，要么来自股权或债权筹资，或同时来自两者（即使是非暂时性自由现金，也可能同时来自两者）。就我国企业实践来看，不得不承认，大部分企业的经理人并未能够在管理意识上正确认知和管理现金的上述五个部分及进一步的细分类，而是能够保证任期内“拆东墙补西墙，墙墙暂时不倒”就足矣。如前述，财务管理理论研究者有利用有关模型来计量所谓的最优现金持有量（实践中此类模型难以应用），这不同于本文对现金存量结构的分析，上述第一和第二部分现金存量虽类似于满足交易性需求和预防性需求，但第三部分现金存量并非为满足投机性需求而贮备的现金，投机性需求所需现金之判断过

于主观,本文的现金存量结构分析是相对比较客观的,故不试图识别和区分企业为投机性需求而准备的现金存量。但若此类模型将来更具可操作性,则也有助于对一个企业特定时点的现金存量进行结构分析。

作为特定时点的存量,自由现金总是大于等于0,不会为负值。如一个初创办的企业或处于高速成长早期的企业,其特定时点的现金存量中的现金除备用于正常经营周转之外的剩余现金要么备用于保障经营安全或将要投入正在投资的项目,此时期初和期末的自由现金均为0,而此阶段企业的自由现金流一般为负值(因为在建项目及已投产项目营运资本增长在消耗大量现金)。因此,虽然“期初现金+当期现金流入-当期现金流出=期末现金”,但自由现金和自由现金流之间的关系不能简单地理解为“期初自由现金+当期自由现金流-当期自由现金之运用(分配)=期末自由现金”(这无法计算出特定时点的自由现金)。如当企业期初自由现金为0,当期自由现金流为负值时,具无筹资现金净流入则期末自由现金亦为0。再如,即使企业存在期初自由现金,且当期自由现金流为正,但当期决策降低企业财务杠杆偿还融资性负债发生大额自由现金之运用和(或)进行了大额的超过当期自由现金流的分红和(或)期末决策上马新投资项目需为之准备来年的建设所需现金,这样若期初自由现金加上当期正的自由现金流不足以支持而又未通过股权筹资活动融入足够现金的话,则企业期末的自由现金为0。此外,如前述,自由现金还可能来自筹资活动现金流,如我国一些企业IPO后,虽然自由现金流为负值时,但由于企业超额募集了大量股权资本,其IPO当年年末的现金存量中就存在大量自由现金。简言之,企业自由现金流为负值,未必没有自由现金;反之,企业自由现金流为正,未必有自由现金。但无论如何,企业可持续的自由现金只能是源自自由现金流,若企业长期自由现金流为负值,自由现金只能是付之阙如,企业持续分红能力亦成空中楼阁。

(二) 自由现金之计量之初步讨论

显然,通过上面的分析可以看出,自由现金的计量难度要远大于自由现金流的计量。自由现金的计量难度还在于,自由现金只有在准确计量了前述现金存量五个部分之中的前四个部分后才能计量出来。限于篇幅和笔者对此时的思考深度,本文仅对自由现金计量做初步讨论,望能抛砖引玉。首先,对于前述现金存量的第一部分——企业在特定时点面向可预见的未来(到底多长时间?)正常经营周转所需现金到底是多少金额?理论上,对于正常经营周转所需现金可以通过测算企业的现金转化周期(应收款项周转天数+存货周转天数-应付款项周转天数),然后乘以每天正常经营所需的现金量(通过年度内经营现金流出量和利息支出之和除以现金转化周期)得到。对于前述现金存量的第二部分——企业预备度过多长时间的运营“寒冬”,需为此预备多少维持经营安全的现金?就很难计量了,颇有些见仁见智。不同行业不同时期不同规模有着不同商业模式和发展战略的企业,有着不同风险厌恶程度和风险管理水平及未来预期的经理人的企业之运营安全所需现金都不相同(正常经营周转所需现金自然也各不相同),更何况现实中有许多企业还是相关乃

