

企业管理之“谜”丛书

企业价值之“谜”

现金为王

王步芳 著

Cash Is King

Answer To A Riddle Of The Enterprises' Value



中国电力出版社

www.cepp.com.cn

企业价值之“谜”

现金为王

王步芳 著



中国电力出版社

www.cepp.com.cn

内容简介

现金为王是中外企业发展史上一条亘古不变的“铁律”。古今中外，无数企业家和商界名流从成败得失中深深体会到：现金流管理是企业生存之道，能确保企业的“血液循环系统”正常运转。要以健康的现金流循环来实现、创造和提升价值。

本书对当代现金流管理的新理论作了系统、全面的介绍和研究，对企业现金流管理的实务作了详细、深入的总结和分析，从理论和实务上揭示了企业价值之“谜”；并采用许多国内外典型案例，结合我国经济环境，对现金流管理中的诸多问题、难点和解决方案进行了具体、细致的说明和解剖，堪为当代企业价值管理的“指南”。

本书可供企业家和财经人士学习、研究现金流管理理论与实务、探索与提升企业价值，供管理学、经济学、金融学和会计学等专业学生、教学人员、研究人员、金融机构人员、政府公务员和企事业单位领导参考，也可实际指导普通股民选择股票、投资理财。

图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值之“谜”：现金为王/王步芳著. —北京：中国电力出版社，2009

(企业管理之“谜”丛书)

ISBN 978-7-5083-7228-0

I. 企… II. 王… III. 企业管理：现金管理 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 036285 号

中国电力出版社出版、发行

(北京三里河路 6 号 100044 <http://www.cepp.com.cn>)

北京博图彩色印刷有限公司印刷

各地新华书店经售

*

2009 年 7 月第一版 2009 年 7 月北京第一次印刷

720 毫米×965 毫米 16 开本 21.75 印张 362 千字

印数 0001—3000 册 定价 45.00 元

敬告读者

本书封面贴有防伪标签，加热后中心图案消失
本书如有印装质量问题，我社发行部负责退换

版权专有 翻印必究

《企业管理之“谜”》

丛书总序

当今社会有一个有趣的现象，众多国内外知名企业都聘有精英型首席经济学家，却很少听说过首席管理学家。为什么企业“坐堂看病的不是医生，却是秀才”？

原因在于管理理论流派纷呈，一些管理者迷失了方向，今天甲理论时髦就推崇甲理论，明天乙理论热炒就改用乙理论。时至今日，管理学依然“身陷丛林”，以至很多管理者不知所措，而与之相对应，经济学的发展始终有一个“主流”。

面对 21 世纪经济全球化和新技术革命的浪潮，在复杂、变革、不确定的环境下，企业管理的范畴远远超出了早期几大职能、几条原则的禁锢，企业管理的“百科”无处不是“迷宫”。于是，当代管理学大师德鲁克坚信“实践先行”，认为理论的作用是将已经被证明的实践构建为体系，是将零星的事实和特例转化为规则和系统。无论何种理论，都是在实践中感悟提高的。形形色色的感悟甚至顿悟，构成了风景秀丽的管理理论丛林。丛林有无尽头？何处是尽头？依然无法回答。所以，歌德的名言“理论总是灰色的，而生命之树常青”一语成谶。

怎么办？

走出迷宫，揭示企业管理的谜底离不开经济学的理性思维！

企业是由人组成的，企业在社会上是法人，本质上就是经济人。不必否认对企业作出诸如社会人、伦理人等假设。只要企业是人而非机器来管理，就会有“七情六欲”，企业管理决不能因为几个人的“舍生取义”或“大公无私”，就否认“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往”！现代公司制度的形成和市场经济秩序的建立，就是无数经济人讨价还价的结果！这是亚当·斯密思想的本质。所以，经济人不是假设，而是公理，是符合无数经济现象和企业管理实践的大数定律，是客观的统计规律！

