

## 從投資人角度看現金流量表

財務分析上不可或缺的資產負債表、損益表及現金流量表中，現金流量表受到會計科目影響較小，因其係直接性報表，不需要煞費周章去思索數字後面的意義。所以對一般投資人而言，研究現金流量表的涵義，對投資決策品質的提升，有莫大的助益。

■ 副總經理 許繼文

### 壹、前言

財務報表是公司營運的數字紀錄，每一項數字都有其營運上的涵義。財務報表的編製，須依一般公認會計原則及相關規則進行。但是，在頗多情況下，財務報表的數字，仍離不開管理階層的主觀估計與判斷。財務會計本身並非一門精密的科學，即使公司經營層採取完全透明化的態度，也可能因為會計師堅持更嚴格的評估態度，而對數字表達有所衝突，更何況，有些公司會濫用會計處理的彈性，故意誤導投資人，數字上的差異，更不在話下。這種會計處理先天上的不精確性，使得投資人在閱讀財報時，必須抱持合理懷疑的態度。有時候，目的不同，引用的會計原則也不同。最明顯的，財務報表因為報稅或財務目的，有稅簽與財簽報表的差異。以折舊為例，為了租稅利益，稅簽報表會採用加速折舊法提列折舊；但是，為了向金融機構借款或提報股東大會時美化獲利數字，折舊會改採直線法，所謂合法的引用不同會計原則，造成資產負債表上遞延所得稅分攤的效果。

編製會計報表，引用了大量基本會計觀念及假設，對閱讀財報的人來說，有兩個基本會計慣例必須了解，分別是成本入帳會計原則及應計基礎會計原則。以成本入帳，成本與市價可能差異很大，固定資產經過逐年折舊攤提，帳面價值可能是零，但卻可能仍具生產力，是公司不可或缺的資產之一。

在應計基礎上，營收應該在貨物運出時入帳，成本或費用則應該在提供相對應的營收服務時已經入帳。事實上，這些收入未必已經收回，這些成本或費用也未必已經支出，這種種差異就是造成報表上利潤與現金淨流入不一致的原因。因此，投資人會發現有些公司報表雖然顯示獲利良好，卻發生不可思議的黑字倒閉。財務分析上不可或缺的資產負債表、損益表及現金流量表中，現金流量表受到會計科目影響較小，因其係直接性報表，不需要煞費周章去思索數字後面的意義。所以對一般投資人而言，研究現金流量表的涵義，對投資決策品質的提升，有莫大的助益。現僅就現金流量表部分提出一些粗淺的心得報告。

### 貳、現金流量表

現金流量表係以現金的流入與流出，彙總說明企業在特定期間之營運、投資及融資理財活動，其主要目的在提供企業在特定期間現金收支之資訊，次要目的在提供該期間之投資活動及融資理財活動之資訊。對投資人而言，其功能在協助評估企業的：

- \* 未來產生淨現金流入的能力
- \* 償債及支付股利的能力及需要對外融資之程度
- \* 本期純益與營業活動現金收支之差異原因
- \* 在特定期間之現金與非現金之投資及融資理財活動

表一所示寶鹼公司 1998 年現金流量表就是一個相當完整的典範。

#### 一、營運活動現金流量

對投資人而言，營運活動現金流量是一種自發性資金，相對於投資及融資活動現金流量，其重要性不言而喻。我們從損益表了解到淨利是將公司營收扣除成本及費用的結果，但是由於有些成本及費用不屬於現金支出性質，因此損益表的淨利數字必須經過上下調整，才能推算出營運活動的現金流量。我們且以表一寶鹼公司 1998 年的營運活動現金流量為例，說明各個項目的計算基礎及效果。