至非相关多元化经营着,有着不同的政经关系资源和负债及股权融资空间。至于前述现金存量中的在建项目所需现金,看似按照可行性研究报告和投资方案有一定的可计量性,但其实项目建设过程中的资本性支出预算动态调整也很多,且需要准确预测企业项目建设期间的经营现金流和金融环境之可能变化,计量难度不低。

由于本文关心的是企业的股东价值创造能力,关心的是企业分红能力,这样一来,从股东价值创造角度看,自由现金应该源自自由现金流。因此,可以通过累计企业自创办以来或自某个可大致确定无自由现金存量的特定时点(如IPO时或筹措大额资金进行重要投资时等)以来的自由现金流,然后扣除该时点以来已被股东分走的现金股利,就可以得到截至某个时点真正属于股东价值创造、可供向股东分配的自由现金存量之最高值,实际代表股东价值创造的自由现金在此范围内只会少无多。当然,不排除当把股权筹资带来的自由现金包含在内时,企业各该时点的自由现金存量大于此金额,但这后一部分不属于代表股东价值创造的自由现金。上述对自由现金流的累计可以分别按照前面讨论的两类自由现金流来计量。在此基础上,进一步结合现金存量的其他几部分的分析,也许可以较好地计量出企业特定时点的自由现金。

四、企业分红能力:基于自由现金的研究

如前述,按照现行《公司法》、相关监管规则 and 公司章程及会计准则,都是把企业分红与净利润及留存收益挂钩。长期以来,这些规则给资本市场和投资者造成的感觉和思维习惯是,只要企业有正值的留存收益就可以分红。进而,法律法规、监管机构和投资者都习惯于把分红称为“利润分配”。其实,这是错误的思维或至少是不完整的思维。故在基于自由现金研究企业分红能力之前,本文先分析利润、留存收益和利润分配之本质,然后再基于自由现金来厘清企业的分红能力。

(一) 利润、留存收益和利润分配的本质

按照现行会计准则,净利润是基于权责发生制进行收入和费用配比之后的差额,而留存收益是来自企业净利润的累积(扣除了所谓已向股东分配的净利润)。当然,留存收益虽然是一个存量,却可以是负值(反映企业累积的亏损额)。但是现有会计理论对于利润和留存收益之本质和意义的理解却不太清晰,亦不准确,自然对于利润分配之实质也含糊其辞。那么,净利润和留存收益的本质到底是什么?净利润和留存收益能够分配吗?净利润和留存收益的意义是什么呢?利润分配又该做何解?

在笔者看来,包括留存收益在内的“所有者权益”金额所计量的只不过是股东持有的对企业的剩余索取权之账面价值而已。正常情形下,假若企业遵循资本保全原则来进行持续经营,则股东持有的对企业的剩余索取权包括两部分,即一般意义上不可自由行使之部分和可以自由行使之部分。其中,股本和股本溢价部分是股东一般意义不可自由行使的剩余索取权之账面价值(如回购股份需寻求债权人的同意并受公司法关于最低注册资本的限制),而留存收益部分是