真正的经济学理性思维是以价格（包括利率、工资和地租等）为中心，以选择、个人理性、机会成本、分工、最大化、信息不对称和面向未来的决

策等为基本前提来思考一切经济和社会问题的。从经济人入手，从最坏处防范，人类社会才能真正进化。因为把最大的风险因素都考虑到了，只要采取行动，就是帕累托改善，就是社会进步。企业管理的“百科”需要经济学理性思维来引导。

改革开放 30 年来，中国的市场经济取得了举世瞩目的成就，国家统计局初步核算中国 2008 年度国内生产总值（GDP）为 300 670 亿元人民币，排名世界第三。目前，中国有 1600 家上市公司，4200 多万户中小企业和非公有制企业^①。如此众多的企业在世界上潜力最大的经济体中实践，如果有始终如一的理性思维来引导，有前人栽树的管理经验来分享，假以时日，未来的中华大地必将诞生出一大批享誉全球、富可敌国的“钢铁大王”、“汽车大王”、“电信大王”和“互联网大王”等跨国公司。

《企业管理之“谜”》丛书的内容，都是围绕企业管理不同领域的实践需要和理性反思而展开的。具体揭示的有：一个企业如何通过产业整合来快速成长（《企业成长之“谜”：产业整合》），如何通过现金流管理来实现价值、创造价值和提升价值（《企业价值之“谜”：现金为王》），如何通过奖罚制度来激励和约束员工（《企业激励之“谜”：多奖少罚》），如何通过构建网络生态来发展电子商务（《企业电子商务之“谜”：网络生态》），如何通过金融手段来复制连锁经营模式（《企业连锁之“谜”：金融复制》）等。

《企业管理之“谜”》丛书，就是着眼于当代中国企业的伟大管理实践，倡导“从干中学，知行合一”，旨在给各级管理者一把开启管理智慧之门的钥匙，一架走向企业成功之道的阶梯。

其一，“从干中学”。这套丛书不是纯粹的学术书籍，而是活生生的企业管理案例和实务的总结，是众多企业管理实践经验的归纳和系统化。

其二，“知行合一”。这套丛书崇尚实用，每一册书都是企业管理的“百科之一”，都是基于作者在企业管理某个领域长期工作的实务。“知者多喜于学而惮于行，行者常碌于为而讷于知；惟具使命者方能知行合一”。那些有抱负的企业家和有志于创业的人，对于本套丛书，可以取“拿来主义”。

其三，开启管理智慧之门。中央电视台曾经播放的电视连续剧《历史的天空》，讲述了主人公是如何凭借智慧从一个无产者成长为将军的。古罗马卓越的军事统帅斯巴达克也曾经真实上演了一幕从奴隶到将军的人生戏剧。

① 数据来源：国家发展和改革委员会等发布的《中国中小企业信息化发展报告（2007）》。

同样，当今中国企业中，有多少出身草根的经理是“聪明能干的奴隶”，必然也有机会成为产业巨头的。本套丛书旨在帮助他们开启智慧之门，解决企业管理之谜的困惑。

其四，走向企业成功之道。本套丛书注重企业管理百科知识的实际运用，是一种管理者案头必备的工具性“全书”。每一册主题鲜明，除了阐述最新的该领域管理理论之外，并就此领域进行典型案例剖析，指明中国企业在该管理环节上的具体操作和理论运用，可作为企业管理实践的“行动指南”。