##### (一) 淨利：

本例直接從寶鹼公司損益表轉錄之淨利數字 37.8 億美元，通常是公司主要營運現金流量的來源，這也是財務分析人員非常看重損益表淨利數字的原因。

##### (二) 折舊，折耗及攤提：

對資本密集的產業，固定資產投資的成本分攤是影響淨利的主要因素。但事實上，這只是成本分攤的效果，每一會計年度，並非真正有現金流出。寶鹼公司本項目占 15.98 億美元，如加上 37.8 億元的淨利計 53.78 億美元，其實就構成了公司營運現金流量的最主要部分。

##### (三) 其他調整項目：

表一僅列示遞延所得稅 1.01 億元。其他常歸屬在本項目下的有處分資產及有價證券損益、非常損

益、停業部門損益、企業重整費用、資產報廢等。其中停業部門損益、重整或其他非常情況下，數字可能較大，會扭曲特定年度的營運活動現金流量。

(四) 應收帳款及存貨變動數：

寶鹼公司現金流量表提供了相當明確的示範作用。對投資人比較有意義的是應收帳款及存貨變動數的變動趨勢，如果從中不斷產生現金正流入或減少現金積壓之需求，對公司都有正面意義。由表一數字顯示，公司應收帳款逐年擠出營運資金，是一項正面的趨勢變化；但是存貨變動則有變壞的趨勢。在目前競爭激烈的環境下，做好應收帳款及存貨管理、降低營運資金的需求，已是創造競爭優勢的不二法門。在財務分析上，這兩個項目對營運資金的貢獻趨勢，意義也格外突顯。

(五) 其他：

這是一個概括性的雜項科目，數字通常很小。以寶鹼的規模為例，1.37 億美元，其數字意義不大。

(六) 營運活動淨現金流量：

此乃衡量公司自發性營運資金來源的重要指標。數字愈大，表示公司自發性資金愈充裕。從投資角度來看，這樣的公司可以掌握最佳的擴充機會，減少負債度過嚴冬，乃投資人追求的標的。

## 二、投資活動現金流量

有關財產、廠房及資產的資本支出、購併費用、投資有價證券的資金等，明顯是現金流出的效果；相對地，出售事業、處分資產或出售有價證券，代表現金流入的效果。資本支出項目的現金流量，由於金額有時相當龐大，必須特別注意。其支出能否達成購入資產以支援營運或強化競爭力的目的，更是投資人應予嚴格追蹤的重點。

由表一可見寶鹼公司每年資本支出均維持相當水準，1998 年 33 億美元的購

併支出，也是龐大的支出，從其報表附註中，可以了解當年購併支出包括購入生產 Tampax 棉條的 Tambrand 公司及一些亞洲及拉丁美洲的購併案。寶鹼乃充分利用亞洲金融風暴的機會，從長期投資角度，積極拓展亞洲市場。現金流入部分，少量現金來自資產處分收入（5.55 億美元）及出售有價證券收入（0.63 億美元）。由於年度內有大手筆購併活動，整個投資活動淨流出高達 52 億美元。

### 三、融資活動現金流量

公司融資活動現金流量包括舉債及發行權益證券籌措資金兩大部分。公司營運過程中，將不斷發生舉債籌資及清償現有負債的動作，融資活動現金流量中主要即包含了長短期負債的變動所造成之現金流量。另外，投資人比較有興趣的還包括股利金額及庫藏股購入數量。對一家快速成長的公司而言，由於營運成長所面臨之資金壓力，使公司傾向不發放現金股利，而將盈餘保留以支應成長所需資金需求。所以，如果投資人投資目的在獲取股利分配，那麼對公司現金流量的管理是否有所準備，就必須特別留意。

以 1998 年寶鹼公司為例，融資活動是有 3.8 億美元的少量淨流出，公司當年支付了 15 億美元的股利，是主要的現金流出因素。相較於前兩年，長短期負債大增，主因是前述購併活動所需資金，公司不得不舉債因應。寶鹼公司單靠一般營運資金，顯然不足以支應購併所需。而該公司充分運用其財務優勢、商譽與時機，掌握良機舉債，大幅購併。此例告訴投資人為何財務狀況穩定、獲利良好、現金流量讓金融機構放心的好公司，是我們努力尋找的投資好標的。