股东可以合法自由行使(所谓自由,即指除合约限制之外无其他法律限制,一般无需征得其他利益相关方的同意)的剩余索取权之账面价值。因此,基于权责发生制原则,作为收入和费用配比之后的净利润,其本质在于计量了某一会计期间因企业非资本性交易所新增的或新减的股东可以合法自由行使的剩余索取权之账面价值,而留存收益反映的则是在某一特定时点股东可合法自由行使的剩余索取权之价值边界。如某个会计年度,企业有净利润1 000万元,这仅仅意味着此期间企业非资本性交易所导致股东可合法自由行使的剩余索取权之账面价值新增了1 000万元;而企业于某个时点的留存收益为2 000万元,意味着在这一时点,企业股东可合法自由行使的剩余索取权之价值边界为2 000万元(即股东最多可合法自由地向企业索取价值2 000万元的资产)。当留存收益为负值时,则意味着股东一般意义上不能自由行使的剩余索取权账面价值也被侵蚀而“缩水”了。类似于会计准则的本质在于其是各利益相关方经过博弈达成共识的一份关于通用会计规则的公共合约(谢德仁,1997),基于会计准则所计量并经审计师审计的净利润和留存收益数据其实也只是包括企业股东、债权人、管理层、审计师等主要利益相关方就股东可合法自由行使的剩余索取权之价值变动及其特定时点的价值边界达成共识的一种意见而已。这是因为,基于权责发生制原则的净利润和留存收益数据之计量过程充满了人为的会计估计与判断及利益相关方的博弈,故它们不是事实,只是主要利益相关方达成共识的一种意见。既然净利润和留存收益只是一种意见,反映的只是股东可合法自由行使的剩余索取权之价值变动或某个时点的价值边界,那么,严格意义上,它们就是无法用来进行分配的,也是无法用来进行投资和花费的。那么,企业的利润分配到底是在做什么呢?

笔者认为,严格意义上,企业的利润分配之本质是,股东(们)在合法自由行使对企业的剩余索取权,向企业合法索取现金,而企业则是依据相关法律和公司章程等合约,用现金来满足股东所提出的行使剩余索取权之要求。故利润分配的本质是股东在合法且自由(即一般无需征得其他利益相关方同意)地分配(取走)企业的现金,亦即利润分配是股东在合法自由地“分”企业的现金。尽管在实践中,把股票股利也视作是一种利润分配方式,但其实股东只是拆细了手中持有的剩余索取权而已,并未能对企业“成功”行使剩余索取权,没有分到现金,且如后面所分析的,股票股利无助于股东价值持续创造。那么,从“分现金”行为的合法性角度看,股东究竟能够在多大金额范围内合法行使剩余索取权(合法自由地分走企业的现金)呢?这正是利润和留存收益的意义之所在,留存收益匡算了一个企业的股东在某个特定时点所能合法自由行使的剩余索取权之价值边界(如前例中,股东能够合法自由地分掉企业现金的限额为2 000万元)。换言之,利润和留存收益本身虽然是不能用来“分配”的,但其决定了股东可以合法自由分走企业现金的金额范围,故利润分配之本质乃“基于利润(限于留存收益)的现金分配”。

(二)企业分红能力与源自自由现金流的自由现金。

如上述,严格意义上,企业的利润分配就是企业以现金

来满足股东要求行使的剩余索取权。既然企业利润分配的本质是股东限于留存收益之边界来合法自由地分企业的现金,那么,制约着企业分红能力的因素除上述留存收益之外,就是企业是否有足够的现金来供股东“分”走。怎样的现金存量才算有了足够股东“分”走的现金呢?这就涉及现金存量之结构和自由现金问题。因为,若假定企业要追求持续经营,则特定时点的现金存量先要满足前面曾讨论到的现金存量结构之第一至第三部分,之后才可能有暂时性及非暂时性自由现金,而能够对股东可持续地进行分配的是源自自由现金流的非暂时性自由现金。当企业特定时点的现金存量中无非暂时性自由现金时,持续经营中的企业是没有分红能力的,因为现金存量中的现金都具有实实在在之必需用途,无“自由”之现金可供股东分走。即使企业特定时点的现金存量中有来自股权筹资活动产生的非暂时性自由现金,企业也是没有真正的分红能力的。因为用此自由现金来分红,本质上就是把股东投入到企业中的本金(现金)“分给”(还给)了股东自己,这是典型的“庞式骗局”。当然,也有企业利用源自债权筹资活动带来的暂时性自由现金给股东分红,这也是一种典型的“庞式骗局”(只不过不再是股东自己“蒙”自己,而是股东“蒙”债权人)。无疑,带有“庞式骗局”性质的分红(不妨简称之为“庞式分红”)是不可持续的,不是真正意义上的分红。进而言之,所谓“庞式分红”就是指,股东分红所分走的现金其实来自股东自己投入到企业的股权资本带来之非暂时性自由现金或企业从银行等债权人处借来的贷款本金带来之暂时性自由现金抑或非自由现金,而非企业自身所创造的自由现金流所累积之非暂时性自由现金。自然,有的企业可能在不存在暂时性或非暂时性自由现金之情形下强行分红,则成“今朝有酒今朝醉、明日愁来明日忧”之态势。总之,当企业特定时点的现金存量之中无源自自由现金流之自由现金时,企业是不具备真正的分红能力的。长期来看,若一个企业的分红超过其自创立以来的自由现金流之累积总额,则该企业必定发生过没有自由现金而进行分红的事情,也必定存在“庞式分红”问题。