“中国崛起”离不开优秀企业家的管理，这是时代的召唤，《企业管理之“谜”》丛书正是应召而为，应运而生。

胡湘女

2009年4月

目录

企业价值之「谜」

现金为王

《企业管理之“谜”》丛书总序

第一章 解读现金流/1

第一节 现金流的精髓：价值的自由/2

第二节 现金为王：揭示企业价值的谜底/11

第二章 现金流管理理论/27

第一节 国外现金流管理：理论发展与与时俱进/27

第二节 目标现金余额模型：追求最优和完美/30

第三节 自由现金流理论：没有免费的午餐/36

第四节 现金转换周期理论：时间就是金钱/41

第三章 经营性现金流管理/47

第一节 经营性现金流：主业的价值载体/47

第二节 货币资金管理：流动性和收益性的抉择/52

第三节 存货管理：方便与经济的权衡/68

第四节 销售信用管理：与人方便，自己方便/87

第五节 应收款管理：纸上财富变成真实财富/97

第六节 应付款管理：金钱与信誉的中庸之道/110

第四章 筹资性现金流管理/119

第一节 资本成本管理：降低价值的代价/119

第二节 资本结构管理：用别人的钱还是用

自己的钱/131

第三节 股权筹资管理：有福同享，有难同当/158

第四节 债券筹资管理：借鸡生蛋/174

第五节 银行贷款筹资管理：用好别人的钱/188

第五章 投资性现金流管理/199

第一节 固定资产投资管理：当期决策，长期回报/199

第二节 股票投资管理：内在价值，规避风险/210

第三节 债券投资管理：出借余钱，生财之道/217

第四节 企业并购投资管理：买卖产权，整合价值/230

第六章 现金流量表编制、分析与预算/259

第一节 现金流量表编制：制作企业价值“晴雨表”/259

第二节 现金流量表分析：企业价值“晴雨表”的玄机/276

第三节 现金流量表预算：价值“晴雨表”服务于价值创造/295

第七章 上市公司现金流管理/306

第一节 我国上市公司的现金流分析：虚拟资本和真实资本的双重价值判断/306

第二节 基于现金流的上市公司价值评估：虚拟资本和真实资本的双重价值体现/314

第三节 上市公司现金流管理的策略：虚拟资本和真实资本的双重价值创造/325

参考文献/335

后记/338

第一章

解读现金流

从18世纪产业革命爆发以来，无数企业家和学者们都在思考同一个问题：何谓企业价值？什么决定了企业价值？

对于这个问题，众说纷纭。举世公认的经济学家“大家”马歇尔曾说过，“经济学家的目标应当在于经济生物学，而不是经济力学……”从马歇尔的思路出发，作为社会经济“有机生命体”的各行各业的企业，在价值上一定存在着一种共同的“质”的东西，这就是现金为王。

现金流对于企业，就像血脉对于人体，良性的现金流是企业健康成长的血液循环系统，只有血液充足、流动顺畅，人体才会健康。即使是那些世界500强企业，如果没有充足的现金也无法运转，现金流严重不足就会危及企业生存。20世纪80年代，美国第三大汽车制造商克莱斯勒（Crysler）就曾出现现金匮乏的窘境，德国大众公司也曾因现金流不足而陷入困境；20世纪90年代，著名的蒙哥马利·华德百货公司更是多次遭遇了现金耗尽的危机；在2008年史所未见的金融危机中，美国华尔街大腕——前五大投资银行都因次贷品贬值而使现金流枯竭，要么破产倒闭，要么改弦易辙。

改革开放以来，为什么许多跨国公司在中国市场敢于亏损10年也不轻言放弃？为什么国美、苏宁等电器公司在大量家电售价与进价相差无几的情况下企业规模越做越大、企业实力越来越强？这是因为他们练就了一套即使在没有利润空间的情况下也能够熟练自如地管理好现金流的本领。放眼当今全球产业界，为什么一些著名的航空公司、保险公司和百货商店、零售超市在残酷的市场竞争中能够越战越勇？这是因为这些企业的职业经理人身经百战，早已成为管理现金的行家里手。对此，众多中外企业家深有同感：不怕负债经营，不怕业务亏损，就怕现金周转不灵。例如，针对2008年国际金融危机和国内需求不振，国务院国有资产监督管理委员会（简称国资委）反复强调，当前必须加快应收账款的回收工作，加强现金流管理，有效巩固资金链，中