現金流量表的整個架構是將當年度的現金及現金等值淨變動數字，加上期初餘額來得到期末餘額。但期末餘額並非我們重視的關鍵，當期現金流量的變化及其原因才是我們關心的重點。

由表一寶鹼公司 1998 年的數字，期初餘額 23.5 億美元減去當年度淨現金流出 8.01 億美元，得到期末餘額 15.49 億美元，正好是公司當年資產負債表流動資產項下的現金及約當現金餘額。投資人如果仔細觀察，會發現現金流量模式與產業特性及公司生命週期有密切關係。如果選到一家資金充裕的金牛型投資標的，公司資產負債狀況通常良好，獲利也多半表現突出。

### 參、現金流量表衡量指標

站在投資的角度，財務報表上的數字無法顯示直接的意義，必須轉化為財務比率或指標，才能從中看出公司營運績效及財務狀況。現金流量的相關比率分析，須以多年度數字顯示之趨勢為要，惟有幾個年度的數字變化構成之趨勢，才能提供投資人明確的訊息。

#### 一、營運現金流量／銷貨比率

此項比率係以營運活動現金流量除以銷貨或營業收入，以百分比型態表示。提供投資人另一角度來評估一家公司應收帳款回收的管理績效。如果公司營運不

斷成長，但是營運現金流量卻沒有對應增加，此項比率就會下降，公司此時將面臨銷售營業循環時間拉長的問題。

以寶鹼公司的數字為例（百萬美元為單位）：

營運現金流量 4,885/損益表之銷貨 37,154=13.1%，比例高低並無一定的標準值，各公司間的差異頗大，對投資人比較有用的是追蹤一家公司一段期間的趨勢變化，方能掌握公司背後管理變動的涵義。

## 二、資本支出／營運現金流量比率

此指標是衡量公司現金流量管理是否妥當的重要指標。按固定資產設備的更新或擴充，關係公司生產力的維繫或競爭力的提升，其所需的資本支出如不能由正常營運現金來支應，就須透過借款或增資來籌措資金。不但曠日費時，增加財務支出，並影響公司管理運作之靈活性。此項比率愈低，表示公司透過自發性資金便足以支應資本支出，公司的長期投資價值也相對提高。寶鹼公司此項的比率值如下：資本支出(現金流量表投資活動)2,559/營運現金流量 4,885=52.4%，數據顯示，儘管公司固定資產大幅擴充，但由於營運資金的支援綽綽有餘，加上公司體質健康，因此投資人大可不必擔心。

## 三、股利／營運現金流量比率

公司在股價表現上，如果調低或是不分配股利，往往造成股價被殺低。因此，投資人不得不關心股利分配的資金來源是否由營運資金所產生。比率值愈低，表示公司配股資金是由營運來支應是正面訊息。寶鹼公司的數字如下：

股利支出（現金流量表融資活動段）1,462/營運現金流量 4,885=30%，顯示寶鹼公司以營運資金支應股利分配綽綽有餘。

## 四、資本支出加股利支出／營運現金流量比率

意義與資產負債表的速動比率分析類似。如果公司營運資金足以支應這兩項主要開支，表示公司可以將其他資金來源用在更重要的營運拓展上，對公司長遠發展有莫大助益。

寶鹼公司此項比率數值如下：

資本支出加股利支出（2,559+1,462）/營運現金流量 4,885=82%，顯示公司乃自發性資金足以支應資本支出及股利支出的績優公司。

## 五、自由現金流量／營運現金流量比率

自由現金流量有時被定義為營運現金流量減去資本支出的餘額。但若採更嚴謹的定義，將營運現金流量減去資本支出及股利支出，得到的才稱為自由現金流量。因為公司如長期穩定配發股利，突然停發股利，容易受到流言衝擊。因此，將股利部分納入有其實務上的考量。如此計算出來的自由現金流量，公司可用來降低債務、增加股利、擴充業務等。投資人也可以從這項指標發掘投資標的的潛在價值，其數值自然是愈高愈好。

$$\begin{aligned} & \text{以寶鹼為例，因其自由現金流量} \\ & = \text{營運現金流量} - \text{資本支出} - \text{股利支出} \\ & = 4,885 - 2,559 - 1462 = 864 \end{aligned}$$