综上,企业分红能力是指企业股东是否具有在正值的留存收益边界内可持续地分走企业自由现金的能力,其受制于源自自由现金流的自由现金和留存收益这双重边界。对于企业在特定时点的分红能力之评估,一方面要考察其在特定时点的留存收益是否为正值,这决定着股东是否拥有自由行使剩余索取权分走企业现金的合法权利;另一方面,要考察企业在此特定时点所拥有的源自自由现金流的自由现金,这决定着企业是否有足够能力来满足股东所要求合法行使的剩余索取权。当企业没有正值的留存收益(即留存收益为零或负值),股东无可合法自由行使的剩余索取权,即使企业拥有自由现金,企业无分红能力;而当企业有正值的留存收益(股东拥有合法自由行使的剩余索取权),但却没有任何源自自由现金流的自由现金时(企业无满足股东合法自由行使剩余索取权之能力),企业亦无分红能力。因此,企业具有分红能力的充要条件是同时拥有正值的留存收益和源自自由现金流的自由现金,这两者越大,企业分红能力越强。还需指出的是,从现金增加值视角来看,并非企业具有分红能力且

向股东进行了分红就是在创造股东价值,因为,只有股东分走的自由现金属于现金增加值时,这才真正代表了股东价值创造,才反映了真正的股东价值创造和财富增长。当然,企业是否分红,除此客观的分红能力之外,还取决于股东们主观的分红意愿,这是另外一个问题,本文不予赘述。

即使我们依据实践惯例,把股票股利视作为一种利润分配方式,但股票股利是无助于股东价值持续创造,尤其是当企业无分红能力时。表面上看,股票股利不需要向股东支付现金,似乎不需要企业具有源自自由现金流的自由现金,而仅仅有利润和正值的留存收益即可。但长期看,若企业没有分红能力,靠股票股利方式进行利润分配是无法创造股东价值的。因为若一个企业未能持续创造出自由现金流和自由现金,而仅仅有利润和留存收益(且不论是否利润是被会计操纵出来的),并基于之进行所谓的股票股利方式之利润分配,这意味着企业的这些利润和留存收益并未真正实现现金流入,无现金与之对应,而是利润和留存收益是以营运资本或非流动资产等资产形式存在着,若长期如此,则营运资本和非流动资产会越来越大,暗示着企业运营处于亚健康或不健康状态,很容易出大问题(如出现大额的资产减值损失或缺乏足够现金偿还到期债务),企业很可能出现巨额亏损,陷入财务困境,股东手中因股票股利而新增的股票连同原有的股票之价值都会大幅度下降乃至灰飞烟灭,何来股东价值创造。而即使企业具有分红能力,却长期采用股票股利之利润分配方式,则企业自由现金要么被闲置着要么更可能是被企业管理层所滥用,都会徒增企业股东承担的代理成本,从而有损于股东价值创造。从长期历史数据来看,确实如此,分红才有利于股东价值的持续创造,如有研究发现,企业分红(现金股利支付率)越高的时期,其未来十年的盈余增长越快(Arnott and Asness, 2003)。总之,长期看,企业若无源自自由现金流的自由现金而分红或采用股票股利方式进行利润分配,是无助于持续创造股东价值的;而企业有真正的分红能力却不分红(即使采用了股票股利方式进行利润分配)也会有损于股东价值的持续创造。