央企业要高度重视现金流风险，倡导现金为王^①。

那么，现金流是不是越多越好呢？当然不是！因为现金流与水流一样，既不能干旱成灾，也不能溢为洪水，企业健康之道所追求的必然是现金流出和流入的一种动态平衡。现金流管理目的就是要维护现金流的安全，加速现金流转并实现增值。现金流的管理能力就是赋予企业生存和发展的一种能力，它如同企业生命的氧气补给能力。减少现金和消耗现金都可能导致经营困难，即使企业的其他盈利因素如利润率和资产周转率等指标表现得再好也会前功尽弃。

现金流不只是企业生存之基，更是企业价值之体！对于企业决策者来说，决定企业未来长期价值的，不是利润，而是现金。盈利水平高而现金流枯竭的公司存活不了多久，盈利水平未必高而现金流充裕的公司，反而更容易赢得长远发展机会，从中获取更大的价值。即便行业不同，环境不同，对企业特定现金流量的要求也不同，但现金流管理的本质是一致的：现金流不仅是企业偿还债务、支付股利的保证，而且是评价企业盈利能力、抵御风险能力及企业未来发展潜力的基本依据。在国际公允的企业价值衡量上，现金流量贴现法是公认的科学的公司估值方法。总之，“现金为王”是中外企业发展历史上一条亘古不变的“铁律”，是企业一切价值管理的出发点和归宿点。

第一节 现金流的精髓：价值的自由

一、现金≠钞票，现金的本质是能够及时且容易变现的金融产品，真实反映经济资源的自由流动性

很多时候，现金并不是一个很确切的概念，经济意义上的现金包括库存现金、商业银行中的支票、账户存款和未存入银行的支票等。然而，理财者经常将短期有价证券也包括在“现金”这一概念中，一般短期有价证券被认为是“现金等价物”，包括短期国库券、大额可转让存单和回购协议。通常

^① 2008年11月11日，国资委紧急召开中央企业经济分析视频会议，强调“现金为王”。国资委主任李荣融在会上说，目前央企经营形势总体向好，但由于受到金融危机的影响，企业利润下降的幅度正在逐步加大，亏损企业正在不断增多；应对危机的关键是要有充足的资金，各企业加强现金流量管理，合理安排生产经营活动的资金需求，量入为出，留好头寸……

国际会计惯例中所指的企业现金，包括企业所拥有的一切可以购买商品或劳务的现款和流动证券、银行存款、库存现金和零用金及定额备用金等。下面，我们对现金的概念进行辨析。

(一) 美国的“现金”概念：随时变现的资产

近年来，美国经济界主要有四种现金定义。

(1) 美国财务会计准则公告第 95 号《现金流量表》对现金和现金等价物定义如下：“现金应包括库存现金、存放在银行及其他金融机构的可随时提取的存款，以及具有可随时提取存款特征的其他类型的户头”；“现金等价物是指符合下列特征的期限短、流动性强的投资：①易于转换为已知金额的现金；②即将到期而不受因利率变化导致价值变动等重大风险的影响。”

(2) 美国财务会计准则公告第 95 号公告在附录 C 的第 147 条中给出了一份考虑到银行和类似金融机构特殊性的现金流量表范式，在该范式的会计政策披露项目中，对以报告现金流量为目的的银行和类似金融机构的现金和现金等价物是这样界定的：“现金和现金等价物包括库存现金、存放同业款和卖出联邦基金。一般而言，联邦基金的买或卖可在一天之内完成”。

(3) 美国金融巨头花旗银行在其 1999 年年度报告附注中对现金和现金等价物这样界定：“现金和现金等价物包括库存现金、存放同业、按照联邦和经纪人条例分拨的现金、存放清算机构的现金、在购入时就确定了其到期日在 3 个月以内（含 3 个月）的期限短、高流动性的投资”。