本項指標為：自由現金流量 864/營運現金流量 4,885=17.7%，數字顯示，該公司自由現金流量不是很大，但如深入了解，該公司當年度大幅更新及擴充固定資產及大規模購併後，還能有這樣的表現，已經是很不簡單了。而從 1997 年該公司自由現金流量高達 24 億美元或是自由現金/營運現金流量比率高達 41% 來看，這才是公司管理階層敢在 1998 年全球經濟因亞洲金融危機飽受衝擊之時，大肆擴充的決策關鍵所在。另一方面，一家公司資本支出數字偏低，也會造成自由現金流量偏高，這對公司長遠發展未必有利，投資人在這方面也不要被簡單的數字所誤導了。其他尚有短期負債覆蓋比率、總負債覆蓋比率及每股現金流量等數值限於篇幅，不再贅述。

肆、下列題例可作為我等非財會專業人員測試是否初步了解現金流量表內涵之參考。

試指出下列各項為營業活動、投資活動或融資理財活動，抑為不影響現金之投資理財活動（答案見月刊內頁）

1. 從客戶收到的現金
2. 因進貨而支付供應商的現金
3. 收到非由營業產生之應收票據利息
4. 發行股票的現金收入
5. 支付現金股利
6. 銀行貸款而來的現金
7. 支付貸款利息
8. 支付現金以清償公司債
9. 以現金購買另外一家公司的股票作為長期投資
10. 出售某一部門而收到的現金
11. 以現金支付財產稅
12. 收到現金股利
13. 以現金支付員工薪資
14. 以現金支付保險費
15. 可轉換特別股轉換為公司普通股
16. 當年度折舊費用
17. 以現金購入機器
18. 出售土地的現金收入

表一：寶鹼公司現金流量表

寶險公司及其子公司合併現金流量表			
(單位：百萬美元)	1998.6.30	1997.6.30	1996.6.30
期初現金及現金等值	\$ 2,350	\$ 2,074	\$ 2,028
營運活動			
淨盈餘	3780	3415	3046
折舊及攤銷	1598	1487	1358
遞延所得稅	(101)	(26)	328
應收帳款變動數	42	8	17
存貨變動數	(229)	(71)	202
應付帳款，應計及其他負債變動數	(3)	561	(948)
其他營運資產及負債變動數	(65)	503	(134)
其他	(137)	5	289
營運活動合計	4885	5882	4158
投資活動			
資本支出	(2559)	(2129)	(2179)
處分資產收入	555	520	402
購併	(3269)	(150)	(358)
投資有價證券變動數	63	(309)	(331)
投資活動合計	(5210)	(2068)	(2466)
融資活動			
股利	(1462)	(1329)	(1202)
短期負債變動數	1315	(160)	242
長期負債變動數	1970	224	339
長期負債減少數	(432)	(724)	(619)
股票選擇權出售股票收入	158	134	89
購入庫藏股票	(1929)	(1652)	(432)
融資活動合計	(380)	(3507)	(1583)
匯率對現金及現金等值之影響收	(96)	(31)	(63)
現金及現金等值變動數	(801)	276	46
期末現金及現金等值	\$1,549	\$2,350	\$2,074
輔助資料			
利息支付明細			
扣除利息資本化之利息支出	\$536	\$449	\$459
所得稅	2056	1380	1339
因購併而增加之負債	808	42	56