五、结论

本文对企业分红能力进行理论研究。关于企业分红前必须拥有正值的留存收益这一点已是业界常识,但这往往被相关法律法规及包括监管机构在内的业界当成了企业具备分红能力的充要条件。其实,企业是否有分红能力还有赖于其在分红决策日是否有源自自由现金流的自由现金。但令人遗憾的是,学术界和实务界对自由现金流的研讨尚待深入,诸多关键问题未达成共识,对自由现金的研究讨论则尚未展开,故本文首先重点研究了自由现金流和自由现金之界定与计量问题,并就此提出现金增加值的概念和初步计量方法。然后,本文提出了关于利润、留存收益和利润分配之本质的新见解。本文在自由现金和留存收益分析之基础上研究提出,企业分红能力是指企业股东是否有在正值的留存收益边界内来可持续地分走企业自由现金的能力,企业在某个时点具备分红能力的充要条件是企业留存收益为正值的同时还拥有源自自由现金流的自由现金,亦即,企业分红能力受制于

源自自由现金流的自由现金和留存收益这双重边界。当然,若企业现金深度足够,有源自现金增加值的自由现金可供分配则更佳,这才代表真正的股东价值创造。企业无分红能力而分红是庞式分红,无分红能力而采用股票股利方式进行利润分配属于自欺欺人,均无助于股东价值的持续创造;而企业有分红能力却不分红,也是有损于股东价值持续创造的。

(《会计研究》2013年第2期 略有删节)

国有银行贷款与股价同步性

王艳艳 于李胜

一、引言

自Roll(1988)首次提出股价同步性概念,作为表征真实经济效应和资本市场效率的特征指标,股价同步性成为财务学、会计学的重要研究话题之一。大量的研究表明,产权保护程度、股权结构、分析师、机构投资者、信息透明度等是影响股价同步性的重要因素(Gul, Kim and Qiu, 2010; 李增泉, 2005; 王亚平、刘慧龙和吴朕生, 2009等),比如Gul et al. (2010)以及李增泉(2005)的研究表明,国有企业的股价同步性高于非国有企业,并认为这两类企业的公司治理结构所引致的壕沟效应差异是导致股价同步性差异的重要原因。然而,这些研究忽略了影响股价同步性的另外一个重要因素——企业的债权人。企业债务风险水平的变化,一方面会导致企业现金流波动性发生变化,改变企业的基本面信息,并进一步改变投资者对企业的风险感知水平;另一方面,债权人可以通过非公开渠道获取企业的内部信息,企业的贷款越多,对债权人的依赖就会越大,那么公司将更多通过非公开渠道披露私有信息,这使得流入股市的私有信息下降,这些因素均会对股价波动性产生影响(Black, 1976; Christie, 1982; Campbell, Lettau, Malkitl and Xu, 2001)。特别是在我国经济运行过程中,国有企业仍是上市公司的主体;在企业的债务融资过程中,国有银行仍是主要的债权人。国有企业和国有银行作为国家经济命脉的左、右手角色,使得预算软约束成为影响银行贷款效率的重要特征之一,预算软约束的存在降低了国有企业的破产风险和经营风险,同时也降低了管理层对外披露信息的动机。因此本文从预算软约束这一视角出发,研究国有银行贷款对公司的股价同步性会有什么影响?这种影响在不同性质的公司中是否存在差异?

我们的研究对于理解我国资本市场股价同步性有特殊意义。由于在我国的企业融资结构中,债务融资仍然是最主要的方式之一。同时,由于我国债券市场仍处于起步阶段,因此在债务融资当中,银行贷款是最重要的融资方式。我国的银行体系进一步可以划分为国有银行、民营银行和外资银行,国有银行和非国有银行在目标函数、治理结构以及银企关系方面的差异,会导致他们风险管理以及经营效率的差异,这就为我们研究国有银行贷款的预算软约束对股价同步性的影响提供了一个天然的环境。