(4) 美国金融巨头大通曼哈顿银行在其 1999 年年度报告中是将在现金流量表中报告的现金和现金等价物的范围界定为银行资产负债表的“现金与存放同业”项目。

(二) 我国的现金定义：包括现金和现金等价物

近年来，我国经济界主要有三种现金定义。

(1) 2002 年，我国修订的《现金流量表准则》对现金和现金等价物的一般性定义是：“现金是指企业的库存现金以及可以随时用于支付的存款”；“现金等价物是指企业持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险很小的投资”。《准则指南》对于“期限短”的解释为“一般是指从购买日起，三个月到期。”

(2) 1999 年，深圳发展银行在其年度报告附注中没有对现金做出明确的界定，但对现金等价物给出了如下的界定：“现金等价物是指持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金且价值变动风险很低的投资及存放

于中央银行可运作之款项”。

(3) 1999年,上海浦东发展银行在其年度报告的现金流量表附注中,采用表下注解的方式说明了现金及现金等价物的范围:“现金及现金等价物包括现金及银行存款、存放中央银行备付金”。

(三) 现金的本质:能够及时且容易变现的金融产品

由上面的分析可知,现金有多种不同的定义。那么何谓现金?现金等价物到底是不是现金?我们有必要对现金下一个适用于一般工商企业的定义。

(1) 现金是由经济主体能够自主支配、随时可用于支付的款项。

(2) 会计主体要求经营稳健,现金等价物尽管与现金等价,但它毕竟不是现金,现金等价物的变现尽管较快,但还是需要一定时间,有一定风险。现金等价物在支付能力上类似于或接近于现金,但是它们在支付与偿债能力上的差别是无法消除的。

(3) 现金等价物虽不是现金,但其支付能力与现金差别不大,编表时可视同现金看待,将其等同于现金在现金流量表中反映给会计信息使用者,但对现金等价物的变现时间应作明确界定。作为现金等价物的投资只要能随时变现而且最迟3个月到期一定能变为现金,则不管等价物的原来投资形式表现为长期投资还是短期投资均可。

(4) 由于现金流量表是年度报表,因此现金等价物的时间界定问题只有在资产负债表日界定才有意义。只有在资产负债表日(如12月31日)现金等价物的存在状态是投资,变现时间不超过3个月,才符合现金等价物的基本要求。换言之,凡12月31日企业持有的能够随时变现且最迟于当年3月31日前到期的投资,不管存在形态是长期投资还是短期投资,不管购入时间何年何月,均符合现金等价物的定义。

二、现金流量和现金流

现金流量本质上是一个矢量,包括企业现金运动的两个属性,即流向和流量。现金流是企业经营之本、发展之源和价值之体。正如任正非宣言所称——华为的棉袄就是现金流!

(一) 现金流的矢量本质

现金流量一般是指企业现金及其等价物的流入和流出,包括企业经营活动产生的现金流量,筹资活动产生的现金流量及投资活动产生的现金流量三个部分。借用物理学的概念,现金流量本质上是一个矢量,它包括企业现金

运动的两个属性：流向和流量。现金流量主要记录企业在销售商品、提供劳务、购买商品、接受劳务、对外投资和支付税收等活动中的现金流动状况，反映业务的现金收支状况。

现金流量概念的重要性主要体现在：

(1) 现金流是企业经营之本、发展之源。在企业日常经营活动中，资金的运动从货币形态到实物形态，再到货币形态，周而复始，不断运转，以实现价值的增值。企业由于规模经济的渴望和对外扩张的需要，都对现金有着巨大的需求。为了在激烈的市场竞争中获得竞争优势，提高竞争能力，企业通常要进行新业务导入、企业并购等，也必须投入大量资金。作为资源转化增值链的企业，从产品的市场调研到售后服务的整个过程，任何环节都与企业的现金流交织在一起。现金流管理的好坏决定着企业的生存和未来的发展。如果只重视自然结果的利润，不关注现金流，就等于失去了发展经营之本，再精妙的管理方案也会付之东流。

(2) 现金流量是利润质量的试金石和测谎仪。企业有了充足的现金购买原材料、辅助材料、机器设备，支付劳动力工资及其他费用后，进入了生产过程。但企业是需要持续不断地经营下去的，这就需要不断地有足够的现金参与运转。同时，生产的产品还得满足社会的需要，得到社会的承认，就要将产品销售出去，并收回现金。可见，现金流量比利润更重要、更客观。根据权责发生制确定的利润指标，容易受人为操纵、控制，并不能代表企业的实力。而现金流却是企业生存的必要元素，不仅可以反映企业的支付能力，而且可以证明企业的信用和实力。在实践中可以看到，有的企业虽账面盈利颇丰，却因现金流量不充沛而倒闭；有的企业虽然年年亏损，却因有足够的现金流量而得以长期生存，最后抓住机遇发展壮大。所以，现金流量是利润质量高低的“试金石”和“测谎仪”。企业要想持续经营，靠的不是高额账面利润，而是必须保持良好、充足的现金流量。

(3) 现金流决定企业的市场价值和内在价值。近几十年来，企业利润包装、盈余操纵现象屡见不鲜，现金流量信息能帮助投资者更好地看清企业的真正面目，更真实地反映企业投资价值，从而减少投资风险。现金流充足说明企业的经营情况好，承受风险的能力强，投资者的信心就会增强。由于历史现金流量与未来现金流量是相关的，因此对于投资者关心的企业支付股利的能力，是可以通过历史现金流量做出预测的。国外研究表明，企业股票的市场价格与利润指标的相关性越来越小，与企业现金流的相关性却越来越

大。可见，证券市场也证明了企业价值与现金流息息相关。在分析企业偿债能力时，仅仅根据流动比率和负债比率等指标，很难准确判断企业真正的偿债能力。因为流动资产中既包括货币资金和短期投资等变现能力很强的资产，也包括应收账款、存货等变现能力不很确定的资产，还包括根本无法变现的待摊费用等。而现金流量中的现金，是企业实实在在的、可以立即用于偿还债务和其他支出的保证。因此，根据现金流量计算出的偿债能力指标，能够更加准确反映企业的偿债能力。

(二) 案例：任正非宣言——现金流是华为的棉袄^①

看看美国的现状：现在整个网络投资极度过剩，没有销售空间。大公司都没有生存空间了，小公司更加困难。大公司为什么死不了？是银行不让它死，不是它自己不想死。可尼之所以宣布破产，其实就是和银行谈判失败一再借它 30 亿英镑，2004 年后把毛利提高到 24%（这个数值是很低的）；不借它 30 亿英镑，它就宣布破产，宣布破产后就可以赖账。最后和银行谈判失败，它就宣布破产了。环球电信破产了，银行就被套住了。这种连环性的社会影响还会在相当长一段时间内才能完成。在这种情况下，我们公司要以守为攻。

大家总说“华为的冬天”，那棉袄是什么？就是现金流。存在银行、仓库的钱算不算现金流呢？算，但总是会坐吃山空的。所以必须要有销售额。大家有时对销售额的看法有问题。大家以为我卖的设备原来是 100 元钱，我 90 元卖掉了就亏 10 元，这种合同坚决不做。但是如果坚决不做，公司就亏损了 23 元，因为所有的费用都分摊了，在座的开会用的桌子，屁股坐的椅子费用都分摊进去了，还要多拿 23 元贴进去才能解决这个问题，甚至可能还不止这个数。如果亏了 10 元钱卖，能维持多长时间呢？就是消耗库存的钱。消耗消耗消耗，看谁能耗到最后，谁消耗得最慢，谁就能活到最后。市场就是这种规律。所以说，现在对现金的把握是非常重要的。

几年前，我组织市场财经部（是华为负责货款回收的部门），大家死都不愿意去，现在一看，市场财经部的人，哗啦啦老升官、升高官、到国外升官。大家看市场财经部的人升得很快，心里不舒服。没办法，不升

^① 本案例来源：任正非，华为的棉袄就是现金流。《中国企业家》，2004(9)。

他升谁呀？不升他，在国外那么大的合同，钱拿不回来怎么办？那是棉衣啊！大家（的思想）一定要转变啊！现在有市场经验的人也可以转到市场财经部，用你的思维方法做这个事的话，你会更有前途。纯粹的财务人员就没有市场人员有前途。因为在国外做销售有两个条件：一是把技术澄清，讲清楚是怎么一回事；二是把商务讲清，商务澄清就是商务承诺，讲好融资条件和手段。现在国外销售前景越来越清晰，证明几年前进行市场财经部的建设是正确的。

现金流必须要有销售规模来支持。现在一投标，西方公司的价格与我们差不多，我们有什么优势，我们没有优势。我们以前说我们的优势是质量高价格低，现在价格低不敢说了，再说价格低就亏得厉害了。我们的优势在一定程度上在消失和衰退。但是我们还是有比较好的方法手段。只要多（接上）几口气，我们就活过来了。“家有粮，心不慌”，在深圳口袋里有钱，心就不慌。在最关键的历史时刻，我们一定要重视现金流对公司的支持。在销售方法和销售模式上，要改变以前的粗放经营模式。我宁肯卖得低一些，一定要拿到现金。这个冬天过去，没有足够现金流支撑的公司，在春天就不存在了。这个时候我们的竞争环境就会有大幅度的改善。西方公司由于巨大的财务泡沫对他们已产生了打击的影响，他们自己已经乱了阵脚。乱了阵脚我们做什么呢？乘胜追击，争取更多的市场，更多的机会，我们就能活到春天，活到春天，我们存的粮食吃光了，再种。

我认为大家要帮助安圣（安圣电气由华为于2001年卖给美国艾默生）的工作。我认为以后这种市场机会会存在，应该通知安圣每个办事处都来一个主任培训培训。我们现在账上还有几十亿现金存着，是谁送给我们的，是安圣，人家给我们送来棉袄够我们穿两年的啊！我们如何能在穿着棉衣暖和的时候，忘了做棉衣的人，这怎么行啊！

（三）现金流的精髓在于“自由”，在于价值体现的自由

现金流比利润更重要，以权责发生制为基础的利润没有考虑风险、没有考虑时间价值、有较大主观成分等局限性，人们越来越关注现金流量这一指标。但是，由于现金流量概念太泛，并非是在不影响企业正常发展情况下可分给股东的最大现金量。为了便于对企业现金流量的统计、比较和分析，自由现金流量（free cash flow）概念便应运而生。

1. 西方关于自由现金流量的不同定义

(1) 国际顶级评级机构——美国标准普尔的自由现金流量计算公式是

$$\text{自由现金流量} = \text{税前利润} - \text{资本性支出}$$

标准普尔的定义及计算方法非常简洁，但在运用中会出现较大的偏差。这个定义首先是没有考虑到利润与现金流量存在的差别；其次，这个定义没有考虑到折旧因素；最后这个定义没有考虑税收和递延税收的影响。

(2) 美国系统金融管理公司 (Systematic Financial Management, L. P.) 的创始人兼总裁 K. S. Hackel (1996) 提出自由现金流量等于经营活动现金净流量减资本支出，再加上资本支出和其他支出中的随意支出部分。他和纽约大学斯顿商学院的会计学教授尤西·李凡特在他们合著的《现金流量与证券分析》一书中提出了计算自由现金流量的三个方法：

第一，根据损益表和资产负债表，相应的计算公式是

$$\text{自由现金流量} = \text{息税后盈余} + \text{折旧} - \text{资本性支出}$$

第二，根据现金流量表、资产负债表和损益表，相应的计算公式是

$$\text{自由现金流量} = \text{经营现金净流量} - \text{资本性支出} + \text{随意性资本支出}$$

其中，随意性资本支出即“资本支出中的随意部分但又不是企业增长所必需的那一组成部分”；“随意支出的一个重要组成部分就是公司的日常管理费用”。

第三，根据现金来源和运用的平衡关系，相应的计算公式是

$$\begin{aligned} \text{自由现金流量} = & \text{期末期初的现金增加额} + \text{支付的现金股利} \\ & - \text{通过举债收到的净现金} - \text{通过发行股票收到的净现金} \\ & + \text{随意性现金流出} + \text{随意性投资} \end{aligned}$$

汉克尔和李凡特博士对自由现金流量进行的研究十分深入而详尽，他们注意到了折旧和税收的影响，并创造性地提出将随意性资本支出加回到自由现金流的计算中，这对加强企业的经营管理十分有利。在三种计算方法中：方法一也是使用了利润这一指标，这只是一个估计值；方法二、三是较精确的方法，主要是通过经营现金流的变化计算得出自由现金流量，其不足之处在于未考虑营运资本增加的资金需求。

(3) 美国加利福尼亚大学洛杉矶分校的 Bradford Cornell 教授 (1993) (美国 FinEcon 咨询公司的创立者兼总裁) 在《公司价值评估》一书中认为，“投资者的利益 (自由现金流量) 是由公司所创造的现金流入量减去公司所有的支出，包括在工厂、设备及营运资本上的投资等，所形成的净现金流

量。这些现金流量是可以分配给投资者的”。康纳尔教授在一个案例分析中提出了净现金流量的计算公式

$$\text{净现金流} = \text{息税后盈余} + \text{递延税收增加额} + \text{折旧} - \text{营运资本增加额} \\ - \text{资本性支出}$$

康纳尔教授的定义比较有说服力，在计算中考虑到了折旧、营运资本增加的影响，其不足之处也是使用了息税后盈余（利润），其局限性同标准普尔的定义一样。康纳尔教授未能考虑到随意性资本支出，而这部分现金支出也是股东可以控制和使用的。这种计算方法得出的数值也是一个估计值，仅作为参考使用。

(4) 英国伦敦城市大学商学院的 P. S 萨德沙纳姆教授在其所著的《兼并与收购》一书中提出自由现金流量定义为投资现金流出的税后的运营现金流量净值称之为自由现金流量。运营现金的流入来自于企业的经营。现金流出是因为增加了固定资本和流动资金投资。根据萨德沙纳姆教授的定义，计算公式如下

$$\text{自由现金流量} = \text{经营现金净流量} - \text{资本性支出} - \text{营运资本增加额}$$

萨德沙纳姆教授提出的定义和计算是比较全面的，但他也未能发现随意性资本支出这一项目。

(5) 西方还有一些学者和金融专家对自由现金流量下过经典的定义。詹森教授（1986）提出的自由现金流量定义为企业在“满足所有以相关的资金成本折现的净现值为正的所有项目所需资金后剩余的现金流量”；麦肯锡公司（McKinsey & Company, Inc.）的资深领导人之一 Tom Copeland 教授（1990）提出的自由现金流量的计算方法：“自由现金流量等于企业的税后净营业利润（net operating profit less adjusted tax，即将公司不包括利息收支的营业利润扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。”

2. 自由现金流量的内涵

综合上述几种主流定义，自由现金流量是指企业产生的、在满足了再投资需要之后剩余的现金流量，即在保证企业正常经营的前提下，由企业的生产经营活动所创造的现金净流量，减去资本性支出（如库存、厂房、设备等）和营运资本增加额的合理投资后，企业能够产生的额外现金流量。基本